

净利率连续5年提升抵达2002年以来最高， 现金流大幅改善回正

——葛洲坝（600068）2018 年报点评

2019 年 04 月 03 日

推荐/首次

葛洲坝

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 1006.26 亿，同减 5.79%，实现归母净利润 46.58 亿，同减 0.55%，实现扣非归母 40.12，同增 2.45%；
- **水电龙头纵横布局打造多元化业务结构，海外业务量位居前列。**公司以水电起家，承建了葛洲坝、三峡大坝等国内外一大批世界级水电设施，纵向延伸水泥建材、地产开发、收费公路和水务公司运营等业务，横向拓展水电、公路、房建、铁路、市政等细分市场，多元化业务结构日趋完善，位列中国建筑企业 500 强第 10 名、海外新签合同额/营业额的第 4 位/9 位。
- **业绩阶段性回落，订单保持稳健，多元化布局/基建回暖/一带一路推进/中美关系缓和/基数相对低等多因素有望推动营收重回双位数增长通道。**公司 2006-2016 十年间收入增长近 11 倍，CAGR 高达 27%，2017/2018 收入增速回落至 6.54%/-5.79%。全年整体/海外新签合同额为 2231 亿/761 亿，分别同减 1%/6%，稍有回落但维持相同体量，未来有望受益高潜力市场多元化布局、基建投资回暖和一带一路推进而改善，推动业绩增速重回双位数通道；分业务看，全年工程收入 545 亿，同减 4.3%，系部分项目受国际因素影响未能按期实施所致，毛利率 13.62%同增 1.3pp；环保收入 194 亿，同减 27.2%，系中美贸易摩擦和再生资源市场波动所致，毛利率 1.48%同增 0.5pp；水泥收入 89 亿，同增 33%，毛利率 43.07%同增 10.6pp；地产收入 74 亿，同增 19.1%，毛利率 23.34%同减 4.4pp；高速公路和水利发电收入分别达到 19 亿/15 亿，毛利率分别高达 62.05%和 41.85%；
- **净利率连续第 5 年提升，系 2002 年以来最高水平，现金流大幅改善回正。**报告期内毛利率 16.33%，显著提升 3.3pp，其中工程/环保/水泥三大主业毛利率分别提升 1.3pp/0.5pp/10.6pp（水泥销售价上升），高毛利的公路和水务运营业务均快速成长；销售/管理/财务费率为 1.29%/7.64%/2.47%，分别同增 0.3pp/1.8pp（系研发费、薪酬和折旧摊销增加）/0.5pp，期间费率 10.16%同增 2.1pp；减值 5.6 亿增长 9.9 倍，占净利润比例提升 8.4pp 至 9.32%；投资收益 11.41 亿同减 16%；公允价值变动净收益同比增加 4.18 亿，系非上市权益工具投资确认为其他非流动金融资产所致，占净利润比例达 7%；税率 23.04%同增 1.2pp；整体来看，净利率 5.92%同增 0.5pp；经营现金流 12.78 亿，同比增加 21.02 亿，主要系本期加强回款所致；期末资产负债率 74.76%，同增 2.1pp；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 1118.44 亿元、1256.68 亿元、1418.88 亿元；归母净利润分别为 52.95 亿元、60.53 亿元和 69.35 亿元；EPS 分别为 1.15 元、1.31 元和 1.51 元，对应 PE 分别为 6.4X、5.6X 和 4.9X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、基建投资不及预期；2、汇率波动风险；3、材料价格风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	106,807.	100,625.	111,844.	125,668.	141,888.
增长率（%）	6.54%	-5.79%	11.15%	12.36%	12.91%
净利润（百万元）	5,847.48	5,959.89	6,792.05	7,453.12	8,384.10
增长率（%）	30.56%	1.92%	13.96%	9.73%	12.49%
净资产收益率（%）	11.41%	10.88%	20.48%	22.37%	26.74%
每股收益（元）	0.89	0.89	1.15	1.31	1.51
PE	8.23	8.28	6.38	5.58	4.87
PB	0.82	0.79	1.31	1.25	1.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

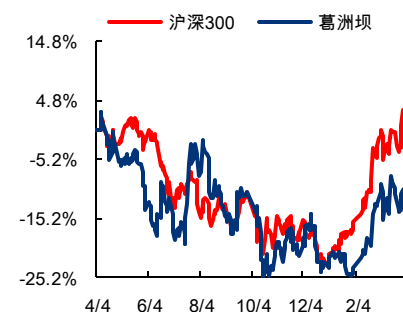
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	7.64-8.56
总市值（亿元）	351.8
流通市值（亿元）	351.8
总股本/流通 A 股（万股）	460478/460478
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.75

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《葛洲坝（600068）2017 年半年报点评：业绩稳步增长，PPP、环保和一带一路发展受益》2017-08-31
- 2、《葛洲坝（600068）2016 年年报点评：PPP 和一带一路下环保装备制造成新增长点》2017-03-30
- 3、《葛洲坝（600068）2016 年中报点评：环保和 PPP 提供新的发展和增长》2016-08-31

公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表					单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	123189	129777	97618	138968	154011	营业收入	106807	100626	111844	125668	141889				
货币资金	18981	19548	-14169	15525	16797	营业成本	92843	84192	93581	105288	119202				
应收账款	16486	15271	16547	18936	21381	营业税金及附	1227	1117	1241	1407	1581				
其他应收	11640	10702	11895	13366	15091	营业费用	1065	1301	1230	1320	1419				
预付款项	6986	7870	7870	3776	2647	管理费用	5426	4455	5928	5655	5108				
存货	64117	52198	69225	80769	91443	财务费用	2079	2488	2743	4353	6407				
其他流动	1382	2579	1940	1153	230	资产减值损失	51	453	136	68	48				
非流动资产	63735	88432	96459	99986	104030	公允价值变动	0.00	418.39	137.66	185.35	247.13				
长期股权	6959	14160	16284	17912	19703	投资净收益	1,353	1,141	1,255	1,694	2,287				
固定资产	14290	17094	18803	18803	18803	营业利润	7287	7709	8377	9457	10658				
无形资产	15316	16683	17517	18393	19313	营业外收入	255	86	512	284	294				
其他非流	371	93	93	93	93	营业外支出	56	50	63	57	57				
资产总计	186924	218209	194077	238954	258041	利润总额	7486	7744	8826	9685	10895				
流动负债	91364	117964	112387	155995	173896	所得税	1638	1785	2034	2232	2510				
短期借款	14420	29614	29614	73175	90771	净利润	5847	5960	6792	7453	8384				
应付账款	35519	35920	34612	35481	36577	少数股东损益	1164	1302	1498	1400	1449				
预收款项	10012	0	12014	11989	11961	归属母公司净	4684	4658	5295	6053	6935				
一年内到	9490	12196	12196	10976	9879	EBITDA	24733	26976	12838	15538	18804				
非流动负	44465	45161	42060	40720	41583	EPS（元）	0.89	0.89	1.15	1.31	1.51				
长期借款	27782	31783	31783	30449	31338	主要财务比									
应付债券	11650	9150	8693	8693	8693										
负债合计	135828	163125	154448	196714	215479	成长能力									
少数股东	10064	12281	13778	15178	16627	营业收入增长	6.54%	-5.79%	11.15%	12.36%	12.91%				
实收资本	4605	4605	4605	4605	4605	营业利润增长	59.76%	5.79%	8.67%	12.89%	12.69%				
资本公积	7616	7511	7511	7511	7511	归属于母公司	37.94%	-0.55%	13.67%	14.33%	14.57%				
未分配利	10760	13391	10391	9599	6161	获利能力									
归属母公	41032	42804	25851	27061	25936	毛利率(%)	12.04%	16.31%	16.33%	16.22%	15.99%				
负债和所	186924	218209	194077	238954	258041	净利率(%)	5.47%	5.92%	6.07%	5.93%	5.91%				
现金流	单位：百万元					总资产净利润	7.81%	2.51%	2.13%	2.73%	2.53%				
量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.41%	10.88%	20.48%	22.37%	26.74%				
经营活动	-824	1278	1135	1342	1807	偿债能力									
净利润	5847	5960	6792	7453	8384	资产负债率(%)	73%	75%	80%	82%	84%				
折旧摊销	15367	16778	17614	19411	21393	流动比率	1.35	1.10	0.87	0.89	0.89				
财务费用	2079	2488	2743	4353	6407	速动比率	0.65	0.66	0.25	0.37	0.36				
应收账款	-5887	1215	-1276	-2389	-2444	营运能力									
预收账款	1571	-10012	12014	-25	-28	总资产周转率	0.63	0.50	0.54	0.58	0.57				
投资活动	-9160	-13894	-8907	-1713	-416	应收账款周转	7.89	6.34	7.03	7.08	7.04				
公允价值	0	418	138	185	247	应付账款周转	3.68	2.82	3.17	3.59	3.94				
长期股权	0	0	-10191	-3447	-2822	每股指标（元）									
投资收益	1353	1141	1255	1694	2287	每股收益(最新)	0.89	0.89	1.15	1.31	1.51				
筹资活动	7459	12949	-7611	36531	5077	每股净现金流	-0.55	0.07	-3.34	7.85	1.40				
应付债券	0	0	-458	0	0	每股净资产(最)	8.91	9.30	5.61	5.88	5.63				
长期借款	0	0	2815	3408	3111	估值比率									
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	8.23	8.28	6.38	5.58	4.87				
资本公积	31	-105	0	0	0	P/B	0.82	0.79	1.31	1.25	1.30				
现金净增	-2525	332	-15383	36161	6468	EV/EBITDA	3.16	3.60	10.15	9.11	8.39				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。