

葛洲坝 (600068.SH)

Q2 收入利润增速双升，海外订单高增

核心观点

● Q2 收入利润增速双升，经营性现金流改善显著

公司2019H1实现营业收入498亿元，同比增长8%；归母净利润21.24亿元，同比增长8.76%；扣非净利润20.89亿元，同比增长14.29%。分季度看，Q1/Q2分别实现收入217/281亿元，同比分别增长3.9%/11.4%；归母净利润分别为6.97/14.27亿元，同比分别变动-7.95%/+19.36%；扣非净利润分别为6.65/14.24亿元，同比分别变动-8.98%/+29.81%。公司19H1毛利率/净利率分别为15.54%/8.59%，较18H1分别变动-0.24/+0.12pct，毛利率虽然略有下滑，但公司净利率提升，主要因为公司费用率下滑0.2pct。公司19H1经营性现金流净额为+17.4亿元，较18H1增加78.6亿元，其中，Q2经营性现金流净流入28.4亿元。

● 房地产/水泥/民爆业务收入业绩高增，环保业务收缩

分业务看，公司工程施工/环保水务/房地产/水泥/民爆/公路/高端装备制造业务19H1分别实现收入286/78/49/43/18/11/6亿元，同比分别变动+20%/-32%/+46%/+43%/+23%/+5%/-31%，环保业务收入下降主要受再生资源市场变化，再生资源加工业务产能利用率不足，上半年淮安公司对一期项目3、4号生产线进行了技术改造，并于5月底完成全部技改工作，目前已达到提质增效的预期目标，下半年环保及再生资源回收利用业务经营状况有望改善。利润总额方面，工程施工/环保水务/房地产/水泥/民爆/公路业务分别实现利润总额14.2/0.14/5.5/14.6/1.8/5.5亿元，其中，房地产/水泥/民爆/公路业务利润总额实现较高增长，同比分别增长33%/84%/23%/24%。

● 海外订单高增，签订多个大额海外订单

根据公司中报，公司19H1新签订单1403亿元，完成年计划2320亿元的60%，同比增长17%。其中，国内/国际新签订单分别为811/592亿元，同比分别变动-1%/+55%，国内订单保持稳定，国外订单增速较高，主要为公司今年上半年签订了多个国际大额订单，包括合同金额241亿元的巴基斯坦开伯尔普什图省石油炼化项目，公司占比40%；合同金额124亿元的巴基斯坦Mohmand电站项目，公司占比70%；独立签署了合同金额100亿元的印尼卡扬水电站项目。

● 盈利预测及投资评级

公司Q2业绩较19Q1及18年下半年改善明显，且上半年公司国际订单高增，支撑公司下半年收入持续增长。此外，随着再生资源加工业务提质增效，公司下半年环保业务也有望改善。预计公司19-21年归母净利润分别为52.9/59.1/65.5亿元。公司19年PE约为5.6倍，PB仅为0.55倍，8家建筑央企19年PE均值为7.5倍，我们预计公司19-21年归母净利润复合增速为12%，给予公司19年7倍PE，预测公司19年EPS为1.02元/股，对应A股合理价值7.14元/股，维持“买入”评级。

● **风险提示：**中美贸易摩擦加剧，海外订单推进速度不及预期；环保业务改善不及预期；基建投资增速提升速度较慢，新签订单增速下滑。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	106,807	100,626	112,731	125,663	138,254
增长率(%)	6.5	-5.8	12.0	11.5	10.0
EBITDA(百万元)	8,047	9,685	9,697	11,567	12,763
净利润(百万元)	4,684	4,658	5,285	5,910	6,553
增长率(%)	37.9	-0.6	13.5	11.8	10.9
EPS(元/股)	0.89	0.89	1.02	1.16	1.30
市盈率(P/E)	8.06	6.25	5.63	4.95	4.42
市净率(P/B)	0.92	0.68	0.55	0.49	0.43
EV/EBITDA	10.20	9.53	9.48	8.79	8.59

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

5.74元

合理价值

7.14元

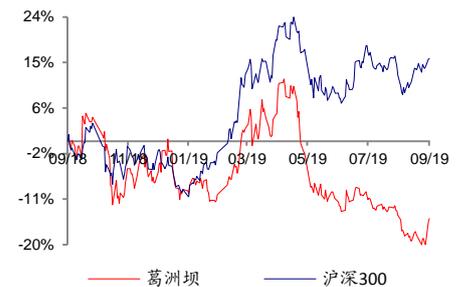
前次评级

买入

报告日期

2019-09-04

相对市场表现



分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

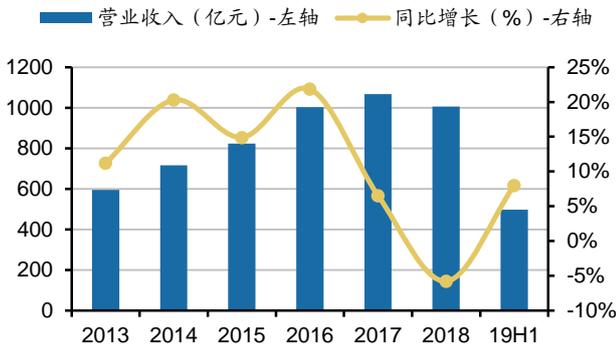
相关研究：

联系人：

尉凯旋 021-60750610

yukaixuan@gf.com.cn

图 1: 公司历年营业收入及同比增速



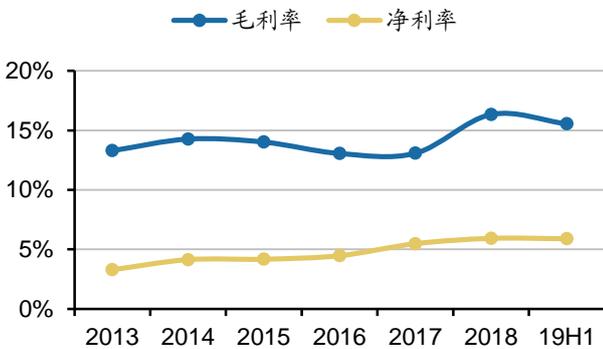
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 2: 公司历年归母净利润及同比增速



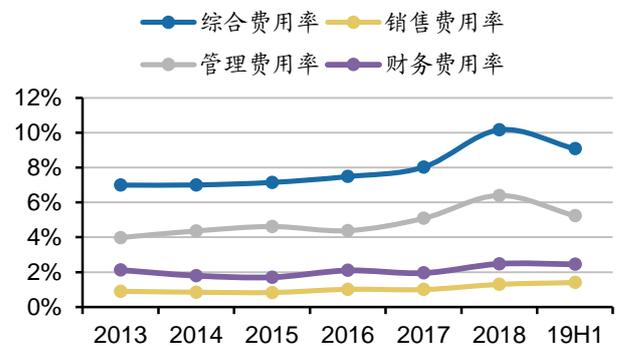
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 3: 公司历年毛利率及净利率



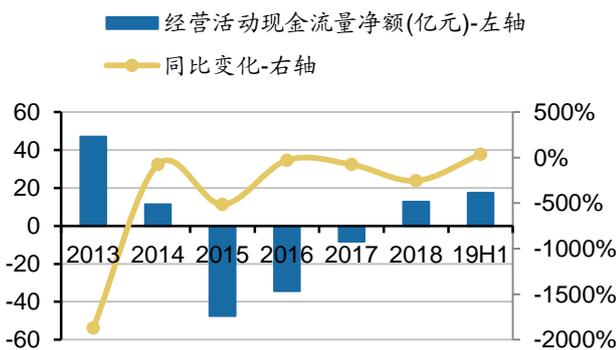
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 4: 公司历年费用率



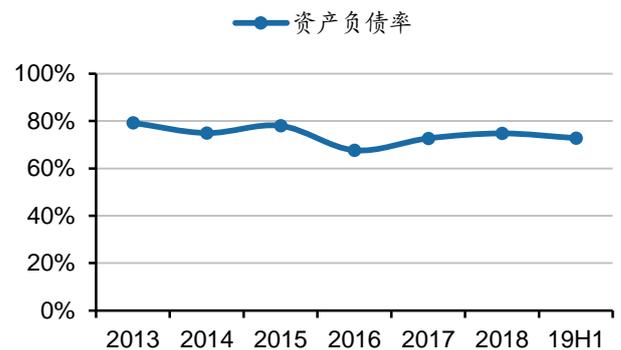
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 5: 公司历年经营性现金流净额



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 6: 公司历年资产负债率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	123189	129777	144004	159605	174648	经营活动现金流	-824	1278	5317	-1197	5325
货币资金	18981	19548	12141	12254	13041	净利润	5847	5960	5623	6288	6972
应收及预付	26181	26615	30299	33754	37134	折旧摊销	1802	2105	3054	3660	4675
存货	64117	52198	66054	73468	80822	营运资金变动	-9102	-8438	-4476	-13012	-7699
其他流动资产	13910	31417	35509	40130	43650	其它	629	1651	1117	1868	1378
非流动资产	63735	88432	92921	96533	104124	投资活动现金流	-9160	-13894	-5007	-5263	-9472
长期股权投资	6959	14160	14699	15462	16352	资本支出	-8550	-9036	-4368	-4138	-7263
固定资产	14293	17107	18944	19604	22572	投资变动	-1237	-4966	-2855	-2952	-4623
在建工程	9957	16090	16090	16090	16090	其他	627	108	2216	1827	2414
无形资产	15316	16683	16683	16683	16683	筹资活动现金流	7459	12949	-7716	6572	4934
其他长期资产	17210	24393	26506	28695	32428	银行借款	7888	17865	-5085	9892	8720
资产总计	186924	218209	236925	256138	278772	股权融资	2641	1449	0	0	0
流动负债	91364	117964	116155	119189	126131	其他	-3070	-6365	-2631	-3320	-3786
短期借款	14420	29614	10000	10000	10000	现金净增加额	-2525	332	-7406	112	788
应付及预收	45911	38637	51293	49533	51726	期初现金余额	21206	18622	19548	12141	12254
其他流动负债	31033	49713	54862	59656	64405	期末现金余额	18622	18839	12141	12254	13041
非流动负债	44465	45161	59690	69582	78302						
长期借款	27782	31783	46312	56204	64924						
应付债券	11650	9150	9150	9150	9150						
其他非流动负债	5032	4228	4228	4228	4228						
负债合计	135828	163125	175845	188770	204432						
股本	4605	4605	4605	4605	4605						
资本公积	7616	7511	7511	7511	7511						
留存收益	12249	14974	20260	26170	32723						
归属母公司股东权益	41032	42804	48462	54372	60926						
少数股东权益	10064	12281	12618	12995	13414						
负债和股东权益	186924	218209	236925	256138	278772						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	106807	100626	112731	125663	138254
营业成本	92843	84192	96439	107263	118000
营业税金及附加	1227	1117	1240	1319	1521
销售费用	1065	1301	1466	1508	1797
管理费用	3829	4455	5028	5655	6221
研发费用	1597	1981	1916	2011	2627
财务费用	2079	2488	3004	3320	3786
资产减值损失	51	453	649	556	386
公允价值变动收益	0	418	1008	534	982
投资净收益	1353	1141	1208	1293	1432
营业利润	7291	7709	6708	7677	8334
营业外收支	195	35	320	182	380
利润总额	7486	7744	7028	7859	8714
所得税	1638	1785	1406	1572	1743
净利润	5847	5960	5623	6288	6972
少数股东损益	1164	1302	337	377	418
归属母公司净利润	4684	4658	5285	5910	6553
EBITDA	8047	9685	9697	11567	12763
EPS (元)	0.89	0.89	1.02	1.16	1.30

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	6.5	-5.8	12.0	11.5	10.0
营业利润增长	58.7	5.7	-13.0	14.4	8.6
归母净利润增长	37.9	-0.6	13.5	11.8	10.9
获利能力(%)					
毛利率	13.1	16.3	14.5	14.6	14.7
净利率	5.5	5.9	5.0	5.0	5.0
ROE	11.4	10.9	10.9	10.9	10.8
ROIC	5.4	4.9	4.2	4.4	4.1
偿债能力(%)					
资产负债率	72.7	74.8	74.2	73.7	73.3
净负债比率	33.9	37.9	32.8	34.2	34.5
流动比率	134.8	110.0	124.0	133.9	138.5
速动比率	57.0	59.1	59.6	64.2	66.0
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.50	0.50	0.51	0.52
应收账款周转率	6.63	5.30	5.21	5.21	5.21
存货周转率	1.80	1.45	1.46	1.46	1.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.89	0.89	1.02	1.16	1.30
每股经营现金流	-0.18	0.28	1.15	-0.26	1.16
每股净资产	8.91	9.30	10.52	11.81	13.23
估值比率					
P/E	8.06	6.25	5.63	4.95	4.42
P/B	0.92	0.68	0.55	0.49	0.43
EV/EBITDA	10.20	9.53	9.48	8.79	8.59

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与葛洲坝(600068)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。