



葛洲坝（600068）系列报告之三： 为什么看好葛洲坝结构转型、对标 海外龙头

报告摘要：

我们通过回答 4 个问题渐进讨论：处在结构转型进程中的葛洲坝，凭什么以及如何对标海外成熟建筑龙头？

- ◆ **建筑企业为什么要进行业务结构转型？**建筑企业传统工程业务，大致可以总结为“竞标-（垫资）建设-回款”这一流程。我们从企业价值公式出发认为，建筑业务的这一“工程模式”，在业务可复制性、负债率、盈利周转能力、成长性、债务结构、风险等方面综合而言次于“制造”、“运营”和“互联网”业务模式。建筑业为下游投资驱动周期性行业，随着国内投资增速持续处于下行通道，未来建筑企业提升自身价值的主要途径即为拓展海外增量空间和进行业务结构转型，转型主要方向将是“运营”和“制造”，对应机会主要来自基础设施投运领域和装配式建筑领域；
- ◆ **为什么选择 Vinci 作为结构转型的对标对象？**Vinci 是国外市值最高、盈利能力最强、转型最为成功、最受市场认可的建筑商之一，其“特许经营+工程承包”经营模式或最契合我国建筑企业转型方向。此外，大和房屋的建筑工业化转型和租赁业务模式、ACS 国际化多元化并购模式亦具有一定借鉴意义；
- ◆ **为什么看好公司去对标 Vinci？**公司具有成熟的八大业务结构，各业务收入毛利比重的多元化程度显著超过其他主要建筑央企。公司具有比 Vinci 更多样化的基础设施投资运营布局。公司具有开放的经营心态和较强可塑性，具有积极的海外战略和滚动开发优势；
- ◆ **公司当前能够对标 Vinci 的哪个阶段？**我们从业务结构演变和投资并购过程两个角度出发，认为 Vinci 发展历程对研究公司转型进程具有一定参考意义；

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营收为 1152.27 亿元、1302.89 亿元、1471.18 亿元，归母净利润为 54.27 亿元、64.08 亿元、76.8 亿元，对应 eps 为 1.18 元、1.39 元和 1.67 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 5.3 倍、4.5 倍和 3.7 倍。对公司多元化业务结构进行分项估值，看好 2021 年公司市值增加至约 541 亿规模，较当前市值有 90% 成长空间。采用相对及绝对估值法，综合推算公司合理估值为 8.25 元/股，对应 2019-2021 年 PE 值分别为 7 倍、5.9 倍和 4.9 倍，较当前股价有 33% 成长空间。基于公司在多个高潜力市场的优质资产业务布局、积极的海外战略、开放的经营心态、聚焦高质量发展的战略路线，以及国内逆周期调控力度有望加大、多个下游领域投资复苏、中美达成阶段性经贸协议的外部环境，我们看好公司短期经营韧性和中长期多元化优势，看好公司协同竞争优势和结构转型潜力。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：海外业务风险，投资不及预期风险，项目落地不及预期风险，财务风险。

2019 年 12 月 27 日

强烈推荐/维持

葛洲坝

公司报告

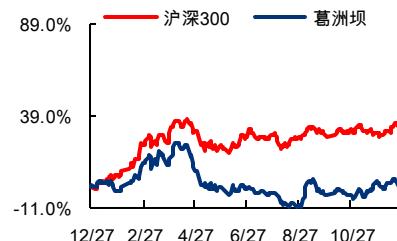
公司简介：

公司系水电建设领域首家上市公司和龙头企业、国际承包领军企业，业务覆盖建筑、水泥、民爆、地产、基础设施投运、环保水务、高端装备制造等领域，多项优质资产在经营领域内排名靠前，是建筑央企多元化之典范。

交易数据

52 周股价区间（元）	5.4-7.81
总市值（亿元）	285.04
流通市值（亿元）	285.04
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	0.73

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

研究助理：王翩翩

010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	106,807.1	100,625.6	115,227.3	130,288.6	147,118.0
增长率 (%)	6.54%	-5.79%	14.51%	13.07%	12.92%
净利润 (百万元)	5,847.48	5,959.89	7,184.64	8,429.19	9,903.40
增长率 (%)	30.56%	1.92%	20.55%	17.32%	17.49%
净资产收益率 (%)	11.41%	10.88%	12.61%	13.16%	15.53%
每股收益 (元)	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67
PE	6.94	6.98	5.25	4.45	3.71
PB	0.69	0.67	0.66	0.59	0.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 看好公司具有结构转型、对标海外龙头的潜力	5
1.1 建筑企业为什么要进行业务结构转型？	5
1.2 为什么选择 Vinci 作为对标对象？	7
1.3 为什么看好公司去对标 Vinci？	14
1.4 公司当前能够对标 Vinci 的哪个阶段？	20
2. 投资建议	21
2.1 关键合理假设和盈利预测	21
2.2 关注公司规模和业绩弹性	22
2.3 投资建议：看好市值成长性，维持“强烈推荐”评级	23
2.3.1 多元业务分项估值，看好市值规模成长性	23
2.3.2 相对和绝对估值法的合理区间在 8.25~8.32 元/股	25
3. 风险提示	26
相关报告汇总	28

表格目录

表 1: 截至 2017 年底 Vinci 特许经营业务情况	11
表 2: 当前公司在交通、能源、市政等经营性基础设施领域投运项目案例	17
表 3: 公司对外混改并购和战略合作主要举措	19
表 4: 公司财务指标预测	22
表 5: 测算公司未来业务结构变化及 2021 年各板块估值	23
表 6: 公司民爆业务与宏大爆破对比	25
表 7: 公司与头部建筑央企估值对比	25
表 8: DCF 模型 WACC 参数取值	26
表 9: DCF 模型估值敏感性测试	26

插图目录

图 1: 建筑传统业务的“工程模式”：竞标-（垫资）建设-回款	6
图 2: 基于建筑传统业务“工程模式”的企业价值分析示意	6
图 3: 建筑传统业务“工程模式”与其他主要业务模式类型对比分析（绿色/灰色部分分别为有利/不利价值因素）	7
图 4: 截至 2018 年国外主要上市建筑商市值规模/亿元、成长及盈利能力分布	7
图 5: 2003-2017 Vinci 市盈率表现	9
图 6: Vinci 发展大事记	9
图 7: Vinci1990-2017 营收及同比变化	10
图 8: Vinci1990-2017 净利润及同比变化	10
图 9: 法国 1990-2017 年 GDP 变化	10
图 10: Vinci2017 年业务结构	10

图 11: Vinci2003-2017 营收结构变化.....	10
图 12: Vinci2003-2017 净利润结构变化.....	10
图 13: Vinci2003-2017 特许经营业务收入结构变化	11
图 14: Vinci2003-2017 特许经营业务净利润结构变化	11
图 15: Vinci2003-2017 净利率及 ROE 变化.....	12
图 16: Vinci2010-2017 经营现金流构成变化/百万欧元.....	12
图 17: Vinci2010-2017 经营净现金流与净利润比值变化	12
图 18: 我国建企 2010-2017 经营净现金流/净利润.....	12
图 19: Vinci1990-2017 经营净现金流变化/百万欧元.....	12
图 20: Vinci1990-2017 资产负债率变化/%.....	12
图 21: 大和房屋 2011-2018 营收结构变化	13
图 22: 大和房屋 2011-2018 营业利润结构变化	13
图 23: ACS2005-2017 营收结构变化.....	13
图 24: ACS2005-2017 营业利润结构变化	13
图 25: ACS 发展大事记.....	14
图 26: ACS2017 年全球业务分布情况.....	14
图 27: Mastec2010-2017 营收结构变化	14
图 28: 当前公司业务结构示意图（收入及利润取自 2018 年报）	15
图 29: 百亿规模以上建筑央企建筑（含设计）营收占比.....	16
图 30: 百亿规模以上建筑央企建筑（含设计）毛利占比.....	16
图 31: 2018 公司各业务营收占比.....	16
图 32: 2018 公司各业务毛利占比.....	16
图 33: 2003-2018 基础投运业务营收及同比变化.....	17
图 34: 2003-2018 基础投运业务毛利及同比变化.....	17
图 35: 2018 年头部建筑央企海外新签占比	18
图 36: 2018 年头部建筑央企海外营收占比	18
图 37: 2009-2019H1 公司建筑订单及收入变化情况.....	19
图 38: 2009-2019H1 公司海外建筑订单及收入变化情况.....	19
图 39: 2009-2019 披露海外重大项目按地区分布/亿美元.....	19
图 40: 2009-2019 披露海外重大项目按行业分布/亿美元.....	19
图 41: 2003-2017Vinci 特许经营业务营收及净利占比变化	21
图 42: 2005-2007Vinci 市盈率及相对大盘市盈率变化	21
图 43: 预测 2021 年公司及可比建筑公司 2021 年 PE.....	24
图 44: 预测 2021 年公司及可比水泥公司 PE 分布.....	24
图 45: 预测 2021 年可比地产公司 PE 分布.....	24
图 46: 预测 2021 年公司及可比高速公司 PE 分布	24
图 47: 预测 2021 年公司及可比环保公司 PE 分布	25
图 48: 预测 2021 年可比高端装备制造公司 PE 分布.....	25

1. 看好公司具有结构转型、对标海外龙头的潜力

我们通过回答 4 个问题渐进讨论：处在结构转型进程中的葛洲坝，凭什么以及如何对标海外成熟建筑龙头？

- ◆ **建筑企业为什么要进行业务结构转型？** 建筑传统业务对应的“工程模式”在价值传导上次于其他主要业务模式。向“运营模式”和“制造模式”转型是未来企业提升自身价值的重要途径；
- ◆ **为什么选择 Vinci 作为结构转型的对标对象？** Vinci 是国外市值最高、盈利能力最强、转型最为成功、最受市场认可的建筑商之一，其“特许经营+工程承包”经营模式或最契合我国建筑企业转型方向；
- ◆ **为什么看好公司去对标 Vinci？** 成熟的多元化业务结构、多样化的基础设施投资运营布局、积极的海外战略、开放的经营心态和可塑性；
- ◆ **公司当前能够对标 Vinci 的哪个阶段？** 从业务结构演变和投资并购历程两个角度出发，我们认为当前的公司与 2005-2006 年间的 Vinci 具有一定程度相似性。

1.1 建筑企业为什么要进行业务结构转型？

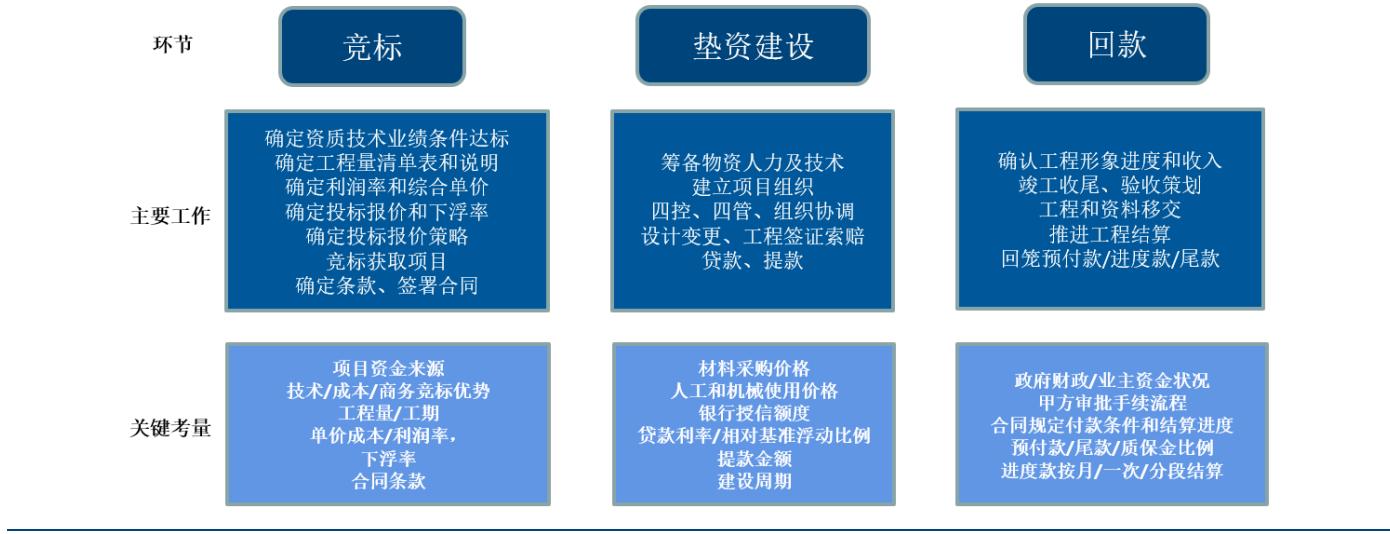
建筑企业传统工程业务，大致可以总结为“竞标-（垫资）建设-回款”这一流程。我们从企业价值公式出发认为，建筑业务的这一“工程模式”，在业务可复制性、负债率、盈利周转能力、成长性、债务结构、风险等方面综合而言次于“制造”、“运营”和“互联网”业务模式。建筑业为下游投资驱动周期性行业，随着国内投资增速持续处于下行通道，未来建筑企业提升自身价值的主要途径即为拓展海外增量空间和进行业务结构转型，转型主要方向将是“运营”和“制造”，对应机会主要来自基础设施投运领域和装配式建筑领域。

- ◆ **从价值传导角度，我们认为主要存在 5 类业务模式：** (1) **工程模式：** 代表行业为建筑/地产，业务过程为“竞标（/抢地）-垫资（/投资）-建设（/去化）-回款”，利润计算公式大致为【造价*（1-下浮率）-工料机等成本-贷款利息】或者【售价-地价*（1+溢价）-建安等成本-贷款利息】，盈利驱动因素包括减少下浮率（/土地溢价）、承接高利润大项目（/提高售价）、控制过程成本、加快进度以结算回款，盈利驱动要素包括品牌技术融资成本等。建筑业工程造价管理和博弈机制较为成熟，结算方式/下浮率/贷款利息通常取决于行业惯例（完工百分比法）和具体合同条款（甲乙方博弈），往往重垫资、回款周期长、财务成本高； (2) **制造模式：** 通过“采购-生产-销售”这一增值活动来创造企业效益，代表行业包括食品、医药、电子等，驱动要素包括技术、品牌、资本、资源、劳动力等，其盈利驱动因素包括控制进出价格，即成本/售价两端，例如技术壁垒高/议价能力强将抬升价格/降低成本从而提升企业价值； (3) **运营模式：** 基于在手资产（发电站、基站、高速公路、储蓄资产等）来向客户群提供服务收取费用从而创造企业效益，盈利驱动因素包括资产规模、存续期、政府指导行为等，定价偏刚性而价值稳定，具备防御属性； (4) **互联网模式：** 以互联网连接各商业渠道，高价值高风险的全新商业运作模式，包括传统移动互联网和新型互联网商业模式，业务增速/盈利能力较高，盈利驱动要素包括品牌、技术、营销、业务创新、保持客户粘性、增加变现渠道等； (5) **中介模式：** 借信息不对称通过撮合交易降低交易成本收取费用，形式上包括以人对人的、线下的传统中介模式和线上的互联网中介平台模式，代表企业包括线上-线下结合的地产中介，业务存续期不确定性较强、壁垒较低、竞争激烈、面对创新中介模式的持续冲击，盈利驱动要素包括资源、牌照、成本优势等；
- ◆ **综合来看，我们认为建筑传统业务对应的“工程模式”，在业务可复制性、负债率、盈利周转能力、成长性、债务结构、风险等方面次于“制造”、“运营”和“互联网”业务模式。** 我们统计了各类业务模式对应的代表上市公司的关键财务指标，认为“工程模式”所对应的建筑和地产板块，总体而言，负债率相对较

高、盈利周转和成长能力相对偏弱、长债占比和风险系数相对较高；

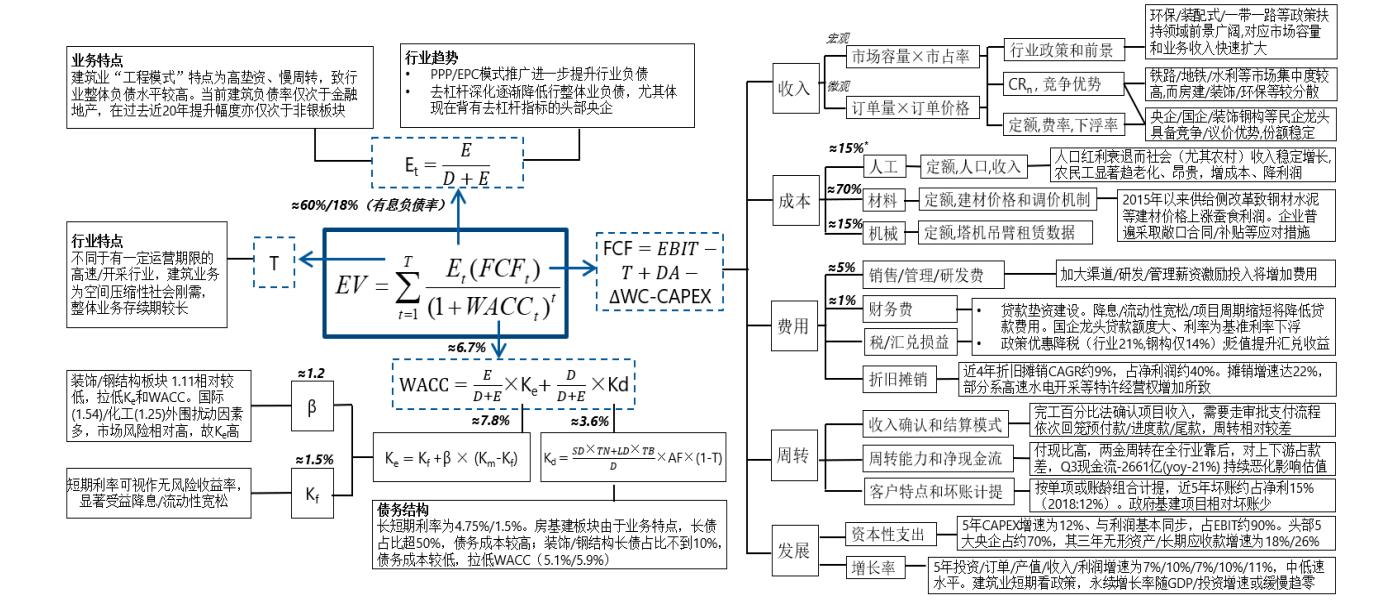
- 业务结构转型是未来建筑企业重要出路，转型转型主要方向将是“运营”和“制造”，对应机会来自基础设施投运领域和装配式建筑领域。向“互联网模式”转型的尝试包括C端家装（金螳螂/东易日盛）和绿色建材平台（杭萧钢构）等，我们认为前景较为广阔，但现阶段平台粘性和管理盈利模式仍需落地验证。

图 1：建筑传统业务的“工程模式”：竞标-（垫资）建设-回款



资料来源：东兴证券研究所

图 2：基于建筑传统业务“工程模式”的企业价值分析示意



资料来源：Wind、东兴证券研究所

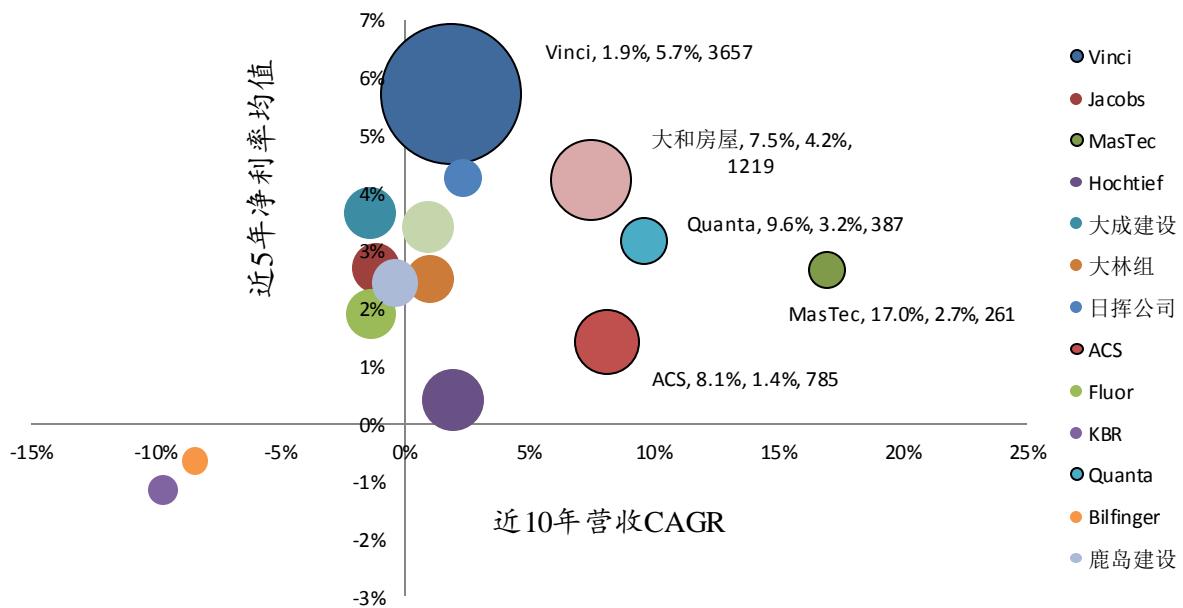
图 3：建筑传统业务“工程模式”与其他主要业务模式类型对比分析（绿色/灰色部分分别为有利/不利价值因素）

业务模式	代表行业	(1) T	(2) E_t	(3) FCF_t					(4) $WACC_t$			提高价值的途径
		业务存续期	负债率	净利率	NOCF/NP	NOCF 5年CAGR	CAPEX /亿	预计长期(永续)增长	风险(程度)	β	长债占比	
制造模式： 采购-生产-销售	食品饮料	∞ 成长性刚需	33%	6%	124%	14%	3	较高(基础刚需+消费升级)	退出饮食结构(小)；消费降级(小)；市场竞争(大)；	0.98	24%	增加 FCF_t ：(1) 控制成本 (2) 品牌创新或营销提升溢价 (3) 拓宽渠道
	医药生物	∞ 老龄化/健康趋势	33%	11%	81%	16%	2	较高(技术革新+老龄化/健康趋势)	市场竞争激烈，创新不及预期(大)；	0.97	30%	增加 FCF_t ：技术创新 (1) 填补市场GAP (2) 提升溢价
	建筑材料	∞ 空间压缩型刚需	59%	-2%	168%	18%	3	先高后低(供给侧+跨区打破销售半径限制, 投资瓶颈)	建材变革(大)；投资下行(大)；集中度提升(大)；	1.00	39%	增加 FCF_t ：(1) 控制成本 (2) 革新工艺提升溢价 (3) 拓宽渠道和经营区域, 打破销售半径限制
运营模式： 投资-运维服务-收费	高速公路	e.g. 30年 特许经营存在期限	46%	34%	159%	17%	9	先负后正，较低(规模增速边际减弱+环保有量瓶颈)	投资饱和/增速下行(大)；不可抗力(小)；	1.06	85%	增加T：延长业务存续期, 即资产特许经营期 增加 FCF_t ：(1) 扩大资产规模 (2) 降低运维成本 (3) 多渠道变现
	银行	∞ 刚需	93%	34%	225%	-16%	105	较低(规模增速边际减弱+经济瓶颈)	金融变革(小)；供给侧改革(大)；	0.79		增加 FCF_t ：(1) 扩大资产规模 (2) 降低业务支出 (3) 金融创新
互联网模式： 导流-营销-收费	互联网	∞ 刚需	33%	0%	7%	11%	2	先高后低(流量边际效益减弱)	用户付费/社交形式变革(大)；政策影响(大)；	1.04	32%	增加 FCF_t ：品牌/技术/营销/业务创新保持客户粘性、增加变现渠道
工程模式： 竞标-垫资(建设)-回款 竞标-投资(建设)-去化	建筑工程	∞ 空间压缩型刚需	63%	-1%	123%	8%	19	较低(可复制性差+投资瓶颈)	投资饱和/增速下行(大)；集中度提升(大)；	1.19	69%	增加 FCF_t ：(1) 品牌资质技术加强拿单能力 (2) 加快项目进度，降低WACC；(1) 国企融资便利 (2) 降低有息负债比重 (3) 加快项目进度
	房地 [△]	∞ 空间压缩型刚需	64%	-1%	30%	-226%	4	较低(可复制性差+城镇化瓶颈+政策调控)	市场压缩(大)；地产调控(大)；地产市场化倒退(小)；	1.12	80%	增加 FCF_t ：(1) 定位高潜力片区 (2) 品牌资金加运营能力 (2) 加快去化，降低WACC；(1) 拓宽融资渠道降成本 (2) 加快项目进度

资料来源：Wind、东兴证券研究所

备注：负债率、净利率、经营性净现金流均为板块 5 年算数平均值； $CAPEX$ 为板块合计值/成分股个数后的 5 年算数平均值

1.2 为什么选择 Vinci 作为对标对象？

图 4：截至 2018 年国外主要上市建筑商市值规模/亿元、成长及盈利能力分布


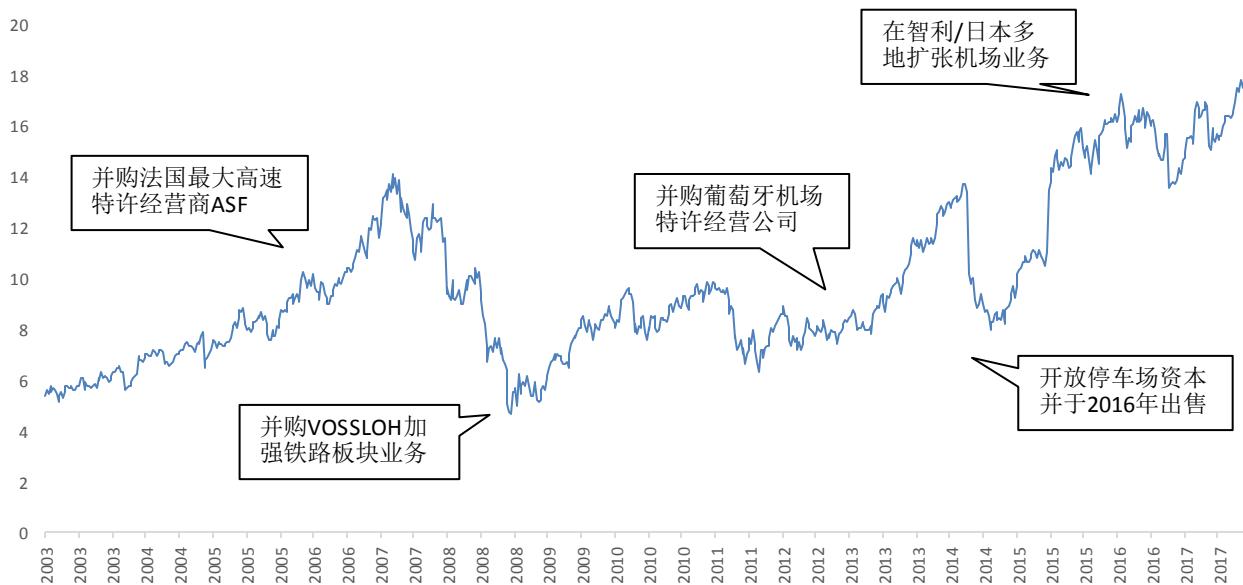
资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

Vinci 是国外市值最高、盈利能力最强、转型最为成功、最受市场认可的建筑商之一。作为全球建筑特许经营标杆，其“特许经营+工程承包”经营模式或最契合我国建筑企业转型方向。此外，大和房屋的建筑工业化转型和租赁业务模式、**ACS** 国际化多元化并购模式亦具有一定借鉴意义。

- ◆ **Vinci** 市值规模和盈利能力显著领先于其他可比企业。Vinci 成立于 1899 年，2000 年登陆巴黎证交所，位列 2019 年 ENR 国际承包商第四。截至 2018 年底 Vinci 市值约 3657 亿元，二十年增长近 28 倍、CAGR 达 18%，过去 5 年平均净利率和 ROE 分别为 5.7%、15.4% 且处在稳定上升通道，以上指标均处于领先；
- ◆ **Vinci** 近 20 年规模增速远高于同期法国经济增速，经营韧性显著增强。Vinci 1989-1998 年市值、营收和净利润 CAGR 仅 3%/2%/2%，其后通过上市/PPP/并购实现跨越式发展，在 1998-2017 二十年间市值、营收和净利润 CAGR 分别达到 18%/8%/18%，远高于同期法国 GDP 复合增速(1.4%)和投资复合增速(1.7%)。截至 2017 年 Vinci 仍有约 60% 收入来自国内，对比法国 2000/2008 年两波经济下滑，后者回落幅度更甚，但期间 Vinci 业绩波动性显著收窄、回复能力显著增强，充分彰显经营韧性；
- ◆ **Vinci** 在 2000 年以来不断实施 PPP 项目和并购打造全球特许经营标杆，当前特许经营业务主要为公路机场双轮驱动，其中公路业务提供稳定收入，机场业务提供快速增长。公司通过 PPP 模式介入路桥、高铁等领域，通过并购 ASF (公路)、ANA&Gatwick (机场)、VOSSLOH (铁路) 等资产深化布局，截至 2017 年 Vinci 特许经营业务主要包括高速公路 (国内 4443km+国外 3200km)、空港管理及服务 (7 个国家的 35 个机场，2017 年服务 1.5 亿人次)、体育馆 (5 个，2017 年举办 152 场赛事服务 530 万观众) 等，部门员工规模超 13000 名。2017 年特许经营业务中公路收入/利润占比为 76%/83%，机场占比为 20%/17%；
- ◆ **Vinci** 特许经营业务利润占比高、增长稳定、盈利能力强、现金流优质，显著优化业务结构、财务表现，提升估值水平。2003-2017 年特许经营业务收入占比从 10% 提升至 17%，而净利润占比从 30% 提升至 61%，利润贡献能力随时间而凸显。该项业务受宏观经济影响相对较小、收入稳定性更强，近 10 年/近 3 年收入 CAGR 为 10%/6%，高于建筑主业的 4%/-3.3%，近 5 年净利率均值为 24% (公路机场分别为 22%/23%)，远高于建筑 (1.7%)、能源 (3.4%) 和路桥 (1.8%)，从而带动整体净利率在 5 年间提升了 1.8pp。特许经营业务盈利质量 (经营净现金流/净利润) 始终在 150% 以上，推动整体经营净现金流在 1998-2017 二十年间增长接近 19 倍，2017 年贡献现金流占比超 85%。同时，Vinci 在 PPP 项目中积极引入政府资金、保险资金、养老基金等长期资金，并积极实施股份交换收购，负债率在 2006 年触顶 (45%) 后即持续回落，2017 年负债率仅为 31%。Vinci 优质经营博得市场认可，2015-2017 年 PE 由 9 倍上涨至 18 倍，PE 相对大盘比值由 0.4 上涨至 1.2，取得显著超额收益；
- ◆ 我们认为在财务表现优异的国外建筑龙头中，**Vinci** 的“特许经营+工程承包”经营模式最契合我国建筑企业转型方向，此外，大和房屋的建筑工业化转型和租赁业务模式、**ACS** 国际化多元化并购模式均具有一定借鉴意义。(1) 大和房屋市值约 1219 亿仅次于 Vinci、5 年净利率约 4.2%、10 年营收 CAGR 约 7.5%，各项指标均处于领先地位。大和房屋 2018 年前五项业务营收占比均超过 10%、充分彰显业务结构中之成熟均衡，营业利润则主要来自面向租户的商业设施开发 (30%) 和房屋租赁 (28%)，大和房屋业务模式对我国建筑企业而言有两点启发：一是日本经历了 1966~1990s 的建筑工业化进程、到 90 年代时 CR₁₀ 超过 90%，而大和房屋在 1965 年即投产首个专门生产装配式房屋的工厂、紧跟政策脚步赢得行业龙头老大地位；二是围绕租赁市场打造综合地产业务值得我国借鉴，其在日本地产业营收常年稳居第一，2016 年收入超过第二名三井不动产的 1.3 倍。(2) **ACS** 市值约 785 亿仅次于 Vinci 和大和房屋，其 10 年营收 CAGR 达 8.1%，在 2019 年 ENR 国际承包商中名列第一。**ACS** 2018 年建筑工程主业 (含特许经营) 收入和营业利润占比分别为 78%/63%，工业服务收入和营业利润占比为 18%/34%。**ACS** 主要通过并购重组快速打造业务多元化和国际化的建筑龙头，包括收购 Dragados 和 Hochtief，其始终确保其收购目标符合长期目标和财务潜力，且在并购过程中不断调整并购方向，及时剥离与核心业务无关业务、集中资源提升主业竞争力，值得我国建筑企业参考；(3) **MasTec** (美国) 增速较快但模式不适合我国建筑企业。**MasTec** 近十年营收 CAGR 高达 17%，领先于其他同类企业。2017 年 **MasTec** 收入及利润均主要来自石油天然气和通讯板块，

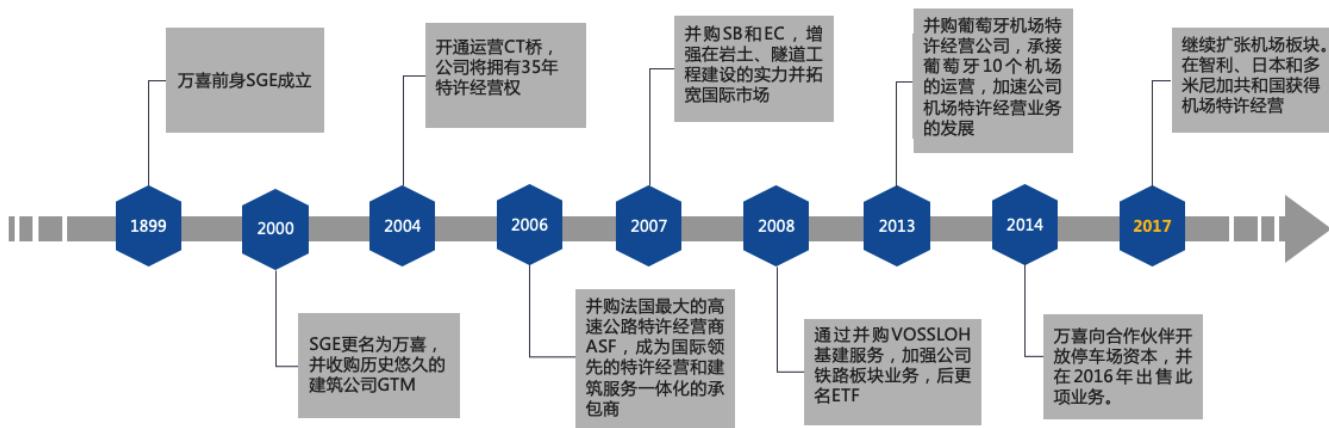
其中石油天然气业务为油气管道等设施工程服务,营收占 53%,通讯业务为通信基础设施服务,营收占 37%;

图 5: 2003-2017 Vinci 市盈率表现



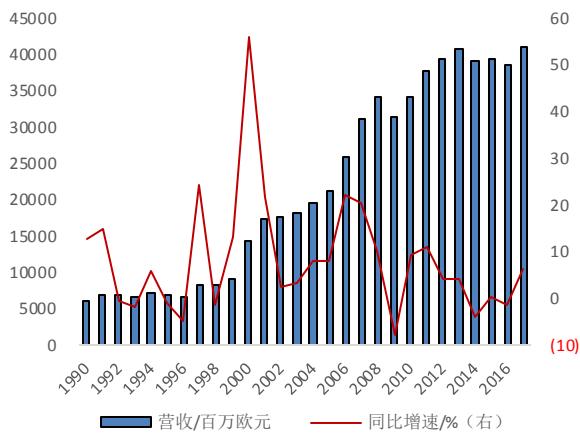
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 6: Vinci 发展大事记



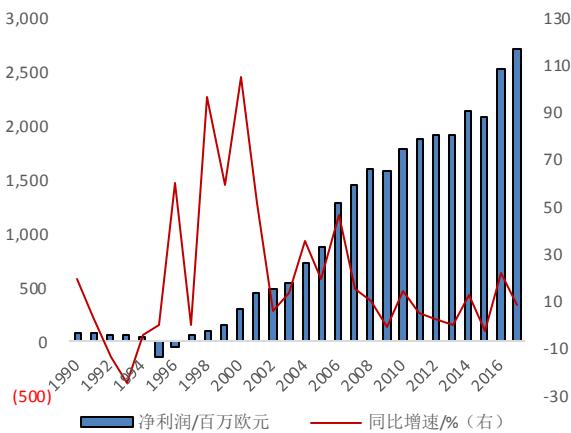
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 7: Vinci1990-2017 营收及同比变化



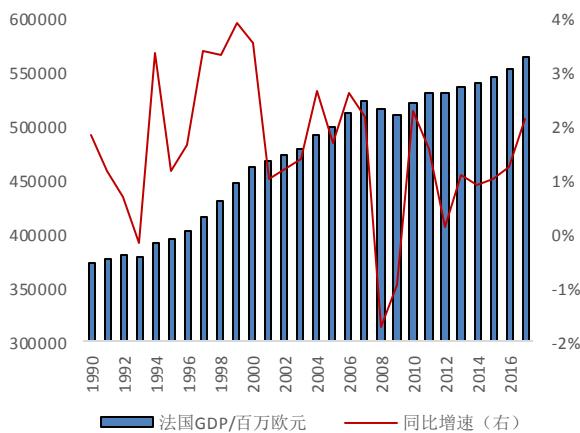
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 8: Vinci1990-2017 净利润及同比变化



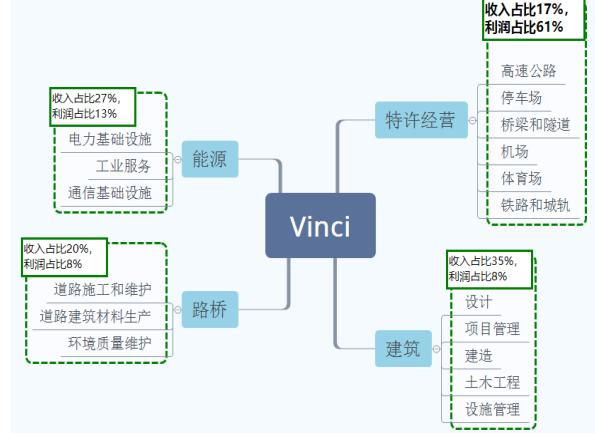
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 9: 法国 1990-2017 年 GDP 变化



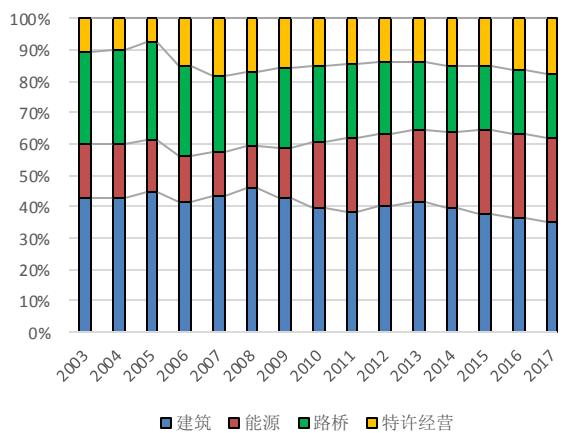
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 10: Vinci2017 年业务结构



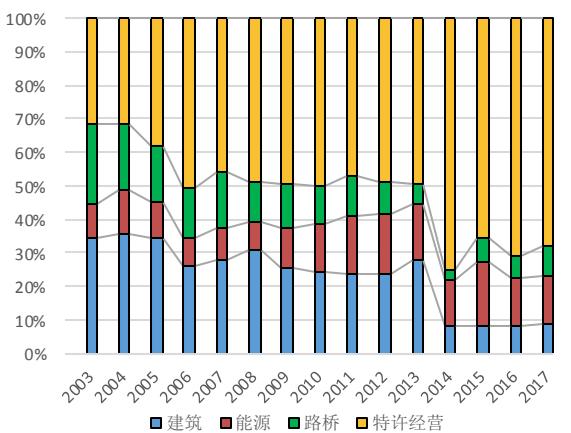
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 11: Vinci2003-2017 营收结构变化



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 12: Vinci2003-2017 净利润结构变化

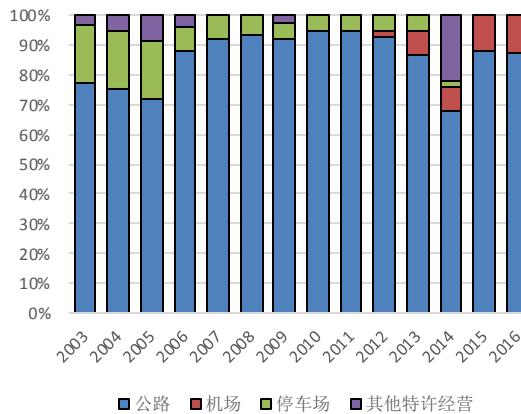


资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

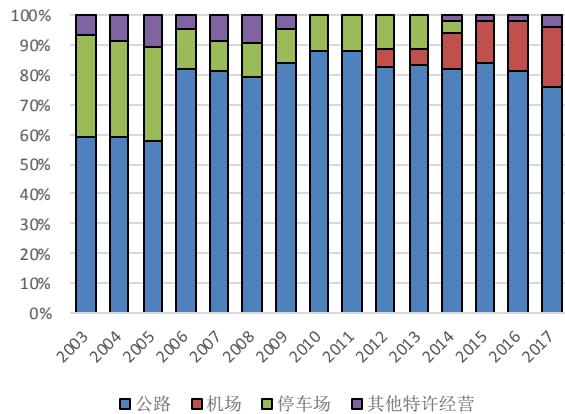
表 1：截至 2017 年底 Vinci 特许经营业务情况

日期	影响分析
1. 公路、桥梁和隧道	
1.1 国内	全球领先的道路特许运营商，经营法国 4443km 的高速网络（持股接近 100%，主要路段合作期至 2035 年左右），是欧洲最大的高速公路网络。2006 年以来已投资 95 亿欧元建立和升级其运营网络，2015 年开始计划投资 20 亿欧元用于道路拓宽，道路网络改善和移动服务接入。 * 法国高速收费标准：约 8 欧元/100km，折合 0.62 元/km。国内约 0.5 元/km
1.2 国外	在 13 个国家开展业务，与当地公司共同融资，建设和运营了 24 个项目，总共包括超过 3200 公里的高速公路,桥梁,隧道和城市道路以及大量的基础设施运营和收费服务。
2. 机场	世界前五的机场运营商。运营 35 个机场 ，覆盖法国（11 个）、葡萄牙（10 个）、多米尼加共和国（6 个）、柬埔寨（3 个）、日本（2 个）等 7 个国家，2017 年客运量超过 1.56 亿人次 。
3. 体育场	万喜运营着由集团建造的 5 个体育场，合计 24,000 座位（其中包括法兰西体育场、英国伊丽莎白女王奥林匹克公园体育场）。2017 年，万喜在五个场馆举办了 152 场赛事，吸引了 530 万观众。
4. 铁路和城轨	管理法国南欧大西洋高速铁路线建设，是法国近年来最大的基础设施特许经营项目。
5. 其他	包括个别河坝、照明工程、BRT 系统等等
停车场	2016 出售该项业务。曾是法国最大，欧洲领先的停车场运营商，在全球 13 个国家，经营管理着超过 150 万个车位（2600 个停车场）。

资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

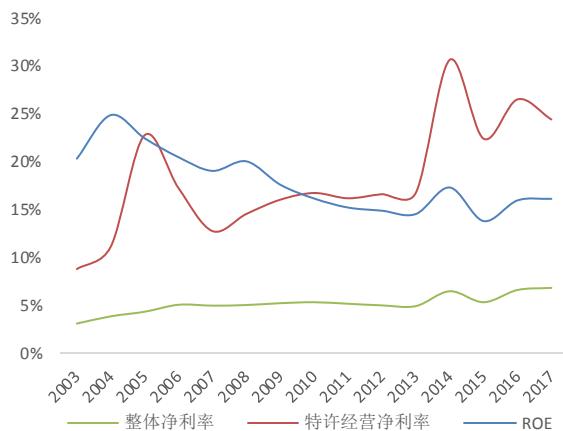
图 13: Vinci2003-2017 特许经营业务收入结构变化


资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 14: Vinci2003-2017 特许经营业务净利润结构变化


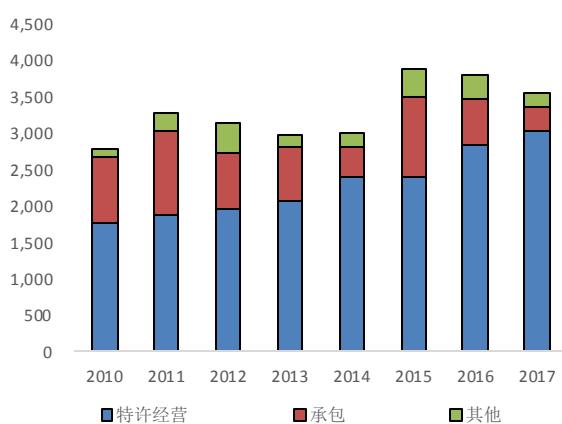
资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 15: Vinci2003-2017 净利率及 ROE 变化



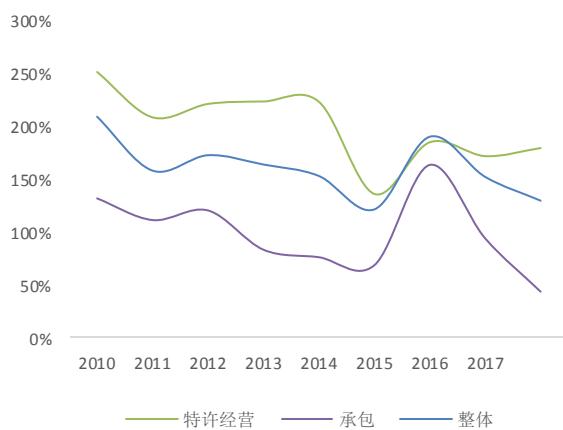
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 16: Vinci2010-2017 经营现金流构成变化/百万欧元



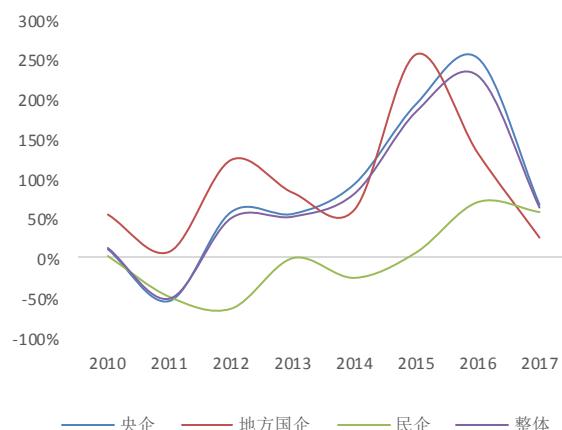
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 17: Vinci2010-2017 经营净现金流与净利润比值变化



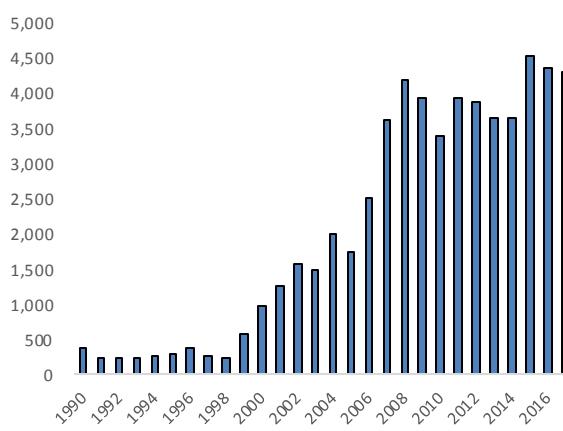
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 18: 我国建企 2010-2017 经营净现金流/净利润

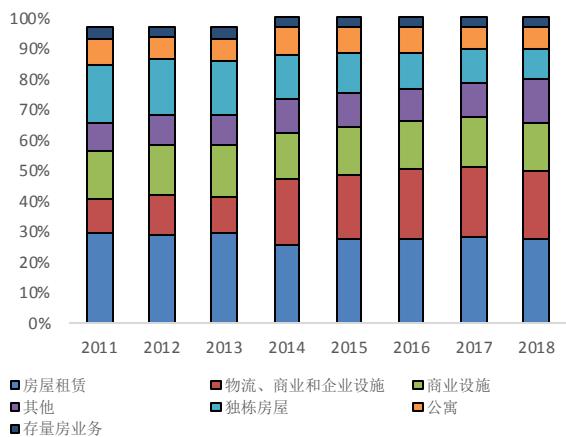


资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

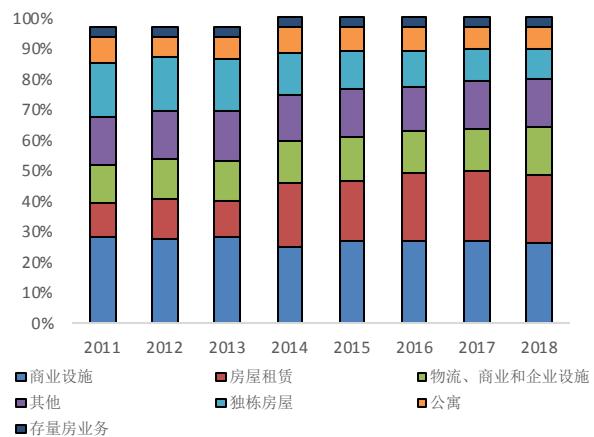
图 19: Vinci1990-2017 经营净现金流变化/百万欧元



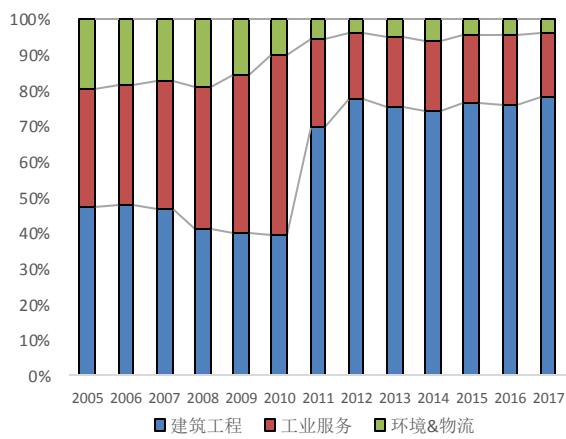
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 21: 大和房屋 2011-2018 营收结构变化


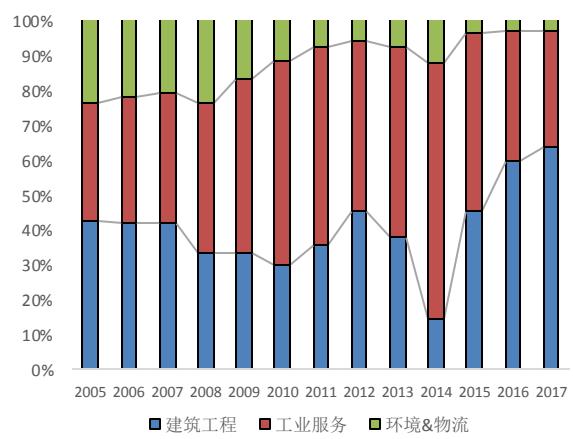
资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 22: 大和房屋 2011-2018 营业利润结构变化


资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

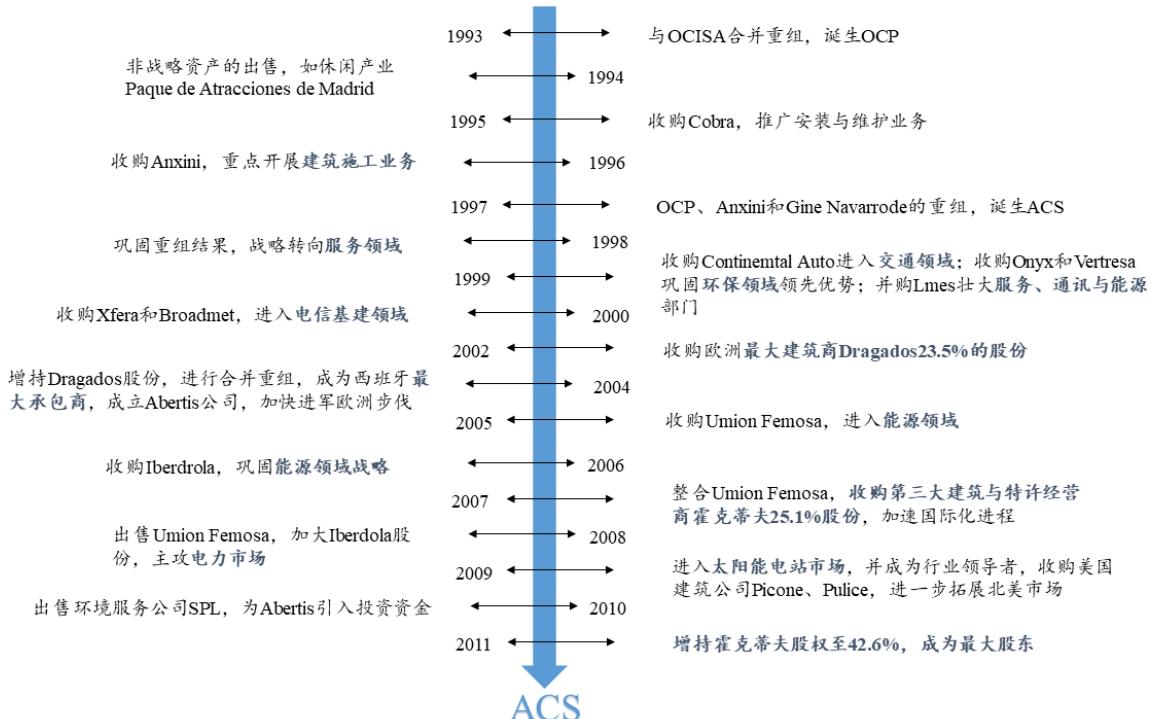
图 23: ACS2005-2017 营收结构变化


资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 24: ACS2005-2017 营业利润结构变化


资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 25: ACS 发展大事记



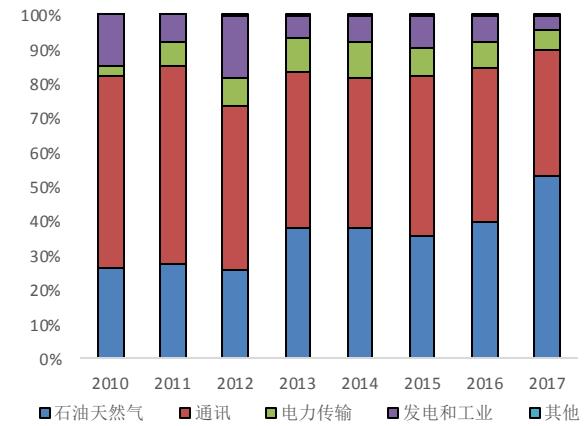
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 26: ACS2017 年全球业务分布情况



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 27: Mastec2010-2017 营收结构变化



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

1.3 为什么看好公司去对标 Vinci?

我们看好公司能够对标 Vinci 的主要理由为：成熟的多元化业务结构、多样化的基础设施投资运营布局、积极的海外战略和滚动开发优势、开放的经营心态和可塑性。

理由 1: 成熟的八大业务结构，建筑业务亦不偏科。公司各业务收入毛利比重的多元化程度显著超过其他主要建筑央企。公司当前业务覆盖建筑、建材、投资、新兴四大领域，遍布建筑施工、水泥和民爆、地产和基础设施投资运营、环保和高端装备制造，以及金融等八大板块，立足于海外、水利水电、交通、市政、棚改旧

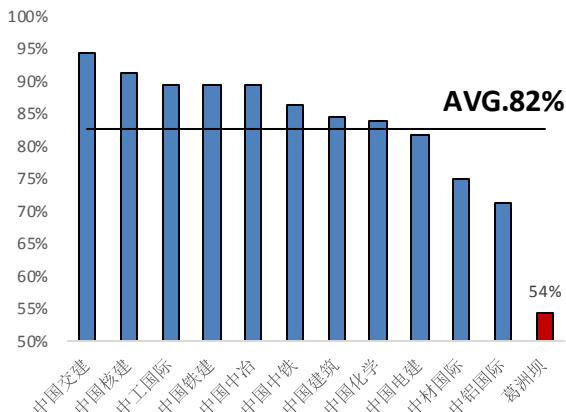
改、管廊、水泥、地产、绿色建筑、高速、生态环保、再生资源、高端装备制造等多个高潜力市场，呈现八大业务齐头并进、海内外协同、工程与投资双驱格局，结构日趋优化。在百亿规模以上的12家建筑央企中：营收方面，公司建筑主业收入占公司总收入比重最低，仅54%，远低于平均值（82%），辅业中有三项业务收入占比超过5%（环保19%、水泥9%、地产7%）、数量最多；毛利方面，公司是唯一有4项业务毛利占比超10%的建筑央企，建筑主业毛利占公司总毛利比重最低，仅45%，远低于平均值（75%），辅业中有三项毛利占比超过10%（水泥23%、地产11%、基础投运11%）、数量最多。仅就建筑主业而言，公司广泛涉足水利水电、路桥、铁路、轨交、市政、环保工程等，2018年新签非水电合同比例高达79%，较主业相对单一的中国化学（2018年新签化学工程占比71%）等更加多元化；

图 28: 当前公司业务结构示意图（收入及利润取自 2018 年报）



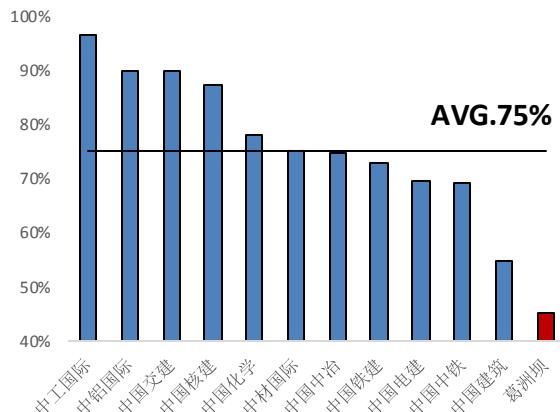
资料来源：东兴证券研究所

图 29: 百亿规模以上建筑央企建筑（含设计）营收占比



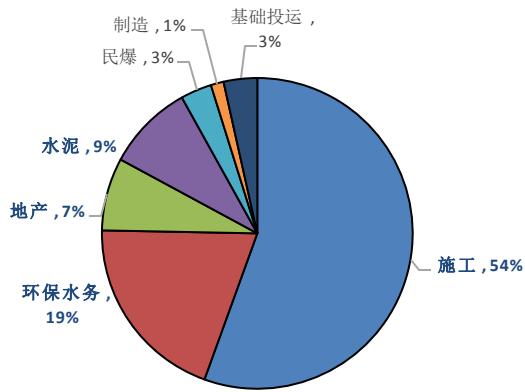
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 30: 百亿规模以上建筑央企建筑（含设计）毛利占比



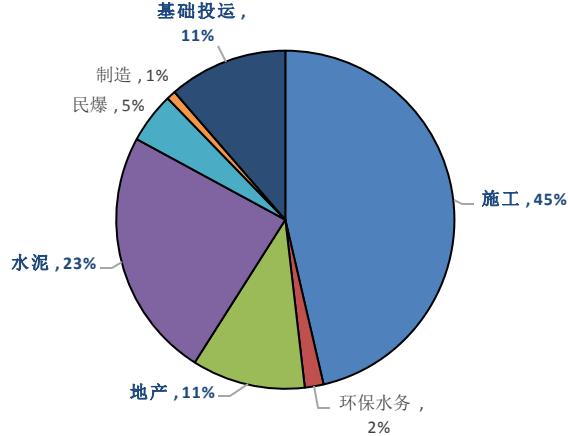
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 31: 2018 公司各业务营收占比



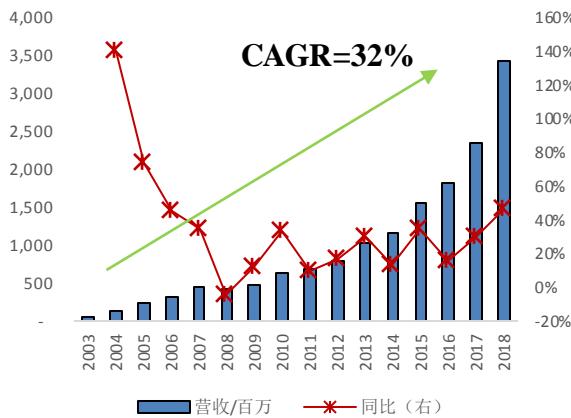
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 32: 2018 公司各业务毛利占比

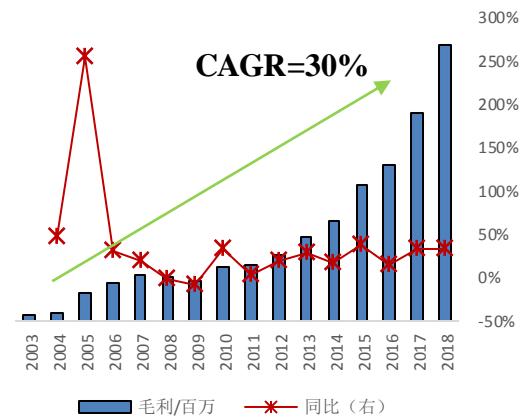


资料来源：Wind、东兴证券研究所

理由 2：基础设施投资运营布局较 Vinci 更多样化，规模持续扩张。 Vinci 特许经营业绩主要由公路和机场业务构成，而公司基础设施投资运营业务覆盖高速、水电、水务、铁路、管廊等更多领域。公司系国内高速水电运营先驱、水务领军企业，投资了国内首条大型 BOT 高速，估算当前运营及在建的高速权益里程达 1010km，水电总装机规模约 3765MW，水处理能力规模跻身行业领先地位，积极参与南京合肥等二线核心市场的示范型管廊及地下空间项目，并参股汉宜铁路（292km），基础投运业务长期高速增长、持续优化公司整体业务结构，当前扩张步伐不止、有望迎新一轮爆发式增长：

图 33: 2003-2018 基础投运业务营收及同比变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 34: 2003-2018 基础投运业务毛利及同比变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 2: 当前公司在交通、能源、市政等经营性基础设施领域投运项目案例

领域	项目/营业主体	项目资质	开工年	投产年	预计经营到期	持股比例
高速	湖北襄荆高速	185km	2000	2004	2034	61%
高速	湖北大广北高速	147km	2006	2009	2039	100%
高速	四川内遂高速	120km	2009	2012	2042	100%
高速	山东济泰连接线	61km	2017	部分建成	-	66%
高速	G3W 德上高速	115km	2017	在建	-	66%
高速	山东日菏高速	188km	2017	在建	-	66%
高速	四川巴万高速	119km	2016	在建	-	99%
高速	湖北武阳高速	91km	-	-	-	49%
高速	陕西省延黄和宁石泉高速	221km	2017	在建	-	40%
高速	G7611 线昭西高速	168km	2019E	在建	-	9%
高速	广东肇高高速	121km	-	-	-	47.5%
一级	南宁市新崇公路	70km	2015	在建	-	95%
铁路	汉宜铁路	292km	2008	2012		10.5%
水电	湖北保康过渡湾水电站	25.5MW	1995	1998	-	-
水电	重庆大溪河鱼跳水电站	48MW	1998	2001	2036	80%
水电	湖南张家界木龙滩水电站	15MW	1999	2002	-	-
水电	湖北保康寺坪水电站	60MW	2003	2006	-	-
水电	斯木塔斯水电站	110MW	2009	2014	-	-
水电	新疆伊犁水电站	80MW	2012	在建	-	-
水电	玛纳斯河流域水电开发	414MW	2013	在建	-	-
水电	巴基斯坦阿扎德帕坦电站	700MW	2018	在建	-	80%
水电	巴基斯坦苏基克纳里水电站	870MW	2016	2023E	-	98%
水电	尼泊尔贝瑞流域梯级电站	724MW	2019E	在建	-	-
水电	新疆巩乃斯河流域一库七级电站	528MW	2010	待开发	-	-

水电	新疆阿克牙孜河流域水电开发剩余	190MW	2010	待开发	-	-
管廊	合肥市高新区综合管廊一期	20km	2016	2020E	-	80%
管廊	孝感市云梦县管廊	11km	2017	在建	-	99%
管廊	南京江北新区地下空间一期	-	2017	2023E	-	70%
水务	凯丹水务(曾用名)	污水处理 42.5 万 t/d, 工业供水 10 万 t/d	-	已收购	-	100%
水务	湖南海川达	污水处理 28.5 万 t/d	-	已收购	-	100%
水务	北京中凯	污水处理 40 万 t/d, 中水处理 2 万 t/d	-	已收购	-	100%
水务	保定尧润(曾用名)	污水处理 12.1 万 t/d	-	已收购	-	51%
水务	巴西圣诺伦索供水项目	原水取水 52 万 t/d、水处理 41 万 t/d	2014	2018	2039	100%

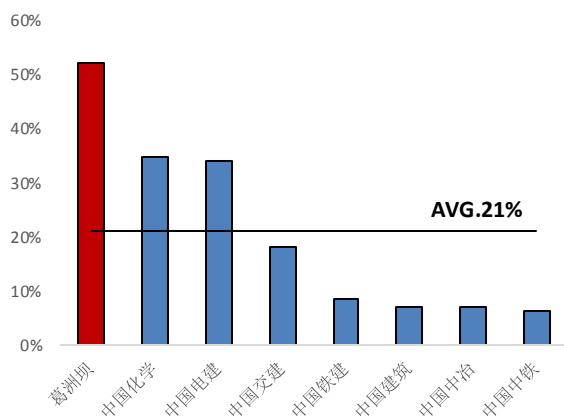
资料来源：公司公告、新闻网站、商务部、财政部、住建部、东兴证券研究所

理由 3：积极的海外战略和滚动开发优势。公司 2018 年海外新签合同比重达 52%，居于主要建筑央企的首位，其中“一带一路”沿线新签占海外新签比重达 73%，亦高于有披露的中国中铁(69%)、中国电建(55%)、中国建筑(51%)。全年海外营收比重达 18%，高于主要建筑央企平均水平(13%)。全年海外新签/营收位列全国建筑企业第 4/9 位。

2019 年以来公司海外订单呈爆发式增长，且显露进一步加码海外业务迹象：上半年海外新签大幅增长 55%，新进入七国市场，实现新签现汇项目数量和金额同比大幅增长，签署了巴基斯坦开伯尔普什图省石油炼化等一系列重大项目；新领导班子调研子公司时强调要抢抓“一带一路”建设机遇，加速国际市场开发和“一带一路”重点国别布局，大力拓展机场、港口、公路、铁路、大通道、油气工程等业务领域，做好国际业务人才培养及风险防控工作；10 月公司对集团国际迪拜投资公司增资 57,173 万美元，进一步强化海外投资平台、提升国际资本运作能力；

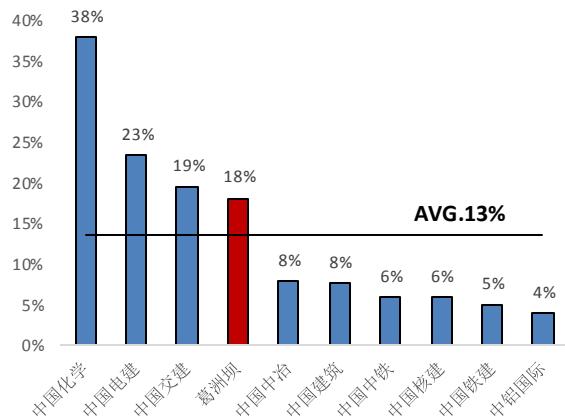
关注公司海外项目滚动开发优势。统计 2009-2019 年公司所披露海外重大项目，按区域主要分布于亚非等友好国家，按行业分布主要为专业优势突出的水利能源等项目(占比约 78%)，利于公司积累所在国别口碑、实现持续性滚动开发。

图 35: 2018 年头部建筑央企海外新签占比



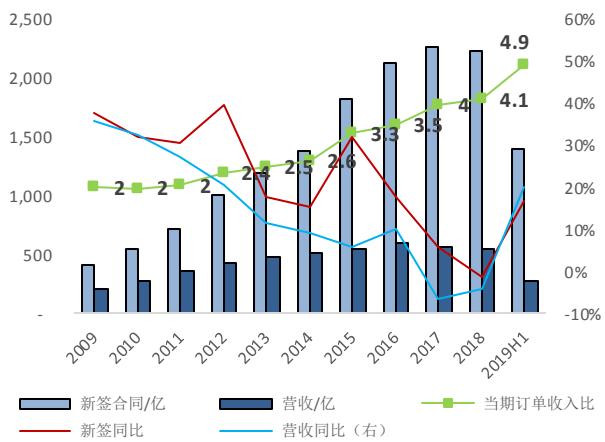
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 36: 2018 年头部建筑央企海外营收占比



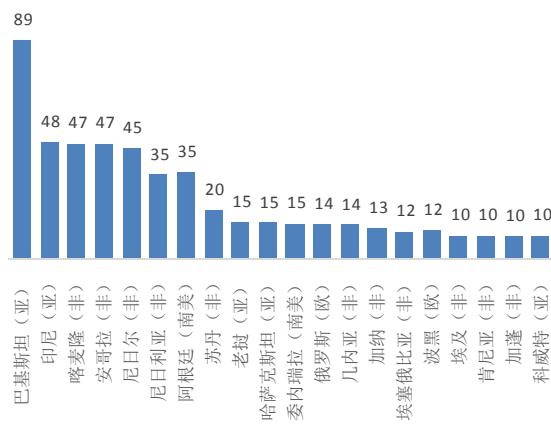
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 37: 2009-2019H1 公司建筑订单及收入变化情况



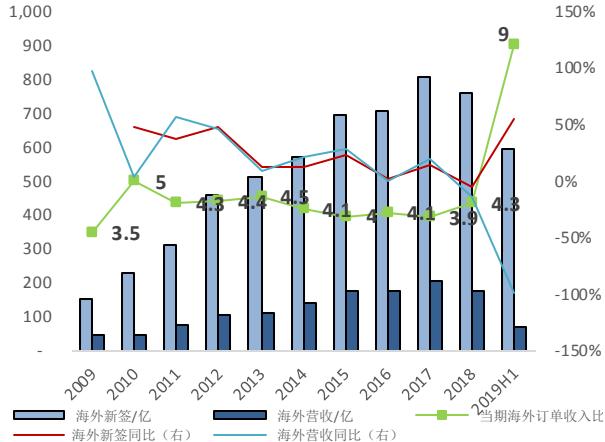
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 39: 2009-2019 披露海外重大项目按地区分布/亿美元



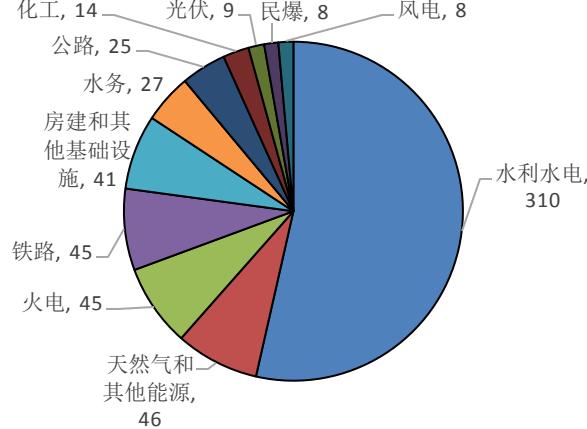
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 38: 2009-2019H1 公司海外建筑订单及收入变化情况



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 40: 2009-2019 披露海外重大项目按行业分布/亿美元



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

理由 4：开放的经营心态。公司是最早上市、最早业务转型的头部建筑央企之一，是百亿以上规模中唯一地处京外的建筑央企，拥有较强的战略革新能力，心态开放积极寻求对外合作，是推行混合所有制改革的先锋典范，通过大量的投资、并购重组和战略合作，有力拓展了水泥、民爆、地产、环保、装备等多个业务领域，未来亦有较强动力不断创新商业模式、以多种途径深化多元化和国际化业务布局。

表 3: 公司对外混改并购和战略合作主要举措

业务领域	对外混改并购和战略合作内容
水泥	2012 年与双七水泥公司合资组建葛洲坝松滋水泥公司（持股 55%），2014 年与湖南石门特种水泥公司合资设立葛洲坝石门特种水泥公司（持股 55%）、与湖北钟厦水泥公司合资设立葛洲坝钟祥水泥公司（持股 51%），2016 年与哈萨克斯坦达纳克合资设立西里水泥厂（持股 70%）
民爆	2006 年并购重组重庆万州宣利化工经营性资产，2007 年并购重组湖北昌泰化工、湖南石门二化及攀钢集团民爆生产资源，2012 年收购整合山东泰山民爆器材，2014 年并购重组宁夏天长民爆器材并借此进入神宁集团内部市场，2015 年与辽源矿业合资重组辽源卓力化工（持股 80%）支撑拓展东北市场，2016 年并购重组四川通达化工民爆经营性资产，2019 年增强投资力度，深入对接北京、四川、重庆、两广等地企业，与多家优势企业达成了

初步合作意向

地产	2014 年与方兴、龙湖、融创分别合作开发北京经开区地块（权益 49%）、北京丰台区地块（权益 50%）、重庆两江新区地块（权益 49%），2015 年与保利合作开发广州荔湾区地块（权益 49%）、与招商合作开发南京鼓楼区地块（权益 70%），2016 年与四川翰霆轩合作开发成都双流区地块（权益 51%），2017 年与五矿合作开发南京河西区地块（权益 50%）、与中粮置地等合作开发苏州相城区地块，2018 年与三禾合作开发南京鼓楼区地块（权益 70%），2019 年与南沙城投合作开发广州南沙区地块（权益 62%），通过“高位嫁接”合作战略迅速壮大地产业务和提升独立开发能力
装备	2013 年与北京兰创盈科技公司合资设立能源重工（持股 59%），2018 年与兰创盈合资设立燃机公司（持股 56%）、并购杭州华电华源，并储备了一批并购项目
环保	2013 年与武汉理工大产业集团等合资成立葛洲坝武汉道材（持股 55%），2014 年并购湖北中固公司（持股 55%）、与中材国际合资设立葛洲坝中材洁新（持股 70%），2015 年并购凯丹水务（持股 100%）、与大连环嘉合资设立葛洲坝环嘉公司（持股 55%），2016 年与湖北兴业合资设立葛洲坝兴业公司（持股 65%）、并购中凯兴业（持股 100%）和海川达（持股 100%），2017 年收购巴西圣保罗圣诺伦索供水项目（持股 100%）、与宁波展慈金属工业合资设立葛洲坝展慈（持股 60%），2018 年与北京环境卫生工程集团合资设立葛洲坝京环科技（持股 51%）、增资并购保定尧润（持股 51%）和日照赛诺（持股 51%）

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

理由 5：可塑性。2018 年公司营收为 1006 亿，在千亿以上的 7 家建筑央企中，公司是体量最小的，收入仅约第 6 名中国中冶的 1/3，约第 1 名中国建筑的 1/12，当前市值仅 286 亿，约为中国建筑的 1/8，公司管理和战略革新相对灵活，具备较好可塑性和结构转型潜力。

1.4 公司当前能够对标 Vinci 的哪个阶段？

从业务结构演变和投资并购历程两个角度出发，我们认为当前的公司与 2005-2006 年间的 Vinci 具有一定程度相似性。从业务结构出发，我们将业务模式接近“制造”及“运营”模式的、当前盈利较强的基础投运和水泥民爆业务归类计算，2018 年合计收入/毛利占比为 15%/39%，接近 Vinci 在 2005-2006 年间的业务结构。在这段时间内，Vinci 刚开通运营 CT 桥，即将并购 ASF，特许经营业务板块巩固成型，距离进入壁垒更高、投资周期更长的铁路/机场业务仍有数年时间。

此阶段市场逐渐认可 Vinci 业务前景并给予更高估值。2005-2007 年 Vinci 特许经营业务营收占比为 7%/15%/18%、净利润占比为 40%/53%/48%。2005 年初，Vinci 市盈率约 7 倍，与大盘比值仅约 0.5 倍，后持续上涨，至 2017 年中时市盈率达到 14 倍，与大盘比值提升至 1.2 倍，市场表现优异。

图 41: 2003-2017 Vinci 特许经营业务营收及净利占比变化


资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 42: 2005-2007 Vinci 市盈率及相对大盘市盈率变化


资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

2. 投资建议

2.1 关键合理假设和盈利预测

基于以下一系列关键合理假设，我们预计公司 2019-2021 年营收为 1152.27 亿元、1302.89 亿元、1471.18 亿元，归母净利润为 54.27 亿元、64.08 亿元、76.8 亿元，对应 eps 为 1.18 元、1.39 元和 1.67 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 5.3 倍、4.5 倍和 3.7 倍。

- 假设公司聚焦高质量发展，降成本、压两金、降负债取得一定成效，盈利及周转能力实现提升，2019 年收入顺利达成年度目标。截至 Q3 公司营收同比增速 8.24%，我们认为短期内再生资源及高端装备制造业波动难以准确预期，但其他多个业务在多重利好催化下呈现良好发展趋势，因此整体业绩具有较强韧性，判断有望达成年度营业目标 1150 亿、同比增速 14.3%；
- 建筑主业方面：**假设 2019 年顺利新签 2320 亿、履约节奏正常。截至 2018 年底公司在建合同额达 5774 亿，2019H1 新签 1403 亿，当期订单收入比为 4.9 倍创新高，全年有望完成新签 2320 亿目标。假设未来项目履约节奏随着国内刺激基建、海外风险管理提升而能够保持正常，且通过强化升在建项目管控体系、PPP/EPC 落地增多，使建筑主业毛利率水平稳中趋升。
- 水泥业务方面：**假设售价高位运行、省内份额有所提升。整体来看，2019-2020 年地产交付需求推动施工和投资，基建持续受益逆周期对冲，水泥下游需求韧性充足，而供给端持续压减产能，水泥售价将持续上涨趋势。省内市场同样遵循去产能、龙头提升逻辑，公司份额有一定提升空间；
- 民爆业务方面：**假设收入增速维持较高水平。当前民爆业务受益供给侧改革和下游采矿业投资修复双重利好，2019H1 民爆收入增速 23%，较去年同期提升 18pp；
- 地产业务方面：**假设去化节奏正常。当前房住不炒政策主线清晰，行业整体去化加快、集中度提升。公司深耕一二线核心高潜力市场，假设未来去化节奏和价格能保持一定韧性；
- 公路业务方面：**假设公司 2020 年顺利出售大广北、假设在建高速 2020 年后陆续通车运营。大广北 2014~2018 年营收分别为 3.3 亿/4 亿/4 亿/4.1 亿/4.5 亿，2018 年净利润为 709 万，截至 2019H1 负债/净

资产为 33.77 亿/11.63 亿，含附加条件的挂牌转让底价为 33.1 亿，出售将减少公司相应的营收、利润、资产及负债，增加相应非经常性损益/现金流；假设 2016 年开工的四川巴万高速、2017 年开工的山东济泰连接线/德上高速/日荷高速和陕西延黄高速将在 2020-2022 年分批建成通车，新路产整体效益水平对标四川内遂高速（2012 年通车，2013-2017 年单公里日均收入为 0.32 万/0.39 万/0.42 万/0.49 万/0.62 万）；

- **环保水务业务方面：**假设水系综合治理业务占比逐步提升、水务运营规模平稳增长；

表 4：公司财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	106,807.10	100,625.67	115,227.33	130,288.63	147,118.00
增长率（%）	6.54%	-5.79%	14.51%	13.07%	12.92%
净利润（百万元）	5,847.48	5,959.89	7,184.64	8,429.19	9,903.40
增长率（%）	30.56%	1.92%	20.55%	17.32%	17.49%
净资产收益率（%）	11.41%	10.88%	12.61%	13.16%	15.53%
每股收益(元)	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67
PE	6.94	6.98	5.25	4.45	3.71
PB	0.69	0.67	0.66	0.59	0.58

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2 关注公司规模和业绩弹性

我们认为公司相比其他头部建筑央企，规模上体量小、估值低，结构上多元化、国际化，风格上持续革新、灵活开放，因而具有较好弹性。公司在七大千亿建筑央企中体量最小，收入仅约为第 1 名中国建筑的 1/12，第 6 中国中冶的 1/3；当前市值仅 286 亿，约为中国建筑的 1/8；当前 PE 仅 5.6 倍，纵向来看是公司历史最低位，横向来看是建筑板块最低位；公司具有较强经营活力和战略革新能力，积极混改合作拓展环保装备等高潜力领域，布局建筑、建材、投资、新兴四大高容量市场和八大板块业务，在主要建筑央企中，公司建筑主业收入比重最低，仅 54%，辅业中有三项收入占比超过 5%，建筑主业毛利比重亦是最低，仅 45%，辅业中有三项毛利占比超过 10%；公司 2018 年海外新签合同比重达 52%，居于主要建筑央企中首位，全年海外营收比重达 18%，高于主要建筑央企平均水平，且在 2019 年以来持续加码海外业务。

看好公司在多个业务板块具有提升空间，或将在一定程度上增厚整体业绩。

- **水泥售价每提升 10 个百分点，粗略估算或将增厚公司 1% 的营收和 11% 的利润。**公司拥有稳定的水泥行业地位和市场份额，以及领先的盈利水平，当前市场需求旺盛，未来水泥售价上涨的驱动力包括国内三年去产能计划提升集中度和国外西里厂投产。基于 2018 年业务数据测算，水泥销售单价每提升 10pct，将增厚公司整体 1% 的营收、5% 的毛利、11% 的利润额和 10% 的归母净利润；
- **水泥在湖北市场份额每提升 1 个百分点，粗略估算或将增厚公司 2% 的归母净利润。**2015-2018 年公司在湖北水泥市场份额由 18% 提升至 22%，稳居市场第二，未来市场份额提升的驱动力主要为《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》推动压减熟料产能和提升龙头集中度（省内 CR₁₀ 由 59% 增加至 65%）。基于 2018 年业务数据测算，公司在湖北水泥市场份额每提升 1 个百分点，将增厚公司整体 2% 的归母净利润；
- **民爆市场份额每提升 1 个百分点，粗略估算或将增厚公司 0.7% 的归母净利润。**民爆市场年规模约 350~400 亿，公司牢据全国前三，2018 年市占率约 6.3%，未来市占率提升的驱动力系《关于推进民爆行业高质量

发展的意见》等一系列政策推动。基于 2018 年业务数据测算，民爆市占率每提升 1pct，将增厚整体 0.7% 的归母净利润；

- ◆ **基础设施投运规模每增加 10%，粗略估算或将增厚公司 3% 的利润额。**公司基础投运业务近 15 年收入及毛利高达 32%/30%，未来规模增长驱动力包括高速、水电、水务、管廊等项目建成投运。基于 2018 年业务数据测算，基础投运业务规模每增加 10%，将增厚公司整体 0.3% 的营收、2.7% 的毛利以及 3% 的利润额；
- ◆ **环保业务毛利率每提升 1 个百分点，粗略估算或将增厚公司 1.2% 的毛利。**公司 2018 年环保（不含水务）业务毛利率仅 1.5%，远低于申万环保工程及服务板块平均水平（32%），亦低于港股再生资源回收代表企业齐合环保（8%），后者主营黑色及有色金属回收，2018 年营收 184 亿，近三年毛利率位于 6~13% 区间。未来公司环保业务毛利率或有一定提升空间。基于 2018 年业务数据测算，环保业务毛利率每提高 1 个百分点，将增厚公司整体 1.2% 的毛利

2.3 投资建议：看好市值成长性，维持“强烈推荐”评级

我们对公司多元化业务结构进行分项估值，看好 2021 年公司市值增加至约 541 亿规模，较当前市值有 90% 成长空间。采用相对及绝对估值法，综合推算公司合理股价为 8.25 元/股，对应 2019-2021 年 PE 值分别为 7 倍、5.9 倍和 5 倍。较当前股价有 33% 成长空间。

我们认为公司具有长期发展潜力：八大业务立足多个高潜力市场，在水利水电、环保、特种水泥、民爆等行业占据头部地位，在泛基建、国际承包、水务运营、绿色建筑、管廊等领域占据十强地位，在水泥、高速和水电运营等领域进入前二十强，打造了深耕一二线核心战略前沿、高端绿色的地产百强品牌，在能源和环保装备领域打造了核心技术产品处于领先地位的高端制造品牌，并持续完善产业链布局、强化海外投资平台。

基于公司在多个高潜力市场的优质资产业务布局、积极的海外战略、开放的经营心态、聚焦高质量发展的战略路线，以及国内逆周期调控力度有望加大、多个下游领域投资复苏、中美达成阶段性经贸协议的外部环境，我们看好公司短期经营韧性和中长期多元化优势，看好公司协同竞争优势和结构转型潜力，维持“强烈推荐”评级。

2.3.1 多元业务分项估值，看好市值规模成长性

我们估算公司 2021 年归母净利润将达到 76.8 亿，其中建筑/水泥/民爆/地产/高速/环保/装备板块贡献归母比例约为 47%: 30%: 6%: 9%: 3%: 5%: 1%，对各业务板块选取相应合理对应标的进行分项估值，看好公司市值到 2021 年增加至约 541 亿规模，较当前市值有约 90% 成长空间。

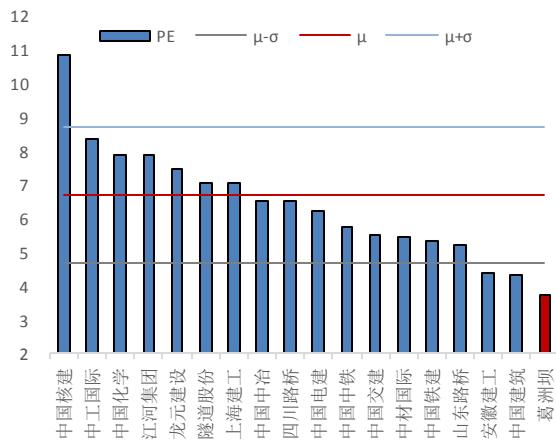
表 5：测算公司未来业务结构变化及 2021 年各板块估值

业务	2018		2019E	2020E	2021E				
	收入	估算 归母占比			收入	收入	收入	估算 归母占比	估算 归母/百万
1. 建筑业务板块：对标 A 股百亿以上房基建企业									
	54%	62%	56%	53%	48%	47%	3,622	6.5	23,540
2. 水泥业务板块：对标 A 股熟料产能 5~20 名水泥企业									
	9%	28%	11%	12%	13%	30%	2,294	6	13,762
3. 民爆：对标宏大爆破									

	3%	6%	3%	4%	4%	6%	478	13	6,212
4.地产业务板块：A/H股营收规模在100~200亿上下的开发商									
	7%	5%	9%	10%	11%	9%	660	6	3,960
5.高速业务板块：对标A股高速公司									
	2%	3%	2%	2%	2%	3%	194	8	1,555
6.环保业务板块：对标A/H股营收超20亿规模的环保/再生资源公司									
	19%	-4%	13%	15%	17%	5%	353	10	3,531
7.高端装备制造业务板块：对标A股营收规模在百亿上下的高端装备制造公司									
	1%	-1%	1%	1%	1%	1%	70	23	1,610

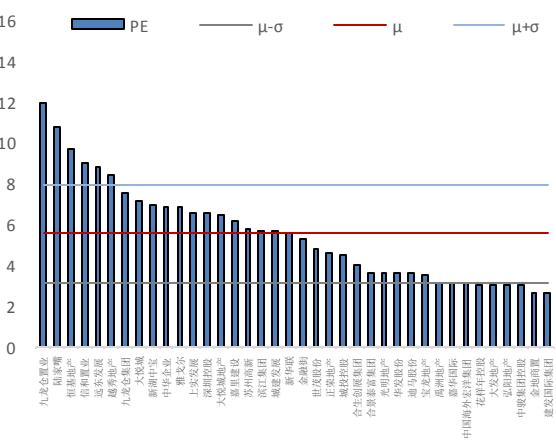
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 43：预测 2021 年公司及可比建筑公司 2021 年 PE



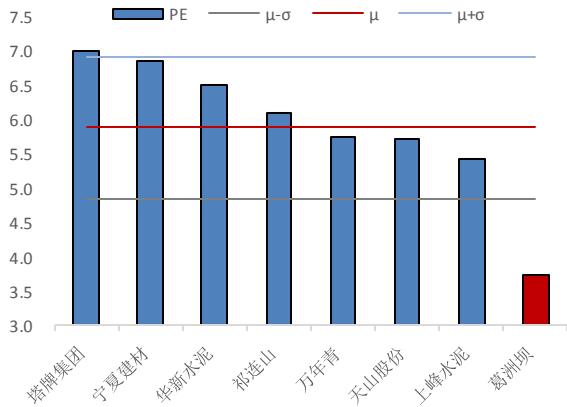
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 45：预测 2021 年可比地产公司 PE 分布



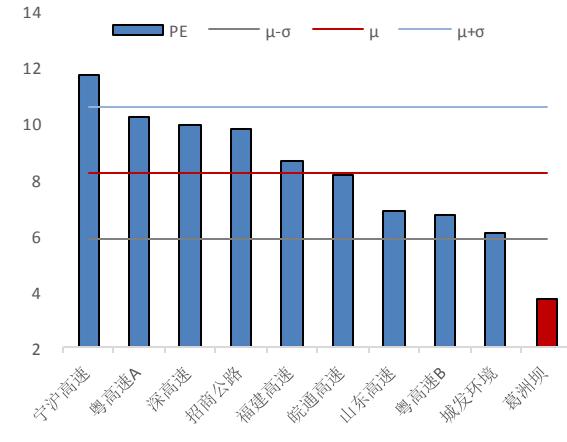
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 44：预测 2021 年公司及可比水泥公司 PE 分布

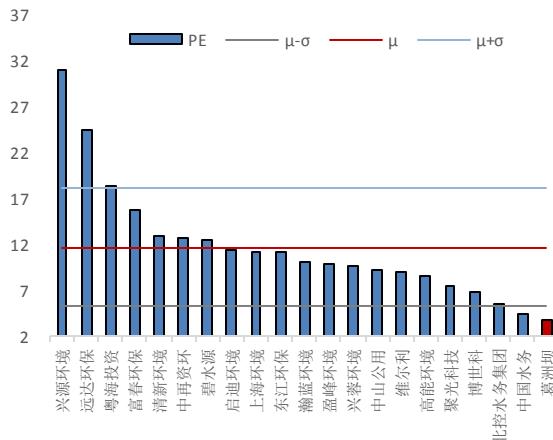


资料来源：Wind、东兴证券研究所

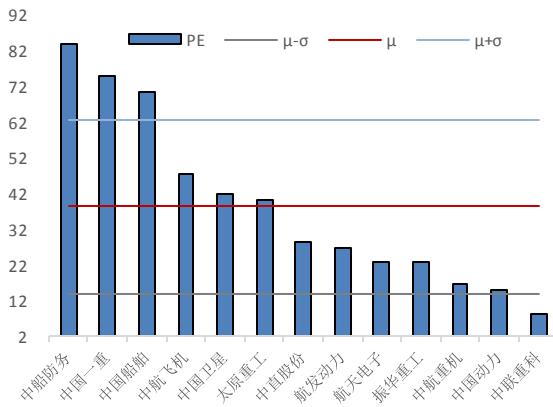
图 46：预测 2021 年公司及可比高速公司 PE 分布



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 47: 预测 2021 年公司及可比环保公司 PE 分布


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 48: 预测 2021 年可比高端装备制造公司 PE 分布


资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 6: 公司民爆业务与宏大爆破对比

公司	2021 年 预测 2021 年 PE	2018 许可 产能/万吨	产能 利用率	销售 毛利率	利润率	公司 负债率	2014-2018 收入 CAGR
葛洲坝	3.7	27.5	84%	24.3%	9.7%	74%	5%
宏大爆破	21.1	25.6	70%	21.5%	6.6%	49%	7.7%

估值建议：公司民爆资产产能、利用率、盈利能力更强，成长性略有不如。按 60% 折价，给予 2021 年 13 倍估值

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.3.2 相对和绝对估值法的合理区间在 8.25~8.32 元/股

我们选取与公司最具可比性的 9 家头部建筑央企，测算当前股价对应 2019 年 PE 的平均值为 7.9 倍。保守给予公司 7 倍估值，对应的相对估值为 8.25 元/股。

我们采用 DCF 模型对公司估值，对应的绝对估值为 8.32 元/股。

综上，我们认为公司的合理股价为 8.25 元/股，较当前股价有 33% 成长空间，维持“强烈推荐”评级。

表 7: 公司与头部建筑央企估值对比

公司	市值/亿	股价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中国建筑	2,309	5.50	0.87	1.00	1.11	1.23	6.3	5.5	4.9	4.5
中国交建	1,271	8.74	1.15	1.34	1.48	1.63	7.6	6.5	5.9	5.4
中国铁建	1,310	10.02	1.26	1.51	1.68	1.85	8.0	6.6	6.0	5.4
中国中铁	1,380	5.89	0.72	0.80	0.90	1.00	8.2	7.4	6.6	5.9
中国电建	632	4.13	0.48	0.54	0.59	0.66	8.5	7.6	6.9	6.3
中国中冶	534	2.74	0.26	0.35	0.39	0.42	10.5	7.8	7.0	6.6
中国化学	317	6.42	0.39	0.54	0.67	0.81	16.5	11.9	9.6	7.9
中材国际	117	6.71	0.78	0.91	1.06	1.20	8.6	7.3	6.3	5.6
中工国际	117	9.49	1.08	0.90	0.97	1.14	8.8	10.5	9.8	8.4
合计							9.2	7.9	7.0	6.2

葛洲坝	285	6.19	0.89	1.18	1.39	1.67	7.0	5.3	4.4	3.7
-----	-----	------	------	------	------	------	-----	-----	-----	-----

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 8: DCF 模型 WACC 参数取值

指标		取值
增长	第二阶段(2019-2023)年数	5
	第二阶段增长率	8%
	长期增长率	0%
股权成本	无风险利率 R_f	1.50%
	β	1.27
	R_m	7.12%
债务成本	K_e	8.64%
	应付债券利率	4%
	税率	23.00%
资本结构/百万	K_d	5.42%
	V_e	28,504
	V_d	89,657
WACC		6.27%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 9: DCF 模型估值敏感性测试

指标		长期增长率(g)						
	取值范围	-1.50%	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%
WACC	4.78%	11.10	12.34	13.82	15.62	17.82	20.62	24.27
	5.28%	9.12	10.13	11.31	12.71	14.41	16.51	19.16
	5.78%	7.42	8.25	9.20	10.32	11.65	13.27	15.26
	6.28%	5.95	6.63	7.42	8.32	9.39	10.65	12.18
	6.78%	4.67	5.24	5.89	6.63	7.49	8.50	9.70
	7.28%	3.54	4.02	4.56	5.18	5.88	6.70	7.66
	7.78%	2.55	2.95	3.41	3.92	4.50	5.17	5.95

资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 风险提示

海外业务风险，投资不及预期风险，项目落地不及预期风险，地产政策调控风险，资产运营风险，再生资源行情波动风险，市场竞争风险，财务风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
流动资产合计	123189	129777	123045	134527	156044	营业收入	106807	100626	115227	130289	147118			
货币资金	18981	19548	17908	14544	14199	营业成本	92843	84192	96203	108541	122391			
应收账款	16486	15271	17363	20703	23781	营业税金及附加	1227	1117	1331	1303	1471			
其他应收款	11640	10702	12255	13857	15647	营业费用	1065	1301	1498	1694	1913			
预付款项	6986	7870	11042	8014	8649	管理费用	5426	4455	5185	5863	5885			
存货	64117	52198	56667	68693	83829	财务费用	2079	2488	2641	2928	3524			
其他流动资产	1382	2579	2725	2876	3044	研发费用	51	453	498	548	603			
非流动资产合计	63735	88432	105279	113048	121673	资产减值损失	0.00	418.39	137.66	185.35	247.13			
长期股权投资	6959	14160	21239	24425	28089	公允价值变动收益	1,353	1,141	1,247	1,247	1,212			
固定资产	14290	17094	18119	19206	20359	投资净收益	7287	7709	9256	10844	12791			
无形资产	15316	16683	18351	19269	20232	加：其他收益	255	86	128	156	123			
其他非流动资产	371	93	106	122	141	营业利润	56	50	53	53	52			
资产总计	186924	218209	228324	247574	277717	营业外收入	7486	7744	9331	10947	12862			
流动负债合计	91364	117964	122472	133072	154172	营业外支出	1638	1785	2146	2518	2958			
短期借款	14420	29614	30614	35614	45614	利润总额	5847	5960	7185	8429	9903			
应付账款	35519	35920	38218	41335	46944	所得税	1164	1302	1758	2022	2224			
预收款项	10012	14556	18013	21916	27071	净利润	4684	4658	5427	6408	7680			
一年内到期的非流动	9490	12196	12196	12196	12196	少数股东损益	24733	26976	13614	15500	18054			
非流动负债合计	44465	45161	48766	49753	55804	归属母公司净利润	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67			
长期借款	27782	31783	36783	36783	41783	主要财务比率								
应付债券	11650	9150	10065	11072	12179		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
负债合计	135828	163125	171237	182826	209976	成长能力								
少数股东权益	10064	12281	14039	16060	18284	营业收入增长	6.54%	-5.79%	14.51%	13.07%	12.92%			
实收资本（或股本）	4605	4605	4605	4605	4605	营业利润增长	59.76%	5.79%	20.06%	17.16%	17.95%			
资本公积	7616	7511	7511	7511	7511	归属于母公司净利	37.94%	-0.55%	16.51%	18.07%	19.85%			
未分配利润	10760	13391	11018	9534	7719	获利能力								
归属母公司股东权益	41032	42804	43048	48689	49457	毛利率(%)	12.04%	15.91%	16.51%	16.69%	16.81%			
负债和所有者权益	186924	218209	228324	247574	277717	净利率(%)	5.47%	5.92%	6.24%	6.47%	6.73%			
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	15.31%	2.51%	2.13%	2.38%	2.59%			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.41%	10.88%	12.61%	13.16%	15.53%			
经营活动现金流	-824	1278	2428	2787	3338	偿债能力								
净利润	5847	5960	7185	8429	9903	资产负债率(%)	73%	75%	75%	74%	76%			
折旧摊销	15367	16778	18448	20331	22407	流动比率	1.35	1.10	1.00	1.01	1.01			
财务费用	2079	2488	2641	2928	3524	速动比率	0.65	0.66	0.54	0.49	0.47			
应收账款减少	-5887	1215	-2092	-3340	-3077	营运能力								
预收账款增加	1571	4545	3457	3903	5155	总资产周转率	0.63	0.50	0.52	0.55	0.56			
投资活动现金流	-9160	-13894	-9172	-4784	-5530	应收账款周转率	7.89	6.34	7.06	6.85	6.61			
公允价值变动收益	0	418	138	185	247	应付账款周转率	3.68	2.82	3.11	3.28	3.33			
长期投资减少	-5376	-14383	-9739	-5309	-5981	每股指标(元)								
投资收益	1353	1141	1247	1247	1212	每股收益(最新摊	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67			
筹资活动现金流	7459	12949	-1956	-2707	5615	每股净现金流(最新	-0.55	0.07	-1.89	-1.02	0.74			
应付债券增加	-150	-2500	915	1007	1107	每股净资产(最新摊	8.91	9.30	9.35	10.57	10.74			
长期借款增加	1629	4001	5000	0	5000	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	6.94	6.98	5.25	4.45	3.71			
资本公积增加	31	-105	0	0	0	P/B	0.69	0.67	0.66	0.59	0.58			
现金净增加额	-2525	332	-8700	-4705	3423	EV/EBITDA	2.95	3.40	7.36	7.07	6.98			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	葛洲坝（600068）2018 年报点评：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	2019-04-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，大周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。本科及硕士毕业于清华大学土木工程系，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：

看高：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。