

葛洲坝（600068）系列报告之二： 躁动的底部，积极展望业绩估值双击

2019 年 12 月 27 日

强烈推荐/维持

葛洲坝

公司报告

报告摘要：

我们认为公司当前处在经营/业绩/现金流/估值/行业的底部。

- ◆ **经营底：**公司新领导班子聚焦高质量发展，有望持续改善盈利周转。去年公司领导层换届以来，新班子要求聚焦高质量发展、提质增效降风险，或将持续推动经营和财务表现改善。要求坚持国际化，并于 10 月增资迪拜投资公司加码海外扩张。要求子公司层面专注主业，并于上半年将集团第五、第六工程公司转为路桥工程和建设工程公司。要求强化激励机制，在子公司探索推进混合所有制企业员工持股、管理层持股；
- ◆ **业绩底：**内外多因素推动业绩修复。公司业绩于 2018 年筑底、2019 年以来显著回升，Q3 净利率创整体上市以来新高，全年有望达成既定营收目标。业绩修复的外部因素包括国内逆周期对冲和海外合作深化利好建筑主业、供给侧改革持续利好水泥民爆业务、一二线市场韧性利好地产业务、经济韧性利好基础投运业务，内部因素系公司聚焦高质量发展、提质增效。同时在新兴业务领域重点关注市场潜力和布局进展；
- ◆ **现金流底：**周转持续好转，拟债转股和出售资产料将显著增加流动性。公司聚焦高质量发展、压减两金见成效，2019 年二季度后周转和对下游占款能力显著提升，现金流持续改善。公司积极去杠杆，当前负债率同比有所降低，拟引入农银投资和出售大广北，有望盘活存量资产、降低负债、有效增加公司流动性；
- ◆ **估值底：**纵横向均为最低位，股息率高居板块前列。公司当前估值水平处在纵向历史最低位、横向板块最低位，而分红稳定，股息率水平位居板块前列，进一步凸显投资价值；
- ◆ **行业底：**率先受益逆周期对冲和下游投资复苏。我们认为当前逆周期调节动力足、制约有限，基建项目需求旺盛、资金供给有支撑，短期加大对冲的政策趋势明朗。基建向上动力强劲、安全边际充足，投资增速有望稳定回升。公司作为基建龙头将率先受益逆周期对冲。当前业务下游中，环保持续高景气，其他多个领域亦显著复苏。

关注规模和业绩弹性。相对其他头部建筑央企，公司规模上体量小、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。看好公司在多个业务板块具有提升空间，经测算或将在一定程度上增厚整体业绩。

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 92% 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，

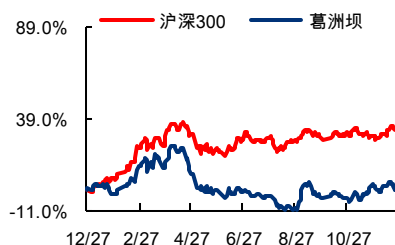
公司简介：

公司系水电建设领域首家上市公司和龙头标杆、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

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 35% 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。

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. 当前处在经营/业绩/现金流/估值/行业的底部	6
1.1 经营底：新领导班子聚焦高质量发展，有望持续改善盈利周转	6
1.2 业绩底：内外多因素推动业绩修复	7
1.3 现金流底：周转持续好转，拟债转股和出售资产料将显著增加流动性	10
1.4 估值底：纵横向均为最低位水平，股息率高居板块前列	13
1.5 行业底：率先受益逆周期对冲和下游投资复苏	16
2. 投资建议	24
2.1 关键合理假设和盈利预测	24
2.2 关注公司规模和业绩弹性	25
2.3 投资建议：看好市值成长性，维持“强烈推荐”评级	26
2.3.1 多元业务分项估值，看好市值规模成长性	26
2.3.2 相对和绝对估值法的合理区间在 8.25~8.32 元/股	28
3. 风险提示	30
相关报告汇总	32

表格目录

表 1：公司新领导班子调研部分子公司时发言摘要	6
表 2：近期基建政策文件事件及简要分析	23
表 3：公司财务指标预测	25
表 4：测算公司未来业务结构变化及 2021 年各板块估值	27
表 5：公司民爆业务与宏大爆破对比	28
表 6：公司与头部建筑央企估值对比	29
表 7：DCF 模型 WACC 参数取值	29
表 8：DCF 模型估值敏感性测试	29

插图目录

图 1：2009-2019Q3 公司营收及同比变化	8
图 2：2009-2019Q3 公司归母/扣非及同比变化	8
图 3：2009-2019Q3 公司建筑订单及收入变化情况	9
图 4：2009-2019Q3 公司海外建筑订单及收入变化情况	9
图 5：2016-2019Q3 公司毛利率/费率/净利率变化	9
图 6：2016-2019Q3 公司三费率变化	9
图 7：2016-2019Q3 公司 eps 变化	9
图 8：2016-2019Q3 公司加权 ROE 变化/%	9
图 9：2016-2019Q3 公司收付现比变化	10
图 10：2016-2019Q3 公司经营现金流净额变化/百万	10

图 11: 2016-2019Q3 公司/板块整体对下游占款能力变化	11
图 12: 2016-2019Q3 公司/板块整体对上游占款能力变化	11
图 13: 2016-2019Q3 公司两金和流动资产周转率变化	11
图 14: 2018/2019Q3 建筑板块及主要央企资金成本	11
图 15: 2016-2019Q3 公司及板块整体财务费率变化	11
图 16: 2019Q3 主要建筑央企资产财务费率	11
图 17: 2016-2019Q3 公司及板块整体带息负债比重变化	12
图 18: 2019Q3 主要建筑央企资产有息负债比重	12
图 19: 2016-2019Q3 公司及板块整体资产负债率变化	12
图 20: 2019Q3 主要建筑央企资产负债率	12
图 21: 2016-2019Q3 公司/板块整体资产有息负债率变化	12
图 22: 2019Q3 主要建筑央企资产有息负债率	12
图 23: 2003-2019 公司市盈率/市净率变化	13
图 24: 整体上市以来公司 PE 按对数正态分布情况	13
图 25: 整体上市以来公司 PE 变化	13
图 26: 整体上市以来公司 PB 按对数正态分布情况	14
图 27: 整体上市以来公司 PB 变化	14
图 28: 当前建筑板块估值最低十家公司	14
图 29: 年迄今主要建筑央企涨跌幅	14
图 30: 年迄今 SW 各板块及大盘涨跌幅和当前市盈率	15
图 31: 近两年公司 PE/PB 变化	15
图 32: 近两年公司 PE/PB 与大盘比值变化	15
图 33: 当前建筑子板块 PE_TTM 水位图（2003 年以来）	16
图 34: 2014-2018 公司分红变化	16
图 35: 2014-2018 公司股息率变化	16
图 36: 预测 2015-2021 基建投资及增速变化	18
图 37: 预测 2016-2021 专项债/PPP 对基建资金贡献比例	18
图 38: 2015-2019Q3 名义 GDP 变化	19
图 39: 2018-2019.11 调查失业率变化	19
图 40: 2018.10-2019.11 进出口及同比变化/美元	19
图 41: 2017-2019.11 社零及同比变化	19
图 42: 2015-2019.11CPI 当月同比变化/%	19
图 43: 2015-2019.11PPI 当月同比及环比变化/%	19
图 44: 2018-2019.12 猪肉价变化/元/公斤	20
图 45: 2018-2019.11 各类 CPI 同比变化/%	20
图 46: 2017-2019.10 能繁母猪存栏量变化/万头	20
图 47: 近两年 OPEC 原油价格变化/美元/桶	20
图 48: 2011-2019.11 下游固定资产投资及同比变化	20
图 49: 2015-2019.11 部分制造业领域投资增速/%	21
图 50: 2016-2019.11 地产分项投资增速变化/%	21

图 51: 2015-2019.11 商品房销售等指标同比变化/%	21
图 52: 2015-2019.11 土地购置面积同比变化/%	21
图 53: 十三五规划新增铁路里程及 2018 年完成率	21
图 54: 十三五规划新增高速里程及 2018 年完成率	21
图 55: 2017-2019 专项债发行情况	22
图 56: 2017-2019 城投债发行情况	22
图 57: 2018/2019H1 新增专项债按省分布/亿	22
图 58: 2018/2019H1 新增专项债按行业分布/亿	22
图 59: 2016-2019PPP 管理库金额[亿]及环比变化	22
图 60: 2018-2019PPP 在库/落地/开工指标变化	22
图 61: 2015-2019.11 水利投资及同比变化	23
图 62: 2018-2019.10 电源/水电投资及同比变化	23
图 63: 2016-2019.10 交通运输/道路投资及同比变化	23
图 64: 2017-2019.10 公路投资及同比变化	23
图 65: 预测 2021 年公司及可比建筑公司 2021 年 PE	27
图 66: 预测 2021 年公司及可比水泥公司 PE 分布	27
图 67: 预测 2021 年可比地产公司 PE 分布	28
图 68: 预测 2021 年公司及可比高速公司 PE 分布	28
图 69: 预测 2021 年公司及可比环保公司 PE 分布	28
图 70: 预测 2021 年可比高端装备制造公司 PE 分布	28

1. 当前处在经营/业绩/现金流/估值/行业的底部

1.1 经营底：新领导班子聚焦高质量发展，有望持续改善盈利周转

我们认为公司历任领导班子均具备与时俱进、求新求变的战略革新能力。

2013 年公司领导换届革新战略，成为推动公司多元化业务结构成型、公司价值提升的重要引擎。2013 年公司新领导班子推行《关于促进集团公司战略实施的指导意见》，从业务结构调整、商业模式调整、治理结构调整、国际业务优先、人才培养等 12 个方面拉开了公司结构调整、转型升级的大幕，对公司产生一系列重大影响：（1）**创新战略体系**：构建了层次分明、上下协同的战略体系，引导子企业进行战略规划；（2）**业务转型升级**：向环保制造等新兴领域和 PPP 等新模式转型，实现了一体化协同效应强的商业模式；（3）**国际化程度提升**：大力实施国际业务优先发展战略，订单营收均排在行业前列；（4）**深化国企改革**：加大混改并购介入新兴的环保装备产业。

2018 年新领导班子聚焦高质量发展，或将持续推动公司提质增效、改善盈利周转。2018 年 8 月底公司领导层换届，当年社会责任报告提出要“推动所属建筑企业专业化发展，加大环保、房地产、水泥、民爆、公路、水务、高端装备等产业投资力度，形成工程施工与产业投资双轮驱动，国内国外协调发展的局面。。。重点关注资产结构、财务状况、科技投入、技术进步等关键指标，真正实现高质量可持续发展”，结合集团公开资料来看，新领导班子在当前宏观经济形势下，聚焦高质量发展，正有序推进公司深化改革战略部署，对下属子公司中提出了一系列发展要求，有望推动公司业务进一步提质增效稳健发展。

- ◆ **要求聚焦高质量发展、提质增效降风险，或将持续推动经营和财务表现改善。**要求子公司去库存、压降两金、降低负债，加强资本运作、降低运营成本，坚决贯彻合规经营，切实防范化解风险，提升发展质量；
- ◆ **要求专注、完善业务链，强化核心竞争力：**要求子公司明晰战略定位，聚焦主业，完善产业链条，创新商业模式，保持并强化核心技术领先优势，提升市场占有率。上半年集团第五、第六工程公司已转为路桥工程和建设工程公司；
- ◆ **要求坚持国际化，10 月增资迪拜投资公司加码海外扩张。**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；
- ◆ **要求强化激励机制：**要求子公司探索推进混合所有制企业员工持股、管理层持股，激发发展活力。要优化对部分子公司的激励约束机制，进一步压实引领统筹责任，加强绩效管理；

表 1：公司新领导班子调研部分子公司时发言摘要

日期	调研对象	发言摘要
2018.9	地产业务	要按照集团战略部署，全力以赴保增长、去库存、压“两金”、降负债，缩短房地产去化周期，加快去化速度，提高自身开发能力，推进业务健康可持续发展；地产公司要深耕区域市场，滚动发展，创新发展思路，探索产城融合；珍惜已经创立的高端品牌，提高品牌影响力，发展要坚持量力而为；理性客观分析宏观政策市场影响，坚持市场化原则，推进内部协同，带动建筑业务协调发展
2018.9	装备公司	要认真落实集团战略部署，进一步明晰战略定位，聚焦主业，加强自身优劣势分析；做好“两金”压降，切实防范化解风险，着力提升发展质量；强化对所属企业管控，加强企业治理、合规管理，

		确保规范运作、健康发展；积极探索推进混合所有制企业员工持股、管理层持股，激发发展活力
2018.9	京环公司	要更加专注于生活垃圾资源化处理业务，积极创新，探索并形成完善的、可复制的商业模式，加快推进项目和示范线落地；深化技术研究和技术应用，确保业务技术成熟、工艺完善、效益优良；
2018.9	能源重工	要加强市场分析，找准市场需求，聚焦核心业务，明确发展方向，调整完善商业模式；坚持效益优先，发挥混合所有制企业优势，激发活力；着力压降“两金”，加强应收账款回收，增强发展动力；坚持合规经营、规范管理，提升发展质量
2018.9	华电华源	要保持并强化核心技术领先优势，提升产品市场占有率，扩大市场规模；强化市场营销；加强合规管理，提高发展质量；推进国内、国际业务协同经营；加快产品进入武汉装备产业园的步伐；发挥混合所有制企业体制机制优势，激发发展活力，努力打造央企混合所有制改革样板
2018.10	公路公司 水务公司	要加强资本运作，增强投资能力；提升管理能力以提高投资收益；公路公司要围绕路衍经济，创新商业模式；紧贴科技发展。水务公司要规范管理标准，降低运营成本，谋划做好提标改造工作
2018.10	绿园科技	要求绿园公司固化业务结构，创新商业模式；拓展业务领域，完善产业链条；进一步加强总部管控，发挥混合企业优势；依法合规经营，防范化解风险；加强企业治理，打造“双百”示范
2018.11	电力公司	要发挥特级资质优势做强电力工程总承包业务；坚定不移走国际化发展之路，大力拓展海外电网建设市场；在巩固主营业务优势的基础上，积极探索高质量发展新路径；优化总部管理
2018.11	水泥公司	要持续加强精细化管理提高发展质量，提升企业核心竞争力；加强混合所有制企业管理，促进合规经营，释放发展活力；要运用信息化、智能化手段，提升管理效率；抢抓“一带一路”建设机遇，加速“一带一路”重点国别布局，做好国际业务人才培养及风险防控工作
2018.12	环嘉公司	要牢固树立合规经营意识，坚决贯彻落实上级关于合规经营的工作要求。降低成本开支，加强绩效管理，着力提高企业的经济效益。全力压降“两金”，保障企业资金的高效运转
2019.1	展慈公司 淮安公司	环保业务要聚焦再生资源回收利用和环保工程两大领域，做专做精相关细分行业，并积极研究探索深加工业务，提升产品附加值；坚定走环保产业园发展之路，加快打造环保产业园生产技术体系、营销网络体系、成本控制体系和风控监督体系；加强合规经营，防范经营风险；创新商业模式，发挥资源整合优势；在环保产业园建设与运营方面形成可复制的经验，支撑下一步产业园模式发展
2019.5	国际公司 海投公司	要努力打造集团高端国际化平台，促进两级集团更高水平“走出去”；将优化对两家单位的激励约束机制，进一步压实引领统筹责任；要进一步加强国际市场开发，大力拓展机场、港口、公路、铁路、大通道、油气工程等业务领域，强化在建项目监管；突出抓好海外项目重点领域和关键环节的风险控制工作，切实防范各类风险

资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

1.2 业绩底：内外多因素推动业绩修复

公司业绩于 2018 年筑底、2019 年以来显著回升，Q3 净利率创整体上市以来新高。我们认为当前多个因素推动业绩修复和盈利提升，全年有望达成既定营收目标。公司业绩 2009-2017 年间持续增长，2018 年营收/归母/扣非分别为 1006 亿（YOY-5.8%）/ 47 亿（YOY-0.6%）/ 40 亿（YOY+2.5%），下滑原因有两方面，其中建筑主业收入 545 亿（YOY-4.3%），系国内去杠杆深化、部分国际项目亦未能按期实施所致，环保业务收入 194 亿（YOY-27.2%），系再生资源业务受中美贸易摩擦影响。2019 年公司业绩显著回升，2019Q3 营收/归母/扣非分别为 730 亿（YOY+8.2%）/ 32 亿（YOY+14.8%）/ 31 亿（YOY+17.1%），净利率 5.95% 创整体上市以来新高，加权 ROE 为 9.5%、同比增加 0.3pp，eps 达 0.58 元、同比增长 14%。我们认为当前存在内外两方面因素，共同驱动公司业绩盈利提升，2019 全年有望完成营收目标 1150 亿（对应增速 14.3%）：

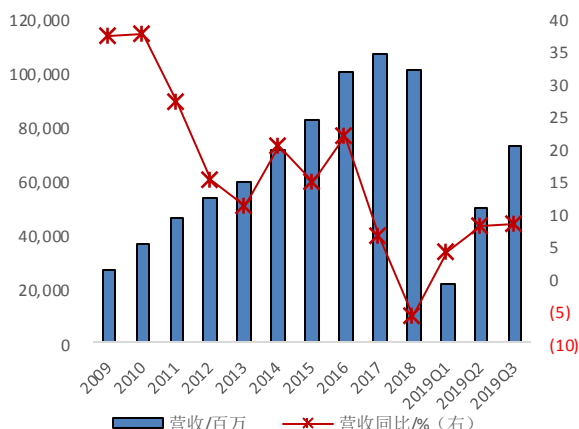
◆ 外部因素包括国内逆周期对冲和海外合作深化利好建筑主业、供给侧改革持续利好水泥民爆业务、一二线

市场韧性利好地产业务、经济韧性利好基础投运业务。2017/2018 建筑主业营收增速探底（-7%/-4%）增速为，2018 年中以来国家面对经济下行压力实施了包括积极财政补短板等一系列逆周期调节政策，2019 年对冲政策见成效，公司作为基建央企龙头率先受益，上半年建筑主业增速显著提升，新签/收入分别增长 17%/20%，同时随着“一带一路”倡议深入推进，公司海外订单亦大幅增长 55%；供给侧改革加快整合水泥民爆行业、提升龙头集中度和盈利，同时采矿业投资修复亦支撑民爆业绩。2019H1 水泥收入/毛利分别增长 43%/45%，民爆收入/毛利增长 23%/14%；公司深耕强韧性一二线市场，上半年预收款/收入增长 105%/46%，近期强势拿地添筹码；公路业务拥有多条优质核心路产，上半年收入同比增长 5%；

- ◆ **内部因素系公司聚焦高质量发展、提质增效。**新领导班子大力推动公司整体降成本、去库存、压两金、降负债、降风险，聚焦、完善主业，强化竞争优势、提升市占率，强化激励机制，加速海外布局；

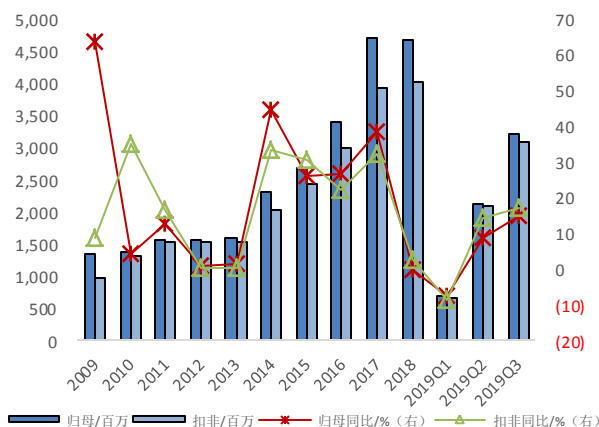
新兴业务领域关注潜力和布局。截至 2019H1 环保和高端装备制造业务仍是公司业绩主要拖累因素，但整体市场仍是国家政策倾斜领域、大概率保持快速增长，中美达成阶段经贸协议或将利好。环保业务方面，我们认为公司聚焦再生资源回收和环保工程重点领域，在全国范围内布局子公司和 500km 辐射半径再生资源园区，持续扩大水处理能力规模、积极引入先进管理体系、推进高附加值业务，持续提升经营韧性；高端装备制造业务方面，公司仍处于高速发展阶段，订单储备依然充沛，武汉产业园和新组建销售公司将加码公司竞争优势。

图 1：2009-2019Q3 公司营收及同比变化



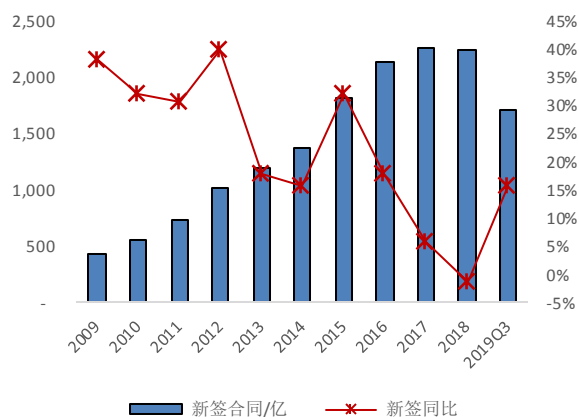
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：2009-2019Q3 公司归母/扣非及同比变化



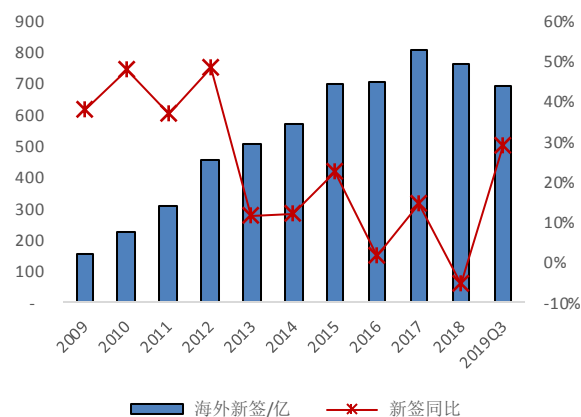
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3: 2009-2019Q3 公司建筑订单及收入变化情况



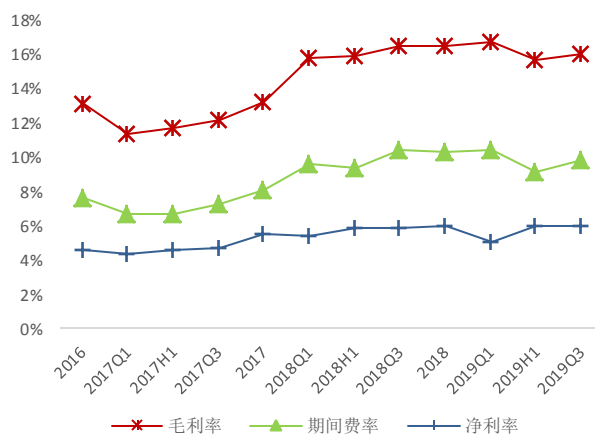
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4: 2009-2019Q3 公司海外建筑订单及收入变化情况



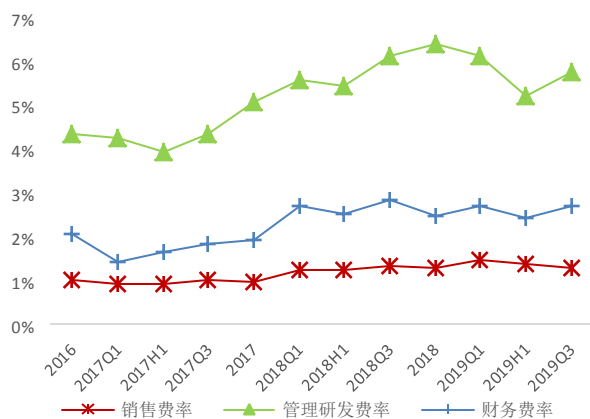
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5: 2016-2019Q3 公司毛利率/费率/净利率变化



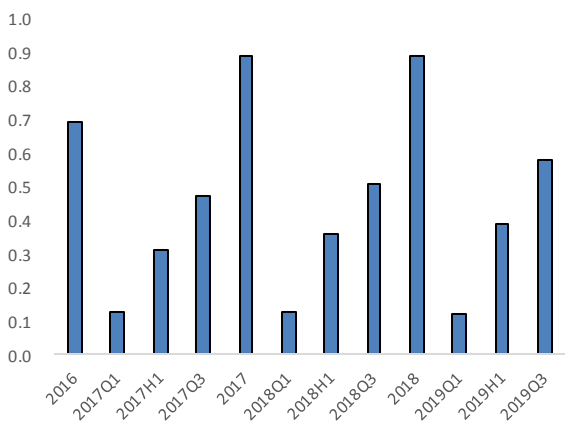
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6: 2016-2019Q3 公司三费率变化



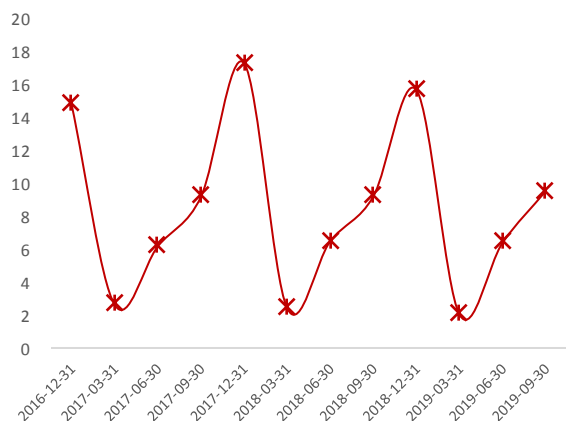
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 7: 2016-2019Q3 公司 eps 变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 8: 2016-2019Q3 公司加权 ROE 变化/%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.3 现金流底：周转持续好转，拟债转股和出售资产料将显著增加流动性

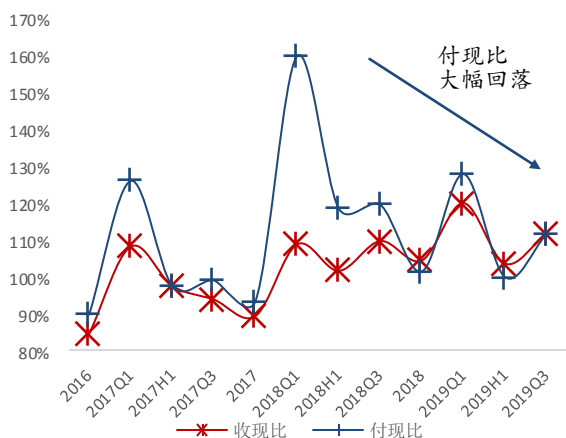
公司聚焦高质量发展、压减两金见成效，2019 年二季度后周转和对下游占款能力显著提升，现金流持续改善。当前公司经营净现金流回正改善趋势明朗，Q3 达 20.9 亿，同比大幅增加 53.8 亿，系 2014 年以来最高。Q3 收现比 112%、同比提升 2.1pp，付现比 112%、同比下降 8pp，收付现比敞口扩大 10.2pp。Q3 对下游占款能力指标为 17%系近三年最低，同比降低 24pp，表明公司占款能力有较大提升，强势背离建筑板块整体二季度以来占款能力减弱的趋势。2018 年两金和流动资产周转率均同比下滑，2019 年以来持续改善，年中应收/存货/流动资产周转率分别为 3.2（YOY+8%）/0.81（YOY+27%）/0.38（YOY+6%）。

公司作为头部央企具有多样化融资途径和较低融资利率。公司 4 月发债 5 年期票面利率仅 3.95%，显著低于市场价格，并拥有融资租赁公司拓宽融资渠道。测算公司 2018/2019Q3 资金成本为 3.1%/2.5%，显著低于民企的 5.7%/4.2%和地方国企的 4.3%/3.1%，处于央企平均水平。

公司积极去杠杆，当前负债率同比有所降低，但整体负债水平和财务费率仍处高位，存在一定资金压力。公司聚焦高质量发展、降低运营成本和企业杠杆，纵向上来看，当前负债率同比降低，2019Q3 资产负债率 74.3%、较 2018 年降低 0.5pp，资产有息负债率为 38%、较 2018 年降低 0.4pp，有息负债比重为 51%，较 2018 年降低 0.2pp，但当前负债率/资产有息负债率/有息负债比重仍较建筑板块整体平均值分别高出约 15pp/ 10pp/ 14pp，其中资产有息负债率和有息负债比重在头部央企中均仅次于中国电建（42%/53%）。Q3 公司财务费率达 2.7%，较 2018 年提升 0.2pp，较建筑板块整体高出 1.6pp，高于其他头部央企，仍需降低债务压力。

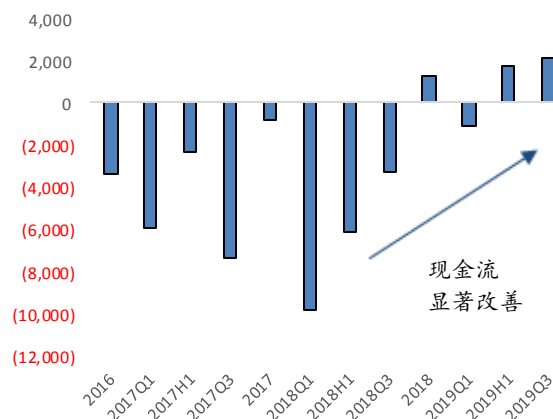
公司拟引入农银投资和出售大广北，有望盘活存量资产、降低负债、有效增加公司流动性。公司 9 月公告拟引进农银投资以现金方式对三峡建设子公司和路桥子公司分别增资 10 亿实施市场化债转股，增资后农银投资将持有三峡建设公司 43.67%股权、持有路桥公司 31.46%，增资资金主要用于偿还三峡建设公司和路桥公司及其控股子公司的银行贷款。10 月预挂牌转让大广北全部股权，挂牌转让底价 31.84 亿，另以受让方偿还 1.26 亿元股东借款及利息为股权转让附加条件。我们认为该债转股和转让公路资产将有效盘活存量资产，有助于缓解公司资金压力、降低整体负债率、改善现金流。

图 9: 2016-2019Q3 公司收付现比变化



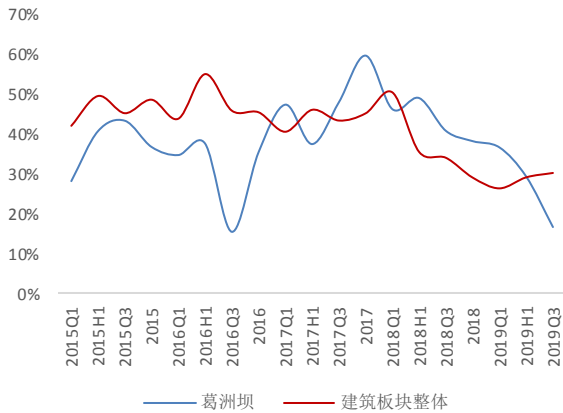
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 10: 2016-2019Q3 公司经营现金流净额变化/百万



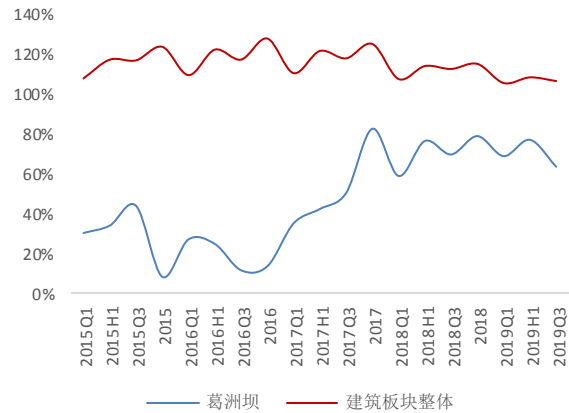
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 11: 2016-2019Q3 公司/板块整体对下游占款能力变化



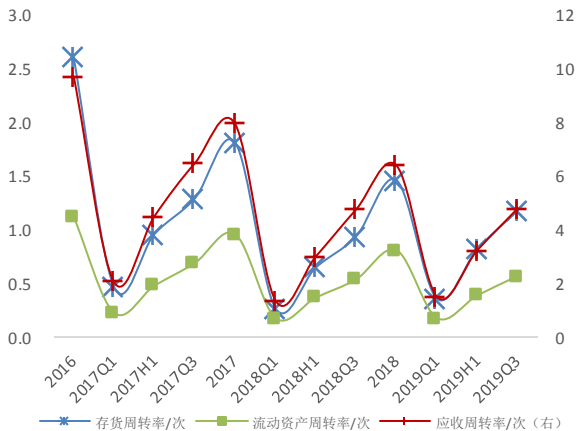
资料来源：Wind、东兴证券研究所（对下游占款能力指标=（应收账款及票据+其他应收款-预收账款及合同负债）/（所有者权益-永续债优先股））

图 12: 2016-2019Q3 公司/板块整体对上游占款能力变化



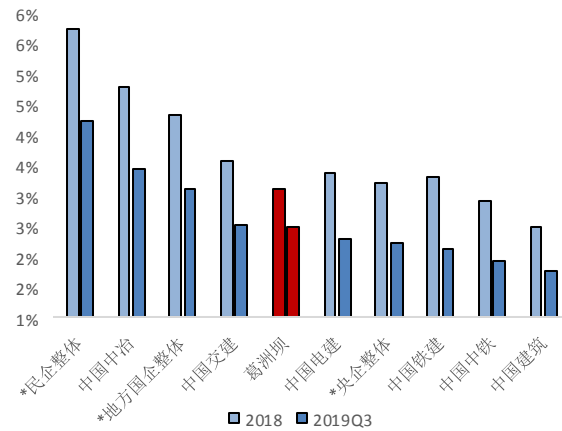
资料来源：Wind、东兴证券研究所（对上游占款能力指标=（应付账款及票据-预付账款）/（所有者权益-永续债优先股））

图 13: 2016-2019Q3 公司两金和流动资产周转率变化



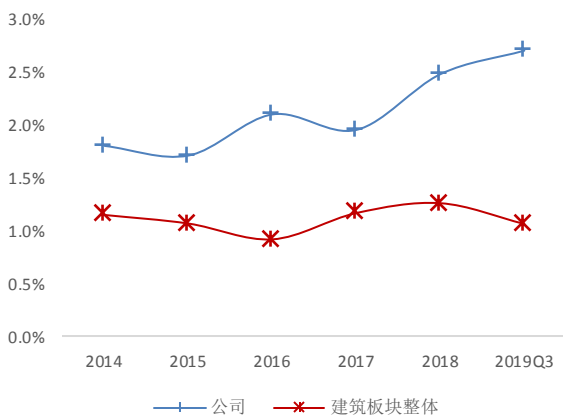
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 14: 2018/2019Q3 建筑板块及主要央企资金成本



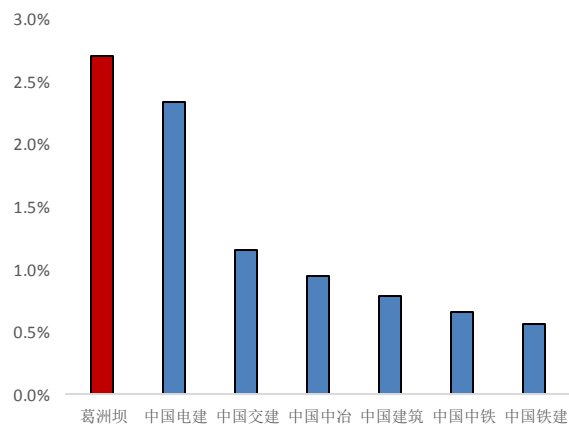
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 15: 2016-2019Q3 公司及板块整体财务费率变化



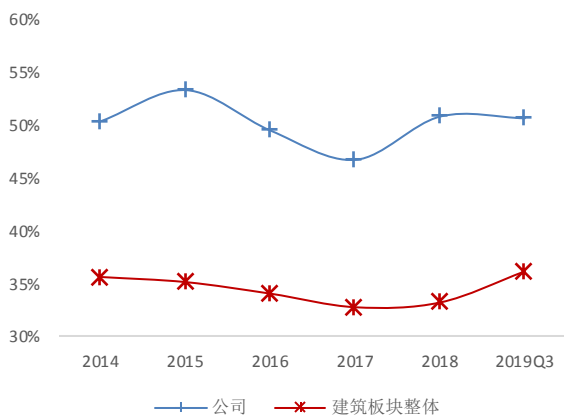
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 16: 2019Q3 主要建筑央企资产财务费率



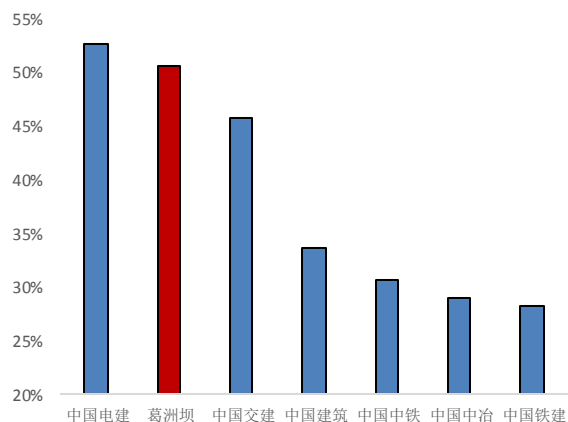
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 17: 2016-2019Q3 公司及板块整体带息负债比重变化



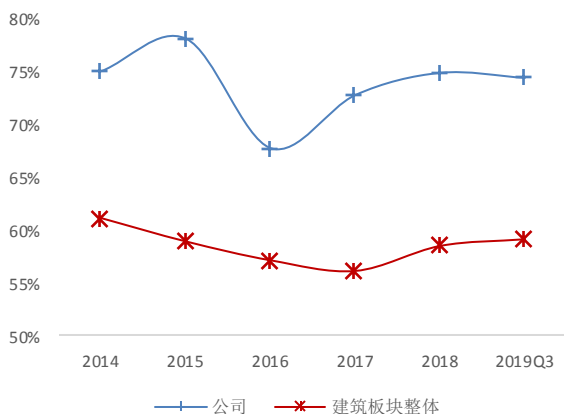
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 18: 2019Q3 主要建筑央企资产有息负债比重



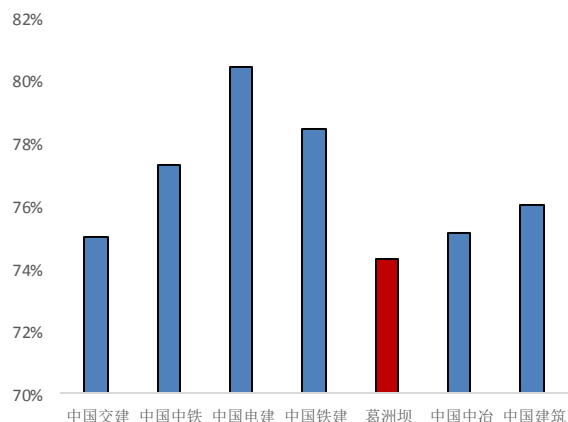
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 19: 2016-2019Q3 公司及板块整体资产负债率变化



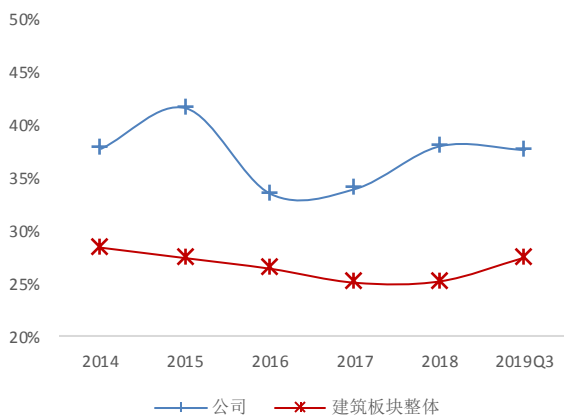
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 20: 2019Q3 主要建筑央企资产负债率



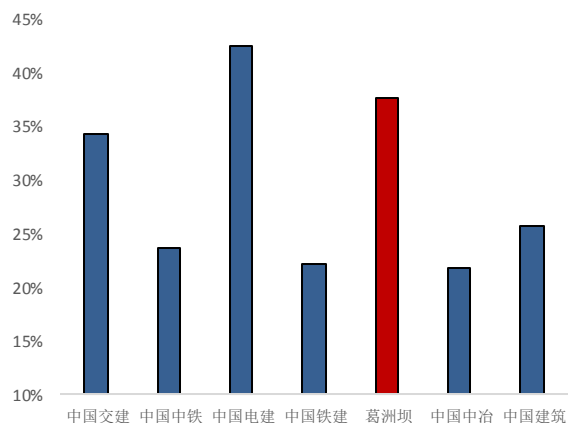
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 21: 2016-2019Q3 公司/板块整体资产有息负债率变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 22: 2019Q3 主要建筑央企资产有息负债率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

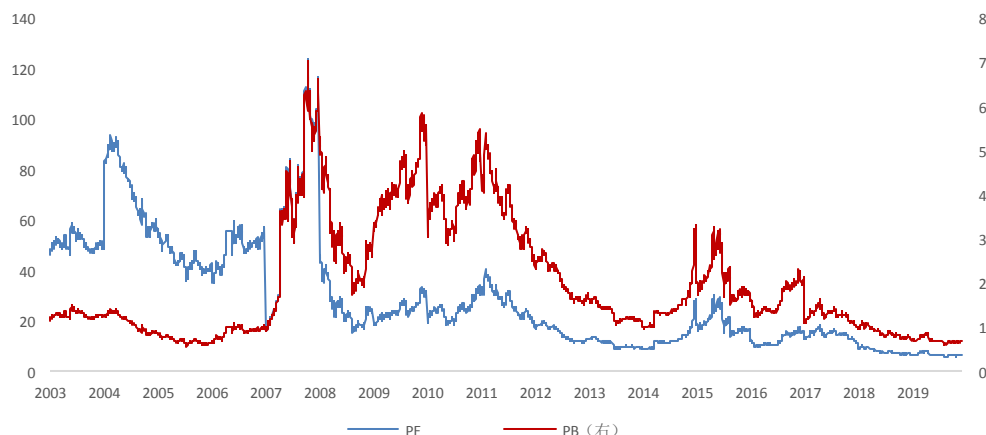
1.4 估值底：纵横向均为最低位水平，股息率高居板块前列

纵向历史最低位，横向板块最低位，年迄今跑输大盘 33 个点。纵向来看，公司整体上市以来市盈率/市净率基本按对数正态分布，市盈率 $\mu/\mu-\sigma$ 分别为 16.6 倍/7.9 倍，市净率 $\mu/\mu-\sigma$ 分别为 2.2 倍/0.9 倍。PE 于今年 8 月降至历史最低位 5.4 倍，当前仅 5.6 倍，估值水平处于历史绝对底部。横向来看，公司市盈率在建筑板块中位列倒数第一。公司年迄今涨幅 1.1%，略高于建筑板块整体水平，跑输大盘 33 个点。

建筑板块估值和涨幅均为倒数，子板块多数接近历史最低价。建筑板块年迄今涨幅为-4.8%，系申万各板块倒数第二，仅强于钢铁板块，当前 PE 为 9.4 倍，系申万各板块倒数第二，仅高于银行板块。板块 PE/PB 与大盘比值仅约 0.76/0.67，近两年来均处于下行通道。除园林工程外各子板块均接近历史最低估值，公司所在水利工程板块当前 PE 仅 6.7 倍，较历史最低估值溢价仅 6%。

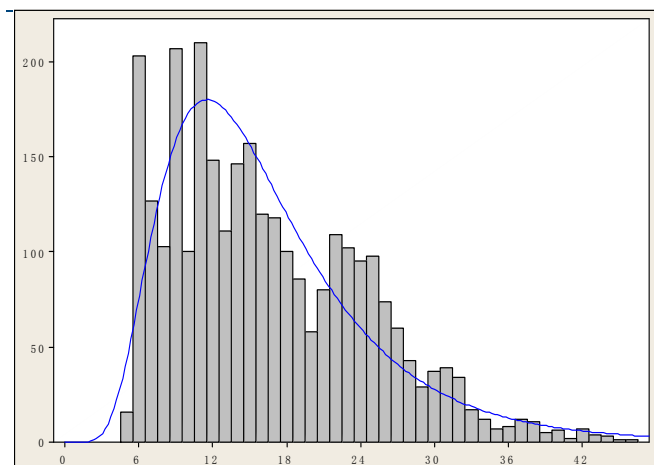
公司分红稳定，股息率水平位居板块前列，凸显投资价值。公司 2014-2018 年分红比例为 30%/30%/28%/26%/18%，除 2018 年业绩不及预期影响外基本稳定在 30% 左右水平。2014-2018 股息率为 2.4%/2.8%/3.3%/4.3%/2.9%，始终高于板块整体水平，分别位列板块第 23 位/14 位/7 位/6 位/18 位。

图 23: 2003-2019 公司市盈率/市净率变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 24: 整体上市以来公司 PE 按对数正态分布情况



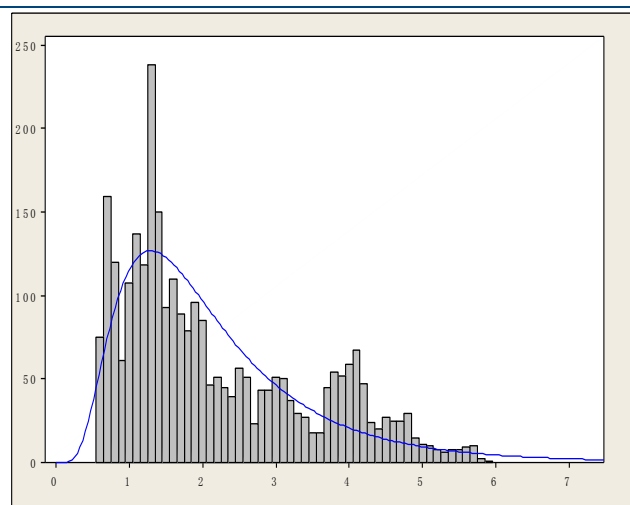
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 25: 整体上市以来公司 PE 变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 26: 整体上市以来公司 PB 按对数正态分布情况



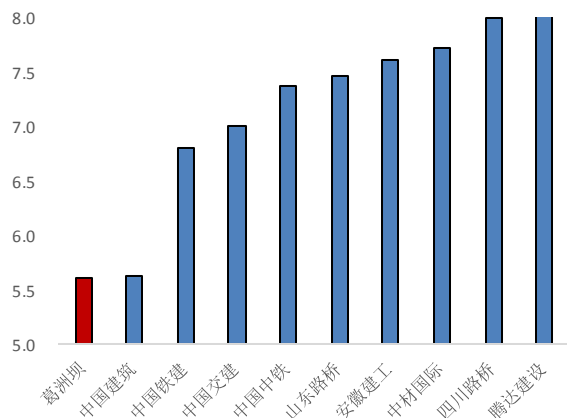
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 27: 整体上市以来公司 PB 变化



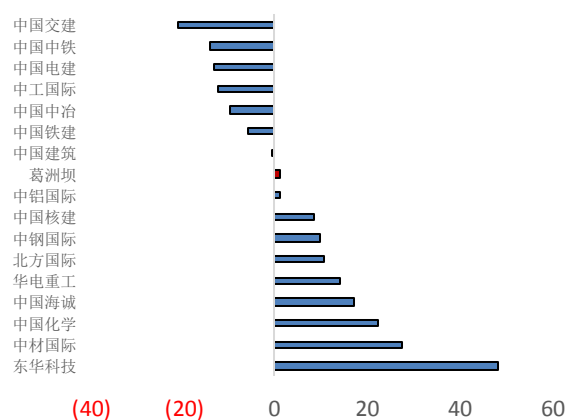
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 28: 当前建筑板块估值最低十家公司



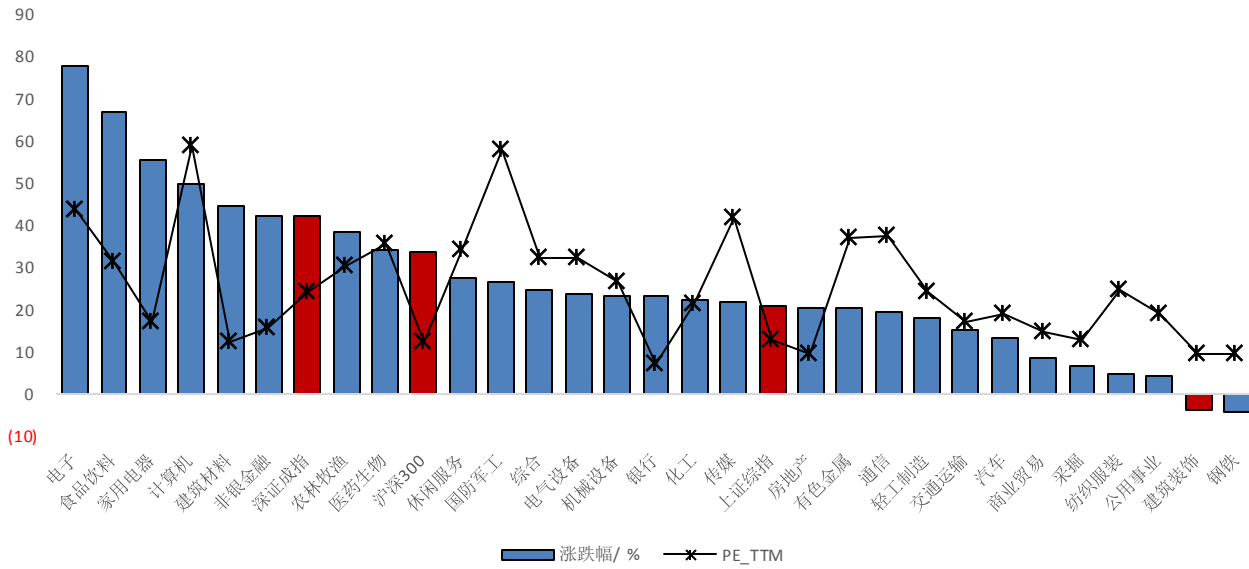
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 29: 年迄今主要建筑央企涨跌幅



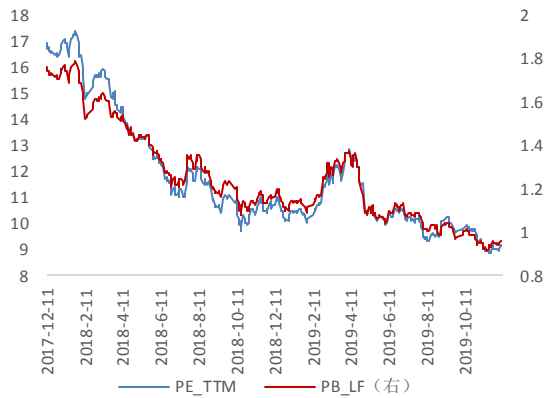
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 30：年迄今 SW 各板块及大盘涨跌幅和当前市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 31：近两年公司 PE/PB 变化



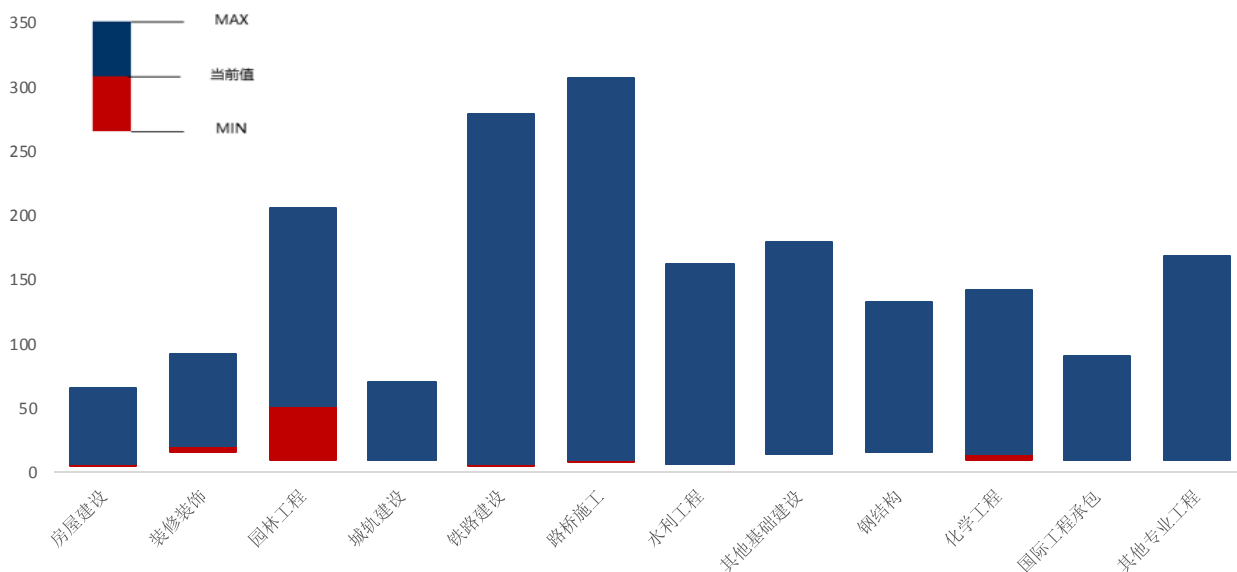
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 32：近两年公司 PE/PB 与大盘比值变化



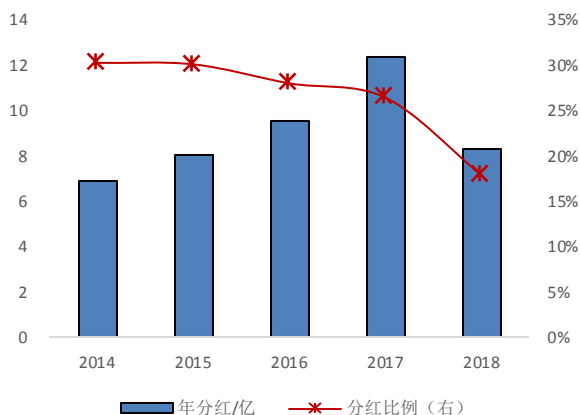
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 33: 当前建筑子板块 PE_TTM 水位图（2003 年以来）



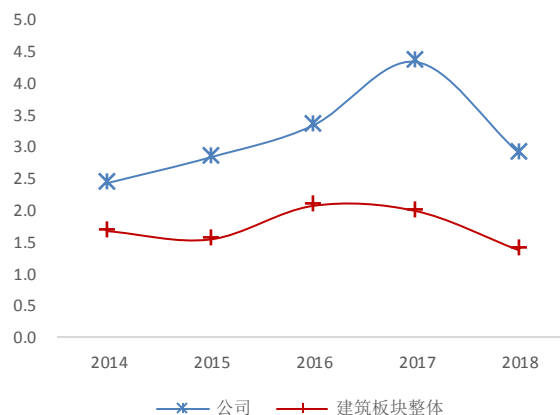
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 34: 2014-2018 公司分红变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 35: 2014-2018 公司股息率变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.5 行业底：率先受益逆周期对冲和下游投资复苏

我们认为当前逆周期调节动力足、制约有限，基建项目需求旺盛、资金供给有支撑，短期加大对冲的政策趋势明朗。基建向上动力强劲、安全边际充足，投资增速有望稳定回升。

- ◆ 经济就业下行压力显著。三季度 GDP 累计增速 6.2%、当季增速 6%，11 月失业率 5.1%较 Q3 回落，但仍接近红线。外需不振叠加中美摩擦致出口持续回落，11 月出口同减 1.1%，增速环比降 0.3pp。社零表现乏力，11 月同比增长 8%，增速环比回落 0.1pp；
- ◆ 存在结构性通胀但制约有限。11 月 CPI 同比 4.5%，环比提升 0.7pp、较上半年提升 1.8pp，其中食品类 CPI 同比 19.1%，环比提升 3.6pp、较上半年提升 10.8pp。猪肉价格上涨及扩散效应是抬升食品类乃至整

体 CPI 的主要原因，当前猪肉价约 44 元/公斤，较年初大幅上涨 131%，较 11 月初高点有所回落。但我们出于以下三方面原因认为通胀上行空间和对逆周期政策制约有限：（1）对于猪肉价格，政府采取补贴鼓励繁殖、加大进口一系列稳定措施，发改委 9 月公布《稳定生猪生产中央预算内投资》，10 月能繁母猪存栏量环比增加 0.6%，开始止跌回升，前 10 个月累计进口猪肉约 150 万吨、同比增 49%，猪肉价亦在 11 月间持续回落，同时我们认为国内猪肉价上涨，最终将增加我国市场购买力优势、推动来年我国在全球猪肉进口大幅增长、推动欧洲等地猪肉价格上涨（加关税亦无法抵挡）、带动全球性通胀以消化涨价效应，当前中美达成阶段经贸协议，将刺激此前部分期待减税的观望方入市，并体现在进口数据中；（2）对于原油价格，我们认为当前美国油气尤其是页岩气产量持续增加扩大能源供给，而全球需求不振、清洁能源和新能源车发展则会相应抑制需求，所以未来市场主要挑战在于需求端而非供给端，供需变化衍生出较强的制约油价上涨的内生动力，因此我们看到下半年沙特设施和伊朗油轮先后遇袭并未造成油价持续上升；（3）11 月 PPI 环比-0.1%、回落 0.2pp，非食品类 CPI 同比 1%、回落 0.4pp，猪肉带来的结构性通胀掩藏了整体可能存在的通缩趋势；

- ◆ **当前下游仍处于下行通道，制造业中游分化表现低迷，地产阶段性强势，基建具备较强向上动力。**2010 年以来建筑下游投资处于长期下行通道，2019 年前 11 月下游投资合计增速 4.76%，同比回落约 0.04pp，较上半年回落 0.55pp，凸显增长压力。拆分来看：（1）制造业：11 月同比增速 2.5%、环比回落 0.1pp、较上半年回落 0.5pp，仍处低位，当前呈现中游分化趋势，化工黑金等领域正处于供给侧改革初步生效后的补充有效产能阶段，而食品等领域则持续探底；（2）地产：考虑到期房销售占比较高（约 80%）、近年来销售至竣工周期因资金问题趋延长，我们认为地产 2016-2017 销售高峰将滞后兑现至 2019-2020 竣工交付高峰，当前市场主题是耕耘存量、阶段性强势。可看到 2019 年以来地产增速较为强劲，11 月增速 9.4%，环比略有下滑但仍维持 10%左右水平，其中建筑工程增速 11.1%，环比提升 0.2pp、较上半年提升 1.7pp，新开工和竣工面积增速分别为 8.6%/-4.5%，二者敞口较上半年收缩 9.7pp，前 11 个月土地购置面积同减 14.2%；（3）基建：11 月增速 3.47%、环比回升 0.2pp，较 2018/2019H1 分别提升 1.7pp/0.5pp，我们认为 2018 年下半年积极财政补短板等举措有效推动基建回暖，但投资回升力度略低于预期，仍有发力空间。12 月 6 日政治局会议提出“全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间”，我们认为基建作为主要对冲工具，未来托底属性将更加凸显；
- ◆ **补短板项目需求保持旺盛。**当前我国基础设施人均资本存量不到发达国家水平的 30%，西部/贫困地区铁路公路网密度仅为全国平均水平一半，截至 2018 年底仅完成十三五规划新增铁路/公路/高速公路里程目标的 26%/53%/40%，2018H2 发布了补短板意见和乡村振兴战略，今年 9 月印发《交通强国建设纲要》，细化交通强国概念布局、明确未来重点建设方向，有力支撑支撑补短板、乡村振兴、大湾区、长三角、京津冀等国家战略，打开中长期基建需求空间。发改委上半年批复项目达 4712 亿（YOY+167%），年迄今批复 7371 亿，包括重昆高铁（1416 亿）、成都地铁（1318 亿）、西安地铁（969 亿）等西部补短板重大项目；
- ◆ **专项债成为逆周期对冲重要工具，额度大幅提升、撬动效应增强，当前流向基建比例约为 35~40%且大概率将上升，未来将给予基建更多资金支撑。**（1）额度提升：2017-2019 年专项债发行量分别为 0.94 万亿/1.39 万亿/2.18 万亿，较上年度增加量分别为 2160 亿/4484 亿/7884 亿，呈二阶递增趋势，近期财政部提前下达 1 万亿 2020 年部分新增专项债限额，可预见 2020 年新增专项债限额较 2019 年将有进一步的大幅增长；（2）撬动效应增强：6 月中央下发《通知》允许将专项债券作为符合条件的重大项目的资本金，11 月国务院《通知》决定下调部分基础设施项目最低资本金比例不超 5 个百分点；（3）土地储备专项债大部分投向住宅商业用地，少部分投向道路/绿地等公共设施，其他类专项债则大部分流向基建，我们按土储类/其他类专项债分别有 1/4 和 3/4 流向基建，则 2018/2019H1 专项债流向基建比例约为 37%/35%。随着 2020

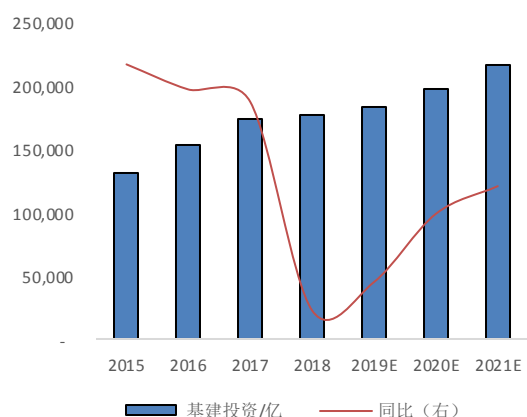
年现有城镇棚户区、城中村和危房改造基本完成，棚改目标阶段性达成，且提前下达专项债不得用于土储和地产相关领域，可预见未来专项债流向土储及棚改比例将下降、更多投向基建领域；

- ◆ **除专项债外，PPP 持续落地亦将推动基建投资，预测 2019/2020/2021 基建投资增速为 3.6%/7.9%/9.6%，其中专项债贡献增量比例为 39%/37%/35%，PPP 自筹资金贡献增量比例为 36%/29%/19%。**经历清库风暴后，PPP 管理库金额稳定在 14 万亿规模左右，2019 年以来月环比平均值仅 0.7%，规模趋于稳定。截至 10 月底 PPP 管理库落地金额 9.3 万亿、较 2018 年增加 2.1 万亿，开工金额 5.3 万亿、较 2018 年增加 2.1 万亿，落地率/开工率为 65.6%/58.7%，均较年初提升 11pp，预计 2020 年开工率将进一步提升。此外，年迄今城投债发行 3.1 万亿、同增 25%，净融资 9498 亿、同增 43%，表现亮眼，但长期来看城投债融资难度和到期偿还压力均将加大；
- ◆ **中央经济工作会议再提稳增长。**近期基建刺激政策频出，12 月中央经济工作会议继续明确了稳增长的目标、补短板 and 调结构的着力点、积极财政和稳健货币等政策方向，短期来看逆周期调节力度有望持续加码，但明确不走老路、不会大水灌溉，在结构上将会倾向于基础设施补短板、社会民生、先进制造等领域；

公司作为基建龙头将率先受益逆周期对冲。当前业务下游除环保持续高景气之外，其他多个领域亦显著复苏。

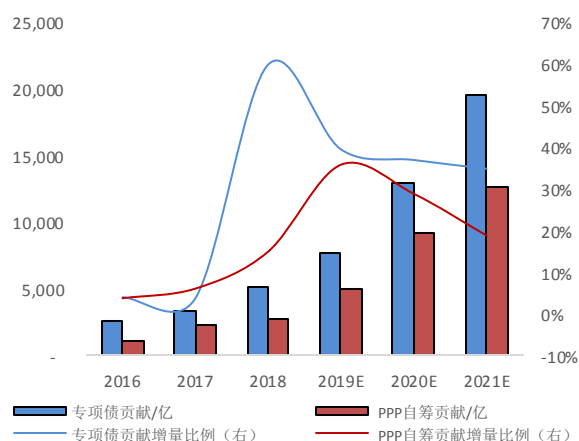
- ◆ **水利和能源显著反弹。**2018 年水利投资额约 1 万亿（YOY-5%），2019 年以来增速由负转正、触底反弹，11 月投资增速回升至 1.7%，政府规划 2020 前开工 172 项重大水利工程，预计年底前开工率将超 80%、在建规模将超 1 万亿，强力支撑未来水利投资。2018 年电源投资为 2721 亿，其中水电为 674 亿，2019 年以来增速均大幅回升，截至 10 月电源/水电投资增速分别达 8%/29%，远超去年全年-6%/8%水平；近期总理在南水北调后续工程工作会议上强调当前水利工程需求仍较大，很多项目已经过长期论证，要加快在建项目建设。对于未开工的水利工程及管网、治污设施等配套建设，则要抓紧启动及开工、早建成早见效；
- ◆ **西部公路投资修复。**2018 年中部公路投资增速 8%、西部公路投资增速-9%，2019 年前 10 个月中部公路投资 5988 亿、同比增长 8%、增速同比提升 2pp，西部公路投资 8246 亿，同比增长-1%、增速同比提升 9pp。西部云贵川渝陕新六省前 10 个月公路投资 5901 亿，同比增长 6%、增速同比提升 16pp；
- ◆ **采矿业景气度快速回升。**2017/2018/2019E 矿业投资增速分比为-10%/4%/25%；

图 36: 预测 2015-2021 基建投资及增速变化



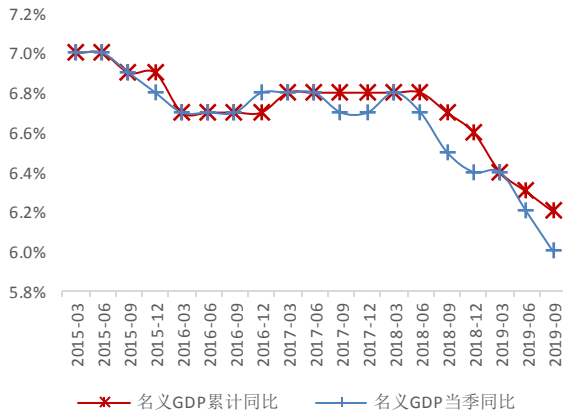
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 37: 预测 2016-2021 专项债/PPP 对基建资金贡献比例



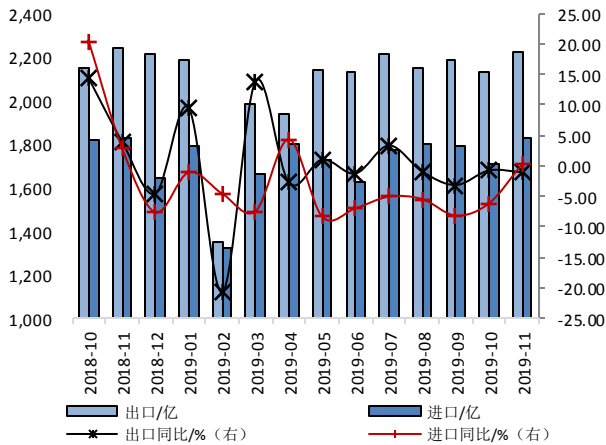
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 38: 2015-2019Q3 名义 GDP 变化



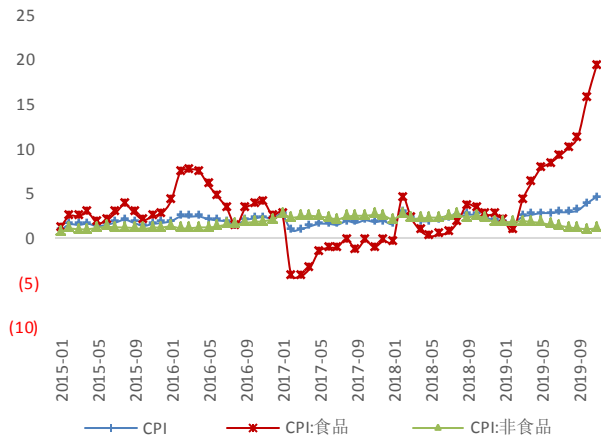
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 40: 2018.10-2019.11 进出口及同比变化/美元



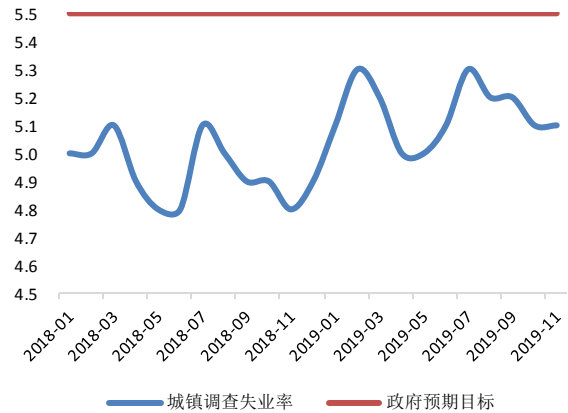
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 42: 2015-2019.11CPI 当月同比变化/%



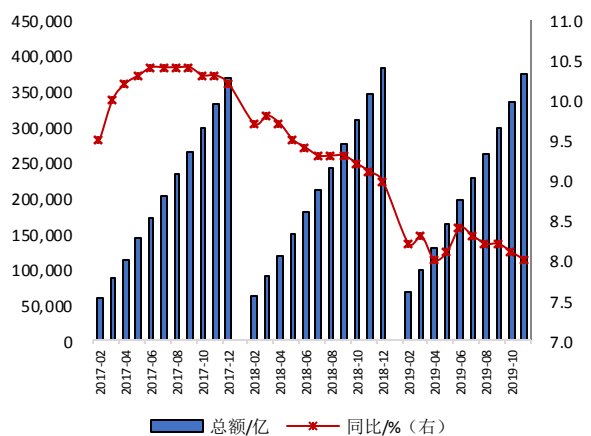
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 39: 2018-2019.11 调查失业率变化



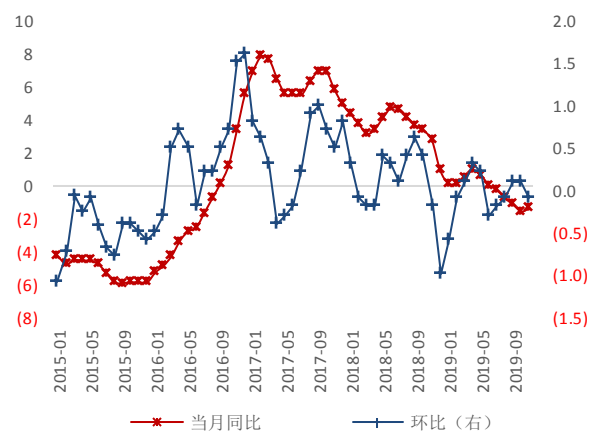
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 41: 2017-2019.11 社零及同比变化



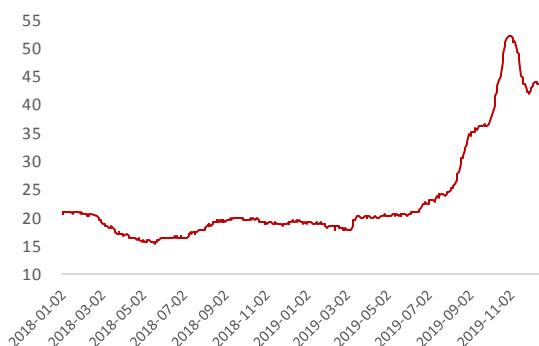
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 43: 2015-2019.11PPI 当月同比及环比变化/%



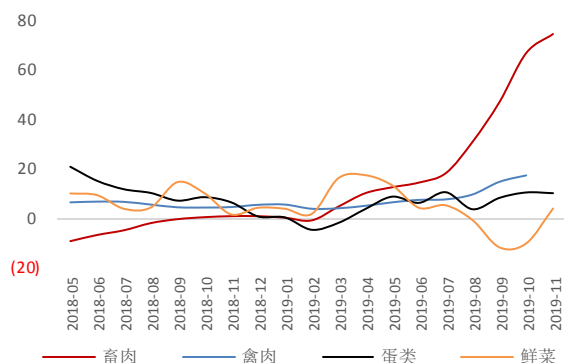
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 44: 2018-2019.12 猪肉价变化/元/公斤



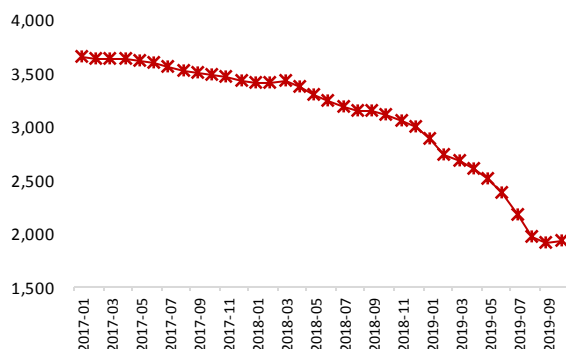
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 45: 2018-2019.11 各类 CPI 同比变化/%



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 46: 2017-2019.10 能繁母猪存栏量变化/万头



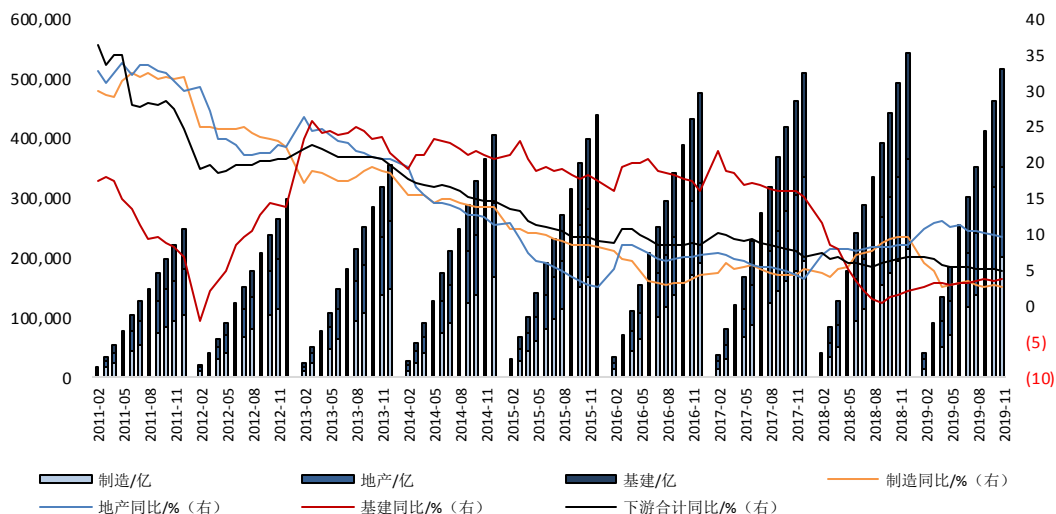
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 47: 近两年 OPEC 原油价格变化/美元/桶



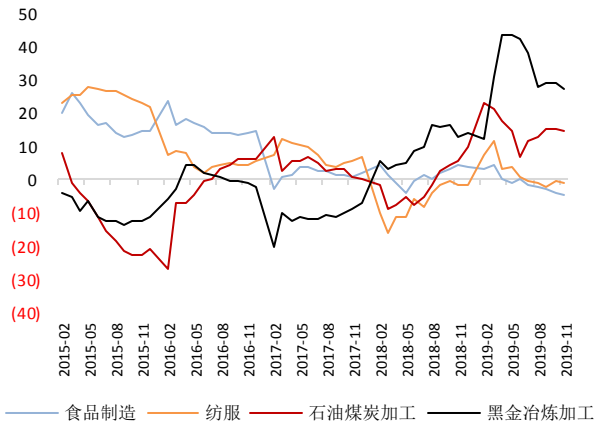
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 48: 2011-2019.11 下游固定资产投资及同比变化



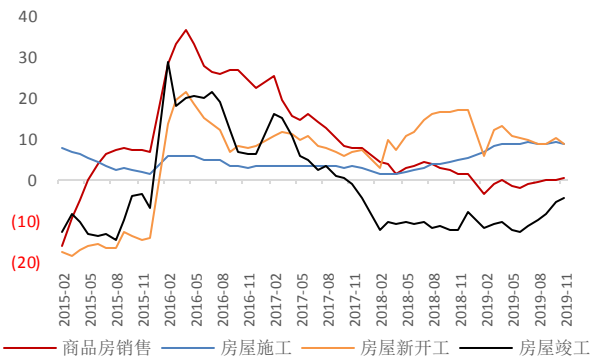
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 49: 2015-2019.11 部分制造业领域投资增速/%



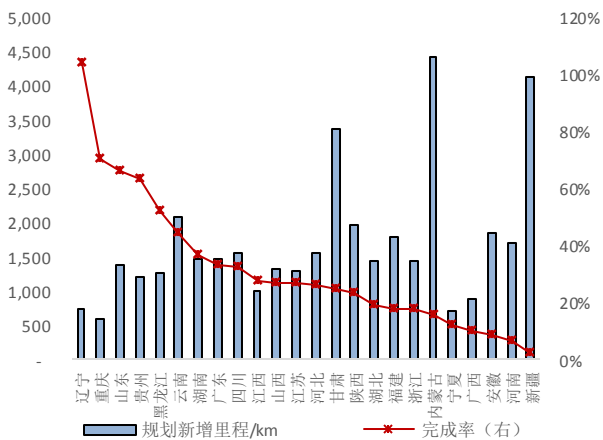
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 51: 2015-2019.11 商品房销售等指标同比变化/%



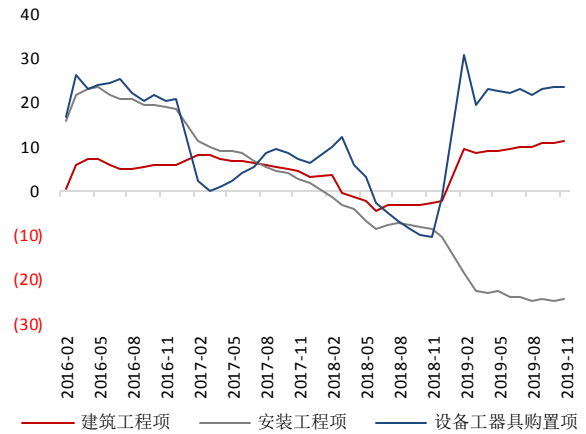
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 53: 十三五规划新增铁路里程及 2018 年完成率



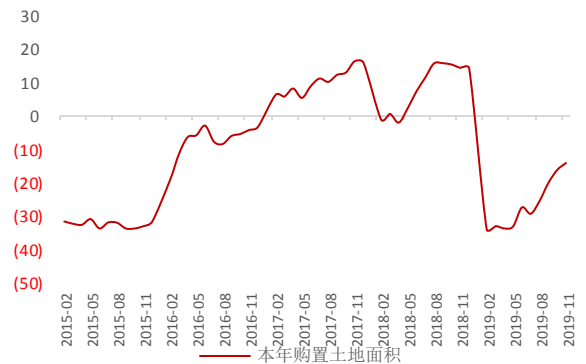
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 50: 2016-2019.11 地产分项投资增速变化/%



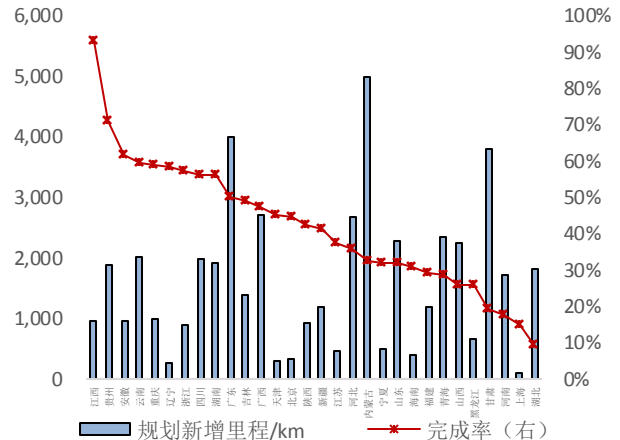
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 52: 2015-2019.11 土地购置面积同比变化/%



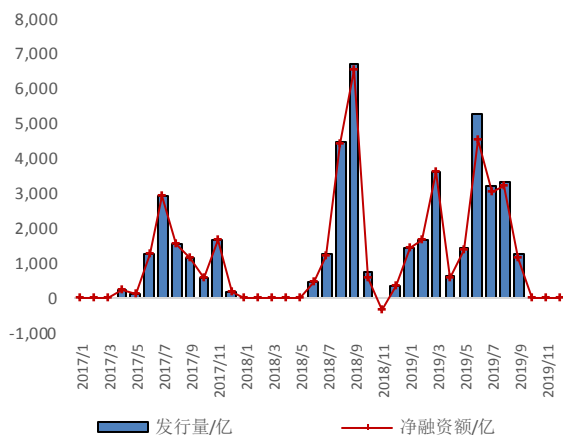
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 54: 十三五规划新增高速里程及 2018 年完成率



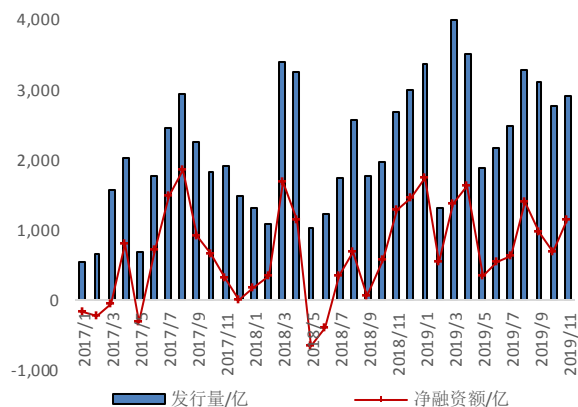
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 55: 2017-2019 专项债发行情况



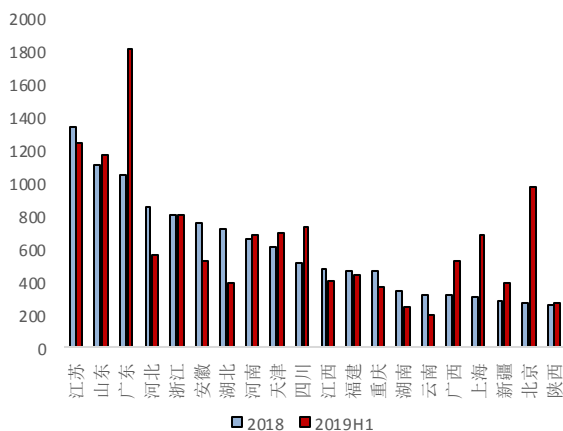
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 56: 2017-2019 城投债发行情况



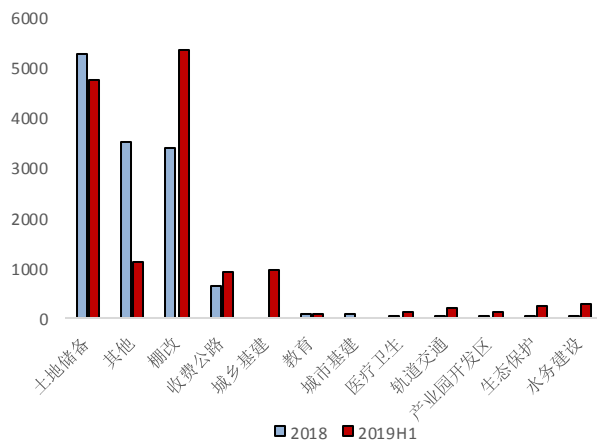
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 57: 2018/2019H1 新增专项债按省分布/亿



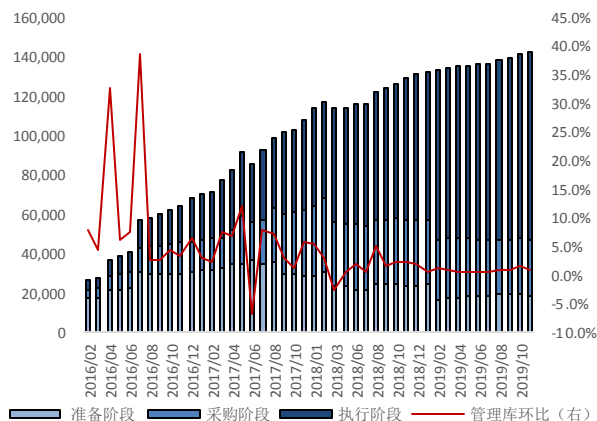
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 58: 2018/2019H1 新增专项债按行业分布/亿



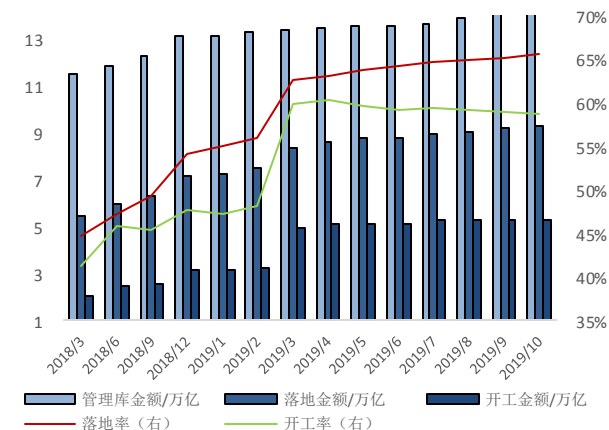
资料来源：Wind、东兴证券研究所（“其他”类约有3/4投向各类基建）

图 59: 2016-2019PPP 管理库金额[亿]及环比变化



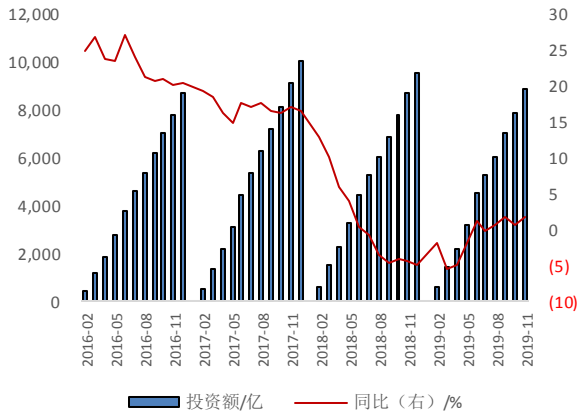
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 60: 2018-2019PPP 在库/落地/开工指标变化



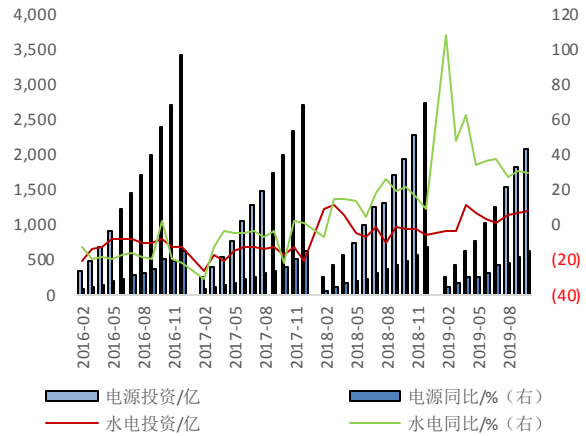
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 61: 2015-2019.11 水利投资及同比变化



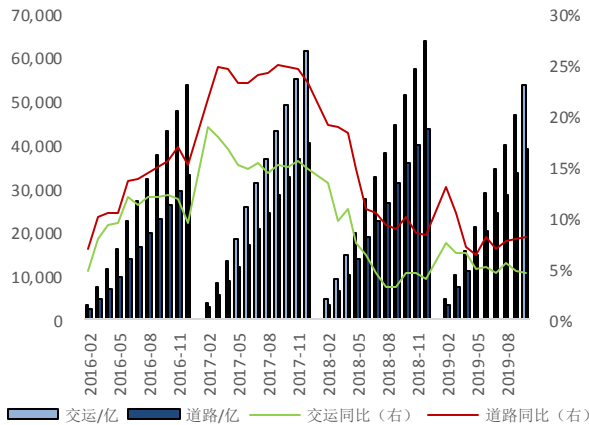
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 62: 2018-2019.10 电源/水电投资及同比变化



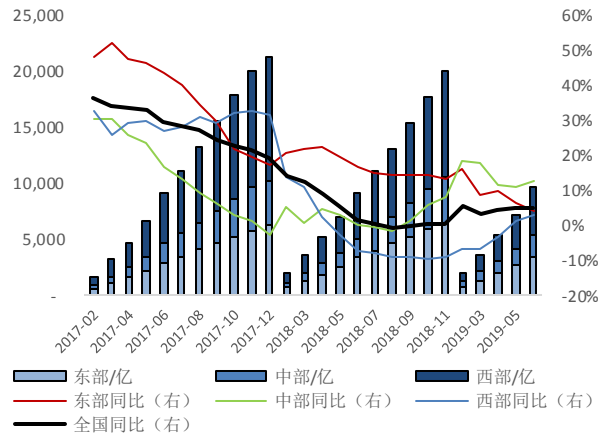
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 63: 2016-2019.10 交通运输/道路投资及同比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 64: 2017-2019.10 公路投资及同比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 2: 近期基建政策文件事件及简要分析

日期	政策文件 / 事件	内容摘要	影响分析
2019/12/6	中央经济会议	坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架。确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项。坚决打好三大攻坚战；继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制，确保经济运行在合理区间。	继续明确了稳增长的目标、补短板和调结构等着力点、积极财政和稳健货币等政策倾向
2019/11/29	提前下达新增专项债额度	财政部提前下达 1 万亿 2020 年新增专项债务限额，占 2019 年当年新增专项债务限额的 47%。	助推补短板和稳增长，下达额度略低于预期系避免大水漫灌预期
2019/11/27	国务院加强资本金管理	适当调整基础设施项目最低资本金比例，港口、沿海及内河航运项目，最低资本金比例由 25% 调整为 20%。	推动重要领域基建投资；
2019/11/16	三季度货币政策执行报告	实施稳健的货币政策，加强逆周期调节。促进降低社会综合融资成本。深化金融供给侧结构性改革，提高货币政策传导效率。调节闸门，保持流动性合理充裕，引导货币供应量和社会融资规模合理增长。	“把好货币供给的总闸门”更改为“调节闸门”，“适时适度进行逆周期调节”更改为“加大逆周期调节力度”；逆周期

		加大结构调整引导力度，支持民营、小微企业发展。防范化解金融风险。	和宽松政策有望加码
2019/9/19	中央印发《交通强国建设纲要》	提出更加重视质量效益、一体化融合和创新驱动的三大转变；明确三个发展阶段的目标，其中 到2020年完成十三五交通建设规划任务 ；明确一系列重点建设方向；	明确补短板、大湾区、长三角、京津冀等重点建设方向，支撑中长期基建需求，打开广阔基建空间；
2019/9/4	国常会部署“六稳”工作	按规定提前下达明年专项债部分新增额度，重点用于交通能源生态环保等基础设施领域，不得用于土储/地产相关	强化专项债作用、刺激基建
2019/7/30	中共中央政治局会议	全面做好“六稳”工作。实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。	强调积极财政、稳健货币、流动性合理充裕、补短板
2019/6/10	中央《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目的资本金。 “合理提高长期专项债券期限比例”“进一步明确多渠道筹措项目资本金”、“积极鼓励金融机构提供配套融资支持”、“鼓励项目单位发行公司信用类债券”、“加快专项债券发行使用进度”“确保落实到期债务偿还责任”	多方位强化专项债作用、加大逆周期调节力度，有望催生“专项债+银行贷”的新融资模式、加快项目融资建设步伐，增加有效投资、稳定需求

资料来源：公开资料整理、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务波动难以准确预期，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、对应同比增速 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、海外风险管控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过保持一定韧性；

- ◆ **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 3：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 pct，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。**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 pct，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。

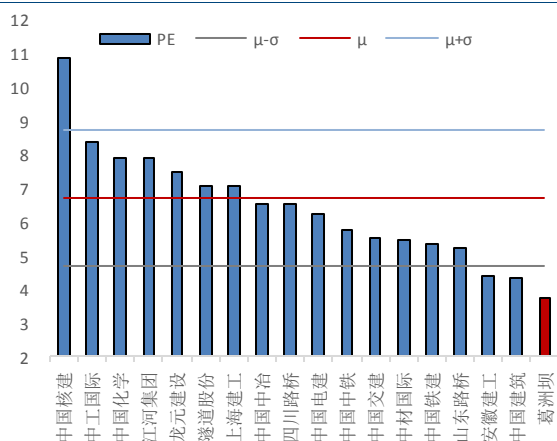
2.3.1 多元业务分项估值，看好市值规模成长性

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。

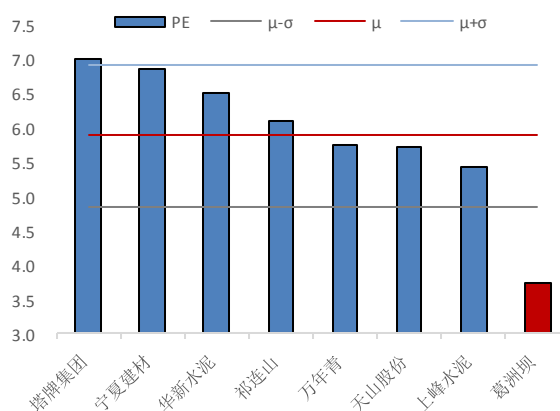
表 4：测算公司未来业务结构变化及 2021 年各板块估值

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	合理 PE	对应估值 /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

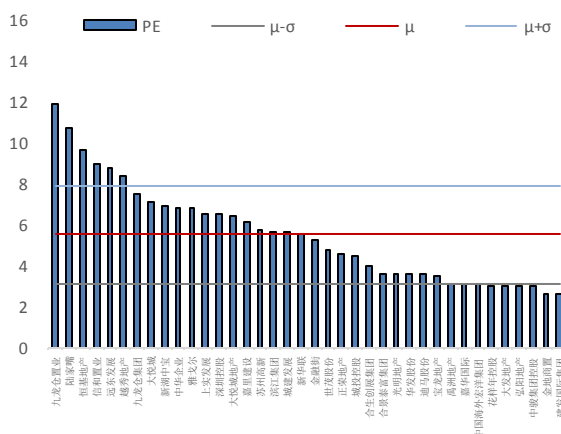
图 65：预测 2021 年公司可比建筑公司 2021 年 PE


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 66：预测 2021 年公司可比水泥公司 PE 分布


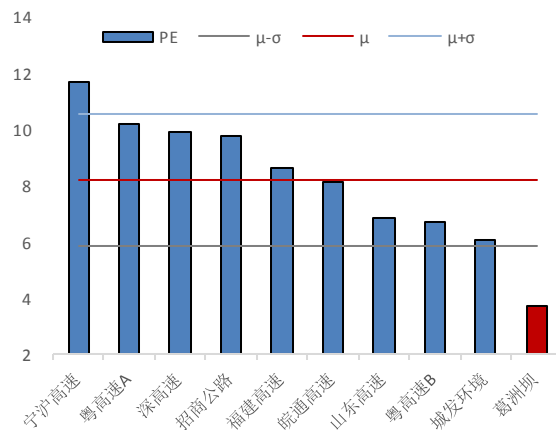
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 67: 预测 2021 年可比地产公司 PE 分布



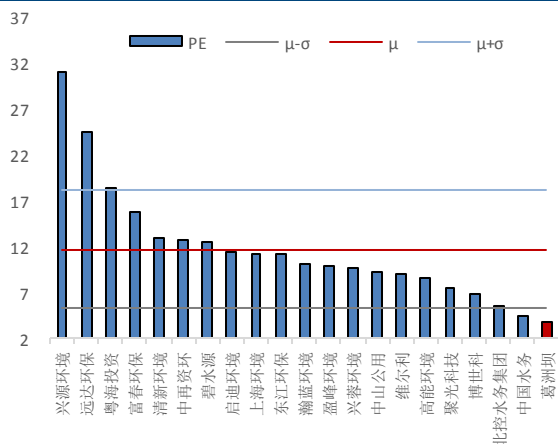
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 68: 预测 2021 年公司可比高速公司 PE 分布



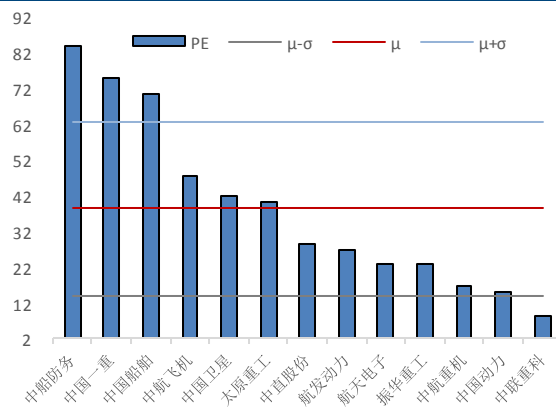
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 69: 预测 2021 年公司可比环保公司 PE 分布



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 70: 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 5: 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 6：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 7：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 Rf
	1.50%
	β
	1.27
	Rm
	7.12%
	Ke
	8.64%
债务成本	应付债券利率
	4%
	税率
	23.00%
	Kd
	5.42%
资本结构/百万	Ve
	28,504
	Vd
	89,657
WACC	6.27%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 8：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						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						总资产净利润(%)	15.31%	2.51%	2.13%	2.38%	2.59%
单位：百万元						ROE(%)	11.41%	10.88%	12.61%	13.16%	15.53%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	-824	1278	2428	2787	3338	资产负债率(%)	73%	75%	75%	74%	76%
净利润	5847	5960	7185	8429	9903	流动比率	1.35	1.10	1.00	1.01	1.01
折旧摊销	15367	16778	18448	20331	22407	速动比率	0.65	0.66	0.54	0.49	0.47
财务费用	2079	2488	2641	2928	3524	营运能力					
应收账款减少	-5887	1215	-2092	-3340	-3077	总资产周转率	0.63	0.50	0.52	0.55	0.56
预收账款增加	1571	4545	3457	3903	5155	应收账款周转率	7.89	6.34	7.06	6.85	6.61
投资活动现金流	-9160	-13894	-9172	-4784	-5530	应付账款周转率	3.68	2.82	3.11	3.28	3.33
公允价值变动收益	0	418	138	185	247	每股指标(元)					
长期投资减少	-5376	-14383	-9739	-5309	-5981	每股收益(最新摊)	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67
投资收益	1353	1141	1247	1247	1212	每股净现金流(最新)	-0.55	0.07	-1.89	-1.02	0.74
筹资活动现金流	7459	12949	-1956	-2707	5615	每股净资产(最新摊)	8.91	9.30	9.35	10.57	10.74
应付债券增加	-150	-2500	915	1007	1107	估值比率					
长期借款增加	1629	4001	5000	0	5000	P/E	6.94	6.98	5.25	4.45	3.71
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	0.69	0.67	0.66	0.59	0.58
资本公积增加	31	-105	0	0	0	EV/EBITDA	2.95	3.40	7.36	7.07	6.98
现金净增加额	-2525	332	-8700	-4705	3423						

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。