



葛洲坝 (600068): 订单超目标进一步强化业绩韧性，北向资金持续加仓

报告摘要：

- (1) 近日公司公告 2019 年新签合同额 2520.28 亿，为年计划的 108.63%；
(2) 2019Q4 以来，北向资金累计增持公司近 4200 万股。

订单超目标额 9%，同比增长 13%，非水利水电/海外占比超 70%/30%。
全年新签 2520 亿创新高，增速显著反弹，预计将带动建筑主业收入大幅增长。判断订单驱动力主要来自国内下游投资修复和海外合作深化，后续仍将持续受益宏观逆周期对冲加码和公司积极海外战略。从结构上看，订单体现公司建筑业务一直以来的多元化、国际化特征，非水利水电/海外订单占比分别为 70%/32%；从重大项目模式上看，近两年总承包类项目比重较高，PPP 项目审慎拓展，创新性的“EPC+F”、“EPC+O”模式值得关注。

看好公司整体业绩短期韧性和中长期向上趋势。公司 2018 年建筑主业收入/毛利占比仅 54%/45%，多元化日趋成熟、具备长期结构转型潜力。当前除建筑主业受益国内逆周期对冲和海外合作深化而显著反弹外，水泥、民爆、地产、基础投运等业务亦呈现良好发展态势，环保及制造业务宜重点关注市场潜力和公司布局。看好整体业绩短期韧性和中长期向上趋势。

低估值高股息央企蓝筹，北向资金持续加仓。公司当前估值水平处于历史底部区间和横向板块最低位，而分红稳定、股息率水平位居板块前列。从公司业务结构和建筑订单结构出发，我们认为公司远不止是一家水利工程公司，当前市场给予估值更贴近水利工程板块，或存显著修复空间。北向资金全年对公司增持量及当前仓位略低于头部建筑公司平均水平，Q4 以来累计增持公司近 4200 万股，持股占流动 A 股和自由流动股比分别为 1.87%/3.25%，1 月以来累计增持约 321 万股，一定程度上反映市场持续看好公司前景：

财务指标预测

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 106,807.1 | 100,625.6 | 115,089.8 | 127,088.0 | 139,649.0 |
| 增长率 (%) | 6.54% | -5.79% | 14.37% | 10.43% | 9.88% |
| 净利润 (百万元) | 5,847.48 | 5,959.89 | 7,242.86 | 9,172.64 | 9,925.81 |
| 增长率 (%) | 30.56% | 1.92% | 21.53% | 26.64% | 8.21% |
| 净资产收益率 (%) | 11.41% | 10.88% | 12.74% | 14.67% | 15.55% |
| 每股收益 (元) | 0.89 | 0.89 | 1.19 | 1.55 | 1.67 |
| PE | 7.52 | 7.56 | 5.63 | 4.32 | 4.01 |
| PB | 0.75 | 0.72 | 0.72 | 0.63 | 0.62 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

盈利预测及投资评级：公司全年订单超目标进一步强化业绩韧性，当前仍处底部区域，具有较强安全边际、较好弹性和多元化前景，持续关注公司

2019 年 01 月 14 日

强烈推荐/维持

葛洲坝 公司报告

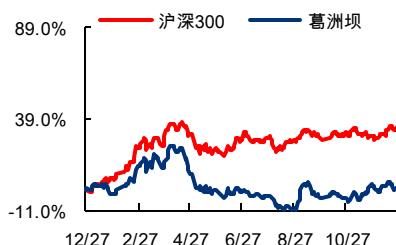
公司简介：

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) | 308.98 |
| 流通市值 (亿元) | 308.98 |
| 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 | 0.77 |

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

业务布局、业绩修复及债转股落地等事项。预计公司 2019-2021 年营收为 1150.9 亿元、1270.88 亿元、1396.49 亿元，归母净利润为 54.85 亿元、71.51 亿元、77.02 亿元，对应 eps 为 1.19 元、1.55 元和 1.67 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 5.6 倍、4.3 倍和 4 倍。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。

目 录

| | |
|------------------------------------------------|----|
| 1. 订单超目标额 9%，同比增长 13%，非水利水电/海外占比超 70%/30%..... | 3 |
| 2. 看好公司整体业绩短期韧性和中长期向上趋势 | 5 |
| 3. 低估值高股息央企蓝筹，北向资金持续加仓 | 7 |
| 4. 持续看好公司成长空间，维持“强烈推荐”评级 | 8 |
| 5. 风险提示..... | 9 |
| 相关报告汇总 | 12 |

1月11日公司公告2019年度新签合同，全年新签合同额人民币2520.28亿元，为年计划的108.63%。其中，新签国内工程合同额人民币1715.08亿元，约占新签合同总额的68.05%；新签国际工程合同额折合人民币805.20亿元，约占新签合同总额的31.95%；新签国内外水利水电工程合同额人民币768.70亿元，约占新签合同总额的30.50%。

2019Q4以来，北向资金累计增持公司近4200万股，持股占公司流动A股比例由0.95%增加至1.87%，占自由流动股比由1.65%增加至3.25%。

1. 订单超目标额9%、同比增长13%，非水利水电/海外占比超70%/30%

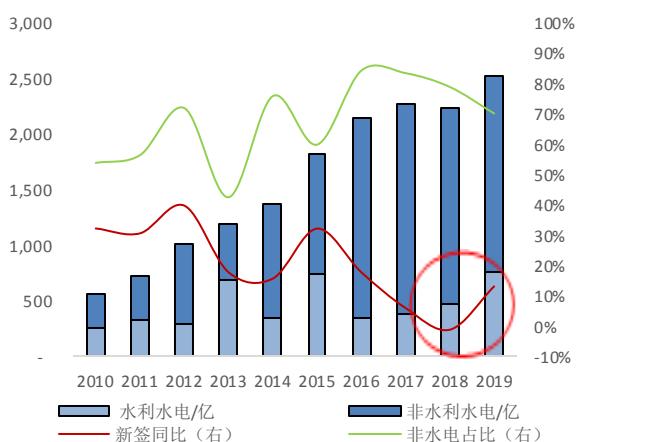
公司全年新签2520亿创历史新高，超年初计划额约9%，增速约13%实现显著反弹，订单表现符合我们前期预期，预计将带动建筑主业收入大幅增长。判断订单驱动力主要来自国内下游投资修复和海外合作深化，后续仍将持续受益宏观逆周期对冲加码和公司积极海外战略。从结构上看，订单体现公司建筑业务一直以来的多元化、国际化特征，非水利水电/海外订单占比分别为70%/32%；从重大项目模式上看，近两年总承包类项目比重较高，PPP项目审慎拓展，创新性的“EPC+F”、“EPC+O”模式值得关注。

- 新签订单创历史新高，超年初计划额约9%，增速显著反弹，预计将带动建筑主业收入大幅增长。公司全年新签合同额约2520亿创历史新高，较年计划额的2320亿增加约8.6%，同比增长约13%，增速较上年度的-1.3%大幅提升14.3pp。公司2017-2018年受宏观环境影响，当年建筑订单增速仅6%/-1%，建筑业务收入增速仅-7%/-4%。2019年以来建筑订单及收入增速显著反弹：上半年订单增速为17%，同比增长21.8pp，建筑收入增速为20.3%，同比增长24.8pp。全年订单增速维持强劲增长，符合我们前期判断，预计将带动建筑主业全年收入大幅提升；
- 判断订单驱动力主要来自国内下游投资修复和海外合作深化，后续仍将持续受益宏观逆周期对冲加码和公司积极海外战略。国内业务方面，2018年中以来政府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，后续对冲效果逐渐显现，多个下游投资持续修复：水利/电源/水电/采矿2019年11月投资增速分别为2%/9%/18%/25%，较2018全年的-5%/-6%/8%/4%均有显著提升；交通投资增速于2018年8月触底3.1%后持续企稳修复，截至2019年11月回升至4.3%；全国及西部区域公路投资增速2019年11月为1.9%/-0.7%，同比分别提升1.7pp/8.8pp。海外业务方面，公司抢抓“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，全年新签同比增长6%、增速同比提升约11pp。我们在《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》中强调了当前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。随着临近十四五规划、新一轮重大项目有望启动，《交通强国建设纲要》支撑补短板打开中长期基建需求空间，以及公司坚持国际化战略、增资强化海外投资平台，我们判断后续订单增长势头仍然强劲；
- 从结构上看，订单体现公司建筑业务一直以来的多元化、国际化特征。公司以水电起家，但当前建筑订单以非水利水电为主，不能简单地以水利工程公司论之。我们在《葛洲坝(600068)系列报告之一：央企多元化典范，兼具成熟与活力之美》中总结了公司建筑主业一直以来坚持多元化、国际化战略路径。公司近10年/5年非水利水电订单占比分别为71%/76%，2019年新签非水利水电订单占

比 70%，近 10 年/5 年海外订单占比分别为 39%/35%，2019 年新签非水利水电订单占比 32%，非水利水电/海外订单占比始终保持在 70%/30% 以上水平；

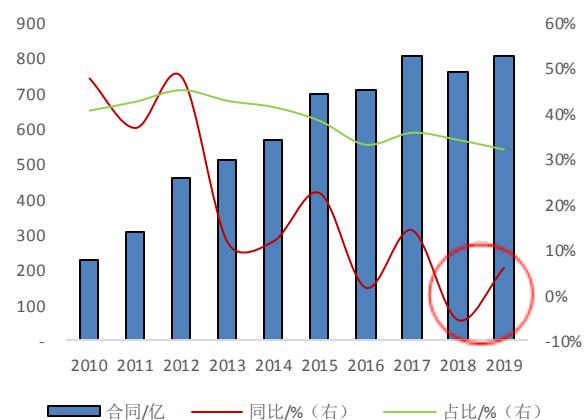
- 从重大项目模式上看，近两年总承包类项目比重较高，PPP 项目审慎拓展，创新性的“EPC+F”、“EPC+O”模式值得关注。统计公司 2018-2019 年披露重大项目中的总承包类项目（EPC 及施工总承包等）见表 1，估算其数量及金额比重均为 50%，业务领域遍布能源、市政、交通、房建、环保等。公司创新性提出“EPC+F”、“EPC+O”模式，拓展了丽水机场、安丘棚改、中山水系治理等项目，未来较具看点。PPP 业务方面，公司自 2017 年以来严守合规严筛项目，当前在手项目类型主要为水利水电、水系治理、市政棚改等，多为国家或省级示范项目，未出现被清库项目，已进入运营期项目（海口南渡江引水项目等）效益较为稳定。公司 2018-2019 年仅在 2019H2 新增新疆大石峡水利水电和河南省引淮供水灌溉两项 PPP 项目，投资额分别为 90 亿/57 亿，合作期分别为 48.5 年/30 年，项目资本金分别为 51 亿/11 亿，其中公司持股 SPV 比例分别为 49%/37%，资金压力相对可控；

图 1: 2010-2019 公司新签合同构成及变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2: 2010-2019 公司海外新签合同及同比占比变化



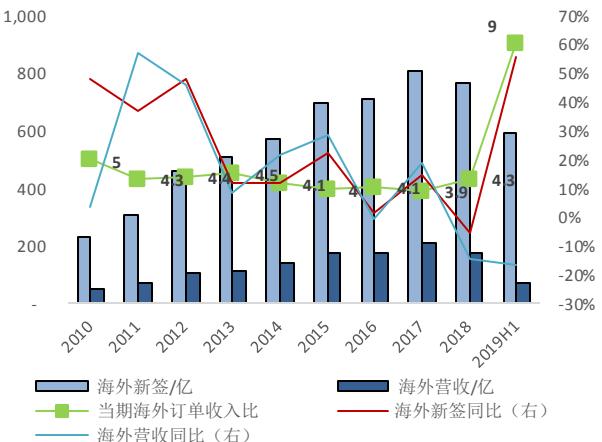
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3: 2010-2019H1 公司订单及建筑业务收入变化情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4: 2010-2019H1 公司海外订单及收入变化情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 1:2018-2019 公司披露总承包类重大项目一览

| 披露时间 | 项目 | 模式 | 合同额/亿元 | 工期/月 |
|--------|-------------------------|--------------|--------|------|
| 2018Q2 | 西安地铁十四号线一期（北客站～贺韶村） | 施工总承包 | 18.1 | 38 |
| 2018Q2 | 2017 年荆州棚改造项目 | EPC | 18.1 | 30 |
| 2018Q3 | 印尼 Salo Pebatua II 水电项目 | EPC | 38.3 | / |
| 2018Q3 | 印尼勿加泗 110MW 气电一体化项目 | EPC | 24.08 | 36 |
| 2018Q4 | 哈萨克斯坦腾太科河上游 5 座梯级水电站 | EPC | 102.94 | 60 |
| 2018Q4 | 丽水机场项目配套工程 | EPC+F | 11.54 | 48 |
| 2018Q4 | 越南天富 2-槟榔 140MW 风电项目 | EPC | 20.68 | 30 |
| 2018Q4 | 印尼雅加达世界金融塔项目 | 施工总承包 | 10.3 | 12 |
| 2018Q4 | 印尼巴苏鲁安 440MW 气电一体化项目 | EPC | 84.62 | 36 |
| 2019Q1 | 张北云计算基地绿色数据中心新能源微电网示范项目 | EPC | 13.35 | 13 |
| 2019Q2 | 巴基斯坦开伯尔普什图省石油炼化项目 | EPC | 96.56 | / |
| 2019Q2 | 印度尼西亚双弘公寓项目 | 施工总承包 | 15.81 | 49 |
| 2019Q2 | 柬埔寨 EDC200MW 双燃料电站项目 | EPC | 12.14 | 10 |
| 2019Q3 | 老挝阿速坡省 300MW 光伏项目 | EPC | 32.06 | 18 |
| 2019Q3 | 刚果（金）恩子洛 2 水电站项目 | EPC | 25.3 | / |
| 2019Q4 | 阿联酋乌姆盖万 150 MIGD 海水淡化项目 | EPC | 25.94 | 33 |
| 2019Q4 | 希腊 MINOS 50MW 塔式光热发电项目 | EPC | 17.03 | 24 |
| 2019Q4 | 河南汝州马窑矿山资源综合开发利用项目 | 建安及运行 总承包 | 35.1 | 130 |
| 2019Q4 | 中山市未达标水体综合整治工程 | EPC+O | 45.87 | 96 |

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 看好公司整体业绩短期韧性和中长期向上趋势

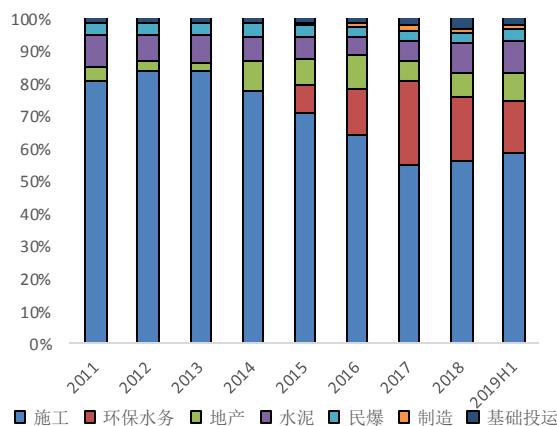
我们在上月底发布的葛洲坝系列报告中强调公司业务结构覆盖建筑、建材、投资、新兴四大领域八大板块，2018年公司建筑主业收入/毛利占比仅54%/45%，多元化日趋成熟、具备长期结构转型潜力。当前除建筑主业受益国内逆周期对冲和海外合作深化而显著反弹外，水泥、民爆、地产、基础投运等业务亦呈现良好发展态势，环保及制造业务宜重点关注市场潜力和公司布局。看好公司整体业绩的短期韧性和中长期向上趋势。

- ◆ 水泥和民爆业务受益供给侧改革持续压减产能、下游需求旺盛。公司水泥和民爆产能分别位居行业第13/3名，近年来受益供给侧改革整合行业、集中度和盈利水平持续提升，需求方面，地产及基建投资稳健支撑水泥业绩，采矿业投资修复支撑民爆业绩。2019H1 水泥收入/毛利分别增长43%/45%，民爆收入/毛利增长23%/14%；
- ◆ 地产业务货值充沛布局合理，近期销售和拿地表现亮眼。粗略估算公司当前可售（含未建、预售截至2019H1）权益建面约228万平，对应货值约662亿，其中一/二/三线分别占67%/24%/9%，而2018年地产业务收入仅约74亿。2019H1 预收款/收入大幅增长105%/46%；
- ◆ 基础设施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。公司基础投运项目遍布高速、水务、水电、管廊、铁路等领域，其中：高速路产主要分布于山东/广东/四川等优质地区、在手权益里程约 848km 可比肩业内头部公司，2019H1 收入/利润分别增长 5%/24%，近期山东济泰高速和德上高速通车运营将持续增厚业绩；水务运营国内 58 座水厂（水处理 300 万 t/d）及海外巴西圣供水项目（日供水 41 万 t/d），规模及盈利水平均居业内中等偏上水平；水电装机规模约 3765MW，有望凭借业优势和国际化战略进一步开拓海外市场。拥有南京合肥等二线核心市场示范型管廊项目，并参股汉宜铁路；

- **环保和制造两大新兴业务当前拖累业绩，建议关注市场潜力、公司布局及中长期盈利修复可能。**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；

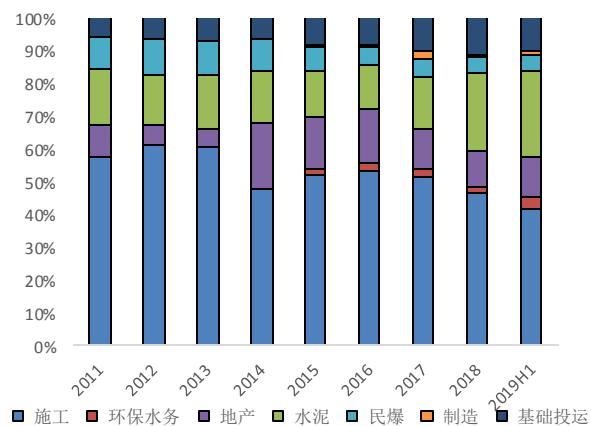
图 5: 公司 2011-2019H1 营收构成



资料来源: Wind、东兴证券研究所

备注: 2019 年水务水电业务从基础投运板块并入环保水务板块

图 6: 公司 2011-2019H1 毛利构成



资料来源: Wind、东兴证券研究所

备注: 2019 年水务水电业务从基础投运板块并入环保水务板块

图 7: 2019H1 各业务营收占比

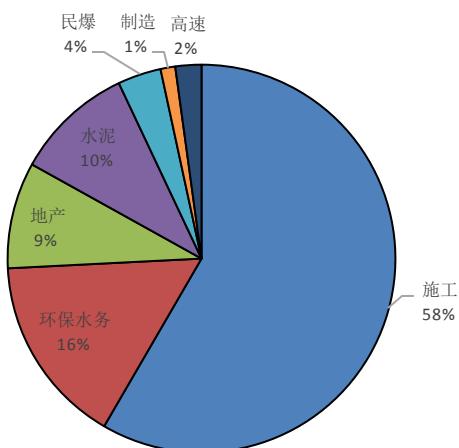
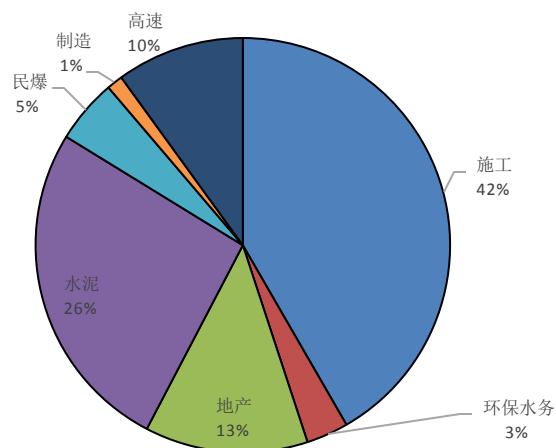


图 8: 2019H1 各业务毛利占比



资料来源: Wind、东兴证券研究所

资料来源: Wind、东兴证券研究所

3. 低估值高股息央企蓝筹，北向资金持续加仓

估值纵向上处于历史底部区间、横向上处于板块最低位，而分红稳定、股息率水平位居板块前列。估值水平接近水利板块，从前述公司业务结构和建筑订单结构出发，我们认为公司远不止是一家水利工程公司，估值或存显著修复空间。纵向来看，公司PE于今年8月降至历史最低位(5.4倍)，当前仅6.1倍，溢价仅约13%，估值水平仍处于历史底部区间。横向来看，公司PE位列建筑板块内倒数第一，公司所处水利工程板块市盈率仅7.1倍、同样位列建筑倒数第一。另一方面，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。

2019Q4以来，北向资金累计增持公司近4200万股，持股占公司流动A股比例由0.95%增加至1.87%，占自由流动股比由1.65%增加至3.25%，一定程度上反映市场持续看好公司前景。统计北向资金对建筑板块12家代表公司增减持变化，2019年四个季度分别合计增持253/84/278/691百万股，下半年净买入显著增加，判断主要驱动因素系逆周期政策二阶转向。Q4以来北向资金对公司累计增持近4200万股，当前持股量约8600万股，占公司流动A股和自由流动股比分别为1.87%/3.25%，今年1月以来累计增持约321万股，一定程度上反映市场持续看好前景。对比其他头部建筑企业，北向资金2019全年对公司增持量及当前仓位略低于头部公司平均水平。

图 9: 2019年以来北向资金增减持持股公司情况变化

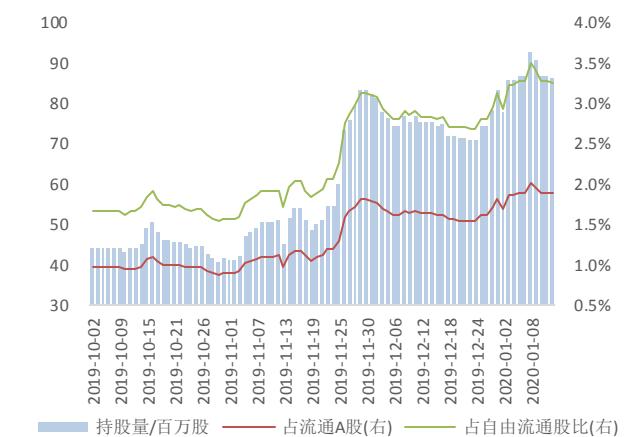
图 10: 2019Q4以来北向资金持股公司情况变化


图 11: 2019 年北向资金对建筑板块主要上市公司增减持情况

| 公司 | 市值/亿 | 累计增减持/百万股 | 占流通A股 | 单月增减持/百万股 | | | | | | | | | | | | |
|------|-------|-----------|-------|-----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | | | | 年初 | 年末 | 2019/1 | 2019/2 | 2019/3 | 2019/4 | 2019/5 | 2019/6 | 2019/7 | 2019/8 | 2019/9 | 2019/10 | 2019/11 |
| 中国建筑 | 2,498 | 286 | 1.4% | 2.1% | 69.2 | 117.1 | -60.7 | 170.7 | -12.7 | 93.0 | 56.8 | -10.4 | -1.7 | 97.7 | -14.2 | 61.3 |
| 中国中铁 | 1,396 | 52 | 0.8% | 1.1% | 73.9 | 11.3 | -34.4 | -2.0 | 8.7 | 1.1 | 1.7 | 56.7 | 8.0 | 1.3 | 39.1 | 18.0 |
| 中国铁建 | 1,336 | 100 | 0.9% | 1.7% | 68.3 | -2.3 | -37.4 | -11.0 | 2.6 | 31.9 | 6.0 | 3.6 | 26.1 | 18.8 | 16.3 | -13.0 |
| 中国交建 | 1,314 | 19 | 0.3% | 0.5% | 4.9 | 4.2 | 2.5 | -7.4 | -6.7 | 4.8 | 0.3 | -2.2 | 6.9 | 1.7 | 10.0 | 0.5 |
| 中国电建 | 664 | 86 | 0.7% | 1.4% | 10.4 | 2.8 | -22.4 | 4.7 | -0.3 | 27.1 | 0.3 | 6.8 | 19.9 | -14.8 | 28.4 | 22.8 |
| 中国中冶 | 548 | 108 | 0.6% | 1.2% | 17.3 | 7.9 | -8.8 | 17.1 | -39.8 | 26.1 | 3.4 | 7.4 | 24.5 | 8.1 | 15.5 | 28.8 |
| 中国化学 | 332 | 234 | 1.6% | 6.3% | 10.8 | -3.9 | 8.9 | -3.5 | 4.7 | 12.5 | 6.7 | 1.2 | 21.9 | 25.2 | 94.9 | 54.2 |
| 上海建工 | 320 | 293 | 0.2% | 3.6% | -0.7 | -0.3 | -0.5 | -0.3 | -0.7 | 16.8 | 64.7 | 23.3 | 17.3 | 44.8 | 75.0 | 53.9 |
| 葛洲坝 | 309 | 35 | 1.1% | 1.8% | -4.1 | 12.6 | -0.4 | -4.6 | 0.5 | 4.8 | 5.4 | -3.9 | 6.4 | -2.8 | 41.7 | 0.2 |
| 金螳螂 | 259 | 53 | 0.9% | 2.9% | -0.8 | 17.1 | 15.1 | 7.6 | -3.1 | 11.0 | 15.4 | 5.7 | -0.3 | -2.2 | -6.4 | 14.0 |
| 隧道股份 | 193 | 30 | 0.6% | 1.6% | 6.4 | 2.5 | 5.7 | 4.5 | -4.8 | 2.9 | -0.7 | -1.0 | 1.7 | -0.3 | 3.2 | 10.1 |
| 四川路桥 | 127 | 10 | 0.3% | 0.6% | -1.3 | 8.4 | -2.2 | -3.7 | -3.7 | 2.7 | 0.6 | 5.6 | -5.7 | 0.5 | 4.9 | 4.3 |

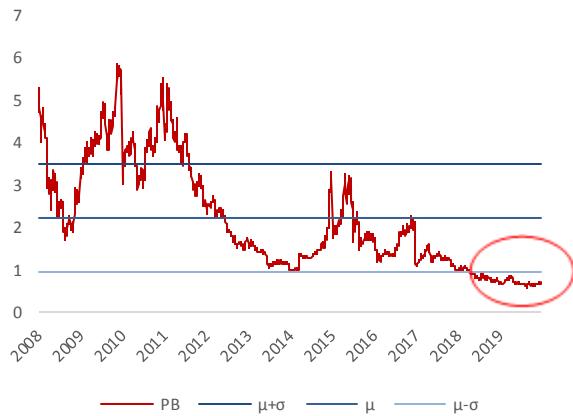
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 12: 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 13: 整体上市以来公司 PB 变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

4. 持续看好公司成长空间，维持“强烈推荐”评级

我们在 2019 年底发布的《葛洲坝(600068)系列报告之一：央企多元化典范，兼具成熟与活力之美》、《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》、《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》中强烈推荐公司当前投资价值：

- ◆ **公司呈现业务成熟之美。**当前业务布局四大领域、八大板块，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；

- ◆ 公司呈现经营活力之美。在战略上持续创新、踩点布局，在战术上灵活开放、混改先锋，在水泥、民爆、地产、环保、装备等多个业务领域积极推行混合所有制和股权激励机制；
- ◆ 公司当前处在经营/业绩/现金流/估值/行业的底部。新领导班子聚焦高质量发展，有望持续改善盈利周转。内外多因素推动业绩修复。周转持续好转，拟债转股和出售资产料将显著增加流动性。纵向均为最低位，股息率高居板块前列。并率先受益逆周期对冲和下游投资复苏；
- ◆ 公司具有较好的规模和业绩弹性。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；
- ◆ 看好公司结构转型、对标海外龙头。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；
- ◆ 看好公司成长空间。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。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。

持续关注公司基本面改善，当前进一步看好成长空间和投资价值。公司全年订单超年初计划额，基本符合我们前期预期，预计将带动建筑主业及公司整体收入大幅增长。当前公司仍处于底部区域，具有较强安全边际、较好弹性和多元化前景，持续关注公司业务布局、业绩修复及债转股落地等事项，关注基本面及流动性改善，进一步看好公司成长空间。

我们预计公司 2019-2021 年营收为 1150.9 亿元、1270.88 亿元、1396.49 亿元，归母净利润为 54.85 亿元、71.51 亿元、77.02 亿元，对应 eps 为 1.19 元、1.55 元和 1.67 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 5.6 倍、4.3 倍和 4 倍。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。

表 2: 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 | 115,089.83 | 127,088.01 | 139,649.07 |
| 增长率 (%) | 6.54% | -5.79% | 14.37% | 10.43% | 9.88% |
| 净利润 (百万元) | 5,847.48 | 5,959.89 | 7,242.86 | 9,172.64 | 9,925.81 |
| 增长率 (%) | 30.56% | 1.92% | 21.53% | 26.64% | 8.21% |
| 净资产收益率 (%) | 11.41% | 10.88% | 12.74% | 14.67% | 15.55% |
| 每股收益(元) | 0.89 | 0.89 | 1.19 | 1.55 | 1.67 |
| PE | 7.52 | 7.56 | 5.63 | 4.32 | 4.01 |
| PB | 0.75 | 0.72 | 0.72 | 0.63 | 0.62 |

资料来源：Wind、东兴证券研究所

5. 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 | 122945 | 133358 | 152774 | 营业收入 | 106807 | 100626 | 115090 | 127088 | 139649 | | | |
| 货币资金 | 18981 | 19548 | 17976 | 15697 | 17946 | 营业成本 | 92843 | 84192 | 96000 | 106359 | 115569 | | | |
| 应收账款 | 16486 | 15271 | 17342 | 20195 | 22573 | 营业税金及附加 | 1227 | 1117 | 1330 | 1271 | 1396 | | | |
| 其他应收款 | 11640 | 10702 | 12241 | 13517 | 14853 | 营业费用 | 1065 | 1301 | 1496 | 1652 | 1815 | | | |
| 预付款项 | 6986 | 7870 | 11035 | 8068 | 8668 | 管理费用 | 5426 | 4455 | 5179 | 5719 | 5586 | | | |
| 存货 | 64117 | 52198 | 56548 | 67312 | 79157 | 财务费用 | 2079 | 2488 | 2640 | 2912 | 3479 | | | |
| 其他流动资产 | 1382 | 2579 | 2724 | 2844 | 2969 | 资产减值损失 | 51 | 453 | 498 | 548 | 603 | | | |
| 非流动资产合计 | 63735 | 88432 | 105279 | 112313 | 120903 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 418.39 | 137.66 | 185.35 | 247.13 | | | |
| 长期股权投资 | 6959 | 14160 | 21239 | 24425 | 28089 | 投资净收益 | 1,353 | 1,141 | 1,247 | 2,997 | 1,372 | | | |
| 固定资产 | 14290 | 17094 | 18119 | 19206 | 20359 | 营业利润 | 7287 | 7709 | 9331 | 11810 | 12820 | | | |
| 无形资产 | 15316 | 16683 | 18351 | 18535 | 19462 | 营业外收入 | 255 | 86 | 128 | 156 | 123 | | | |
| 其他非流动资产 | 371 | 93 | 106 | 122 | 141 | 营业外支出 | 56 | 50 | 53 | 53 | 52 | | | |
| 资产总计 | 186924 | 218209 | 228224 | 245672 | 273677 | 利润总额 | 7486 | 7744 | 9406 | 11913 | 12891 | | | |
| 流动负债合计 | 91364 | 117964 | 122377 | 132082 | 151007 | 所得税 | 1638 | 1785 | 2163 | 2740 | 2965 | | | |
| 短期借款 | 14420 | 29614 | 30614 | 35614 | 45614 | 净利润 | 5847 | 5960 | 7243 | 9173 | 9926 | | | |
| 应付账款 | 35519 | 35920 | 38137 | 40504 | 44328 | 少数股东损益 | 1164 | 1302 | 1758 | 2022 | 2224 | | | |
| 预收款项 | 10012 | 14556 | 18009 | 21816 | 26709 | 归属母公司净利润 | 4684 | 4658 | 5485 | 7151 | 7702 | | | |
| 一年内到期的非流动 | 9490 | 12196 | 12196 | 12196 | 12196 | EBITDA | 24733 | 26976 | 13689 | 16449 | 18038 | | | |
| 非流动负债合计 | 44465 | 45161 | 48766 | 48773 | 54858 | EPS(元) | 0.89 | 0.89 | 1.19 | 1.55 | 1.67 | | | |
| 长期借款 | 27782 | 31783 | 36783 | 35783 | 40783 | 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 | 171143 | 180854 | 205865 | 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% | 14.37% | 10.43% | 9.88% | | | |
| 实收资本(或股本) | 4605 | 4605 | 4605 | 4605 | 4605 | 营业利润增长 | 59.76% | 5.79% | 21.04% | 26.56% | 8.55% | | | |
| 资本公积 | 7616 | 7511 | 7511 | 7511 | 7511 | 归属于母公司净利润 | 37.94% | -0.55% | 17.76% | 30.38% | 7.71% | | | |
| 未分配利润 | 10760 | 13391 | 10993 | 9336 | 7516 | 获利能力 | | | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 41032 | 42804 | 43042 | 48757 | 49527 | 毛利率(%) | 12.04% | 15.91% | 16.59% | 16.31% | 17.24% | | | |
| 负债和所有者权益 | 186924 | 218209 | 228224 | 245672 | 273677 | 净利率(%) | 5.47% | 5.92% | 6.29% | 7.22% | 7.11% | | | |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润(%) | 15.31% | 2.51% | 2.13% | 2.40% | 2.91% | | | |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROE(%) | 11.41% | 10.88% | 12.74% | 14.67% | 15.55% | | | |
| 经营活动现金流 | -824 | 1278 | 2559 | 3021 | 5675 | 偿债能力 | | | | | | | | |
| 净利润 | 5847 | 5960 | 7243 | 9173 | 9926 | 资产负债率(%) | 73% | 75% | 75% | 74% | 75% | | | |
| 折旧摊销 | 15367 | 16778 | 18448 | 19560 | 21557 | 流动比率 | 1.35 | 1.10 | 1.00 | 1.01 | 1.01 | | | |
| 财务费用 | 2079 | 2488 | 2640 | 2912 | 3479 | 速动比率 | 0.65 | 0.66 | 0.54 | 0.50 | 0.49 | | | |
| 应收账款减少 | -5887 | 1215 | -2071 | -2853 | -2379 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 1571 | 4545 | 3453 | 3807 | 4893 | 总资产周转率 | 0.63 | 0.50 | 0.52 | 0.54 | 0.54 | | | |
| 投资活动现金流 | -9160 | -13894 | -9172 | -3034 | -5370 | 应收账款周转率 | 7.89 | 6.34 | 7.06 | 6.77 | 6.53 | | | |
| 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 | 3.23 | 3.29 | | | |
| 长期投资减少 | -5376 | -14383 | -9739 | -5309 | -5981 | 每股指标(元) | | | | | | | | |
| 投资收益 | 1353 | 1141 | 1247 | 2997 | 1372 | 每股收益(最新摊 | 0.89 | 0.89 | 1.19 | 1.55 | 1.67 | | | |
| 筹资活动现金流 | 7459 | 12949 | -2019 | -4341 | 5675 | 每股净现金流(最新 | -0.55 | 0.07 | -1.87 | -0.95 | 1.30 | | | |
| 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 | 10.59 | 10.76 | | | |
| 长期借款增加 | 1629 | 4001 | 5000 | -1000 | 5000 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 7.52 | 7.56 | 5.63 | 4.32 | 4.01 | | | |
| 资本公积增加 | 31 | -105 | 0 | 0 | 0 | P/B | 0.75 | 0.72 | 0.72 | 0.63 | 0.62 | | | |
| 现金净增加额 | -2525 | 332 | -8632 | -4354 | 5980 | EV/EBITDA | 3.04 | 3.49 | 7.49 | 6.68 | 6.86 | | | |

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): 转让增值率197%、增加资产处置收益23亿, 以退为进、利好全局 | 2019-12-31 |
| 公司 | 【东兴建筑】葛洲坝(600068) 系列报告之一: 央企多元化典范, 兼具成熟与活力之美 | 2019-12-27 |
| 公司 | 【东兴建筑】葛洲坝(600068) 系列报告之二: 跃动的底部, 积极展望业绩估值双击 | 2019-12-27 |
| 公司 | 【东兴建筑】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 | 2019-12-27 |
| 行业 | 东兴证券“不一样的财报解读”系列之2019年三季报: 周期性回暖, 结构性分化 | 2019-11-4 |
| 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，能源和材料组组长。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。

单击此处输入文字。

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：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。