

## 业绩符合预期，经营现金流大幅改善

核心观点：

### 1. 投资事件

公司发布2019年年报。2019年公司实现营业收入1099.46亿元，同比增长9.26%，实现归母净利润54.42亿元，同比增长16.83%。实现扣非净利润33.29亿元，同比下降17.03%。

### 2. 分析判断

**业绩符合预期，工程建设与投资运营表现较好。**2019年公司实现营业收入1099.46亿元，同比增长9.26%。其中，工程建设收入658.94亿元，同比增长20.82%。工业制造收入284.51亿元，同比下降13.29%。投资运营业务收入131.28亿元，同比增长20.77%。综合服务收入17.71亿元，同比下降7.14%。其他业务收入7.01亿元，同比增长40.89%。报告期公司实现归母净利润54.42亿元，同比增长16.83%。实现扣非净利润33.29亿元，同比下降17.03%。

**经营现金流大幅改善。**截至报告期末，公司经营活动产生的现金流量净额为60.7亿元，同比增长375.07%，较上年同期净流入增加47.93亿元，主要系本期投资运营业务回款增加所致。公司投资活动产生的现金流量净额为-52.81亿元，净流出量较上年同期减少86.13亿元，主要是处置子公司收到现金增加和PPP项目投资支付现金减少所致。公司筹资活动产生的现金流量净额为20.36亿元，净额减少109.13亿元，主要是本期偿还的银行贷款增加所致。

**净利率平稳提升，期间费用率有所增加。**报告期公司毛利率为16.38%，同比提高0.05pct。净利率为5.97%，同比提高0.05pct。报告期内，公司期间费用合计116.21亿元，较上年同期增加13.96亿元，同比增长13.66%。其中，管理费46.87亿元，同比增长5.20%，主要是职工薪酬以及折旧与摊销费用增加所致；财务费用为27.65亿元，同比增长11.14%，主要是公司利息支出增加所致；销售费用为13.80亿元，同比增长6.06%，主要是职工薪酬及销售经费增加所致；研发费用27.89亿元，同比增长40.83%，主要是本期研发投入增加所致。资产负债率为71.75%，同比降低3.01pct。

**工程建设业务新签合同稳健增长，未来业绩有保障。**2019年，公司新签合同2,520.28亿元，同比增长13%。其中，新签国内工程合同1,715.08亿元，新签国际工程合同额折合805.2亿元。2019年末，公司未完工项目792个，执行合同总额6,367.35亿元，剩余合同储备额3,137.6亿元，约为2019年营业收入的2.85倍。

**葛洲坝(600068.SH)**

**推荐 维持评级**

**分析师**

**龙天光**

✉: 021-20252646

✉: longtianguang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519060004

**联系人**

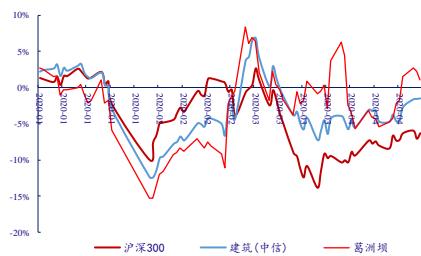
**宋宾煌**

✉: 010-86359272

✉: songbinhuang\_yj@chinastock.com.cn

**股价表现**

2020-4-24



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**相关研究**

2020年1-3月，公司新签合同额累计人民币519.76亿元，占年计划新签合同额的19.99%，同比降低2.85%。其中，新签国内工程合同额140.71亿元，约占新签合同总额的27.07%；新签国际工程合同额折合人民币379.05亿元，约占新签合同总额的72.93%。

**房地产销售大幅增长。**投资运营业务中，房地产业务新开工建筑面积70.54万平米，竣工建筑面积128.65万平米；在建项目权益施工面积396.89万平米；实现销售面积83.42万平米，销售合同签约额172.58亿元，同比增长70.35%。截至报告期末，公司已开盘可供销售面积为41.56万平米；水电站业务的水电站运营方面，控股运营5座水电站，装机容量31.45万千瓦，全年发电量78,489万度，销售电量76,835万度。工程制造业务中，水泥产能达到2,550万吨，熟料产能达到1,782万吨；销售水泥及熟料2,634万吨，销售商品砼185万方，销售骨料545万吨；民爆业务的工业炸药产量突破30万吨，工业雷管1,588万发；环保业务的葛洲坝淮安公司盱眙环保产业园、兴业公司襄阳分公司老河口环保产业园均被纳入国家区域性大型再生资源回收利用基地和全国废钢加工示范基地。

### 3. 财务简析

2014年至今公司营业收入波动向上。2019年公司营收为109.46亿元，同比增长9.26%。2014年至今公司归母净利润波动上升。2019年归母净利润为54.42亿元，同比增长16.83%。

图1：公司近年营业收入及增速

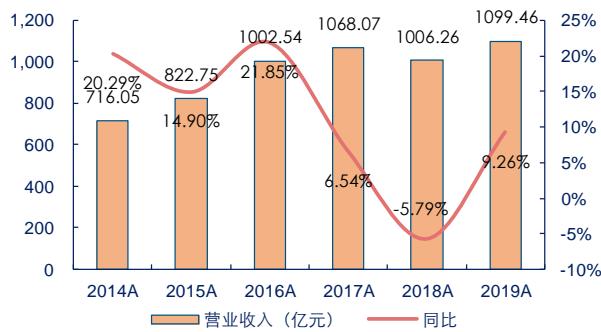


图2：公司近年归母净利润及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

公司单季度营收与归母净利润近年呈现季节性特征。2018Q1至今公司单季度营业收入增速回升。2018Q4至今公司净利润增速回升。

图3：公司近年单季度营业收入及增速

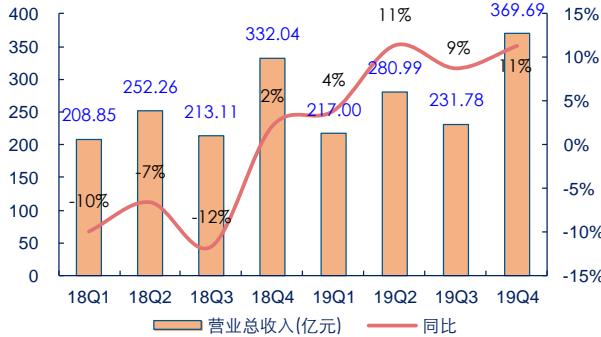
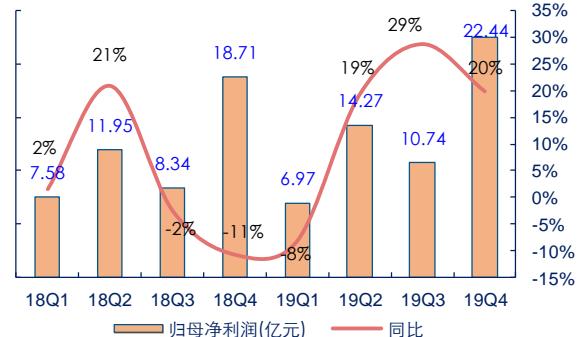


图4：公司近年单季度净利润及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

2014 年至今公司期间费用率有所上升。2017 年来公司毛利率水平呈上升趋势。2014 年至今公司净利率逐渐提升。

图 5：公司近年期间费用



图 6：公司近年毛利率和净利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 4. 投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.31/1.43/1.61 元/股，对应动态市盈率分别为 5.06/4.65/4.12 倍，建议“推荐”评级”。

### 主要财务指标

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	109,945.70	121,520.7	133,490.5	146,572.5
增长率%	9.26%	10.53%	9.85%	9.80%
净利润(百万元)	5,441.78	6,042.89	6,570.57	7,427.4
增长率%	16.83%	11.05%	8.73%	13.04%
EPS(摊薄)(元/股)	1.18	1.31	1.43	1.61
ROE(摊薄)%	10.4%	11.1%	11.1%	10.5%
PE	5.62	5.06	4.65	4.12

数据来源：Wind, 中国银河证券研究院

**风险提示：**固定资产投资下滑的风险；应收账款回收不及预期的风险；客户信用风险；利率和汇率风险。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**龙天光，中国银河证券建筑行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)