

建筑装饰

2018年03月30日

葛洲坝 (600068)

——转型升级成果显著，环保业务加速增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

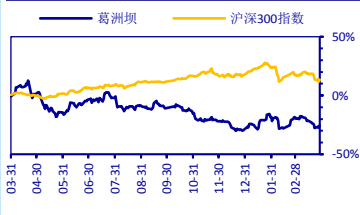
投资要点：

市场数据：		2018年03月30日
收盘价(元)		8.77
一年内最高/最低(元)		13.47/8.04
市净率		1.0
息率(分红/股价)		-
流通A股市值(百万元)		40384
上证指数/深证成指		3168.90/10868.66

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2017年12月31日
每股净资产(元)		8.91
资产负债率%		72.67
总股本/流通A股(百万)		4605/4605
流通B股/H股(百万)		-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《葛洲坝(600068)点评：环保+运营业务布局取得成效，17年归母净利润同比大幅增长超过25%》2018/01/25

《葛洲坝(600068)点评：扣非净利润增长符合预期，新签订单增长加速》2017/10/31

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyanyang@swsresearch.com
李峙屹 A0230517070004
lizhiyi@swsresearch.com

研究支持

黄颖 A0230117070010
huangying@swsresearch.com

联系人

黄颖
(8621)23297818x021-23297204
huanqing@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 公司2017年净利润增速同比增长37.94%，大幅超过我们的预期(26%)。2017年公司实现营业收入1068亿元，同比增长6.54%；实现净利润46.84亿元，同比增长37.94%。其中Q1/Q2/Q3/Q4公司分别实现营收232亿/270亿/241亿/325亿，同比分别实现增长37.9%/20.2%/0.3%/-12.0%，单季分别实现净利润7.46亿/9.87亿/8.56亿/20.94亿，同比分别实现增长15.6%/24.1%/6.77%/81.7%，公司四季度处置持有的长江电力、交通银行股票，取得7.11亿投资收益，致使全年净利润增速大幅高于我们的预测，若剔除该影响17年实现净利润39.73亿元，同比增长17%。
- 17年公司毛利率与去年同期基本持平，投资收益大幅增加使得净利率提升1.01个百分点。2017年公司综合毛利率为13.07%，期间费用率同比提升0.54个百分点至8.02%，其中销售费用率为1.00%，基本与去年同期持平，管理费用率提升0.70个百分点至5.08%，主要是公司规模扩大职工薪酬增加及加大研发支出投入所致；财务费用率由于汇兑损失减少，同比微降0.15个百分点至1.95%；由于去年同期资产减值损失冲回增加净利润36万，因此17年(资产减值损失/营业收入)比重增加0.05个百分点至0.05%；公司17年处置部分可供出售金融资产，投资收益较去年增加11.59亿元至13.53亿元，占17年营业收入比例为1.27%，综合影响下公司净利率提升1.01个百分点至5.47%。
- 在手订单充裕，保障未来业绩稳定增长。2017年公司新签合同额2260.48亿元，同比增长5.83%，新签订单增速较低主要系部分项目在年末中标，报告期内未能正式签订合同，其中国内新签1454.66亿元，同比增长1.70%，新签国际工程合同额折合人民币805.82亿元，同比增长14.2%。截止2017年底，公司共有在建工程874个，剩余合同总金额2987亿元，同比增长10.71%，约为2017年收入的2.80倍，未来业绩增长拥有较好保障。
- 受益于房地产销售回笼资金，公司经营现金流同比大幅改善。2017年公司经营活动产生的现金流量净额-8.24亿元，较去年同期多流入26.05亿元，主要系房地产业务销售回款增加，土地投入净流出减少，房地产业务预收售楼款51.38亿元，较去年同期增加13.65亿元，应收账款较去年增加58.87亿元至165亿元，收现比89.5%，同比提升4.87个百分点；付现比93.5%，同比提升3.67个百分点。
- 公司环保业务板块：17年实现营业收入266.82亿元，同比增长60.13%；实现利润总额7.91亿元，同比增长56.94%，毛利率0.96%，同比下降1.53个百分点。其中绿园科技实现净利润2.31亿元，同比增长57.36%。1) 再生资源年综合处理能力达920多万吨，完成了16个再生资源园区的选址和投资方案，首个再生资源循环经济示范园项目淮安项目已进入生产阶段，预计2018年中期全面投产；老河口、淇县、广平、怀远等再生资源园区建设也在稳步推进。2) 水环境治理业务，除了开展大量流域综合治理项目外，公司还并购了尧润环保，成功抢占雄安新区环保市场，尧润环保是保定市水务运营领域规模最大的、专业从事污水处理的高科技民营企业。3) 固废处理业务，17年新建了松滋、宣城水泥窑协同处置生活垃圾和危废示范线项目，新增垃圾处理能力25万吨/年。
- 建筑业务板块：建筑业务实现营业收入569.87亿元，与上年持平；实现利润总额34.96亿元，同比增长16%，毛利率12.34%，同比增长0.96个百分点。公司共签约PPP合同金额1,220亿元，不存在已入库项目因92号文被清理出库的情况，三个项目入选第四批PPP示范项目，对应总投资额421.7亿元。
- 投资业务板块：17年实现营业收入23.49亿元，同比增长29.91%；实现利润总额6.73亿元，同比增长125.61%，毛利率58.08%，同比增加1.5个百分点。公司运营和在建公路里程达到1,422公里，同比增长193.19%，水处理能力达到272万吨/天，同比增长13.33%。
- 房地产业务板块：房地产业务全年实现营业收入62.46亿元，同比下滑36.91%；实现利润总额11.20亿元，两个地产公司实现归母净利润5.92亿元，去年同期亏损1.21亿元。2017年公司新增土地储备7块，新增土地权益出资90.03亿元，同比增长5.93%，在建项目权益施工面积325.41万平方米，同比增长43.50%，已开盘可供销售面积18.99万平米，同比减少63.03%。
- 水泥业务板块：实现营业收入66.80亿元，同比增长20.36%；实现利润总额10.31亿元，同比下滑4.18%，主要受固投增速放缓、环保趋严、原料价格上涨等多重因素影响综合成本上升一定程度侵蚀利润，公司积极转变发展思路，稳定传统市场的同时布局水泥窑协同处置生活垃圾等环保业务，取得重大进展，水泥窑协同处理固废技术实现固体废料100%资源化。民爆业务板块：实现营业收入30.32亿元，同比增长9.11%；实现利润总额2.85亿元，同比增长10.50%。
- 下调盈利预测，新增2020年盈利预测，维持“增持”评级：由于92号文和192号文的影响，公司PPP业务进展受一定影响，略下调盈利预测，预计公司18年-20年净利润为51.83亿/61.16亿/70.94亿(18-19年原值为54.61亿/68.56亿)，增速分别为11%/18%/16%，扣除可续期债务利息5.75亿后归属普通股股东净利润为46.08亿/55.41亿/65.19亿；对应PE分别为8.7X/7.2X/6.1X，维持“增持”评级。(下表市盈率未考虑扣除可续期债务利息)

财务数据及盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	100,254	106,807	127,698	152,373	181,336
同比增长率(%)	21.85	6.54	19.60	19.30	19.00
净利润(百万元)	3,395	4,684	5,183	6,116	7,094
同比增长率(%)	26.55	37.94	10.70	18.00	16.00
每股收益(元/股)	0.74	1.02	1.13	1.33	1.54
毛利率(%)	13.1	13.1	13.1	12.8	12.6
ROE(%)	8.8	11.4	11.6	12.4	12.9
市盈率	12	9	8	7	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	82,275	100,254	106,807	127,698	152,373	181,336
营业收入同比增长率 (yoy)	14.90%	21.85%	6.54%	19.60%	19.30%	19.00%
减: 营业成本	70,745	87,167	92,843	110,962	132,805	158,528
毛利率 (%)	14.01%	13.05%	13.07%	13.10%	12.80%	12.60%
减: 营业税金及附加	1,911	1,210	1,227	1,328	1,371	1,451
主营业务利润	9,619	11,877	12,737	15,408	18,197	21,357
主营业务利润率 (%)	11.69%	11.85%	11.93%	12.07%	11.94%	11.78%
减: 销售费用	681	1,013	1,065	1,277	1,524	1,813
减: 管理费用	3,798	4,390	5,426	5,683	6,552	7,652
减: 财务费用	1,402	2,098	2,079	2,248	2,461	2,696
经营性利润	3,739	4,375	4,167	6,200	7,660	9,196
经营性利润同比增长率 (yoy)	14.16%	17.03%	-4.76%	48.78%	23.55%	20.05%
经营性利润率 (%)	4.54%	4.36%	3.90%	4.86%	5.03%	5.07%
减: 资产减值损失	14	0	51	71	88	105
加: 投资收益及其他	313	191	1,353	191	205	220
营业利润	3,996	4,561	7,287	8,504	10,070	11,704
加: 营业外净收入	403	1,112	199	255	274	301
利润总额	4,398	5,673	7,486	8,760	10,344	12,005
减: 所得税	967	1,194	1,638	2,289	2,709	3,148
净利润	3,431	4,479	5,847	6,471	7,635	8,857
少数股东损益	748	1,084	1,164	1,288	1,520	1,763
归属于母公司所有者的净利润	2,683	3,395	4,684	5,183	6,116	7,094
净利润同比增长率 (yoy)	17.32%	26.55%	37.94%	10.70%	18.00%	16.00%
全面摊薄总股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
每股收益 (元)	0.58	0.69	0.89	1.13	1.33	1.54
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.26%	3.39%	4.39%	4.06%	4.01%	3.91%
ROE	13.26%	8.81%	11.41%	11.60%	12.40%	12.90%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。