



建筑工程业/工业

葛洲坝 (600068)

创新平台助力第三次腾飞、“一带一路”赐发展良机

——葛洲坝更新报告

张琨 (分析师)
0755-23976003
zhangkun008742@gtjas.co
证书编号 S0880512080001

本报告导读:

公司多元盈利抵御行业风险,“一带一路”带动国际业务,改革与创新并进塑造巨大未来,上调目标价至7元,维持增持评级。

投资要点:

全产业链布局打造多元盈利点,平台创新助力第三次腾飞。公司依托央企背景和自有资源打通全产业链,构建多元化盈利点,实现逆势之下的增长奇迹。为维持业绩增长的延续性,助力公司第三次腾飞,葛洲坝以投资控股、集团水泥、能源重工作为三大创新平台切入产业投资、绿色环保、新能源等新兴领域,打造新的利润增长点。考虑到多元化盈利有效抵御行业风险,创新平台增厚公司业绩,上调盈利预测,预计2014/15年EPS 0.48、0.57元(原0.46、0.55元)。另考虑到近期“一带一路”利好国际工程远期前景,提升估值,给予2014年14倍PE(参照国内同类型国际工程企业的平均估值),上调目标价至7元,维持增持评级。

国际实力获认可,“一带一路”赐契机。凭借优秀的施工技艺和成本优势,公司在国际市场上建立良好口碑和品牌,一跃成为国际顶级承包商的前列,占全球国际工程市场份额0.47%。11月4日,公司组建联合体再获国际大单,在阿根廷承接47亿美元水电项目。未来,在中国对外投资浪潮之下,公司有望获取更多国际工程业务,提升国际工程市占率。

央企改革进行时,混合所有制改革将深化。公司是国资委旗下规模相对较小的央企。在此次改革盛世之下,公司有望继续推进以混合所有制为核心的改革措施,在细分行业加大对国有资本、民营资本和国外资本的兼并重组或引入战略投资者,提升内部运营效率,做大公司规模。此外,母公司中国能建未上市业务规模超过公司本身,参考此前中国电建已执行的整体上市方案,不排除未来公司存在整体上市的可能性。

风险提示:国际工程遭损失风险,地产行业景气继续下行

财务摘要(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	53,537	59,528	71,996	83,898	96,263
(+/-)%	15%	11%	21%	17%	15%
经营利润(EBIT)	3,284	3,584	5,162	6,081	7,039
(+/-)%	5%	9%	44%	18%	16%
净利润	1,563	1,585	2,210	2,631	3,094
(+/-)%	1%	1%	39%	19%	18%
每股净收益(元)	0.34	0.34	0.48	0.57	0.67
每股股利(元)	0.14	0.14	0.15	0.17	0.19

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率(%)	6.1%	6.0%	7.2%	7.2%	7.3%
净资产收益率(%)	12.5%	11.6%	14.6%	15.5%	16.1%
投入资本回报率(%)	5.6%	5.4%	6.5%	7.3%	7.8%
EV/EBITDA	9.1	8.2	8.5	7.3	6.5
市盈率	15.2	15.0	10.7	9.0	7.7
股息率(%)	2.6%	2.7%	2.9%	3.2%	3.7%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 7.00

上次预测: 5.50

当前价格: 5.15

2014.11.12

交易数据

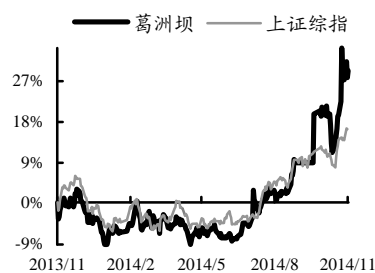
52周内股价区间(元)	3.66-5.40
总市值(百万元)	23,715
总股本/流通A股(百万股)	4,605/3,487
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	76%
日均成交量(百万股)	47.59
日均成交值(百万元)	225.49

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	19,157
每股净资产	4.16
市净率	1.2
净负债率	132.57%

EPS(元)	2013A	2014E
Q1	0.09	0.11
Q2	0.09	0.16
Q3	0.09	0.10
Q4	0.07	0.11
全年	0.34	0.48

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	26%	34%
相对指数	3%	15%	18%

相关报告

《内外兼修,混改与转型并进》2014.10.30

《央企改革与产业升级,塑造综合竞争力》2014.08.25

《积极拓展产业链,稳步转型新业务》2014.04.03

《水泥业务资产重组增加产能,提高湖北集中度》2012.12.25

《施工有望加速,订单保持较快增长》

模型更新时间: 2014.11.12

股票研究

工业
建筑工程业

葛洲坝 (600068)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 7.00

上次预测: 5.50

当前价格: 5.15

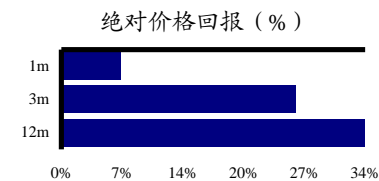
公司网址

www.cggc.cn

公司简介

公司是以建筑工程承包施工和水泥生产销售为主业, 集交通、能源等基础设施投资经营及高新技术产业为一体的多元化经营的上市公司, 拥有水利水电工程总承包一级资质, 为全国最大的特种水泥生产基地, “三峡牌”水泥被认定为国家首批推荐建材产品。

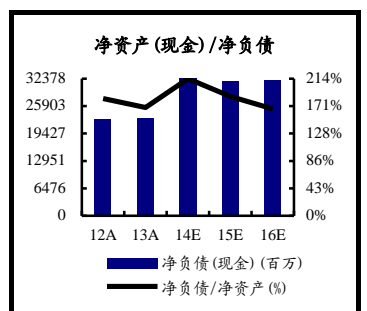
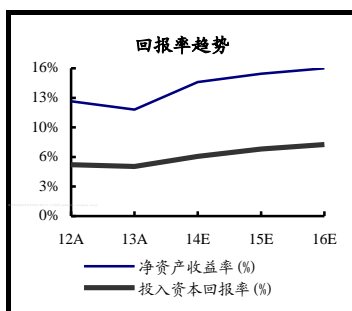
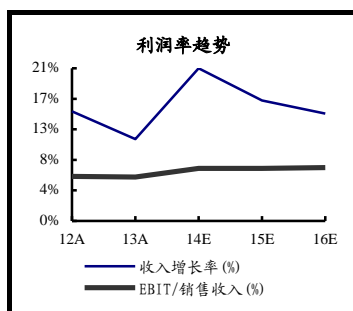
07 年公司实现了集团公司主业资产的整体上市, 围绕水利水电工程施工核心业务, 形成了工程施工、水泥生产、民用爆破、高速公路运营、房地产和水电开发六大业务板块共同发展的格局, 实现了由单纯工程施工向工程承包开发



52 周价格范围 3.66-5.40
市值 (百万) 23,715

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	53,537	59,528	71,996	83,898	96,263
营业成本	46,410	51,618	62,119	72,406	82,996
税金及附加	1,455	1,423	1,656	1,930	2,214
销售费用	450	535	540	587	683
管理费用	1,937	2,369	2,520	2,894	3,331
EBIT	3,284	3,584	5,162	6,081	7,039
公允价值变动收益	-3	25	0	0	0
投资收益	63	58	65	75	80
财务费用	1,183	1,260	1,886	2,141	2,363
营业利润	2,110	2,363	3,268	3,935	4,668
所得税	496	639	810	965	1,135
少数股东损益	322	371	503	599	705
净利润	1,563	1,585	2,210	2,631	3,094
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	6,774	8,564	8,502	10,084	11,890
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,752	5,492	5,492	5,492	5,492
固定资产合计	11,116	11,970	11,697	11,378	11,010
无形及其他资产	15,482	15,865	14,325	16,125	16,411
资产合计	76,408	85,825	96,699	105,894	116,873
流动负债	39,106	43,891	51,123	56,357	61,912
非流动负债	20,898	24,102	25,739	27,239	29,739
股东权益	12,464	13,650	15,123	16,984	19,203
投入资本(IC)	46,372	49,902	60,989	64,313	69,424
现金流量表					
NOPLAT	2,600	2,702	3,975	4,682	5,420
折旧与摊销	1,231	1,443	1,469	1,526	1,584
流动资金增量	-4,674	-693	-7,090	-321	-3,456
资本支出	-3,039	-2,984	600	-2,748	-1,235
自由现金流	-3,882	467	-1,047	3,140	2,312
经营现金流	-266	4,698	-6,927	6,531	4,229
投资现金流	-3,085	-2,967	665	-2,673	-1,155
融资现金流	1,582	128	6,201	-2,276	-1,267
现金流净增加额	-1,769	1,858	-62	1,582	1,806
财务指标					
成长性					
收入增长率	15.0%	11.2%	20.9%	16.5%	14.7%
EBIT 增长率	4.8%	9.1%	44.0%	17.8%	15.8%
净利润增长率	0.8%	1.4%	39.4%	19.1%	17.6%
利润率					
毛利率	13.3%	13.3%	13.7%	13.7%	13.8%
EBIT 率	6.1%	6.0%	7.2%	7.2%	7.3%
净利润率	2.9%	2.7%	3.1%	3.1%	3.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.5%	11.6%	14.6%	15.5%	16.1%
总资产收益率(ROA)	2.0%	1.8%	2.3%	2.5%	2.6%
投入资本回报率(ROIC)	5.6%	5.4%	6.5%	7.3%	7.8%
运营能力					
存货周转天数	154	165	170	175	170
应收账款周转天数	27	25	23	23	23
总资产周转天数	487	497	463	20	21
净利润现金含量	-0.17	2.96	-3.14	2.48	1.37
资本支出/收入	6%	5%	-1%	3%	1%
偿债能力					
资产负债率	78.5%	79.2%	79.5%	78.9%	78.4%
净负债率	183.1%	169.1%	214.1%	186.4%	166.8%
估值比率					
PE	15.2	15.0	10.7	9.0	7.7
PB	1.4	1.3	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.1	8.2	8.5	7.3	6.5
P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
股息率	2.6%	2.7%	2.9%	3.2%	3.7%



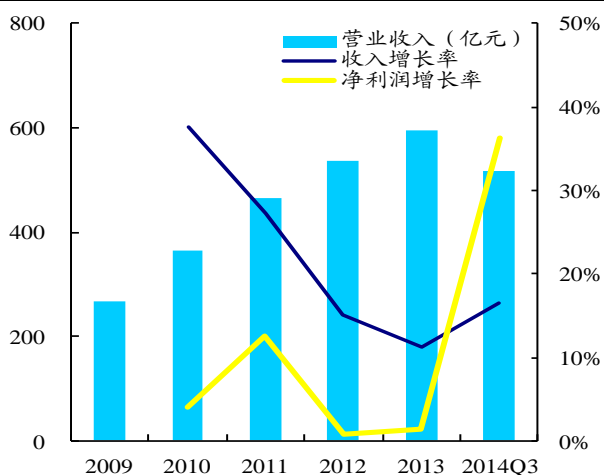
1. 转型革新助力公司第三次腾飞

1.1. 全产业链布局打造多元盈利源泉

公司依托央企背景和资源积累，一直致力于将自身打造为“以建筑工程为本，全产业链布局”的国际综合型企业。现阶段，公司已经完成上游民用爆破、水泥生产、设备制造产业的建设，中游境内外建筑工程业务的巩固，下游房地产销售、水电与高速公路运营的延伸，公司经营业务从起初低附加值的施工服务向材料生产和运营收费等高盈利业务拓展，非施工业务占比逐步提升。

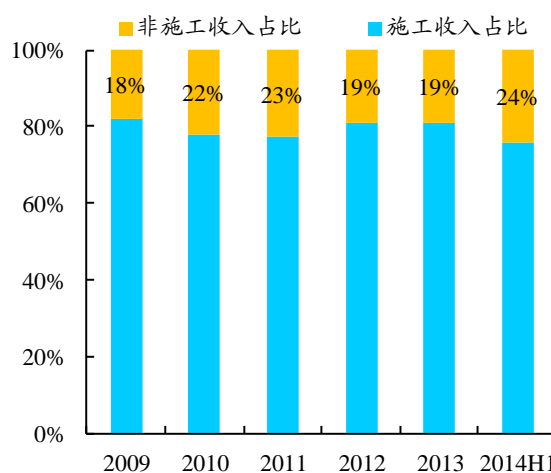
截止到 2014 年 H1，非施工收入业务占比 24%，贡献整体 50% 左右的毛利，归属净利润快速增长，2014 年 Q3 已达 17.4 亿元，同比增 36.4%。公司完善的全产业链布局构建多元化盈利来源、助力业绩快速增长。

图 1: 转型助力业绩增长, 2014Q3 净利润增 36.4%



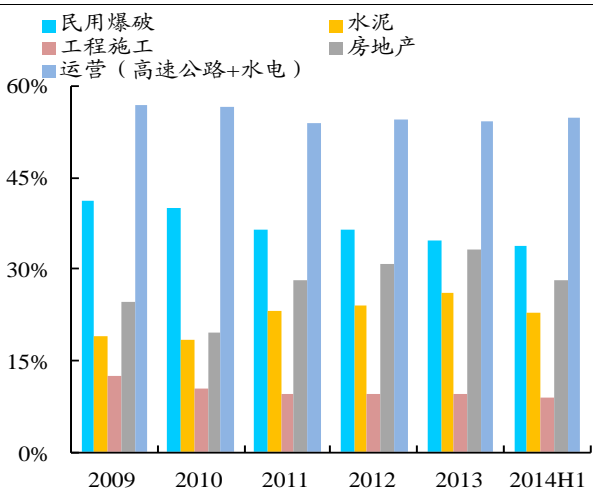
数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 2: 相关多元布局推动非施工收入占比提升



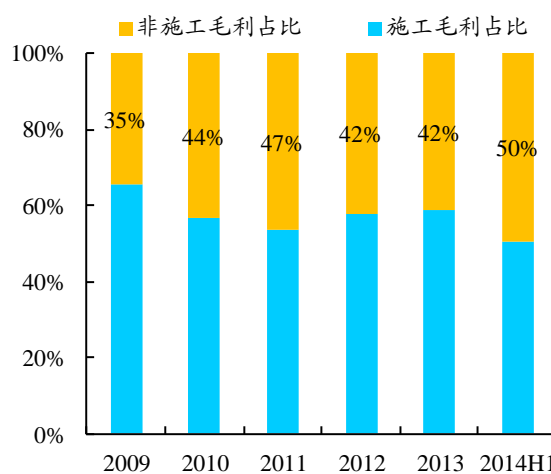
数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 3: 全产业链布局进入高毛利领域



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 4: 2014H1 非施工业务端贡献 50% 毛利



数据来源: wind、国泰君安证券研究

1.2. 三大创新平台推动转型升级加速

完善的产业链布局并没有让公司停止进取的脚步，相反公司高瞻远瞩为未来转型而谋划。为迎合经济转型升级的时代趋势，公司新打造三大平台开展创新业务，助力公司第三次业绩腾飞：

新兴产业投资平台：以葛洲坝投资控股公司为核心，效仿产业基金运作模式，沿产业上下游，开展境内外新兴业务的产业投资，培育新的利润增长点；

环保绿色产业平台：以葛洲坝集团水泥公司为主体，从新型道路材料销售和污水污泥污水处理两大方向推进绿色环保业务。截止 2014 年 H1 武汉道路材料公司已实现新型材料的商业化，半年销售收入达 1194 万元，贡献利润 314 万元。未来，该平台将有望依托集团公路建造优势，实现新型材料的推广和热销；

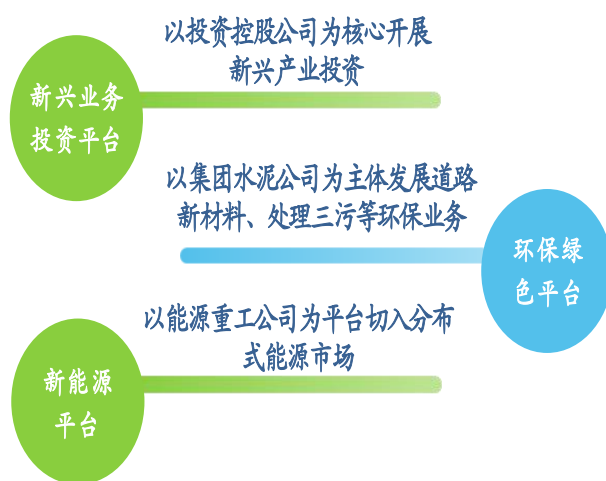
新能源产业平台：以葛洲坝能源重工公司为平台，嫁接集团设备制造资源和客户资源，大力发展分布式光伏建设，分享新能源市场的蛋糕。到 2014 年上半年，该平台已接受 5.3 亿元订单，后续在光伏扶持政策上的推动之下，该业务将取得快速增长。

图 5: 打造全产业链业务，铸就辉煌



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

图 6: 三大平台助力公司第三次腾飞



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

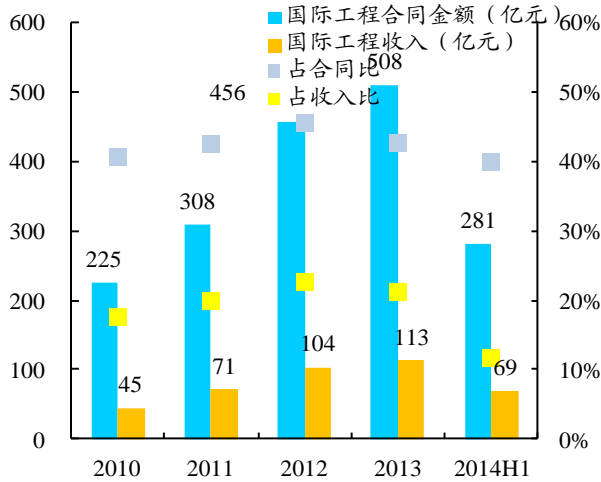
2. 国际实力获认可、“一带一路”赐契机

展翅于国际舞台一直是葛洲坝经营的重要方向之一，公司先后为巴基斯坦、尼日利亚、缅甸等亚、非洲国家提供基建工程服务，积累了大量经验和订单。在 2009 年-2013 年间，公司国际工程合同金额占总合同金额比重维持在 40% 左右，境外收入占总收入比例在 20% 附近。优异的建造技艺为公司在国际市场上赢得了较好的口碑，获得国际市场的认可。根据美国 ENR 对全球 250 家国际承包商的排名，公司从 2009 年的 84 位上升至 2013 年 51 位，占全球国际工程的市场份额提升至 0.47%。

近期，“一带一路”政策启动中国对外投资大战略，各种投资运作主体应运而生，先是 10 月 24 日中国倡导签署亚洲基础设施投资银行，确认 500 亿美元认缴目标，后在 11 月 8 日的 APEC 会议上设立 400 亿美元的

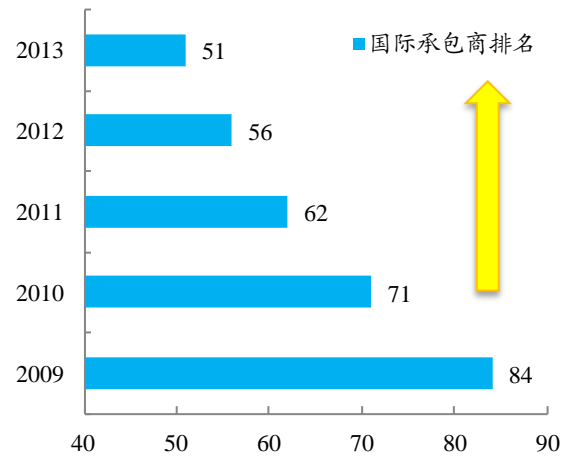
丝路基金。亚投行和丝路基金的设立将有助于亚洲基础设施建设，根据此前亚洲开发投资银行的预计，到 2020 年亚洲至少将进行 8 万亿美元的基建投资，在两大投资主体的资金支持之下，葛洲坝及其他中国基建类公司将拥有更强的国际竞争力，分享更多的国际工程份额。

图 7: 历年国际合同占比 40%，国外收入占比 20%



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 8: 工程实力获认可，国际承包商排名屡创新高



数据来源: ENR、国泰君安证券研究

表 1: 2013 年 ENR 全球国际承包商排名中国内建筑商国际收入情况

公司名称	国际工程收入 (亿美元)	占全球国际工程比例	世界排名
中国交通建设总公司	131.63	2.44%	9
中国建筑总工程师公司	57.43	1.07%	20
中国水利水电建设股份公司	53.14	0.99%	23
中国机械工业集团	52.89	0.98%	25
中国中铁股份公司	47.67	0.88%	28
中国铁建股份公司	34.86	0.65%	39
中信建设有限责任公司	28.30	0.53%	46
中国葛洲坝集团	25.33	0.47%	51
中国电力建设总公司	23.56	0.44%	58
中国石油天然气管道局	21.14	0.39%	63
前 10 家中国公司合计	475.94	8.83%	
上榜 62 家中国公司合计	790.13	14.67%	
250 家国际承包商合计	5387.70		

数据来源: ENR、国泰君安证券研究

3. 央企改革进行时，内部效率将提升

2014 年 7 月 15 日，国资委召开新发布会，开启央企“四项改革”的试点工作，国开投、中粮集团、中国医药、中国建材、新兴际华、中国节能 6 家企业成为首批试点央企改革。葛洲坝作为国资委直属央企之一，有望借助改革之风，深化混合所有制模式，提高内部效率。

公司早在 2002 年就先行试验混合所有制的成功。在随后几年，公司在民爆和水泥行业进一步推进混合所有制模式，通过参股和并购民营企业将易普力公司和水泥公司打造成为区域性龙头。未来，公司将充分发挥

前期成功经验，深化混合所有制的改革模式，加大对国有资本、民营资本和国外资本的兼并重组，引入先进管理机制，提升内部运营效率，做大公司规模。

4. 风险提示

国际工程遭受损失风险：由于国际工程项目受地缘政治、汇率等多因素影响，风险较国内项目大，如果公司无法有效控制将存在遭受损失的风险。

地产景气度继续下行风险：公司地产业务虽占收入比例较小，但对毛利贡献较大，如果地产行业景气继续下降将对公司业绩产生一定的影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		