

建筑工程业/工业

葛洲坝 (600068)

业绩超预期, 改革转型延续成长性

——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:

内部效率提升、初试转型助力业绩超预期, 央企改革与海外拓展延续优质成长性, 目标价 12 元, 维持增持评级。

投资要点:

上下齐心提效率、助转型, 业绩超预期。葛洲坝 2014 年业绩预增公告: 公司预计 14 年归属净利润同比增 50% 左右, 业绩超预期。其原因在于: ①集团积极参与定增、高管二级市场增持完善公司治理结构与激励机制, 提升内部管理效能; ②设立三大平台开拓新兴领域, 实现企业转型升级。我们认为公司在管理与战略上的质变有望延续其优质成长性。考虑到公司切入水处理环保和分布式能源等新领域、顺应国家战略发展国际业务, 增厚业绩, 调高盈利预测 2014/15 年 EPS 至 0.52、0.67 元 (原 0.48、0.57 元)。另考虑尼加拉瓜运河已开工并且能建股份将集团上市作为 2015 年攻坚目标, 后续业务合作与整体上市推进将打开成长空间, 给予公司 15 年 PE 18 倍 (同类企业估值), 目标价 12 元, 维持增持评级。

进军新兴领域, 开拓海外市场。新业务端: 公司以投资控股并购凯丹水务 75% 股份 (2014 年 Q3 营收 1.53 亿元、净利润 0.21 亿元) 开启进军水处理领域之门; 能源重工推行高管与公司混合持股模式拓展分布式能源领域, 现已与 GE 等国际能源企业建立战略合作, 未来有望依托客户资源和 863 营销体系开拓海内外分布式能源市场。海外业务端: 公司 2014 年国际订单占比 41%, 全球 80 多家海外分支机构, 随着“一带一路”政策推动以及尼加拉瓜运河 (预计投资 500 亿美元) 开工, 公司有望在工程、水泥、民爆等传统业务领域获取增量订单, 提升海外工程市占率。

央企内生改革推进之中, 整体上市成为 15 年攻坚目标。除在水泥和民爆业务上推行混改之外, 提升能建集团整体资产证券化率成为公司改革重点。现控股股东葛洲坝集团完成改制, 持有集团核心资产的能建股份正式设立, 集团整体上市稳步推进。近期, 能建股份在 15 年工作会上将“必须把整体上市作为攻坚目标, 深化企业改革”作为 2015 年四项工作要务之一。我们预计此举将有望聚焦集团资源, 加速整体上市步伐。

风险提示: 国企改革进度低于预期, 转型新领域进度低于预期

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	53,537	59,528	72,285	84,679	97,287
(+/-)%	15%	11%	21%	17%	15%
经营利润 (EBIT)	3,284	3,584	5,432	6,794	8,037
(+/-)%	5%	9%	52%	25%	18%
净利润	1,563	1,585	2,377	3,080	3,734
(+/-)%	1%	1%	50%	30%	21%
每股净收益 (元)	0.34	0.34	0.52	0.67	0.81
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%	7.5%	8.0%	8.3%
净资产收益率 (%)	12.5%	11.6%	15.5%	17.5%	18.2%
投入资本回报率 (%)	5.6%	5.4%	6.8%	8.0%	8.7%
EV/EBITDA	12.0	10.8	10.6	8.7	7.4
市盈率	26.2	25.9	17.2	13.3	11.0
股息率 (%)	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.00

上次预测: 12.00

当前价格: 8.90

2015.01.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.66-10.20
总市值 (百万元)	40,983
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)	139.33
日均成交额 (百万元)	1037.41

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	2.1
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	0.14
全年	0.34	0.52

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	100%	139%
相对指数	-14%	53%	75%

相关报告

《依托全产业链资源, 加快新兴产业布局》2015.01.18

《央企内生改革典范, 纵横扩张迎发展》2014.12.12

《创新平台助力第三次腾飞、“一带一路”赐发展良机》2014.11.13

《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》

模型更新时间: 2015.01.27

**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: 12.00**

上次预测: 12.00

**当前价格: 8.90**

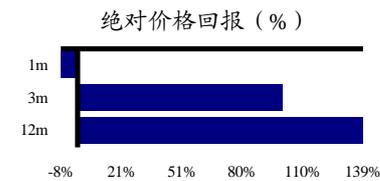
公司网址

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。

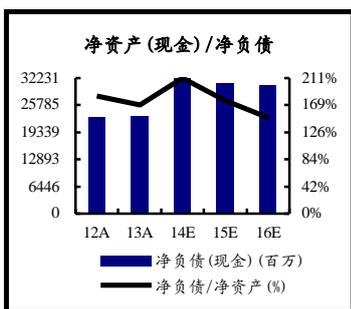
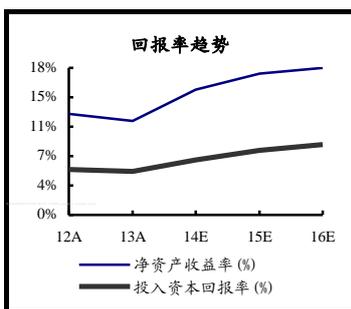
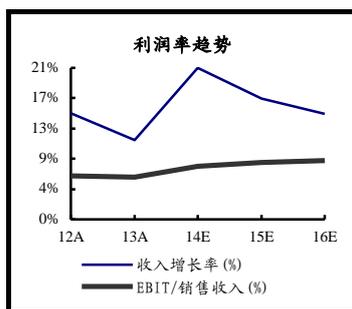
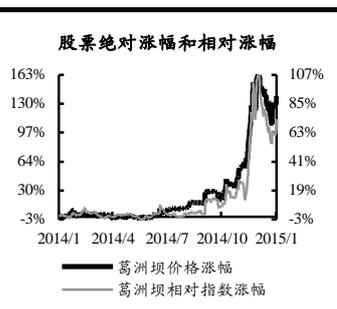
07 年公司实现了集团公司主业资产的整体上市, 围绕水利水电工程施工核心业务, 形成了工程施工、水泥生产、民用爆破、高速公路运营、房地产和水电开发六大业务板块共同发展的格局, 实现了由单纯工程施工向工程承包开发



52 周价格范围 3.66-10.20  
市值 (百万) 40,983

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	53,537	59,528	72,285	84,679	97,287
营业成本	46,410	51,618	62,119	72,423	82,956
税金及附加	1,455	1,423	1,663	1,948	2,238
销售费用	450	535	542	593	691
管理费用	1,937	2,369	2,530	2,921	3,366
<b>EBIT</b>	<b>3,284</b>	<b>3,584</b>	<b>5,432</b>	<b>6,794</b>	<b>8,037</b>
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	2,136	2,341
<b>营业利润</b>	<b>2,110</b>	<b>2,363</b>	<b>3,536</b>	<b>4,651</b>	<b>5,689</b>
所得税	496	639	872	1,130	1,369
少数股东损益	322	371	542	702	851
<b>净利润</b>	<b>1,563</b>	<b>1,585</b>	<b>2,377</b>	<b>3,080</b>	<b>3,734</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	6,774	8,564	8,648	10,748	13,245
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
<b>资产合计</b>	<b>76,408</b>	<b>85,825</b>	<b>96,965</b>	<b>106,787</b>	<b>118,403</b>
流动负债	39,106	43,891	51,182	56,492	61,899
非流动负债	20,898	24,102	25,739	27,239	29,739
股东权益	12,464	13,650	15,290	17,601	20,460
<b>投入资本(IC)</b>	<b>46,372</b>	<b>49,902</b>	<b>61,195</b>	<b>65,036</b>	<b>70,771</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	2,600	2,702	4,183	5,232	6,189
折旧与摊销	1,231	1,443	1,469	1,526	1,584
流动资金增量	-4,674	-693	-7,153	-321	-3,388
资本支出	-3,039	-2,984	600	-2,748	-1,235
<b>自由现金流</b>	<b>-3,882</b>	<b>467</b>	<b>-901</b>	<b>3,689</b>	<b>3,149</b>
经营现金流	-266	4,698	-6,782	7,083	5,075
投资现金流	-3,085	-2,967	665	-2,673	-1,155
融资现金流	1,582	128	6,201	-2,310	-1,422
<b>现金流净增加额</b>	<b>-1,769</b>	<b>1,858</b>	<b>84</b>	<b>2,100</b>	<b>2,497</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	15.0%	11.2%	21.4%	17.1%	14.9%
EBIT 增长率	4.8%	9.1%	51.6%	25.1%	18.3%
净利润增长率	0.8%	1.4%	50.0%	29.6%	21.2%
利润率					
毛利率	13.3%	13.3%	14.1%	14.5%	14.7%
EBIT 率	6.1%	6.0%	7.5%	8.0%	8.3%
净利润率	2.9%	2.7%	3.3%	3.6%	3.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	12.5%	11.6%	15.5%	17.5%	18.2%
总资产收益率(ROA)	2.0%	1.8%	2.5%	2.9%	3.2%
投入资本回报率(ROIC)	5.6%	5.4%	6.8%	8.0%	8.7%
<b>运营能力</b>					
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	461	21	22
净利润现金含量	-0.17	2.96	-2.85	2.30	1.36
资本支出/收入	6%	5%	-1%	3%	1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.5%	79.2%	79.3%	78.4%	77.4%
净负债率	183.1%	169.1%	210.8%	175.9%	149.0%
<b>估值比率</b>					
PE	26.2	25.9	17.2	13.3	11.0
PB	2.5	2.3	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.0	10.8	10.6	8.7	7.4
P/S	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
股息率	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%



## 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		