



建筑工程业/工业

葛洲坝 (600068)

## 依托全产业链资源，加快新兴产业布局

### ——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:

公司改革与转型并举，此次收购凯丹水务加速环保端转型升级，上调目标价至 12 元，维持增持评级。

#### 投资要点:

**转型升级业务添新军，央企改革稳步推进。** 推进央企内生改革、加速业务转型升级助力第三次腾飞是未来公司工作重点。考虑到近期葛洲坝投资控股公司以并购方式切入水处理环保领域，新设葛洲坝能源重工公司发力分布式能源领域，增厚未来业绩，调高盈利预测 2014/15 年 EPS 至 0.48、0.60 元（原 0.48、0.57 元）。另考虑葛洲坝集团改制完成，集团整体上市稳步推进并且子公司并购进入高估值领域，提升公司整体估值，给予公司 2015 年 PE 20 倍，上调目标价至 12 元（原 10 元），维持增持评级。

**投资控股公司并购凯丹水务，进军环保水务新领域。** 葛洲坝集团投资控股公司以 4.73 亿元购买凯丹水务 75% 股份。凯丹水务是泰合集团旗下资管公司在华业务平台，拥有 10 座水处理厂，2014 年 Q3 营收 1.53 亿元，净利润 0.21 亿元。以色列泰合集团是世界上最大工程设计和投资集团之一，拥有六十年经营历史与上百个项目经验，服务超过 25 个国家，其中 90% 营收涉及水务和污水处理，竞争优势明显。随着我国新环保法实施以及后续“水十条”出台对污水处理要求提升、污水处理市场将有望扩大，届时葛洲坝有望与泰合开展更多合作，深化自身环保水务端布局。

**能源重工公司混合所有制发展，新能源领域潜在隐形冠军。** 葛洲坝能源重工采取葛洲坝（51%）与创业高管团队（49%）共同持股方式组建，涉足分布式能源领域。目前公司已经与 Wartsila、Man、GE、Cat 等国际一流发动机及能源企业形成战略合作关系，发力分布式能源。我们预计，依托葛洲坝资源优势，借力 863 营销体系（葛洲坝全球 80 多家海外分支机构、与 60 多个总承包商和 30 个核心代理商均有合作）、走混合所有制的发展道路，葛洲坝能源重工公司将有望迅速崛起，预计 2015 年公司订单与收入规模量级将双双远超 10 亿元，成为细分领域潜在的冠军。

**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	71,996	84,120	96,518
(+/-)%	15%	11%	21%	17%	15%
经营利润 (EBIT)	3,284	3,584	5,162	6,288	7,336
(+/-)%	5%	9%	44%	22%	17%
净利润	1,563	1,585	2,210	2,758	3,277
(+/-)%	1%	1%	39%	25%	19%
每股净收益 (元)	0.34	0.34	0.48	0.60	0.71
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%	7.5%	7.6%
净资产收益率 (%)	12.5%	11.6%	14.6%	16.1%	16.8%
投入资本回报率 (%)	5.6%	5.4%	6.5%	7.5%	8.1%
EV/EBITDA	11.8	10.6	10.9	9.1	8.0
市盈率	25.4	25.0	18.0	14.4	12.1
股息率 (%)	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	2.2%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.00**

上次预测: 10.00

当前价格: 8.62

2015.01.18

#### 交易数据

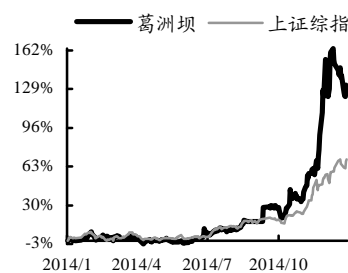
52 周内股价区间 (元)	3.66-10.20
总市值 (百万元)	39,693
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,605/3,487
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	76%
日均成交量 (百万股)	135.11
日均成交值 (百万元)	987.78

#### 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	0.10
全年	0.34	0.48

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	78%	130%
相对指数	-10%	35%	62%

#### 相关报告

《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》2014.08.25

《积极拓展产业链，稳步转型新业务》

模型更新时间: 2015.01.18

**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: 10.00

**当前价格: 8.62**

公司网址

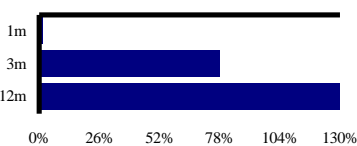
www.cggc.cn

**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

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 3.66-10.20

市值 (百万) 39,693

**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	71,996	84,120	96,518
营业成本	46,410	51,618	62,119	72,406	82,937
税金及附加	1,455	1,423	1,656	1,935	2,220
销售费用	450	535	540	589	685
管理费用	1,937	2,369	2,520	2,902	3,340
EBIT	3,284	3,584	5,162	6,288	7,336
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	2,144	2,370
营业利润	2,110	2,363	3,268	4,138	4,961
所得税	496	639	810	1,012	1,202
少数股东损益	322	371	503	628	747
净利润	1,563	1,585	2,210	2,758	3,277
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	6,774	8,564	8,502	10,274	12,609
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	106,177	117,550
流动负债	39,106	43,891	51,123	56,483	62,207
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	17,112	19,514
投入资本(IC)	46,372	49,902	60,989	64,549	70,079
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	2,600	2,702	3,975	4,842	5,649
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	-369	-3,344
资本支出	-3,039	-2,984	600	-2,748	-1,235
自由现金流	-3,882	467	-1,047	3,251	2,653
经营现金流	-266	4,698	-6,927	6,643	4,576
投资现金流	-3,085	-2,967	665	-2,673	-1,155
融资现金流	1,582	128	6,201	-2,198	-1,086
现金流净增加额	-1,769	1,858	-62	1,772	2,335
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	15.0%	11.2%	20.9%	16.8%	14.7%
EBIT 增长率	4.8%	9.1%	44.0%	21.8%	16.7%
净利润增长率	0.8%	1.4%	39.4%	24.8%	18.8%
利润率					
毛利率	13.3%	13.3%	13.7%	13.9%	14.1%
EBIT 率	6.1%	6.0%	7.2%	7.5%	7.6%
净利润率	2.9%	2.7%	3.1%	3.3%	3.4%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	12.5%	11.6%	14.6%	16.1%	16.8%
总资产收益率(ROA)	2.0%	1.8%	2.3%	2.6%	2.8%
投入资本回报率(ROIC)	5.6%	5.4%	6.5%	7.5%	8.1%
<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	463	21	22
净利润现金含量	-0.17	2.96	-3.14	2.41	1.40
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%	79.5%	78.9%	78.2%
净负债率	183.1%	169.1%	214.1%	184.4%	161.9%
<b>估值比率</b>					
PE	25.4	25.0	18.0	14.4	12.1
PB	2.4	2.2	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.8	10.6	10.9	9.1	8.0
P/S	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
股息率	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	2.2%

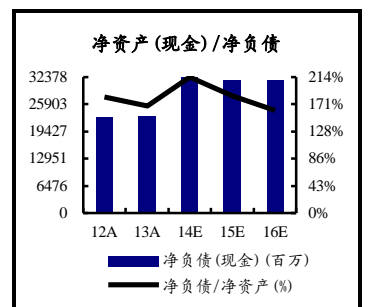
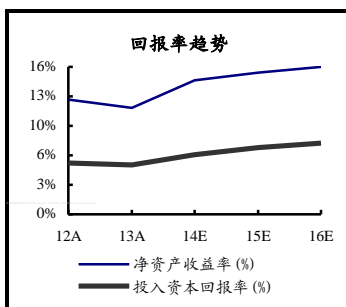
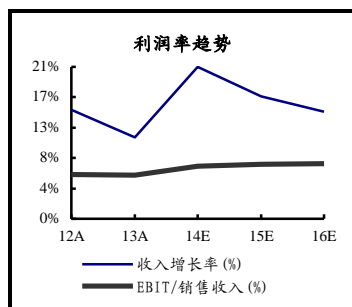
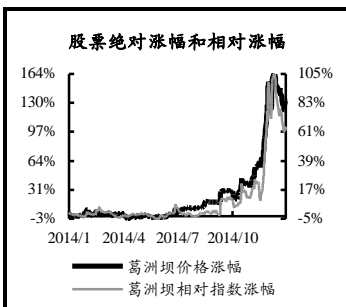
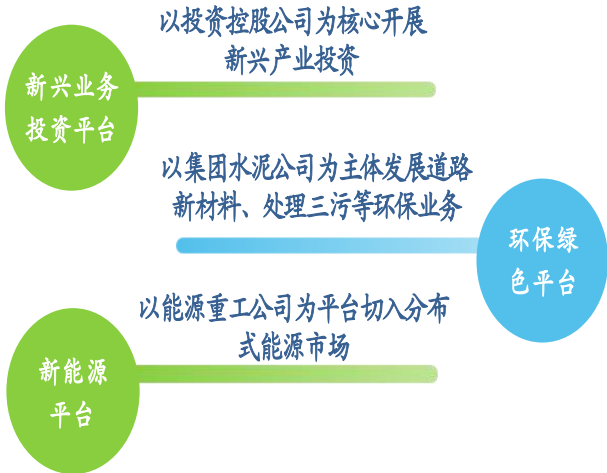
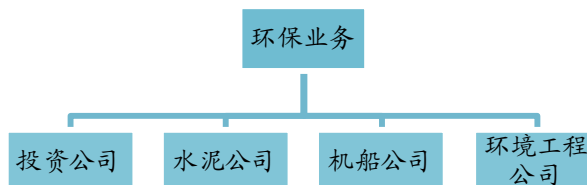


图 1: 三大平台助力公司第三次腾飞



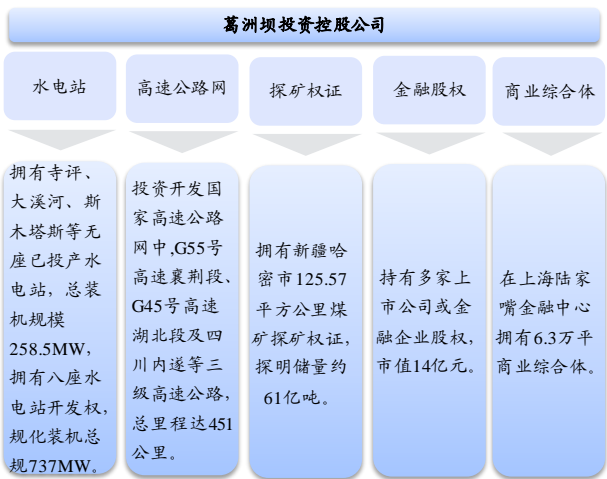
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 2: 四轮驱动公司环保业务快速发展



数据来源: 中国能建集团新闻中心

图 3: 葛洲坝投资控股以产业基金作为发展模式



数据来源: 葛洲坝投资控股公司官网、国泰君安证券研究

图 4: 葛洲坝能源重工制造分布式能源系统和设备



数据来源: 葛洲坝能源重工官网

图 5: 泰合集团在河北宣化污水处理的项目



数据来源: TAHAL GRUOP

图 6: 泰合集团在以色列的海水淡化项目



数据来源: TAHAL GRUOP

表 1: 本次收购凯丹水务支付价格相对于上市水务公司估值较为合理 (按照接近公司账面净资产价格购入)

公司名称	2014Q3 营收 (亿元)	2014Q3 净利润 (亿元)	总市值 (亿元)	PE2014
碧水源	12.93	1.84	382.15	31.96
国中水务	4.26	0.79	102.62	47.25
重庆水务	33.12	14.34	419.52	22.74
江南水务	4.55	1.17	45.52	29.38
首创股份	28.49	2.84	273.02	45.96
<b>平均值</b>				<b>35.46</b>
凯丹水务	1.53	0.21	6.34	22.64

数据来源: wind、公司公告、国泰君安证券研究 (其中凯丹水务 2014 年净利润通过前 3 季净利润\*4/3 估算所得)

## 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

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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。	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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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。	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		