业绩稳健增长，国内专业化改造效果显现

葛洲坝（600068）2019 年年报点评 | 2020.4.1

中信证券研究部

罗鼎
首席建筑&水泥分析师
S1010516030001

联系人：杨畅

葛洲坝	600068
评级	买入（维持）
当前价	6.98 元
总股本	4,605 百万股
流通股本	4,605 百万股
52 周最高/最低价	7.81/5.4 元
近 1 月绝对涨幅	4.96%
近 6 月绝对涨幅	20.34%
近 12 月绝对涨幅	-0.76%

核心观点

公司 2019 年收入/归母净利润同比+9.3%/+16.8%，扣非净利润同比-17%，处置大广北公路导致非经常性损益增加，同时计提减值准备较快增长拖累业绩表现。毛利率及费用率略升，处置大广北公路增厚投资收益及现金流。订单整体稳健增长，国内专业化改造效果显现。战略转型稳步推进，盘活存量资产反哺主业行稳致远。考虑到疫情影响地产的销售，以及对湖北区域水泥销量的冲击且当地水泥盈利的较高基数水平，环保业务仍在整固，我们下调 2020-21 年净利润预测至 51.1/56.7 亿元（原预测为 58.6/67.3 亿元），新增 2022 年净利润预测 62.3 亿元，对应 EPS 预测为 0.97/1.09/1.21 元，现价对应 PE 为 7.2x/6.4x/5.8x，维持“买入”评级。

- **公司 2019 年收入/归母净利润同比+9.3%/+16.8%，扣非净利润同比-17%。**公司 2019 年实现营业收入 1,099 亿元（同比+9.3%），毛利 180 亿元（同比+9.6%），归母净利润 54.4 亿元（同比+16.8%），扣非归母净利润 33.3 亿元（同比-17%），公司处置大广北公路获得投资收益 22.5 亿元导致非经常性损益增加，同时减值准备较上年多计提 2.8 亿拖累业绩表现。分业务看，工程/制造/投资/服务板块收入分别为 659/285/131/18 亿元，同比+20.8%/-13.3%/+20.8%/-7.1%，工程主业逐步回暖，环保等业务调整使得制造业务同比下滑，地产销售高增，公路、水务运营稳健发展。公司 2020 年计划营收 1,230 亿元（较 2019 实际营收+11.9%）。

- **毛利率及费用率略升，处置大广北公路增厚投资收益及现金流，减值计提较快增长。**公司 2019 年综合毛利率为 16.38%（同比+0.05pct），其中工程/制造/投资/服务毛利率 12.2%/17.4%/33.5%/26.5%，同比变化 -1.5/+2.1/+0.7/+12.0pcts，结构调整等导致工程毛利率小幅下滑，水泥利润提升等助制造毛利率提升，融资租赁业务优化提升服务毛利率。公司 2019 年综合费用率 10.6%（同比+0.2pct），其中销售/管理/研发/财务费用率为 1.3%/4.3%/2.5%/2.5%，同比+0.0/-0.2/+0.6/+0.0pct。受益处置大广北公路，投资收益同比+184%至 32 亿元。公司 2019 年计提减值准备 8.4 亿元（同比+51%），主要为计提子公司葛洲坝环嘉预付款坏账准备 4.5 亿元所致。现金流方面，2019 年经营现金净流入 61 亿元（上年同期 13 亿元），主要为回款力度加大及处置公路收益所致；投资现金净流出 53 亿元（上年同期 139 亿元），PPP 项目投资支出同比减少；筹资现金净流入 20 亿元（上年同期 130 亿元）。

- **订单整体稳健增长，国内专业化改造效果显现。**2019 年公司新签订单 2,520 亿元（同比+13%），其中国内/海外新签 1,715/805 亿元，同比+16.7%/+5.8%。单季度看，4Q19 单季新签订单 821 亿元，同比+8%，其中国内/海外新签 704/117 亿元，同比+32%/-48%。海外新签增长有所放缓，国内新签增速由负转正，公司年内对建筑子公司进行专业化改造，将传统按区域划分业务范围的子公司打造成专业化公司，随着改造推进，公司的资源整合能力提升，年内国内新签订单增速逐季改善。公司 2019 年末在手未完合同 3,138 亿元，为 2019 年收入的 2.9 倍，订单储备充足。公司 2020 年计划新签 2,600 亿元，较 2019 年实际新签+3.2%，我们预计专业化改造效果将继续体现，公司料将顺利完成计划目标。

- **战略转型稳步推进，盘活存量资产反哺主业行稳致远。**公司今年起完善战略，强调“投资兴业”、以投资带动建筑总包业务发展，强化建筑的主业地位；此外公司近期公告拟转让旗下湖北大广北高速公路 100%股权，我们认为盘活存量

资产将为公司提供充裕资金，反哺公司业务持续稳健发展。随着战略转型推进，我们预计建筑订单、业绩料将继续企稳回升。

风险因素：环保业务开展、PPP 落地、基建投资不及预期，海外经营风险。

投资建议：考虑到疫情影响地产的销售，以及对湖北区域水泥销量的冲击且当地水泥盈利的较高基数水平，环保业务仍在整固，我们下调 2020-2021 年净利润预测至 51.1/56.7 亿元（原预测为 58.6/67.3 亿元），新增 2022 年净利润预测 62.3 亿元，对应 EPS 预测为 0.97/1.09/1.21 元，现价对应 PE 为 7.2x/6.4x/5.8x，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	100,626	109,946	123,031	137,414	151,826
营业收入增长率	-5.8%	9.3%	11.9%	11.7%	10.5%
净利润(百万元)	4,658	5,442	5,114	5,669	6,233
净利润增长率	-0.6%	16.8%	-6.0%	10.9%	9.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.89	1.03	0.97	1.09	1.21
毛利率%	16.3%	16.4%	16.0%	15.7%	15.7%
净资产收益率 ROE%	10.9%	10.4%	9.0%	9.2%	9.3%
每股净资产（元）	9.3	11.4	12.3	13.4	14.6
PE	7.9	6.8	7.2	6.4	5.8
PB	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	100,626	109,946	123,031	137,414	151,826
营业成本	84,192	91,942	103,330	115,870	128,062
毛利率	16.3%	16.4%	16.0%	15.7%	15.7%
营业税金及附加	1,117	1,149	1,286	1,436	1,587
销售费用	1,301	1,380	1,476	1,512	1,670
营业费用率	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
管理费用	4,455	4,687	5,044	5,497	6,301
管理费用率	4.4%	4.3%	4.1%	4.0%	4.2%
财务费用	2,488	2,765	2,984	3,563	3,812
财务费用率	2.5%	2.5%	2.4%	2.6%	2.5%
投资收益	1,141	3,238	1,255	1,443	1,443
营业利润	7,709	8,778	8,192	9,080	9,980
营业利润率	7.7%	8.0%	6.7%	6.6%	6.6%
营业外收入	86	57	63	70	76
营业外支出	50	47	50	52	55
利润总额	7,744	8,788	8,205	9,097	10,002
所得税	1,785	2,224	1,969	2,183	2,400
所得税率	23.0%	25.3%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	1,302	1,122	1,122	1,244	1,368
归属于母公司股东的净利润	4,658	5,442	5,114	5,669	6,233
净利率	4.6%	4.9%	4.2%	4.1%	4.1%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	19,548	22,083	27,067	30,231	33,402
存货	52,198	53,459	67,159	69,517	76,831
应收账款	18,746	17,480	23,801	26,583	29,371
其他流动资产	39,286	41,018	47,494	51,205	54,542
流动资产	129,777	134,039	165,522	177,536	194,146
固定资产	17,107	17,054	17,606	18,188	18,802
长期股权投资	14,160	20,810	25,938	32,264	38,298
无形资产	16,683	12,255	12,396	12,169	11,742
其他长期资产	40,482	50,305	57,177	64,888	70,625
非流动资产	88,432	100,424	113,117	127,508	139,468
资产总计	218,209	234,463	278,639	305,045	333,613
短期借款	29,614	17,194	46,956	53,689	60,224
应付账款	38,637	44,277	46,499	52,142	57,628
其他流动负债	49,713	50,999	52,248	66,531	71,733
流动负债	117,964	112,469	145,703	172,362	189,586
长期借款	31,783	39,284	42,284	44,284	45,284
其他长期负债	13,378	16,478	19,005	10,610	14,209
非流动性负债	45,161	55,762	61,289	54,894	59,493
负债合计	163,125	168,232	206,992	227,256	249,079
股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
资本公积	7,511	7,615	7,615	7,615	7,615
归属于母公司所有者权益合计	42,804	52,534	56,827	61,725	67,102
少数股东权益	12,281	13,697	14,820	16,064	17,433
股东权益合计	55,085	66,232	71,647	77,789	84,535
负债股东权益总计	218,209	234,463	278,639	305,045	333,613

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	7,744	8,788	8,205	9,097	10,002
所得税支出	-1,785	-2,224	-1,969	-2,183	-2,400
折旧和摊销	2,105	2,251	2,175	2,363	2,570
营运资金的变化	-8,438	-3,241	-23,152	11,047	-2,773
其他经营现金流	1,651	497	1,767	2,108	2,316
经营现金流合计	1,278	6,070	-12,973	22,431	9,714
资本支出	-9,088	-6,286	-4,126	-3,991	-4,081
投资收益	1,141	3,238	1,255	1,443	1,443
其他投资现金流	-5,947	-2,233	-10,580	-12,608	-10,306
投资现金流合计	-13,894	-5,281	-13,451	-15,156	-12,944
权益变化	1,449	12,014	0	0	0
负债变化	96,872	101,618	35,214	224	11,068
股息支出	-829	-718	-821	-771	-855
其他融资现金流	-84,543	-110,878	-2,984	-3,563	-3,812
融资现金流合计	12,949	2,036	31,409	-4,111	6,400
现金及现金等价物净增加额	332	2,826	4,984	3,164	3,171

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-5.8%	9.3%	11.9%	11.7%	10.5%
营业利润增长率	5.8%	13.9%	-6.7%	10.8%	9.9%
净利润增长率	-0.6%	16.8%	-6.0%	10.9%	9.9%
毛利率	16.3%	16.4%	16.0%	15.7%	15.7%
EBITDA Margin	12.0%	12.4%	10.0%	10.0%	9.9%
净利率	4.6%	4.9%	4.2%	4.1%	4.1%
净资产收益率	10.9%	10.4%	9.0%	9.2%	9.3%
总资产收益率	2.1%	2.3%	1.8%	1.9%	1.9%
资产负债率	74.8%	71.8%	74.3%	74.5%	74.7%
所得税率	23.0%	25.3%	24.0%	24.0%	24.0%
股利支付率	20.3%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。