



中信证券研究部



罗鼎
首席建筑&水泥
分析师
S1010516030001

核心观点

公司于 10 月 23 日公告拟在北京产权交易所预挂牌、转让旗下湖北大广北高速公路 100% 股权。对此我们点评如下：上半年大广北高速公路运营良好，通过转让公司将盘活存量资产、实现投资提前回收，提供充裕资金反哺建筑主业持续稳健发展。考虑股权转让存在不确定性、PPP 持续收紧以及环保业务整固，我们小幅下调 2019-21 年 EPS 预测至 0.99/1.15/1.34 元，维持“买入”评级。

■ 2019H1 大广北高速公路运营利润良好，通过转让公司可盘活存量资产、实现投资提前回收。湖北大广北高速公路全长 147 公里，项目总投资 54.02 亿元，在完成工程建设后公司于 2009 年起开始运营。受益于车流量增加，今年上半年大广北公路运营利润良好，2019H1 收入/净利润为 2.64/0.72 亿元（2018 全年收入/净利润为 4.52 亿元/709 万元）。目前该公路的特许经营权仍有 20 年到期，截至今年上半年该公路的净资产为 11.6 亿元，预计通过转让大广北高速公路，公司可盘活存量资产，实现投资提前回收。

■ 战略转型稳步推进，建筑主业地位强化；盘活存量资产将提供充裕资金，反哺公司业务持续稳健发展。去年起公司完善战略，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；此外在当前去杠杆及供给侧改革等宏观背景下，预计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、业绩将继续企稳回升。

■ Q3 订单整体稳健增长，国内专业化改造效果初现。2019 年 1-9 月公司新签订单 1,699 亿元，同比+15.5%；Q3 单季新签订单 295.8 亿元，同比+8.6%。分区域看，2019 年 1-9 月海外/国内新签为 688/1,011 亿元，同比+28.7%/+7.9%，海外新签增长仍处高位，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，料将提升公司的资源整合能力，支持建筑业务稳健增长。

■ 风险因素：环保业务开展、PPP 落地、基建投资复苏不及预期；海外经营风险；股权转让不确定性。

■ 投资建议：考虑股权转让存在不确定性、PPP 持续收紧以及环保业务整固，我们小幅下调 2019-21 年 EPS 预测至 0.99/1.15/1.34 元（原预测 1.02/1.18/1.38 元），对应 PE 为 5.9x/5.1x/4.4x，维持“买入”评级。

葛洲坝	600068
评级	买入（维持）
当前价	5.83 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	-1.35%
近 6 月绝对涨幅	-17.45%
近 12 月绝对涨幅	-2.94%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	106,807.10	100,625.67	110,506.35	123,389.32	138,621.52
营业收入增长率	6.5%	-5.8%	9.8%	11.7%	12.3%
净利润(百万元)	4,683.60	4,657.71	5,111.52	5,856.10	6,725.04
净利润增长率	37.9%	-0.6%	9.7%	14.6%	14.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.89	0.89	0.99	1.15	1.34
毛利率%	13.1%	16.3%	15.2%	15.2%	15.2%
净资产收益率 ROE%	11.4%	10.9%	10.9%	11.4%	11.9%
每股净资产(元)	8.9	9.3	10.1	11.1	12.2
PE	6.5	6.6	5.9	5.1	4.4
PB	0.7	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 2019 年 10 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	106,807	100,626	110,506	123,389	138,622
营业成本	92,843	84,192	93,738	104,677	117,575
毛利率	13.07%	16.33%	15.17%	15.17%	15.18%
营业税金及附加	1,227	1,117	1,226	1,369	1,538
销售费用	1,065	1,301	1,326	1,419	1,525
营业费用率	1.00%	1.29%	1.20%	1.15%	1.10%
管理费用	5,426	4,455	3,868	4,134	4,436
管理费用率	5.08%	4.43%	3.50%	3.35%	3.20%
财务费用	2,079	2,488	2,906	3,188	3,335
财务费用率	1.95%	2.47%	2.63%	2.58%	2.41%
投资收益	1,353	1,141	1,312	1,509	1,509
营业利润	7,287	7,709	8,150	9,337	10,722
营业利润率	6.82%	7.66%	7.38%	7.57%	7.73%
营业外收入	255	86	94	104	114
营业外支出	56	50	53	56	58
利润总额	7,486	7,744	8,192	9,385	10,777
所得税	1,638	1,785	1,802	2,065	2,371
所得税率	21.89%	23.04%	22.00%	22.00%	22.00%
少数股东损益	1,164	1,302	1,278	1,464	1,681
归属于母公司股东的净利润	4,684	4,658	5,112	5,856	6,725
净利率	4.39%	4.63%	4.63%	4.75%	4.85%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	18,981	19,548	24,311	27,146	30,497
存货	64,117	52,198	60,925	62,801	70,539
应收账款	19,194	18,746	21,397	23,891	26,841
其他流动资产	20,896	39,286	43,077	46,622	50,673
流动资产	123,189	129,777	149,709	160,459	178,549
固定资产	14,293	17,107	17,655	18,233	18,843
长期股权投资	6,959	14,160	15,520	16,484	17,259
无形资产	15,316	16,683	16,141	15,571	14,973
其他长期资产	27,167	40,482	45,724	53,655	62,752
非流动资产	63,735	88,432	95,040	103,943	113,827
资产总计	186,924	218,209	244,750	264,402	292,376
短期借款	14,420	29,614	41,220	41,829	46,967
应付账款	35,899	38,637	42,182	47,105	52,909
其他流动负债	41,045	49,713	50,488	65,078	70,604
流动负债	91,364	117,964	133,890	154,012	170,480
长期借款	27,782	31,783	34,783	36,783	37,783
其他长期负债	16,682	13,378	15,837	7,402	11,052
非流动性负债	44,465	45,161	50,620	44,185	48,835
负债合计	135,828	163,125	184,510	198,197	219,316
股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
资本公积	7,616	7,511	7,511	7,511	7,511
归属于母公司所有者权益合计	41,032	42,804	46,681	51,183	56,357
少数股东权益	10,064	12,281	13,559	15,023	16,704
股东权益合计	51,095	55,085	60,240	66,206	73,060
负债股东权益总计	186,924	218,209	244,750	264,402	292,376

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	7,486	7,744	8,192	9,385	10,777
所得税支出	-1,638	-1,785	-1,802	-2,065	-2,371
折旧和摊销	1,802	2,105	2,179	2,367	2,574
营运资金的变化	-9,102	-8,438	-10,889	11,560	-3,452
其他经营现金流	629	1,651	1,479	1,601	1,796
经营现金流合计	-824	1,278	-841	22,847	9,325
资本支出	-8,557	-9,088	-3,479	-3,771	-4,021
投资收益	1,353	1,141	1,312	1,509	1,509
其他投资现金流	-1,956	-5,947	-5,143	-7,317	-8,258
投资现金流合计	-9,160	-13,894	-7,310	-9,580	-10,770
权益变化	2,641	1,449	0	0	0
负债变化	49,870	96,872	17,055	-5,891	9,683
股息支出	-1,234	-1,234	-1,234	-1,354	-1,552
其他融资现金流	-43,818	-84,138	-2,906	-3,188	-3,335
融资现金流合计	7,459	12,949	12,915	-10,433	4,796
现金及现金等价物净增加额	-2,525	332	4,764	2,834	3,351

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	6.54%	-5.79%	9.82%	11.66%	12.34%
营业利润增长率	59.76%	5.79%	5.72%	14.56%	14.83%
净利润增长率	37.94%	-0.55%	9.74%	14.57%	14.84%
毛利率	13.07%	16.33%	15.17%	15.17%	15.18%
EBITDA Margin	10.35%	12.26%	10.86%	10.92%	10.82%
净利率	4.39%	4.63%	4.63%	4.75%	4.85%
净资产收益率	11.41%	10.88%	10.95%	11.44%	11.93%
总资产收益率	2.51%	2.13%	2.09%	2.21%	2.30%
资产负债率	72.67%	74.76%	75.39%	74.96%	75.01%
所得税率	21.89%	23.04%	22.00%	22.00%	22.00%
股利支付率	26.35%	26.50%	26.50%	26.50%	26.50%

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；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；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、35及36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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。