

葛洲坝 (600068): 净利润增长 31%, 关注未来水泥产能释放

增持 (维持)

建筑业

当前股价: 10.68 元

报告日期: 2009 年 3 月 6 日

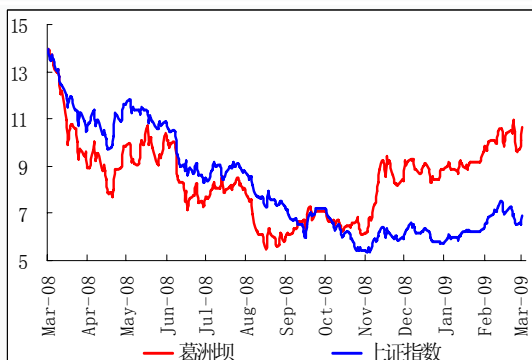
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	12,005	19,370	23,627	28,979
(+/-)	28.25%	61.34%	21.98%	22.65%
营业利润	680	869	1,243	1,594
(+/-)	97.21%	27.92%	43.01%	28.16%
归属于母公司的净利润	618	811	954	1,240
(+/-)	167.4%	31.27%	17.65%	29.97%
每股收益 (元)	0.37	0.49	0.57	0.74
市盈率 (倍)	29	22	19	14

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/非限售流通股 (万股)	166,540/78,582
非限售流通市值 (亿元)	83.93
每股净资产 (元)	2.74
资产负债率 (%)	82.71

股价表现 (最近一年)



联系人 一天相建筑建材组

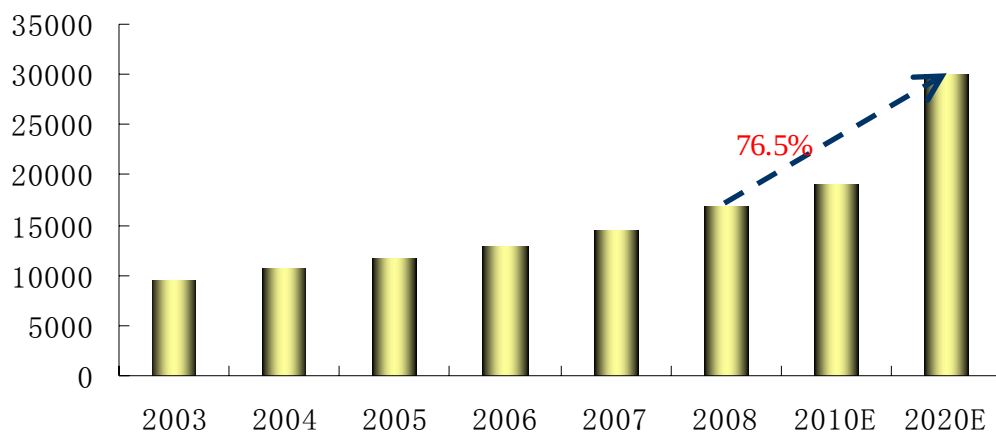
010-66045419 wangd@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示, 公司全年实现营业收入 193.7 亿元, 同比增长 61.3%; 营业利润 8.7 亿元, 同比增长 27.9%; 归属母公司净利润 8.1 亿元, 同比增长 31.3%; 每股收益 0.49 元, 略超我们此前 0.44 元的预测, 上年同期业绩为 0.37 元; 分配预案为每 10 股派发现金 1.30 元 (含税)。
- **综合毛利率微降, 09 年回升可期:** 公司 08 年综合毛利率达到 15.7%, 同比下降 1.1 个百分点, 主要原因是 08 年原材料价格有所上涨, 同时冰雪灾害和汶川地震亦给公司带来一定的成本压力。但我们预计公司 09 年毛利率水平将有所回升, 主要基于以下两点原因: (1) 随经济形式的变化, 钢铁等原材料价格已经有明显的回落; (2) 随着产能的扩张, 毛利率水平相对较高的水泥销售占公司营业收入比重在 09 年将有所增加, 可在一定程度上提升公司的综合毛利率水平。
- **期间费用控制良好:** 公司 08 年期间费用率为 9.3%, 同比下降 0.3 个百分点。其中管理费用和销售费用均呈下降趋势, 但财务费用支出有所增加。08 年财务费用率达到 3.7%, 同比上升 1.0 个百分点, 财务费用支出同比增加 118.8%。主要原因是利息率的提升使公司 08 利息支出大幅增加, 达到 5.9 亿元, 同比翻番。我们认为, 随着我国进入降息周期, 预计公司未来的财务压力将逐步减小。外汇方面, 公司全年汇兑损失 9,059 万元, 但相比于公司海外资产的规模, 基本处于正常水平。
- **工程施工业务高速增长:** 公司在我国水利水电工程承包领域具有寡头垄断地位, 建筑施工业务也是公司的绝对核心业务, 08 年收入达到 155.6 亿元, 同比增长 67.4%。施工业务大幅增长的主要原因是公司合同储备丰富, 全年承建 569 项工程, 新签合同额超过 300 亿元, 主要项目均进展顺利, 履约良好。根据《可再生能源中长期发展规划》, 2010 年全国水电装机容量将达到 1.9 亿千瓦, 2020 年将达到 3 亿千瓦。而截至 08 年末, 全国水电装机容量仅为 1.7 亿千瓦, 根据规划中平均每千瓦 7,000 元的成本测算, 到 2020 年全国新增水电装机投资将超过 9,000 亿元, 水电建设业务市场前景广阔。

图表1：全国水电装机容量及预测



资料来源：中电联、天相投顾

图表2：葛洲坝2008年以来公告的重大项目中标情况

公告日期	项目名称	金额(万元)	工期(月)
2008.02.22	赤道几内亚马拉博城市污水管网及污水处理厂工程EPC	336,200	48
2008.03.31	利比亚黎波里房屋建筑工程	580,300	36
2008.06.13	金沙江向家坝水电站二期土建及金属结构安装工程I标段工程	269,000	66
2008.09.02	武汉至宜昌铁路工程HYZQ-6标	217,700	40
2008.09.11	长江三峡水利枢纽升船机主体工程土建及部分设备安装工程	67,000	78
2008.11.27	马里首都一座大桥及南北两岸互通立交工程	34,590	36
2008.12.06	雅砻江两河口水电站初期导流洞工程I标段施工	45,000	24
2009.03.04	藏木水电站骨料加工系统及混凝土生产系统工程	118,200	82

资料来源：公司公告、天相投顾

- **水泥产能将在09年快速扩张：**公司08年水泥销售收入13.2亿元，同比增加66.2%。随着子陵等项目顺利投产，公司目前水泥产能已经超过800万吨。同时，当阳、兴山、嘉鱼和宜城等项目均已全面建设，合计产能达到900万吨，此外公司还有京山、老河口项目已经开始前期工作，涉及产能400万吨。经简单计算，上述项目完全投产后，公司水泥产能将接近2,000万吨，是目前的2.5倍，伴随着产能的快速释放，公司水泥销售业务未来有望出现较快速增长，我们预计公司未来两年水泥销售业务复合增长率在60%左右。

图表3：葛洲坝新建水泥生产线情况

项目名称	产能(万吨/年)	权益(%)	投资进度
荆门子陵生产线	200	96.6	已投产
宜昌当阳生产线	200	55	83%
兴山水泥生产线	100	70	55%
襄樊宜城生产线	200	97	39%
老河口水泥生产线	200	99	7%
咸宁嘉鱼水泥生产线	200	97	37%

资料来源：公司公告、天相投顾（注：投资进度=项目完成投资/总投资）

- **大广北高速公路有望投入运营：**目前处于运营收费期内的高速公路只有荆襄高速公路，全长185Km，受到自然灾害和奥运等因素的影响，08年道路实现收费2.8亿元，同比下降11.6%。2008年，公司投资的大广北高速公路（147 Km）路基主线建设全部完成，预计09年上半年即可通车运营，届时公路运营业务将有较大幅度的

增长。此外，公司投资的内绥高速公路（118Km）和参股的沪汉蓉铁路客运专线武宜段（293Km）08年均按进度施工，有望成为公司未来的增长点。

- **公司计划09年实现营业收入227.4亿元：**公司计划2009实现营业收入227.4亿元，相当于较08年增长17.4%。我们认为，公司目前合同储备丰富，核心业务领域水利水电施工业务未来前景广阔，同时考虑到水泥产能的快速扩张，预计公司完成收入计划的难度并不大。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2009、2010年EPS分别为0.57元和0.74元，当前股价对应的动态PE为19倍和14倍，我们看好公司未来的发展，同时股价具有一定的估值优势，维持“增持”的评级。
- **风险提示：**（1）国家基建投资规模低于预期；（2）全球金融危机对公司海外业务造成一定冲击；（3）汇率风险等。

图表 4：葛洲坝（600068）盈利预测（万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	936,085	1,200,524	1,936,963	2,362,726	2,897,905
营业收入增长率	469.01%	28.25%	61.34%	21.98%	22.65%
减：营业成本	794,715	999,072	1,628,546	1,989,178	2,434,694
毛利率	15.10%	16.78%	15.65%	15.81%	15.98%
营业税金及附加	24,356	33,578	49,632	60,958	75,346
资产减值损失	638	-706	760	945	1,159
销售费用	10,113	14,825	20,124	24,100	30,428
管理费用	51,030	67,925	88,861	107,504	131,275
财务费用	22,651	32,277	70,628	56,705	66,652
期间费用率	8.95%	9.58%	9.27%	7.97%	7.88%
投资净收益	1,880	14,410	8,527	1,000	1,000
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	34,462	67,962	86,939	124,336	159,351
营业利润率	3.68%	5.66%	4.49%	5.26%	5.50%
加：营业外收入	8,120	11,964	8,919	2,363	2,318
减：营业外支出	3,179	4,667	3,466	709	580
其中：非流动资产处置净损失	825	1,405	0	0	0
三、利润总额	39,403	75,259	92,392	125,989	161,089
减：所得税	13,681	6,187	7,758	12,599	16,109
实际所得税率	34.72%	8.22%	8.40%	10.00%	10.00%
四、净利润	25,721	69,072	84,634	113,390	144,981
净利润增长率	273.96%	168.54%	22.53%	33.98%	27.86%
归属母公司所有者的净利润	23,094	61,762	81,077	95,390	123,981
母公司净利润增长率	280.61%	167.43%	31.27%	17.65%	29.97%
净利率	2.47%	5.14%	4.19%	4.04%	4.28%
少数股东权益	2,627	7,310	3,557	18,000	21,000
每股收益(元)	0.14	0.37	0.49	0.57	0.74
每股净资产(元)	3.33	3.23	4.12	4.69	5.43
净资产收益率(%)	2.02	11.48	11.83	12.22	13.70

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002