

葛洲坝 (600068. sh)

大建筑格局下的全面增长已经到来

工业与运输组
 黄永琳 研究员
 电话: 020-87555888-660

王飞 建筑行业 研究助理
 电话: 020-87555888-638
 eMail: wf2@gf.com.cn

业绩基本符合预期,

公司 2008 年实现营业收入 193.7 亿元, 实现净利润 8.11 亿元, 分别同比增长 61.34% 和 34.14%, 全面摊薄的 EPS 是 0.487 元, 基本符合我们的预期。

四季度环比增长强劲, 业绩面临预测调整

从 2008 年分季度环比数据来看, 显著体现了建筑施工企业的季度变化规律, 但从实际情况来看, 四季度收入增速仍旧超出我们的预期, 占到全年度收入的 33%, 水泥和民爆业务基本符合预期, 高速公路、房地产及其他业务低于预期, 面临预测调整。

海外业务维持高增长, 强劲盈利值得期待

公司 2008 年实现海外业务收入 22.36 亿, 同比增长 185.13%, 占主营业务收入之比提升至 12%, 净利润率高达 10.76%。

管理费用率同比显著下降, 财务费用率环比持续下降

投资建议

重新调整盈利预测假设, 预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.72 元、0.97 元和 1.22 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新签合同低于预期, 房地产市场持续低迷以及海外业务的汇兑风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	12,005.24	19,369.63	26,231.00	34,993.00	43180
EBITDA(百万元)	1,628.78	2,356.16	3,006.17	4,025.00	4835.23
净利润(百万元)	617.62	810.77	1191.00	1611.00	2035.00
净利润增长率	772.16%	31.27%	46.90%	35.26%	26.32%
每股收益(元)	0.371	0.487	0.720	0.970	1.220
市盈率	41.46	18.15	14.83	11.00	8.75
市净率	4.76	3.23	2.67	1.95	1.64
EV/EBITDA	82.09	16.13	8.960	6.87	5.56
每股红利(元)	0.12	0.13	0.15	0.17	0.17
股息率(%)	0.78	1.22	1.40	1.59	1.59

来源: 中国葛洲坝集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

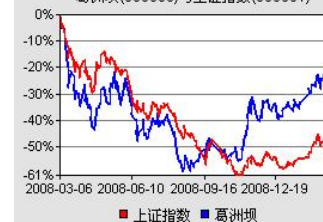
公司评级

买入

当前价格(元)	10.68
目标价格(元)	15.00
前次评级	买入

股价走势

葛洲坝(600068)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.16%	16.21%	-21.91%
上证综指	1.83%	10.03%	-49.07%

股票数据

总股本(万股)	166,540.9
	2
流通 A 股(万股)	78,581.74
主要股东:	

中国葛洲坝集团公司	
主要股东持股比例	43.54%
流通 A 股比例	47.18%

财务比率

ROE	17.79%
ROA	2.56%
资产负债率	82.71%
每股净资产(元)	2.74

2008 年报数据

业绩基本符合预期

公司2008年实现营业收入193.7亿元，实现净利润8.11亿元，分别同比增长61.34%和34.14%，全面摊薄的EPS是0.487元，基本符合我们的预期。公司2008年的利润分配方案每10股派发现金1.3元（含税）。

虽然最终盈利数据基本符合我们的判断，但从分项业务的增长和盈利来看与我们的预测仍旧存在较大差异，如工程施工的实际收入增速和盈利水平显著高于我们预测，而房地产及其他收入和盈利水平则较大幅度低于我们的预测，这种预测的误差很大程度上来自公司2007年度财务报告的不可比较，同时也是我们调整盈利预测的依据。

经营与财务数据分析

季度环比增长数据分析：四季度强劲增长

从2008年分季度环比数据来看，显著体现了建筑施工企业的季度变化规律，即一季度占全年收入之比最低，三季度和二季度相比没有一致的变动趋势，平均来看维持了与二季度基本相等的水平，四季度是全年业绩增长最快的季度。但从实际情况来看，四季度收入增速仍旧超出我们的预期。

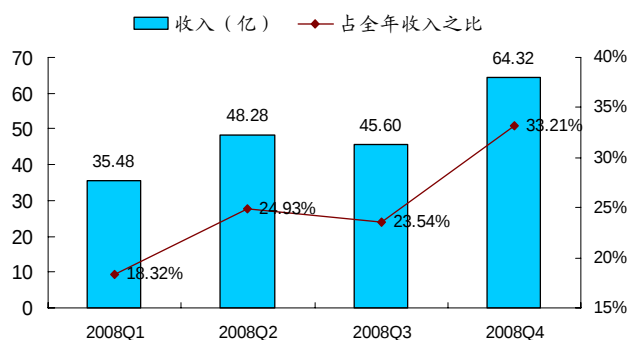
我们认为这种季度收入增长的规律性说明了工程施工收入的确认很大程度上仍旧依赖于结算的多少，因为单纯从施工量来看，二三季度同样属于施工高峰期，正是四季度结算比例的大幅提升使得收入确认为全年最高，而且按照完工百分比法确认收入存在一定的技术困难。

表1：2008年分季度收入与盈利情况（单位：亿元）

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业收入	35.48	48.28	45.6	64.32
净利润	1.894	1.844	1.687	2.685
EPS（元）	0.114	0.110	0.102	0.161

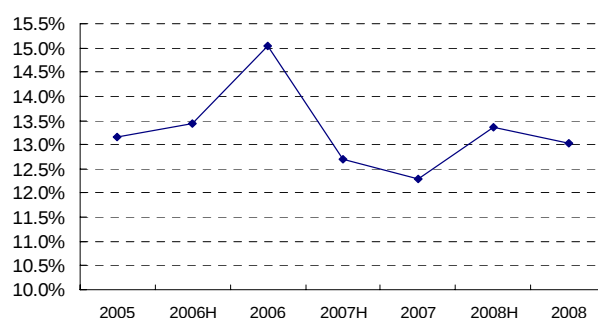
数据资料：公司资料、广发证券发展研究中心

图 1：葛洲坝 2008 年营业收入分季度情况



数据资料：公司资料、广发证券发展研究中心

图 2：工程施工毛利率历史变化情况



数据资料：公司资料、广发证券发展研究中心

2008年工程施工业务收入为155.67亿，占比80.37%，与我们的预测一致；毛利率13.02%，显著高于我们之前12.5%的假设。

水泥与民爆经营情况基本符合预期

公司2008年水泥业务收入13.15亿，同比增长66.23%，高于我们30%的判断，这与公司2008年下半年水泥生产线建设明显加速有关。2008年10月公司新建年产水泥200万吨的荆门子陵项目顺利投产，该生产线从开工到建成投产仅用不到13个月时间，比同类型水泥生产线的建设周期整整缩短了5个多月，创造了国内同类型水泥生产线建设的最快速度。截止到2008年底公司的实际水泥产能已达到800万吨，新建的兴山和当阳项目也将于今年三月份投产。

公司2008年民爆收入7.38亿元，同比增长42.57%，与我们的预测基本一致（7.76亿），收入的大幅增长一方面来自于产能的释放，另一方面源自于民爆产品出厂价格的提升。随着新生产线的建成和基础设施投资加大带来的需求增加，我们预计2009年民爆业务有望延续快速增长的态势。关于盈利水平，民爆业务的毛利率为31.35%，低于2007年的33.83%，主要由于原材料硝酸铵价格大幅上涨导致，随着炸药出厂价格的提高和硝酸铵价格的大幅回落，可以预期公司2009年民爆业务毛利率将大幅提升。

高速公路、房地产及其他业务低于预期，面临预测调整

公司2008年襄荆高速公路收入2.78亿元，同比下降11.63%，主要原因是抗震救灾中的免收费、奥运会交通管制、2008年初的冰雪天气以及国内经济下滑等因素导致的车流量下降，我们相信2009年在消除这些不利因素影响后将迎来恢复性上涨。公司投资兴建的大广北高速已经基本建成，按原定计划今年一季度底开始试通车。在毛利率方面，仍旧维持着73%的高盈利水平。高速公路业务在2009年面临会计政策调整，由“固定资产”科目追随调整为“无形资产—特许经营权”。

2008年实现房地产收入3.07亿，主要是宜昌“锦绣一期”项目确认收入所致。其他业务收入2.6亿，同比下降12.12%，主要由于公司所属财务公司在新股申购收益方面较2007年减少导致。此两块业务加总较大程度低于我们之前关于“房地产及其他业务”的收入预测，正如前面提到的，这种预测的误差很大程度上来自公司2007年度财务报告的不可比较所带来的误导。

高速公路、房地产及其他业务低于预期，我们将进行预测调整。

海外业务维持高增长，强劲盈利值得期待

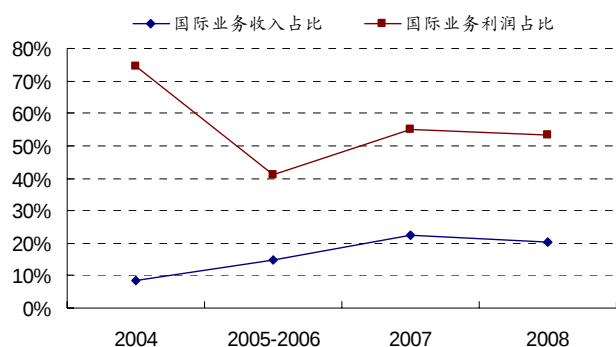
公司2008年实现海外业务收入22.36亿，同比增长185.13%，延续了高增长态势，占主营业务收入之比提升5.5个百分点至12%（占全部营业收入之比11.54%）。我们预计随着公司海外业务的成功拓展以及签约项目进入履约高峰期，2009年的海外业务收入有望保持强劲增长。

值得关注的是，海外业务的高盈利能力大大超出我们的预期。根据年报披露，公司所属子公司国际公司实现主营业务收入18.77亿、净利润2.02亿，由此计算的海外业务净利润率高达10.76%，而对比国内来看，一般建筑工程企业的净利润率仅为2%。关于海外业务的高盈利，我们也可以

从另一家大力开展海外业务的可比公司中国水利水电建设集团获得例证：2007年中国水利水电实现海外营业收入110亿，同比增长59.39%，约占集团总收入额21.78%；实现利润8.93亿，同比增长205.01%，约占集团利润总额的54%，利润率8.12%。

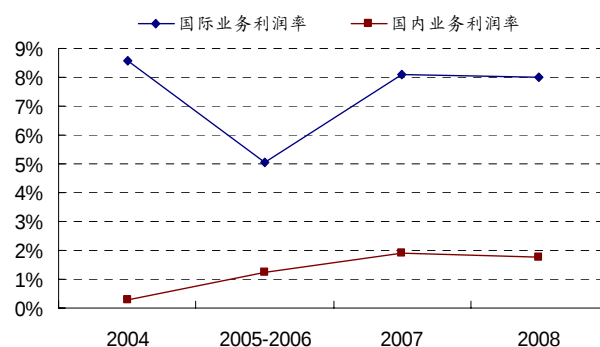
我们认为，高盈利是公司积极拓展海外业务的一个直接诱因，由此我们也认为在过分看重海外业务运营风险的同时，不要忽视海外业务盈利能力以及前瞻性的战略布局给公司长远发展带来的积极影响。

图 3：中国水利水电国际业务收入与盈利占比



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图 4：中国水利水电国内外业务利润率比较



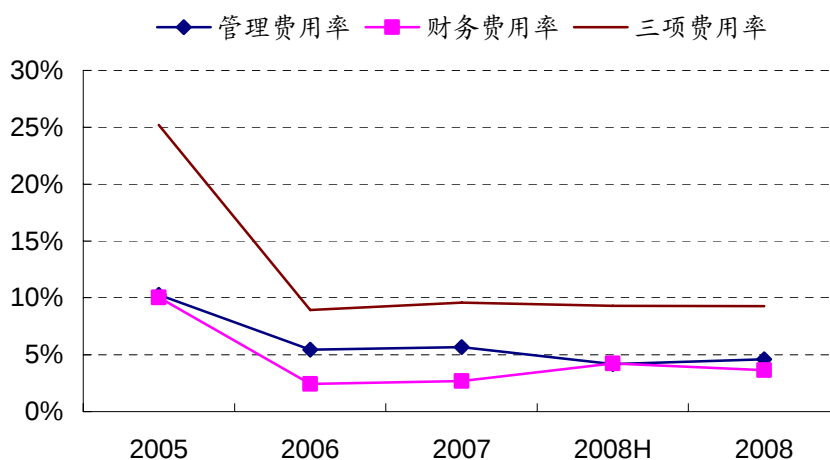
数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

管理费用率同比显著下降，财务费用率环比持续下降

公司2008年管理费用率为4.59%，较2007年下降1.1个百分点，我们认为这是2008年公司大力实施内部资源整合和减少管理幅度效应的直接体现。

我们一直关注的财务费用率环比持续下降，公司财务费用率在由中报的4.22%下降至第三季度的3.69%后，又进一步下降为3.65%，这是2008年9月以来持续降息的直接反应。我们预计随着公司长期贷款重新调整利率，公司财务费用率有望在2009年持续下降，而财务费用率的下降已经成为未来公司业绩提升的一个有力贡献点。

图 5：公司费用率变动情况



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

低所得税效应依旧存在，2009年开始回升

公司2008年的实际所得税率仅为8.4%，大大低于正常水平。这主要由于2004年集团公司清产核资确认原会计制度损失9.76亿，其中归属2007年吸收合并整体上市前的损失为9.52亿，由于水电公司2007年作为被吸收方被合并入葛洲坝股份，而上述资产损失不应带入上市公司由合并后的存续公司承担，因此分期处理扣税导致。而根据我们了解，这种低所得税效应在2009年将不复存在，实际所得税率开始回升，因此在我们的2009年的盈利预测中将税率提升至20%。

2009年展望

大建筑格局构建迎来全面增长期

作为一家传统的水利水电施工企业，在进入核电、风电和送变电施工领域后而成为一家综合型的能源建设企业，同时通过拓展公路、港口、机场和铁路等市场而演变为一家基础设施建设企业，而在国家加大能源和基础设施投资的利好政策下，大建筑格局下的基础设施与能源建设双轮驱动预示着公司进入全面增长期。

如同中国水利水电建设集团公司通过组建专业性公司为开拓非水电建设市场积极准备（在路桥领域，2006年4月经过重组整合组建了中国水电建设集团路桥公司；在港航方面，2007年2月在天津滨海新区保税区成立了中国水电建设集团港航建设公司），葛洲坝为适应向铁路、港口等专业建筑领域市场战略转移需要，也积极推进组建专业化公司，进一步提升公司在相关领域的竞争能力与盈利水平，随年报同时公告将公司第六工程公司改名为“港航工程有限公司”，并新设立铁路分公司。

业绩预测与估值

在重新参考2008年年报和最新调研信息的基础上，我们对公司未来的重点盈利预测假设作出调整：

- 1) 提高2009年工程施工业务收入增速和毛利率水平；
- 2) 提高民爆业务2009年的收入增速和毛利率水平，水泥业务的毛利率适当下调；
- 3) 较大幅度下调房地产及其他业务收入增长水平；

重新调整盈利预测假设之后，我们预计公司2009-2011年的收入分别为262.31亿元、349.93亿元和431.8亿元，各年实现的净利润分别为11.91亿元、16.11亿元和20.35亿元，；按现行股本计算的每股收益分别为0.72元、0.97元和1.22元。对应现在股价的2009年和2010年P/E分别为14.83倍和11倍，维持“买入”评级。

关于公司的详细盈利预测调整请参考我们稍后发出的公司深度报告。

风险提示

工程施工业务仍旧是公司未来两年业绩的核心驱动因素，我们对公司2009年工程施工业务收入的预测建立在一定新签合同增速的判断基础上，如果公司新签合同未能如预期实现将带来业绩增长的不确定性。

此外，由于房地产市场的持续低迷，房地产业务可能短期不能给公司带来可观的盈利贡献。对于海外业务，虽然我们较为乐观，但是海外业务的风险同样值得关注，我们并非担忧项目的暂停或中止风险，而是全球经济前景处于较大不确定性时期下的汇率大幅波动所带来的汇兑风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

葛洲坝(600068)行情走势



相关研究报告

配股计划基本符合预期，大幅降息提升盈利	王 飞	2008-12-01
潜力巨大的一体化运营央企	王 飞	2008-11-06
公司业绩快速增长势头已开启	王 飞	2008-10-31

广州

上海

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。