

主业发展态势良好，持续增长可期

葛洲坝调研简报

报告关键点：

- 📖 拓宽施工领域，新签工程订单大幅增长
- 📖 水泥产能高速扩张
- 📖 民爆盈利能力提升明显

报告摘要：

4月初，我们再次对葛洲坝进行了调研，就公司的各项业务与公司领导进行了交流，主要结论如下：

- 工程施工业务：2007年葛洲坝完成换股吸收合并后，工程施工业务成为公司最主要的收入和盈利来源。公司除了传统的水利水电工程市场外，开始涉足其它基建领域如铁路、机场、港口、核电等。从盈利能力看，并不逊于水电工程，我们估计毛利率基本可以保持稳定。受益国家基建投资的拉动，预计公司今年新接订单将超过400亿元，同比增长30%以上。市场较为关心的海外订单执行问题，目前除了尼日利亚100多亿的水电工程因资金未到位尚未开工外，其它工程都正常开展并确认收入。由于公司海外工程主要是输出技术和管理，劳务在当地解决，因此，海外业务的毛利率高于国内工程。另外，由于“走出去”较早，公司树立了较好的海外市场形象和口碑，在水电工程市场具有较强竞争力。目前公司在手未完工订单800多亿元，再考虑国内新签订单的高增长，工程这块业务将形成公司最稳健的收入和盈利来源。
- 水泥业务：今年3月底，葛洲坝有两条新线投产，水泥产能达到1100万吨，嘉鱼、宜城和老河口三条5000t/d的生产线将于今年底投产，新增产能600万吨，成为湖北省产能仅次于华新水泥的企业。公司今明两年的水泥产销量增量都比较大，考虑到湖北省水泥新增产能较多，我们认为水泥业务的增长将主要依靠量的增长来驱动，区域竞争发展态势尚不明显，毛利率能否提升在于水泥价格。
- 民爆业务：2008年底公司炸药凭照能力达到17.5万吨，主要位于西南市场，需求旺盛。2008年公司炸药产量刚过10万吨，随着两条新线的投产及西南市场受益国家基建工程的拉动，同时，在价格上涨、原材料价格低迷的情况下，民爆业务今年的盈利能力明显改善。
- 持续稳健增长可期：公司其它的业务如BOT项目、房地产业务和水电业务目前规模还相对较小或者受行业景气度的影响，预计对公司盈利的影响不大。此外，随着资本市场的转暖，公司投资的原始股有望获得丰厚的投资收益按照公司工程订单的承接及收入确认，我们估计未来三年公司主业盈利将保持复合30%以上的增长，预计公司今明两年eps分别达到0.69元和0.91元（不考虑配股摊薄），考虑公司确定性的增长及当前的估值水平，我们维持公司“买入-B”的投资评级，6个月目标价14元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12,005.2	19,369.6	28,483.0	36,379.3	42,644.2
Growth(%)	28.2%	61.3%	47.0%	27.7%	17.2%
净利润	690.7	846.3	1,207.3	1,599.2	2,058.8
Growth(%)	167.4%	31.3%	40.7%	32.5%	28.7%
毛利率(%)	16.8%	15.9%	15.2%	15.1%	15.3%
净利润率(%)	5.1%	4.2%	4.0%	4.2%	4.6%
每股收益(元)	0.37	0.49	0.69	0.91	1.17
每股净资产(元)	3.75	3.29	4.21	5.29	6.42
市盈率	28.9	22.0	15.7	11.8	9.2
市净率	2.9	3.3	2.5	2.0	1.7
净资产收益率(%)	11.1%	15.4%	17.2%	18.1%	19.2%
ROIC(%)	10.6%	12.1%	11.2%	12.1%	12.7%
EV/EBITDA	17.6	14.2	11.6	9.6	7.8
股息收益率	0.2%	1.1%	1.3%	1.7%	2.2%

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **14.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 14.00 元

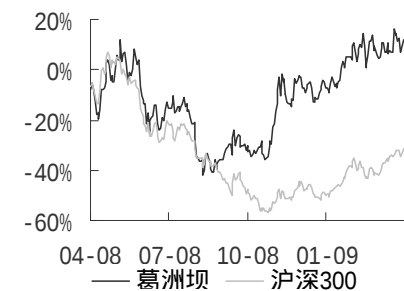
现价： 10.73 元

报告日期： **2009-04-12**

市场数据

总市值(百万元)	17,869.84
流通市值(百万元)	8,431.82
总股本(百万股)	1,665.41
流通股本(百万股)	785.82
12个月最高/最低	5.39/11.36 元
十大流通股东(%)	15.84%
股东户数	185,238

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.31)	(12.90)	43.54
绝对收益	5.83	22.24	12.14

研究员

石磊

021-68765916

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

王天睿

021-68765363

行业分析师

wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

葛洲坝：施工业务高增长 民爆业务锦上添花

2009-03-06

葛洲坝：拓展施工领域，多项业务齐头并进

2008-12-15

葛洲坝：配股项目收益未来体现

2008-11-26

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-10**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12,005.2	19,369.6	28,483.0	36,379.3	42,644.2	成长性					
减: 营业成本	9,990.7	16,285.5	24,150.7	30,886.0	36,132.4	营业收入增长率	28.2%	61.3%	47.0%	27.7%	17.2%
营业税费	335.8	496.3	729.8	945.9	1,108.7	营业利润增长率	97.2%	27.9%	44.1%	38.0%	34.6%
销售费用	148.2	201.2	293.4	374.7	426.4	净利润增长率	167.4%	31.3%	40.7%	32.5%	28.7%
管理费用	679.3	888.6	1,281.7	1,564.3	1,748.4	EBITDA 增长率	59.6%	55.1%	26.2%	23.9%	20.0%
财务费用	322.8	706.3	870.0	980.8	998.3	EBIT 增长率	75.5%	57.2%	34.7%	27.7%	22.7%
资产减值损失	-7.1	7.6	4.6	3.4	12.7	NOPLAT 增长率	143.6%	51.3%	34.2%	22.9%	18.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.8%	44.6%	13.4%	12.4%	4.6%
投资和汇兑收益	144.1	85.3	100.0	105.0	110.0	净资产增长率	29.5%	-12.2%	28.0%	25.6%	21.3%
营业利润	679.6	869.4	1,252.7	1,729.2	2,327.1	利润率					
加: 营业外净收支	73.0	54.5	65.3	88.0	95.0	毛利率	16.8%	15.9%	15.2%	15.1%	15.3%
利润总额	752.6	923.9	1,318.0	1,817.2	2,422.1	营业利润率	5.7%	4.5%	4.4%	4.8%	5.5%
减: 所得税	61.9	77.6	110.7	218.1	363.3	净利率	5.1%	4.2%	4.0%	4.2%	4.6%
净利润	690.7	846.3	1,207.3	1,599.2	2,058.8	EBITDA/营业收入	11.8%	11.3%	9.7%	9.4%	9.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	8.3%	8.1%	7.5%	7.4%	7.8%
货币资金	2,330.0	3,267.9	4,490.8	4,781.6	6,559.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	220	119	70	62	59
应收帐款	2,630.5	2,997.6	5,823.4	7,452.8	8,736.2	流动营业资本周转天数	31	50	69	81	78
应收票据	84.9	64.2	195.1	249.2	292.1	流动资产周转天数	257	249	253	279	303
预付帐款	2,041.7	2,259.3	4,191.4	6,662.2	9,552.8	应收帐款周转天数	28	23	26	31	32
存货	4,251.3	6,812.9	9,925.0	12,692.9	14,848.9	存货周转天数	87	103	106	112	116
其他流动资产	36.3	2.5	-10.1	-10.1	-10.1	总资产周转天数	618	537	456	444	454
可供出售金融资产	3,412.6	1,147.5	1,700.0	2,210.0	2,432.0	投资资本周转天数	326	282	242	214	197
持有至到期投资	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	投资回报率					
长期股权投资	111.6	706.6	707.6	698.6	698.6	ROE	11.1%	15.4%	17.2%	18.1%	19.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	2.7%	3.0%	3.2%	3.5%
固定资产	7,643.9	5,129.9	5,904.9	6,683.0	7,357.7	ROIC	10.6%	12.1%	11.2%	12.1%	12.7%
在建工程	2,015.3	851.2	2,281.0	2,624.8	2,499.8	费用率					
无形资产	1,472.4	5,016.9	5,016.9	5,016.9	5,016.9	销售费用率	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	94.9	316.0	232.4	268.3	296.7	管理费用率	5.7%	4.6%	4.5%	4.3%	4.1%
资产总额	26,135.5	31,703.5	40,468.3	49,340.2	58,290.9	财务费用率	2.7%	3.6%	3.1%	2.7%	2.3%
短期债务	3,779.2	3,775.5	3,775.5	4,300.0	4,500.0	三费/营业收入	9.6%	9.3%	8.6%	8.0%	7.4%
应付帐款	4,136.8	4,883.8	5,955.0	7,615.7	8,909.4	偿债能力					
应付票据	19.1	73.9	46.3	59.2	69.3	资产负债率	76.1%	82.7%	82.7%	82.1%	81.7%
其他流动负债	4,125.0	6,033.3	9,513.1	13,809.6	18,813.7	负债权益比	318.6%	478.3%	476.7%	459.7%	445.0%
长期借款	6,984.0	9,967.0	12,949.9	13,449.9	13,949.9	流动比率	0.94	1.04	1.28	1.23	1.24
其他非流动负债	848.5	1,488.2	1,211.9	1,290.9	1,353.5	速动比率	0.59	0.58	0.76	0.74	0.78
负债总额	19,892.7	26,221.6	33,451.7	40,525.4	47,595.8	利息保障倍数	3.11	2.23	2.44	2.76	3.33
少数股东权益	864.8	924.4	984.2	1,063.3	1,165.2	分红指标					
股本	1,665.4	1,665.4	1,665.4	1,665.4	1,665.4	DPS(元)	0.03	0.12	0.14	0.18	0.23
留存收益	3,713.4	2,901.8	4,367.1	6,086.1	7,864.5	分红比率	6.8%	24.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	6,242.8	5,481.8	7,016.7	8,814.8	10,695.1	股息收益率	0.2%	1.1%	1.3%	1.7%	2.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	690.7	846.3	1,207.3	1,599.2	2,058.8	EPS(元)	0.37	0.49	0.69	0.91	1.17
加: 折旧和摊销	553.4	726.0	651.3	726.0	798.7	BVPS(元)	3.75	3.29	4.21	5.29	6.42
资产减值准备	-7.1	7.6	4.6	3.4	12.7	PE(X)	28.9	22.0	15.7	11.8	9.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	3.3	2.5	2.0	1.7
财务费用	217.2	288.5	653.2	870.0	980.8	P/FCF	-	-73.8	30.3	-228.1	11.2
投资收益	-144.1	-85.3	-100.0	-105.0	-110.0	P/S	1.5	0.9	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	73.1	35.6	66.4	88.0	113.2	EV/EBITDA	17.6	14.2	11.6	9.6	7.8
营运资金的变动	-498.8	-1,014.3	-2,524.9	-805.7	-37.7	CAGR(%)	32.3%	34.5%	27.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	204.7	865.7	174.7	2,486.5	3,834.0	PEG	0.9	0.6	0.6	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,714.8	-3,737.7	-3,003.6	-1,916.0	-1,132.0	ROIC/WACC	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	2,680.1	3,869.5	1,311.0	151.5	-465.4	REP	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034