

葛洲坝 (600068. sh)

预期实现，期待超预期

工业与运输组

黄永琳 研究员

电话: 020-87555888-660

eMail: hyl2@gf.com.cn

王飞 建筑行业 研究助理

电话: 020-87555888-638

eMail: wf2@gf.com.cn

多因素确保收入持续大幅增长

公司 2009 年第一季度实现营业收入 54.86 亿元、利润 3.27 亿元、净利润 2.58 亿元，分别同比增长 54.62%、59.51% 和 36.37%。确保收入强劲增长的首要因素是公司工程施工业务丰足合同储备逐步结算的必然结果，此外，我们认为民爆业务和水泥产能逐步释放也对公司一季度收入的高增长有明显贡献。

毛利率稳定，费用率下降，低所得税效应消失导致净利润增速低于利润增速

公司第一季度整体毛利率水平 16.5%，环比提高而同比有所下降，高于 2008 年的 15.92%；费用率方面，公司一季度的综合费用率为 8.84%，较 2008 年的 9.27% 下降 0.43 个百分点。销售费用率与管理费用率保持稳定，而财务费用率下降明显，环比下降 0.4 个百分点，较 2008 年下降 0.5 个百分点。公司一季度所得税费用同比大幅增加 602.5%，实际所得税税率由 2008 年的 8.4% 大幅上升至 16.14%。

盈利预测与估值

预测公司 2009-2011 年按现行股本计算的每股收益分别为 0.7256 元、0.9766 元和 1.2212 元，与同类可比公司相比明显低估，维持“买入”评级，目标价 15 元。

风险提示：基建投资增速低于预期、海外业务经营风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	12,005.24	19,369.63	26894	36586	46104
EBITDA(百万)	1,628.78	2,356.16	2658	3556	4328
净利润(百万)	617.62	810.77	1208	1626	2034
净利润增长率	772.16%	31.27%	49.00%	34.60%	25.00%
每股收益(元)	0.371	0.487	0.7256	0.9766	1.2212
市盈率	41.46	18.15	14.55	10.81	8.65
市净率	4.76	3.23	2.81	2.04	1.59
EV/EBITDA	82.09	16.13	10.8	8.1	6.7
每股红利(元)	0.12	0.13	0.15	0.17	0.17
股息率(%)	0.78	1.23	1.41	1.61	1.61

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

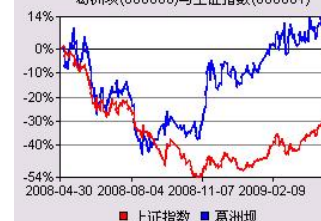
公司评级

买入

当前价格(元)	10.56
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	-5.21%	15.16%	7.40%
上证综指	4.00%	23.99%	-33.17%

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。

事件

葛洲坝今日公告2009年第一季度报告，报告显示公司2009年第一季度实现营业收入54.86亿元、利润3.27亿元、净利润2.58亿元，分别同比增长54.62%、59.51%和36.37%，全面摊薄的EPS是0.155元，基本符合我们的预期。

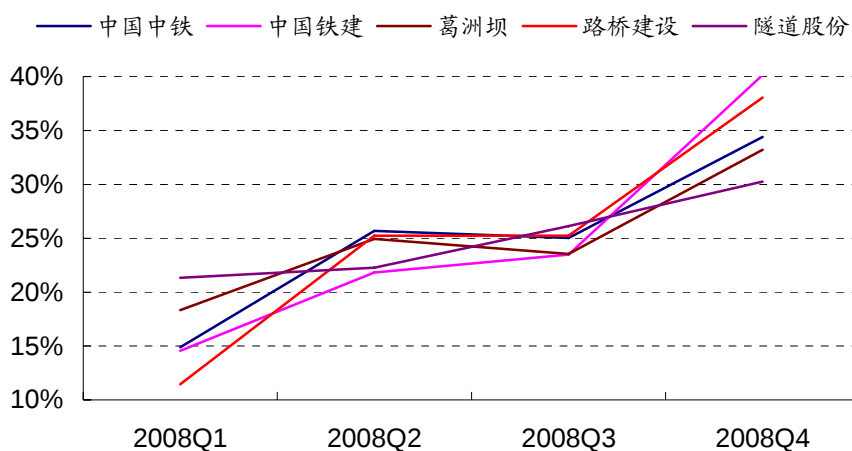
一季度经营与财务数据分析

多因素确保收入持续大幅增长

公司2008年第一季度营业收入同比增长54.62%，确保收入强劲增长的首要因素正是公司工程施工业务丰足合同储备逐步结算的必然结果。根据我们按照新签合同明细对公司2009年的收入预测，2009年公司将实现营业收入268.94亿，以此计算，一季度完成比例为20.4%，考虑到施工企业的结算收入的季节性差异，从分季度的收入完成情况来看，一季度占全年收入之比最低，我们选择的样本公司计算值约为16%，葛洲坝2008年第一季度占全年收入之比为18%，因此从各个指标来看，公司2009年的实际营业收入达到我们的预测数值基本没有疑问。

此外，我们认为民爆业务和水泥产能逐步释放也对公司一季度收入的高增长有明显贡献。根据我们从公司网站获取的信息，以易普力民爆公司的攀枝花分公司一季度经营情况来看，一季度炸药生产较去年同期增长68%，实现产值同比增长106%，而利润同比大幅增长329.2%，炸药提价和主要原材料硝酸铵价格大幅回落所带来的双重盈利拉升效应开始显现，我们预期随着炸药新增产能的逐步释放，2009年公司民爆业务盈利仍旧延续高增长。在水泥业务方面，2008年10月份投产的200万吨子陵项目经过试运行后已全面投产，随着水泥板块新建产能的逐步释放，我们预计2009年公司水泥业务将实现收入和盈利的超常规大幅增长。

图 1：部分建筑施工企业 2008 年分季度营业收入占全年收入之比情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

毛利率稳定，费用率下降

公司2009年第一季度的整体毛利率水平16.5%，环比提高而同比有所下降，高于2008年全年水平15.92%，我们认为施工企业的季度性毛利率变动在稳定的情况下不具备较大的参考意义，除非发生较大变动需要我们深入分析。

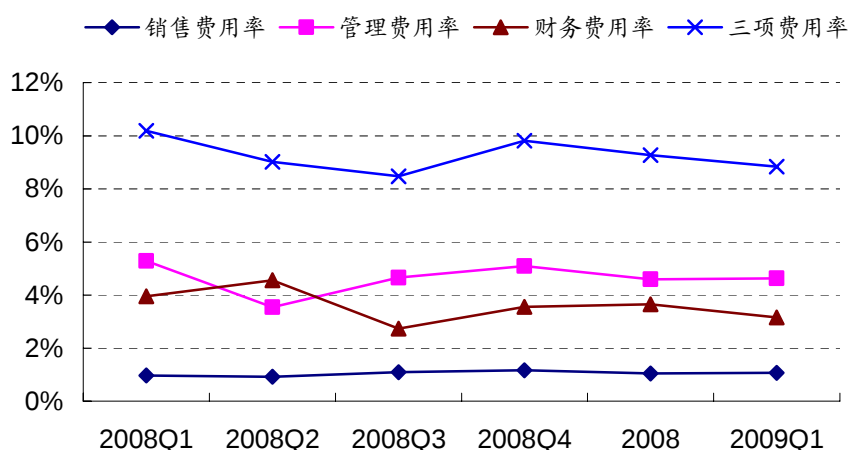
费用率方面，公司2009年一季度的综合费用率为8.84%，较2008年全年水平9.27%下降0.43个百分点，较为明显。销售费用率与管理费用率基本保持稳定，而财务费用率下降明显，环比下降0.4个百分点，较2008年全年下降0.5个百分点，在贷款大幅增加的前提下财务费用率趋于下降说明降息效应已经开始显现。

图 2：公司分季度毛利率情况



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图 3：公司分季度费用率变化情况



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

低所得税效应消失导致净利润增速低于利润增速

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%。

正如我们判断，从公司2009年一季度可以清晰地看到这种变化，公司一季度所得税费用同比大幅增加602.5%，实际所得税税率由2008年的8.4%大幅上升至16.14%。正是由于低所得税效应消失从而使得净利润增速低于利润增速。

业绩预测与估值

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。

此外，随着公司投资业务效应的逐步释放，多因素驱动的全面增长时期已经到来。水泥业务今年将实现产量和盈利的跨越式增长，我们的盈利预测也将对2009年水泥业务盈利情况进行调整；民爆业务在价格提升、产能释放和成本下降的三重利好下也将迎来盈利的大幅增长；考虑到水力发电业务2008年巨亏因素和高速公路车流量下降因素基本消除，至少该两项业务不在为公司产生负面的盈利影响。

我们根据最近的调研情况大幅提高水泥业务的盈利预测，适当降低高速公路业务盈利预测值，其他基本维持不变，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268.94亿元、365.86亿元和461.04亿元，各年实现的净利润分别为12.08亿元、16.26亿元和20.34亿元；按现行股本计算的每股收益分别为0.7256元、0.9766元和1.2212元。对应现在股价的2009年和2010年P/E分别为14.55倍和10.81倍，与同类可比公司相比明显低估，维持“买入”评级，目标价15元。

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。

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

公告点评：水泥产能集中释放引致盈利大幅提升	王飞	2008-04-02
公告点评：一季度签单符合预期，大建筑格局效应凸显	王飞	2009-04-01
公司 2008 年年报点评：大建筑格局下的全面增长已经到来	王飞	2009-03-05
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

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。