

建筑工程行业研究小组
 联系人: 王小勇
 0755-82960440
 wxy@cmschina.com.cn

2009年6月1日

葛洲坝(600068.SH)/11.23 元

经营稳定，双重因素或将提升公司业绩动力

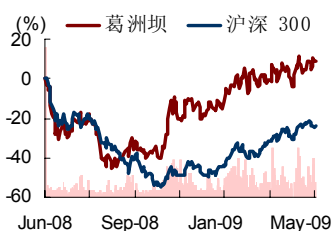
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 14 元

基础数据

总股本(万股) 166541
 流通股本(万股) 78582
 总市值(亿元) 187
 流通市值(亿元) 88
 52周股价 5.5-11.6 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	36	19
相对表现	6	-15	42



相关报告

1、《葛洲坝(600068)——主业回归，业绩持续增长可期》
 02/27/2008

5月19日，我们针对公司的经营情况进行了调研。目前主业经营进展良好：施工业务订单稳步增长；水泥业务、爆破业务爆发在即；高速公路运营业务潜力巨大。随着公司配股以及权证行权方案的推进，预计这两个因素将进一步提升公司业绩，从而促进股价再上一个台阶。

□ 公司主业经营进展良好

➢ 建筑施工业务

公司盈利80%来自建筑。目前建筑施工业务仍然主要是水电工程一块，水电业务占建筑施工的30~40%。我国4万亿投资主要投向“铁工基”，水电投入不大，大型水电投资主要依靠五大电力集团。现在五大电力集团亏损比较严重，在一定程度上制约了大型水电建设的投资的大规模投入。正是由于水电目前基本上是企业在投，各地政府基本不投，因此，目前公司小水电施工业务比较多。

目前水电工程市场增长幅度不大，每年市场为500亿元左右，主要是五大集团投资，资源被其垄断，但由于其自身经营亏损，投入不可能大规模。未来的市场前景较好，我国水电资源开发由早期的5%到目前30%左右，还有70%左右的空间；如金沙江将有4个大型水电项目要建设，目前有两个在开工（向家坝、溪落渡水电站），如果4个全部完工，相当于2个三峡大坝；

水电工程市场承包商主要是两大头即公司和中水，葛洲坝占25%、中水占50%以上，其他为其他公司。现在大型项目均为这两家公司垄断。人员方面公司要弱于中水，中水20万人，公司3万人；而从经济指标上看，公司各单项指标优于中水。

除水电工程业务外，公司现在还向非水电业务发展。公司未来重点将发展非水电业务，预计占比达到60%左右；非水电工程业务主要是高速公路工程业务，占总营收的10%以上。

目前手上订单800亿元，09年到目前为止为止新签合同为150亿元左右；公司09年新签合同目标保400亿争500亿；

公司毛利率在13%左右，比其他建筑企业高，原因如下：a、公司直接管项目；b、进入市场最早，87年进入，市场的适应性较好；c、品牌好，公司与中水原来是一家，后来分家，现在是竞争对手，公司品牌优于中水。

应收款问题不大，主要是质保金等。为保证营收账款的质量，公司采取“三不投”政策：低价不投、垫资不投、条件苛刻不投，主要是怕变更索赔不被业主承认。变更索赔是建筑公司重要的收入来源；一般为合同总金额10%左右。

公司目前任务比较饱满，即便3年不接业务都能生存；

海外业务毛利率比国内稍高，目前最大的风险还是汇率风险，早期投的风险较大，公司早期海外项目不是特别多。公司海外项目成气候主要是在07年，因此汇率风险相对较小。09年1季度海外业务达到5000万净利润。

➤ 水泥业务

公司水泥业务是最近两年才开始大规模投入，当初只有 400 万吨的产能，目前达到 1140 万吨，9 月份前还有 3 个厂要投产；预计 09 年底达到 1850 万吨，10 年产能将达到 2000 万吨左右。

水泥基本上是现款现货，供不应求，公司在 2000 年的时候，水泥产量比华新大，300 万吨（葛洲坝）对 200 万吨（华新）；主要是公司当时认为水泥不赚钱，才未大规模发展水泥业务。

09 年年度计划完成 30 亿的销售收入，含税利润 2~3 个亿，1 季度 5000 万左右；（08 年 13 个亿）公司 10 年目标是 50 亿元产值，含税利润 5 个亿。

大坝水泥是高标水泥，主要是老厂生产。新型干法水泥主要用于外销，由荆门、当阳、兴山、宜城、嘉鱼、老河口水泥厂生产。

水泥原材料：矿山不成问题，主要是煤炭；公司煤炭主要来自河南、山西，长期协议。

➤ 爆破业务

公司 08 年炸药产能达到 17.5 万吨，位居全国第二，炸药年产量首次突破 10 万吨，混装炸药突破 2.5 万吨，均创历史新高；09 年公司爆破业务还有 2 条线要投入，预计 09 年销售 12 万吨左右，达到 1 个亿的净利润；09 年效益预计要比 08 年好，主要是 08 年下半年价格上涨较快；随着 4 万亿投资计划的推进，大量的基建工程上马，09 年炸药价格又在猛涨，预计该业务效益持续向好。

未来将可能通过兼并、重组做大该业务，目标是全国老大。目前公司炸药产能与第一相比，差 7~8 万吨左右。

➤ 高速公路 BOT 业务

高速公路 BOT 项目现在占用资金较大，预计达到 80~90 个亿，占了 1/3 左右公司资产。BOT 项目在可研计算时，前 5 年都是亏损；并且高速公路运营前期压力较大。

而从长远来看，高速公路效益比较好，后续投入较少，收入稳定，将成为公司的“现金提款机”。09 年前主要是荆襄高速、09 年后加上大广北、之后内遂高速未来也将运行。

大广北高速 09 年效益不确定。主要原因是现在国家出台了规定：高速公路 2 年内试运行，试运行期间将利息资本化；试运行期间的收入冲减投资；高速公路运营以无形资产折旧。

09 年高速公路运营业务收入将与 08 年保持稳定。国家目前取消二级公路收费，对公司高速公路业务有短期影响。但预计由于过度使用，二级公路寿命将被压缩。未来运输仍还需转到高速公路上来。

□ 其他业务如地产、水力发电等对利润贡献甚微，可以忽略不计

➤ 水力发电业务

公司目前现有 4 座水电站。

公司小水电以前投入了 4 个左右，未来还将投资新疆的一个小水电。

➤ 房地产业务

公司目前土地储备近 1000 亩左右，基本集中在宜昌。目前土地储备偏少的主要原因公司的房地产业务起步较晚。

房地产销售预计目前还未能形成较大规模，如果现在赶工，预计高峰期在 2010 年底左右出现；

公司 5 月 7 日公告的土地置换，评估增值近 2 个亿，进入当期损益。

□ 乐观看待 09 年的业绩增长

从公司目前的经营情况来看，一季度净利润增速达到 40%，预计全年的净利润增速比较客观。公司盈利分部较多 1 季度仅财务公司的盈利达到 1 个亿左右。

预计 09 年利率下降将给公司增加净利润 1 个亿左右。

目前金融资产较多。2008 年底，公司可供出售的金融资产达到 11 亿元以上，随着 09 年股市行情的上涨，这部分资产价值也大幅提升。这部分金融资产对利润的增厚将起到重要的作用。目前公司正部分销售这些金融资产，未来将逐步售完。

□ 业绩动力因配股及权证行权而获得提升

配股方案已定，10 配 3，融资金额为 21 亿元左右，主要全部用于内遂高速公路的 BOT 项目建设。

2010 年元旦后，公司权证行权，初始行权价为 9.19 元。

这两个方案的实施将大幅提升公司的业绩动力，有利于股价进一步上涨。

□ 我们认为，目前股价 11.63 元（6 月 1 日收盘价）被低估，随着公司主业的不断向好，以 09 年 EPS0.68 元来估值，给予对应 20 倍 PE，目标价 14 元。

参考报告：

1、《葛洲坝（600068）—主业回归，业绩持续增长可期》02/27/2008：

我们指出公司通过整体上市实现了水电工程承包主业回归，使得公司的业绩呈爆发式增长。

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。主要研究建筑工程、建材行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对基建行业研究深刻，看好铁路基建、城市轨道交通子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。