

施工订单饱满，盈利稳健增长

葛洲坝 2009 年下半年投资视点

报告关键点：

- 施工业务订单保持高增长
- 民爆水泥形成盈利支柱
- 地产压力缓解，盈利贡献不大

报告摘要：

葛洲坝是我们下半年最看好的建筑施工股票之一。公司业务相对较多，因此，投资葛洲坝即具有一定的防御性，也可以享受经济复苏拉动的下游产业盈利反转。

- 施工业务订单保持高增长：葛洲坝2008年开始转变建筑业发展思路，不再局限于水电工程，公司非水电工程比例大幅增加，尤其是去年开始成功涉足铁路施工。我们认为，国家加大基建来拉动经济为公司承接国内工程订单奠定了良好的基础。随着下半年全球经济的复苏，海外的订单量有望获得恢复性增长。从工程订单看，我们估计今年新接订单量将超过400亿元，葛洲坝仍是未完工施工订单与工程业务收入比值最高的建筑企业，这为公司盈利稳健增长奠定了基础。施工业务的风险在于毛利率能否保持现有水平。
- 民爆水泥形成盈利支柱：葛洲坝在建的嘉鱼、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，公司水泥产能达到1700多万吨。受益于经济复苏和房地产业转暖，我们估计湖北省水泥需求将保持旺盛，但由于新建产能较多，鄂西地区好于鄂东地区的趋势未变。另外，由于葛洲坝还从事房地产业务，部分水泥可以自给，也缓解了水泥的销售压力。公司是全国第二大民爆企业，主要市场集中在西南地区，基建的大规模建设使得民爆产品需求不成问题，关键是目前较高的毛利率水平的持续时间。随着新增产能的投放，我们估计今年公司的民爆盈利增长超过50%。
- 其他业务盈利贡献不大：相比三大主业，其他业务对公司的盈利贡献不大。值得关注的是，随着房地产业的复苏，葛洲坝在武汉市地产高位拿到的土地的开发压力得到缓解。资本市场转暖后，公司的股权投资变现将公司投资项目提供资金。从盈利方面看，我们估计未来三年公司的复合增长率超过30%，具有较好的安全边际。我们维持公司今年0.69元和明年0.91元的esp预测（未考虑可分离债行权及配股的影响），公司估值相对其他建筑股具有吸引力，我们维持“买入-B”的投资评级和14元的6个月目标价。

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

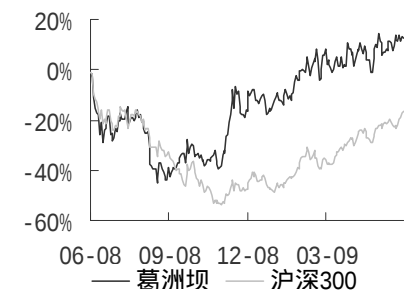
现价： 11.34 元

报告日期： **2009-06-04**

市场数据

总市值(百万元)	18,885.74
流通市值(百万元)	8,911.17
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	5.39/11.68 元
十大流通股东(%)	13.77%
股东户数	171,908

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.46)	(22.97)	29.13
绝对收益	2.36	6.29	12.41

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

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	30.6	23.3	16.6	12.5	9.7
市净率	3.0	3.4	2.7	2.1	1.8
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	18.3	14.7	12.0	9.9	8.1
股息收益率	0.2%	1.1%	1.2%	1.6%	2.1%

前期研究成果

葛洲坝：盈利稳健增长，业绩符合预期

2009-04-30

葛洲坝：主业发展态势良好，持续增长可期

2009-04-13

葛洲坝：施工业务高增长 民爆业务锦上添花

2009-03-06

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-6-4**

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%	1.2%	1.6%	2.1%
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)	30.6	23.3	16.6	12.5	9.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	3.4	2.7	2.1	1.8
财务费用	217.2	288.5	653.2	870.0	980.8	P/FCF	-	-78.0	32.0	-241.1	11.8
投资收益	-144.1	-85.3	-100.0	-105.0	-110.0	P/S	1.6	1.0	0.7	0.5	0.4
少数股东损益	73.1	35.6	66.4	88.0	113.2	EV/EBITDA	18.3	14.7	12.0	9.9	8.1
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	0.7	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	1.6	1.2	1.2	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	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	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