

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

2009年8月13日

葛洲坝(600068.SH)/12.64元

业绩逐步释放, 上调公司盈利预测

工业·建筑工程

目标估值: 15元

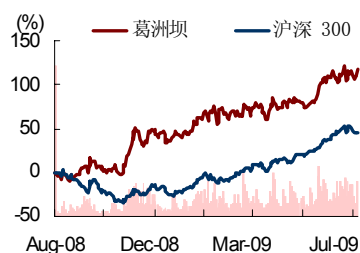
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3265
总股本(万股)	166541
已上市流通股(万股)	78582
总市值(亿元)	223
流通市值(亿元)	105
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	19.2
资产负债率	83.1%
主要股东	中国葛洲坝集团公司
主要股东持股比例	43.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	34	78
相对表现	-1	-18	42



相关报告

- 1、《葛洲坝(600068)一业绩爆发, 估值偏低》2009/06/30
- 2、《葛洲坝(600068)调研记录一经营稳定, 双重因素或将提升公司业绩动力》2009/06/01
- 3、《葛洲坝(600068)一主业回归, 业绩持续增长可期》02/27/2008

报告期内, 公司实现营业收入 117 亿元, 比上年同期增长 40.43%; 营业利润 6.81 亿元, 比上年同期增长 62.98%; 归属于母公司所有者的净利润 5.93 亿元, 比上年同期增长 58.64%, 基本每股收益为 0.36 元。

- **受益 4 万亿投资政策的刺激, 三大主业增长迅速。**上半年, 公司三大业务即建筑施工、水泥销售、民用爆破业务实现了高速增长。其中, 施工业务增速达到 37%, 民用爆破业务增长达到 50% 左右, 尤其是水泥业务增长超预期, 达到 107%。
- **营业利润率显著提升。**上半年, 公司营业利润率为 5.8%, 比 08 年同期增长了 0.8 个百分点。我们认为, 营业费用率的大幅增长主要得益于公司三项费用率的大幅降低, 09 年上半年三项费用为 8.28%, 比 08 年同期下降了 1.02 个百分点。
- **2 季度单季度业绩增长迅猛。**二季度, 归属母公司净利润同比增长 82%, 环比增长 30%。与我们预期的一样, 二季度投资收益达到 9800 万元, 环比增长达到 1538%。投资收益的巨增, 为公司业绩更上一层楼奠定了坚实的基础。
- **新签合同大幅增长尤其是非水电业务新签合同的大幅增长, 有效地保证了公司持续发展。**2009 年上半年, 公司建筑工程新签合同 252.85 亿元, 占全年签约计划 300 亿元的 84.2%, 同比增长 15.85%, 其中: 新签约国内项目 223.35 亿元, 占国内签约年计划 200 亿元的 111.6%, 同比增长 85.69%。充足的合同储备, 为公司持续发展奠定了坚实的基础。值得注意的是, 公司在非水电建筑市场的开拓上取得重大进展, 非水电新签合同额占新签总合同额的 59.1%, 首次非水电业务新签合同额超过水电业务。
- **预估 09、10 年业绩分别为 0.81 元、1.17 元。**同比增长 66%、45%; 我们上调公司 09 年 EPS0.06 元、10 年 EPS0.12 元。
- **维持“审慎推荐-A”的投资评级:** 公司配股方案及权证的行权提升了公司做业绩的动力; 然而, 配股是一把“双刃剑”, 配股相应摊薄公司 EPS, 经测算, 摊薄后 09 年 EPS 仅为 0.63 元, 这在一定程度上限制了公司股价的上升空间。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	12005	19370	27723	35348	42726
同比增长	28%	61%	43%	28%	21%
营业利润(百万元)	680	869	1481	2166	2924
同比增长	97%	28%	70%	46%	35%
净利润(百万元)	618	811	1346	1947	2611
同比增长	167%	31%	66%	45%	34%
每股收益(元)	0.37	0.49	0.81	1.17	1.57
PE	34.1	26.0	15.6	10.8	8.1
PB	3.9	4.6	3.8	3.0	2.3

资料来源: 招商证券

表 1: 09 年中期业绩回顾

(百万元)	07H1	07H2	08H1	08H2	09H1	同比	环比
营业收入	912	7250	8376	10994	11763	40%	7%
营业毛利	320	1192	1366	1719	1826	34%	6%
营业费用	49	96	77	124	119	55%	-4%
管理费用	91	358	349	540	496	42%	-8%
财务费用	114	227	353	353	359	2%	1%
投资收益	9	114	51	34	104	104%	206%
营业利润	56	313	418	452	681	63%	51%
所得税	14	48	48	29	104	117%	255%
归属母公司净利润	44	384	374	437	593	59%	36%
EPS (元)	0.03	0.23	0.22	0.26	0.36	-	-

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	同比	环比
营业收入	375	537	2778	4473	3548	4828	4561	6432	5486	6277	30%	14%
营业毛利	121	199	572	620	603	762	668	1050	905	921	21%	2%
营业费用	19	30	34	62	32	44	50	75	58	61	36%	4%
管理费用	36	55	171	187	178	171	212	327	254	242	42%	-4%
财务费用	57	48	55	68	57	56	83	144	133	220	289%	65%
投资收益	4	5	45	69	2	49	26	8	6	98	102%	1538%
营业利润	6	50	263	136	177	241	191	261	298	383	59%	28%
归属母公司净利润	8	36	295	89	189	184	169	268	258	335	82%	30%
EPS (元)	0.00	0.02	0.18	0.05	0.11	0.11	0.10	0.16	0.16	0.20	82%	30%
主要比率												
毛利率	32.3%	37.0%	20.6%	13.9%	17.0%	15.8%	14.7%	16.3%	16.5%	14.7%	-1.1%	-2%
营业费用率	5.2%	5.5%	1.2%	1.4%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	0.0%	0%
管理费用率	9.6%	10.3%	6.2%	4.2%	5.0%	3.5%	4.7%	5.1%	4.6%	3.9%	0.3%	-1%
财务费用率	15.3%	8.9%	2.0%	1.5%	1.6%	1.2%	1.8%	2.2%	2.4%	3.5%	2.3%	1%
三项费用率	30.1%	24.8%	9.3%	7.1%	7.5%	5.6%	7.5%	8.5%	8.1%	8.3%	2.7%	0%
营业利润率	1.5%	9.3%	9.5%	3.0%	5.0%	5.0%	4.2%	4.1%	5.4%	6.1%	1.1%	1%
有效税率	1.4%	1.6%	0.4%	0.8%	0.2%	0.8%	0.4%	0.2%	1.0%	0.8%	0.0%	0%
净利率	2.0%	9.2%	11.0%	2.7%	5.6%	4.1%	4.1%	4.1%	5.0%	5.8%	1.7%	1%
YoY												
收入	-8%	8%	27%	42%	845%	799%	64%	44%	55%	30%	-	-
归属母公司净利润	40%	27%	386%	-5%	2232%	419%	-43%	203%	36%	82%	-	-

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 3：09 年中期业绩回顾

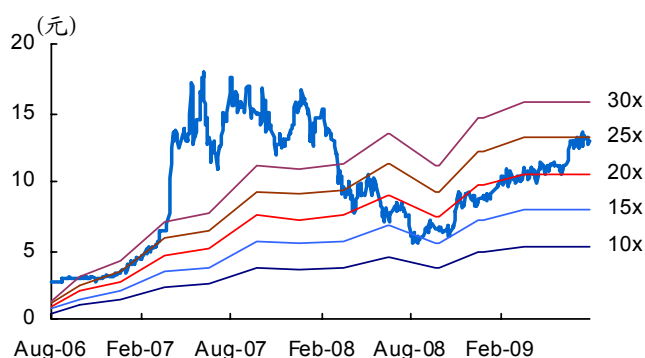
收入（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
工程承包施工	426	9300	15567	21794	27242	32691
水泥生产	714	791	1315	2630	4077	5096
民用爆破业务	387	518	738	1070	1338	1538
房地产	0	0	307	292	394	611
高速公路营运	260	314	278	278	292	423
其他业务	0	958	261	392	412	453
水力发电	65	124	141	176	202	232
合计	1852	12005	18607	26632	33957	41045
收入（YOY）						
工程承包施工	-21.4%	2083.4%	67.4%	40.0%	25.0%	20.0%
水泥生产	20.0%	10.8%	66.2%	100.0%	55.0%	25.0%
民用爆破业务	36.2%	33.7%	42.6%	45.0%	25.0%	15.0%
房地产	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-5.0%	35.0%	55.0%
高速公路营运	68.8%	21.0%	-11.6%	0.0%	5.0%	45.0%
其他业务	#DIV/0!	#DIV/0!	-72.7%	50.0%	5.0%	10.0%
水力发电	-7.2%	90.8%	13.4%	25.0%	15.0%	15.0%
合计	469.0%	28.2%	61.3%	43.1%	27.5%	20.9%
毛利（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
工程承包施工	64	1144	2028	2903	3637	4389
水泥生产	143	166	249	538	897	1172
民用爆破业务	86	175	231	342	441	523
房地产	0	0	41	44	63	104
高速公路营运	212	224	204	206	219	326
其他业务	0	233	73	110	121	140
水力发电	36	72	87	111	131	156
合计	541	2015	2912	4253	5510	6810
毛利（YOY）						
工程承包施工	-10.1%	1684.8%	77.2%	43.2%	25.3%	20.7%
水泥生产	18.9%	15.5%	50.2%	116.1%	66.7%	30.7%
民用爆破业务	60.8%	103.8%	32.1%	48.0%	28.9%	18.5%
房地产	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	7.1%	44.0%	64.7%
高速公路营运	48.2%	5.8%	-9.1%	1.0%	6.4%	48.9%
其他业务	#DIV/0!	#DIV/0!	-68.8%	50.7%	10.6%	15.6%
水力发电	-21.7%	100.1%	19.6%	27.9%	18.7%	18.5%
合计	24.6%	272.1%	44.5%	46.1%	29.5%	23.6%
毛利率	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
工程承包施工	15.1%	12.3%	13.0%	13.3%	13.4%	13.4%
水泥生产	20.1%	20.9%	18.9%	20.5%	22.0%	23.0%
民用爆破业务	22.2%	33.8%	31.3%	32.0%	33.0%	34.0%
房地产	#DIV/0!	#DIV/0!	13.3%	15.0%	16.0%	17.0%
高速公路营运	81.4%	71.2%	73.3%	74.0%	75.0%	77.0%
其他业务	#DIV/0!	24.3%	27.9%	28.0%	29.5%	31.0%
水力发电	55.7%	58.4%	61.6%	63.0%	65.0%	67.0%
综合毛利率	29.2%	16.8%	15.6%	16.0%	16.2%	16.6%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

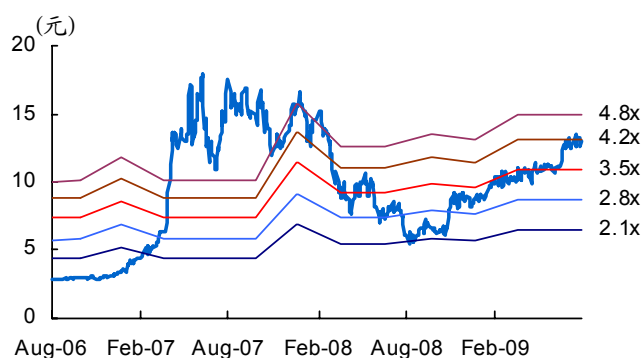
表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12005	19370	27723	35348	42726
营业成本	9991	16285	23296	29612	35637
营业税金及附加	336	496	721	919	1111
营业费用	148	201	277	353	427
管理费用	679	889	1275	1626	1965
财务费用	323	706	773	786	792
资产减值损失	(7)	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	144	85	100	115	130
营业利润	680	869	1481	2166	2924
营业外收入	120	89	89	89	89
营业外支出	47	35	35	35	35
利润总额	753	924	1535	2221	2978
所得税	62	78	130	189	253
净利润	691	846	1405	2032	2725
少数股东损益	73	36	59	85	114
归属于母公司净利润	618	811	1346	1947	2611
EPS (元)	0.37	0.49	0.81	1.17	1.57

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 1: 葛洲坝历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 葛洲坝历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《葛洲坝（600068）—业绩爆发，估值偏低》2009/06/30

2、《葛洲坝（600068）调研记录—经营稳定，双重因素或将提升公司业绩动力》2009/06/01

我们指出主业经营进展良好：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。

3、《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。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	11375	15404	18724	24756	31082
现金	2330	3268	2036	3527	5506
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	85	64	83	106	128
应收款项	1124	1352	1767	2253	2724
其它应收款	1506	1646	2356	3005	3632
存货	4251	6813	9755	12400	14923
其他	2078	2262	2726	3465	4170
非流动资产	14761	16299	15790	15048	14400
长期股权投资	112	707	707	707	707
固定资产	7644	5130	5702	5334	5012
无形资产	1472	5017	4515	4064	3657
其他	5533	5446	4867	4943	5024
资产总计	26135	31703	34514	39803	45482
流动负债	12060	14766	16369	20113	23719
短期借款	3779	3775	2500	3000	3500
应付账款	2383	2869	4100	5212	6272
预收账款	2748	4071	5824	7403	8909
其他	3150	4051	3945	4498	5038
长期负债	7833	11455	11595	11595	11595
长期借款	6984	9967	9967	9967	9967
其他	848	1488	1628	1628	1628
负债合计	19893	26222	27964	31708	35314
股本	1665	1665	1665	1665	1665
资本公积金	2400	923	923	923	923
留存收益	1313	1969	2978	4438	6396
少数股东权益	865	924	983	1069	1183
母公司所有者权益	5378	4557	5567	7027	8985
负债及权益合计	26136	31703	34514	39803	45482

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	205	866	2275	2599	3243
净利润			1346	1947	2611
折旧摊销			1241	1193	1098
财务费用			773	786	792
投资收益			(100)	(115)	(130)
营运资金变动			(1066)	(1391)	(1332)
其它			81	179	205
投资活动现金流	(1715)	(3738)	(652)	(450)	(450)
资本支出			(350)	(350)	(350)
其他投资			(302)	(100)	(100)
筹资活动现金流	2680	3870	(2855)	(658)	(814)
借款变动			(1984)	500	500
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(336)	(487)	(653)
其他			(534)	(671)	(662)
现金净增加额	1170	998	(1232)	1491	1979

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12005	19370	27723	35348	42726
营业成本	9991	16285	23296	29612	35637
营业税金及附加	336	496	721	919	1111
营业费用	148	201	277	353	427
管理费用	679	889	1275	1626	1965
财务费用	323	706	773	786	792
资产减值损失	(7)	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	144	85	100	115	130
营业利润	680	869	1481	2166	2924
营业外收入	120	89	89	89	89
营业外支出	47	35	35	35	35
利润总额	753	924	1535	2221	2978
所得税	62	78	130	189	253
净利润	691	846	1405	2032	2725
少数股东损益	73	36	59	85	114
母公司所有者净利润	618	811	1346	1947	2611
EPS (元)	0.37	0.49	0.81	1.17	1.57

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	28%	61%	43%	28%	21%
营业利润	97%	28%	70%	46%	35%
净利润	167%	31%	66%	45%	34%
获利能力					
毛利率	16.8%	15.9%	16.0%	16.2%	16.6%
净利率	5.1%	4.2%	4.9%	5.5%	6.1%
ROE	11.5%	17.8%	24.2%	27.7%	29.1%
ROIC	5.3%	7.2%	10.8%	12.8%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	76.1%	82.7%	81.0%	79.7%	77.6%
净负债比率	42.1%	45.6%	36.1%	32.6%	29.6%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.5	2.9	2.8	2.7	2.6
应收帐款周转率	13.0	15.6	17.8	17.6	17.2
应付帐款周转率	5.3	6.2	6.7	6.4	6.2
每股资料(元)					
每股收益	0.37	0.49	0.81	1.17	1.57
每股经营现金	0.12	0.52	1.37	1.56	1.95
每股净资产	3.23	2.74	3.34	4.22	5.39
每股股利	0.12	0.13	0.20	0.29	0.39
估值比率					
PE	34.1	26.0	15.6	10.8	8.1
PB	3.9	4.6	3.8	3.0	2.3
EV/EBITDA	35.7	23.0	14.5	12.2	10.5

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。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业，重点研究公司有宏润建设、中铁二局、中国中铁、中国铁建、中材国际、葛洲坝等。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面挖掘上市公司潜力，并成功推荐了宏润建设、中铁二局等多只个股。

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

免责条款

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。