

2009 年 9 月 21 日

葛洲坝

业绩释放动力强劲

A
买入

600068.SS – 人民币 11.96

目标价格: 人民币 15.30

李攀

 (8610) 6622 9073
 pan.li@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对 (%)	35	5	8	89
相对新华富时				
A50 指数 (%)	(30)	6	7	32

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,665
流通股 (%)	47
流通股市值 (人民币 百万)	9,398
3个月日均交易额 (人民币 百万)	295
净负债比率 (%)	229
主要股东 (%)	
葛洲坝集团	44

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

支撑评级的要点

- 施工项目在手订单充足，业绩释放加快。
- 水泥、民爆盈利增长迅速。预计水泥 09 年税前利润 2 亿以上；预计 09 年民爆业务税前利润接近 2 亿。
- 估值相对便宜，配股价格低。后续触发因素不断。

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动过大。
- 扩展过快引发的资金链问题。
- 海外业务工程风险、汇率风险。

估值

- 我们维持目前的目标价以及**买入**评级

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	12,005	19,370	26,851	34,223	40,381
变动 (%)	28	61	39	27	18
净利润 (人民币 百万)	605	811	1,262	1,673	1,993
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.363	0.487	0.758	1.004	1.196
变动 (%)	42.0	34.1	55.6	32.6	19.1
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	-	-	-
先前预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.758	1.004	1.196
调整幅度 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0
核心每股收益 (人民币)	0.321	0.461	0.735	0.981	1.173
变动 (%)	41.0	43.5	59.3	33.6	19.5
全面摊薄市盈率 (倍)	33.0	24.6	15.8	11.9	10.0
核心市盈率 (倍)	37.2	25.9	16.3	12.2	10.2
每股现金流量 (人民币)	0.12	0.52	0.76	0.94	1.35
价格/每股现金流量 (倍)	97.3	23.0	15.6	12.7	8.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	22.7	14.7	11.4	9.5	8.5
每股股息 (人民币)	0.000	0.130	0.205	0.271	0.323
股息率 (%)	0.0	1.1	1.7	2.3	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>， firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司配股进展情况。公司配股 8 月 7 日审核通过，正在等待批文。我们预计公司有望在 10 月底前完成配股。预计根据募集资金额 21 个亿，10 配 3 方案测算的每股 4.2 左右的配股价不会有大的变化。配股项目内遂处在骨干道路的节点位置，经济效益好，同时将对灾后重建发挥积极作用。公司配股后，净资产将发生大的变化，公司方面存在年底送股可能。

迄今生产经营情况更新。年内迄今公司已经实现 300 多亿新签合同，提前完成全年计划。我们预计年内新签订单总额可能在 800 亿以上，有望大大超出目前市场 400-500 亿左右的预期。非水电项目在新签合同中的比例超出 60%，提升了公司抗风险能力。公司力争 09 年底水泥产能达到 2,000 万吨，保守一点看可以达到 1,850 万吨。我们预计水泥今年税前利润 2 亿以上；预计 10 年水泥收入 50 亿，税前利润 5 亿以上。民爆业务方面，09 年上半年民爆税前利润接近 9,000 万，预计全年税前利润预计接近 2 亿。公司目前有近千亩土地储备；预计地产业务明年结算 1 个多亿净利，主要来世纪花园项目，目前均价在 5,000 元以上。

公司未来整体战略布局。从国资委对该公司三大主业的定义来看，一大主业是建筑承包；第二大主业是投资；第三大主业是资源。建筑承包主业方面，首先该公司完成了大建安格局的转换，从传统建设水电站业务转变成各类型工程项目承包商；其次，该公司国际化步伐加快，业务范围遍布全世界；再次，该公司完成劳务密集向知识密集型的演化，目前国外项目现场有两万人，而葛洲坝自己的项目人员只有 1,000 多人，该公司控制的是知识密集型的环节。投资业务方面，该公司完成了劳动密集型向资源型的转变，变身有资源的投资者：投资地产、投资水泥、投资民爆、投资电站、投资公路、投资金融。投资业务具体表现在从 380 万吨老水泥企业出发，迅速在年内实现 2,000 万吨产能。该公司的水泥业务目前做到了集团型、区域控制型、环保型、节能型，在全国 6,000 多家水泥厂中目前排名前十。民爆业务属于高利润、高风险、高垄断、地方保护强的行业，公司在三峡大坝建设中展现了优秀的爆破能力，目前排名全国第二，正在努力争取全国行业龙头。在高速公路投资，例如内遂项目上，公司享受到一系列政策性优惠。投资金融业务领域，公司是长江电力(600900.SS/人民币 13.44, 买入)发起人，也是其他一些公司的战略投资者。第三大主业属于中长期规划，将逐步部署新疆资源战略。短期来看，在 4 万亿刺激下，民爆和水泥利润释放快，属于公司的短平快项目。国际上水泥价格较高，不过公司对于在境外的水泥业务扩张持谨慎态度。后续投资项目，预计中长期陆续进入收益期。

公司管理层对施工业务毛利率的展望。公司认为项目管理是毛利率提升的很大一个关键，同样的土石方，材料、设备、人员的搭配也是有讲究的，工程管理能力的高低是直接关系毛利率的；公司认为从目前非水电业务毛利率来看，其毛利率并不比水电工程差，因此未来非水电业务比例增加，应该不会拖累毛利率；在国际业务加大的背景下，公司已经从过去的失败中取得经验教训，注意风险防范措施，例如结算币种的选择，例如报价是不追求低价中标，而是性价比取胜；此外，毛利率的提升也是通过变化来获得的。项目工期一般较长，中间有很多设计变更，其实每次设计变更，都带来了新的机会。举例来说，该公司 2006 年有个 1.98 亿美元的加纳项目，后来施工延迟了很久，中间出现很多变数，今年合同继续执行，合同金额已经变更为 2.73 亿美元。从这几个因素来看，公司认为毛利率还是不会出现大的不利变化。

其他情况补充。公司在非水电项目上也有优势，因为公司技术实力雄厚，资质等级高，人才队伍强。未来水泥实际产能将超出该公司设计产能，另外水泥定价也是自主的。该公司水泥业务是等量淘汰概念，不是纯粹新增概念，目前该公司区域控制力增强，定价能力增强。该公司民爆业务还在扩张，不过目前收购价格提升较快。该公司目前三大主业（如上面所述），六大板块（建筑施工、水泥、民爆、地产、公路运营、资源），水利水电属于该公司长远规划部分，可以算做第七个板块，新疆水电开发长远将是公司业务新的增长点。地产业务方面，该公司在宜昌有十几平方公里土地，该公司获取土地的成本较低，拿地上优势很大。对于这十几平方公里土地，该公司将其看做战略储备，逐年挂牌，逐年开发。从订单来看，上半年国内订单同比增长 89%，海外业务订单下滑，海外业主支付能力以及汇率环境出现较大变化。公司吃一堑长一智，在 08 年前吃了不少亏，也长了不少经验。08 年以来海外业务结算良好，利润率也较高。该公司也采取更多措施规避风险，例如马里项目上，商定是人民币结算的。未来五年长期目标，国际收入将在建筑施工收入中的占比达到 50%，其他投资类业务实现相辅相成，人才实现国际化多元化。公司将做好多元化战略的平衡，把握投资业务的节奏和力度，实现平衡发展。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	12,005	19,370	26,851	34,223	40,381
销售成本	(9,991)	(16,285)	(22,509)	(28,697)	(33,924)
经营费用	(721)	(887)	(1,228)	(1,496)	(1,656)
息税折旧前利润	1,293	2,197	3,114	4,030	4,801
折旧及摊销	(442)	(699)	(954)	(1,238)	(1,529)
经营利润 (息税前利润)	851	1,498	2,160	2,792	3,272
净利息收入/(费用)	(323)	(706)	(697)	(750)	(825)
其他收益/(损失)	221	132	193	127	130
税前利润	750	924	1,656	2,169	2,577
所得税	(72)	(78)	(298)	(434)	(515)
少数股东权益	(73)	(36)	(96)	(63)	(69)
净利润	605	811	1,262	1,673	1,993
核心净利润	535	768	1,223	1,634	1,953
每股收益(人民币)	0.363	0.487	0.758	1.004	1.196
核心每股收益(人民币)	0.321	0.461	0.735	0.981	1.173
每股股息(人民币)	0.000	0.130	0.205	0.271	0.323
收入增长(%)	28	61	39	27	18
息税前利润增长(%)	52	76	44	29	17
息税折旧前利润增长(%)	45	70	42	29	19
每股收益增长(%)	42	34	56	33	19
核心每股收益增长(%)	41	44	59	34	20

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	750	924	1,656	2,169	2,577
折旧与摊销	442	699	954	1,238	1,529
净利息费用	323	706	697	750	825
运营资本变动	(1,079)	(1,236)	(1,595)	(2,084)	(2,092)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	212	471	515	730	938
经营活动产生的现金流	205	866	1,274	1,565	2,248
购买固定资产净值	(1,867)	(3,210)	(3,400)	(3,300)	(3,400)
投资减少/增加	20	33	(1)	0	0
其他投资现金流	132	(561)	(687)	(266)	(312)
投资活动产生的现金流	(1,715)	(3,738)	(4,088)	(3,566)	(3,712)
净增权益	956	48	35	0	0
净增债务	2,143	4,812	3,460	2,111	3,114
支付股息	0	0	(217)	(341)	(452)
其他融资现金流	(419)	(991)	(695)	(748)	(823)
融资活动产生的现金流	2,680	3,870	2,584	1,022	1,840
现金变动	1,170	998	(231)	(979)	375
期初现金	1,193	2,330	3,268	3,037	2,058
公司自由现金流	(1,503)	(2,932)	(2,917)	(2,106)	(1,580)
权益自由现金流	345	1,287	(51)	(640)	825

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2,330	3,268	3,037	2,058	2,433
应收帐款	2,715	3,062	4,095	5,018	5,676
库存	4,251	6,813	9,197	11,957	14,946
其他流动资产	2,078	2,262	2,601	3,016	3,529
流动资产总计	11,375	15,404	18,930	22,049	26,584
固定资产	4,648	6,049	8,570	10,705	12,649
无形资产	5,111	5,027	4,950	4,872	4,793
其他长期资产	5,062	5,233	6,071	6,417	6,810
长期资产总计	14,811	16,299	19,581	21,983	24,242
总资产	26,185	31,704	38,511	44,033	50,826
应付帐款	5,150	7,014	8,370	9,817	11,294
短期债务	4,014	4,485	4,232	4,232	4,232
其他流动负债	2,896	3,268	4,544	5,167	5,817
流动负债总计	12,061	14,766	17,145	19,216	21,343
长期借款	6,984	10,984	14,028	16,072	19,116
其他长期负债	833	471	679	691	704
股本	1,665	1,665	1,665	1,665	1,665
储备	3,770	2,892	3,972	5,304	6,845
股东权益	5,435	4,557	5,638	6,970	8,510
少数股东权益	872	924	1,020	1,083	1,152
总负债及权益	26,185	31,703	38,511	44,033	50,826
每股帐面价值(人民币)	3.26	2.74	3.39	4.18	5.11
每股有形资产(人民币)	0.19	(0.28)	0.41	1.26	2.23
每股净负债/(现金)(人民币)	5.20	7.33	9.14	10.96	12.56

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	10.8	11.3	11.6	11.8	11.9
息税前利润率	7.1	7.7	8.0	8.2	8.1
税前利润率	6.2	4.8	6.2	6.3	6.4
净利率	5.0	4.2	4.7	4.9	4.9
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率	2.5	2.1	3.0	3.6	3.9
净权益负债率(%)	137.4	222.6	228.6	226.6	216.4
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
估值(倍)					
市盈率	33.0	24.6	15.8	11.9	10.0
核心业务市盈率	37.2	25.9	16.3	12.2	10.2
目标价对应核心业务市盈率	42.2	31.4	20.2	15.2	12.8
市净率	3.7	4.4	3.5	2.9	2.3
价格/现金流	97.3	23.0	15.6	12.7	8.9
企业价值/息税折旧前利润	22.7	14.7	11.4	9.5	8.5
周转率					
存货周转天数	105.8	124.0	129.8	134.5	144.7
应收帐款周转天数	68.6	54.4	48.6	48.6	48.3
应付帐款周转天数	119.1	114.6	104.6	97.0	95.4
回报率(%)					
股息支付率	0.0	26.7	27.0	27.0	27.0
净资产收益率	12.7	16.2	24.8	26.5	25.7
资产收益率	3.7	4.7	5.0	5.4	5.5
已运用资本收益率	6.4	8.0	9.6	10.6	10.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 17 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371