

多路投资，广开现金流

——葛洲坝调研简报

唐笑

86-10-5836-2787

tangxiaobhzq.com

投资要点：

● 公司业务格局是“三大主业，七大板块”

公司主业包括建筑施工、水泥制造、民爆、高速公路、金融、煤炭、水力发电七个板块，“三大主业”指的就是前三个。

09年新签建筑施工订单在400亿元以上，年底结转订单在800亿元以上，不缺订单；

到09年年底，公司将具有2000万吨水泥生产能力。当初湖北省给葛洲坝批的那5条4800t/d的生产线陆续投产，到2010年1季度末全部满产；民爆业务，目前公司已经做到了行业第二，多采用兼并的形式扩张，主要控股子公司——葛洲坝易普力股份有限公司地处重庆市江北区，2009年的业务相当好，毛利率达到43%左右，今年光这个子公司贡献2个亿的净利润，销售净利率接近20%；

高速公路业务，目前公司已经在运行中的高速公路有两条，刚刚配股融资了些钱，打算在四川再弄一条，这些都是资源，前期投入很大，但是一旦投入运营，后面的现金流是非常可观的；

金融业务，具体来说是指公司的投资业务，公司投资了很多券商的股权，持有8765.96万股的长江证券，持有233万股的华泰证券，参股国泰君安、联合证券等公司，此外还持有涉及商业银行、铁路运营、化工、民爆等多个行业的公司股权，这些资产要么不断贡献收益，要么通过上市等手段带来惊人的投资回报，比如公司投资2个亿参股了武汉城市开发投资公司，而后者持有大量东湖高新的股权；

● 投资建议

如果单纯把该公司作为施工企业，目前的估值也不算低估，但是公司涉及面广，利润来源多，在公司09年大约税前15个亿的利润中，水泥制造贡献2亿，民爆贡献3亿，国际业务贡献了3个亿，分散了风险，不缺利好和题材，近期存在交易性机会，应该享受高倍的估值。

公司2009-2011年预计EPS分别为：0.58、0.77、1.02元。投资建议：买入。目标价：15元。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	12,005	19,370	26,503	36,302	47,744
(+/-)%	28%	61%	37%	37%	32%
经营利润(EBIT)	851	1498	2158	2925	3919
(+/-)%	52%	76%	44%	36%	34%
净利润	618	811	1242	1656	2192
(+/-)%	167%	31%	53%	33%	32%
每股净收益(元)	0.37	0.49	0.58	0.77	1.02
每股股利(元)	0.05	0.23	0.2	0.1	0.11
利润率和估值指标	2006	2007	2009E	2010E	2011E
销售毛利率(%)	16.78%	15.92%	15.89%	15.97%	16.12%
ROE(%)	9.89%	14.79%	18.57%	19.41%	19.99%
ROIC(%)	4.32%	6.41%	5.72%	7.33%	8.44%
PE	29.36	22.37	18.83	14.12	10.67
PB	0.57	0.65	3.50	2.74	2.13
EV/EBITDA	9.33	7.51	14.03	10.82	8.75

评级：

买入

上次评级：

买入

目标价格：

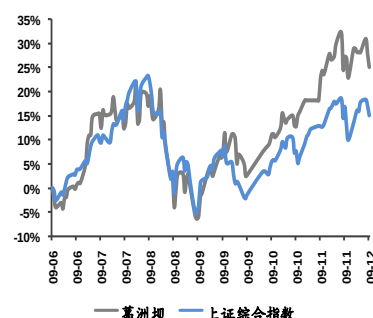
15

当前价格：

¥11.89

2009.12.10

半年来股价走势



公司简介

公司处于武汉市，主要业务包括工程施工、水泥制造、民用爆破、水电、高速公路、煤炭开发、房地产等。

相关报告

《葛洲坝2009年12月4日调研纪要》
总结——渤海证券研究所

三大表

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	2330	3268	5545	6922	9049	营业收入	12005	19370	26503	36302	47744
应收票据	85	64	88	120	158	营业成本	9991	16285	22292	30506	40048
应收账款	1124	1352	13433	18400	24199	营业税金及附加	336	496	656	947	1246
预付款项	2042	2259	2148	1995	1795	销售费用	148	201	257	363	477
其他应收款	1506	1646	133	182	239	管理费用	679	889	1140	1561	2053
存货	4251	6813	4886	6686	8778	财务费用	323	706	732	1002	1318
其他流动资产	36	0	-35	-83	-140	资产减值损失	-7	8	10	14	19
长期股权投资	112	707	707	707	707	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	7644	5130	5275	5186	4976	投资收益	144	85	135	200	263
在建工程	2015	851	526	313	206	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	2	63	63	63	63	营业利润	680	869	1551	2109	2846
无形资产	1472	5017	4515	4014	3512	营业外收支净额	73	55	124	124	124
长期待摊费用	41	150	135	120	105	税前利润	753	924	1675	2233	2970
资产总计	26135	31703	38578	45777	54791	减：所得税	62	78	295	393	535
短期借款	3779	3775	12263	12130	14844	净利润	691	846	1380	1840	2435
应付票据						归属于母公司的净					
	19	74	62	85	112	利润	618	811	1242	1656	2192
应付账款	2383	2869	1221	4825	6227	少数股东损益	73	36	138	184	244
预收款项	2748	4071	5396	7211	9598	基本每股收益	0.37	0.49	0.58	0.77	1.02
应付职工薪酬	371	383	383	383	383	稀释每股收益	0.37	0.49	0.58	0.77	1.02
应交税费	184	184	184	184	184	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	1754	2015	2015	2015	2015	成长性					
其他流动负债	562	669	0	0	0	营收增长率	28.2%	61.3%	36.8%	37.0%	31.5%
长期借款	6984	9967	9967	10017	10067	EBIT 增长率	52.4%	76.0%	44.1%	35.5%	34.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	167.4%	31.3%	53.2%	33.3%	32.4%
负债合计	19893	26222	33696	39055	45634	盈利性					
股东权益合计	6243	5482	6691	8531	10966	销售毛利率	16.8%	15.9%	15.9%	16.0%	16.1%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	5.1%	4.2%	4.7%	4.6%	4.6%
净利润	691	846	1380	1840	2435	ROE	9.9%	14.8%	18.6%	19.4%	20.0%
折旧与摊销	553	726	897	918	932	ROIC	4.32%	6.41%	5.72%	7.33%	8.44%
经营活动现金流	205	866	-6570	2362	518	估值倍数					
投资活动现金流	-1715	-3738	-65	100	163	PE	29.4	22.4	18.8	14.1	10.7
融资活动现金流	2680	3870	8912	-1085	1446	P/S	0.3	0.2	0.9	0.6	0.5
现金净变动	1170	998	2277	1377	2127	P/B	0.6	0.7	3.5	2.7	2.1
期初现金余额	1193	2330	3268	5545	6922	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2363	3328	5545	6922	9049	EV/EBITDA	9.3	7.5	14.0	10.8	8.8

DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	149800	215805	292523	391927	481240	587345	683172	793013	924705	#####	1199017
所得税	12579	37982	51484	70547	89029	111595	136634	198253	231176	270549	299754
NOPLAT	78126	137221	177824	241039	321380	392211	475749	546537	594760	693529	811647
营运资金净变动	-163109	-85582	-952859	-120607	-391338	-344191	-381417	-63800	-241416	-319097	-375831
资本支出	361758	-20000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000
自由现金流	485993	-705298	202276	13276	132285	179449	568617	439941	461725	523794	1034153

WACC	7.7%	Ke	9.1%
永续增长率	0%	Kd	5.8%
终值	570601.7	t	25%
企业价值	5748598.8	Rf	4%
非核心资产价值	625120.2	E(Rm)	0.105
		Rm -	
债务价值	#####	Rf	7%
股权价值	3341638.7	D/A	80.9%
股本	214758.33	E/A	19.1%
每股价值	15.559996	Beta	0.79

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.40%	21.67	23.62	25.94	28.73	32.15
	6.90%	18.95	20.56	22.45	24.68	27.36
	7.40%	16.61	17.95	19.50	21.32	23.46
	7.90%	14.57	15.70	16.99	18.48	20.23
	8.40%	12.77	13.73	14.82	16.06	17.50
	8.90%	11.18	12.00	12.92	13.97	15.17
	9.40%	9.76	10.47	11.26	12.15	13.16

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779	银行行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	非银行金融行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787	中药/制剂/药商业行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	原料药/生物药/医疗器械行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785	
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	可转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	宏观产业研究 张雷 +86 22 2845 1705
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn