

评级：强烈推荐（维持）

建工行业

公司点评

第一创业证券研究所

分析师：李志锐

电话：0755-82485036

邮件：lizhirui@fcsc.cn

葛洲坝（600068）

——工程订单饱满，水泥产能猛增

事件：

葛洲坝 2009 年新签工程订单同比增长 37.9%。公告显示，公司 09 年累计新签合同额 421 亿元，为年初计划 300 亿元的 140.5%，与去年同期相比增长 37.9%。新签合同中，国内工程合同约 269 亿元，占比为 63.8%；国际工程合同约 153 亿元，占比为 36.2%。此外，新签合同中水电工程合同 193.8 亿元，占比为 46%。

点评：

- **海外工程承包市场拓展超预期，国内市场受益于基建投资。**09 年新签工程订单中，国内订单为 269 亿元，同比增长 41.9%，主要是由于政府财政政策刺激下，09 年以来各地上马的水电站、铁路、公路等工程项目较多，公司从中受益较大。09 年海外订单 153 亿，同比增长 33.7%，好于之前预期，主要是公司加大海外市场开拓力度，几个大型项目的中标对公司贡献较大，其中仅菲律宾迪杜杨水电站和哈萨克斯坦水电开发两个项目的合同金额就分别高达 41 亿元和 39.8 亿元。
- **饱满订单保障建工业务营收快速增长。**09 年新签订单国内和国外分别占 36%和 64%，分类型来看，水电工程项目作为公司优势所在，占比达 46%，而基建、市政改造工程占比为 54%。考虑到 09 年较高基数，预计 10 年公司国内订单增速将放缓至 25%，但由于海外经济复苏，预计新签订单有望保持 30%以上的高增速。预计 09 年工程业务同比增长 45.5%，而考虑到订单饱满，预计 10 年工程业务同比增速将保持在 30%以上。

表 1、葛洲坝 09 年新签订单同比增长 37.9%

项目	2006	2007	2008	2009E	YOY	2010E	YOY	2011E	YOY
新签合同	168	362	306	421	37.9%	534	26.8%	651	21.9%
国内	131	138	189	269	41.9%	336	25.0%	403	20.0%
国外	37	224	114	153	33.7%	199	30.0%	248	25.0%
建工业务营收	70	93	156	227	45.5%	295	30.0%	353	20.0%
新签合同/营收	2.40	3.90	1.96	1.86		1.81		1.84	

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

图 1、新签订单国内和国外订单分别占 36%和 64%

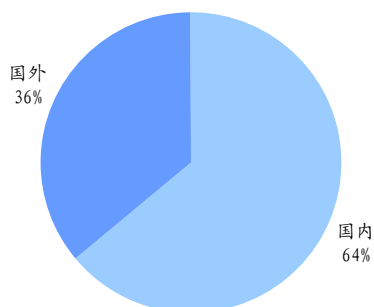
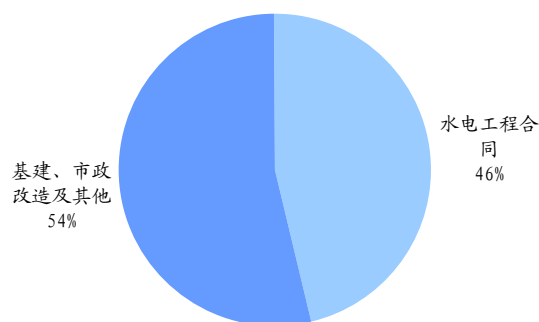


图 2、水电工程占比达 46%，仍是公司重点所在



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告



- **水泥产能猛增，09 年末已达 1800 万吨以上。**公司水泥项目建设进度快预期，继一季度当阳、兴山两项目投产，三季度宜城、嘉鱼项目投产后，11 月份公司在汉川、潜江的两个粉磨站投产，12 月末老河口项目亦建成投产，09 年总共新增 5 条新型干法熟料生产线和两个粉磨站。截止 09 年末，公司水泥总产能达 1870 万吨，较 08 年末 770 万吨的产能增加 143%。预计 09 年公司水泥业务营收增速有望达到 80%以上，10 年增速亦有望超过 40%。

表 2、截至 09 年末，葛洲坝水泥产能已达 1800 万吨以上

项目	地区	日熟料产能	投产时间	2008	2009	2010E	2011E
葛洲坝水泥厂	荆门		2008 年以前	400	400	400	400
葛洲坝荆门子陵项目	荆门	5,000	2008 年 10 月	200	200	200	200
葛洲坝当阳一线	当阳	1,200	2008 年以前	50	50	50	50
葛洲坝老河口水泥(原光化水泥厂)	老河口	3,000	2009 年以前	120	120	120	120
葛洲坝当阳二线	当阳	5,000	2009 年 3 月		200	200	200
葛洲坝兴山项目	兴山	2,500	2009 年 3 月		101	101	101
葛洲坝宜城项目	宜城	4,800	2009 年 9 月		200	200	200
葛洲坝嘉鱼项目	嘉鱼	4,800	2009 年 9 月		200	200	200
汉川汉电水泥粉磨站	汉川		2009 年 11 月		100	100	100
潜江水泥粉磨站	潜江		2009 年 11 月		100	100	100
葛洲坝老河口公司	老河口	4,800	2009 年 12 月		200	200	200
合计				770	1,870	1,870	1,870

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

- **预计葛洲坝 09、10 年 EPS 分别为 0.60 元和 0.78 元，维持强烈推荐评级。**建工业务订单饱满以及水泥产能迅猛增加的拉动下，预计葛洲坝 09、10 年净利润增速分别为 60%和 30%，考虑配股摊薄后其 09、10 年 EPS 分别为 0.60 元和 0.78 元，目前股价对应 PE 为 19.6 倍和 15.1 倍，明显低于行业重点公司平均的 24.1 倍和 19.0 倍，给予强烈推荐评级。

表 3、给予葛洲坝强烈推荐评级

单位：元

公司	股价	评级	EPS			PE			PB		
	12 月 31 日		08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
中国中铁	6.30	谨慎推荐	0.05	0.27	0.35	126.0	23.3	18.0	2.2	2.1	1.9
中国铁建	9.14	谨慎推荐	0.30	0.46	0.60	30.5	19.9	15.2	2.4	2.2	2.0
葛洲坝	11.71	强烈推荐	0.49	0.60	0.78	24.1	19.6	15.1	3.6	3.1	2.7
中国建筑	4.72	强烈推荐	0.15	0.19	0.26	30.9	24.2	18.0	5.6	2.1	2.0
上海建工	15.46	中性	0.42	0.53	0.62	36.8	29.2	24.9	18.3	6.8	6.4
龙元建设	17.55	中性	0.31	0.62	0.78	56.6	28.3	22.5	4.6	4.1	3.6
平均						50.8	24.1	19.0	6.1	3.4	3.1

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

主要财务指标预测

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	15,404	20,593	22,988	25,586
货币资金	3,268	6,902	7,536	8,138
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	3,062	3,368	3,705	4,075
预付款项	2,259	2,485	2,734	3,007
存货	6,813	7,835	9,010	10,362
其他流动资产	2	3	4	4
非流动资产	16,299	18,916	20,698	23,212
长期投资及金融资产	707	919	1,194	1,552
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5,130	5,643	6,207	6,828
在建工程	914	1,828	2,010	2,212
无形资产	5,017	5,769	6,058	6,361
其他非流动资产	4,532	4,758	5,229	6,259
资产总计	31,703	39,510	43,686	48,798
流动负债	14,097	16,884	17,366	18,357
短期借款	3,775	5,230	6,212	7,243
应付账款	2,943	2,796	3,075	3,383
预收帐款	4,071	4,274	4,488	4,712
其他	3,308	4,584	3,591	3,019
长期负债	10,430	14,317	16,960	19,738
长期借款	9,967	13,808	16,400	19,122
其他	463	509	560	616
负债合计	24,527	31,202	34,327	38,095
少数股东权益	924	1,017	1,119	1,230
股本	1,665	2,165	2,165	2,165
资本公积	923	2,553	2,553	2,553
留存收益	1,979	2,573	3,523	4,754
股东权益合计	5,492	8,308	9,359	10,703
负债和股东权益	30,019	39,510	43,686	48,798

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	866	874	850	1,045
净利润	846	1,296	1,680	2,005
折旧摊销	699	725	794	871
财务费用	653	777	855	949
投资损失	-85	-94	-98	-103
存货减少	-2,562	-1,022	-1,175	-1,352
其它	1,314	-807	-1,205	-1,325
投资活动现金流	-3,738	-3,678	-2,662	-2,901
资本支出	73	-2,179	-1,036	-1,125
长期投资	-595	-212	-276	-358
其他	-3,216	-1,286	-1,351	-1,418
筹资活动现金流	3,870	4,403	2,517	2,538
债务融资	12,381	13,243	11,919	12,515
权益融资	48	0	0	0
其它	-8,560	-8,840	-9,401	-9,977
汇率变动影响	-60	-66	-72	-79
现金净增加额	938	1,534	634	602

资料来源: 第一创业证券研究所

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	18,607	27,758	36,351	44,099
减: 营业成本	15,696	23,555	30,855	37,487
营业税金及附加	496	711	1,018	1,235
销售费用	201	305	400	485
管理费用	889	1,083	1,418	1,764
财务费用	706	777	855	949
资产减值损失	8	8	8	8
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	85	94	98	103
营业利润	704	1,421	1,905	2,282
加: 营业外收入	89	94	98	103
减: 营业外支出	35	36	38	40
利润总额	924	1,478	1,965	2,345
减: 所得税费用	78	126	197	235
净利润	846	1,352	1,769	2,111
归属母公司净利润	811	1,296	1,680	2,005
少数股东损益与调整	36	57	88	106
BPS (元)	0.49	0.60	0.78	0.93

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	61.3%	49.2%	31.0%	21.3%
营业毛利	53.1%	44.3%	30.8%	20.3%
EBIT	-13.4%	38.3%	25.0%	16.8%
净利润	31.3%	59.8%	29.7%	19.4%
获利能力				
毛利率	15.6%	15.1%	15.1%	15.0%
EBIT/收入	8.8%	8.1%	7.8%	7.5%
净利率	4.5%	4.9%	4.9%	4.8%
ROE	15.4%	16.3%	18.9%	19.7%
ROIC	7.8%	7.5%	7.9%	8.0%
偿债能力				
资产负债率	81.7%	79.0%	78.6%	78.1%
利息保障倍数	2.31	2.90	3.30	3.47
速动比率	0.61	0.76	0.80	0.83
经营现金流/当期债务	0.04	0.03	0.02	0.03
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.70	0.83	0.90
应收账款天数	60.06	44.29	37.20	33.73
存货周转天数	133.64	103.02	90.47	85.76
每股指标 (元)				
EBIT/股本	0.98	1.04	1.30	1.52
每股经营现金流	0.52	0.40	0.39	0.48
每股净资产	3.30	3.84	4.32	4.94
估值比率				
P/E	24.05	19.57	15.09	12.64
P/B	3.55	3.05	2.71	2.37
P/S	1.05	0.91	0.70	0.57
EV/EBITDA	12.87	12.58	11.19	10.46

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120