

葛洲坝 (600068. sh)

持续高增长下寻求估值的突破

王飞 研究员
电话: 020-87555888-638
eMail: wf2@gf.com.cn

公司业绩预增符合我们预期

公司公告 2009 年归属母公司的净利润同比增长 60% 左右, 按照 60% 计算, 2009 年将实现净利润 12.97 亿元, 考虑配股摊薄后的 EPS 为 0.604 元, 基本符合我们之前关于公司全年净利润 13.09 亿元、EPS0.61 元的预测。

实际新签合同符合我们预期, 丰厚储备奠定持续高增长基础
我们认为公告的 421.36 亿元全年新签合同与实际签约是有差异的, 存在将 09 年新签合同在 2010 年递延释放的可能, 我们判断实际新签合同应达到 550 亿元, 同比增长 81%, 这一数据和增幅也基本符合我们之前预期。

考虑配股和行权因素, 预测 2010 年 EPS0.83 元

预计公司 2010 年将实现归属母公司的净利润 19.31 亿元, 同比增长约 48.5%, 考虑配股和行权对股本的扩充后的 EPS 为 0.83 元, 工程施工、水泥和民爆业务合计贡献了全部净利润的 90%。

持续高增长下寻求估值的突破

公司在已有主业仍将维持快速增长的同时, 又具备高送配、潜在矿产资源释放和新疆概念等估值提升因素, 我们相信随着预期的不断兑现, 公司的股价将面临较好的上涨空间, 公司仍旧是我们未来推荐的首要品种。

风险提示: 多元化运营模式下的资源分配与管理协调、房地产业务市场风险以及海外业务运营风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	12005.24	19369.63	26908.00	39664.00	51485.00
EBITDA(百万元)	1,628.78	2,356.16	2,752.00	3,925.00	5,084.00
净利润(百万元)	617.62	810.77	1,309.00	1,931.00	2,587.00
净利润增长率	772.16%	31.27%	61.40%	47.52%	33.97%
每股收益(元)	0.371	0.487	0.609	0.831	1.113
市盈率	31.59	24.06	19.24	14.10	10.53
市净率	4.76	4.28	3.07	2.15	1.62
EV/EBITDA	82.09	13.40	11.20	7.80	6.10
每股红利(元)	0.12	0.13	0.15	0.17	0.17
股息率(%)	1.02	1.11	1.28	1.45	1.45

来源: 中国葛洲坝集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 2010、2011 年业绩预测考虑了配股和行权因素

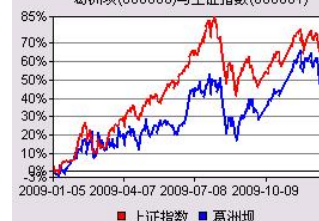
公司评级

买入

当前价格(元)	11.72
目标价格(元)	18.00
前次评级	买入

股价走势

葛洲坝(600068)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-2.74%	21.39%	58.79%
上证综指	-1.20%	17.91%	79.98%

股票数据

总股本(万股)	214,758.33
流通 A 股(万股)	122,795.78
主要股东:	
	中国葛洲坝集团公司
主要股东持股比例	43.89%
流通 A 股比例	57.18%

财务比率

ROE	17.79%
ROA	2.56%
资产负债率	82.71%
每股净资产(元)	2.74

2008 年报数据。

事件

1、公司发布2009年业绩预增公告，预增60%左右

2009年12月28日，公司发布2009年业绩预增公告，预计2009年实现归属母公司的净利润与去年同期相比增长60%左右。

2、公司发布2009年全年新签合同和海外市场最近新签合同公告

2009年12月29日，公司公告与菲律宾绿色能源管理有限公司签署了迪杜扬水电站项目合同，合同金额6亿美元，施工期60个月内。

2009年12月31日公司公告与哈萨克斯坦天然气技术有限责任公司就阿拉木图州奇利克河流域梯级水电开发项目的总承包议标达成一致，项目合同金额5.8亿美元，公司表示近期将与业主进行商务合同谈判和签署事宜，并在合同正式签订后另行公告。

2010年1月4日，公司公告其全资子公司收到北京三联国际投资公司柬埔寨达岱水电有限公司中标意向书，合同总额约合人民币18.05亿元，将在合同正式签订后另行公告合同内容。

2010年1月4日，公司公告了2009年全年新签合同的公告，根据公告，2009年公司新签合同421.36亿元，同比增长37.93%，其中国内新签合同268.66亿元，占比63.76%，国外新签合同152.7亿元，占比36.24%，新签水电工程类合同193.76亿元，占比45.98%。

2010年1月5日，公司公告中标尼泊尔上崔树里3A水电站，合同金额约为1亿美元。

2010年1月6日，公司公告中标南水北调中线一期工程总干渠沙河南-黄河南段沙河渡槽工程第二施工标段，合同金额5.995亿元。

3、公司新建6条水泥生产线全部投产，年产能达到2000万吨

2009年12月29日公司公告控股子公司老河口水泥有限公司投资新建4800t/d熟料新型干法水泥生产线点火投产，该项目投产后公司的水泥年产量达到2000万吨。

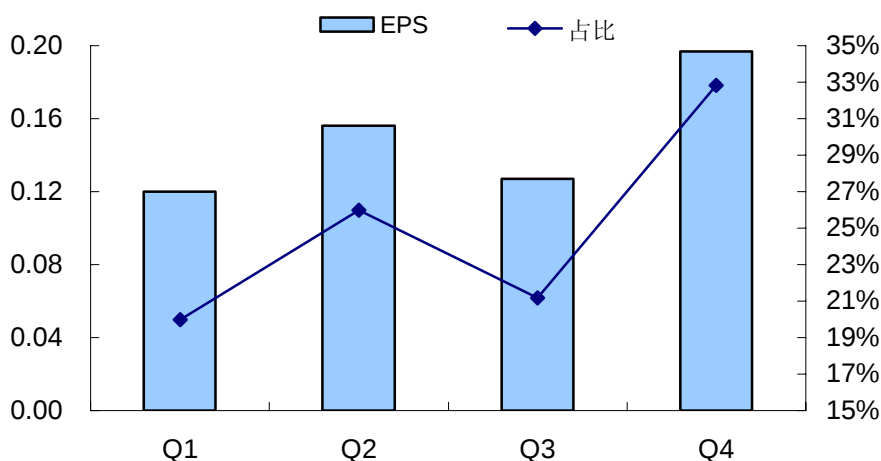
公司业绩预增符合我们预期

公司公告2009年归属母公司的净利润同比增长60%左右，按照60%计算，2009年公司将实现净利润12.97亿元，考虑配股摊薄后的EPS为0.604元，基本符合我们之前关于公司全年净利润13.09亿元、EPS0.61元的预测。

综合2008年和2009年分季度业绩贡献情况来看，前三季度基本持平，第四季度仍旧是公司业绩释放的最高峰，大约占到了全年业绩的33%，第四季度高出业绩贡献最低季度大约64%。

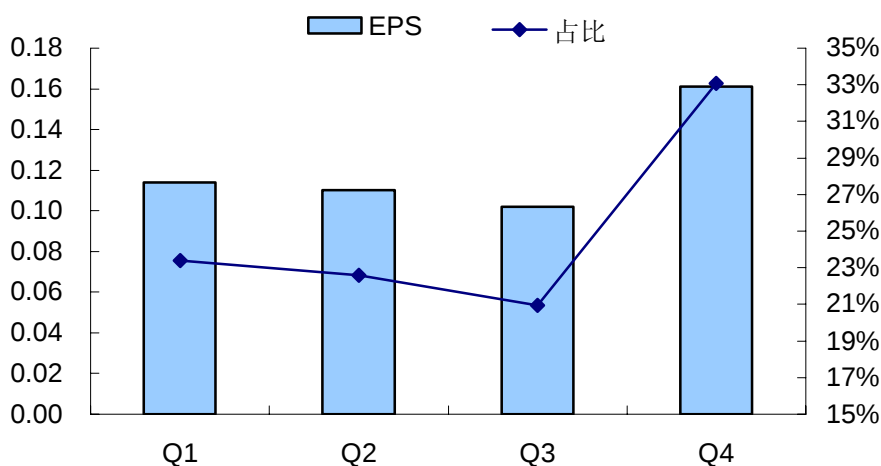
无论是关于公司2008年还是2009年的业绩预测，市场在半年度之前一直对我们的预测结果持怀疑态度，认为太过乐观，而事实证明我们的预测基本符合公司实际情况，而这无疑建立在我们对公司分项业务的细致分析的基础之上。

图1: 公司2009年季度EPS贡献及盈利占比



数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

图2: 公司2008年季度EPS贡献及盈利占比



数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

实际新签合同符合我们预期, 丰厚储备奠定持续高速增长基础

公司公告2009年新签合同421.36亿元, 其中国外新签152.7亿元, 占比36.24%, 水电类工程合同193.76亿元, 占比45.98%。

我们认为公司公告的421.36亿元全年新签合同与实际签约情况是有差异的, 存在将2009年新签合同在2010年递延释放的可能, 我们判断全年实际新签合同应达到550亿元, 同比增长81%, 这一数据和增幅也基本符合我们之前的预期。

公司新近公告的5.8亿美元哈萨克斯坦奇利克河流域梯级水电开发项目和18亿元的柬埔寨达岱水电站工程并未计入2009年新签合同中, 再加上2009年隐藏的超过100亿元合同和2010年目前已公告合同, 公司2010年一季度已经基本锁定的签约合同超过170亿元。

我们预计公司截止2009年底的未完成合同已经达到1000亿元，根据我们未完成合同施工收入比这一评价指标来看，公司2010年的工程承包业务仍将是增长最快的建筑类上市公司。根据我们的分合同预测方法，我们预计公司2010年将实现工程承包业务收入320亿元，同比增长45%。

表1: 部分建筑施工企业未完成合同施工收入比

公司	2009年底未完成合同	2008年收入	2009年收入	未完成合同/08年收入	未完成合同/09年收入
中国中铁	6300	2083	3228	3.0	1.95
中国铁建	6892	2073	3000	3.3	2.3
隧道股份	215	111.89	135	1.92	1.59
葛洲坝	1000	156	221	6.4	4.5
粤水电	105	23	31	4.6	3.4

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

注1: 2009年底未完成合同是在2009年中期数据基础上的预测值，2009年施工收入同样是在中期数据上的预测值；

注2: 对于隧道股份未完成合同的预测，我们是按照2006-2009年的新签合同与本年度施工收入差之和150亿加上其他年份结余60亿计算，并假设09年新签合同170亿，施工业务收入135亿。

海外和投资业务释放拉动净利率持续升高

我们预计2010年公司高盈利的海外业务和投资业务将继续维持较高释放增长态势，由此带动主营业务净利润率不断提升。按照我们的分项业务预测结果，2009年公司国内工程承包收入约为172亿，占营业收入之比64%，而2010年预计国内工程承包收入约为240亿，占营业收入之比将下降至60%，不考虑金融股权变现等额外因素，公司主营业务净利润率将随业务结构调整而不断提升。

从更长的视角来看，2011年除海外业务继续维持较高增速，相对盈利能力更高的房地产业务和矿产资源将开始较大幅度释放业绩，资源型建筑企业集团构想基本实现，这同样也是我们关于公司未来成长最为期待的驱动因素。

预测2010年EPS0.83元(考虑配股和权证行权)

按照我们最新的业绩预测调整结果，预计公司2010年将实现归属母公司的净利润19.31亿元，同比增长约48.5%，考虑配股和行权对股本的扩充后的EPS为0.83元。

分业务来看，工程施工、水泥和民爆业务分别贡献了净利润的68%、13%和10%，三者合计贡献了全部净利润的90%。

表2: 2010年葛洲坝分项业务预测结果(2010年，按照配股和权证行权后23.24亿股本摊薄计算)

分项业务	收入(亿元)	占比	净利润(亿元)	占比	EPS(元)
工程施工	320	80.6%	13.12	68%	0.5645
其中: 海外收入	80	-	-	-	-
水泥生产	46	11.6%	2.54	13.1%	0.1093

民用爆破	14	3.5%	1.9	9.8%	0.0818
水力发电、房地产及其他	17	4.3%	1.75	9.1%	0.0753
合计	397	100%	19.31	100%	0.8310

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

持续高增长下寻求估值的突破

诸多2010年业绩持续较快增长的建筑业上市公司股价难有表现所面临的最大问题是估值的难以提升，按照我们2010年建筑工程行业的投资逻辑：寻找成长性、盈利模式变革和主题性投资所带来的估值提升机会，估值提升是我们选股的核心线索。而2010年公司在已有主业仍将维持快速增长的同时，又具备高送配、潜在矿产资源释放和新疆概念等估值提升因素，我们相信随着预期的不断兑现，公司的股价将面临较好的上涨空间，考虑以上因素，公司仍旧是我们未来推荐的首要品种。

表 3：重点公司业绩预测及评级

公司名称	EPS			PE			PB		评级
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	
葛洲坝	0.609	0.831	1.113	19.24	14.10	10.53	3.07	2.15	买入
中国中铁	0.315	0.42	0.50	19.81	14.86	12.48	2.09	1.87	买入
中国铁建	0.47	0.62	0.80	19.30	14.63	11.34	2.15	1.90	买入
精工钢构	0.554	0.794	0.959	21.16	14.76	12.22	3.68	3.07	买入
粤水电	0.302	0.57	0.75	29.87	15.82	12.03	1.63	1.51	买入
宏润建设	0.97	1.31	1.55	20.68	15.31	12.94	4.29	3.57	持有
中国建筑	0.18	0.23	0.30	25.72	20.13	15.43	2.30	2.12	持有
中国中冶	0.25	0.32	0.43	21.32	16.66	12.40	2.70	2.38	持有
隧道股份	0.48	0.59	0.74	29.06	23.64	18.85	2.65	2.40	持有
金螳螂	0.88	1.10	1.41	34.84	27.87	21.74	5.34	4.48	持有

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

注1：收盘价为2010年1月5日价格

注2：葛洲坝2009年EPS考虑了配股因素，2010和2011年EPS考虑了配股和行权因素，总股本23.24亿

风险提示

多元化运营模式下的资源分配与管理协调、房地产业务市场风险以及海外业务运营风险。

表4: 公司盈利预测 (单位: 亿元)

项目/年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	193.70	269.08	396.64	514.85
营业成本	162.85	226.01	332.37	430.89
营业税金及附加	4.96	6.27	9.52	12.36
营业费用	2.01	2.83	4.16	5.41
管理费用	8.89	12.11	17.45	22.14
财务费用	7.06	7.68	9.35	11.35
资产减值损失	0.076	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0.853	1.50	1.20	1.20
营业利润	8.69	15.69	24.99	33.91
营业外收入	0.89	0.95	1.30	1.30
营业外支出	0.35	0.30	0.30	0.30
利润总额	9.24	16.34	25.99	34.91
所得税	0.78	2.61	5.40	7.68
净利润	8.46	13.72	20.59	27.23
少属股东损益	0.36	0.64	1.28	1.36
归属于母公司所有者的净利润	8.11	13.09	19.31	25.87
EBITDA	2302	2752	3925	5084
EPS (元)	0.4870	0.609	0.831	1.461

数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 2009年EPS考虑了配股因素, 2010和2011年EPS考虑了配股和行权因素, 总股本23.24亿

表5: 葛洲资产负债表预测 (单位: 百万)

项目/年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	15404	21002	28853	36402
货币资金	3268	4200	5000	6980
应收账款	1352	2062	2850	3392
其它应收款	1646	2441	3248	4143
预付账款	2259	3164	4321	4683
存货	6813	9027	13275	17002
其他流动资产	67	108	159	202
非流动资产	16299	19028	21927	23910
长期股权投资	707	784	902	960
固定资产	5130	6609	6981	7965
无形资产	5017	7707	9577	9427
其他长期资产	5446	3928	4467	5557
资产总计	31703	40030	50779	60312
流动负债	14766	19339	25612	30964
短期借款	3775	4598	4480	4440
应付账款	2869	4068	6315	8514
其他流动负债	8122	10674	14817	18011
非流动负债	11455	13354	15004	16304

长期借款	9967	11967	13667	14967
其他非流动负债	1488	1387	1337	1337
负债合计	26222	32694	40616	47268
少数股东权益	924	988	1089	1213
股本	1665	1665	1665	1665
资本公积	923	1612	2376	2776
留存收益	1979	3071	5033	7390
归属母公司股东权益	4557	6348	9074	11831
负债和股东权益	31703	40030	50779	60312

数据来源：广发证券发展研究中心

表 6：葛洲现金流量表预测（单位：百万）

项目/年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	866	1223	2153	3455
净利润	846	1372	2063	2481
折旧摊销	726	416	491	558
少数股东损益	36	64	101	124
营运资金变动	-1277	-1218	-1272	-725
其他	535	589	770	1017
投资活动现金流	-3738	-2912	-3144	-2300
资本支出	-3210	-2095	-1857	-1380
投资收益	90	150	120	120
资产变卖	33	67	135	127
其他	-651	-1034	-1542	-1167
筹资活动现金流	3870	2621	1791	825
短期借款	-4	822	-118	-40
长期借款	2983	2000	1700	1300
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1477	689	764	400
其他	2367	-890	-555	-835
现金流净增加额	938	932	800	1980
期初现金及现金等价物余额	2330	3268	4200	5000
期末现金及现金等价物余额	3268	4200	5000	6980

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

公司跟踪报告：确定的超预期增长	王 飞	2009-09-07
公司中报点评：业绩超越预期，分项估值提升上涨空间	王 飞	2009-08-12
公司深度报告：发展基础不断夯实，期待业绩全面爆发	王 飞	2009-05-05
公司 2008 年年报点评：大建筑格局下的全面增长已经到来	王 飞	2009-03-05
公司深度报告：潜力巨大的一体化运营央企	王 飞	2008-11-06

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。