

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

执业编号：S1080210030001

电话：0755-82485036

邮件：lizhirui@fcsc.cn

葛洲坝（600068）年报点评

——多项业务齐头并进，迎来发展黄金期

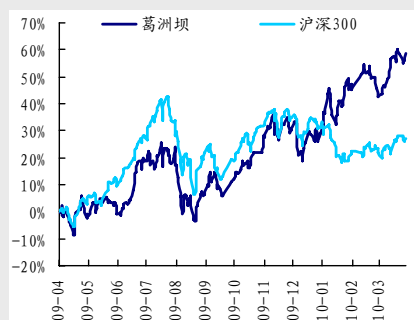
公司信息

当前股价(元)	14.46
52 周股价交易区间(元)	8.29/14.85
总市值(百万元)	336
流通市值(百万元)	203
流通股占比	60.4%
主要股东	中国葛洲坝集团

交易数据

公司股价一年来累计涨幅	58.7%
沪深 300 一年来累计涨幅	27.2%
公司股价相对于沪深 300 涨跌	31.5%
日均成交额(百万元)	297.2
市盈率(倍)	18.4
市净率(倍)	3.8

公司股价与沪深 300 指数比较



相关报告

20100104：葛洲坝（600068）-工程订单饱满，水泥产能猛增

20091029：葛洲坝（600068）-工程订单增长迅速，三季度业绩符合预期

20090914：葛洲坝（600068）-建工业务在手订单充足，水泥民爆业务快速增长

要点：

- **葛洲坝 09 年营业收入同比增长 37.34%，归属于母公司的净利润同比增长 63.19%。**年报显示，09 年公司实现营业收入 266 亿元，较上年增长了 37.34%；实现归属于母公司净利润 13.23 亿元，较上年增长了 63.19%；实现每股收益 0.62 元。
- **建工业务新签订单频繁超预期，锁定未来两年的高增长。**公司 09 年建工业务实现营收 211 亿，同比增长 35.7%。得益于国内基建力度加大以及国外市场开拓，公司 09 年新签合同 421 亿，同比大增 38.77%；其中国内工程 269 亿，同比增长 41.86%；国际工程 152.7 亿，同比增长 33.6%。而 10 年一季度公司新签合同达 167.6 亿，继续快速增长 43.27%。公司计划 10 年新签合同 500 亿，但从目前情况看，我们认为 10 年新签合同增速将在 40%以上，接近 600 亿。公司目前在手订单接近 1000 亿，预计 10 年建工业务营收增速将超过 35%。
- **10 年水泥产能进入释放期，公司水泥营收将快速增长。**公司 09 年在湖北当阳、兴山、嘉鱼、宜城、潜江等地投资的 5 条水泥生产线和 2 个水泥粉磨站全部建成投产，水泥年产能超过 1800 万吨。湖北省发改委 3 月末曾透露未来几年 12 万亿的投资计划，其中基建项目占比 30%以上，大量基建投资将拉动湖北区域水泥需求向好，预计未来三年需求增速将保持在 10%以上。葛洲坝作为湖北的区域性水泥龙头，10 年水泥有效产能较 09 年增长 67%，而基于 10 年湖北水泥价格基本维持稳定的判断，预计公司 10 年水泥营收增速将在 50%以上。
- **民爆、公路收费、水电、地产等业务进展顺利。**公司控股的葛洲坝易普力 09 年炸药产量 12 万吨，创历史最高水平，考虑到未来几年是基建高潮期，对炸药的需求有望延续目前旺盛态势。此外，公司投资的大广高速湖北省北段项目于 09 年 4 月试运营，四川内遂高速于 09 年底全面开工建设，再加上湖北襄荆高速公路，公司投资的三条高速公路总里程达 450km 以上。水电方面，公司投资的鱼泉水电站和恩施云龙河水电站分别于 09 年 4 月和 7 月投产发电，水电装机总容量达到 20.45 万 kw。此外，公司的房地产项目亦销售良好。
- **给予公司 18 元目标价，维持强烈推荐评级。**建工业务进展顺利，加之水泥产能进入释放期，预计葛洲坝 10、11 年净利润分别为 16.9 亿和 21.6 亿，同比增长 27.5%和 24.1%，考虑公司 10 股送 5 股分红后摊薄后的每股收益为 0.52 元和 0.65 元，目前股价对应 PE 为 18.4 倍和 14.8 倍，相当于建工龙头企业的平均水平。公司的工程订单频超预期，而其在新疆地区煤炭勘探如能取得进展将是股价的催化因素，给予其 18 元的目标价，维持强烈推荐评级。

图 1、09 年工程承包营业收入占 82%

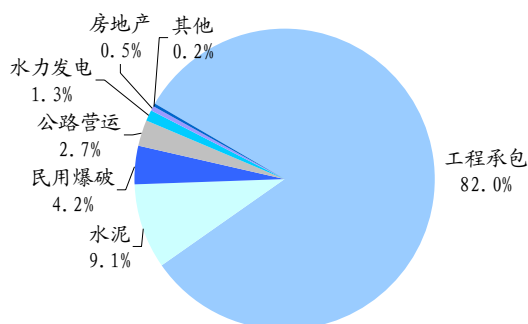
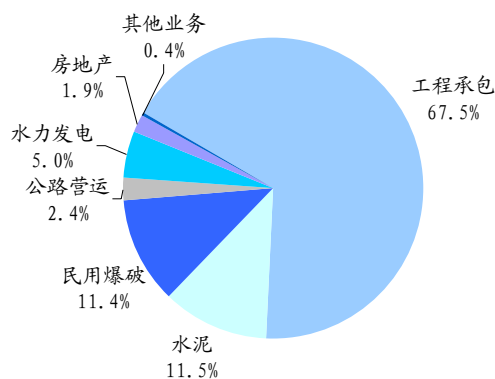


图 2、09 年工程承包毛利润占 67.5%



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

表 1、预计葛洲坝 10 年新签合同增速在 40%以上，建工业务营收增速将超过 30%

亿元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
新签合同	168	362	306	421	597	747
yoy		116.1%	-15.7%	37.9%	41.8%	25.0%
国内合同	131	138	189	269	376	470
yoy		5.4%	37.2%	41.9%	40.0%	25.0%
国外合同	37	224	114	153	221	277
yoy		510.0%	-49.1%	33.7%	45.0%	25.0%
建工业务营收	70	93	156	211	275	330
yoy		32.8%	67.4%	35.7%	30.0%	20.0%
新签合同/营收	2.39	3.90	1.96	1.99	2.18	2.27

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

表 2、葛洲坝 09 年新增 5 条生产线和 2 条粉末站，目前水泥产能超过 1800 万吨

项目	地区	日熟料产能	投产时间	熟料产能	水泥产能
葛洲坝水泥厂	荆门		2008 年以前	307	400
葛洲坝荆门子陵项目	荆门	5,000	2008 年 10 月	155	202
葛洲坝当阳一线	当阳	1,200	2008 年以前	37	48
葛洲坝老河口水泥	老河口	3,000	2009 年以前	90	117
葛洲坝当阳二线	当阳	5,000	2009 年 3 月	155	202
葛洲坝兴山项目	兴山	2,500	2009 年 3 月	78	101
葛洲坝宜城项目	宜城	4,800	2009 年 9 月	149	193
葛洲坝嘉鱼项目	嘉鱼	4,800	2009 年 9 月	149	193
汉川汉电水泥粉磨站	汉川		2009 年 11 月		100
潜江水泥粉磨站	潜江		2009 年 11 月		100
葛洲坝老河口公司	老河口	4,800	2009 年 12 月	149	193
合计				1,268	1,849

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	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	20,823	24,799	28,491	33,375
货币资金	4,350	4,881	5,661	6,459
交易性金融资产	9	9	9	9
应收款项	5,103	6,123	7,348	8,817
预付款项	2,967	3,264	3,590	4,308
存货	8,395	10,523	11,884	13,782
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	21,792	22,948	24,345	25,732
长期投资及金融资产	3,239	3,239	3,239	3,239
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	7,634	8,016	8,416	8,837
在建工程	885	1,151	1,611	2,014
无形资产	9,754	10,241	10,753	11,291
其他非流动资产	111	116	121	127
资产总计	42,615	47,747	52,836	59,107
流动负债	19,841	19,758	21,066	22,884
短期借款	2,223	2,334	2,451	2,574
应付账款	4,261	5,113	5,624	6,187
预收帐款	4,673	4,907	5,152	5,410
其他	7,179	5,748	6,017	6,711
长期负债	14,897	15,615	16,372	17,170
长期借款	13,266	13,930	14,626	15,358
其他	550	605	666	732
负债合计	34,738	35,373	37,438	40,054
少数股东权益	1,013	1,013	1,013	1,013
股本	2,148	3,221	3,221	3,221
资本公积	2,948	2,948	2,948	2,948
留存收益	282	1,340	2,689	4,364
股东权益合计	9,183	12,374	15,398	19,053
负债和股东权益	43,921	47,747	52,836	59,107

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	500	683	1,431	1,221
净利润	1,442	1,686	2,094	2,475
折旧摊销	969	504	529	555
财务费用	-2,600	-1,021	-1,225	-1,470
投资损失	1,857	852	511	562
存货减少	-1,582	-2,128	-1,361	-1,898
其它	0	0	0	0
投资活动现金流	-4,335	-4,096	-3,937	-3,983
资本支出	-4,058	-2,841	-2,557	-2,812
长期投资	0	0	0	0
其他	-277	-1,255	-1,380	-1,171
筹资活动现金流	4,937	3,963	3,306	3,580
债务融资	2,371	3,004	3,305	3,635
权益融资	2,089	0	0	0
其它	476	959	1	-55
汇率变动影响	-20	-20	-20	-20
现金净增加额	1,082	531	780	799

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	26,601	35,077	42,444	49,221
减:营业成本	22,595	29,607	35,812	41,486
营业税金及附加	656	865	1,047	1,214
销售费用	250	329	398	462
管理费用	1,143	1,507	1,823	2,114
财务费用	823	905	995	1,105
资产减值损失	18	5	5	5
加:公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	416	150	150	150
营业利润	1,666	2,009	2,513	2,985
加:营业外收入	165	100	110	120
减:营业外支出	32	20	30	40
利润总额	1,666	2,089	2,593	3,065
减:所得税费用	224	251	311	368
净利润	1,442	1,838	2,282	2,698
归属母公司净利润	1,323	1,686	2,094	2,475
少数股东损益与调整	119	152	188	223
EPS (元)	0.62	0.52	0.65	0.77

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	37.3%	31.9%	21.0%	16.0%
营业毛利	29.9%	36.5%	21.2%	16.6%
EBIT	52.7%	20.3%	19.9%	16.2%
净利润	70.4%	27.5%	24.1%	18.2%
获利能力				
毛利率	15.1%	15.6%	15.6%	15.7%
EBIT/收入	9.4%	8.5%	8.5%	8.5%
净利率	5.4%	5.2%	5.4%	5.5%
ROE	15.7%	14.9%	14.8%	14.2%
ROIC	8.7%	9.2%	9.7%	9.9%
偿债能力				
资产负债率	79.1%	74.1%	70.9%	67.8%
利息保障倍数	3.03	3.31	3.61	3.77
速动比率	0.63	0.72	0.79	0.86
经营现金流/当期债务	0.01	0.02	0.04	0.03
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.73	0.80	0.83
应收账款天数	70.0	63.7	63.2	65.4
存货天数	135.6	129.7	121.1	121.3
每股指标 (元)				
EBIT/股本	1.16	0.93	1.11	1.29
每股经营现金流	0.23	0.21	0.44	0.38
每股净资产	4.28	3.84	4.78	5.91
估值比率				
P/E	23.5	18.4	14.8	12.5
P/B	3.4	3.8	3.0	2.4
P/S	1.2	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	12.2	16.6	14.1	12.3

资料来源:公司公告,第一创业证券研究所

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120