

## 建筑施工

署名人: 罗泽兵

执业证书编号: S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

参与人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12 个月目标价: 15.00 元

当前股价: 11.60 元

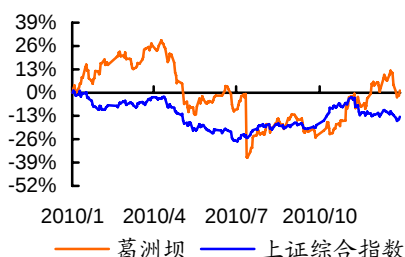
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2808.08 |
| 总股本(百万)   | 3487    |
| 流通股本(百万)  | 3487    |
| 流通市值(亿)   | 405     |
| EPS (TTM) | 0.41    |
| 每股净资产(元)  | 2.64    |
| 资产负债率     | 78.4%   |

## 股价表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 葛洲坝    | -3.65 | 33.33 | 68.31 |
| 上证综合指数 | -0.43 | 5.74  | 17.08 |



《葛洲坝-新签合同中海外市场的占比仍维持 4 成左右》 2010-9-30

《葛洲坝-海外订单快速增长, 民爆业务盈利水平进一步提升》 2010-8-30

《葛洲坝-长期的看点在于海外工程业务》 2010-7-26

葛洲坝

600068

推荐

## 2010 年新签合同额继续保持 30%以上的增速

公司今日发布 2010 年新签合同公告, 2010 年全年公司累计新签合同 556.1 亿元, 同比增长 32%, 也较公司 2010 年初制定的 500 亿元新签合同目标高出 11.2%。公司 2010 年全年新签合同情况基本符合我们的预期。

### 投资要点:

- 受益国家鼓励国内大型专业工程企业“走出去”的有利政策支持, 公司在海外市场经营势头持续向好。2010 年公司累计新签合同 556.1 亿元, 同比增长 32%, 自 09 年以来连续第二年保持 30%以上的快速增长。从订单的地区构成看, 2010 年公司新签合同中 40.55%来自国际市场, 新签合同金额较上年增长 47%, 较公司新签合同的整体增速高出 15 个百分点。这表明了在当前国内优惠出口信贷等有利政策推动下, 公司凭借在大型水电领域的专业实力在海外水电市场正显现出其良好的经营前景。
- 合同储备丰厚, 工程业务业绩前景明确。预计公司 2010 年底在手未完工合同规模为 1100 亿元左右, 对应当年工程结算收入的 4.1 倍。考虑到公司当前未完工合同中来自海外市场的占比已达到 50%, 而这些海外工程特别是大型水电项目目前大都仍处于施工初期, 未来其收入结算规模将快速上升, 预计到 2012 年公司工程收入中来自海外的比例将目前的 20%快速上升至 1/3 左右。同时考虑到海外项目较国内市场普遍更高的盈利能力, 海外收入结转的加快将成为公司工程主业稳定增长的持续动力。
- 非工程业务中水泥已渡过区域景气低点, 新疆地区投资也呈加速推进势头。2010 年公司水泥业务所在的湖北省其水泥投资下滑明显, 区域供求关系呈明显的好转趋势, 该区域水泥景气已渡过最低谷期; 在公司着力新疆地区投资方面, 公司下设的葛洲坝新疆工程局、葛洲坝新疆投资控股有限公司已分别完成了增资及出资方式的调整工作, 公司在新疆地区的投资部署正在有序展开。
- 维持推荐评级。公司作为国内大型水电施工的主要企业, 未来工程主业将迎来国内平稳、国外快速增长的有利局面, 同时其多元化的产业布局在 2-3 内也将实现明显的业绩贡献。10-12 年公司 EPS 分别为 0.43、0.57 和 0.74 元, 维持推荐评级。
- 风险提示: 工程企业经营结算波动等。

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 26601 | 35292 | 45423 | 51895 |
| 同比(%)         | 37%   | 33%   | 29%   | 14%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1323  | 1484  | 1987  | 2573  |
| 同比(%)         | 63%   | 12%   | 34%   | 30%   |
| 毛利率(%)        | 15.1% | 14.6% | 15.7% | 16.2% |
| ROE(%)        | 16.2% | 13.6% | 15.7% | 17.3% |
| 每股收益(元)       | 0.38  | 0.43  | 0.57  | 0.74  |
| P/E           | 30.58 | 27.26 | 20.36 | 15.72 |
| P/B           | 4.94  | 3.72  | 3.20  | 2.72  |
| EV/EBITDA     | 11    | 10    | 8     | 6     |

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 20823       | 27047        | 34561        | 39342        | <b>营业收入</b>     | 26601       | 35292        | 45423        | 51895        |
| 现金             | 4350        | 5294         | 6814         | 7784         | 营业成本            | 22595       | 30154        | 38309        | 43483        |
| 应收账款           | 2283        | 2936         | 3779         | 4317         | 营业税金及附加         | 656         | 847          | 1136         | 1271         |
| 其它应收款          | 2679        | 3571         | 4596         | 5250         | 营业费用            | 250         | 388          | 522          | 597          |
| 预付账款           | 2967        | 3920         | 4980         | 5653         | 管理费用            | 1143        | 1376         | 1817         | 2050         |
| 存货             | 8395        | 11150        | 14165        | 16078        | 财务费用            | 823         | 803          | 1135         | 1255         |
| 其他             | 150         | 176          | 227          | 259          | 资产减值损失          | 18          | 20           | 20           | 20           |
| <b>非流动资产</b>   | 21792       | 24898        | 26481        | 27855        | 公允价值变动收益        | 1           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 1405        | 1488         | 1488         | 1488         | 投资净收益           | 416         | 150          | 0            | 0            |
| 固定资产           | 7634        | 9592         | 10284        | 10757        | <b>营业利润</b>     | 1533        | 1854         | 2484         | 3219         |
| 无形资产           | 4949        | 4849         | 4749         | 4649         | 营业外收入           | 165         | 150          | 150          | 150          |
| 其他             | 7804        | 8969         | 9960         | 10961        | 营业外支出           | 32          | 45           | 50           | 50           |
| <b>资产总计</b>    | 42615       | 51945        | 61042        | 67198        | <b>利润总额</b>     | 1666        | 1959         | 2584         | 3319         |
| <b>流动负债</b>    | 18508       | 24997        | 32134        | 35787        | 所得税             | 224         | 323          | 388          | 498          |
| 短期借款           | 2223        | 5847         | 9517         | 10904        | <b>净利润</b>      | 1442        | 1636         | 2197         | 2821         |
| 应付账款           | 4261        | 5578         | 7087         | 8044         | 少数股东损益          | 119         | 152          | 210          | 248          |
| 其他             | 12024       | 13571        | 15530        | 16839        | <b>归属母公司净利润</b> | 1323        | 1484         | 1987         | 2573         |
| <b>非流动负债</b>   | 14907       | 14896        | 14896        | 14896        | EBITDA          | 3375        | 3780         | 5020         | 6097         |
| 长期借款           | 13266       | 13266        | 13266        | 13266        | EPS (元)         | 0.38        | 0.43         | 0.57         | 0.74         |
| 其他             | 1641        | 1630         | 1630         | 1630         | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 33415       | 39893        | 47031        | 50683        | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | 1013        | 1165         | 1375         | 1623         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 2148        | 3487         | 3487         | 3487         | 营业收入            | 37.3%       | 32.7%        | 28.7%        | 14.2%        |
| 资本公积           | 2948        | 4118         | 4118         | 4118         | 营业利润            | 76.4%       | 20.9%        | 34.0%        | 29.6%        |
| 留存收益           | 3074        | 3270         | 5019         | 7275         | 归属于母公司净利润       | 63.2%       | 12.2%        | 33.9%        | 29.5%        |
| 归属母公司股东权益      | 8186        | 10887        | 12636        | 14892        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 42615       | 51945        | 61042        | 67198        | 毛利率             | 15.1%       | 14.6%        | 15.7%        | 16.2%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 5.0%        | 4.2%         | 4.4%         | 5.0%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROE             | 16.2%       | 13.6%        | 15.7%        | 17.3%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 500         | 1347         | 2222         | 4157         | ROIC            | 10.2%       | 8.8%         | 10.5%        | 11.8%        |
| 净利润            | 1442        | 1636         | 2197         | 2821         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 1019        | 1123         | 1401         | 1623         | 资产负债率           | 78.4%       | 76.8%        | 77.0%        | 75.4%        |
| 财务费用           | 823         | 803          | 1135         | 1255         | 净负债比率           | 50.34       | 50.42%       | 50.57        | 49.66%       |
| 投资损失           | -416        | -150         | 0            | 0            | 流动比率            | 1.13        | 1.08         | 1.08         | 1.10         |
| 营运资金变动         | -2325       | -2162        | -2636        | -1615        | 速动比率            | 0.67        | 0.64         | 0.63         | 0.65         |
| 其它             | -42         | 97           | 126          | 73           | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | -4335       | -4076        | -3000        | -3000        | 总资产周转率          | 0.72        | 0.75         | 0.80         | 0.81         |
| 资本支出           | 4058        | 2999         | 2000         | 2000         | 应收账款周转率         | 14          | 13           | 13           | 13           |
| 长期投资           | -388        | 50           | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 6.34        | 6.13         | 6.05         | 5.75         |
| 其他             | -665        | -1027        | -1000        | -1000        | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | 4937        | 3673         | 2297         | -186         | 每股收益(最新摊薄)      | 0.38        | 0.43         | 0.57         | 0.74         |
| 短期借款           | -1552       | 3624         | 3669         | 1387         | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.14        | 0.39         | 0.64         | 1.19         |
| 长期借款           | 3300        | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 2.35        | 3.12         | 3.62         | 4.27         |
| 普通股增加          | 482         | 1340         | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积增加         | 2025        | 1170         | 0            | 0            | P/E             | 30.58       | 27.26        | 20.36        | 15.72        |
| 其他             | 682         | -2461        | -1372        | -1573        | P/B             | 4.94        | 3.72         | 3.20         | 2.72         |
| <b>现金净增加额</b>  | 1082        | 944          | 1520         | 971          | EV/EBITDA       | 11          | 10           | 8            | 6            |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

罗泽兵，中投证券研究所建筑行业分析师，管理学硕士。

李凡，中投证券研究所建材建筑行业分析师，管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括：中铁二局、葛洲坝、精工钢构、中材国际、海油工程、中国建筑、中国中冶、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、中国中铁、中国铁建。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434