

葛洲坝 (600068)

电力顾问，两电网公司部分资产将注入集团

水利水电系列报告 25

韩其成
021-38676162
hanqicheng@gtjas.com
S0880511010022

本报告导读：

葛洲坝公告集团公司将与中国电力工程顾问集团公司，以及国家电网公司和南方电网公司部分公司组建新的集团公司

投资要点：

重大事项：按照国家深化电力体制改革和中央企业布局结构调整的要求，葛洲坝集团公司将与中国电力工程顾问集团公司，以及国家电网公司和南方电网公司所属部分省（区、市）公司勘测设计企业、火电施工企业、水电施工企业和修造企业重组，组建以项目总承包、工程管理、设计、施工、修造业务为主的综合性电力建设集团公司，有关重组工作正在进行之中。

点评：基于我国中央减少央企数量的政策与水利水电同质央企数量多的现状，我们在2010年7月19日撰写水利水电行业深度报告《旱涝灾害加速水利投资，大型水电项目重启可待》即提出水利水电央企重组预期，10年8月6日葛洲坝公司深度报告《水利水电前景佳、央企重组与大额订单预期》重申了这一预期。目前，我们的预期得到印证。中国电力工程顾问公司08年收入99亿元，利润总额10亿元，与葛洲坝相当。2009年公司设计收入额约为60亿元，国际设计收入额为9亿元。公司主营业务为设计，毛利率与净利率高于葛洲坝。电力顾问在2010年ENR200家国际设计公司中排名77，全球设计公司中排名42位。10年底员工是8382人。此外国家电网公司与南方电网公司的勘测设计企业、火电施工企业、水电施工企业和修造企业也将注入葛洲坝集团，该事项高于预期，同时符合我国的理顺电网公司的业务关系的发展要求。

盈利预测：不考虑电力顾问与电网公司下属部分公司注入葛洲坝，我们预测葛洲坝2011~2013年EPS为0.59、0.8、1.04，同增50%、35%、30%，增持评级，目标价18元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	26,601	36,584	45,927	57,950	72,105
(+/-)%	37%	38%	26%	26%	24%
经营利润 (EBIT)	1,957	2,578	4,021	4,998	6,349
(+/-)%	31%	32%	56%	24%	27%
净利润	1,323	1,377	2,062	2,780	3,620
(+/-)%	63%	4%	50%	35%	30%
每股净收益 (元)	0.62	0.39	0.59	0.80	1.04
每股股利 (元)	0.15	0.15	0.12	0.16	0.21

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	7.4%	7.0%	8.8%	8.6%	8.8%
净资产收益率 (%)	16.2%	13.5%	17.4%	19.8%	21.3%
投入资本回报率 (%)	6.1%	5.7%	8.8%	10.0%	11.9%
EV/EBITDA	13.3	16.4	11.0	9.1	7.2
市盈率	19.8	30.9	20.6	15.3	11.7
股息率 (%)	1.2%	1.2%	1.0%	1.3%	1.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：18.00

上次预测：18.00

当前价格：11.93

2011.04.20

交易数据

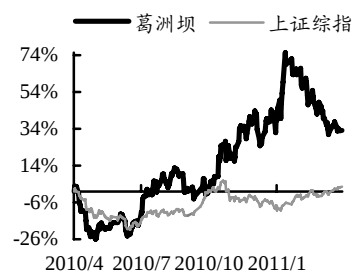
52周内股价区间 (元)	7.13-15.86
总市值 (百万元)	41,605
总股本/流通A股 (百万股)	3,487/3,487
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	65
日均成交值 (百万元)	883

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,224
每股净资产	2.93
市净率	4.1
净负债率	213%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.09	0.14
Q2	0.10	0.16
Q3	0.08	0.13
Q4	0.11	0.17
全年	0.39	0.59

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	-7%	33%
相对指数	-13%	-16%	33%

相关报告

《利比亚局势不影响公司整体发展前景》	2011.03.03
《受益水电建设高峰、海外业务景气》	2011.01.24
《毛利率将触底回升，水利水电趋势向上》	2010.08.30
《水利水电前景佳、央企重组与大额订单预期》	2010.08.06
《合同增加提升估值，集诸多主题于一身》	2010.04.12

模型更新时间: 2011.04.19

股票研究

工业
建筑工程业

葛洲坝 (600068)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.00

上次预测: 18.00

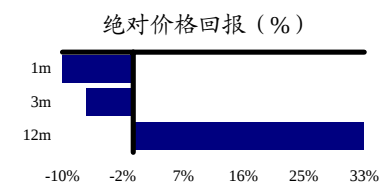
当前价格: 11.93

公司网址

www.cgsc.cn

公司简介

公司是以建筑工程承包施工和水泥生产销售为主业,集交通、能源等基础设施投资经营及高新技术产业为一体的多元化经营的上市公司,拥有水利水电工程总承包一级资质,为全国最大的特种水泥生产基地,“三峡牌”水泥被认定为国家首批推荐建材产品。07年公司实现了集团公司主业资产的整体上市,围绕水利水电工程施工核心业务,形成了工程施工、水泥生产、民用爆破、高速公路运营、房地产和水电开发六大业务板块共同发展的格局,实现了由单纯工程施工向工程承包开发一体化的



52 周价格范围 7.13-15.86
市值 (百万) 41,605

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

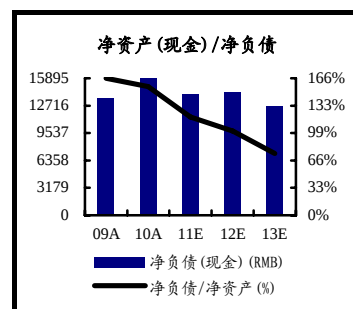
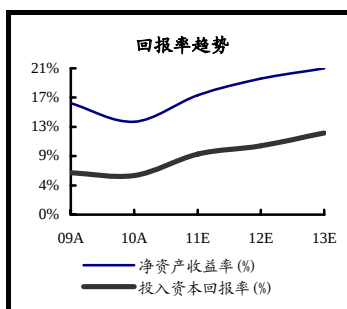
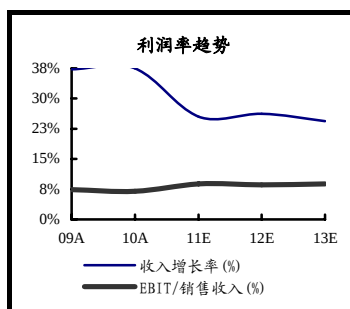
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	26,601	36,584	45,927	57,950	72,105
营业成本	22,595	31,403	38,634	48,823	60,620
税金及附加	656	865	1,086	1,370	1,705
销售费用	250	327	413	522	649
管理费用	1,143	1,412	1,772	2,236	2,782
EBIT	1,957	2,578	4,021	4,998	6,349
公允价值变动收益	1	26	0	0	0
投资收益	416	143	100	100	100
财务费用	823	837	1,088	1,121	1,133
营业利润	1,533	1,915	2,897	3,932	5,146
所得税	224	447	669	902	1,174
少数股东损益	119	205	307	414	539
净利润	1,323	1,377	2,062	2,780	3,620
货币资金、交易性金融资产	4,358	5,870	6,445	7,078	7,774
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,239	3,153	3,153	3,153	3,153
固定资产合计	8,520	9,535	10,461	10,882	11,372
无形资产及其他资产	9,973	11,551	10,077	11,300	11,022
资产合计	42,615	54,562	54,842	66,138	72,336
流动负债	18,508	23,395	21,908	31,366	34,128
非流动负债	14,907	18,080	17,898	17,098	17,098
股东权益	8,175	10,209	11,851	14,076	16,971
投入资本(IC)	27,588	35,216	35,558	39,051	41,575
NOPLAT	1,694	2,010	3,136	3,898	4,951
折旧与摊销	1,019	985	1,127	1,250	1,365
流动资金增量	-1,927	-2,403	1,358	-1,251	-1,745
资本支出	-4,003	-3,335	-438	-2,730	-1,390
自由现金流	-3,216	-2,743	5,183	1,167	3,181
经营现金流	500	619	3,732	4,172	4,849
投资现金流	-4,335	-3,861	-338	-2,630	-1,290
融资现金流	4,937	4,651	-2,819	-909	-2,864
现金流净增加额	1,102	1,408	575	633	696
收入增长率	37.3%	37.5%	25.5%	26.2%	24.4%
EBIT 增长率	30.7%	31.7%	56.0%	24.3%	27.0%
净利润增长率	63.2%	4.1%	49.8%	34.8%	30.2%
利润率					
毛利率	15.1%	14.2%	15.9%	15.7%	15.9%
EBIT 率	7.4%	7.0%	8.8%	8.6%	8.8%
净利率	5.0%	3.8%	4.5%	4.8%	5.0%
净资产收益率(ROE)	16.2%	13.5%	17.4%	19.8%	21.3%
总资产收益率(ROA)	3.1%	2.5%	3.8%	4.2%	5.0%
投入资本回报率(ROIC)	6.1%	5.7%	8.8%	10.0%	11.9%
存货周转天数	123	133	128	115	115
应收账款周转天数	25	24	24	24	24
总资产周转天数	510	485	435	36	16
净利润现金含量	0.38	0.45	1.81	1.50	1.34
资本支出/收入	15%	9%	1%	5%	2%
资产负债率	78.4%	76.0%	72.6%	73.3%	70.8%
净负债率	165.7%	155.7%	118.9%	101.7%	74.9%
PE	19.8	30.9	20.6	15.3	11.7
PB	3.2	4.2	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	13.3	16.4	11.0	9.1	7.2
P/S	1.0	1.2	0.9	0.7	0.6
股息率	1.2%	1.2%	1.0%	1.3%	1.7%



附录：

中国电力工程顾问集团公司背景：

中国电力工程顾问集团公司（以下简称中电工程）是 2002 年底在原国家电力公司所属中国电力工程顾问（集团）有限公司基础上组建、由国务院国资委监管的全民所有制企业。下属东北、华东、中南、西北、西南、华北六家电力设计院和中国电力建设工程咨询公司、中电科技开发有限公司、北京洛斯达科技发展有限公司共九家全资子公司和电力规划设计总院一家事业单位。

中电工程是面向国内外市场，为政府部门、金融机构、投资方、发展商和项目法人提供电力工程建设综合服务的中介机构，主要从事电力规划研究、咨询、评估与工程勘察、设计、服务、工程总承包，电力项目投资与经营及相关专有技术产品开发等业务，具有国家发展和改革委员会认定的火电项目评估资格。

中电工程技术力量雄厚，专业配套齐全，具有丰富的工程实践经验和坚实的综合管理能力。截止 2010 年底，中电工程在职员工 8382 人，其中国家级勘察设计大师 14 人，享受政府特殊津贴的专家 131 人，百千万人才工程国家级人选 3 人，硕士及以上学历人员比重为 19%，各类注册师比重 27%。

中电工程是目前我国最具实力的电力规划研究、勘测设计企业，是我国电力勘测设计行业内的排头兵和“国家队”。在电力勘测设计技术上处于国内领先地位。在核电常规岛、洁净煤发电、百万千瓦级超超临界燃煤机组、空冷机组、特高压交直流输变电等勘测设计前沿技术方面具有国内领先优势。中电工程承担了全国电力市场分析、电能消纳、电源电网规划、西电东送、全国联网，电力产业结构优化升级等电力发展规划研究工作；完成了国内大量发电工程和输变电工程的勘测设计工作，承接了十几个国家的 200 多项电力工程。中电工程在我国电力勘测设计行业的科研、标准化工作中发挥着主导作用，承担了全国约 90% 的电力勘测设计科研、标准化任务，承担着电力新技术研究和国外先进技术的引进、消化和创新等工作。

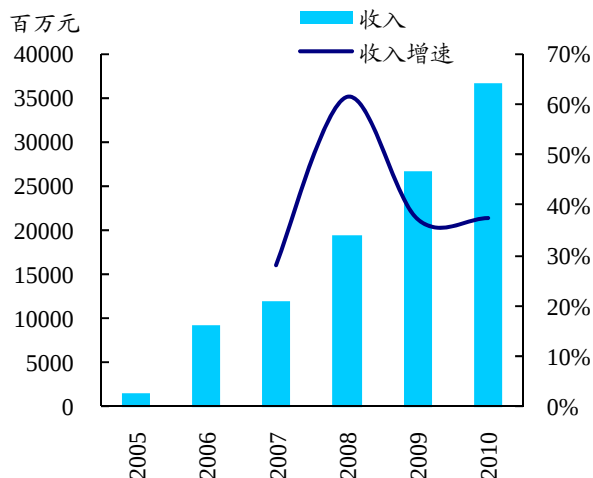
中电工程所属六家电力设计院连续十五年名列中国勘察设计综合实力百强。自 2002 年以来，中电工程凭借其良好的经营业绩和资产状况，连续八年进入美国工程新闻记录(ENR)“世界 200 强设计公司”和“全球 150 强设计公司”排名，2010 年分别名列第 77 位和 42 位。连续六年荣列中国企业联合会、中国企业家协会“中国服务业企业 500 强”排名，2010 年名列第 140 名。在“2010 年中国承包商、工程设计企业双 60 强”评比中，中电工程获“工程设计企业 60 强”第 4 位、“总承包营业收入排名”第 3 名。

表 1：水利水电系列报告

	时间	报告类型	报告名称	事件
1	20100718	行业周报	装饰园林走势分化，本周重点推荐水利水电	
2	20100719	行业深度报告	旱涝灾害加速水利投资，大型水电项目重启可待	10 年旱涝灾害频发
3	20100722	行业事件点评	水利水电具长期价值，8 月上旬雨量持续	7 月 21 日，温家宝主持国务院常务会议，研究部署当前的防汛抗洪工作，提出要继续加强水利建设，尽快启动水利重点薄弱环节工程建设。
4	20100726	行业周报	水利水电逞强，国际工程复苏	
5	20100806	公司深度研究	水利水电前景佳、央企重组与大额订单预期	
6	20100809	行业周报	中材国际工程，葛洲坝水利水电，隧道地铁	
7	20100824	行业事件快评	水电建设加速，10 年将新增 1.8 亿千瓦	全国水电工作会议预计 2020 年，我国水电装机容量将达 3.8 亿千瓦。
8	20100830	公司更新报告	葛洲坝毛利率将触底回升，水利水电趋势向上	3 季报点评
9	20101011	行业周报	10 月配置中材国际、亚夏、葛洲坝、精工钢构	
10	20101018	行业周报	葛洲坝、中建、中化、铁建、亚夏业绩好于预期	
11	20101111	行业更新报告	水电建设高峰至，央企整合预期大	据报道我国可再生能源十二五规划初稿形成，重大水电基地工程推动水电开发
12	20101130	行业更新报告	水利水电将是十二五发展重点	中央经济工作会议或将水利作为重点，1 号文将以水利为中心。
13	20101221	行业更新报告	农村工作会议召开，继续看好水利水电建设	农村工作会议于 12 月 21~22 日召开。
14	20110104	行业更新报告	水利水电工程公司公告点评	葛洲坝、安徽水利、粤水电重大公告点评
15	20110110	行业更新报告	水利水电政策关注点、资金有保障	总结未来 3 个月水利水电相关政策/会议出台时点。从土地出让金中提取 10% 用于农田水利建设
16	20110111	行业更新报告	未来 3 个月是水利水电的政策密集关注期	
17	20110113	行业更新报告	中央 1 号文直指水利，11 年水电开工 20GW	水利部长陈雷 11 日在水利部科技委全体会议上指出中央 1 号文件《关于加快水利改革发展的决定》即将发布
18	20110121	行业更新报告	水电增长趋势确定，水利十年 4 万亿	水利规划会议召开，水利未来 10 年将年均投入 4000 亿元
19	20110124	公司更新报告	葛洲坝（600068）受益水电建设高峰、海外业务景气	
20	20110127	行业事件点评	水利建设基金来源确定，规模增大	财政部、发改委和水利部联合出台《水利建设基金筹集和使用管理办法》，明确中央和地方水利建设基金的来源以及使用方向。
21	20110131	行业更新报告	水利 1 号文后续看水电攀高，首推葛洲坝	中央 1 号文《关于加快水利改革发展决定》发布
22	20110211	行业更新报告	水利主题持续，水电承接攀高	
23	20110228	行业更新报告	各地逐步落实 1 号文，水利投资必增长	
24	20110317	行业更新报告	核电审批暂停，水电开发必行	日本地震导致核电危机，国务院宣布暂停审批核电项目
25	20110420	公司更新报告	电力顾问，两电网公司部分资产将注入集团	葛洲坝集团将于电力顾问公司与国家电网、南方电网公司部分施工设计企业组建电力建设集团。

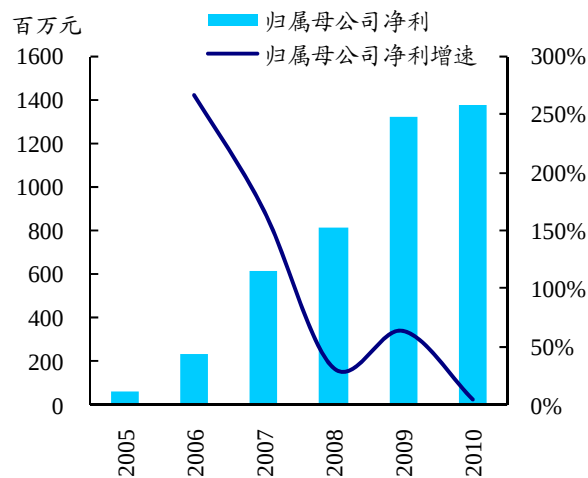
数据来源: 国泰君安证券研究

图 1: 葛洲坝收入与增速



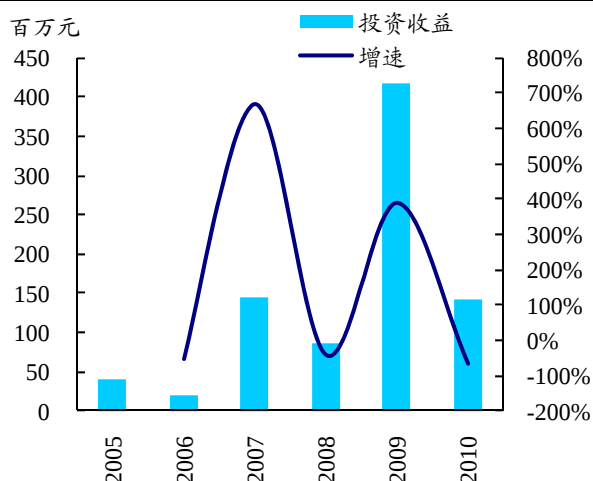
数据来源: 葛洲坝公告、国泰君安证券研究

图 2: 葛洲坝归属母公司净利润与增速



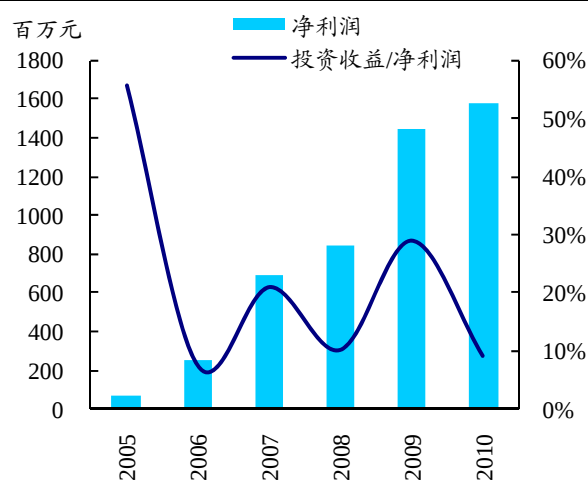
数据来源: 葛洲坝公告、国泰君安证券研究

图 3: 葛洲坝投资收益与增速



数据来源: 葛洲坝公告、国泰君安证券研究

图 4: 葛洲坝净利润与投资收益在净利润中的占比



数据来源: 葛洲坝公告、国泰君安证券研究

图 5: 葛洲坝 2010 年收入分类

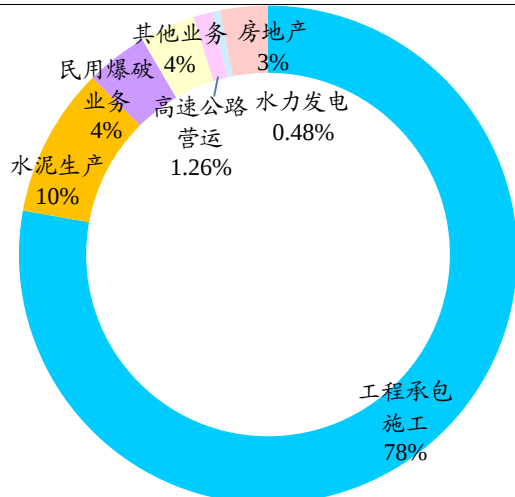
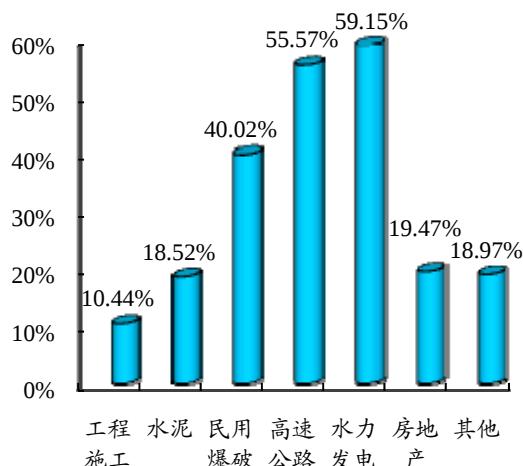


图 6: 葛洲坝 2010 年分业务毛利率



数据来源：葛洲坝公告、国泰君安证券研究

数据来源：葛洲坝公告、国泰君安证券研究

表 1：葛洲坝单季度盈利情况

	1Q09	2Q09	3 Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
主营业务收入	5,485.83	6,276.68	6,813.39	8,025.39	7,394.76	8,932.36	8,541.92	11,714.85
增速	55%	30%	49%	25%	35%	42%	25%	46%
毛利率	16.50%	14.68%	13.94%	15.33%	14.95%	13.29%	13.14%	15.08%
主营业务成本	4,580.89	5,355.41	5,863.91	6,795.13	6,289.16	7,745.10	7,419.70	9,948.77
业务税金及附加	129.48	144.45	149.48	232.82	162.69	214.29	192.31	29579%
主营业务利润	904.94	921.27	949.48	1,230.26	1,105.60	1,187.26	1,122.22	1,766.08
资产减值损失	-1.46	0.97	4.79	13.86	1.36	4.39	-0.73	-10.28
/利润总额	0%	0%	1%	2%	0%	1%	0%	-1%
营业费用	58.38	60.57	68.85	61.92	59.82	70.48	79.77	116.62
费用率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	1%	1%	1%
管理费用	253.57	242.43	217.48	429.24	313.42	271.6	322.76	503.91
费用率	5%	4%	3%	5%	4%	3%	4%	4%
财务费用	172.89	185.61	190.25	273.91	201.32	147.24	195.96	292.14
费用率	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
三项费用率	9%	8%	7%	10%	8%	5%	7%	8%
公允价值变动净收益	-	-2.98	0.34	3.62	2.56	-4.96	0.13	-
投资净收益	6.00	98.26	6.11	305.64	6.22	41.45	37.68	57.86
营业利润	298.07	382.52	325.07	527.76	375.78	515.75	369.96	653.90
营业外收入	28.83	34.24	30.23	39.21	35.59	40.9	-5.27	41.71
/利润总额	9%	8%	9%	7%	9%	7%	-1%	6%
营业外支出	1.06	1.69	3.62	26.02	1.11	6.05	43.15	31.21
利润总额	326.90	416.76	355.30	566.97	411.36	556.65	364.69	695.62
所得税	52.76	51.69	47.79	71.49	48.05	135.72	37.45	225.33
所得税率	16%	12%	13%	13%	12%	24%	10%	32%
少数股东损益	15.9	30.35	35	37.85	37.09	55.4	35.1	77.44
/利润总额	5%	7%	10%	7%	9%	10%	10%	11%
净利润	258.24	334.72	272.51	457.63	326.23	365.52	292.14	392.84
增速	36%	82%	62%	71%	26%	9%	7%	-14%
净利润率	4.7%	5.3%	4.0%	5.7%	4.4%	4.1%	3.4%	3.4%
EPS	0.05	0.35	0.17	0.36	0.06	0.20	0.10	0.03

数据来源：葛洲坝、国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

S0880511010022

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名，2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

白晓兰（贡献作者）:

S0880110030026

021-38674660

baixiaolan008216@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年加入国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		