

葛洲坝 (600068)

业绩稳健增长

2011 年 1 季报点评/水利水电系列报告 27

韩其成
021-38676162
hanqicheng@gtjas.com
S0880511010022

本报告导读:

公司为 11 年 1 季度实现营业收入 95 亿元, 同增 29%, 净利润 4.2 亿元, 同增 28%。

11 年 1 季度新签合同额 238.39 亿元, 同增 42.3%。公司稳健增长。

投资要点:

2011 年 1 季度, 公司实现营业收入 95 亿元, 同增 29%。收入增长基本符合预期。实现净利润 4.2 亿元, 同增 28%。公司三项费用率 7.16%, 下降 0.6 个百分点。公司有效所得税率 8.5%, 同比下降 3.2 个百分点。

2011 年 1-3 月, 公司新签合同额 238.39 亿元, 同增 42.3%。其中海外合同 93.16 亿元, 占比 39%, 同增 31%, 国内合同 145 亿元, 占比 61%, 同增 50%。其中水电工程合同 10 亿元。新签合同增长优于 2010 年 32% 的增速, 1 季度新签合同额为收入的 2.5 倍, 公司业绩扩张可期。

发展看点: 1) 水利水电建设高峰到来。2011~2020 年, 水利投资总额将高达 4 万亿。10 年 6 月以来获批水电站项目 12 个, 投资额约 2560 亿元, 装机容量 4864 万千瓦。2) 葛洲坝集团与中国电力顾问工程公司、国家电网、南方电网下属公司重组, 国家电网下属施工、设计等公司有中国安能建设总公司、中国电力科学研究院等, 南方电网下属有地方性设计院等。中国电力工程顾问公司 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。重组完成后, 葛洲坝集团将成为实力更为突出的电力建设集团公司。3) 葛洲坝新疆投资开发公司在新疆哈密拥有煤炭普查探矿权。

盈利预测: 不考虑电力顾问与电网公司下属部分分公司注入葛洲坝, 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%
投资回报率 (%)	6.1%	5.7%	8.8%	10.0%	11.9%
EV/EBITDA	12.9	15.8	10.6	8.7	6.9
市盈率	18.7	29.2	19.5	14.5	11.1
股息率 (%)	1.3%	1.3%	1.0%	1.4%	1.8%

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: 11.53

2011.05.03

交易数据

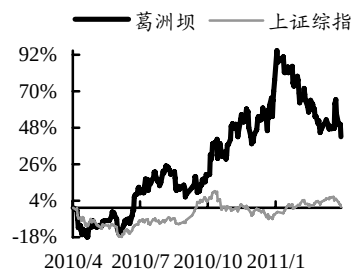
52 周内股价区间 (元)	7.13-15.86
总市值 (百万元)	40,210
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,487/3,487
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	69
日均成交值 (百万元)	941

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,728
每股净资产	3.08
市净率	3.7
净负债率	215%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.09	0.12
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	-5%	-19%	44%
相对指数	-2%	-24%	44%

相关报告

- 《电力顾问, 两电网公司部分资产将注入...》
2011.04.20
- 《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...》
2010.08.06

模型更新时间: 2011.05.03

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

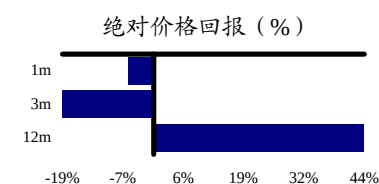
当前价格: 11.53

公司网址

www.cggc.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)

40,210

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

净利润率

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%
净利润率	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	18.7	29.2	19.5	14.5	11.1
PB	3.0	3.9	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	12.9	15.8	10.6	8.7	6.9
P/S	0.9	1.1	0.9	0.7	0.6
股息率	1.3%	1.3%	1.0%	1.4%	1.8%

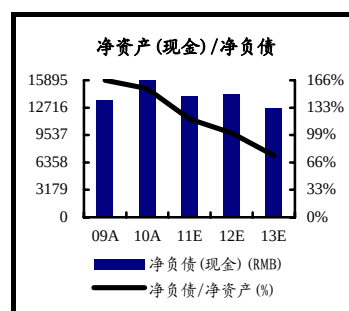
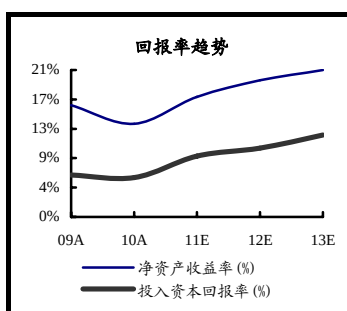
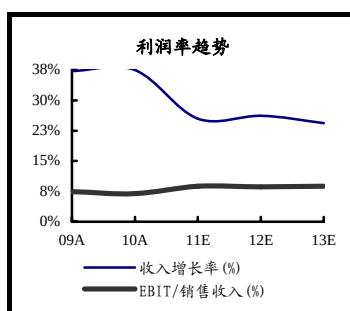
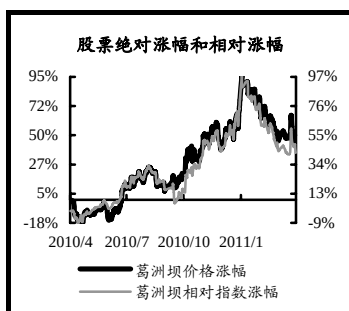
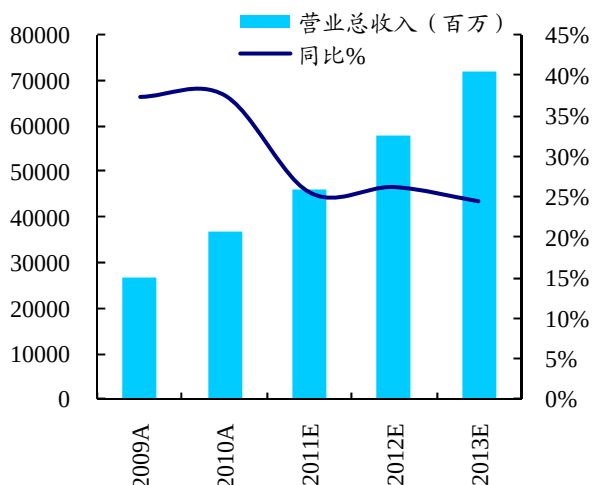
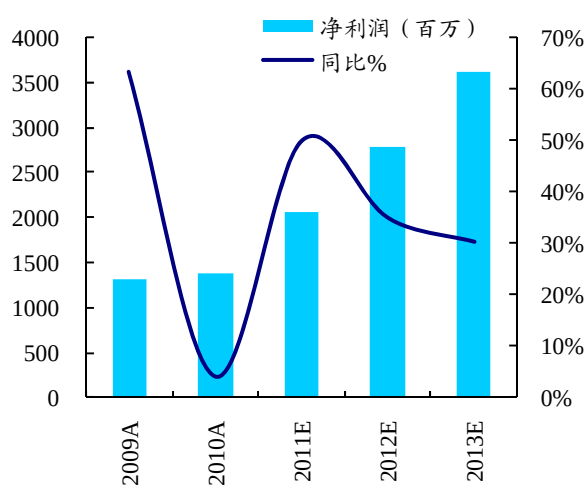


图 1: 葛洲坝收入与增速



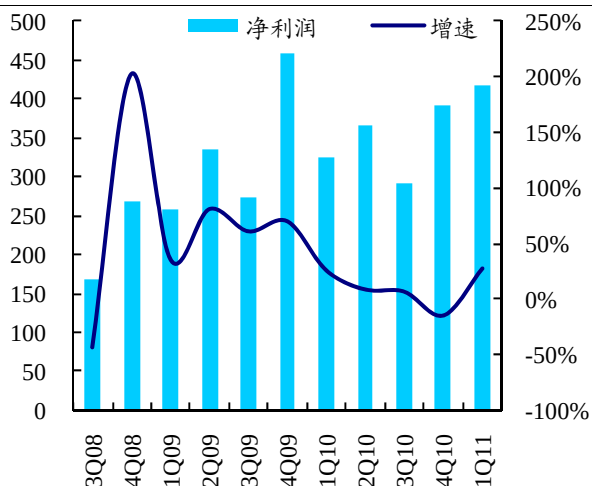
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 2: 葛洲坝归属母公司净利与增速



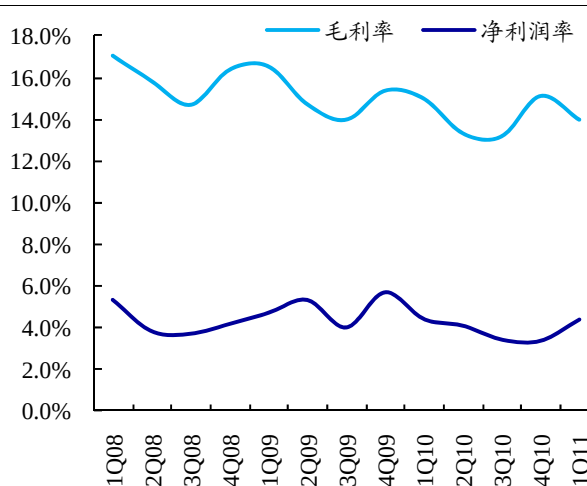
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 3: 葛洲坝季度净利润



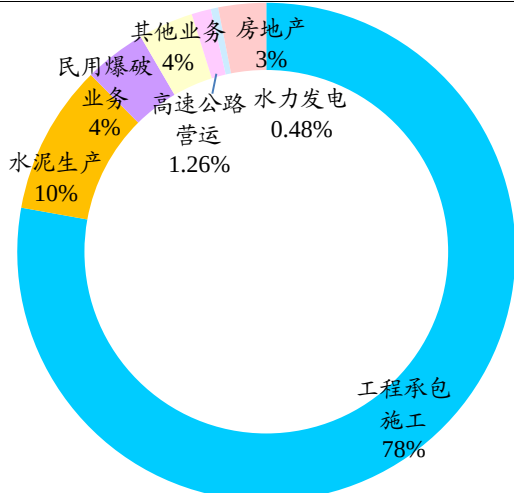
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 4: 葛洲坝季度毛利率与净利率



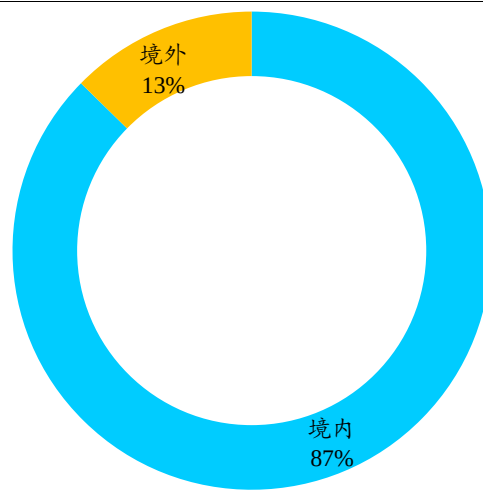
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 5: 葛洲坝 2010 年收入分项目占比



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 6: 葛洲坝 2010 年收入分地区占比



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 1: 葛洲坝单季度盈利情况

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
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	9,533.24
增速	55%	30%	49%	25%	35%	42%	25%	46%	29%
毛利率	16.50%	14.68%	13.94%	15.33%	14.95%	13.29%	13.14%	15.08%	13.94%
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	8,204.05
业务税金及附加	129.48	144.45	149.48	232.82	162.69	214.29	192.31	29579%	18277%
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	1,329.19
资产减值损失	-1.46	0.97	4.79	13.86	1.36	4.39	-0.73	-10.28	-11.64
/利润总额	0%	0%	1%	2%	0%	1%	0%	-1%	-2%
营业费用	58.38	60.57	68.85	61.92	59.82	70.48	79.77	116.62	79.43
费用率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	1%	1%	1%	1%
管理费用	253.57	242.43	217.48	429.24	313.42	271.6	322.76	503.91	367.72
费用率	5%	4%	3%	5%	4%	3%	4%	4%	4%
财务费用	172.89	185.61	190.25	273.91	201.32	147.24	195.96	292.14	235.22
费用率	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
三项费用率	9%	8%	7%	10%	8%	5%	7%	8%	7%
公允价值变动净收益	-	-2.98	0.34	3.62	2.56	-4.96	0.13	-	-4.18
投资净收益	6.00	98.26	6.11	305.64	6.22	41.45	37.68	57.86	2.10
营业利润	298.07	382.52	325.07	527.76	375.78	515.75	369.96	653.90	473.61
营业外收入	28.83	34.24	30.23	39.21	35.59	40.9	-5.27	41.71	43.21
/利润总额	9%	8%	9%	7%	9%	7%	-1%	6%	8%
营业外支出	1.06	1.69	3.62	26.02	1.11	6.05	43.15	31.21	4.38
利润总额	326.90	416.76	355.30	566.97	411.36	556.65	364.69	695.62	516.83
所得税	52.76	51.69	47.79	71.49	48.05	135.72	37.45	225.33	43.87
所得税率	16%	12%	13%	13%	12%	24%	10%	32%	8%
少数股东损益	15.9	30.35	35	37.85	37.09	55.4	35.1	77.44	54.97
/利润总额	5%	7%	10%	7%	9%	10%	10%	11%	11%
净利润	258.24	334.72	272.51	457.63	326.23	365.52	292.14	392.84	417.98
增速	36%	82%	62%	71%	26%	9%	7%	-14%	28%
净利润率	4.7%	5.3%	4.0%	5.7%	4.4%	4.1%	3.4%	3.4%	4.4%
EPS	0.05	0.35	0.17	0.36	0.06	0.20	0.10	0.03	0.12

数据来源: 葛洲坝、国泰君安证券研究

表 1: 葛洲坝公告合同情况

公告日期	地区	国家	分类	中标项目	中标 金额 (亿 元)	合同货币 币种	金额 (亿)	工期
2007-10-16	中东	伊朗	水电	伊朗鲁德巴-罗瑞斯坦大坝及发电工程总承包	15.00	欧元	3.10	52 个月
2010-01-06				南水北调中线一期工程总干渠沙河河南~黄河 南段(中线建管局直管项目)沙河渡槽工程第 二施工标段	6.00			41 个月
2010-02-09	中国	中国	水利	与“毛里塔尼亚水利能源部排水局”在毛里塔 尼亚首都努瓦可肖特市签订了毛里塔尼亚努	13.62			42 个月

				瓦克肖特城市排水一期项目合同协议书			
				与哈萨克斯坦天然气技术有限责任公司签署			
2010-02-11	哈萨克			《奇利克河梯级水电工程总承包合同协议书》			
	亚洲	斯坦	水电	(EPC 合同)	49.69	美元	7.28
				柬埔寨达岱河水电工程: 首部枢纽标(主坝)、			
2010-02-12				首部枢纽标(副坝)、发电厂房标; 引水隧洞			
	亚洲	柬埔寨	水电	标及发电厂房工程	18.06	美元(部	48 个月; 40
2010-03-09	中国	中国	公路	成安渝高速公路四川段第 I 标段工程	42.10	分)	1.94 个月
				与菲律宾 Agus3 水电公司			
2010-03-25				(Agus3HydropowerCorporation) 在菲律宾首			
	亚洲	菲律宾	水电	都马尼拉签署了 Agus3 水电站项目合同	31.40	美元	52 个月
				新建山西中南部铁路通道瓦塘至汤阴东(含)			
2010-04-08	中国	中国	铁路	段站前工程	32.41		54 个月
2010-04-28	非洲	喀麦隆	公路	喀麦隆杜阿拉二桥及其引路项目	10.54	美元	44 个月
2010-04-28	非洲	喀麦隆	公路	喀麦隆克里比-刚博公路项目	6.46	美元	0.09 36 个月
2010-06-01	亚洲	尼泊尔	水电	尼泊尔上崔树里 3A 水电站项目	6.87	美元	1.01 35 个月
2010-08-10	中国	中国	房建	中标戈江区火龙岗新安置示范点南地块工程	12.06		4 年
				与苏丹大坝执行局			
2010-08-14				(DAMSIMPLEMENTATIONUNIT) 签署苏丹			
	非洲	苏丹	水利	麦洛维灌溉项目 PC1 标段	33.50	美元	1344 天
				中标观音岩水电站左岸大坝土建及金属结构			
2010-08-17	中国	中国	水电	安装工程施工	26.24		
2010-08-31	中国	中国	水电	岷江青神段水电和航运项目勘察设计及开发建设			
				索普拉多拉水电站项目, 包括土建工程和机电			
2010-09-01		厄瓜多		设备的设计、制造、供货、施工或安装、实验			
	南美	尔	水电	以及试运行等	45.02	美元	1438 天
				与苏丹公路局签订苏丹恩图曼至巴拉公路项			
2010-10-20	非洲	苏丹	公路	目商务合同	15.43	美元	42 个月
				与蒙古 UP 责任有限公司签订了蒙古雅玛格新			
2010-10-29	亚洲	蒙古	房建	城项目一期一阶段项目	18.85	美元	2.83 36 个月
				苏丹谢里克水电站项目第一标段(土建施工&			
2010-11-26	非洲	苏丹	水电	金属结构制安)	48.85	美元	7.11 1751 天
				与“委内瑞拉国家农村发展自治局”签订了埃			
2010-12-03	南美	委内瑞	农业	罗莎-曼特卡尔社会主义农业发展项目合同	19.29	美元(部	0.60 24 个月
				436.40			
				洛贯产业承接区城市主干道基础设施项目建			
2011-03-18	中国	贵州	基建	设框架协议	26.00		2 年

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		