



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月31日

建筑与工程

研究部

吴慧敏

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030004

wuhm@cicc.com.cn

张松

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010055

zhangs2@cicc.com.cn

审慎推荐

葛洲坝 (600068.SH)

1H2011 业绩符合预期, 未来看点多

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	19,370	26,601	36,584	45,807	56,573
(+/-%)	61%	37%	38%	25%	24%
营业利润	869	1,533	1,915	2,400	3,045
(+/-%)	28%	76%	25%	25%	27%
净利润	811	1,323	1,377	1,866	2,451
(+/-%)	34%	63%	4%	36%	31%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.38	0.39	0.54	0.70
市盈率	41.6	25.5	24.5	18.1	13.8
市净率	7.4	4.1	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	19.5	13.5	14.6	12.0	10.2
净资产收益率(%)	17.8%	16.2%	13.5%	16.2%	18.5%
现金分红收益率(%)	0.7%	1.2%	1.2%	1.7%	2.2%
净利润率	4.2%	5.0%	3.8%	4.1%	4.3%
总资产回报率	2.6%	3.1%	2.5%	2.9%	3.4%
资产负债率	82.7%	78.4%	76.0%	77.1%	77.3%

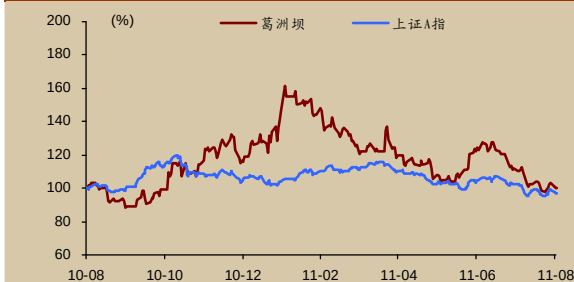
股票信息

股票代码	A股
当前股价	600068.CH
日成交量(百万股)	人民币9.68
52周最高价/最低价	16.49
市值(百万元)	人民币15.86/8.54
发行股数(百万股)	33,759
流通股A股(百万股)	3,487
主要股东(持股比例)	中国葛洲坝集团公司(40.54%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
600068.CH	+1.15	-9.45	-6.83	-15.75
上证A指	+0.49	-5.06	-6.43	-8.57
A股建筑指数	+0.91	-5.36	-1.16	-6.71

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

- 08/16/2011 建筑行业周报: 铁路建设投资下调的空间有多大?
- 08/19/2011 行业稳定增长,更加看好对外承包工程市场: 建筑业十二五规划简评;
- 08/23/2011 建筑行业周报: 援疆投资启动, 建筑先行

1H2011 业绩符合预期:

葛洲坝 1H2011 实现收入 223 亿元, 同比增长 36.8%; 归属母公司股东净利润 8.7 亿元, 对应每股收益 0.25 元, 同比增长 26.4%, 业绩基本符合预期。

- 收入实现高增长:** 受益于国家基建投资拉动, 公司工程施工、水泥销售等业务收入分别实现同比增长 33.1% 和 52.4%, 同时公司房地产项目集中结算, 地产业务收入同比大幅增长 174.9%;
- 毛利率下降 0.6 个百分点:** 主要原因在于: 1) 原材料及人工成本上涨导致公司工程承包业务上半年毛利率下降 1.9 个百分点; 2) 水力发电业务毛利率大幅下降 57.8 个百分点, 主要是由于地区干旱导致来水量严重不足, 发电量减少形成; 3) 受益于报告期内水泥价格的上涨, 公司水泥销售业务毛利率同比提升 6.5 个百分点;
- 新签合同额持续高增长:** 2011 年上半年新签合同额为 503.2 亿元, 同比增长 41.5%, 是其上半年收入的 2.26 倍; 其中: 国内水电市场新签合同同比增长 71.6%; 非水电市场合同增长 36.1%;

发展趋势:

公司未来看点有: 1) 国家水利水电建设的实质性推进; 2) 电力改革和资产整合的完成; 3) 随着新一轮援疆计划的启动, 公司新疆煤矿、施工以及水力发电业务的发展;

维持盈利预测不变

我们维持公司 2011、2012 年盈利预测不变, 2011 年、2012 年归属母公司净利润分别为 18.7 和 24.5 亿元, 对应每股收益分别为 0.54 和 0.70 元, 同比增长 35.6% 和 31.3%;

估值和投资建议

当前股价下, 公司对应 2011、2012 年市盈率分别为 18.1 和 13.8 倍。我们认为, 往前看, 公司股价的上涨动力主要来源于国家水利水电建设的实质性推进、公司资产整合的完成及新疆业务的发展, 我们仍维持“审慎推荐”的投资评级;

风险

海外局势变动给公司国际业务带来的不确定性。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 1H2011 业绩分析

单位: 百万元	1Q2010	2Q2010	1H2010	3Q2010	4Q2010	2010	1Q2011	2Q2011	1H2011	YoY %	CICC Comments
营业收入	7,395	8,932	16,327	8,542	11,715	36,584	9,533	12,806	22,339	36.8%	显著受益于国家基建投资拉动, 收入大幅增长
营业成本	6,289	7,745	14,034	7,420	9,949	31,403	8,204	11,134	19,338		
营业税金及附加	163	214	377	192	296	865	183	313	496		
毛利	943	973	1,916	930	1,470	4,316	1,146	1,359	2,505	30.8%	毛利率同比下降
营业费用	60	70	130	80	117	327	79	107	187		
管理费用	313	272	585	323	504	1,412	368	377	745		
财务费用	201	147	349	196	292	837	235	224	459		
资产减值损失	1	4	6	(1)	(10)	(5)	(12)	(2)	(13)		
投资收益	6	41	48	38	58	143	2	56	58		
营业利润	376	516	892	370	654	1,915	474	694	1,168	31.0%	
加: 营业外收入	37	47	84	38	73	194	48	41	89		
减: 营业外支出	1	6	7	43	31	82	4	4	8		
利润总额	411	557	968	365	696	2,028	517	732	1,248	29.0%	
所得税费用	48	136	184	37	225	447	44	187	230		
少数股东权益	37	55	92	35	77	205	55	88	143		
归属母公司净利润	326	366	692	292	393	1,377	418	457	875	26.4%	业绩符合预期
股本	3,487	3,487	3,487	3,487	3,487	3,487	3,487	3,487	3,487		
每股收益	0.09	0.10	0.20	0.08	0.11	0.39	0.12	0.13	0.25		
	0.23696										
毛利率	15.0%	13.3%	14.0%	13.1%	15.1%	14.2%	13.9%	13.1%	13.4%	-0.6%	主要由于原材料及人工成本的上升
销售费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.0%	
管理费用率	4.2%	3.0%	3.6%	3.8%	4.3%	3.9%	3.9%	2.9%	3.3%	-0.2%	管理效率的提升和资产负债结构改善
财务费用率	2.7%	1.6%	2.1%	2.3%	2.5%	2.3%	2.5%	1.8%	2.1%	-0.1%	
净利润率	4.4%	4.1%	4.2%	3.4%	3.4%	3.8%	4.4%	3.6%	3.9%	-0.3%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2：历史及预测财务数据

截至12月31日	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表（人民币百万元）						
主营业务收入	12,005	19,370	26,601	36,584	45,807	56,573
主营业务利润	1,679	2,588	3,350	4,316	5,421	6,801
减：营业费用	148	201	250	327	403	475
管理费用	679	889	1,143	1,412	1,768	2,150
财务费用	323	706	823	837	1,006	1,318
营业利润	677	869	1,533	1,915	2,400	3,045
税前利润	750	924	1,666	2,028	2,515	3,165
减：所得税	72	78	224	447	402	443
减：少数股东损益	73	36	119	205	246	271
净利润	604	811	1,323	1,377	1,866	2,451
资产负债表（人民币百万元）						
应收款项	4,757	5,324	8,069	9,897	12,637	15,607
存货	4,251	6,813	8,395	14,492	18,281	22,527
货币资金	2,330	3,268	4,350	5,750	7,974	7,384
流动资产合计	11,375	15,404	20,823	30,260	39,036	45,691
固定资产	4,016	5,130	7,634	8,498	12,531	14,037
应付款项	5,721	7,588	9,874	13,967	18,033	22,191
短期借款	3,779	3,775	2,223	2,260	3,260	4,260
流动负债合计	12,061	14,766	18,508	23,395	30,299	36,547
长期借款	6,984	9,967	13,266	16,052	17,052	18,052
负债合计	19,878	26,222	33,415	41,476	49,278	56,430
股东权益	5,435	4,557	8,186	10,224	11,521	13,226
总资产	26,185	31,703	42,615	54,562	63,906	73,035
现金流量表（人民币百万元）						
经营活动现金流	205	866	500	619	1,564	1,798
投资活动现金流	-1,715	-3,738	-4,335	-3,861	-1,034	-3,002
筹资活动现金流	2,680	3,870	4,937	4,651	1,704	623
现金及现金等价物净增加额	1,137	938	1,082	1,400	2,223	-590
期初现金及现金等价物余额	1,193	2,330	3,268	4,350	5,750	7,974
期末现金及现金等价物余额	2,330	3,268	4,350	5,750	7,974	7,384
财务指标						
毛利率	14.0%	13.4%	12.6%	11.8%	11.8%	12.0%
经营利润率	5.6%	4.5%	5.8%	5.2%	5.2%	5.4%
净利率	5.0%	4.2%	5.0%	3.8%	4.1%	4.3%
股息收益率	0.1%	0.6%	1.0%	1.0%	1.4%	1.8%
资产收益率	2.3%	2.6%	3.1%	2.5%	2.9%	3.4%
净资产收益率	11.1%	17.8%	16.2%	13.5%	16.2%	18.5%
资产负债率	75.9%	82.7%	78.4%	76.0%	77.1%	77.3%
净现金/股东权益	159.5%	245.4%	152.4%	140.5%	127.1%	134.1%
每股盈利	0.17	0.23	0.38	0.39	0.54	0.70
每股分红	0.01	0.07	0.11	0.12	0.16	0.21
每股净资产	1.6	1.3	2.3	2.9	3.3	3.8

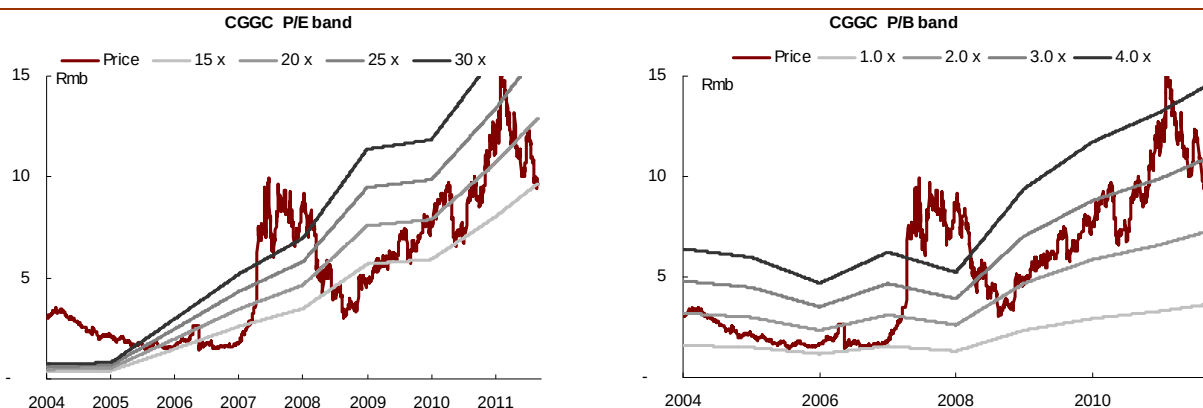
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

公司名称	当前股价 11-8-31	市值 (百万美元)	摊薄每股盈利			市盈率			CAGR	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率	净利率
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	10-12	10A	11E	12E	10A	11E	12E		最近会计年度	
美国	(USD)	(USD)	(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	60.22	10,467	2.01	3.31	3.95	30.0	18.2	15.2	40.2%	3.0	2.8	2.4	11%	16%	15%	54%	3%	2%
Jacobs Engineering Group	36.71	4,683	1.98	2.58	3.00	18.5	14.3	12.2	23.2%	1.6	1.4	1.3	9%	10%	10%	39%	13%	2%
Shaw Group Inc	23.23	1,678	1.10	0.30	2.34	21.1	76.4	9.9	45.8%	1.2	1.5	1.1	10%	-3%	11%	74%	8%	1%
KBR Huston	30.60	4,614	2.08	2.35	2.62	14.7	13.0	11.7	12.2%	2.0	1.8	1.5	14%	15%	14%	59%	8%	3%
平均值		5,360				21.1	30.5	12.3	30.4%	1.9	1.9	1.6	11%	10%	13%	56%	8%	2%
中间值		4,649				19.8	16.2	12.0	31.7%	1.8	1.6	1.4	11%	13%	13%	56%	8%	2%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	35.54	28,903	3.35	3.50	3.77	10.6	10.1	9.4	6.1%	1.8	1.5	1.4	16%	16%	15%	77%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	23.09	12,190	3.03	3.17	3.62	7.6	7.3	6.4	9.3%	0.9	0.8	0.8	12%	12%	12%	70%	n.a.	3%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	93.50	6,208	9.76	11.73	8.61	9.6	8.0	10.9	-6.1%	2.0	1.7	1.6	19%	32%	16%	73%	10%	3%
Hochtief AG (EUR)	47.75	5,301	4.31	1.26	4.94	11.1	38.0	9.7	7.1%	1.2	1.1	1.0	10%	5%	13%	72%	n.a.	1%
平均值		13,151				9.7	15.8	9.1	4.1%	1.4	1.3	1.2	14%	16%	14%	73%	10%	3%
中间值		9,199				10.1	9.1	9.5	6.6%	1.5	1.3	1.2	14%	14%	14%	72%	10%	3%
日本	(JPY)	(JPY)	(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	341	3,506	-8.73	14.84	16.04	-39.1	23.0	21.3	n.a.	0.9	0.9	0.9	-1%	4%	4%	80%	6%	0%
Kajima Corp.	246	3,392	13.03	14.74	16.26	18.9	16.7	15.1	11.7%	1.0	0.9	1.0	5%	6%	7%	85%	5%	1%
Taisei	208	3,093	19.74	11.61	11.45	10.5	17.9	18.2	-23.8%	0.8	0.8	0.8	7%	4%	5%	80%	9%	1%
Obayashi	375	3,528	-74.21	23.08	26.76	-5.1	16.2	14.0	n.a.	0.8	0.8	0.8	-15%	5%	6%	77%	1%	-4%
平均值		3,380				-3.7	18.5	17.1	-6.1%	0.9	0.8	0.9	-1%	5%	5%	81%	5%	-1%
中间值		3,449				2.7	17.3	16.6	-6.1%	0.9	0.8	0.8	2%	5%	5%	80%	5%	0%
香港	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	2.36	9,766	0.42	0.42	0.48	5.6	5.6	5.0	6.7%	0.6	0.6	0.5	11%	10%	11%	81%	6%	2%
中国铁建	4.09	8,713	0.41	0.83	0.84	10.0	4.9	4.9	43.4%	0.7	0.6	0.6	13%	13%	12%	83%	6%	1%
中文建	5.25	9,986	0.79	1.03	1.13	6.6	5.1	4.7	19.2%	1.1	0.9	0.8	16%	18%	17%	77%	9%	4%
中文建 (A股IPO后)	5.25	9,986	0.64	0.83	0.91	8.2	6.3	5.8	19.2%	1.1	0.9	0.8	16%	18%	17%	77%	9%	4%
中国中冶	2.20	8,827	0.33	0.35	0.38	6.6	6.3	5.7	7.8%	0.8	0.7	0.6	12%	11%	11%	81%	10%	3%
中国建筑国际	5.96	2,743	0.29	0.41	0.53	20.6	14.7	11.2	35.5%	4.6	2.1	1.9	22%	15%	17%	75%	11%	9%
平均值		7,886				9.9	7.3	6.3	22.5%	1.6	1.0	0.9	15%	13%	13%	80%	8%	3%
中间值		9,407				6.6	5.6	5.0	19.2%	0.8	0.7	0.6	13%	13%	12%	81%	9%	3%
国内A股	(RMB)	(RMB)	(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	3.17	9,766	0.35	0.34	0.39	9.0	9.4	8.2	4.8%	1.0	0.9	0.9	11%	10%	11%	81%	6%	2%
中国铁建	4.74	8,713	0.34	0.67	0.68	13.8	7.0	6.9	40.8%	1.0	0.9	0.8	7%	13%	12%	83%	6%	1%
中国建筑	3.51	16,503	0.31	0.41	0.51	11.4	8.6	6.8	29.2%	1.4	1.2	1.1	12%	14%	16%	74%	8%	2%
中国中冶	3.15	8,827	0.28	0.28	0.31	11.3	11.2	10.1	6.1%	1.3	1.2	1.1	12%	11%	11%	81%	10%	3%
葛洲坝	9.68	5,291	0.39	0.54	0.70	24.5	18.1	13.8	33.4%	3.3	2.9	2.6	13%	16%	19%	76%	12%	4%
中铁二局	6.43	1,471	0.67	0.76	0.84	9.6	8.5	7.6	12.3%	1.9	1.6	1.4	20%	19%	18%	83%	4%	2%
隧道股份	9.43	1,084	0.75	0.72	0.85	12.5	13.0	11.1	6.1%	1.6	1.4	1.3	12%	11%	12%	78%	9%	4%
粤水电*	10.52	548	0.27	0.35	0.46	38.5	30.4	23.0	29.5%	2.4	2.3	2.2	6%	8%	9%	76%	8%	2%
安徽水利*	14.51	761	0.61	0.58	0.74	23.9	25.1	19.7	10.3%	5.7	4.4	3.6	24%	18%	19%	75%	14%	5%
平均值		5,885				17.2	14.6	11.9	19.2%	2.2	1.9	1.7	13%	13%	14%	79%	8%	3%
中间值		5,291				12.5	11.2	10.1	12.3%	1.6	1.4	1.3	12%	13%	12%	78%	8%	2%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 4: 历史 PE、PB band



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED