建筑
2017 年 08 月 10 日

葛洲坝 (600068)

基建PPP与海外业务双轮驱动，将受益国企改革

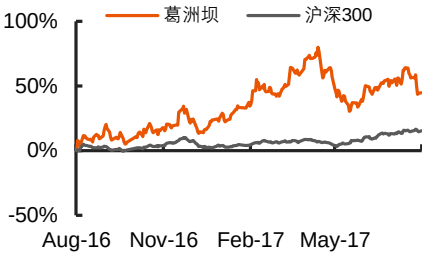
强烈推荐（首次）

现价：10.38 元

主要数据

行业	建筑
公司网址	www.cggc.cn
大股东/持股	葛洲坝集团/42.34%
实际控制人/持股	国资委/%
总股本(百万股)	4,605
流通 A 股(百万股)	4,605
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	478
流通 A 股市值(亿元)	478
每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	68.50

行情走势图



证券分析师

严晓情 投资咨询资格编号 S1060517070005 YANXIAOQING384@PINGAN.COM.CN

研究助理

吴佳鹏 一般从业资格编号 S0100116110054 WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **基建央企业务布局多元化，国改释放成长动力：**葛洲坝是一家大型基建央企，是能建集团的控股子公司（间接持股 42.34%），实际控制人为国务院国资委。公司拥有投资、建筑、环保、房地产、水泥、民爆、装备制造、金融等八大业务板块，致力于打造基础设施投融资-建设-运营全产业链综合服务商。13 年以来，公司通过实施管理层持股与子公司混改，公司成长动力得以释放，13-16 年归母净利 CAGR 达 28.9%。16 年能建集团实施了限制性股票激励，17 年股票解锁条件为净利同比增长 19.7%，葛洲坝作为中国能建最重要的利润来源（16 年占能建集团归母净利比重达 34%），业绩增长动力充足。

- **基建 PPP 订单充足，未来业绩高增长无虞：**公司是最早开始布局基建 PPP 业务的建筑企业之一，央企背景与民营化运作模式助力公司 PPP 业务快速发展。截止 17H1，新签订单 1,259.4 亿元（YoY+16.1%），其中 PPP 订单达 504.6 亿元（YoY+37.1%），占新签订单总额比重达 40.1%。我们预计截至 17H1 公司工程施工合同存量将超过 3,500.0 亿元（为 16 年工程施工收入 609.5 亿元的 5.7 倍），订单饱满将支持未来业绩持续增长。

- **海外订单高增长，“带路”政策利好助业绩加速兑现：**公司深耕海外工程市场 20 多年，国际项目经验丰富。17 年上半年，受益我国与“带路”沿线国家合作深入推进以及金融支持加码等利好的持续催化，公司累计新签海外订单 574.7 亿元，YoY+40.6%，占 16 年海外新签订单（705.6 亿元）的 81.4%。公司海外业务稳健增长，16 年海外收入 174.0 亿元，13-16 年 CAGR 达 15.6%。随着在手海外项目的顺利推进，公司海外工程业务业绩将加速兑现。

- **内生外延齐发力，环保业务成长可期：**14 年以来，公司内生外延同时发力布局节能环保产业链（包括再生资源、污水污泥处理、新型道路材料、固废垃圾处理）。16 年环保业务收入 138.7 亿元（YoY+111.5%），其中再生资源业务收入 136.9 亿元（占环保业务收入 98.7%），利润率仅为 2.9%。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	82,275	100,254	124,855	153,787	186,109
YoY(%)	14.9	21.9	24.5	23.2	21.0
净利润(百万元)	2,683	3,395	4,311	5,307	6,375
YoY(%)	17.3	26.5	27.0	23.1	20.1
毛利率(%)	14.0	13.1	13.0	13.0	12.9
净利率(%)	3.3	3.4	3.5	3.5	3.4
ROE(%)	12.2	9.2	10.4	11.4	12.1
EPS(摊薄/元)	0.58	0.74	0.94	1.15	1.38
P/E(倍)	17.8	14.1	11.1	9.0	7.5
P/B(倍)	2.4	1.2	1.1	1.0	0.9

随着 17 年公司再生资源深加工生产线的投产，再生资源业务利润率将不断提升，未来环保板块业绩成长可期。

- **盈利预测与投资建议：**葛洲坝是一家大型基建央企，公司在大型基础设施投资建设与国际工程承包领域具有核心竞争力。公司基建 PPP 业务与海外工程业务持续发力，订单充足将支撑未来业绩持续高增长。公司积极推进国改释放成长动力，未来将持续受益。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.94 元和 1.15 元，对应当前股价 PE 分别为 11.1 倍和 9.0 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**PPP 业务推进不达预期，海外订单执行不达预期。

正文目录

一、 基建央企业务布局多元化，国改释放成长动力 5
二、 基建 PPP 订单充足，未来业绩高增长无虞 6
三、 海外订单高增长，“带路”政策利好加速业绩兑现 8
四、 内生外延齐发力，环保业务成长可期 9
五、 盈利预测与投资建议 10
六、 风险提示 10

图表目录

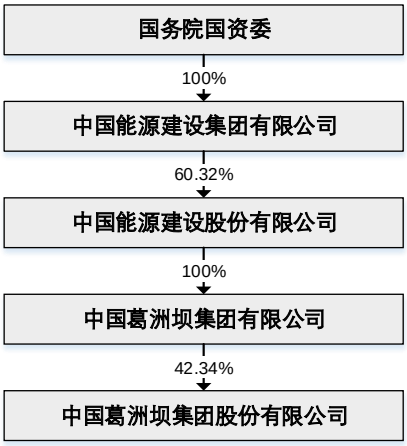
图表 1 葛洲坝公司股权结构 5
图表 2 中国能建集团归母净利润情况 5
图表 3 16 年葛洲坝贡献利润占能建集团利润 34% 5
图表 4 中国能建集团限制性股票激励计划股票解锁条件 6
图表 5 15 年以来公司营业收入增速持续提升 6
图表 6 14 年以来公司归母净利增速持续维持高位 6
图表 7 16 年工程施工收入占公司收入比重达 61% 7
图表 8 16 年工程施工业务毛利占比达 51% 7
图表 9 16 年公司基建工程收入占公司收入达 41% 7
图表 10 16 年公司基建工程毛利占公司毛利达 35% 7
图表 11 17 年公司累计新签订单增速维持高位 8
图表 12 PPP 占新签合同比重持续提升 8
图表 13 “一带一路”峰会取得的相关成果 8
图表 14 “一带一路”峰会公布的相关金融支持政策 8
图表 15 17 年国际新签订单增速大幅回升 9
图表 16 17 年公司海外业务收入维持高位 9
图表 17 节能环保业务细分板块业务情况 10

一、 基建央企业务布局多元化，国改释放成长动力

大型基建央企，业务布局多元化

葛洲坝是一家大型基建央企，是能建集团的控股子公司（间接持股 42.34%），实际控制人为国务院国资委。公司拥有投资、建筑、环保、房地产、水泥、民爆、装备制造、金融等八大业务板块，致力于打造基础设施投融资-建设-运营全产业链综合服务商。

图表1 葛洲坝公司股权结构

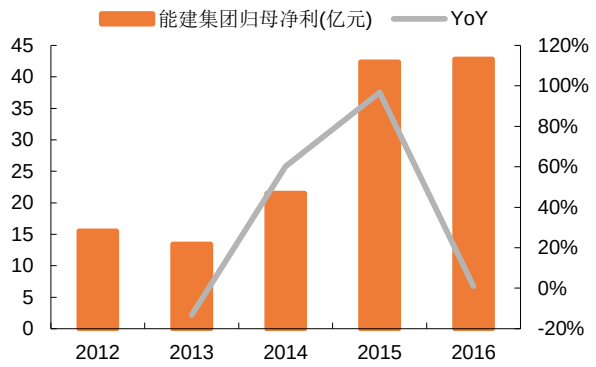


资料来源：公司公告、平安证券研究所

国改深入推进，释放公司成长动力

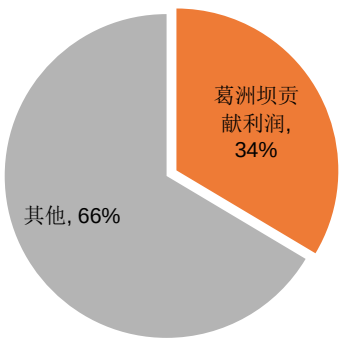
13 年以来，公司通过实施管理层持股与子公司混改，公司成长动力得以释放，13-16 年归母净利 CAGR 达 28.9%。16 年母公司能建集团实施了限制性股票激励，第一期股票解锁条件为 17 年净利同比增长 19.7%，葛洲坝作为中国能建最重要的利润来源（16 年占能建集团归母净利比重达 34%），业绩增长动力充足。

图表2 中国能建集团归母净利润情况



资料来源：中国能建集团公告、平安证券研究所

图表3 16 年葛洲坝贡献利润占能建集团利润 34%



资料来源：中国能建集团公告、公司公告、平安证券研究所

图表4　中国能建集团限制性股票激励计划股票解锁条件

解锁期	解锁比例	业绩考核目标		
		ROE	净利润	EVA
1	33%	17 年加权平均 ROE≥10.3%，且≥对标企业 75 分位值水平	以 15 年净利润为基数，17 年净利润复合增速≥10%，且≥对标企业 75 分位值水平	以 15 年 EVA 为基数，17 年 EVA 复合增长率≥3.5%
2	33%	17 年加权平均 ROE≥10.6%，且≥对标企业 75 分位值水平	以 15 年净利润为基数，18 年净利润复合增速≥10%，且≥对标企业 75 分位值水平	以 15 年 EVA 为基数，17 年 EVA 复合增长率≥3.5%
3	34%	19 年加权平均 ROE≥10.8%，且≥对标企业 75 分位值水平	以 15 年净利润为基数，19 年净利润复合增速≥10%，且≥对标企业 75 分位值水平	以 15 年 EVA 为基数，17 年 EVA 复合增长率≥3.5%

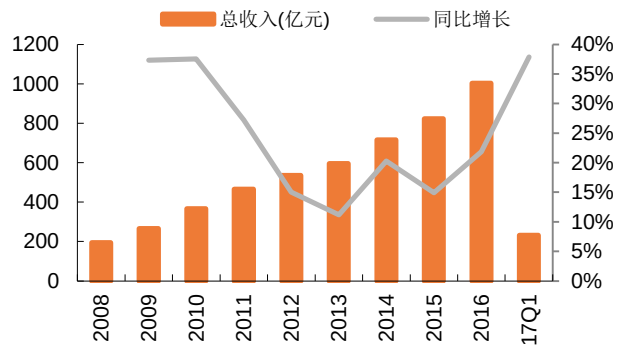
资料来源：中国能建集团公告、平安证券研究所

二、 基建 PPP 订单充足，未来业绩高增长无虞

公司业绩快速增长，工程施工为收入主要来源

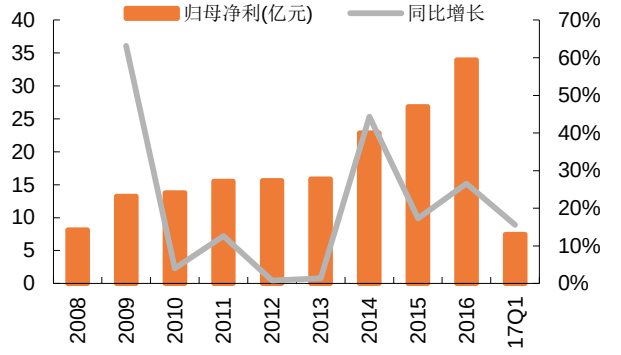
公司 17 年 1 季度，公司实现收入 231.9 亿元（YoY+37.9%），归母净利 7.5 亿元（YoY+15.6%），业绩保持稳健增长。16 年实现收入 1,002.5 亿元（YoY+21.9%），归母净利 34.0 亿元（YoY+26.5%），其中工程施工收入占公司总收入比重达 61%，毛利占比达 51%，工程施工业务为公司收入主要来源。

图表5 15 年以来公司营业收入增速持续提升



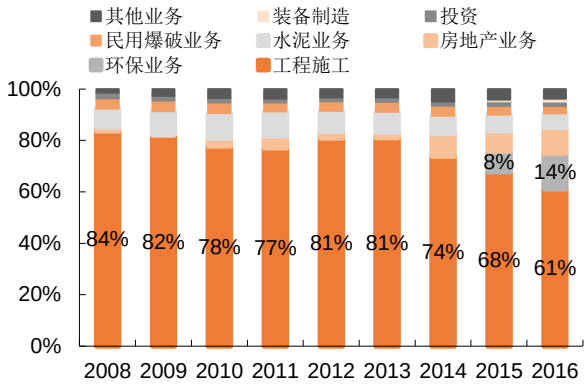
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6　14 年以来公司归母净利增速持续维持高位



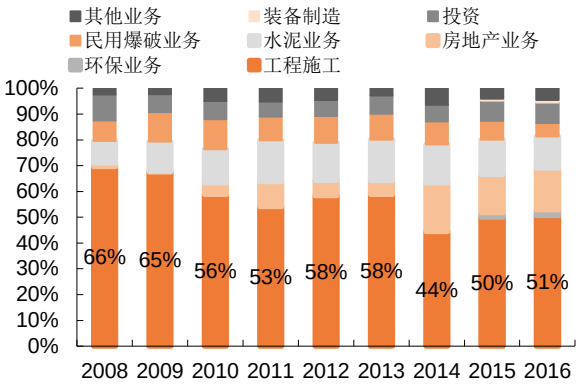
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7　16 年工程施工收入占公司收入比重达 61%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8　16 年工程施工业务毛利占比达 51%

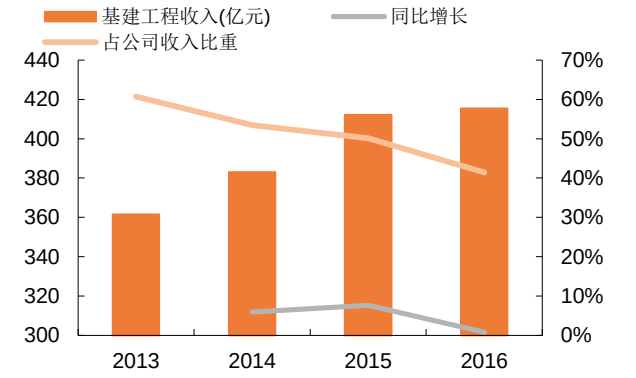


资料来源：公司公告、平安证券研究所

基建 PPP 业务持续发力，订单充足保障未来业绩高增长

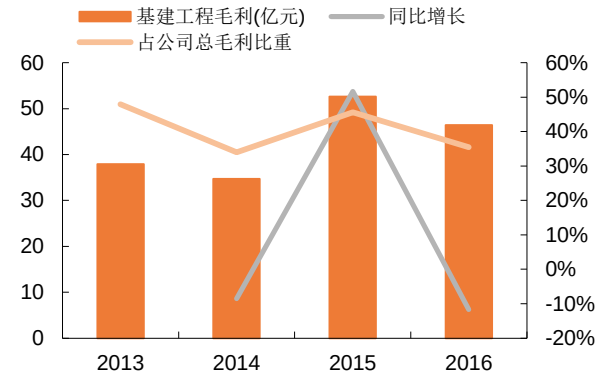
公司是最早开始布局基建 PPP 业务的建筑企业之一，央企背景与民营化运作模式助力公司基建 PPP 业务快速发展。2016 年，公司基建工程施工收入占公司总收入比重达 41.4%，基建工程毛利占公司毛利比重达 35.5%，成为公司业绩增长的关键因素。17 年上半年公司新签订单 1,259.4 亿元（YoY+16.1%），其中 PPP 订单达 504.6 亿元（YoY+37.1%），占新签订单总额比重达 40.1%。我们预计截至 17 上半年公司工程施工合同存量将超过 3,500.0 亿元（为 16 年工程施工收入 609.5 亿元的 5.7 倍），订单饱满将保障未来公司业绩持续增长。

图表9　16 年公司基建工程收入占公司收入达 41%



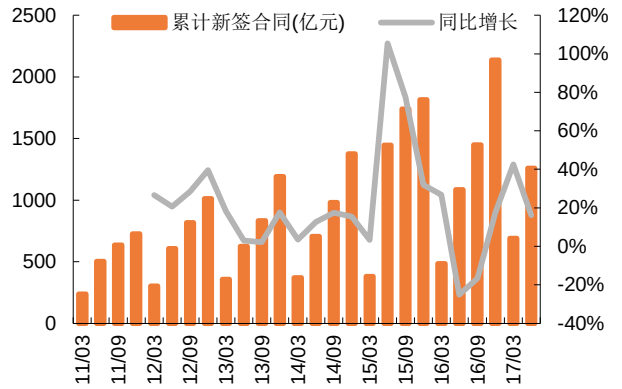
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10　16 年公司基建工程毛利占公司毛利达 35%



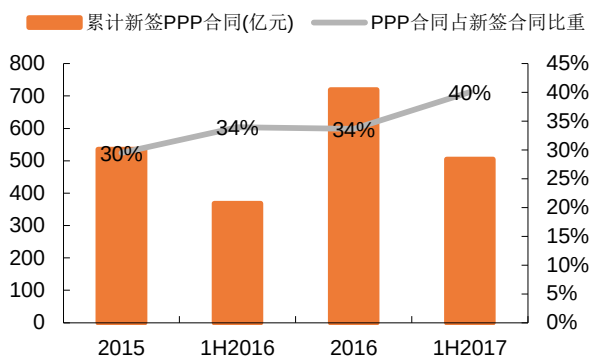
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11　17 年公司累计新签订单增速维持高位



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12　PPP 占新签合同比重持续提升

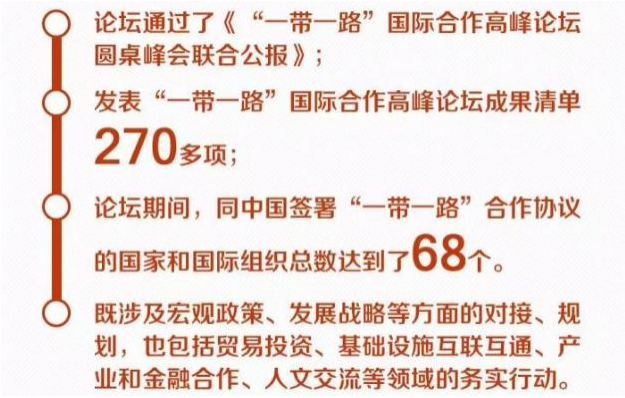


资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、 海外订单高增长，“带路”政策利好加速业绩兑现

公司深耕海外工程市场 20 多年，国际项目经验丰富，位列 2016 年 ENR“250 家国际工程承包商”第 45 位。17 年上半年，受益我国与“带路”沿线国家合作深入推进以及金融支持加码等利好的持续催化，公司累计新签海外订单 574.7 亿元，YoY+40.6%，占 16 年海外新签订单（705.6 亿元）的 81.4%。公司海外业务稳健增长，16 年海外收入 174.0 亿元，13-16 年 CAGR 达 15.6%。随着在手海外项目的顺利推进，公司海外业务板块业绩将加速兑现。

图表13　“一带一路”峰会取得的相关成果

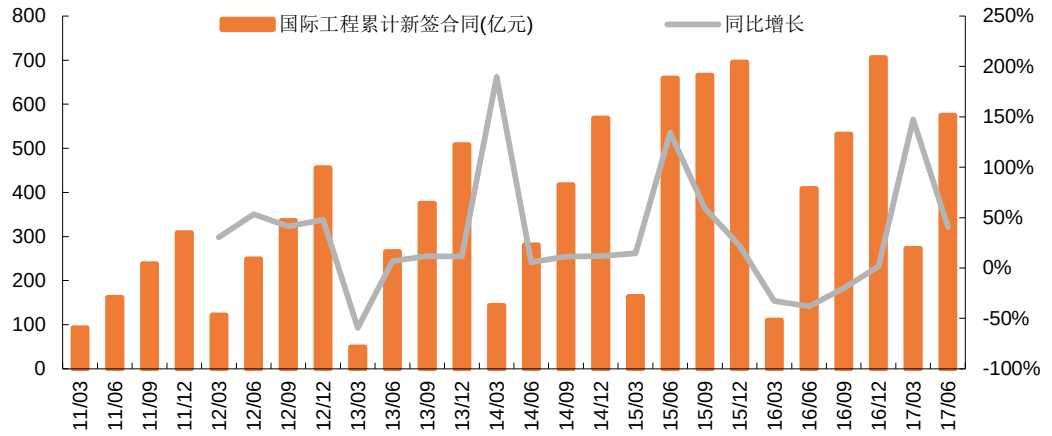


资料来源：财政部、平安证券研究所

图表14　“一带一路”峰会公布的相关金融支持政策

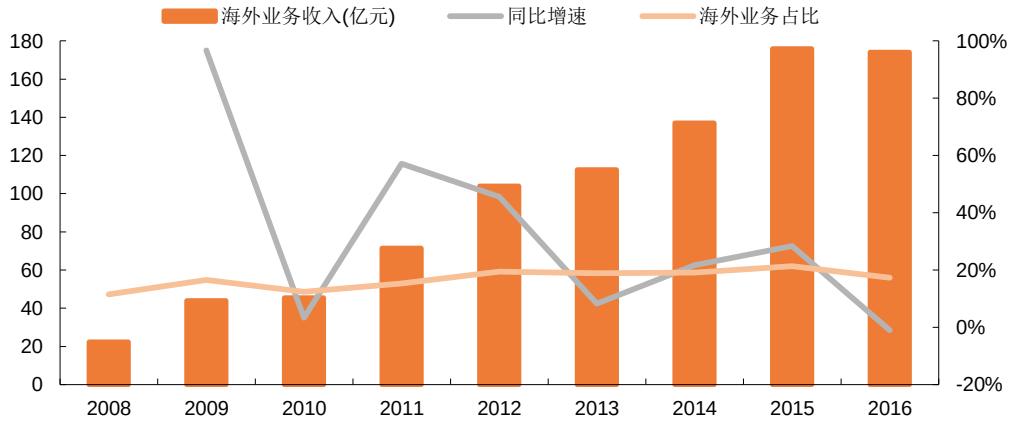
资料来源：财政部、平安证券研究所

图表15　17 年国际新签订单增速大幅回升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16　17 年公司海外业务收入维持高位



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、 内生外延齐发力，环保业务成长可期

14 年以来，公司内生外延同时发力布局节能环保产业链，拓展了再生资源、污水污泥处理、新型道路材料、固废垃圾处理等子板块业务。2016 年，公司环保业务收入 138.7 亿元，YoY+111.5%，其中再生资源业务收入 136.9 亿元，占环保业务收入 98.7%，利润率仅为 2.9%。随着 17 年公司再生资源深加工生产线的投产，再生资源业务利润率将不断提升，未来环保板块业绩成长可期。

图表17 节能环保业务细分板块业务情况

环保细分板块	收入(百万元)	营业利润(百万元)	利润率
再生资源业务	13,687.00	395.71	2.89%
污水、污泥处理业务	140.00	13.09	9.35%
道路材料业务	31.26	5.25	16.78%
固废垃圾处理	14.74	-29.05	-
合计	13,873.00	385.00	2.78%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、 盈利预测与投资建议

葛洲坝是一家大型基建央企，公司在大型基础设施投资建设与国际工程承包领域具有核心竞争力。公司基建 PPP 业务与海外工程业务持续发力，订单充足将支撑未来业绩持续高增长。公司积极推进国改释放成长动力，未来有望持续受益。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.94 元和 1.15 元，对应当前股价 PE 分别为 11.1 倍和 9.0 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

六、 风险提示

PPP 业务推进不达预期，海外订单执行不达预期。