

业绩阶段性承压，期待 2H20 弹性

——葛洲坝 (600068.SH) 2020 年半年报点评

公司简报

◆公司发布 20 年中报，2Q20 收入转增，净利仍承压：

1H20 公司实现收入 435 亿，同减 12.7%，归母净利 12 亿，同减 45%；单 2Q20 收入 285 亿，同增 1.4%，归母净利 8 亿，同减 47.2%。

◆疫情、汛情双影响，继续计提大额减值，1H20 业绩阶段性承压：

2Q20 收入及新签有改善迹象，看好 2H20 向上弹性。1H20 公司核心业务工程建设、工程制造（含环保、水泥、民爆及装备制造）业务收入分别为 260、114 亿，同比增速分别为-9.0%、-24.1%。公司大量业务位于武汉及周边，1H20 受疫情、汛情影响明显。1H20 公司新签合同额 1,465 亿，同增 4.4%（其中海外新签 475 亿，同减 19.8%），单 2Q20 新签 945 亿，同增 8.9%。国内疫情影响逐步消退，汛情带来大量基建等投资需求，2Q20 收入及新签较 1Q20 已有改善，看好 2H20 收入/新签弹性。

继续计提大额减值、费用率提升、投资收益贡献减少致净利率承压。1H20 公司综合毛利率 15.8%，同比+0.3pct（单 2Q20 为 15.0%，同比+0.3pct）。费用率阶段性提升（1H20 期间费用率同比提升 1.0pct 至 10.1%），减值损失占收入比例提升至 0.6%（同比+0.6pct，主因孙公司环嘉公司受调查事项，对应其他应收款本期新增计提 2.8 亿，累计已计提 11.8 亿，余额约 2.9 亿），叠加投资收益贡献减少，综合致 1H20 归母净利率同减 1.6pcts 至 2.7%（单 2Q20 同减 2.5pcts 至 2.6%）。

两金周转速度仍有加快空间，经营性现金流承压。截止 1H20 末，公司资产负债率 71.3%，同减 1.5pcts；1H20 两金（应收账款、存货及合同资产）周转天数为 418 天，同增 58 天，周转速度阶段性放缓，但 2Q20 已较 1Q20 有改善。1H20 经营性现金流净流出 11 亿（vs 1H19 为净流入 17 亿），因资产周转放缓及疫情对在运营高速公路收费产生较大影响。

◆公司有望受益后疫情/汛情阶段投资高景气度，维持“买入”评级：

2Q20 收入/新签/资产周转等关键指标已较 1Q20 出现积极变化，看好后疫情/汛情阶段的投资景气度继续提升，公司有望明显受益。维持 20-22 年归母净利预测为 50/ 60/ 69 亿，增速分别为-7%/ 19%/ 15%，现价对应 20 年 PE 仅 6x，维持“买入”评级。

◆风险提示：固投增速下滑、疫情影响超预期、环保业务未有明显好转

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	100,626	109,946	121,314	134,261	147,981
营业收入增长率	-5.79%	9.26%	10.34%	10.67%	10.22%
净利润（百万元）	4,658	5,442	5,040	6,011	6,917
净利润增长率	-0.55%	16.83%	-7.39%	19.28%	15.07%
EPS（元）	1.01	1.18	1.09	1.31	1.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.88%	10.36%	8.86%	9.67%	10.13%
P/E	6	5	6	5	4
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 08 月 28 日

买入（维持）

当前价：6.43 元

分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）
021-52523822
sunwf@ebsec.com

武慧东（执业证书编号：S0930520080003）
010-58452024
wuhuidong@ebsec.com

市场数据

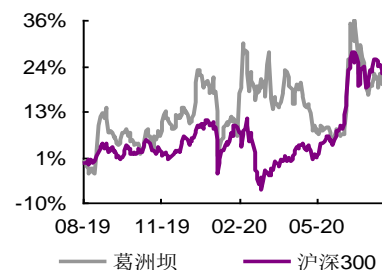
总股本(亿股)：46.05

总市值(亿元)：296.09

一年最低/最高(元)：5.30/7.71

近 3 月换手率：78.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.66	-14.60	-6.54
绝对	-1.12	10.68	21.27

资料来源：Wind

相关研报

扣非业绩低于预期，收入增速回暖，订单充足——葛洲坝 (600068.SH) 2019 年报点评

.....2020-04-02

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	100,626	109,946	121,314	134,261	147,981
营业成本	84,192	91,942	101,367	111,579	122,541
折旧和摊销	1,894	2,063	2,188	2,734	3,253
税金及附加	1,117	1,149	1,268	1,403	1,547
销售费用	1,301	1,380	1,523	1,685	1,858
管理费用	4,455	4,687	5,172	5,724	6,309
研发费用	1,981	2,789	3,078	3,406	3,754
财务费用	2,488	2,765	2,418	2,639	2,931
投资收益	1,141	3,238	1,000	1,000	1,000
营业利润	7,709	8,778	8,432	9,806	11,097
利润总额	7,744	8,788	8,290	9,664	10,954
所得税	1,785	2,224	2,072	2,416	2,739
净利润	5,960	6,564	6,217	7,248	8,216
少数股东损益	1,302	1,122	1,178	1,237	1,299
归属母公司净利润	4,658	5,442	5,040	6,011	6,917
EPS(按最新股本计)	1.01	1.18	1.09	1.31	1.50

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,278	6,070	10,324	10,751	11,060
净利润	4,658	5,442	5,040	6,011	6,917
折旧摊销	1,894	2,063	2,188	2,734	3,253
净营运资金增加	-20,978	-11,638	368	1,998	3,595
其他	15,704	10,203	2,728	8	-2,705
投资活动产生现金流	-13,894	-5,281	-7,144	-6,737	-6,737
净资本支出	-9,036	-6,272	-7,737	-7,737	-7,737
长期投资变化	14,160	20,810	0	0	0
其他资产变化	-19,018	-19,819	592	1,000	1,000
融资活动现金流	12,949	2,036	-1,000	-1,426	-1,579
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	19,400	-8,799	2,239	2,019	1,982
无息负债变化	7,896	13,906	9,845	10,172	10,478
净现金流	217	2,782	2,180	2,589	2,744

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	16.3%	16.4%	16.4%	16.9%	17.2%
EBITDA 率	10.7%	10.5%	10.2%	10.9%	11.3%
EBIT 率	8.6%	8.4%	8.4%	8.8%	9.1%
税前净利润率	7.7%	8.0%	6.8%	7.2%	7.4%
归母净利润率	4.6%	4.9%	4.2%	4.5%	4.7%
ROA	2.7%	2.8%	2.5%	2.7%	2.8%
ROE (摊薄)	10.9%	10.4%	8.9%	9.7%	10.1%
经营性 ROIC	6.6%	7.3%	7.5%	8.2%	8.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	75%	72%	72%	71%	71%
流动比率	1.10	1.19	1.22	1.27	1.32
速动比率	0.66	0.72	0.74	0.77	0.81
归母权益/有息债务	0.52	0.71	0.75	0.80	0.85
有形资产/有息债务	2.40	2.96	3.11	3.27	3.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	218,209	234,463	252,046	270,804	290,686
货币资金	19,548	22,083	24,263	26,852	29,596
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	15,271	14,812	16,260	19,202	22,479
应收票据	3,475	2,668	2,944	3,258	3,591
其他应收款(合计)	10,703	9,596	10,529	11,587	12,698
存货	52,198	53,459	57,929	62,653	67,587
其他流动资产	2,579	3,755	3,802	3,529	4,028
流动资产合计	129,777	134,039	145,261	158,556	173,466
其他权益工具	700	970	970	970	970
长期股权投资	14,160	20,810	20,810	20,810	20,810
固定资产	17,094	17,036	24,038	29,984	35,027
在建工程	16,090	24,250	22,223	20,703	19,562
无形资产	16,683	12,255	12,059	11,868	11,680
商誉	1,540	1,540	1,540	1,540	1,540
其他非流动资产	93	914	1,321	1,321	1,321
非流动资产合计	88,432	100,424	106,785	112,248	117,220
总负债	163,125	168,232	180,315	192,506	204,966
短期借款	29,614	17,194	13,432	9,451	5,433
应付账款	35,920	37,380	41,212	45,363	49,820
应付票据	2,717	6,897	7,604	8,370	9,192
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	19	-38	1,542	3,048	4,188
流动负债合计	117,964	112,469	118,655	124,971	131,268
长期借款	31,783	39,284	45,284	51,284	57,284
应付债券	9,150	12,400	12,400	12,400	12,400
其他非流动负债	2,501	3,008	2,905	2,780	2,943
非流动负债合计	45,161	55,762	61,660	67,535	73,698
股东权益	55,085	66,232	71,731	78,298	85,720
股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
公积金	9,094	9,267	9,771	9,917	9,917
未分配利润	13,391	17,255	21,072	26,257	32,380
归属母公司权益	42,804	52,534	56,855	62,186	68,310
少数股东权益	12,281	13,697	14,875	16,112	17,411

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.29%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%
管理费用率	4.43%	4.26%	4.26%	4.26%	4.26%
财务费用率	2.47%	2.52%	1.99%	1.97%	1.98%
研发费用率	1.97%	2.54%	2.54%	2.54%	2.54%
所得税率	23%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.18	0.16	0.15	0.17	0.20
每股经营现金流	0.28	1.32	2.24	2.33	2.40
每股净资产	9.30	11.41	12.35	13.50	14.83
每股销售收入	21.85	23.88	26.35	29.16	32.14

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	6	5	6	5	4
PB	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	11.6	9.7	9.3	8.2	7.4
股息率	2.8%	2.4%	2.3%	2.7%	3.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼