

## 葛洲坝

600068

审慎增持 (维持)

基建龙头回归 A 股，全产业链优势进一步增强

2020 年 10 月 28 日

## 市场数据

市场数据日期	2020-10-28
收盘价(元)	6.70
总股本(百万股)	4604.78
流通股本(百万股)	4604.78
总市值(百万元)	30852.01
流通市值(百万元)	30852.01
净资产(百万元)	53258.78
总资产(百万元)	234408.20
每股净资产	11.57

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	109946	119116	136514	152069
同比增长	9.3%	8.3%	14.6%	11.4%
净利润(百万元)	5442	5794	6472	7048
同比增长	16.8%	6.5%	11.7%	8.9%
毛利率	16.4%	15.8%	15.6%	15.8%
净利率	4.9%	4.9%	4.7%	4.6%
净资产收益率(%)	10.4%	10.1%	10.1%	9.9%
每股收益(元)	1.18	1.26	1.41	1.53
每股经营现金流(元)	1.32	1.33	1.47	1.74

## 相关报告

《葛洲坝半年报点评:境内订单大幅增长, Q2 收入增速显著修复》2020-8-29

《葛洲坝:投资收益大幅增厚业绩, 现金流创历史最高》2020-04-01

《葛洲坝: 工程收入加速回暖, 水泥业务表现抢眼》2020-01-05

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

分析师:

王翩翩

wangpianpian@xyzq.com.cn

S0190520050003

## 投资要点

- **中国能源建设拟换股吸收合并葛洲坝:**中国能源建设拟通过向葛洲坝除葛洲坝集团以外股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并葛洲坝, 换股比例为 1:4.4242, 葛洲坝换股价格为 8.76 元/股。中国能源建设因本次合并所发行 A 股, 以及原内资股转换 A 股, 均将申请在上交所主板上市流通。
- **本次交易旨在贯彻落实中央国企改革决策部署, 将消除中国能建集团内部潜在同业竞争, 增强集团全产业链优势和核心竞争力。**通过此次合并, 中国能源建设在勘测设计、装备制造、运维检修等环节的业务组织与资源, 将可与葛洲坝的国际经营、施工承包、投资运营等环节的业务组织与资源更有效地融合, 有助于提高资源配置效率和业务协同能力, 发挥全产业链服务作用和价值链整合优势。将有效完善治理架构和决策机制, 利于进一步优化资源配置, 提升管理效率, 增强公司盈利能力。将能对水泥、民爆业务板块实施更加有效的支持, 进一步加快业务转型与结构调整。
- **本次交易后中国能源建设将实现 A+H 两地上市。**合并后中国能源建设控股股东及实控人身份不变, 能够在两大市场同时开展资本运作, 充分受益 A 股投融资工具创新, 为未来业务发展和兼并收购提供有力资本支持。
- **葛洲坝多元化业务结构趋成熟, 基本面持续改善, 估值存在显著修复空间。**葛洲坝系建筑板块头部央企一, 当前业务覆盖工程建设、工业制造、投资运营、综合服务四大板块。疫情前, 葛洲坝已实现订单、收入、利润增速的全面转正, 今年 Q2 以来订单增速持续修复。葛洲坝拥有多个优质的业务资产以及众多资质良好的基础设施运营资产, 当前 PE 仅 6.3 倍, 有望受益集团业务整合和 REITs 市场发展, 业务核心竞争力有望进一步增强。
- **盈利预测与评级:**我们维持葛洲坝的盈利预测, 预计 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.41 元、1.53 元, 10 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 5.3 倍、4.8 倍、4.4 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 宏观经济风险、行业政策风险、本次交易被暂停/中止/取消的风险、强制换股风险、交易完成后的整合风险。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

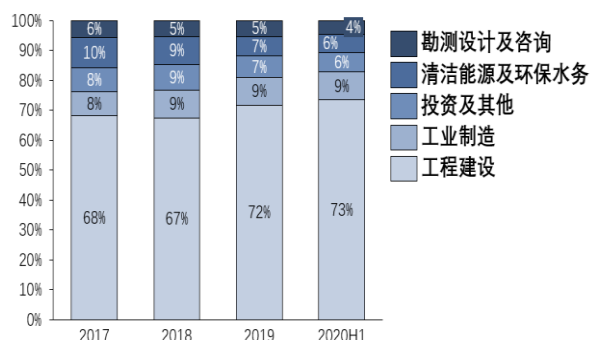
## 事件

- **中国能源建设拟换股吸收合并葛洲坝**：近日葛洲坝公告吸收合并预案，中国能源建设拟通过向葛洲坝除葛洲坝集团以外的股东（合计持股 2,632,286,188 股）发行 A 股股票的方式换股吸收合并葛洲坝。换股比例确定为 1: 4.4242，中国能源建设为本次合并发行的股份数量合计为 11,645,760,553 股，发行价格为 1.98 元/股，葛洲坝换股价格为 8.76 元/股。中国能源建设因本次合并所发行的 A 股股票，以及原内资股转换形成的 A 股，均将申请在上交所主板上市流通。

## 点评

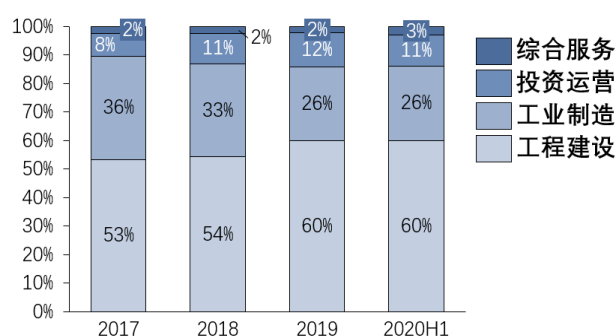
- **本次交易旨在贯彻落实中央国企改革决策部署，将消除中国能建集团内部潜在同业竞争，促进内部资源配置集约化与业务发展协同化，进一步增强集团全产业链优势和核心竞争力。**（1）**利于消除潜在同业竞争和关联交易。**中国能源建设部分资产经营业务与葛洲坝经营范围相同或相似，形成潜在同业竞争，通过此次合并，其在勘测设计、装备制造、运维检修等环节的业务组织与资源，将可与葛洲坝的国际经营、施工承包、投资运营等环节的业务组织与资源更有效地融合，有助于提高资源配置效率和业务协同能力，真正实现产业链纵向一体化，发挥全产业链服务作用和价值链整合优势。（2）**利于缩短管理链条、提升管理效率。**此前中国能源建设为葛洲坝间接控股股东，双方拥有独立管理层，激励机制和利益目标存在不完全一致情形。通过此次合并，将有效完善治理架构和决策机制，有利于中国能源建设进一步优化资源配置，提升管理效率，增强公司盈利能力。（3）**利于发展壮大支柱业务，推动业务转型升级。**此前中国能源建设旗下的水泥、民爆、高速、水务等业务主要在葛洲坝内部经营，法人层级较低，在政策支持、资源投入、市场认同等方面存在一定不足，其发展壮大受到一定限制。通过此次合并，中国能源建设将能对上述业务板块实施更加有效的支持，进一步加快业务转型与结构调整。

图 1、中国能源建设业务结构（营收比重）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、葛洲坝业务结构（营收比重）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- 本次交易后中国能源建设控股股东及实控人身份不变，将实现 A 股和 H 股两地上市，进一步拓宽融资渠道，葛洲坝则将退市。本次换股吸收合并完成后，中国能源建设新增约 116 亿股 A 股股票，剔除收购请求权、现金选择权行权影响，中国能源建设控股股东仍是中国能建集团（预计 A+H 合计持股比例将为 45.08%）。国务院国资委持有中国能建集团 90% 股权，仍为中国能源建设的实际控制人。中国能源建设将实现 A+H 两地上市，在两大市场同时开展资本运作活动，充分受益 A 股投融资工具创新，为未来业务发展和兼并收购提供有力资本支持。另一方面，葛洲坝，资产、负债、业务、合同、资质、人员及其他一切权利与义务将通过中国能源建设指定的接收方承继，葛洲坝最终将注销。

表 1、中国能源建设交易前后的股本结构变化

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
总股本	30,020,396,364	100.00%	41,666,156,917	100.00%
一、A 股合计	20,757,960,364	69.15%	32,403,720,917	77.77%
中国能建集团	18,107,684,022	60.32%	18,107,684,022	43.46%
国新控股	2,029,378,794	6.76%	2,029,378,794	4.87%
诚通金控	522,354,897	1.74%	522,354,897	1.25%
电规院	98,542,651	0.33%	98,542,651	0.24%
原葛洲坝其他股东	-	-	11,645,760,553	27.95%
二、H 股合计	9,262,436,000	30.85%	9,262,436,000	22.23%
中国能建集团	578,884,000	1.93%	578,884,000	1.39%
华星香港 1	633,704,000	2.11%	633,704,000	1.52%
H 股公众股股东	8,049,848,000	26.81%	8,049,848,000	19.32%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

葛洲坝为建筑板块头部央企之一，多元化业务结构成熟，基本面持续改善，拥有多个优质的业务资产以及众多资质良好的基础设施运营资产，当前 PE 仅 6.3 倍，有望受益集团业务整合和 REITs 市场发展。

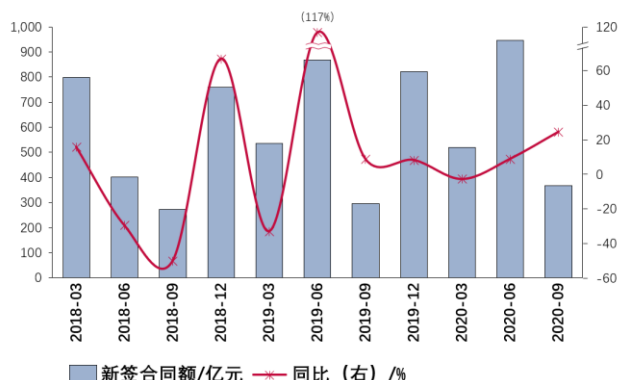
- **葛洲坝系中国能源建设下属公司，是建筑板块头部上市公司之一，当前多元化的业务结构趋于成熟。**葛洲坝成立于1997年并于同年登陆上交所，独家承建过葛洲坝工程、主力承建三峡工程，并承担了一大批世界顶尖级水利水电工程建设，在全球水电建设领域具有较强的品牌影响力和技术优势，当前业务覆盖四大板块：工程建设（电力、交通、市政、环保、水利等基建建设）、工业制造（水泥、民爆、环保、高端装备制造等）、投资运营（地产、公路运营、水务等）和综合服务（金融及其他）。
- **疫情前，葛洲坝通过高质量发展战略已经实现了订单、收入、利润增速的全面转正，今年Q2以来订单增速持续修复。**葛洲坝2019年新签订单2520亿元，同比增长13%，增速同比提升14个pct，全年实现收入和归母净利润分别为1099亿元和54亿元，分别同比增长9%和17%，增速分别同比提升15个pct、17个pct。2020年Q1-Q3葛洲坝单季新签合同额分别为520亿元、945亿元、368亿元，分别同比变动-2.8%、8.9%、24.5%，订单增速由于全面复工复产、基建市场回暖、水利投资加码等有利因素而呈现逐季回升态势，预计后续将持续推动业绩修复。
- **葛洲坝拥有多个优质的业务资产以及众多资质良好的基础设施运营资产，当前PE仅6.3倍，有望受益集团业务整合和REITs市场发展。**一方面，葛洲坝在基建、水泥、民爆、环保、绿色地产等领域均处于行业领先地位，通过此次合并，受益于集团内部资源配置优化和业务协同优势的进一步放大，其业务核心竞争力有望进一步增强。另一方面，葛洲坝当前旗下拥有高速、铁路、水电、水务、管廊等多类优质运营资产，其中在手高速路产规模估算超过1000km，路产分布在山东、广东、四川、湖北等高潜力市场，近年收入规模和盈利能力接近高速板块上市公司中游以上水平，未来随着REITs试点落地和市场模式成熟，这部分沉淀资产存在一定估值提升空间，有望驱动市场对公司整体价值重估。

图 3、葛洲坝历年营收和净利润变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、葛洲坝各季度单季新签合同额及同比增速



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- **盈利预测与评级:** 我们维持葛洲坝的盈利预测, 预计 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.41 元、1.53 元, 10 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 5.3 倍、4.8 倍、4.4 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 宏观经济风险、行业政策风险、本次交易被暂停/中止/取消的风险、强制换股风险、交易完成后的整合风险。



## 附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	134039	132795	169463	190413
货币资金	22083	24760	30236	36726
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	14812	18500	21203	26160
其他应收款	9596	11614	14641	13344
存货	53459	61365	72547	83273
<b>非流动资产</b>	100424	94784	96961	93137
可供出售金融资产	0	5600	6000	6300
长期股权投资	20810	20810	20810	20810
投资性房地产	194	46	57	62
固定资产	17054	27169	30431	30266
在建工程	24250	12125	6062	3031
油气资产	0	0	0	0
无形资产	12255	11875	11495	11115
<b>资产总计</b>	234463	227579	266424	283550
<b>流动负债</b>	112469	98517	126465	134174
短期借款	17194	20871	21103	20374
应付票据	6897	4908	6317	7206
应付账款	37380	30081	41067	44336
其他	50999	42657	57979	62258
<b>非流动负债</b>	55762	56603	59742	60709
长期借款	39284	41284	42284	43284
其他	16478	15319	17457	17425
<b>负债合计</b>	168232	155120	186207	194883
股本	4605	4605	4605	4605
资本公积	7615	7615	7615	7615
未分配利润	17255	43603	49951	56862
少数股东权益	13697	14849	16135	17536
<b>股东权益合计</b>	66232	72459	80217	88666
<b>负债及权益合计</b>	234463	227579	266424	283550

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5442	5794	6472	7048
折旧和摊销	2251	2510	3300	3696
资产减值准备	232	151	124	52
无形资产摊销	784	500	500	500
公允价值变动损失	44	0	0	0
财务费用	2765	2914	2925	2893
投资损失	-3238	-1000	-1500	-1500
少数股东损益	1122	1152	1286	1401
营运资金的变动	-11016	9490	3302	5727

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	109946	119116	136514	152069
营业成本	91942	100270	115154	128112
营业税金及附加	1149	1429	1775	1977
销售费用	1380	1549	1638	1977
管理费用	4687	6968	7986	8972
财务费用	2765	2914	2925	2893
资产减值损失	-124	-100	0	100
公允价值变动	44	0	0	0
投资收益	3238	1000	1500	1500
<b>营业利润</b>	8778	8985	10036	10938
营业外收入	57	90	105	110
营业外支出	47	55	65	75
<b>利润总额</b>	8788	9020	10076	10973
所得税	2224	2075	2317	2524
净利润	6564	6946	7758	8449
少数股东损益	1122	1152	1286	1401
<b>归属母公司净利润</b>	5442	5794	6472	7048
<b>EPS(元)</b>	1.18	1.26	1.41	1.53

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	9.3%	8.3%	14.6%	11.4%
营业利润增长率	13.9%	2.4%	11.7%	9.0%
净利润增长率	16.8%	6.5%	11.7%	8.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	16.4%	15.8%	15.6%	15.8%
净利率	4.9%	4.9%	4.7%	4.6%
ROE	10.4%	10.1%	10.1%	9.9%

资产负债率	71.8%	68.2%	69.9%	68.7%
流动比率	1.19	1.35	1.34	1.42
速动比率	0.72	0.73	0.77	0.80
<b>营运能力</b>				
资产周转率	48.6%	51.6%	55.3%	55.3%
应收帐款周转率	717.4%	701.3%	676.0%	631.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.18	1.26	1.41	1.53

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	18729	6137	6771	7996	每股经营现金	1.32	1.33	1.47	1.74
投资活动产生现金流量	-7918	-4413	559	765	每股净资产	11.41	12.51	13.92	15.45
融资活动产生现金流量	-12073	954	-1854	-2271					
现金净变动	-1262	2677	5476	6489	估值比率(倍)				
现金的期初余额	19548	22083	24760	30236	PE	5.7	5.3	4.8	4.4
现金的期末余额	18285	24760	30236	36726	PB	0.6	0.5	0.5	0.4

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本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。本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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限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,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn