

公司研究/季报点评

2020年10月31日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.95
目标价格(元): 8.00

鲍荣富 SAC No. S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

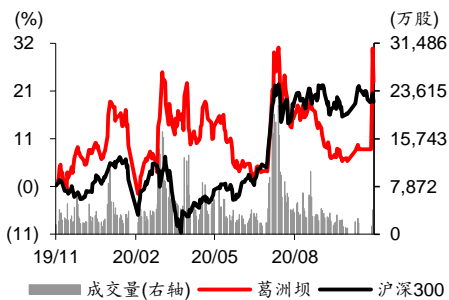
王涛 SAC No. S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

相关研究

- 1 《葛洲坝(600068 SH,买入): Q2 收入订单同比增长, 期待 H2 发力》2020.08
- 2 《葛洲坝(600068 SH,买入): 艰难时刻已过, 期待疫后投资回补》2020.04
- 3 《葛洲坝(600068 SH,买入): 整体业绩重回增长, 环保仍待落地》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q3 净利增速转正, 换股合并协同可期

葛洲坝(600068)

Q3 收入净利同比快速回升, 换股合并增强业务协同

公司 2020 年 10 月 30 日晚发布三季报, 1-9 月累计实现营收 752 亿元, 同比+3.1%; 实现归母净利 25.1 亿元, 同比-21.4%; 实现扣非归母净利 24.9 亿元, 同比-19.0%。公司 Q3 收入 317.3 亿元, 同比+36.9%; 归母净利 13.5 亿元, 同比+26.1%, 系受益于毛利率同比提升、费用率同比下降。公司前三季度经营现金净流出 3.9 亿元, 去年同期净流入 20.9 亿元, 系因 20H1 因疫情影响地产和水泥收入回款, 20Q3 净流入 6.7 亿元, 同比增加流入 3.2 亿元, 预计 Q4 将大幅改善。公司换股合并后业务将更加多元, 我们维持公司 20-22 年 EPS 预测 1.16/1.38/1.52 元, 维持“买入”评级。

Q3 毛利率同比提升, 费用率下降显著

公司前三季度累计新签合同 1833 亿元, 同比+7.9%, 其中国内新签 1120 亿元, 同比+10.7%, 国外新签 713 亿元, 同比+3.7%, 在疫情影响下仍然实现了国内与国外新签合同同比回升, 未来收入有望延续较快增长。公司 Q3 单季度毛利率 18.3%, 同比+1.5pct, 环比+3.3pct, 我们预计与水泥业务的回升有关; 前三季度综合毛利率 16.9%, 同比+0.9pct, 较 20H1 +1.1pct, 盈利能力延续改善。公司 Q3 期间费用率 9.5%, 同比-1.7pct, 其中销售费用率 0.7%, 同比-0.3pct; 管理费用率 3.6%, 同比-0.9pct; 财务费用率 2.4%, 同比-0.8pct; 研发费用率 2.8%, 同比+0.3pct。

地产水泥回款影响逐渐消除, 降杠杆效果显著

公司前三季度经营现金净流出 3.9 亿元, 同比减少流入 24.8 亿元, 系上半年因疫情影响, 房地产和水泥业务销售回款减少所致。其中 Q3 经营现金净流入 6.7 亿元, 同比增加流入 3.2 亿元, 系公司主业收入回升。随着疫情与洪水影响的逐渐消除, 我们预计公司 Q4 收入与回款将延续改善。今年三季度末, 公司带息债务余额 790 亿元, 同比减少 78 亿元; 资产负债率 71.6%, 同比-2.7pct, 剔除预收款后资产负债率 61.5%, 同比-3.4pct, 公司降杠杆效果总体良好。

中国能建集团拟换股回 A, 维持“买入”评级

10 月 28 日, 公司公告间接控股股东中国能源建设 (3996 HK, 未评级) 拟换股吸收合并葛洲坝, A 股换股价格 8.76 元/股, 换股比例 1: 4.42, 完成后公司将终止上市, 而中国能建将实现 A/H 股两地上市。我们认为此次交易完成后, 中国能建与公司将实现资源全面整合、消除潜在同业竞争, 增强公司综合服务能力和发挥业务协同。考虑公司 Q3 主业增速和盈利能力延续回升, 我们维持公司 20-22 年归母净利预测 53.5/64.3/70.0 亿元。当前可比基建公司对应 21 年 Wind 一致预期平均 5.8xPE, 我们认可给予公司 21 年 5.8xPE, 目标价 8.00 元 (前值 8.12 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情反复或赶工不及预期, 环保业务继续大幅亏损, 换股吸收合并事项落地缓慢。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,605
流通 A 股 (百万股)	4,605
52 周内股价区间 (元)	5.66-7.56
总市值 (百万元)	32,003
总资产 (百万元)	250,617
每股净资产 (元)	11.88

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	100,626	109,946	114,349	125,934	136,309
+/-%	(5.79)	9.26	4.00	10.13	8.24
归属母公司净利润 (百万元)	4,658	5,442	5,348	6,337	6,999
+/-%	(0.55)	16.83	(1.72)	18.48	10.45
EPS (元, 最新摊薄)	1.01	1.18	1.16	1.38	1.52
PE (倍)	6.87	5.88	5.98	5.05	4.57

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司近期经营一览

图表1: 可比公司估值表 (2020/10/30)

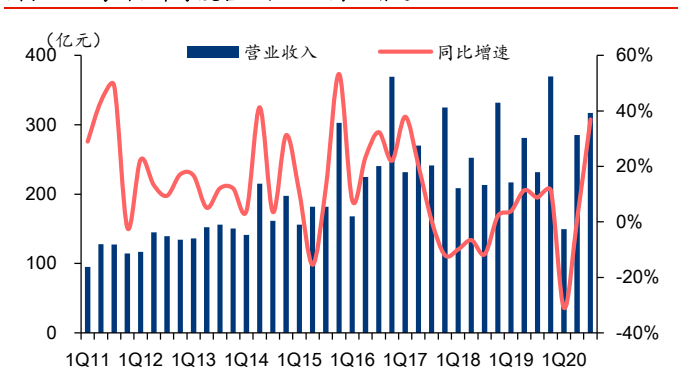
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				2020E PB
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
601800	CH 中国交建	1,195.31	1.24	1.25	1.38	1.54	5.94	5.89	5.37	4.80	0.52
601390	CH 中国中铁	1,319.46	0.96	0.97	1.08	1.19	5.57	5.51	4.95	4.52	0.57
601186	CH 中国铁建	1,131.18	1.49	1.65	1.83	2.01	5.60	5.04	4.55	4.13	0.51
601669	CH 中国电建	587.48	0.47	0.49	0.54	0.61	8.12	7.82	7.08	6.24	0.65
601618	CH 中国中冶	536.74	0.32	0.36	0.40	0.45	8.13	7.25	6.48	5.79	0.52
601117	CH 中国化学	260.96	0.62	0.69	0.84	0.99	8.52	7.68	6.30	5.32	0.70
平均							6.98	6.53	5.79	5.13	0.58
600068	CH 葛洲坝	320.03	1.18	1.16	1.38	1.52	5.88	5.98	5.05	4.57	0.56

注: 1) 除葛洲坝外, 可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期;

2) 计算 EPS 及 PB 时均未扣除其他权益工具或股利。

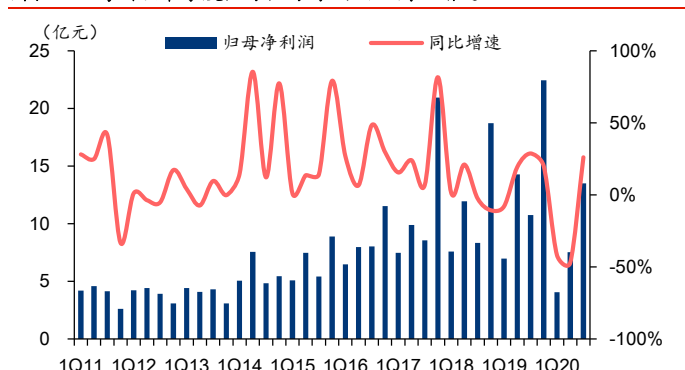
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 葛洲坝单季度营业收入及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

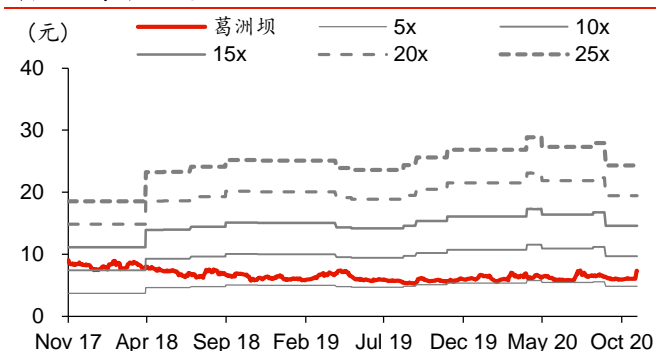
图表3: 葛洲坝单季度归母归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

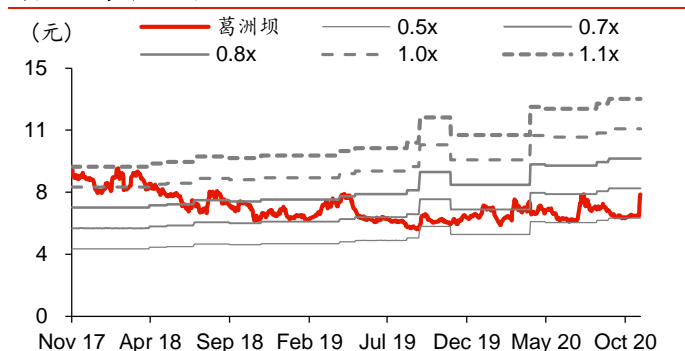
PE/PB - Bands

图表4: 葛洲坝历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 葛洲坝历史 PB-Band



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	129,777	134,039	138,000	149,708	161,551
现金	19,548	22,083	23,050	25,294	28,600
应收账款	15,271	14,812	15,405	16,966	18,363
其他应收账款	10,703	9,596	9,980	10,992	11,897
预付账款	7,870	8,474	8,737	9,641	10,460
存货	52,198	53,459	55,117	60,823	65,987
其他流动资产	24,189	25,616	25,711	25,992	26,244
非流动资产	88,432	100,424	108,717	115,518	121,812
长期投资	14,160	20,810	23,932	26,325	28,958
固定投资	17,107	17,054	24,037	30,089	35,258
无形资产	16,683	12,255	11,659	11,063	10,467
其他非流动资产	40,482	50,305	49,089	48,041	47,130
资产总计	218,209	234,463	246,717	265,226	283,363
流动负债	117,964	112,469	115,966	123,530	130,006
短期借款	29,614	17,194	17,194	17,615	17,194
应付账款	35,920	37,380	38,539	42,529	46,140
其他流动负债	52,430	57,896	60,233	63,386	66,672
非流动负债	45,161	55,762	58,530	62,605	66,769
长期借款	31,783	39,284	43,284	47,284	51,284
其他非流动负债	13,378	16,478	15,246	15,320	15,485
负债合计	163,125	168,232	174,496	186,135	196,775
少数股东权益	12,281	13,697	15,013	16,571	18,292
股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
资本公积	7,511	7,615	7,615	7,615	7,615
留存公积	14,974	18,907	44,944	50,212	55,943
归属母公司股东权益	42,804	52,534	57,209	62,520	68,296
负债和股东权益	218,209	234,463	246,717	265,226	283,363

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,278	6,070	10,881	10,107	12,397
净利润	5,960	6,564	6,664	7,895	8,720
折旧摊销	2,105	2,251	2,654	3,417	4,164
财务费用	2,488	2,765	2,011	2,150	2,246
投资损失	(1,141)	(3,238)	(1,369)	(1,437)	(1,509)
营运资金变动	(8,438)	(3,241)	861.56	(2,013)	(1,313)
其他经营现金	303.34	969.26	60.62	94.33	88.35
投资活动现金	(13,894)	(5,281)	(9,932)	(9,149)	(9,315)
资本支出	9,088	6,286	8,000	8,000	8,000
长期投资	3,802	2,853	3,122	2,393	2,633
其他投资现金	(1,004)	3,858	1,190	1,244	1,318
筹资活动现金	12,949	2,036	18.02	1,287	223.79
短期借款	15,194	(12,420)	0.00	421.28	(421.28)
长期借款	4,001	7,502	4,000	4,000	4,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(105.02)	103.63	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,141)	6,851	(3,982)	(3,135)	(3,355)
现金净增加额	216.56	2,782	967.16	2,244	3,306

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	100,626	109,946	114,349	125,934	136,309
营业成本	84,192	91,942	94,794	104,607	113,489
营业税金及附加	1,117	1,149	1,195	1,316	1,425
营业费用	1,301	1,380	1,429	1,549	1,636
管理费用	4,455	4,687	5,146	5,415	5,452
财务费用	2,488	2,765	2,011	2,150	2,246
资产减值损失	(453.01)	(123.55)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	418.39	44.37	44.37	44.37	44.37
投资净收益	1,141	3,238	1,369	1,437	1,509
营业利润	7,709	8,778	8,718	10,338	11,424
营业外收入	85.57	57.47	100.00	100.00	100.00
营业外支出	50.43	47.42	50.00	50.00	50.00
利润总额	7,744	8,788	8,768	10,388	11,474
所得税	1,785	2,224	2,104	2,493	2,754
净利润	5,960	6,564	6,664	7,895	8,720
少数股东损益	1,302	1,122	1,315	1,558	1,721
归属母公司净利润	4,658	5,442	5,348	6,337	6,999
EBITDA	12,302	13,794	13,382	15,906	17,835
EPS (元, 基本)	1.01	1.18	1.16	1.38	1.52

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(5.79)	9.26	4.00	10.13	8.24
营业利润	5.74	13.86	(0.68)	18.59	10.50
归属母公司净利润	(0.55)	16.83	(1.72)	18.48	10.45
获利能力 (%)					
毛利率	16.33	16.38	17.10	16.94	16.74
净利率	4.63	4.95	4.68	5.03	5.13
ROE	10.88	10.36	9.35	10.14	10.25
ROIC	7.69	9.14	8.27	9.04	9.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.76	71.75	70.73	70.18	69.44
净负债比率 (%)	45.11	36.58	37.56	37.59	37.37
流动比率	1.10	1.19	1.19	1.21	1.24
速动比率	0.66	0.72	0.71	0.72	0.73
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.49	0.48	0.49	0.50
应收账款周转率	6.25	7.17	7.40	7.61	7.54
应付账款周转率	2.36	2.51	2.50	2.58	2.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.18	1.16	1.38	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	1.32	2.36	2.19	2.69
每股净资产(最新摊薄)	9.30	11.41	12.42	13.58	14.83
估值比率					
PE (倍)	6.87	5.88	5.98	5.05	4.57
PB (倍)	0.75	0.61	0.56	0.51	0.47
EV_EBITDA (倍)	6.20	5.53	5.70	4.80	4.28

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷、王涛、武慧东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师鲍荣富、方晏荷、王涛、武慧东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com