

公司研究/季报点评

2020年04月30日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.38
合理价格区间(元): 8.04~9.38

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

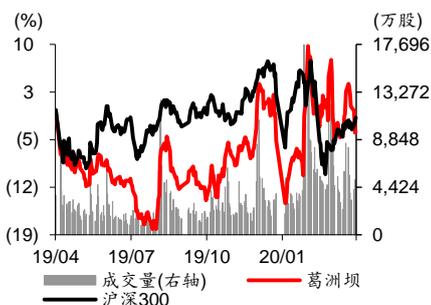
王涛 执业证书编号: S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

王雯 021-38476718
联系人 wangwen@htsc.com

相关研究

- 1《葛洲坝(600068 SH,买入): 整体业绩重回增长, 环保仍待落地》2020.04
- 2《葛洲坝(600068 SH,买入): 战略调整落地, 高质量发展可期》2020.03
- 3《葛洲坝(600068,买入): 转型期营收承压, 盈利能力提升显著》2018.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

艰难时刻已过, 期待疫后投资回补 葛洲坝(600068)

疫情影响 20Q1 整体经营, 政策及投资有望加快回补

公司披露 2020 年一季报, 20Q1 实现营业收入 150 亿元, YoY-31%; 实现归母净利润 4.1 亿元, YoY-42%; 实现扣非归母净利润 3.7 亿元, YoY-44%, 主要是公司部分业务位于湖北, 一季度受疫情影响较大。公司 20Q1 经营活动现金流净流出 34 亿元, 较去年同期净流出 11 亿元增加 23 亿, 系支付工程款流出增加。公司 2019 年已基本完成子公司专业化改造, 环保业务等计提减值损失较充分, 且今年疫情后湖北及周边省市投资有望加速, 我们预计公司 20-22 年 EPS 为 1.34/1.49/1.66 元, 维持“买入”评级。

Q1 毛利率延续回升, 当前复工情况良好

公司 20Q1 实现收入 150 亿元, YoY-31%; 营业成本 124 亿元, YoY-32%; 综合毛利率 17.4%, 同比提升 0.8pct, 延续了 19Q3 以来的回升趋势。截至 19 年末, 公司在执行合同总金额 6367 亿元, 其中剩余合同总金额 3138 亿元, 是当年建筑施工收入的 4.8 倍。公司 20Q1 新签合同 520 亿元, YoY-2.9%, 主要是国内受疫情影响, 新签订单同比下降 7.0%。截至一季报披露日, 公司公告国内项目复工单元数量和金额占比均超过 90%, 同时国际疫情扩散下, 公司多措并举推进海外项目复工复产。

政策回补落地, 公司有望受益疫后投资加码

根据新华网报道, 中共中央政治局常务委员会 4 月 29 日召开会议, 研究确定支持湖北省经济社会发展一揽子政策, 从财政税收、金融信贷、投资外贸等方面明确了具体措施。会议强调湖北要扎实做好“六稳”工作, 落实“六保”任务, 要启动一批重大项目, 加快传统基础设施和 5G、人工智能等新型基础设施建设。我们认为湖北省人民与公司在今年抗疫工作中付出了很大牺牲, 此次政策落地有望加快湖北及周边省市基础设施建设投资, 公司作为扎根湖北的建筑央企, 有望受益后期投资回补。

管理研发费用率小幅提升, 负债率延续改善

公司 20Q1 期间费用率 12.2%, 同比提升 1.9pct, 主要是管理费用率提升 1.7pct、研发费用率提升 0.4pct。公司 20Q1 偿还部分长短期借款, 期末资产负债率 70.9%, 较 19 年末继续下降 0.8pct。其他收益 1.3 亿元, 同比减少 2.4 亿, 系水泥和环保业务收到的政府补助收入减少。

看好疫情后赶工和政策加码, 维持“买入”评级

公司 2020 年计划新签订单 2600 亿元, 完成收入 1230 亿元, 同比分别增长 3%/12%。虽然公司 Q1 受疫情影响较大, 但考虑公司战略调整已重回工程主业、水泥民爆业务有望受益投资回补, 我们维持预计公司 20-22 年归母净利 61.5/68.7/76.3 亿元。公司当前价格对应 20 年 4.8xPE, 低于可比基建工程公司平均 6.6xPE, 我们维持认可给予公司 20 年 6-7xPE, 维持目标价 8.04-9.38 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情后投资回补或赶工不及预期, 环保业务继续大幅亏损。

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)	5.40-7.24
总市值 (百万元)	29,378
总资产 (百万元)	14,352
每股净资产 (元)	11.30

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	124,233	136,807	148,051
+/-%	(5.79)	9.26	12.99	10.12	8.22
归属母公司净利润 (百万元)	4,658	5,442	6,150	6,874	7,632
+/-%	(0.55)	16.83	13.01	11.77	11.04
EPS (元, 最新摊薄)	1.01	1.18	1.34	1.49	1.66
PE (倍)	6.31	5.40	4.78	4.27	3.85

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司近期盈利与估值一览

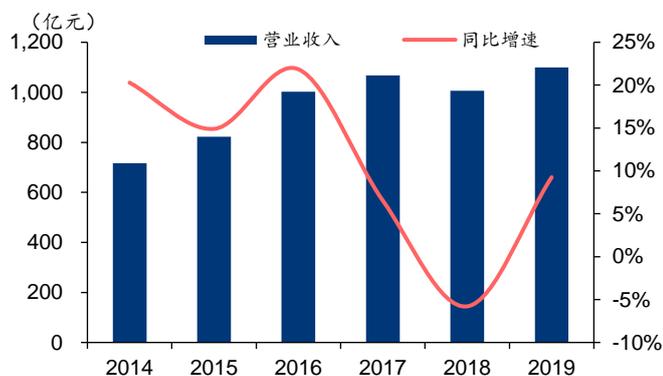
图表1: 可比公司估值表 (2020/4/29)

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)				2020E PB	预测来源
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
601800.SH	中国交建	1,276.19	7.89	1.24	1.33	1.46	1.58	6.35	5.94	5.41	4.98	0.55	Wind 一致
601390.SH	中国中铁	1,395.63	5.68	0.96	0.98	1.09	1.19	5.89	5.80	5.23	4.77	0.60	Wind 一致
601186.SH	中国铁建	1,314.50	9.68	1.49	1.65	1.84	2.03	6.51	5.86	5.27	4.78	0.59	Wind 一致
601669.SH	中国电建	535.47	3.50	0.47	0.52	0.56	0.62	7.40	6.78	6.25	5.63	0.65	Wind 一致
601618.SH	中国中冶	522.24	2.52	0.32	0.36	0.39	0.44	7.91	7.09	6.42	5.77	0.50	Wind 一致
601117.SH	中国化学	301.41	6.11	0.62	0.74	0.90	1.06	9.85	8.27	6.77	5.78	0.79	Wind 一致
平均								7.32	6.62	5.89	5.28	0.61	
600068.SH	葛洲坝	293.78	6.38	1.18	1.34	1.49	1.66	5.40	4.78	4.27	3.85	0.50	华泰

注: 计算 EPS 及 PB 时均未扣除其他权益工具或股利。

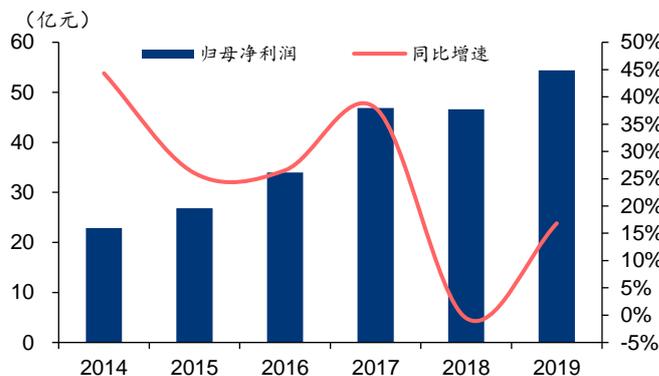
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 公司营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

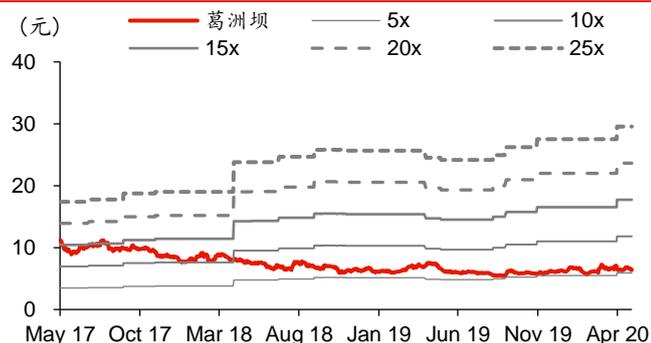
图表3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

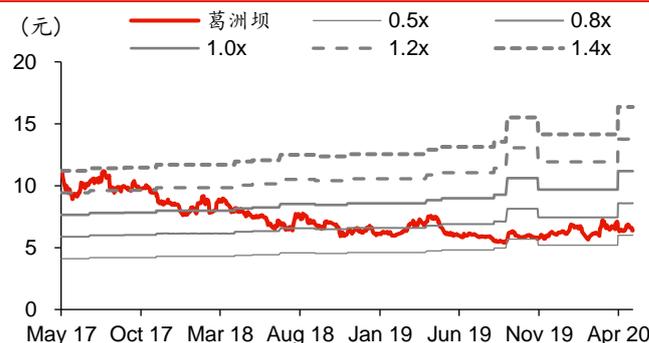
PE/PB - Bands

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-Bands



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	148,196	160,999	172,500
现金	19,548	22,083	24,952	27,478	29,736
应收账款	15,271	14,812	16,737	18,431	19,945
其他应收账款	10,703	9,596	10,843	11,940	12,922
预付账款	7,870	8,474	9,538	10,521	11,407
存货	52,198	53,459	60,175	66,373	71,961
其他流动资产	24,189	25,616	25,951	26,256	26,529
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	256,913	276,517	294,312
流动负债	117,964	112,469	124,715	133,169	138,958
短期借款	29,614	17,194	21,754	22,657	21,198
应付账款	35,920	37,380	42,076	46,410	50,317
其他流动负债	52,430	57,896	60,885	64,102	67,443
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	183,246	195,774	205,727
少数股东权益	12,281	13,697	14,939	16,327	17,867
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	46,464	52,108	58,365
归属母公司股东权益	42,804	52,534	58,728	64,416	70,718
负债和股东权益	218,209	234,463	256,913	276,517	294,312

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	7,556	10,173	12,604
净利润	5,960	6,564	7,391	8,261	9,173
折旧摊销	2,105	2,251	2,654	3,417	4,164
财务费用	2,488	2,765	2,062	2,256	2,355
投资损失	(1,141)	(3,238)	(1,369)	(1,437)	(1,509)
营运资金变动	(8,438)	(3,241)	(3,285)	(2,423)	(1,671)
其他经营现金	303.34	969.26	103.15	98.55	92.04
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	5,246	1,501	(1,030)
短期借款	15,194	(12,420)	4,561	902.96	(1,460)
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	(3,315)	(3,402)	(3,571)
现金净增加额	216.56	2,782	2,870	2,525	2,258

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	100,626	109,946	124,233	136,807	148,051
营业成本	84,192	91,942	103,492	114,153	123,763
营业税金及附加	1,117	1,149	1,242	1,368	1,481
营业费用	1,301	1,380	1,553	1,683	1,777
管理费用	4,455	4,687	5,590	5,883	5,922
财务费用	2,488	2,765	2,062	2,256	2,355
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	9,676	10,820	12,020
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	9,726	10,870	12,070
所得税	1,785	2,224	2,334	2,609	2,897
净利润	5,960	6,564	7,391	8,261	9,173
少数股东损益	1,302	1,122	1,242	1,388	1,541
归属母公司净利润	4,658	5,442	6,150	6,874	7,632
EBITDA	12,302	13,794	14,391	16,494	18,539
EPS (元, 基本)	1.01	1.18	1.34	1.49	1.66

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	12.99	10.12	8.22
营业利润	5.74	13.86	10.23	11.83	11.09
归属母公司净利润	(0.55)	16.83	13.01	11.77	11.04
获利能力 (%)					
毛利率	16.33	16.38	16.70	16.56	16.40
净利率	4.63	4.95	4.95	5.02	5.16
ROE	10.88	10.36	10.47	10.67	10.79
ROIC	7.69	9.14	8.68	9.08	9.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.76	71.75	71.33	70.80	69.90
净负债比率 (%)	45.11	36.58	38.26	38.31	37.69
流动比率	1.10	1.19	1.19	1.21	1.24
速动比率	0.66	0.72	0.70	0.71	0.72
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.49	0.51	0.51	0.52
应收账款周转率	6.25	7.17	7.70	7.61	7.54
应付账款周转率	2.36	2.51	2.61	2.58	2.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.18	1.34	1.49	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	1.32	1.64	2.21	2.74
每股净资产(最新摊薄)	9.30	11.41	12.75	13.99	15.36
估值比率					
PE (倍)	6.31	5.40	4.78	4.27	3.85
PB (倍)	0.69	0.56	0.50	0.46	0.42
EV_EBITDA (倍)	5.99	5.34	5.12	4.47	3.97

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、鲍荣富、王涛，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

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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本研究报告并非意图发送、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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究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（以下简称华泰证券（美国））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。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。

所有权及重大利益冲突

分析师方晏荷、鲍荣富、王涛本人及相关人士并不担任本研究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研究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。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

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

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

法律实体披露

本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。

华泰证券全资子公司华泰证券(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。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司