

# 葛洲坝 (600068.sh)

## 配股计划基本符合预期，大幅降息提升盈利

王飞 建筑行业 研究员

电话: 020-87555888-638

eMail: wf2@gf.com.cn

### 融资已是必然，计划实施符合预期

按照我们原来的预计，公司的融资计划应在处置部分可供出售金融股权之后实施，也即在明年中期和 3 季度实施的可能性较大，公司此时提出配股计划意味着公司将在 2008 年财务报告审计通过后上会该配股方案，最快在 2009 年三季度完成该项再融资，时间方面符合我们之前的预期。

### 松绑建筑主业，控股股东参与配售反映其对公司发展信心

公司未来三年建筑主业高速发展已是必然，建筑施工量的大幅提高必然要求公司加大对建筑业的资金投入，面对本已高企的资产负债率，虽然公司的贷款能力很强，但内遂高速的如期建设也将在一定程度增加公司的资金压力，从公司整体业务的资金分配分析，通过配股获取高速公路建设资本金实质起到了松绑建筑主业的作用。

### BOT 项目双重回报：短期施工利润，长期运营收益

对于此次投资建设的内遂高速公司将采取施工总承包方式完全借助自身建设力量完成施工，由此从拟投项目对公司的盈利影响来看，我们认为公司将获取短期施工利润和长期运营收益双重回报。

### 持续降息大幅提升公司盈利

因为公司相对独特的负债结构，同为高负债的建筑施工类企业，葛洲坝相比同行公司将更大程度上受益这种利率下调所带来的资金成本的下降和财务压力的缓解。

### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1,909.86	12,005.24	18,470.00	26,525.00	36,808.00
EBITDA(百万元)	501.54	1,628.78	2,228.00	3,109.00	4,237.00
净利润(百万元)	70.82	617.62	825.00	1,276.00	1,852.00
净利润增长率	12.45%	772.16%	33.58%	54.72%	45.07%
每股收益(元)	0.067	0.371	0.500	0.770	1.110
市盈率	50.90	41.46	12.74	8.23	5.67
市净率	1.02	4.76	1.75	1.44	1.15
BV/EBITDA	14.50	82.09	7.40	5.30	3.89
每股红利(元)	0.04	0.12	0.25	0.30	0.40
股息率(%)	1.17	0.78	3.06%	3.67%	4.89%

来源: 中国葛洲坝集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格(元)	8.18
目标价格(元)	13.00
前次评级	买入

### 股价走势

葛洲坝(600068)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	21.20%	45.95%	-35.37%
上证综指	8.24%	-18.39%	-60.07%

### 股票数据

总股本(万股)	166,540.9
	2
流通 A 股(万股)	78,581.74
主要股东:	
	中国葛洲坝集团公司
主要股东持股比例	43.54%
流通 A 股比例	47.18%

### 财务比率

ROE	11.48%
ROA	2.36%
资产负债率	76.11%
每股净资产(元)	3.23

2007 年报数据.

## 事件

- 葛洲坝10月27日发表公告，公告称将四川省内遂高速BOT项目投资原投资概算49.78亿元上调至60.68亿元，并将通过向原股东配售股份募集资金用于内遂高速建设资本金。根据本次公告的配股议案，公司将按每10股配3股的比例向全体股东配售，由此按现有股本计算的可配售股份总计为499622765股，拟募集资金21亿元，其中公司控股股东中国葛洲坝集团公司承诺以现金足额认配其应认配的股份。
- 此外，中国人民银行11月26日宣布，从11月27日起下调一年期人民币存贷款基准利率各1.08个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整，从今年九月至今，央行下调一年期下调贷款基准利率共1.89个百分点。

## 融资已是必然，计划实施符合预期

我们之前报告曾提到，为了应对持续的资本支出和业已较为沉重的财务压力，公司在2009年存在增发或者配股等再融资可能。按照我们原来的预计，公司的融资计划应在处置部分可供出售金融股权之后实施，也即在明年中期和3季度实施的可能性较大，公司此时提出配股计划意味着公司将在2008年财务报告审计通过后上会该配股方案，最快在2009年三季度完成该项再融资，时间方面符合我们之前的预期。

与公司联系沟通的情况来看，公司此次提出的为内遂高速投资建设融资的配股计划又具有一定的必然性背景。四川内遂高速公路BOT项目于2007年8月23日签订，按原定计划需在2007年内开工建设，但开工时间延迟至今。四川地区是公司建筑施工业务的重中之重，为配合四川汶川地震灾后重建和近日提出拉动内需的需要，预计公司目前面临着亟待实施该工程的压力，而结合公司目前远超出同行的有息负债比例分析，再融资提前似乎也在情理之中

证监会此前已表示将提供绿色通道优先安排灾区受损上市公司和为灾区重建贡献较大的上市公司的融资申请，但考虑到公司尚有大量可供出售的金融资产，具备一定的内部融资能力，而且市场低迷也为配股方案能否获批带来一定的不确定性，因此我们认为该配股计划存在不能获批的风险。

## 融资方案可行，拟投资项目获取双重收益

配股计划提前实施带给我们的意外不是实质性问题，从配股方案本身和拟投资项目来看，我们认为该融资方案具有较好的可行性，对公司未来的发展是有利的。

### 控股股东参与配售，松绑建筑主业

我们之前曾经在行业策略报告中对于建筑企业的多元化经营作过分析，并对此模式表示了一定程度的担忧，主要原因在于集团层面如何协调

资金、资源在各业务间的分配利用，我们担忧的是房地产业务和运营业务的逐步做大，会使得公司倾向于将资源优先分配与这些高利润率业务，而这些高利润业务的资产低周转特征又使得投资获取回报的期限较长，长此以往有可能因为建筑施工业的投入不足而逐渐丧失核心竞争力且市场份额不断下降。而事实上在我们看来，这种多元化运营的风险规避主要看公司有无持续的融资平台或途径来应对不断增加的营运资金和资本支出。

此次配股资金投资建设内遂高速从公司整体业务的资金分配角度来看，面对日益增加的建筑施工量所需要的运营资金和已经高企的资产负债率，通过配股获取建设的资本金起到了松绑建筑施工主业的作用。

在公司公告的配股方案中，控股股东承诺将以现金足额认购其应认购的股份，一定程度上体现了控股股东对于公司未来经营发展前景的信心，我们认为从控股股东获取一定的资金支持且无配售股份上市的锁定期风险以及相对较低的配股价格来看，相比公开增发等融资方式更易被市场接受。（依据现在的情况，配股价一般为刊登发行公告前20个交易日A股均价的4—5折左右）

### **BOT 项目双重回报：短期施工利润，长期运营收益**

我们在之前的公司深度报告中对这种由公司投资并自行建设的BOT业务模式作过详细分析用来例证公司的一体化效应，我们认为借助自身建筑施工的技术优势和力量可以有效地控制投资成本和加快工程进度，从而将获得高于市场平均的收益率。

从大广高速湖北北段的施工情况来看，公司自身承接了大约50%的工程量，而对于此次投资建设的内遂高速公司将采取施工总承包方式完全借助自身建设力量完成施工。由此从拟投项目对公司的盈利影响来看，我们认为在短期和长期均有体现，BOT项目能够公司带来建设施工利润和建成后运营收益双重回报。

短期来看，BOT项目完全由公司自行施工建设，可以拉动公司的主营业务收入和带来施工利润，如果按照60亿的投资概算，综合带动公司工程施工、民爆和水泥业务收入增长，按照4%的利润率计算可以通过投资建设该条高速公路给公司带来大约2.5亿的利润。

长期来看，公司将通过30年的高速公路收费权持续获得运营收益。从项目本身来看，内遂高速作为泛珠江三角洲地区高速公路网规划中四川巴中至昆明（第5纵）的重要组成部分，应该具备一定的投资价值。市场可能担忧密集的高速公路网建设对高速公路的分流作用明显而影响该项目的投资回报，或者指出目前四川省部分高速公路车流量较少的问题。我们认为，作为一项投资公司的盈利着眼于长期，所谓的高速公路分流效应应该较多体现在东部已经稍显密集的高速公路网内，而中西部的高速公路网仍处在构建之中；从高速公路车流量变化遵循生命周期函数的特点来看，成都和重庆被设立为综改试验区以及经济增长潜力都是此条高速公路车流量得以保障的重要因素之一。我们目前无法对内遂高速的前景做出准确的预测，因为那毕竟是三四年后的事，但从已运营的襄荆高速经营情况来看，我们认为不必过分担忧。

公司此次公告将投资概算上调至60亿元，但我们认为该条公路的实际投资额将小于该值，一方面钢铁价格的大幅下降和水泥价格的预期下降将



减少项目投资成本；此外，得益于公司自身建筑施工的技术优势可以有效地控制投资成本和加快工程进度。这从以往公司BOT投资的经验来看，实际投资额大大低于预算投资已得到证实。

公告同时附带的“配股募集资金使用可行性报告”给出该BOT项目预计财务内部收益率为8.97%，低于公司2007年净资产收益率11.5%，但我们认为如果考虑到实际投资将低于投资概算以及大幅降息因素，项目实际收益率将显著高于预计财务内部收益率。

表1：一体化效应例证——高速公路业务投资收益率提升

项目	设计概算	实际投入	计划建设期	实际建设期	设计FIRR	实际FIRR
襄荆高速	44.15亿	37.48亿	5年	4.5年	12.24%	13.63%
大广高速			4年	2.5年		

数据来源：广发证券发展研究中心

表2：葛洲坝高速公路BOT项目实施情况

项目	里程（KM）	投资额（亿）	建设期（年）	经营期（年）	股权比例
襄荆高速	185.44	37.02	200101—200406	30	61.2%
大广高速湖北北段	147.5	46.56（概算）	200512—200812	35	100%
四川内遂高速	119.69	60.68（概算）	2009—2010	30	100%
合计	452.63	143.26			

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图1：四川内遂高速图示



数据来源：广发证券发展研究中心

表3：大广高速湖北北段公司自身参与承建情况

工程类型	公司承建部分
路基工程	共12个标段，公司承建1标段（5公司）、2标段（葛洲坝建设工程公司）、3标段（2、8公司）和7标段（5公司）等5个路基标段

路面工程	共4个合同段，5公司承建3、4合同段（长度分别为37.65KM、51.96KM），其余1合同段（38.7KM）和2合同段（38.9KM）分别由中交二公司和中铁十六局承建
交安工程	与路面工程一样分为4个合同段，公司的机械船舶公司承建3、4合同段

数据来源：广发证券发展研究中心

## 持续大幅降息提升公司盈利

2008年下半年以来，为了应对国内经济下滑的风险，之前一直紧缩的货币开始转向宽松，央行已经于2008年9月16日、10月15日、10月30日和11月27日累计下调存贷款基准利率189个基点，贷款利率的持续下调对于高负债企业财务压力的缓解无疑起到重要作用。

具体到葛洲坝来看，截至到2008年3季度，葛洲坝的资产负债率已高达81.45%，有息负债占总负债之比为56.6%，远高于同行大约24%的平均水平，其中长期借款占总负债之比为36.7%，相比之下同行公司的平均水平仅为6.3%，葛洲坝也是我们考察的所有建筑施工类企业唯一一家长期借款远高于短期借款的上市公司，而公司的这种高有息负债的资产负债结构和长期贷款远大于短期贷款的负债期限结构正是源于近年来运营业务和房地产业务持续发展下的资本支出不断扩大。也正因为这种相对独特的负债结构，同为高负债的建筑施工类企业，葛洲坝相比同行公司将更大程度上受益这种利率下调所带来的资金成本的下降和财务压力的缓解。

我们之前关于公司2009年财务费用的测算已经包含了贷款利率将下调1.62个百分点的预期，从财务费用角度来看基于贷款利率下调1.62%的预期假设所带来的2009年盈利提升水平为11.3%，如果扣除这一影响按照原有利率水平计算的2009年EPS为0.69元。因为一系列的降息举措已经实现我们的预期假设，我们维持此前的财务费用和盈利测算。

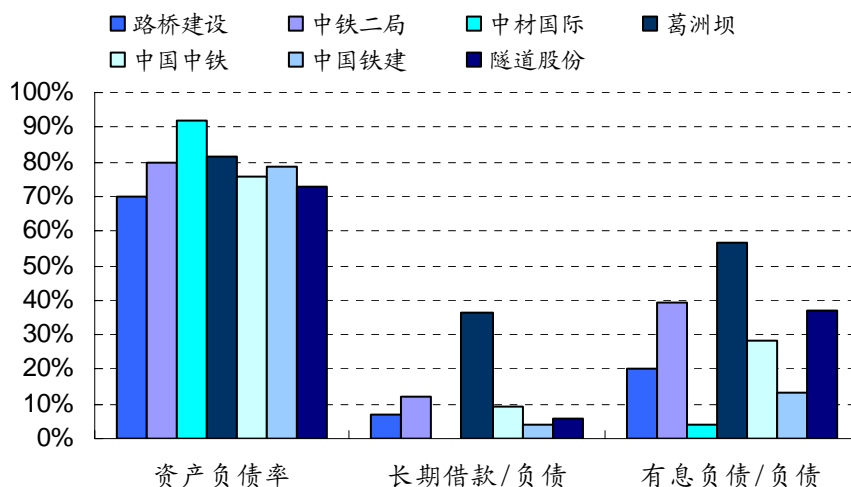
而从现有情况来看，未来持续较大幅度降息的可能性仍旧存在，我们将继续关注这一影响。

表4：葛洲坝近年主要投资项目一览

业务	近几年的新增投资情况
水泥	荆门子陵（5.7亿）、当阳（6亿）、兴山（3.9亿）、宜城（4.6）、老河口（4.4）嘉鱼（5.8亿）、潜江（0.89亿）、汉川（1.13亿）
高速公路	襄荆高速（37亿，2004年已建成通车）、大广高速湖北省北段（47.25亿，2009年初建成通车）、内遂高速（60亿，2008年底开工建设）
房地产	锦绣天下项目（分一、二、三期，总投资17.3亿），武汉葛洲坝国际广场（36亿），武汉葛洲坝世纪花园（30亿）
水电开发	湖北南河过渡湾水电站（2.55万千瓦）、湖北南河寺坪水电站（6万千瓦）、重庆大溪河鱼跳水电站（4.8万千瓦）、张家界木龙滩水电站（1.5万千瓦）、恩施云龙河水电站（4万千瓦）、重庆鱼泉水电站（1.6万千瓦）

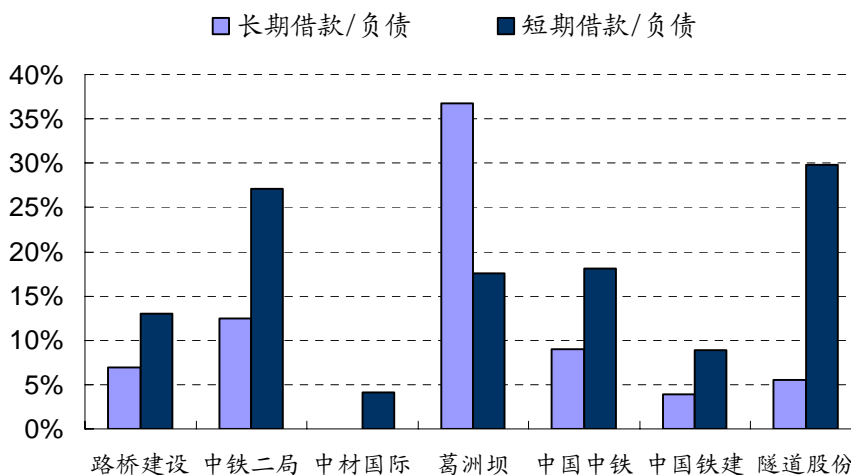
数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图2：2008年度3季度建筑施工类上市公司资产负债率及负债结构比较



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图3：2008年度3季度建筑施工类上市公司长短期贷款负债情况



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

## 长期投资价值依旧看好

从拟通过配股募集21亿元资金来看，大致的配股价为4—4.5元之间。由于按照公司计划，将在2009年中期或3季度完成配股，并且考虑到公司配股实施尚具有一定的不确定性，我们仍旧按照遵循配股前的分析。

基于公司所在行业仍处于景气上升周期且运营业务的业绩开始逐步释放，我们仍旧看好公司未来的成长性和长期投资价值，暂时维持对公司的盈利预测和投资评级，目标价格将在配股计划获批公告后再行调整。

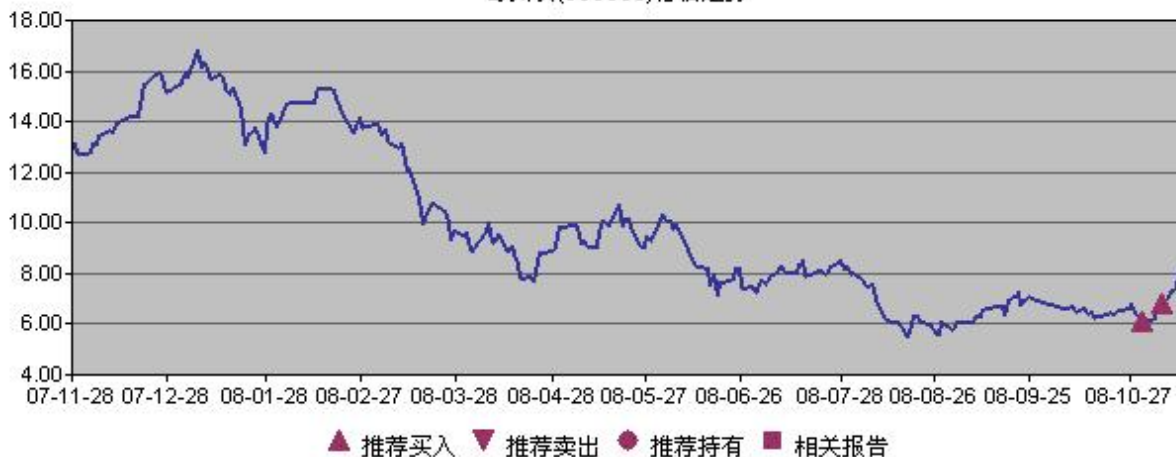
## 风险提示

高速公路BOT项目的政策风险，以及建成运营后在运营期内能否收回投资的经营风险。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

葛洲坝(600068)行情走势



## 相关研究报告

潜力巨大的一体化运营央企	王 飞	2008-11-06
公司业绩快速增长势头已开启	王 飞	2008-10-31

### 广州

### 上海

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。