

公司简评 葛洲坝（600068）

► 2009 年 8 月 12 日

主营业务快速发展，多元化发展稳步推进 **推荐** 维持评级

分析师：郝飞飞 邮箱：haofeifei@chinastock.com.cn 电话：010-66568843

1. 事件

今日，公司披露了 2009 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 117.63 亿元，比上年同期增长 40.43%；营业利润 6.81 亿元，比上年同期增长 62.98%；归属于母公司所有者的净利润 5.93 亿元，比上年同期增长 58.64%。

2. 我们的分析与判断

（一）主营业务稳健发展，业务收入快速增长

在建筑工程承包施工业务方面，公司目前在建的合同项目达 600 多个，完成业务收入 9,536,387,324.09 元，比上年同期增长 36.9%。

在水泥业务方面，公司积极抓住水泥行业全面复苏的机遇，加快了水泥新线的建设步伐，确保建成的项目投入运行，上半年生产水泥同比增长 72.73%，销售水泥同比增长 71%。

在民爆化工业务方面，生产工业炸药同比增长 8.6%。

在水力发电业务方面，上半年发电量同比增长 35.45%。

在高速公路业务方面，受取消政府还贷二级公路收费的影响，上半年高速公路通行费收入与上年同期相比略有下降。

表 1：上半年公司各项业务发展情况

分行业或分产品	营业收入 (百万元)	营业利润率 (%)	营业收入变化(%)	营业利润变化(%)	毛利率(%)
工程施工	9536.39	5.98	36.9	增加 0.92 个百分点	12.85
水泥	955.53	2.08	106.87	增加 4.00 个百分点	17.87
民用爆破	427.16	21.14	49.46	增加 6.88 个百分点	43.82
高速公路	138.86	-24.12	-4.76	减少 31.24 个百分点	63.84
水力发电	65.36	5.55	40.58	增加 44.07 个百分点	60.91
房地产	24.37	10.53	-44.3	增加 3.37 个百分点	25.71
其他	358.65	2.17	115.29	减少 0.54 个百分点	10.58
合计	11506.32	5.74	41.76	增加 1.00 个百分点	15.26

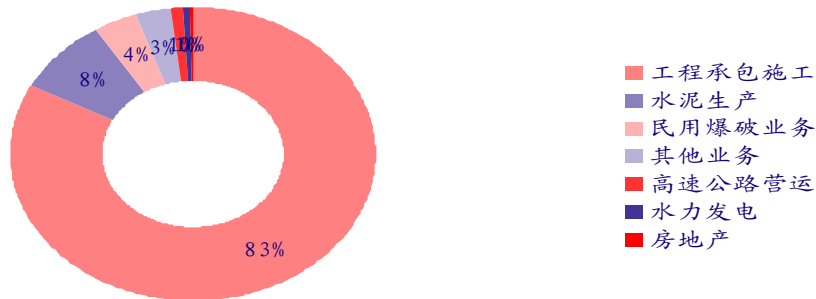
资料来源：公司 2009 年半年报 中国银河证券研究所

（二）“大建安”格局不断推进，新签合同保持良好增长。

2009 年上半年，公司建筑工程新签合同 252.85 亿元，占全年签约计划 300 亿元的 84.2%，同比增长 15.85%，其中：新签约国内项目 223.35 亿元，占国内签约年计划 200 亿元的 111.6%，同比增长 85.69%。

报告期内非水电新签合同额占新签总合同额的 59.1%，在高速公路、风电塔筒制造、风电场基础工程、电网建设工程、房建工程、市政、环保等方面中标签约了大量项目，大建安格局不断推进。

图 1: 公司收入构成 (2009 年上半年)



资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

(三) 投资兴业有所进展, 产业结构不断优化

2009 年上半年, 公司部分投资项目建成投产, 有效地推进了公司投资兴业战略的实施。

在高速公路投资项目上, 4 月 16 日, 公司投资兴建的大广北高速公路投入试运营, 比计划工期提前 16 个月, 这是公司继湖北襄荆高速公路后, 投资兴建的又一条高速公路。

在水泥投资项目上, 3 月 30 日, 兴山日产 2500 吨水泥熟料生产线和当阳日产 5000 吨水泥熟料生产线如期点火投产, 目前公司水泥年产能达到 1160 万吨。此外, 宜城和嘉鱼的水泥新线正在加紧施工, 预计年内实现点火投产, 老河口水泥新线建设顺利开工, 汉川和潜江两个百万吨级水泥粉磨站也按项目建设进度全面推进。

在水电投资项目上, 湖北恩施鱼泉水电站通过了 2#机组启动验收, 湖北恩施云龙河水电站完成 1#机组启动验收, 项目已正式投产发电。

在房地产开发项目上, 公司目前正在有序开发, 风险处于可控范围内。

(四) 扩张与整合并举, 优化企业资源配置

按照资源向优势业务集中、向骨干企业集中的战略方针, 公司继续推进企业内部资源配置与结构调整工作。

上半年, 公司实施了葛洲坝建设工程有限公司并入中国葛洲坝集团国际工程有限公司的内部改革重组方案, 进一步优化了企业内部资源配置, 强化了企业业务集约化管理水平, 有效地提高了公司区域市场开发与控制能力。

3. 投资建议

我们预计 09-11 年公司营业收入将分别达到 276.13 亿元、383.38 亿元、441.55 亿元, 净利润为 13.61 亿元、17.57 亿元、21.56 亿元, 每股收益将分别达到 0.77 元、1.00 元、1.22 元, 对应市盈率分别为 17 倍、13 倍、11 倍, 我们维持对公司推荐的投资评级。

表 2: 公司主要指标预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	12005.24	19369.63	27613.01	38337.91	44154.51
EBITDA(百万元)	1404.65	2223.95	3300.05	3915.97	4531.21
净利润(百万元)	617.62	810.77	1286.92	1661.11	2038.52
摊薄 EPS(元)	0.37	0.49	0.77	1.00	1.22
PE(X)	35.78	27.26	17.17	13.30	10.84
EV/EBITDA(X)	22.52	15.84	10.39	8.48	6.67
PB(X)	3.54	4.03	3.24	2.59	2.07
ROIC	4.32%	6.41%	8.38%	9.70%	11.76%

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

表 3: 公司利润表预测

利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12005.2	19369.6	27613.0	38337.9	44154.5
营业成本	9990.7	16285.5	23267.3	32343.7	37223.7
营业税金及附加	335.8	496.3	673.8	977.6	1081.8
销售费用	148.2	201.2	303.7	452.4	485.7
管理费用	679.3	888.6	1254.1	1867.1	2097.3
财务费用	322.8	706.3	826.3	975.1	1121.3
资产减值损失	-7.1	7.6	5.0	6.0	5.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	144.1	85.3	150.5	150.0	161.3
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	679.6	869.4	1433.2	1866.1	2300.9
营业外收支净额	73.0	54.5	50.3	49.9	50.4
税前利润	752.6	923.9	1483.5	1915.9	2351.2
减: 所得税	61.9	77.6	122.4	159.0	195.2
净利润	690.7	846.3	1361.1	1756.9	2156.1
归属于母公司的净利润	617.6	810.8	1286.9	1661.1	2038.5
少数股东损益	73.1	35.6	74.2	95.8	117.6
基本每股收益	0.37	0.49	0.77	1.00	1.22
稀释每股收益	0.37	0.49	0.77	1.00	1.22

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

公司战略和竞争力分析

公司基本情况介绍

2007 年，公司通过吸收合并原控股股东中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司，实现了中国葛洲坝集团公司主业资产的整体上市。

整体上市后，公司积极进行了产业结构调整，围绕水利水电工程施工核心业务，形成了工程施工、水泥生产、民用爆破、高速公路运营、房地产和水电开发六大业务板块共同发展的格局，实现了由单纯工程施工向工程承包开发一体化的升级。与此同时，公司加大建筑市场的开拓力度，大力地推进了水泥和民用爆破产业的规模扩张，投资兴企战略初见成效。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值：4.3
优势	多元化发展战略较其他公司更为合理	分值：4.5
劣势	公司规模较小，难以迅速壮大	分值：4
机会	水利水电建设前景广阔	分值：4.5
威胁	其他大型建筑企业参与水电建设竞争，海外承包市场规模下降	分值：4

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值：4.3
供应商力量	需求决定供给，供应商力量一般	分值：4.5
新进入壁垒	专业工程领域壁垒较高，其他业务进入壁垒相对较低	分值：4
客户力量	客户的议价能力比较强	分值：4
替代产品	没有替代品	分值：5
竞争对手	中国水利水电建设集团公司，规模和收入都很大	分值：4

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来转好，-表示未来变差

表 4：近年来公司的合并与整合

设立海外公司	设立国内公司
中国葛洲坝集团股份有限公司阿联酋分公司	葛洲坝集团第二工程有限公司设立宜昌分公司
葛洲坝（泰国）有限公司	设立湖北葛洲坝建设工程有限公司
中国葛洲坝集团股份有限公司厄瓜多尔分公司	葛洲坝汉川汉电水泥有限责任公司
中国葛洲坝集团股份有限公司巴基斯坦代表处	葛洲坝内蒙古风电设备有限公司
中国葛洲坝集团股份有限公司伊朗鲁德巴水电站施工项目部	葛洲坝集团股份有限公司三峡分公司
	出资 2 亿元参股湖北省联合发展有限公司
新疆战略	
中国葛洲坝集团股份有限公司新疆联络办公室	
新疆葛洲坝工程建设有限公司	
新疆葛洲坝投资开发有限公司	
新疆克孜河流域水利水电开发有限公司	
新疆和益混装炸药有限责任公司	
组建新公司	说明
组建中国葛洲坝集团股份有限公司三峡分公司	本公司授权三峡分公司管理三峡指挥部、向家坝施工局、溪洛渡施工局和原四川施工局所辖项目部；授权三峡分公司开拓以长江三峡、金沙江中下游流域和四川省为重点的水利水电工程和其他建筑市场，对此范围内公司中标的项目进行施工和管理。
组建中国葛洲坝集团股份有限公司水泥分公司	优化公司水泥企业资源配置，加强对公司水泥板块的统一管理
组建中国葛洲坝集团股份有限公司西南分公司	本公司授权西南分公司管理公司小湾项目部、景洪项目部、阿海项目部、金安桥项目部、龙开口项目部、鲁地拉项目部和西藏藏木项目部；开拓金沙江中上游流域、澜沧江流域和及其它周边地区的建筑市场，对此范围内公司中标的项目进行施工和管理
撤销与合并公司	说明
组建葛洲坝湖北项目管理有限公司	全资子公司宜昌葛洲坝工程监理有限公司和湖北中葛项目管理有限公司合并，组建葛洲坝湖北项目管理有限公司
撤销中国葛洲坝集团股份有限公司新疆分公司、宜昌分公司、葛丰化工厂和攀枝花分公司	
中国葛洲坝集团房地产开发有限公司增资以及该公司受让葛洲坝海集房地产开发有限公司股权	
将中国葛洲坝集团宜昌勘测设计有限公司改组为中国葛洲坝集团股份有限公司勘测设计院	
中国葛洲坝集团房地产开发有限公司吸收合并葛洲坝集团佳鸿实业有限公司	
葛洲坝集团第一工程有限公司与葛洲坝集团第四工程有限公司合并重组，成立新的葛洲坝集团第一工程有限公司	
葛洲坝集团第六工程有限公司合并重组葛洲坝集团第八工程有限公司和中国葛洲坝集团建筑工程有限公司	

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所整理

表 5: 公司投资项目的最近进展情况

项目名称	项目金额	项目进度	项目收益情况
大广北高速公路	4,725,000,000.00	2009 年 4 月 16 日通车试营运。累计完成投资 544825 万元。	试运营
内遂高速公路	6,068,000,000.00	前期筹备。累计完成投资 13928 万元。	在建
云龙河三级水电站	291,000,000.00	6 月 28 日, 1 号机组正式并网发电。累计完成投资 33806 万元。	在建
鱼泉水电站	117,000,000.00	两台机组正式投产。累计完成投资 16544 万元。	试运营
葛洲坝国际广场	3,600,000,000.00	北区正在进行基础工程施工。累计完成投资 204543 万元。	在建
葛洲坝世纪花园	3,000,000,000.00	B1 区工程主体结构已完成。累计完成投资 183906 万元。	在建
锦绣天下一期	439,000,000.00	5#楼: 完成二十八层墙柱施工。6#楼: 完成二十五层墙柱施工。累计完成投资 50622 万元。	在建
锦绣天下二期(锦绣嘉苑、锦绣华庭)	734,000,000.00	R1 # 楼主体封顶。累计完成投资 20362 万元。	在建
锦绣天下三期 A 区(商业街金色口岸)	556,000,000.00	前期工作。累计完成投资 8353 万元。	在建
锦绣星城(小溪塔)	712,000,000.00	前期工作。累计完成投资 7152 万元。	在建
当阳 4800t/d 熟料新型干法水泥生产线	600,000,000.00	3 月 30 日点火。累计完成投资 56945 万元。	试运营
兴山 2500t/d 熟料新型干法水泥生产线	390,000,000.00	3 月 30 日点火。累计完成投资 34400 万元。	试运营
嘉鱼 4800t/d 熟料新型干法水泥生产线	730,000,000.00	土建主体工程基本完工, 设备安装已进入冲刺阶段, 所有主机设备已基本安装完成, 正在进行其他辅机设备的安装。累计完成投资 63000 万元。	在建
宜城 4800t/d 熟料新型干法水泥生产线	600,000,000.00	土建主体工程基本完成, 设备安装已进入调试阶段, 石灰石破碎系统、辅助原料均化堆场、原料配料及原煤输送系统已开始试生产。累计完成投资 45000 万元。	在建
老河口 4800t/d 熟料新型干法水泥生产线	695,000,000.00	土建主体工程完成 85%, 安装工程: 安装单位已进厂, 正在进行非标件的制造。累计完成投资 26330 万元。	在建
汉川水泥粉磨生产线	120,000,000.00	水泥调配库系统已完成 80%; 水泥粉磨及包装系统已完成 85%。部分基础已具备交安。累计完成投资 6120 万元。	在建
潜江水泥粉磨生产线	90,000,000.00	该项目的主机、辅机设备招标已完成, 水泥调配库系统已完成 40%; 水泥粉磨及包装系统已完成 50%。累计完成投资 4095 万元。	在建
合计	23,467,000,000	/	/

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所整理

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908