

新疆战略推动公司价值增长

主要观点:

- 我们分析了葛洲坝集团股份公司一系列的在疆布局以及公司高层的相关讲话后, 不难发现葛洲坝十分看好新疆的发展前景, 并且正在加大投资力度, 提高与新疆的合作层次, 力图把新疆的业务打造成为集团未来发展的支撑点。

公司在新疆设有三个控股子公司, 分别从事煤炭金属等矿业资源开发、水利水电施工和水电开发业务, 预计公司在新疆的上述业务上将有很大的发展。

- 2010 年公司的主营业务建筑施工和水泥业务仍然将快速增长, 业绩稳步提升有充分保障。

在国家大规模进行基础设施建设的背景下, 公司的建筑承包施工业务有了快速稳定的增长, 2009 年度公司新签合同额累计人民币 421.36 亿元, 与上年同比增长了 37.93%, 其中国内工程合同额占 63.76%; 国际工程合同额占 36.24%。公司目前在手订单总额在 800 亿左右, 订单十分饱满, 将足够保证公司未来五年的收入在目前水平之上。预计未来三年基建施工业务收入增长率能保持在 20% 以上。

水泥业务 09 年开始进入收获期, 09 年底有湖北嘉鱼、宣城、老河口三条 5000T/D 熟料线投产, 产能达到 1700 万吨, 2010 年水泥业务将有进一步快速增长。

- 公司积极向房地产和高速公路等建筑施工相关业务板块延伸, 长期发展潜力不可估量。此外公司还持有韶能股份等公司的大量金融股权。

公司在房地产领域主要进行一级开发, 先后在宜昌、武汉、上海等地成功开发一大批房地产项目。拥有一千亩房地产土地储备, 200 万平米的建筑面积。公司的房地产业务预计要到 2011 年开始大规模销售, 目前暂没有利润贡献。公司的 BOT 项目大广高速公路 2009 年 4 月份建成通车, 将有两年试运营期, 暂不会提供利润贡献, 由于大广公路建造成本仅 3210 万元/公里, 预计正常运营后未来利润可观。

- 我们预测公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.56 元、0.73 元和 0.88 元, 维持“买入”的投资评级。

按照公司目前的业绩水平, 考虑公司暂不贡献利润的房地产和金融资产的价值, 公司合理价位应在 17 元-18 元, 公司的新疆业务拓展短期没有大的利润贡献, 但有可能成为公司的股价催化剂。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗 果

建筑建材行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 2 月 3 日) 12.69 元

目标价格 (6 个月) 18.00 元

总股本/A 股 (万股) 232497 / 140535

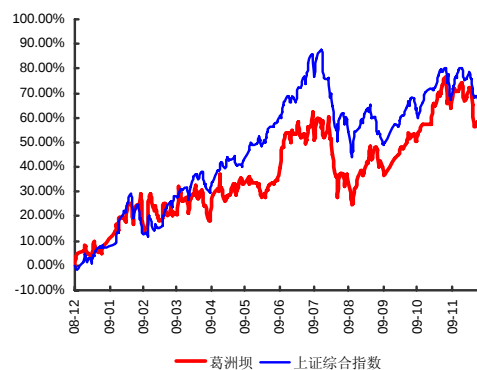
A 股市值 (亿元) 289.46 亿元

国家/地区 中国

行业 建筑建材行业

报告日期 2010 年 2 月 4 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现	21.44	27.30	61.96
相对表现	9.94	4.01	51.32

资料来源: WIND

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	19370	26333	32021	36032
同比(%)	61%	36%	22%	13%
净利润	811	1308	1691	2051
同比(%)	34%	61%	29%	21%
毛利率(%)	15.9%	17.0%	17.6%	18.0%
ROE(%)	17.8%	20.7%	22.1%	22.2%
每股收益(元)	0.49	0.56	0.73	0.88
P/E	25.57	22.13	17.12	14.11
P/B	4.55	4.59	3.79	3.14
EV/EBITDA	17	13	10	8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

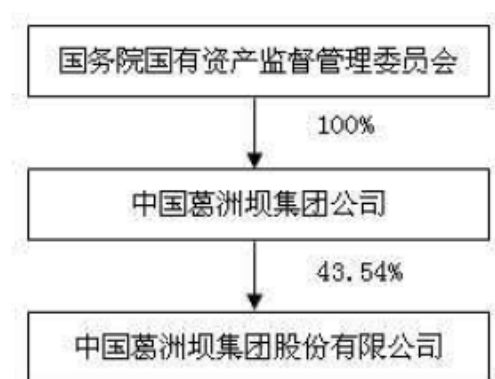
敬请参阅最后一页之重要声明。

一、作为大型上市央企，公司正积极大规模扩张

中国葛洲坝集团股份有限公司（葛洲坝：600068）是由国务院国资委管理的中国葛洲坝集团公司控股的上市公司。其前身葛洲坝股份有限公司于 1997 年在上海证券交易所上市。2007 年 9 月，葛洲坝股份有限公司吸收合并其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。存续公司更名为中国葛洲坝集团股份有限公司。

葛洲坝公司总资产为 356 亿元，拥有 41 个控股子公司，职工 38000 余人，是国内水电施工行业的龙头公司，2008 年度名列全球国际承包商 225 强第 129 位目前的规模在央企中排名约 60-70 名，公司做大的动力很足，央企规模赛跑，公司在整体上市后积极向多个领域扩张、上市公司平台将得到充分利用。

图 1：葛洲坝股份公司实际控制人



资料来源：公司公告

二、新疆战略将成为公司未来发展重要支撑点

我们分析了葛洲坝一系列的在疆布局以及公司高层的相关讲话后，不难发现葛洲坝十分看好新疆的发展前景，并且正在加大投资力度，提高与新疆的合作层次，力图把新疆的业务打造成为集团未来发展的支撑点。由于地理禀赋的特点，水利工程、水电基础建设项目会在新疆的开发过程中成为重点规划。因此自治区政府也会高度依赖葛洲坝这样的企业，提供各方面的政策扶持。公司新疆战略的决心是毋庸置疑的。

表 1：葛洲坝的新疆战略

时间	事件	具体内容
2007 年 9 月	集团公司与新疆政府签订战略合作框架协议	葛洲坝集团公司计划“十一五”期间在新疆投资 200 亿元，以各种形式积极参与新疆经济建设，支持新疆社会事业发展。根据协议，公司将积极参与新疆各地防洪、灌溉、环保、发电、调水、供水等水利水电资源综合利用项目的投资开发，在流域规划、项目论证、人才培养等方面为新疆水利水电建设事业发展提供支持。近几年将在新疆投资 200 亿元，在哈密、达坂城风区规划 2000 兆瓦风电项目，在伊犁河谷开发 60 亿吨煤炭资源、建设 3000 兆瓦火电机组。同时改制重组和新建一批水电、火电、水泥和民爆项目，并积极向周边国家市场延

		伸。 自治区政府将积极支持中国葛洲坝集团公司在新疆进行电力、水利、矿产资源、房地产等项目的投资开发 拓展建筑工程承包、民用爆破器材生产及爆破作业、水泥生产、金属结构制造安装等业务市场。支持中国葛洲坝集团公司对上述领域新疆有关企业进行并购重组和资源整合。支持集团公司积极参与自治区重点河流重大控制性水利枢纽和跨流域调水，生态环保，公路干线建设，铁路新线建设和干线改造，枢纽机场和干线机场新、改、扩、迁建，石油天然气管道建设，送变电，开发风电项目、通信等各类工程建设。
2007 年 11 月	公司公告成立三家新疆合资公司	新疆葛洲坝工程建设有限公司由葛洲坝与新疆水利水电建设工程局发起成立，注册资本 1.5 亿元，葛洲坝持股 80%。新疆葛洲坝投资开发有限公司由葛洲坝与北京润古投资有限公司共同组建，注册资本 1000 万元，葛洲坝持股 51%，经营范围为矿业资源开发等。新疆克孜河流域水利水电开发有限公司由葛洲坝与新疆水利厅喀什噶尔河流域管理处共同发起设立，注册资本 1000 万元，葛洲坝持股 90%。
2008 年 8 月	葛洲坝新疆工程局成立	原新疆水利水电建设工程局是新疆规模最大、实力最强的水利水电施工企业，具有水利水电建筑总承包一级资质。2008 年 7 月，葛洲坝集团在乌鲁木齐签署了重组新工局的框架协议。新的葛洲坝新疆工程局由葛洲坝集团股份公司、新疆自治区国资委、新公司管理层及技术骨干三方共同持股，其中集团股份公司持股 80%，此举标志着葛洲坝集团新疆战略正式步入实施阶段。
2009 年 9 月	公司领导听取在疆单位汇报	新疆投资公司要在严格做好当前投资项目资金、技术等管理的同时，全力谋求煤炭、金属等矿产资源开发。杨继学指出，葛洲坝人在新疆正在进行水电、煤炭、矿产、房地产等开发，集团各驻疆企业必须更加勤奋工作，探索出一条适合葛洲坝实际的多元化发展道路。
2009 年 11 月	集团新疆总部落户乌鲁木齐	集团股份公司新疆总部投资项目签约仪式在乌鲁木齐经济技术开发区举行。目前公司在新疆水电、风电、煤电、疆煤东运以及民用爆破器材生产等领域进展顺利。驻疆办主任由公司总经理助理周力争担任，他指出葛洲坝新疆工程局是集团公司实施新疆战略最主要实施者，集团公司新疆总部办公大楼建成后，葛洲坝新疆工程局等在新疆投资的子分公司及后续新公司将全部入驻新疆总部基地。

数据来源：公司网站公告，东方证券研究所

关于公司在新疆的资源开发，我们从有关公司的公开信息中可以得到一些相关痕迹：

表 2：葛洲坝在疆资源开发的相关信息

公司在和新疆维吾尔自治区签订的战略合作框架协议中，计划十一五期间在新疆投资 200 亿元，其中包括在伊犁河谷开发 60 亿吨煤炭资源。伊犁地区的煤炭远景储量达到 6000 亿吨，自治区目前正投资 1.73 亿元在进行伊犁河谷煤炭资源勘察。根据伊犁新闻网、新疆能源网的报道，首钢、葛洲坝、永煤、潞安等一批央企已经入驻伊犁。
2009 年 5 月 7 日，根据中国煤炭地质总局信息中心发布的内容，信息中心所属中煤涿州地质技术咨询开发中心与葛洲坝新疆投资开发有限责任公司签订新疆哈密市沙尔湖煤田东部二勘查区勘查工程委托监理合同，该项目施工区位于吐哈煤田，勘探区面积 162.3km²，地震物理点 6848 个，钻孔 28 个。

2009年7月30日，葛洲坝新疆投资公司刊登招聘公告，因工作需要面向社会公开招聘煤田地质勘探技术和采矿工程2名专业技术人员。

2009年9月2日，乌洽会哈密地区代表团举行项目签约仪式，据哈密地委副书记、常务副专员张文全介绍，此次签约项目主要围绕国家亿吨级煤炭生产基地建设及能源、煤电、风电等优势资源勘探开发。参与哈密亿吨级煤炭勘探开发的大企业、大集团有11家，安排签约项目11个，项目一期工程计划投资总额226.8亿元。其中有国电集团、国投公司、华电集团、中电投集团、华能集团、中煤能源、平煤神马集团、葛洲坝集团、重庆能源集团等9家企业为全国500强企业。

2009年9月的公司高层对在新疆企业的讲话中、以及11月集团新疆总部落户时的讲话中，都提到葛洲坝目前在新疆正在进行煤炭的开发。

数据来源：相关机构和媒体网页，东方证券研究所

从已经确认的公开信息中可以提取以下一些事实：

1. 开发煤炭资源属于公司新疆战略中的重要环节；预计葛洲坝新疆投资开发有限公司（上市公司下属子公司）将会是煤炭开采业务的主体。合资方润古投资是专业的大型行业投资机构，对能源、矿产等行业有深入了解；
2. 煤炭勘探业务可能在2009年下半年已经进入实施阶段；
3. 公司目前可能正在哈密市沙尔湖煤田东部进行资源勘探，面积预计达162.3平方公里。（沙尔湖煤田位于鄯善县城东南95公里处，区域总面积1400平方公里，其中鄯善区域面积近1000平方公里，占沙尔湖区域面积的71%左右。自治区国土资源厅规划勘探面积1097.56平方公里。沙尔湖煤田远景储量644亿吨，目前已探明储量132亿吨。新疆将在离内地较近的哈密地区建设大型煤炭基地，计划到2020年，该基地年产煤炭将达到4亿吨，相当于目前山西省一年的原煤产量。）

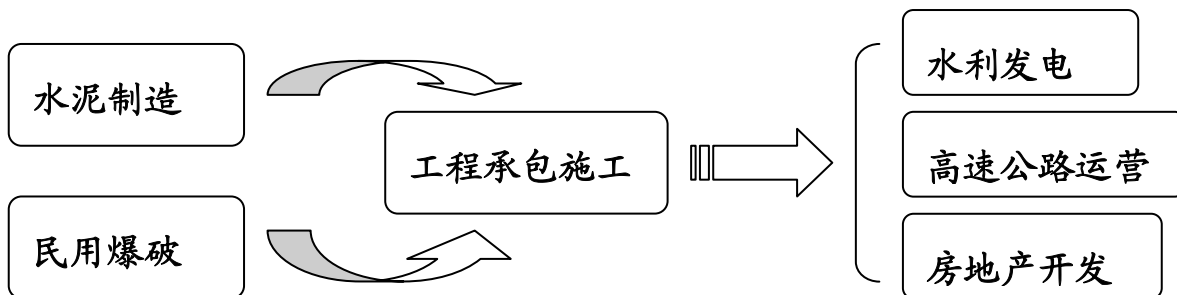
三、公司主营业务基本情况

葛洲坝目前以建筑工程承包施工为核心业务，大力发展了水泥、民用爆破、水力发电、高速公路和房地产等相关产业，构筑了上下游一体化的产业格局。公司08年实现收入194亿元，净利润为8.10亿元。其中80%的收入来自工程施工业务。预计09年-11年公司主营收入来源仍主要来自建筑施工业务。

表1：公司2008年分业务收入列表

项目名称	营业收入(万元)	营业利润(万元)	毛利率 (%)	占主营业务收入比例(%)
工程施工	1556703.3	202756.9	13.02	80.37
水泥	131521.2	24889.8	18.92	6.79
民用爆破	73811.0	23138.9	31.35	3.81
高速公路	27791.4	20357.6	73.25	1.43
水力发电	14051.0	8651.2	61.57	0.73
房地产	30717.0	4086.7	13.30	1.59
其他	26134.7	7285.1	27.88	1.35
合计	1860729.6	291166.2	15.65	96.06

资料来源：公司公告

图 2：公司六大主营业务关系


资料来源：东方证券研究所

四、基建施工业务分析

1、我国水电工程建设的第一品牌

包括水电施工在内的建筑工程承包施工是葛洲坝的核心业务。公司在国内外大江大河承建了包括葛洲坝、三峡、隔河岩、水布垭、二滩、漫湾、大广坝、大朝山、瀑布沟、冶勒、公伯峡、溪洛渡、拉西瓦、景洪、小湾、锦屏、向家坝等水电枢纽在内的水电工程 4000 多项，这些水电工程遍布金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、长江上游、黄河中上游等主要水能资源区，部分项目的主体工程代表了闸坝、重力坝、拱坝、土石坝等各类坝型的顶尖技术。葛洲坝股份公司作为我国水电工程建设的第一品牌，为推动我国水电经济发展作出了重要贡献。

表 2：葛洲坝承接主要施工项目介绍

中国地区		南亚地区
1、·长江三峡水利枢纽工程 2、长江葛洲坝水利枢纽工程 3、丹江口大坝加高工程 4、水布垭水利枢纽工程 ·5、隔河岩水利枢纽工程 6、·高坝洲水电站 ·7、锦屏一级和二级水电站 8、·二滩水电站 ·9、金沙江向家坝水电站 等等		1、巴基斯坦尼鲁姆·杰鲁姆水电站工程 ·2、尼泊尔卡卡比塔库房项目 3、缅甸地震观测台站项目 4、·缅甸耶涯电站设备供货项目 ·5、缅甸密松和其培水电站施工电源电站
东南亚地区	中东地区	非洲地区
1、·柬埔寨塔克姆水塔工程工程项目 2、·柬埔寨金边市城郊供水扩建工程 3、·印度尼西亚阿萨汉一号水电站引水系统工程 4、·老挝国家 2 号公路 ·5、老挝乡村公路 C1 标	1、科威特苏比亚配水工程 2、·伊朗莫拉萨德拉水电站 3/伊朗鲁德巴大坝和水电工程	·1、马里巴马科第三大桥 ·2、尼日利亚蒙贝拉水电工程 3、利比亚房建项目 ·4、埃塞俄比亚阿克泽水电工程 5、埃塞俄比亚夏尔·夏尔罗-赫莫拉道路改建工程

资料来源：公司网站，东方证券研究所

2、国际施工业务爆发式增长

公司近年来国际合同签约增加，合同履约顺利，工程施工收入增长较快，控股子公司中国葛洲坝集团国际工程有限公司 08 年实现营业收入 187,701.33 万元，营业利润 19,927.05 万元，利润总额 20,275.69 万元。2009 年公司承接的国际工程合同额折合人民币达到 152.7 亿元，占 2009 年新签合同总额的 36.24%，国际施工业务正处于飞速发展阶段。

3、新进入铁路基建领域

2008 年 7 月，集团股份公司参与构筑横贯我国东西部的首条高速铁路——沪汉蓉铁路湖北段的建设，这也是公司首次涉足高速铁路市场领域。沪汉蓉铁路湖北段全长 448.1 公里，其中，合肥至武汉铁路湖北段 155 公里，武汉至宜昌段 293.1 公里。该项目资本金总额 158.32 亿元，集团股份公司出资 16 亿元，占资本金总额的 10.11%。

图 3：沪汉蓉高速铁路湖北段示意图



资料来源：公司网站

4、公司新签及在手建筑施工订单饱满

2009 年度公司新签合同额累计人民币 421.36 亿元，与上年同比增长了 37.93%。2009 年度新签合同中：国内工程合同额人民币 268.66 亿元，约占新签合同总额的 63.76%；国际工程合同额折合人民币 152.7 亿元，约占新签合同总额的 36.24%。公司目前在手订单总额在 800 亿左右，订单十分饱满，将足够保证公司未来五年的收入在目前水平之上。预计未来三年基建施工业务收入增长率能保持在 20%以上。

五、水泥业务分析

公司 2008 年先后开工建设当阳、兴山、嘉鱼和宜城 4 个水泥项目，荆门子陵项目顺利投产，当阳和老河口并购的生产线投入正常运行，水泥总产能突破 800 万吨。

2009 年 3 月底兴山 5000T/D 和当阳 2500T/D 水泥熟料线点火投产，水泥总产能达到 1100 万吨，09 年底嘉鱼、宜城、老河口三条 5000T/D 熟料线投产，产能达到 1700 万吨。公司的水泥生产基地主要集中在湖北中部，产能飞速增长。

由于公司的水泥业务与建筑施工业务紧密相连，内部采购量较大，随着公司基建业务的火爆，水泥销售将非常通畅。如年初公司就签订了向公司承建的长江三峡向家坝工程供应水泥的合同，合同金额 3.224 亿元，供货期 09 年 10 月 1 日-13 年 12 月 31 日。

公司在 08 年水泥产量约为 300 多万吨，实现主营业务收入 13.15 亿元，主营业务利润 2.49 亿元，但由于是具有多年历史的国企老厂，人员数量较大导致人员费用较高，几乎没有贡献净利润。09 年公司产量快速增长至 1000 万吨，10 年公司水泥产能已扩充至 1700 万吨，人员分流至各个生产基地，费用率将大幅降低，利润将逐步达到正常水平。

六、民爆业务分析

民爆业务受益于成本的下降比较明显，但该项业务的扩张受公安部门相关法规限制，短期盈利能力虽会出现明显改善，但该业务的扩张受到的限制较多。2008 年底公司炸药凭照能力达到 17.5 万吨，主要位于西南市场，需求旺盛。2008 年公司炸药产量刚过 10 万吨，2009 年随着两条新线的投产及西南市场受益国家基建工程的拉动，同时，在价格上涨、原材料价格低迷的情况下，民爆业务短期的利润贡献较大

公司的民爆发展基本上走兼并收购的路线来发展。公司走收购的道路，主要是因为民爆业务是受到国家严格控制的行业，不单是民爆的生产需要牌照，而且所有的产能都需要经过批准，不能够随意扩产。所以公司干脆选择收购来进行产能扩张。另外，公司有可能会介入到民爆整个产业链，主要是上游的雷管和硝酸铵。

七、高速公路业务分析

集团股份公司在湖北境内投资的襄（樊）荆（州）高速公路长 185 公里，是国家规划建设的双连浩特—广州高速公路的重要组成部分。襄荆高速公路是我国的首个 BOT 项目，已于 2005 年 3 月 26 日全线通车，进入收益期

集团股份公司投资建设的大广北高速公路长 147 公里，是国家规划建设的大庆—广州高速公路的重要组成部分，也是公司投资建设的湖北“五纵”中第二条南北大通道。大广高速公路 2009 年 4 月份已经建成通车，将有两年试运营期，暂不会提供利润贡献。由于大广公路建造成本仅 3210 万元/公里，预计正常运营后未来利润可观。另外集团股份公司已经取得四川内江—遂宁 118 公里高速公路建设经营权，这条高速公路是四川省现在唯一一条南北向的高速公路，南起广西，北到陕西，稀缺性比较高。

公司高速公路向好的趋势十分明显。第一，国网级别的高速公路一定要在该高速全线贯通之后才能够体现出其真正的价值。而公司现在的襄荆高速和大广高速都是半成品，还没有贯通。所以造成了现在的车流量还远远没有体现出未来的流量趋势。未来这两条高速公路将会在 2 年左右的时间全线贯通，届时车流量应该会出现明显的上升。第二，在高速公路运营的初期，财务非常的高。大广

和襄荆基本上都在 2 亿左右一年的财务费用。但是随着每年还本付息，公司未来的财务费用将会逐年降低，公司目前将高速公路产生的财务费用进行了资本化。

总体的高速公路业务是公司对于公司的资产规模有比较重要的意义，类似于定海神针的感觉，只要有了这部分资产，公司的价值就能够有一个比较大的支撑，虽然可能缺乏超预期的弹性，但是该部分资产还是比较优质的，非常的安全。考虑到高速公路还未全线贯通，另外还有初期高额的财务费用，预计公司在未来 2-3 年内，其高速公路业务将会是持续处于闲置状态，无法贡献太多实质的业绩。

表 3：高速公路子公司资产情况（单位：万元）

公司	持股比例	注册资金	总资产	净资产	08 年贡献净利润
湖北大广北高速有限责任公司	100%	80000	388690	123900	0
湖北襄荆高速公路有限责任公司	61.2%	90000	363192	89756	-801
四川内遂高速公路有限责任公司	100%	30000	6355	6000	0

资料来源：公司公告

八、房地产业务分析

集团股份公司目前主要在宜昌、武汉等地开展房地产开发业务，分别由葛洲坝房地产开发公司、海集房地产开发公司等公司经营管理。

集团股份公司房地产业发展迅速，拥有国家一级开发资质，是湖北地区最具实力的房地产开发企业之一。先后在宜昌、武汉、上海等地成功开发一大批房地产项目。公司目前拥有一千多亩房地产土地储备，200 万平方的建筑面积。其中一半是在宜昌，属于中国葛洲坝集团房地产开发有限公司，另外一半在武汉，属于葛洲坝海集房地产有限公司。其中在宜昌的土地是原先国家在建设葛洲坝时候划拨给公司的，所以土地基本没有成本。经过市场咨询，宜昌当地的房地产价格是二线城市里面比较昂贵的，现在开盘的锦绣一期的均价在 3900 元左右，已经基本销售完毕。锦绣二期也即将开始销售，该楼盘的地理位置较一期更好，所以售价会在 4200-4300 左右。预计该 100 万平方的房产能够贡献约 1200 元/平方的利润，实现总计 12 亿左右的利润。

另外一块地产业务在武汉，主要是两个项目，武汉国际广场和马鞍山项目。现在国际广场项目在 50 万平方左右。通过了解其商品房的售价在 10000 元左右，属于武汉比较昂贵的价格。另外的写字楼和商铺现在价格还都没有确定。我们打包预计其实现 3000 元/平方的净利润，预计该项目总计实现 15 亿的利润。

下面是具体的房地产项目构成：

1、葛洲坝集团房地产开发有限公司

葛洲坝集团房地产开发有限公司做为集团房地产主业的中坚力量，公司控股 98.5%。未来葛洲坝集团房地产开发有限公司将充分利用享有的 900 亿元人民币的授信额度，秉承“建设一批、收益一批、储备一批”的开发模式，高品质地开发了宜昌市东湖中心区、景风苑、镇镜花苑、桔园小区、

明珠山庄等多处住宅组团，正在开发的大型楼盘——“锦绣天下”项目总面积达 80 万平方米，是宜昌市目前最大的房地产项目，同时在本地区规划及储备可开发土地达 100 万平方米以上，具备深厚和丰富的开发潜力。

项目介绍：

锦绣天下一期位于宜昌市夷陵大道与东湖二路交汇处。项目位于宜昌市中心区域西陵区，总建筑面积约 16 万平方米，由 6 栋 28 层-32 层的纯板式高层住宅组成，项目配备了一万多平方米的城市公园。自 2007 年 5 月推向市场以来，受到全市人民的热烈追捧，销售价格持续上升，目前住宅销售率已经超过 90%。

锦绣天下二期位于宜昌市葛洲坝东湖一路、樵湖一路、樵湖二路合围地段。项目规划用地面积约 8 万平方米，总建筑面积约 30 万平方米，容积率为 3.31，绿地率为 36.5%，建筑密度为 23%。项目规划由 13 栋 28 层---32 层的精品商住楼组成，其中项目配备有一万多平方米的城市公园。锦绣天下二期项目由“锦绣嘉苑”和“锦绣华庭”两个商品住宅小区组成。其中正开工的“锦绣嘉苑”总建筑面积为 18 万平方米，由 7 栋精品高层住宅组成。二期项目地理位置优越，交通便捷，环境优美，是城市的中心生活区。

锦绣天下三期位于宜昌市夷陵大道与东湖一路交汇处（现葛洲坝宾馆位置），规划中的锦绣天下三期紧邻中央商务区，占地面积约 4 万平方米，总建筑面积约 17 万平方米，含酒店、商务公寓、大型卖场、商业街、高层住宅等多种产品形态。建成后的锦绣天下三期将是西陵区乃至宜昌市的地标建筑和商业“黄金口岸”，它与城市 CBD 融为一体，构成宜昌市的核心商业圈。

锦绣星城位于宜昌市夷陵区，总建筑面积为 23.8 万平方米，规划用地性质为商业，住宅。作为城市西进的重要方向，该区块内无重工业，粉尘和大气污染，空气清新纯净，四季分明，气候宜人，项目周边设施配套齐全，交通便利，随着附属设施的不断完善，该区块将成为宜昌最具发展潜力的区域之一。宜昌正在开发的楼盘基本是位于宜昌市最中心的位置，现在的大约的售价在 3900 元/平方。

2、葛洲坝海集房地产开发有限公司

葛洲坝海集房地产开发有限公司系 2003 年 1 月由葛洲坝股份有限公司和武汉葛洲坝实业公司发起设立，在武汉注册的以房地产开发为主业，集工程设计、建筑施工、工程监理为一体的有限责任公司，属中国葛洲坝集团股份有限公司的全资子公司，注册资金 6 亿元，具有房地产开发一级资质和勘测设计乙级资质。目前正在投资开发的项目有两个，都是位于武汉市中心，总建筑面积约在 96 万平方米。

一是葛洲坝国际广场项目。2007 年 2 月 6 日，公司以 10.5 亿元人民币竞拍获得武汉市江汉区航侧村 A 地块开发权。该项目东临城市规划道路，南临马场角小路，西临青年路，北临郭家墩小学及园丁苑小区，距汉口火车站不足 1 公里，地理位置十分优越，属于武汉市中心位置。该项目总体规划用地面积 14.44 万平米，**总建筑面积 49.07 万平米**。分南北两区，北区以住宅为主，共计 22.6 万平米，另地下室面积 7.1 万平米；南区为综合性公建，总建筑面积 26.465 万平米，其中住

宅 3.23 万平方米，商场 7 万平方米，酒店式公寓 3.24 万平方米，写字综合楼 12.5 万平方米，地下室另计 9.73 万平方米，预计总投资 44 亿元。

葛洲坝国际广场以泛 CBD 的角度切入，补充、支撑、服务于武汉王家墩 CBD（国际化中央商务区），属大型综合性高尚社区，云集高端人群。项目集住宅（纯居家型+公寓型）、写字楼、大型商业、运动休闲会所、小学、幼儿园等教育生活配套于一体。

建筑以高层为主（住宅部分为 30 层左右），25% 以下的建筑密度保障项目整体环境的舒适度。地上总建筑面积 49 万平方米。其中：商业面积占总建筑面积的 20%；写字楼占 30%；住宅占 50%（其中：包括部分配套设施建筑面积）。在青年路与规划马场角路的交叉口另创一栋 69 层的超高层写字楼（目前武汉市最高楼 66 层），此超 5A 级写字楼将引进多家企业总部入驻，沿青年路的裙房布置大型商业，其地下一层将与地铁出入口相连，并设置大规模的停车库，形成新的片区商业服务中心。

图 4：武汉葛洲坝国际广场项目规划图



资料来源：公司网站

图 5：正在建设中的武汉葛洲坝国际广场效果图



资料来源：公司网站

二是葛洲坝世纪花园项目。2007 年 6 月 27 日，公司以 13.60 亿元人民币竞得了武汉东湖开发区马鞍山森林公园 EP(2007)008 号地块的国有土地使用权。该地块位于武汉东湖开发区马鞍山森林公园，珞瑜东路以南，南环铁路以北，森林花园以东，中环线以西。该项目土地总面积 35.71 万平方米，土地净面积 28.88 万平方米，**总建筑面积约 46 万平米**。规划中分 A 区、B1 区、B2 区三个地块，预计总投资 28 亿元。

项目定位为花园洋房结合高层景观住宅的大型住宅社区，集住宅、商铺、幼儿园、会所等多层次服务功能为一体的高档住宅小区。该项目为一次规划分三期（一期为 B1 区、二期为 B2 区、三期为 A 区）开发建设。其中，一期 B1 地块楼盘和二期 B2 地块楼盘已建成、三期 A 地块楼盘施工期为 2008 年 12 月-2010 年 6 月）。

九、水力发电业务分析

公司投资建设的湖北南河过渡湾电站（2.55 万 KW）、重庆大溪河鱼跳水电站（4.8 万 kw）、湖北南河寺坪水电站（6 万 kw）、湖南张家界木龙滩水电站（1.5 万 kw）运行正常，湖北恩施鱼泉

(1.6 万 kw) 水电站、恩施云龙河 (4 万 kw) 水电站于 2009 年建成投产发电。2009 年公司还启动了新疆伊犁州阿克牙孜河流域水电开发项目 (28.1 万 kw)。

十、股权投资收益

公司投资的原始股有望获得丰厚的投资收益。公司持有的长江电力、交通银行和韶能股份等限售股已部分获得流通权。

表 4：公司持有的上市公司股份列表

证券代码	证券简称	初始投资金额 (元)	持有股数 (万股)	占该公司股权比例 (%)	股份来源
600900	长江电力	56,798,647.86	3482	0.37	原始股
000601	韶能股份	67,200,000.00	1814	1.96	原始股
601328	交通银行	2,500,000.00	4410	0.09	原始股
合计		234,705,579.86			

资料来源：公司公告

此外公司还持有联合证券有限公司、国泰君安股份有限公司、宜昌市商业银行、中国光大银行、鹏程经纪保险公司帐面价值合计 5490 万元的原始股权投资，该部分投资未来增值的潜力巨大。

十一、公司业绩预测及投资建议

按照最新股本计算，我们预测公司 2009 年、2010 年和 2011 年的业绩分别为 0.56 元、0.73 元和 0.88 元，考虑公司暂不贡献利润的房地产和金融资产的价值，公司合理价位应在 17 元-18 元，我们维持“买入”的投资评级。公司的新疆业务拓展短期没有大的利润贡献，但有可能成为公司的股价催化剂。

表 6：葛洲坝财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	15404	18836	24052	25459	营业收入	19370	26333	32021	36032
现金	3268	4240	4650	4283	营业成本	16285	21863	26384	29557
应收账款	1352	1929	2419	2661	营业税金及附加	496	697	847	948
其它应收款	1646	2364	3018	3286	营业费用	201	276	336	378
预付账款	2259	3188	4042	4384	管理费用	889	1172	1361	1495
存货	6813	6983	9764	10677	财务费用	706	841	1103	1199
其他	67	133	159	168	资产减值损失	8	7	5	6
非流动资产	16299	23023	25379	27239	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	707	412	455	482	投资净收益	85	110	80	80
固定资产	5130	10922	12683	13446	营业利润	869	1586	2065	2528
无形资产	5017	7167	8429	9937	营业外收入	89	98	99	97
其他	5446	4522	3811	3374	营业外支出	35	45	42	42
资产总计	31703	41860	49431	52698	利润总额	924	1639	2122	2583
流动负债	14766	20423	23365	21831	所得税	78	266	344	426
短期借款	3775	8503	8527	5877	净利润	846	1374	1778	2157
应付账款	2869	3802	4892	5322	少数股东损益	36	66	87	106
其他	8122	8118	9945	10632	归属母公司净利润	811	1308	1691	2051
非流动负债	11455	14133	17345	20464	EBITDA	2302	2882	3827	4479
长期借款	9967	13107	16194	19299	EPS (元)	0.49	0.56	0.73	0.88
其他	1488	1027	1151	1166					
负债合计	26222	34556	40709	42295	主要财务比率				
少数股东权益	924	990	1077	1183	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1665	2325	2325	2325	成长能力				
资本公积	923	923	923	923	营业收入	61.3%	35.9%	21.6%	12.5%
留存收益	1979	3070	4403	5978	营业利润	28.5%	82.4%	30.2%	22.4%
归属母公司股东权益	4557	6313	7645	9220	归属于母公司净利润	34.1%	61.3%	29.3%	21.3%
负债和股东权益	31703	41860	49431	52698	获利能力				
现金流量表					毛利率	15.9%	17.0%	17.6%	18.0%
单位:百万元					净利率	4.2%	4.2%	5.0%	5.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	17.8%	20.7%	22.1%	22.2%
经营活动现金流	866	1374	1609	3328	偿债能力				
净利润	846	1374	1778	2157	资产负债率	82.7%	82.6%	82.4%	80.3%
折旧摊销	726	454	659	753	净负债比率	55.11%	63.88%	61.97%	60.77%
财务费用	706	841	1103	1199	流动比率	1.04	0.92	1.03	1.17
投资损失	-85	-110	-80	-80	速动比率	0.58	0.58	0.61	0.68
营运资金变动	-1277	-1440	-2038	-705	营运能力				
其它	-51	255	187	4	总资产周转率	0.67	0.72	0.70	0.71
投资活动现金流	-3738	-7119	-2977	-2537	应收账款周转率	15	15	14	14
资本支出	3210	6299	1300	1000	应付账款周转率	6.20	6.55	6.07	5.79
长期投资	-651	265	146	-117	每股指标 (元)				
其他	-1178	-555	-1531	-1654	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.56	0.73	0.88
筹资活动现金流	3870	6717	1778	-1158	每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.59	0.69	1.43
短期借款	-4	4727	24	-2650	每股净资产(最新摊薄)	1.96	2.72	3.29	3.97
长期借款	2983	3140	3087	3105	估值比率				
普通股增加	0	660	0	0	P/E	25.57	22.13	17.12	14.11
资本公积增加	-1477	0	0	0	P/B	4.55	4.59	3.79	3.14
其他	2367	-1809	-1333	-1613	EV/EBITDA	17	13	10	8
现金净增加额	938	972	410	-367					

资料来源：东方证券研究所预测

分析师承诺

罗果 建筑建材行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn