



上市公司调研深度研究报告

建筑工程

## 业绩题材兼备

## 较好建筑央企投资标的

**公司概况与主营业务：**公司的控股股东是葛洲坝集团，是一家以水利水电工程起家的建筑央企，公司多年来坚持“以建筑工程施工、基础产业投资运营和房地产开发经营等三大主业，按照产业链一体化延伸、业务多元化与国际化方向拓展”的发展战略，已形成了工程施工、水泥、民用爆破、高速公路、房地产、水力发电、金融投资等行业多元化布局；

建筑板块——大建安成效显著（从单一水电龙头发展为综合建筑央企；09年-10年新签订单快速增长）；民爆业务剑指全国第一，盈利能力突出；地产业务上宜昌锦绣天下二期土地楼面价仅257元，武汉国际广场仅2410元，2011年为结算高峰；水泥业务2010年跻身全国前十；国际和新疆市场成为驱动新引擎；

**公司是建筑央企中较好的投资标的：**与其它建筑央企比较，公司盈利能力更强；公司产业链布局完整，相关产业成就细分市场领军企业或区域龙头；两家水电央企国际化领先；并购重组预期强烈，业绩的提升空间更大；公司中长期增长前景相对看好；

### 盈利预测与投资评级：

预计公司09-11年EPS分别为0.60元、0.77元和0.93元，未来三年的复合增长率为26.7%。采用FCFF、APV和EVA分别估值的结果为16.37元、17.74元和19.32元。而从相对估值（2010年业绩x20倍PE，再加上不盈利板块x1倍PB），合理价值约17.5元。综合以上绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司的合理价值在18元（对应2010年23倍PE）。

**公司的投资亮点：**1、业绩快速增长，估值低；2、短期内股价有多重催化剂：（1）新疆资源矿产市场（预计是煤炭）取得突破；（2）优质资产注入预期；（3）09年年报高送转；（4）新疆区域振兴政策即将出台带来的主题投资机会；（5）参股金融（金融股权处置将贡献巨额投资收益）；我们继续维持公司的“增持”，6个月目标价18元，对应于2010年23和2011年19倍PE。

### 预测和比率

|          | 2009A  | 2010F  | 2011F  | 2012F  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万） | 26,370 | 36,342 | 44,599 | 52,894 |
| 主营收入增长率  | 36.1%  | 37.8%  | 22.7%  | 18.6%  |
| 净利润（百万）  | 1,279  | 1,792  | 2,159  | 2,601  |
| 净利润增长率   | 57.7%  | 40.1%  | 20.5%  | 20.4%  |
| EPS（元）   | 0.595  | 0.771  | 0.929  | 1.119  |
| P/E      | 21.80  | 16.82  | 13.96  | 11.59  |

## 葛洲坝（600068）

维持

增持

田东红

tia donghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

当前股价：12.97元

目标价格6个月：18元

调研日期：2010年03月10日

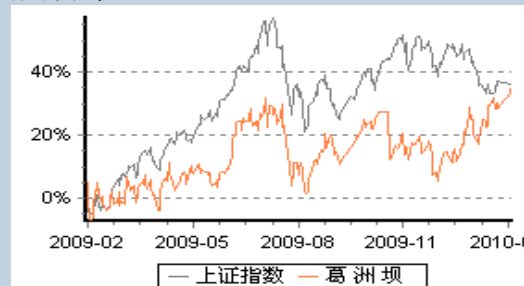
发布日期：2010年03月24日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现（%）

|              | 1个月       | 3个月       | 12个月     |
|--------------|-----------|-----------|----------|
|              | 14.3/16.6 | 21.5/29.6 | 39.9/2.9 |
| 12月最高/最低价（元） |           |           | 14.10/0  |
| 总股本（万股）      |           |           | 232,497  |
| 流通A股（万股）     |           |           | 140,535  |
| 总市值（亿元）      |           |           | 326      |
| 流通市值（亿元）     |           |           | 197      |
| 近3月日均成交量（万）  |           |           | 3,312    |
| 主要股东         |           |           |          |
| 中国葛洲坝集团公司    |           |           | 40.54%   |

### 股价表现





## 目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 调研目的 .....                                       | 1  |
| 公司概况 .....                                       | 1  |
| 国际和新疆市场成为驱动新引擎 .....                             | 6  |
| 公司与其他 A 股建筑央企的比较 .....                           | 7  |
| 盈利预测 .....                                       | 10 |
| 估值 .....                                         | 11 |
| 投资评价和建议 .....                                    | 12 |
| 风险分析 .....                                       | 13 |
| 附 1：2010 年中央一号文件中“重点推进水利建设”、“推进城镇化发展”方面的内容 ..... | 13 |
| 报表预测 .....                                       | 15 |
| 附:.....                                          | 16 |



## 调研目的

- 1、在 2010 年房地产调控政策下，公司武汉和宜昌地产项目销售情况和未来销售计划是本次调研的重点；
- 2、新疆区域振兴政策即将出台，市场比较关心公司在新疆区域市场的开拓情况和发展战略；
- 3、了解 09 年湖北水泥市场落后产能的淘汰情况，以及公司对 2010 年该区域水泥市场的观点；
- 4、此外，经过本次调研，我们认真梳理了公司主要业务板块经营情况，并对公司与其它主要建筑央企的发展优势进行了总结。

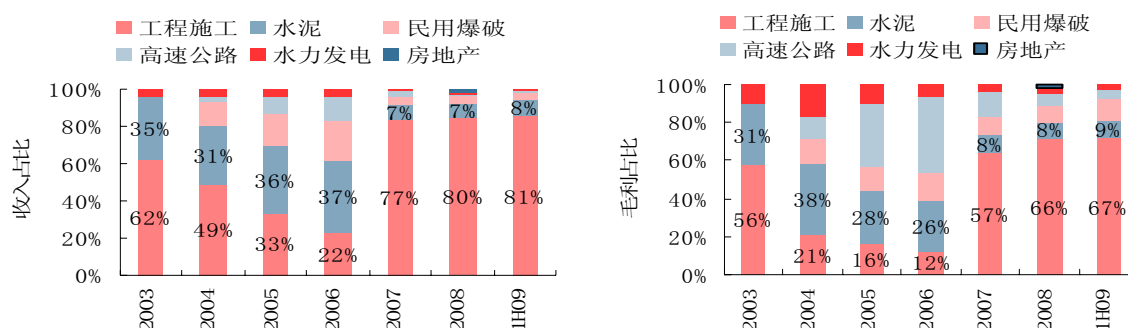
## 公司概况

公司的控股股东是葛洲坝集团，并在 2007 年 9 月实现了集团的主业资产整体上市，集团前身为专门修建长江三峡工程而在 1970 年成立的 330 工程指挥部，是一家以水利水电工程起家的建筑央企，其承担的典型项目包括中国三峡工程（工程量超过 65%）、水布垭（世界最高面板堆石坝）、锦屏一级大坝（世界最高双曲拱坝）、龙滩大坝（世界最高碾压混凝土大坝）、葛洲坝、二滩等一系列世界顶尖级工程。在资质方面，公司拥有水利水电工程行业最高资质——施工总承包特级资质，并拥有水利水电工程、市政工程、公路工程、港口与航道工程、房屋建筑工程等专业总承包壹级资质 8 个，专业承包资质 42 个，房地产开发一级资质 2 个。

## 公司主营业务情况

公司多年来坚持“以建筑工程施工、基础产业投资运营和房地产开发经营等三大主业，按照产业链一体化延伸、业务多元化与国际化方向拓展”的发展战略，已形成了工程施工、水泥、民用爆破、高速公路、房地产、水力发电、金融投资等行业多元化布局（图 1）；其中，施工业务仍是公司的核心业务，08 年和 1H09 对公司收入和毛利贡献在 80% 和 67% 左右。近两年水泥和民爆业务也发展迅速，1H09 收入增速分别为 107% 和 45%，毛利贡献也都在 10% 左右。

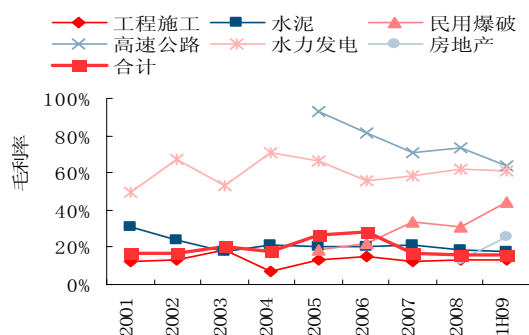
图 1：公司近年来分板块收入（左图）、毛利（右图）结构



资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

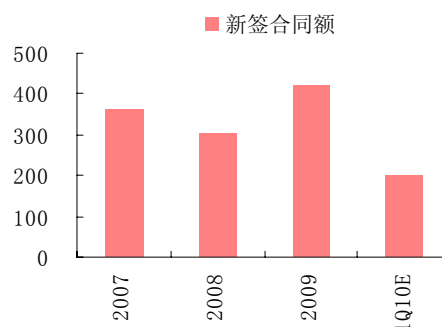


图 2：公司分板块毛利率



资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

图 3：近年来公司新签合同额



## 建筑板块——大建安成效显著

**水利水电工程市场公司具有较强的品牌优势：**在水利水电业务上，集团公司与中国水利水电建设两家央企是该领域的龙头企业，其中中国水利水电是行业绝对龙头，承担了国内 65% 以上的大中型水电站和水利枢纽工程建设任务。葛洲坝集团承揽了建国以来国内水电装机总容量四分之一左右的份额，并承担了三峡工程总工程量的 65%，树立了良好的品牌形象。

**大建安成效显著：**公司立足于稳固传统优势市场的水利水电工程领域的基础上，依托非水电领域总计 21 个施工总承包资质优势，积极推行大建安战略，在铁路工程、路桥工程、市政工程等非水电板块发展迅速，2009 年公司新签合同额中水电工程占比 46%，已从一家单一的水利水电施工企业转型为综合类施工企业。

**公司成功切入铁建市场，将分享铁建盛宴：**公司在 08 年以现金 16 亿元投资沪汉蓉铁路湖北段，并在当年 9 月联合中铁四局承建汉宜高速铁路工程 HYZQ-6 标，其中公司合同金额 13.35 亿元，在响应国家拓宽铁路建设融资渠道的同时规避铁路工程资质短板，成功切入铁路工程市场并借此获取铁路工程资质，09 年 9 月公司又单独承接了总金额 22.82 亿元的汉口至孝感城际铁路项目。

**09 年-10 年新签订单快速增长：**公司 09 年新签订单 421.36 亿元，同比大幅增长 38.8%（图 3；若考虑到部分订单推迟因素，实际增速将更为可观），在手订单达千亿元，为 09 年工程板块收入的近 5 倍，至少未来 3 年的快速增长有坚实保障。截至 2010 年 3 月 9 日，公司已公告的新签合同额约 105 亿元，预计 1Q10 新签订单近 200 亿元，总体是淡季不淡。

## 民爆业务——剑指全国第一，盈利能力突出

公司民爆业务主体为重庆易普力公司，其前身为葛洲坝三峡工程爆破公司，是利用建设三峡工程这一契机，引进国际先进水平的现场混装乳化炸药爆破技术而成长壮大的专业化公司，其实施的三峡工程三期碾压混凝土围堰爆破拆除项目的爆破规模、总装药量、水下爆破难度均为世界之最。该公司拥有爆破与拆除工程专业承包壹级主项资质（最高资质）、土石方工程专业承包壹级增项资质，服务领域涵盖大型矿山开采、大型水利、核电电力工程和国家重点基础建设工程等。

**大举外延发展，成就行业第二。**易普力公司依托实力雄厚的集团股份公司支持、产销与爆破施工一体化优势和集团工程稳定的市场需求优势，积极进行对外并购和资源整合，2006-2007 年成功收购重组重庆宣利化工、湖北昌泰化工、湖南石门二化及攀钢集团民爆生产资源，迅速成长为行业龙头之一，目前炸药产能达到 17.5 万



吨/年，仅次于云南民爆集团而位居全国第二位。该板块收入也持续了快速增长势头，截至 2008 年的近 4 年的复合增长率高达 31%。09 年上半年，民爆板块对公司收入贡献 3.6%，而毛利贡献为 10.3%，成为业绩贡献第二大板块。

**民爆业务盈利能力较强。**民用爆破业务因生产、运输危险性高，是国家重点管制的行业，行业进入门槛较高，产品价格由国家统一规定，销售区域性特征明显，行业毛利率一般较高而且较为稳定。近年来随着公司的技术创新和规模效应，以及国家对炸药的多次提价（2008 年 8 月因上游硝酸涨价而大幅提价 30%），公司民爆业务毛利率整体稳步走高，由 2005 年的 18.8%大幅提升至 09 年上半年的 43.8%，盈利能力较强。

**公司民爆业务发展前景看好：**（1）从民爆行业下游需求来看，包括水利水电工程、路桥工程等的主要下游行业，在 4 万亿投资、十大重点水利工程规划、节能减排政策下水电仍有较大发展空间等推动下，仍将有一个较长的稳定增长期；（2）公司饱满的工程施工订单足以支撑未来 3-4 年施工板块收入的快速增长，为公司的民爆产品提供了一块稳定增长的市场；此外，公司规划在 09 或 10 年发展成为国内民爆行业第一对外并购仍是主要途径。但考虑到民爆行业目前普遍较好的盈利水平，预计公司将推迟民爆板块的对外并购，但对外并购加速该板块发展的战略不会改变；（3）尽管上游的硝酸铵等主要原材料价格存在一定的上行压力，但考虑到民爆行业供给趋紧、相对下游较强的议价能力，民爆业务毛利率仍将维持高位，2010 年毛利率可能只是小幅下降。

表 1：公司房地产项目情况

| 项目名称        | 地址                    | 总投资<br>(亿元) | 占地面<br>积(万<br>平) | 建筑面<br>积(万<br>平) | 土地<br>总价<br>(元<br>/平) | 土地成<br>本(元/<br>建面平<br>米) | 截至<br>09 年<br>已售面<br>积(万<br>平) | 销售价格                                     | 建筑类<br>型           | 备注                                                                                                        |
|-------------|-----------------------|-------------|------------------|------------------|-----------------------|--------------------------|--------------------------------|------------------------------------------|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 葛洲坝世纪<br>公园 | 武汉东湖马鞍山森林公园           | 30          | 35.71            | 45.6             | 13.6                  | 2982                     | 8-9                            | 一期前 15 栋均价 5200 元，即将开盘的后 8 栋预计均价 5600 元； | 酒店式公寓、办公楼、住宅、商业广场  | 一期 6 栋纯板式 23-32 层高层住宅，2010 年 4 月交房；二期下半年开盘，2011 年交房；三期别墅；规划中的地铁距项目 800 米左右；                               |
| 锦绣天下        | 宜昌市中心城区               | 17.29       | 20               | 70               | -                     | 257（二期）                  | 7-8                            | 二期均价约 4500 元；                            | 花园洋房；高层住宅          | 宜昌最大住宅小区                                                                                                  |
| 武汉国际广场      | 武汉江汉区航测村王家墩 CBD 一级辐射区 | 36          | 10.22            | 49.07            | 10.5                  | 2140                     | 未开盘                            | 住宅预计均价 12000 以上；1H10 年开盘；                | 写字楼、超高层住宅、酒店与商业中心等 | 由 1 栋 69 层五星级写字楼、7 栋 42 层总建面 3.6 万平米的超高层住宅、1 栋 40 层建面 4 万平米的公寓式酒店和 6 栋 27~32 层高层建筑、商业中心。其中五星级写字楼将成为武汉新地标； |

资料来源：公司公告；公司与葛洲坝房地产公司网站；中信建投证券研发部

## 地产业务——2011 年业绩释放

在国资委 3 月 17 日公告的圈定可发展房地产为主业的 16 家房地产央企中就包括葛洲坝集团，而集团相关





的房地产业务主体在上市公司。公司房地产市场的开拓集中在具有区域优势的宜昌和武汉等二线城市，这两个城市也是公司总部所在地。目前在手项目包括宜昌锦绣天下、武汉马鞍山森林公园葛洲坝世纪花园项目和武汉国际广场等三个项目（上表 1）。其中**宜昌锦绣天下项目和武汉国际广场项目土地成本较低**：前一个项目的土地原本是集团用地改变用途而招牌挂取得，锦绣天下二期楼面成本仅 257 元/平；武汉国际广场的土地取得是以投资建设地标项目（规划中的五星级写字楼是规划当时的华中第一高楼）的模式推动招牌挂取得，**综合楼面土地成本仅 2140 元/平**。

**09 年至今地产项目进展**：09 年宜昌和武汉两地房地产量价齐升，公司投入市场的世纪公园和锦绣天下等两个项目也是销售火热：（1）武汉马鞍山葛洲坝世纪花园项目一期的 15 栋 09 年 9 月开始预售，09 年预售预计约 8-9 万平米，销售均价在 5200 元左右，另外 8 栋即将在 2010 年 4-5 月预售，预计均价为 5600 左右，一期全部 23 栋楼总计约 16 万平；二期将在今年下半年开始预售；（2）宜昌锦绣天下项目二期 09 年 6 月开盘 375 套，10 月再开盘 272 套，10 年 1 月再开盘 122 户，目前这 1-3 号楼已售房源约 95%，4 号楼即将在 5 月初左右预售，1-4 号楼预计在 2011 年下半年交房，5-7 号楼预售时间待定；（3）另外，总建面 26.5 万平的武汉葛洲坝国际广场项目 08 年底完成设计，09 年开始建设，其中住宅项目将先行投放市场，预计 2010 年 4—5 月左右即将开盘。

**2011 年将是业绩大幅释放期**：葛洲坝世纪公园项目一期（16 万平）预计将在今年 4 月底交房，确认收入和业绩贡献也在 2010 年，但这个项目因土地成本（2982 的楼面价）较高，盈利能力一般。但该项目背靠森林公园、规划中的地铁开建和配套设施完善后，二期项目价格将有上行空间，预计在 2011 年年底交房和确认收入。而宜昌的锦绣天下二期和武汉国际广场住宅一期项目土地成本非常低，预计毛利率至少在 50% 以上，预计在 1H2011 交房和大幅贡献业绩。

## 水泥业务——2010 年跻身全国前十

**水泥产能跻身全国前十**：水泥业务长期以来一直是公司的第二大业务板块，公司传统优势在特种水泥领域，目前基本上都是普通水泥，主要市场集中于湖北省，通过自己投资和对外收购（08 年收购原光化水泥公司 100 万吨产能并在此基础上改造兴建日产 4800 万吨新型干法生产线）并举发展进行湖北省内全面涵盖的网络布点。2009 年公司兴山（2500TPD 熟料）、当阳（5000TPD 熟料）、宜城（4800TPD 熟料）、嘉鱼（4800TPD 熟料）和老河口（4800TPD 熟料）新线等五条生产线正式投产，到 09 年年底水泥产能扩张至 1850 万吨，相比 2008 年底的 800 万吨的总产能大幅提升了 150%，产能首次跻身全国水泥行业前十。

**09 年湖北淘汰落后产能力度大**：公司水泥生产基地全部位于湖北省内。2009 年湖北新型干法水泥熟料产能新增 2100 万吨（数字水泥网为 1860 万吨），淘汰落后产能约 1200 万吨（湖北经济和信息化委员会统计数据），而工信部下发的任务为 1290 万吨，湖北基本完成任务，淘汰落后产能的力度还是比较大的。2009 年底湖北新型干法水泥熟料产能 5200 万吨，新型干法水泥产能达到 7000 万吨以上，比重达到了 85%，同比大幅提高 20% 以上。2010 年湖北将有约 1400 万吨的新建产能投产，占 09 年湖北水泥总产能的 20% 以上；

**谨慎看好 2010 年湖北水泥市场**：（1）从下游需求来看，09 年湖北固定资产投资同比增速高达 39.5%（图 4），其推手在于 09 年湖北推出的“两圈一带”的区域振兴发展战略，预计 2010 年湖北固定资产投资增速仍将维持高位，水泥需求增速看好（图 5，2010 年 1—2 月湖北水泥价格走势平稳）；（2）2010 年淘汰落后产能力度可能超市场预期，推手在于“建材下乡”政策结合国家节能减排力度加大。

**预计 2010 年公司水泥业务盈利大幅增加**：公司水泥业务在 2009 年之前盈利能力较差，主要原因是生产设备与工艺落后、冗员较多，2009 年年底公司水泥产能大幅扩张到 1850 万吨，原有落后生产线的技改和新型干



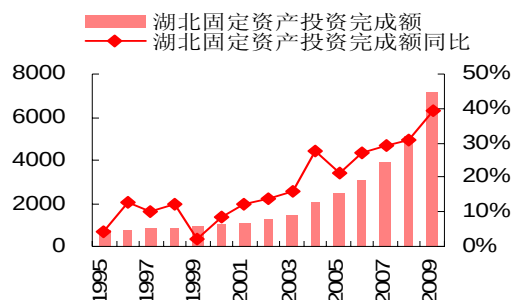
法生产线的单线产能提升、分摊闲置人员，预计 2010 年生产成本将出现明显下降。在 2010 年湖北水泥市场不出现大幅下降的预测假设下，预计 2010 年公司水泥板块利润贡献在 1 亿元以上（2009 年华新水泥的吨利润贡献近 20 元，我们对公司水泥板块利润贡献的预测趋于谨慎）。

表 2：公司水泥产能情况

| 生产基地       | 股比     | 概算总投资 | 产能 (T/D) | 年产能  | 投产日期    |
|------------|--------|-------|----------|------|---------|
| 老河口        | 99%    | 6.95  | 4800     | 300  | 2009-12 |
| 汉川粉磨站      | 52%    | 1.2   | —        | 100  | 2009-11 |
| 潜江粉磨站      | 98.30% | 9     | —        | 100  | 2009-11 |
| 嘉鱼（熟料）     | 97%    | 7.3   | 4800     | 200  | 2009-09 |
| 当阳（熟料）     | 55%    | —     | 5000     | 250  | 2009-03 |
| 兴山（熟料）     | 70%    | —     | 2500     | 100  | 2009-03 |
| 宜城（熟料）     | 97%    | 6     | 4800     | 200  | 2009-9  |
| 葛洲坝荆门子陵项目  | 96.6%  | —     | —        | 200  | —       |
| 葛洲坝水泥厂（荆门） | 96.6%  | —     | —        | 400  | —       |
| 合计         |        |       |          | 1850 |         |

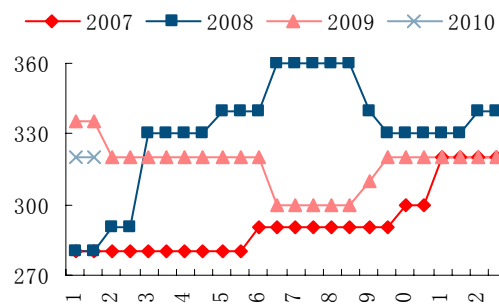
资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

图 4：2009 年湖北固定资产投资同比增速高达 40%



资料来源：数字水泥网；中信建投证券研发部

图 5：2010 年 1-2 月湖北水泥价格走势平稳



## 投资业务——与主业良性互动

公司围绕建筑核心业务上，发挥资本平台优势，大举进行投资业务，围绕建筑主业的投资涵盖水电站、高速公路、高速铁路等进行投资，以**投资推动获取稳定运营项目现金流或投资回报、推动承揽相关或其他基建项目，实现投资与主业的良性互动**。公司旗下投资领域包括：（1）水电站——已投产水电站共 6 座、装机容量 20.45 万千瓦，在建项目为装机容量 11 万千瓦的新疆伊犁斯木塔斯水电站，另外，公司将择机启动新疆伊犁州阿克牙孜河流域水电开发项目（28.1 万 kw）和喀什地区其他水电项目（在获取水电站稳定的投资收益的同时，推动**承揽水电站建设和输变电传输线路建设及其他基建工程**）；（2）高速公路——湖北襄（樊）荆（州）、大广北和四川内遂高速公路（**推动获取成安渝高速公路四川段第 I 标段工程等基建项目**）共 3 条总长 350 公里的高速公路 BOT 项目；（3）高速铁路——16 亿元投资参股沪汉蓉铁路湖北段，**推动承揽汉宜高速铁路工程 HYZQ-6 标和汉口至孝感城际铁路项目，总金额 36.17 亿，成功获取铁建资质和切入相对封闭的铁建市场**。不过，公司投资的水电站、高速公路项目盈利情况较差，一方面固然是运营项目初期盈利普遍较差，另一方面也与运营项目管理水平有待提分不开。



表 3：公司旗下水力发电资产

| 序号 | 名称          | 股比   | 装机容量（万千瓦） | 年均发电能力（亿度） | 投产时间    | 总投资(亿元) |
|----|-------------|------|-----------|------------|---------|---------|
| 1  | 湖北南河过渡湾电站   | 51%  | 2.55      | 0.78       | 1999    | 1.20    |
| 2  | 重庆大溪河鱼跳水电站  | 80%  | 4.8       | 2.11       | 2001-06 | 3.98    |
| 3  | 湖南张家界木龙滩水电站 | 70%  | 1.5       | 0.65       | 2003-11 | 1.63    |
| 4  | 湖北襄樊南河寺坪水电站 | 60%  | 6         | 1.79       | 2006-06 | 7.32    |
| 5  | 湖北恩施云龙河水电站  | 70%  | 4         | 1.30       | 2009-6  | 2.91    |
| 6  | 湖北恩施鱼泉水电站   | 100% | 1.6       | 0.45       | 2009    | 1.29    |
| 7  | 新疆伊犁斯木塔斯水电站 | 95%  | 11        | 3.17       | 2012-7  | 8.38    |
|    |             | -    | 31.45     | 10.24      | -       | 26.72   |

资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

表 4：公司旗下高速公路资产

| 高速公路         | 股比     | 长度（公里） | 投资估算（亿） | 资本金（亿） | 银行贷款（亿） | 运营期限       | 财务收益率  | 投入运营时间    |
|--------------|--------|--------|---------|--------|---------|------------|--------|-----------|
| 四川内江至遂宁高速公路  | 90%    | 118    | 55.68   | 35%    | 65%     | 30 年       | 8.97%  | 2010 年    |
| 湖北大广北高速公路    | 85%    | 147    | 47.25   | 35%    | 65%     | 30 年       | 8.13%  | 2009-4-16 |
| 襄（樊）荆（州）高速公路 | 61.20% | 185    | 55.08   | 35.40% | 64.60%  | 35 年（含建设期） | 12.19% | 2005-3-26 |

资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

## 国际和新疆市场成为驱动新引擎

### 2010 年国际工程市场复苏

（1）中国对外承包工程业务市场看好：2009 年中国对外承包市场新签合同额同比增长 20.2%，仍是稳定增长格局（图 6），但 2H09 出现了负增长，源于危机的滞后影响。我们预计 2010 年国际经济复苏/能源价格回升、中国加大对亚非拉出口下项目换资源带动设备出口的模式会更多使用等多重因素将推动中国对外承包新签合同额回归 20-30% 的正常增速；

（2）公司境外业务盈利能力较强，高于国内工程业务毛利率 2-3 个百分点：目前建筑央企国际工程市场毛利率普遍高于国内 2-3 个百分点。2008 年公司国际工程业务市场毛利率 17.17%（国际市场全部为工程业务），比国内工程毛利率高出 2.62 个百分点（计算方法为工程板块剔除国际业务即为国内工程业务业绩），符合行业基本情况，境外工程业务盈利能力比较强。

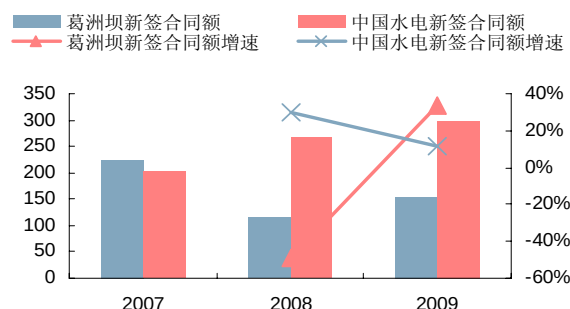
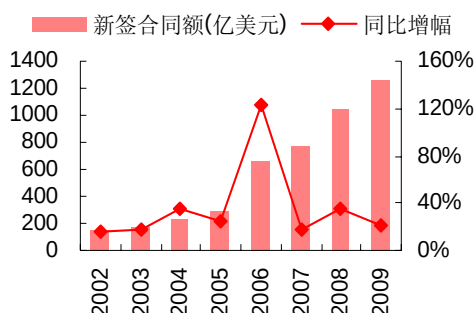
（3）葛洲坝 09 年国际市场新签合同额大幅增长，后续增长看好：公司是进入国际市场较晚的央企，2006 年才成立国际工程公司负责国际市场开拓，之后开始海外网络布点，近年来国际市场新签合同额总体是稳步增加（图 7；07 年新签合同额中剔除掉延期的总金额 108 亿的尼日利亚蒙贝拉水电站项目后实际签署合同额为 116.4





亿元)，公司 09 年国际市场新签合同额 152.7 亿元，同比增长 33.7%，这一增幅领先于中国水电和及全行业平均增速。公司在海外承揽了巴基斯坦尼鲁姆·杰鲁姆水电站（合同总价 120 亿，为中国企业在海外的最大水电工程项目）、埃塞 GENALE（GD-3）MULTIPURPOSE 水电站项目（合同总金额 4.5 亿美元）等特大型项目，再加上作为三峡工程的施工主体，公司具有较好的品牌优势。预计随着海外基建市场的复苏，完善网络布点、具有品牌优势的葛洲坝国际市场新签合同额增长看好。

图 6：2009 年中国对外承包工程业务新签合同额稳定增长 图 7：09 年葛洲坝国际市场新签合同额大幅增长



资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

## 新疆市场即将迎来收获

公司从 2007 年开始谋划新疆市场，布局早，业务触角广：（1）与新疆水利水电建设工程局合作成立了新疆葛洲坝工程建设公司，公司股比 80%，主要承建建筑施工业务；（2）与北京润古投资公司合作成立新疆葛洲坝投资开发公司，公司股比 51%，开拓新疆能源、矿产市场；（3）与新疆水利厅喀什噶尔河流域管理处合作成立新疆克孜河流域水利水电开发公司，公司股比 90%，开发经营克孜河流域水电项目；从中可以看出公司在新疆市场的开拓模式是以合作方式快速切入市场，并以投资推动施工业务承接，和延伸产业链，其业务触角分布于基建市场、水电投资和矿产资源等多个领域。

新疆区域振兴规划即将出台，公司实质受益：多名政府高层公开透露新疆区域振兴规划将在今年 5 月中央新疆工作座谈会结束后出台，并表示“鼓励大企业参与煤炭整合（加大优质资源转换和大集团战略，将加大煤电联动和电网升级投资）、未来三年固定资产投资将巨幅上升”，公司将获得实质受益：一方面，公司在新疆基建大投资中发挥央企优势和合作方的本地化优势推动承揽项目；另一方面，公司即将取得突破的煤矿资源将在电网升级、煤电联动后大幅升值，而且公司投资的水电站投产后传输瓶颈得到克服。

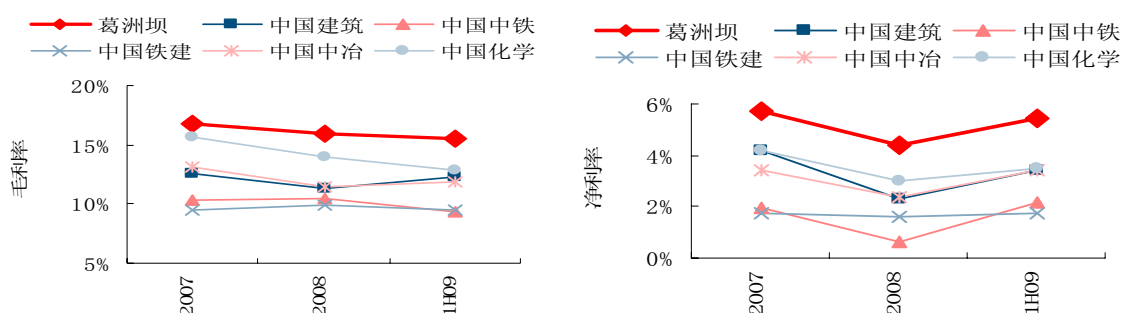
## 公司与其他 A 股建筑央企的比较

### 公司盈利能力更强

我们将公司 2007 年整体上市后的盈利能力情况与 A 股其他 5 家已上市的建筑央企进行比较（图 8），07 年、08 年和 1H09 公司营业毛利率比其他五家建筑央企普遍高 1-3 个百分点，主要原因在于水利水电工程大型项目施工复杂及技术难度高（准入门槛高）、市场集中度高而且稳定、业主盈利能力较强等多重因素支撑下毛利率高于铁建等其他基建工程毛利率；而在近年来国资委对央企的绩效考核上，集团已多次以净资产收益率第一而荣获央企绩效考核 A 级单位。



图 8：公司盈利能力在 A 股建筑央企领先（左图毛利率，右图净利率）



资料来源：WIND 资讯；中信建投证券研发部

## 公司产业链布局完整，相关产业成就细分市场领军企业或区域龙头

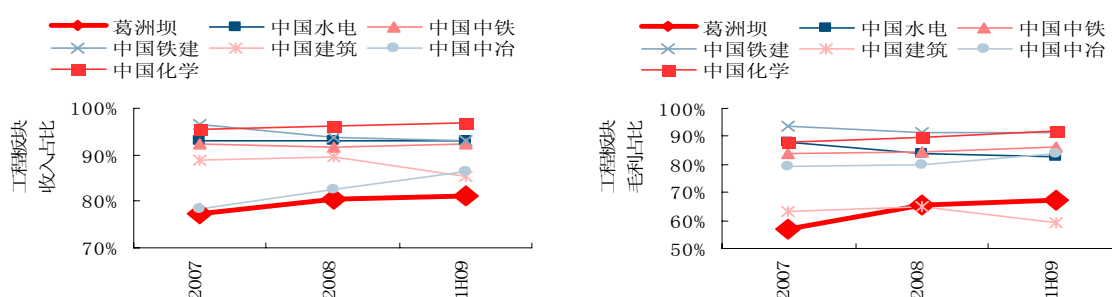
国内建筑央企着力于长远发展，普遍沿着核心工程领域延伸产业链（表 5），大多数布局了制造、地产、矿产资源、投资运营等其中一项或多项领域，但普遍在相关延伸产业链上市场竞争力不强。而对公司来说，不仅是产业链向高端延伸，延伸度更长，在上述的制造、地产、矿质资源和投资运营领域都有涉及，上述的非工程领域对公司的业绩贡献合计明显高于其他 6 家建筑央企（图 9），而且在涉足的产业链上也做大做强，在水泥、民爆等两个领域成为全国领军企业，其中民爆业务产能规模全国第二、水泥产能跻身全国前十；在房地产业务上则是集中资源，发展成为宜昌与武汉两个区域的市场龙头。

表 5：公司产业链完整，国际化领先

| 公司名称 | 产业链    |          |    |          |             | 国际化         |                  |
|------|--------|----------|----|----------|-------------|-------------|------------------|
|      | 核心工程领域 | 制造       | 地产 | 矿产资源     | 投资运营        | 1H09 国际收入占比 | 1H09 新签合同额国际市场占比 |
| 葛洲坝  | 水利水电工程 | 水泥、民爆    | 有  | 煤矿（即将突破） | 水电站、高速公路、高铁 | 16.8%       | 36.2%            |
| 中国水电 | 水利水电工程 | —        | 有  | —        | 电站、高速公路     | 27.1%       | 32.9%            |
| 中国中铁 | 铁路基建   | 筑路机械     | 有  | 铜、黄金、煤等  | 高速公路、高铁     | 5.0%        | 5.7%（取 08 年数据）   |
| 中国铁建 | 铁路基建   | 筑路机械     | 有  | 无        | 高速公路、高铁     | 5.6%        | 19.5%            |
| 中国建筑 | 房建     | 钢结构      | 有  | 无        | 高速公路、高铁     | 10.9%       | 15%（取 08 年数据）    |
| 中国中冶 | 冶金工程   | 冶金设备与钢结构 | 有  | 铁铜镍等     | 高速公路        | 8.6%        | 7.6%（取手持订单额）     |
| 中国化学 | 石油石化工程 | 多晶硅      | 无  | 无        | 火电站         | 14.6%       | 15.4%            |

资料来源：WIND 资讯；中信建投证券研发部（中国水电采用 09 年数据）

图 9：近年来公司工程板块业绩占比普遍低于 A 股其他主要建筑央企（左图：收入占比；右图毛利占比）



资料来源：WIND 资讯；中信建投证券研发部（中国水电无 1H09 数据取 2009 数据替代）



## 两家水电央企国际化领先

水利水电领域是国内最早大力投资的基建领域之一，行业集中度相对其他基建细分领域要高（仅次于铁建），葛洲坝和中国水电集团通过葛洲坝、三峡等世界最大型水利水电工程提升了技术和打响了品牌，再加上水利水电技术难度高、项目规模大和政策支持，这些都为两家水电央企开拓国际市场创造了良好条件。07-09 年公司新签合同额中国国际市场占比最低都在 36.2%（中国水电在 30%左右），公司国际市场收入贡献也稳步上升，1H09 为 16.8%（09 年中国水电为 27.1%），而且这一比率还将继续提升。这两个指标上两家水电公司明显高于其他建筑央企（表 5），国际化领先，这将有效规避国内基建投资回落风险。

## 并购重组预期强烈，业绩的提升空间更大

**2010 年是央企整合加速——2010 年是央企从 128 家压缩到 80~100 家任务的新的限年：**2003 年国资委成立伊始，即着手央企的瘦身重组。2006 年公布《关于推进国有资本调整和企业重组的指导意见》，把央企的并购重组大限从原定的 2006 年推迟到 2010 年，目标是将央企调整和重组至 80，其中打造 30~50 家具有国际竞争力的企业。目前央企仍有 128 家，距离 80-100 家的目标还有较大的差距。2010 年作为新的大限之期，预计央企并购重组进程将明显加快。

**建筑央企的整合相对容易达到政策目的：**对建筑行业而言，一方面市场集中度比较低，其多元化发展中有并购重组、做强做大的动力，另一方面央企国际市场竞争能力较强，并购重组后有助于实现指导意见中“打造 30~50 家具有国际竞争力的企业”的政策目标。因此，预计 2010 年建筑央企的重组被国资委重点推动。

**预计 2010 年葛洲坝集团等的整合率先启动，后续整体上市预期强烈：**为完成国家十一五电力体制改革的任务计划（关于“十一五”深化电力体制改革的实施意见），2010 年初电监会将电力行业“主辅分离”重新提上议事日程；我们预计在国资委、电监会等多个部门的共同推动下，搁置已久的电力设计央企划拨给施工央企的重组将重新启动，中国水利顾问、中国电力工程顾问两家电力设计央企资产再加上 920 项目部分发电资产将有选择性地分别并入葛洲坝、中国水电建设两家集团公司，之后集团的整体上市预期强烈。而可能的选择方案有两家设计央企都一分为二，分别注入葛洲坝和中国水电，或葛洲坝与中国水电各自吸收合并一家电力设计央企。

考虑到两家电力设计央企盈利能力很强（其中中国水利顾问 09 年净利润约 5 亿左右），而葛洲坝的资产与总市值规模（图 11，3 月 12 日收盘价计算）在央企中仅略高于中国化学，无论选择哪一种方案之后的整体上市对公司业绩的提升幅度都比较大；

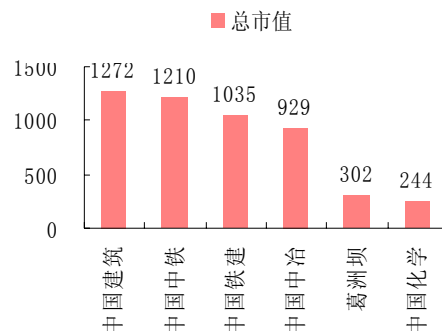
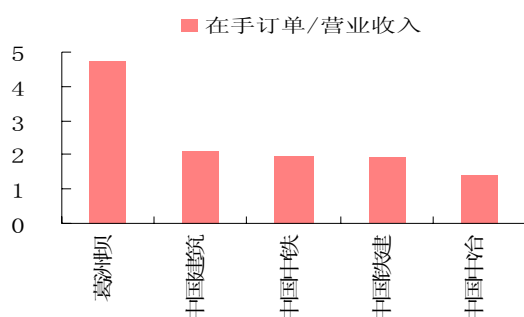
表 6：近年来央企并购重组加快

|        |                                                    |
|--------|----------------------------------------------------|
| 2003 年 | 中国铁建吸收合并中国土木（国际化优势）                                |
| 2005 年 | 中国路桥与中国港湾合并，组建成立中国交通建设                             |
| 2008 年 | 中国中铁整体重组广东中海工程建设总局（疏浚市场主力军）                        |
| 2009 年 | 中国中铁整体重组中国航空港建设（机场建设市场龙头）                          |
| 2010 年 | 葛洲坝、中国水利水电建设吸收合并中国水利顾问、中国电力工程顾问和 920 项目部分发电资产（分别为水 |
| （预计）   | 电和火电/核电设计央企）                                       |

资料来源：国资委网站，中信建投证券研发部；



图 10：09 年建筑央企的在手订单/营业收入比值（预计值）中 图 11：已上市建筑央企总市值公司倒数第二  
公司最高



资料来源：WIND 资讯；中信建投证券研发部（中国水电无 1H09 数据取 2009 数据替代）

## 公司中长期增长前景相对看好

公司在手订单/营业收入之比大幅领先于其他建筑央企，中期增长更有保障：公司 09 年在手订单约千亿元，在手订单/施工板块营业收入比重接近 5，而其他主要建筑央企这一比值基本在 2 左右，公司大幅领先（图 10），中期增长最为明确；

建筑央企中，我们相对看好公司的长期增长前景：（1）水利水电市场长期看好——我们对水利水电市场的判断是“民生水利将是重中之重、水电投资迎来黄金十年、海外市场方兴未艾”（请参见我们 2009 年 3 月推出的《水利水电施工行业深度报告：分享成长，攻守兼备》），而 2010 年中央一号文件明确国家将继续把水利建设放在重要位置（附件 1）；（2）公司新切入高速发展的铁建市场，未来有望在新疆、湖北等区域市场继续突破，主营业务有一个新的增量；（3）公司产业链多元化与国际化领先，产业链各业务板块协同度更高，民爆等高端业务、水泥与房地产的业绩持续性从较长周期来说相对看好。

## 盈利预测

对公司分板块的收入、毛利率预测如下表所示。预计公司 09-11 年收入增速分别为 36%、38%和 23%，公司综合毛利率分别为 15.5%、15%和 14.9%，对应 EPS 分别为 0.60 元、0.77 元和 0.93 元，未来三年的复合增长率为 26.7%。

表 7：公司盈利预测

| 名称      | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入      | 19,370 | 26,370 | 36,342 | 44,599 | 52,881 |
| 其中：工程施工 | 15,567 | 21,015 | 27,320 | 34,150 | 40,980 |
| 水泥      | 1,315  | 2,104  | 4,630  | 5,555  | 6,389  |
| 民用爆破    | 738    | 1,070  | 1,391  | 1,670  | 1,920  |
| 高速公路    | 278    | 278    | 306    | 336    | 370    |
| 水力发电    | 141    | 197    | 236    | 248    | 260    |
| 房地产     | 307    | 461    | 1,152  | 1,267  | 1,521  |
| 收入增速    | 61.34% | 36.14% | 37.81% | 22.72% | 18.57% |



上市公司调研深度研究报告

|         |         |        |         |        |        |
|---------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 其中：工程施工 | 67.39%  | 35.00% | 30.00%  | 25.00% | 20.00% |
| 水泥      | 66.23%  | 60.00% | 120.00% | 20.00% | 15.00% |
| 民用爆破    | 42.57%  | 45.00% | 30.00%  | 20.00% | 15.00% |
| 高速公路    | -11.63% | 0.00%  | 10.00%  | 10.00% | 10.00% |
| 水力发电    | 13.43%  | 40.00% | 20.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 房地产     |         | 50.00% | 150.00% | 10.00% | 20.00% |
| 毛利率     | 15.92%  | 15.54% | 15.04%  | 14.89% | 14.77% |
| 工程施工    | 13.02%  | 12.50% | 12.50%  | 12.50% | 12.50% |
| 水泥      | 18.92%  | 16.00% | 12.50%  | 12.50% | 12.50% |
| 民用爆破    | 31.35%  | 42.00% | 38.00%  | 38.00% | 38.00% |
| 高速公路    | 73.25%  | 65.00% | 65.00%  | 65.00% | 65.00% |
| 水力发电    | 61.57%  | 60.00% | 60.00%  | 60.00% | 60.00% |
| 房地产     | 13.30%  | 26.00% | 28.00%  | 30.00% | 30.00% |

资料来源：中信建投证券研发部

## 估值

### 绝对估值

我们分别采用 FCFF、FCFE、APV 和 EVA 等方法对公司进行估值。

假设条件：无风险利率  $R_f$ ：3.00%；平均风险股票必要报酬率  $R_m$ ：10.00%； $\beta$  值 1.001（根据 Bloomberg 数据）。

现金流估算：FCFF、APV、EVA 第二阶段增长率 8%、长期增长率 2%，第二阶段的年数为 8 年（即 2013-2020 年）；

估值结果：采用 FCFF、APV 和 EVA 分别估值的结果为 16.37 元、17.74 元和 19.32 元。

### 相对估值

公司 09-10 年业绩对应 PE 分别为 21.62 倍和 17.67 倍，与 A 股主要的建筑央企、“建筑+地产”类和其他可比建筑公司估值水平差不多（表 8），从相对估值水平来看，公司估值水平基本合理。考虑到公司未来三年净利润增速都在 20% 以上，可给予公司盈利资产 2010 年业绩 20 倍 PE，合理价值为 15.4 元，另外，公司基本不盈利的高速公路（大广北和襄荆高速总投资 102 亿，公司自有资本投资约 35%）、水电站资产（现有 6 个水电站的公司权益投资 12.7 亿元）对应的每股净资产约 2.1 元，按照 1 倍 PB 估值计算，公司合理价值约 17.5 元。

综合以上绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司的合理价值在 18 元（对应 2010 年 23 倍 PE）。





表 8：重点上市公司盈利预测与估值比较

| 代码     | 公司名称 | 股价（3 月 12 日收盘价） | EPS  |      |      | PE     |       |       |
|--------|------|-----------------|------|------|------|--------|-------|-------|
|        |      |                 | 08   | 09E  | 10E  | 08     | 09E   | 10E   |
| 600068 | 葛洲坝  | 12.97           | 0.49 | 0.60 | 0.77 | 26.64  | 21.62 | 16.84 |
| 601668 | 中国建筑 | 4.24            | 0.09 | 0.18 | 0.24 | 46.34  | 23.56 | 17.67 |
| 601390 | 中国中铁 | 5.68            | 0.05 | 0.30 | 0.40 | 108.40 | 18.93 | 14.20 |
| 601186 | 中国铁建 | 8.39            | 0.30 | 0.46 | 0.60 | 28.41  | 18.24 | 13.98 |
| 601618 | 中国中冶 | 4.86            | 0.16 | 0.24 | 0.32 | 29.82  | 20.01 | 14.96 |
| 601117 | 中国化学 | 4.95            | 0.17 | 0.19 | 0.26 | 29.12  | 26.05 | 19.04 |
| 平均     |      |                 |      |      |      | 48.42  | 21.36 | 15.97 |
| 600528 | 中铁二局 | 11.38           | 0.32 | 0.47 | 0.71 | 36.02  | 24.21 | 16.03 |
| 600502 | 安徽水利 | 13.49           | 0.11 | 0.15 | 0.73 | 121.53 | 87.60 | 18.45 |
| 600491 | 龙元建设 | 13.87           | 0.31 | 0.59 | 0.76 | 44.74  | 23.51 | 18.25 |
| 002062 | 宏润建设 | 18.25           | 0.85 | 1.02 | 1.20 | 21.40  | 17.89 | 15.21 |
| 平均     |      |                 |      |      |      | 55.92  | 37.96 | 16.32 |
| 002060 | 粤水电  | 9.51            | 0.28 | 0.30 | 0.54 | 33.96  | 31.70 | 17.61 |
| 600970 | 中材国际 | 33.20           | 0.74 | 1.85 | 2.42 | 44.93  | 17.95 | 13.72 |
| 600583 | 海油工程 | 10.13           | 0.37 | 0.40 | 0.64 | 27.51  | 25.06 | 15.74 |
| 600820 | 隧道股份 | 12.51           | 0.40 | 0.65 | 0.78 | 31.40  | 19.11 | 16.00 |
| 平均     |      |                 |      |      |      | 34.45  | 23.45 | 15.77 |
| 合计平均   |      |                 |      |      |      | 45.02  | 26.72 | 16.06 |
| 建筑板块平均 |      |                 |      |      |      | 43.58  | 22.22 | 16.86 |

资料来源：WIND 资讯；中信建投证券研发部

## 投资评价和建议

**2010 年业绩持续快速增长，估值低：**公司 2009、2010 年业绩快速增长（净利润增速分别为 58%和 40%）；EPS 分别为 0.60 和 0.77 元，2010 年 PE 为 16.8 倍，与几大建筑央企差不多，但低于中等市值建筑企业；而且公司业绩快速增长的确定性高（主营业务盈利能力强而且比较稳定），水利水电工程、民爆、水泥和地产等板块成就了细分市场或区域市场龙头（可给予估值溢价），产业链延伸度长而且协同度高，国际化和多元化领先，中长期发展更为看好。因此，我们继续维持公司的“增持”，6 个月目标价 18 元，对应于 2010 年 23 和 2011 年 19 倍 PE。

另外，公司股价短期内有多重催化剂：

（1）新疆资源矿产市场（预计是煤炭）取得突破；

（2）优质资产注入预期（盈利能力较强的电力设计央企资产和 920 项目部分资产划转给集团后提升整体上市预期）；



(3) 09 年年报高送转 (2010 年 3 月 22 日已公告 10 送 5 派 1 分配预案);

(4) 新疆区域振兴政策即将出台带来的主题投资机会;

(5) **参股金融: 大量金融资产的处置将带来巨额投资收益;** 公司手头持有股权投资资产的处置预期将带来业绩超预期概率较大。公司持有长江证券 (8766 万股, 未考虑 09 年卖出数量)、长江电力、交通银行等上市公司股票, 以及国泰君安证券、华泰联合证券、光大银行、宜昌商业银行等金融资产, 对持有的这些金融股权的处置有可能带来业绩的大幅超预期。

## 风险分析

1、硝酸氨占民爆产品成本的比重在 50%左右, 如果硝酸氨等主要原材料价格出现大幅上涨, 公司民爆产品毛利率将受到较大影响;

2、房地产调控政策如果超预期将影响公司房地产业务销售收入和毛利率, 也影响公司现金流;

3、水泥落后产能淘汰力度如果大幅低于市场预期, 湖北水泥市场竞争可能趋于激烈, 影响公司水泥板块盈利情况。

## 附 1: 2010 年中央一号文件中“重点推进水利建设”、“推进城镇化发展”方面的内容

8、**国家固定资产投资要把水利建设放在重要位置。**继续加强大江大河大湖治理, 逐步推进重点中小河流治理。加快大中型水利枢纽工程建设, 搞好蓄滞洪区建设和山洪灾害防治。大力推进大中型灌区续建配套和节水改造, 加快末级渠系建设。按期完成规划内病险水库除险加固任务, 统筹安排其余病险水库除险加固。在科学规划论证基础上, 启动大中型病险水闸除险加固。加快大型灌排泵站更新改造。拓宽水利建设基金筹资渠道。大幅度增加中央和省级财政小型农田水利设施建设补助专项资金规模, 新增一批小型农田水利建设重点县。大力发展高效节水灌溉, 支持山丘区建设雨水集蓄等微型水利设施。通过一事一议、财政补助等办法, 鼓励农民自愿投工投劳开展直接受益的小型水利设施建设。深化水利工程管理体制改革。推广农民用水户参与管理模式, 加大财政对农民用水合作组织的扶持力度。加强基层抗旱排涝和农村水利技术服务体系建设。



## 指标分析

|                    | 2008A   | 2009 A | 2010F  | 2011F  | 2012F  |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>业绩表现</b>        |         |        |        |        |        |
| 收入增长率              | 61.34%  | 36.10% | 37.80% | 22.70% | 18.60% |
| 净利增长率              | 31.27%  | 57.70% | 40.10% | 20.50% | 20.40% |
| EBITDA 增长率         | 68.33%  | 33.97% | 24.79% | 15.61% | 14.54% |
| EBIT 增长率           | 73.64%  | 45.92% | 30.01% | 17.74% | 16.75% |
| 主营业务利润率            | 13.36%  | 15.54% | 15.04% | 14.89% | 14.80% |
| EBITDA Margin (%)  | 11.30%  | 11.04% | 7.57%  | 7.19%  | 7.71%  |
| ROE                | 17.79%  | 23.85% | 25.37% | 24.27% | 23.41% |
| ROIC               | 8.31%   | 13.46% | 14.49% | 15.13% | 16.36% |
| ROIC - WACC        | -56.09% | 5.19%  | 6.26%  | 6.94%  | 8.15%  |
| <b>价值评估</b>        |         |        |        |        |        |
| P / E              | 28.81   | 23.09  | 17.82  | 14.79  | 12.28  |
| EV / 收入            | 1.75    | 1.62   | 1.24   | 1.00   | 0.82   |
| EV / EBITDA        | 15.46   | 14.03  | 11.81  | 10.12  | 8.59   |
| EV / EBIT          | 13.48   | 18.59  | 15.02  | 12.64  | 10.53  |
| EV / NOPLAT        | 14.23   | 20.65  | 16.69  | 14.04  | 11.70  |
| EV / IC            | 1.99    | 2.78   | 2.42   | 2.12   | 1.91   |
| P / B              | 5.13    | 5.50   | 4.52   | 3.59   | 2.88   |
| Dividend Yield (%) | 0.93%   | 0.65%  | 0.84%  | 1.01%  | 1.22%  |
| <b>每股指标</b>        |         |        |        |        |        |
| 报表 EPS             | 0.49    | 0.60   | 0.77   | 0.93   | 1.12   |
| 经常性 EPS            |         | 0.15   | 0.15   | 0.15   | 0.15   |
| 每股红利               | 0.13    | 1.75   | 0.36   | 0.95   | 1.27   |
| 每股经营现金流            | 0.52    | (0.05) | 0.51   | 0.51   | 0.43   |
| 每股净资产              | 2.74    | 2.50   | 3.04   | 3.83   | 4.78   |
| <b>流动性</b>         |         |        |        |        |        |
| 净负债 / 权益           | 2.30    | 1.86   | 1.34   | 1.02   | 0.70   |
| 总负债 / 总资产          | 82.70%  | 82.96% | 81.08% | 78.91% | 76.30% |
| 流动比率               | 1.04    | 1.03   | 1.23   | 1.36   | 1.51   |
| 速动比率               | 0.58    | 0.54   | 0.62   | 0.67   | 0.73   |



## 报表预测

|                   | 2008A     | 2009A      | 增长率     | 2010F     | 增长率      | 2011F     | 增长率     |
|-------------------|-----------|------------|---------|-----------|----------|-----------|---------|
| <b>利润表（百万元）</b>   |           |            |         |           |          |           |         |
| 营业收入              | 19,370    | 26,370.00  | 36.14%  | 36,342.00 | 37.82%   | 44,599.00 | 22.72%  |
| 营业成本              | 2,588     | 22,272.00  | 36.76%  | 30,876.00 | 38.63%   | 37,958.00 | 22.94%  |
| 营业费用              | 0         | 276.89     | 37.59%  | 363.42    | 31.25%   | 445.99    | 22.72%  |
| 管理费用              | 201       | 1,054.80   | 18.70%  | 1,417.34  | 34.37%   | 1,739.36  | 22.72%  |
| 财务费用              | 889       | 867.34     | 22.80%  | 954.04    | 10.00%   | 1,053.75  | 10.45%  |
| 投资收益              | 706       | 150.00     | 75.91%  | 150.00    | 0.00%    | 100.00    | -33.33% |
| 营业利润              | 784       | 1,431.97   | 64.71%  | 2,035.20  | 42.13%   | 2,465.90  | 21.16%  |
| 利润总额              | 85.27     | 1,531.97   | 65.81%  | 2,135.20  | 39.38%   | 2,565.90  | 20.17%  |
| 所得税               | 924       | 153.20     | 97.47%  | 213.52    | 39.37%   | 256.59    | 20.17%  |
| 净利润               | 811       | 1,378.77   | 62.91%  | 1,921.68  | 39.38%   | 2,309.31  | 20.17%  |
| 归属母公司所有者的净利润      | 1,413     | 1,278.77   | 57.72%  | 1,791.68  | 40.11%   | 2,159.31  | 20.52%  |
| <b>资产负债表（百万元）</b> |           |            |         |           |          |           |         |
| 货币资金              | 3,267.92  | 3,164.40   | -3.17%  | 4,361.04  | 37.82%   | 5,351.88  | 22.72%  |
| 交易性金融资产           | 0.00      | 0.00       | N/A     | 0.00      | N/A      | 0.00      | N/A     |
| 应收帐款              | 1,351.80  | 2,167.40   | 60.33%  | 2,987.01  | 37.82%   | 3,665.67  | 22.72%  |
| 预付款项              | 2,259.30  | 2,259.30   | 0.00%   | 2,259.30  | 0.00%    | 2,259.30  | 0.00%   |
| 存货                | 6,812.93  | 9,152.88   | 34.35%  | 12,688.77 | 38.63%   | 15,599.18 | 22.94%  |
| 流动资产合计            | 15,404.47 | 19,093.03  | 23.94%  | 25,533.48 | 33.73%   | 30,848.92 | 20.82%  |
| 非流动资产             | 16,299.03 | 18,462.84  | 13.28%  | 17,949.86 | -2.78%   | 17,573.77 | -2.10%  |
| 资产总计              | 31,703.50 | 37,555.87  | 18.46%  | 43,483.34 | 15.78%   | 48,422.69 | 11.36%  |
| 短期借款              | 3,775.50  | 2,181.92   | -42.21% | 1,846.57  | -15.37%  | 1,422.28  | -22.98% |
| 应付帐款              | 2,868.84  | 4,576.44   | 59.52%  | 6,344.38  | 38.63%   | 7,799.59  | 22.94%  |
| 预收款项              | 4,070.79  | 4,598.19   | 12.96%  | 5,325.03  | 15.81%   | 6,217.01  | 16.75%  |
| 流动负债合计            | 14,766.45 | 18,554.18  | 25.65%  | 20,751.33 | 11.84%   | 22,705.27 | 9.42%   |
| 非流动负债             | 11,455.20 | 12,603.96  | 10.03%  | 14,503.96 | 15.07%   | 15,503.96 | 6.89%   |
| 少数股东权益            | 924.41    | 1,024.41   | 10.82%  | 1,154.41  | 12.69%   | 1,304.41  | 12.99%  |
| 母公司股东权益           | 4,557.44  | 5,362.23   | 17.66%  | 7,062.55  | 31.71%   | 8,897.96  | 25.99%  |
| 净营运资本             | 638.02    | 538.85     | -15.54% | 4,782.15  | 787.47%  | 8,143.65  | 70.29%  |
| <b>现金流量表（百万元）</b> |           |            |         |           |          |           |         |
| 净利润               | 811       | 1,378.77   | 62.91%  | 1,921.68  | 39.38%   | 2,309.31  | 20.17%  |
| 折旧摊销              | 699       | 0.00       | N/A     | 812.98    | N/A      | 876.09    | 7.76%   |
| 净营运资金增加           | 1,323     | (99.17)    | N/A     | 4,243.30  | N/A      | 3,361.50  | -20.78% |
| 经营活动产生现金流         | 866       | 3,748.30   | 596.44% | 837.39    | -77.66%  | 2,202.78  | 163.05% |
| 投资活动产生现金流         | -3,738    | (2,771.71) | N/A     | (160.00)  | N/A      | (410.00)  | N/A     |
| 融资活动产生现金流         | 3,870     | (1,080.11) | N/A     | 519.25    | N/A      | (801.94)  | N/A     |
| 现金净增（减）           | 938       | (103.52)   |         | N/A       | 1,196.64 | N/A       | 990.84  |



附:







## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、  $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、  $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、  $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、  $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、  $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、  $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、  $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、  $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、  $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、  $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$   $V_d = \text{债务价值}$
- 11、  $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、  $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



## 分析师介绍

**田东红：**中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

**郑 军：**建筑建材行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，2 年证券从业经验，中级会计师；善于从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

**韩 梅：**对外经济贸易大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

## 基金研究服务

**基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理**

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

**北京地区销售经理**

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

**上海地区销售经理**

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

**深圳地区销售经理**

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

## 中信建投精神

**我们的精神 理念 追求**

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

## 地址

**北京 中信建投证券研究发展部**

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

**上海 中信建投证券研究发展部**

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。