

王小勇
0755-82960440
wxy@cmschina.com.cn

2010年3月25日

葛洲坝(600068.SH)/14.21元

面临前所未有的发展良机，把握投资价值

投资评级: **强烈推荐-A**

评级调整: 上调

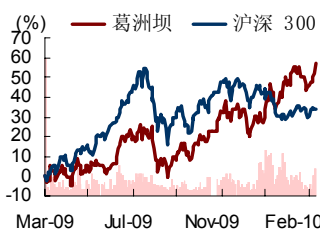
目标估值: 20元

基础数据

总股本(万股)	232497
流通股本(万股)	140535
总市值(亿元)	330
流通市值(亿元)	200
52周股价	10.0-14.1元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	39	70
相对表现	1	32	35



相关报告

1、《葛洲坝(600068)——业绩爆发，估值偏低》2009/06/30

2、《葛洲坝(600068)调研记录——经营稳定，双重因素或将提升公司业绩动力》2009/06/01

3、《葛洲坝(600068)——主业回归，业绩持续增长可期》2/27/2008

近期，我们对公司进行了实地调研。公司经营情况良好，新签合同大幅增长。目前正面临前所未有的发展良机，如新疆战略、国网辅业分离带来的资产注入、央企地产业务重组、湖北12万亿投资等等，我们认为，公司投资潜力巨大，目标价20元，对应10年EPS、25倍PE，上调公司投资评级至“强烈推荐-A”。

□ 开篇我们需要重点向投资者说明的是，我们年初以来一直推荐重点组合“精华出金葛”（精工钢构、东华科技、金螳螂、葛洲坝），该组合自10年以来跑赢大盘近30个百分点。

□ 公司属于我们上述重点组合中的一只，股价经过前段时间的盘整，随着年报的临近以及公司提前公布10送5派1的09年度分配预案，加上现在面临一个前所未有的发展良机如新疆战略、国网辅业分离带来的资产注入、央企地产业务重组、湖北12万亿投资规划等等，投资潜力巨大。

□ 公司业绩持续稳定增长。预计09年营业收入将达到270亿元左右，同比增长达到43%，业绩预增60%左右，达到0.58元；未来3年的净利润增速30%以上，10年、11年基本每股收益分别为0.79元、1.06元，同比增会36%、34%。实际上公司自04年开始年均复合增长率都在30%左右。

➢ 工程业务，实现了国内国际两个市场、水电业务非水电业务的共同发展，新签合同和在手合同大幅增长。

新签合同大幅增长。09年公司新签订单421亿元，与去年相比增长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%。新签水电工程合同额人民币193.76亿元，约占新签合同总额的45.98%。

受益4万亿投资的后续效应以及区域经济的加强效应，预计10年公司新签订单将突破600亿元，在手订单突破1200亿元。今年Q1新签订单达到240亿元左右，相比09Q1的117亿元新签订单而言，增幅达到100%以上。09年公司有近100亿元合同延迟到10年披露。

在手合同金额达到1000亿元左右，以2009年营业收入计算，合同收入比达到4左右，其中海外合同达到400亿元左右，主要是与我国政府援外项目相关，而我国政府对外援助情况，越来越多。海外合同由于跟中国政府合作，利润有保障，目前只有汇率风险较难控制，但未来会加强汇率风险的管理和控制。因此公司未来仍将加大海外业务的拓展。

➢ 水泥业务，未来产能将保持稳定。09年底嘉鱼、宜城、老河口三条5000T/D熟料线的投产，公司水泥产能达到1850万吨，产量达到2000万吨。

➢ 民爆业务，10年利润贡献与09年持平。09年产能维持在17.5万吨左右，贡献3个亿左右利润，由于暂时扩张困难，预计10年利润贡献与09年持平。

- **房地产业务，11 年较大规模结算期开始。**09 年贡献业绩较少，10 年、11 年实际结算的有锦绣天下二期和世纪花园项目，总结算面积 30-40 万平方米，以 5000 元/平方米均价计算，在 15-20 亿元左右，预计 10 年结算 5 个亿左右。目前正在开发的是国际广场和世纪花园后期项目，而锦绣新城正处于地基阶段。
- **投资业务，金融股权投资是主要方式。**公司投资业务主要包括高速公路 BOT、水电运营以及金融股权投资。从目前来看，高速公路 BOT 处于投入状态，暂未能贡献业绩；水电业务由于基数较低，贡献微薄；公司拥有宜昌市商业银行、联合证券、国泰君安证券等金融公司股权，每年贡献 1-2 个亿左右的利润。

□ 四大发展良机，促使公司投资价值激增。

- **新疆煤炭战略。**公司与新疆区政府保持了良好的合作关系，加大了新疆的投资力度，未来将把新疆业务打造成主要业绩来源点，拟参与新疆的煤炭开发。公开资料显示，公司煤炭储量已探明 100 亿吨以上，经济储量在 50 亿吨以上，主要位于哈密地区，交通运输较为便利。从进度上来看，预计近期将获得探矿权，年底将可能获得采矿权，11 年试采，12 年正式出效益。
- **电网辅业分离带来的资产注入。两家电力设计央企被重组后提升资产注入预期**（可能方案是都一分为二，分别注入集团和中国水利水电，再加上部分火电资产。）按照规划，未来葛洲坝与中国水利水电的资产规模将一致，本次辅业分离葛洲坝可能会拿多一点，同时，**葛洲坝集团也存在将股本做到和中国水利水电规模一致的可能性。**（中国水利水电集团总股本 66 亿，未来将可能发行 30 亿股左右）

背景：电网辅业分离

电网辅业分离可能将与国资委直接监管的电力顾问集团、水电顾问集团、水电建设集团、葛洲坝集团重组一起进行，四大辅业集团重组组成两家：中国电力建设集团和中国电力工程集团。水电建设集团和水电顾问集团组成一家，葛洲坝集团和电力顾问集团组成一家。

同时，电网辅业分离可能分为两部分，一方面，同一网省的辅业单位成建制的进入同一电力建设集团，各省(区、市)的网省辅业单位分成两半，分别归属中国电力建设集团和中国电力工程集团，比如，湖北省属电力辅业单位可能整体划归中国电力建设集团，江苏省属电力辅业单位可能整体划归中国电力工程集团。

另一方面，对于地市及下一级的辅业单位和各级“三产”、多经企业，比如电力宾馆、医院等，由国家电网公司和南方电网公司按照主辅分离、辅业改制的相关政策实施改制分离。

值得注意的是，电网企业中区域、省级电网企业所属的勘测设计单位，火电、水电、送变电施工企业和修造企业等辅业资产有可能全部被分离，划入上述新组建的两大集团，保持独立法人地位。

- **央企地产业务重组。**3 月 18 日，国资委表示，除 16 家以房地产为主业的中央企业外，还有 78 户不以房地产为主业正在加快进行调整重组，在完成企业自有土地开发和已实施项目等阶段性工作后要退出房地产业务。公司作为 16 家以房地产为主业的央企之一，预计将受益于此次央企地产业务调整。
- **湖北 12 万亿投资规划，公司作为唯一一家总部位于湖北的建筑央企，必定会在这 12 万亿中承担更多的建设任务，获得更多的订单。**

10年3月22日，在湖北省经济形势及重大项目信息通报会上，该省发改委主任许克振介绍，截至目前，全省重大项目库已入库项目 3.76 万个，投资总规模达 12.06 万亿元。这些项目，最迟将在“十二五”初期集中开工建设。

根据湖北省发改委公开的重大项目库情况，省级项目库按照开工时间，分为在建项目、新开工项目、明后年开工项目和“十二五”初期开工项目四类。这四类项目分别占到总投资规模的 24%、26.1%、30%和 19.9%。

12 万亿的投资项目按照投资的不同领域，分为先进制造业、现代服务业、基础设施、农业水利、生态环境、社会发展等六大投资部类。其中基础设施项目所占比重最大，其入库项目 1780 个，总投资达 3.17 万亿元，占省级项目库投资总额的 30.6%。基础设施项目分为四大块：交通、能源、城建和开发区。其中交通项目投资计划超过 1 万亿元，是项目库中比重最大的一块。

- 我们认为，公司目前正逐步实现由单一的水电建设集团向综合建筑集团转型。从目前来看，公司已经实现了工程业务的水电施工与非水电施工均衡发展的格局，随着未来煤炭资源注入、房地产发展壮大等，公司将实现综合性建筑承包商的转型。
- 公司未来有多次增发的需要，因此，我们认为，这将提升公司释放业绩的动力。预计未来的增发募集资金主要用途包括：1) 煤炭资产注入；2) 电网辅业分离所带来的资产注入；3) 整合其他央企的房地产业务等等。
- 我们上调公司投资评级至“强烈推荐-A”评级。我们认为，公司正面临一个极为有利的环境，未来的发展空间巨大。
- 风险因素：资产注入进度低于预期；市场风险。

参考报告：

1、《葛洲坝（600068）—业绩爆发，估值偏低》2009/06/30

2、《葛洲坝（600068）调研记录—经营稳定，双重因素或将提升公司业绩动力》2009/06/01

我们指出主业经营进展良好：施工业务订单稳步增长；水泥业务、爆破业务爆发在即；高速公路运营业务潜力巨大。随着公司配股以及权证行权方案的推进，预计这两个因素将进一步提升公司业绩，从而促进股价再上一个台阶。

3、《葛洲坝（600068）—主业回归，业绩持续增长可期》02/27/2008

我们指出公司通过整体上市实现了水电工程承包主业回归，使得公司的业绩呈爆发式增长。

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业，重点研究公司有宏润建设、中铁二局、中国中铁、中国铁建、中材国际、葛洲坝、中国建筑等。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力，并成功推荐了宏润建设、中铁二局、中材国际等多只个股。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。