

葛洲坝(600068.sh)

海外专题：走出国门天地宽，海外业务迎腾飞

王飞 建筑工程 研究员

电话：020-87555888-638

eMail: wf2@gf.com.cn

大多施工企业依赖国内建筑市场已无可期待成长空间，建筑股投资逻辑视角转向海外

经营范围的难以跨越、基于地域分割性的区域拓展障碍与过度化市场竞争态势，使得我们对于传统施工企业国内业务增长持相当谨慎态度，大多施工企业依赖国内建筑市场已无可期待成长空间，想必这也是市场对于该类公司相对低估值的根本原因所在，由此，海外市场成为我们重新审视建筑股投资逻辑的新的重要视角。

海外业务何以成为我们审视公司的重要视角——“40%、60%”超常规目标定义超常规发展

国际公司提出关于海外业务发展的宏伟目标：力争在今后三年时间里，使国际业务营业收入占集团营业总收入的 40%，国际业务利润占集团总利润的 60%，ENR 排名进入世界 50 强。做如下情景假设：假设公司营业收入 2010-2013 年的收入增速分别为 30%、25%、20%和 20%，分别设想 2012 年或 2013 年实现目标，则 2009-2012 年或 2009-2013 年的收入复合增长率将达到 153%或 197%。

全球建筑市场增长向新兴市场转移为中国企业创造广阔空间，政策支持与竞争优势使中国企业面临海外业务拓展最佳环境

未来全球建筑市场增长向亚太、拉美和非洲等新兴市场转移为中国企业创造潜在广阔空间，而诸多政策支持和特有的竞争优势，则为中国企业海外业务拓展创造了最佳环境，归纳如下：中国经济增长对资源需求迫切背景下的“走出去”战略和“项目换资源”实施的可行性、金融危机下资本输出与鼓励出口政策推出更成加快趋势、合作框架下的政策资金为中国企业拓展第三世界国家提供先天优势、成本优势之下技术输出条件已经具备、建筑央企受益政策最大而最有可能形成海外业务的规模化。

全球布局与政策导向下，公司海外业务将迎来腾飞时刻

2008 年以来，公司陆续在全球 18 个国家或地区新设地区分公司或代表处，共计形成了 22 个分公司或分公司的设立，全球业务布局进一步完善。政策支持与央企资源综合利用之下凭借双向延伸策略打开海外业务发展空间：优质国内施工品牌的海外延伸，国内非水电市场开发的海外延伸。

大合同、高盈利，海外边际贡献葛洲坝最为受益

公司海外业务之所以引起我们关注的一个重要原因在于 5 倍于国内施工业务的盈利能力，海外业务拓展不仅具有收入规模提升效应而，更因盈利拉升效应而带来丰富业绩想象空间，基于下列分析我们认为海外业务的高盈利可以持续：紧随国内资金走出去，精选融资类海外合同；完全不同于国内的招投标模式，议标形式保证盈利空间，融资能力获得支付溢价；不可不提的项目管理能力。

投资建议：维持我们之前所做的盈利预测，目前股价未反映相比传统施工企业更好的成长性预期、未反映资源价值和重组预期，因此维持“买入”评级，目标价 20 元。

风险提示：汇兑风险、政治风险等。

目录索引

引言	3
本轮股价下跌回顾	3
基于历史数据判断公司股价提早市场见底	3
公司内生增长与外延扩张优势不可比拟, 目前股价未反映相比传统施工企业更好的成长性预期、未反映资源价值和重组预	3
行业背景与基本观点: 大多施工企业依赖国内建筑市场已无可期待成长空间	4
预期大于实质的四万亿投资影响	4
国内市场开发面临困境, 工程施工业务成长任重道远	4
政策支持与央企资源的综合利用合同向盈利转化存在体制性障碍	5
“区域投资合作化”模式和央企优势有效实现国内扩张	6
资质品牌、技术实力和央企优势使非水电业务拓展具有充足潜力	6
“区域投资合作化”模式助力公司跨区域拓展	7
资源化路径促使传统施工企业价值重估	7
海外市场空间无限, 边际贡献葛洲坝最为受益	8
海外业务何以成为我们审视公司的重要视角——“40%、60%”超常规目标定义超常规发展	8
海外建筑市场全景与发展概况: 全球建筑市场增长向新兴市场转移为中国企业创造广阔空间	8
政策支持与竞争优势: 中国企业面临海外业务拓展最佳环境	14
全球布局与政策导向下, 公司海外业务将迎来腾飞时刻	17
大合同、高盈利, 边际贡献葛洲坝最为受益	20
建筑公司发展分化趋势已成, 海外业务应享受相对较高估值	22
投资建议	23

引言

以下为2010年5月24日以来我们关于公司主要观点的归纳:

本轮股价下跌回顾

自本轮市场下跌以来,按照收盘价计算公司股价从前期上涨的最高点14.82元已下跌至10.04元,累计跌幅32.25%,大幅高于同期上证综指最大跌幅19.3%。需要强调的是,公司股价这样大的下跌幅度并非源于基本面的变化,完全来自市场系统性风险下资金的非理性杀跌。而从目前的实际情况来看,公司的经营基本面和重大预期的实现正朝着我们之前的判断演绎。

基于历史数据判断公司股价提早市场见底

在上一波2007年10月至2008年10月的市场大跌中,公司最低PE为11.07倍,按照2010年公司承诺的不低于30%增长、即0.75元EPS计算的本轮下跌的最低PE已达到12.9倍,相比上一轮大跌的最低估值水平尚有14.4%的下降空间。而该最低估值水平对应的市场最低点位为2481.97,相比2008年10月28日的1664.93点尚有32.9%的下跌空间。而且,在上一波市场大跌中葛洲坝在2008年8月19日达到最低点,提前上证综指43个交易日见底。

历史不会简单重复,但我们认为对比两个历史时点对未来的展望来看,公司的经营发展面临着更好的预期与愿景,即使市场未来仍面临较大下跌风险,但公司股价将极有可能提早市场见底。

公司内生增长与外延扩张优势不可比拟,目前股价未反映相比传统施工企业更好的成长性预期、未反映资源价值和重组预期

显著的地域分割性(地方保护主义)、过度的行业竞争态势使得我们对于传统施工企业的国内业务增长持相当谨慎态度,想必这也是市场对于该类公司相对低估值的根本原因所在。我们关于未来传统建筑股投资逻辑的重构集中在三条主线:海外市场、资源化路径和重组概念,而公司一一具备。

公司不仅通过“区域投资合作化”模式和央企优势有效实现了经营区域和范围(大建筑格局)的扩张,从而突破了困扰国内施工业务拓展的根本性障碍。更是通过大力开发海外市场和资源化路径的新内生增长方式打开了盈利提升和业务重构的增长引擎。

而同时,基于重组的外延式扩张大幕也将启动。公司内生性增长和外延式扩张双翼齐飞的优势在传统施工企业中不可比拟,而市场仍并未就此作深入对比分析。

基于上述分析我们认为,目前股价未反映相比传统施工企业更好的成长性预期、未反映资源价值和重组预期。

行业背景与基本观点: 大多施工企业依赖国内 建筑市场已无可期待成长空间

预期大于实质的四万亿投资影响

为应对国际金融危机的冲击而于2008年11月出台了十大措施以及两年4万亿的经济刺激方案在当时市场将其作为行业的整体性利好的背景下助推了建筑施工板块的一轮行情。当我们回顾该项决策在实施一年多时间里对目前建筑业上市公司的影响时,可以发现不同的公司个体所受影响差异巨大,实际上这种结果在最初就是我们所预期到的。以新签合同为指标来评测一年多来“四万亿”投资刺激政策对建筑业上市公司的影响,我们的结论是:

- ✓ 中国中铁、中国铁建和中铁二局因为铁路建设行业的前所未有的突发性投资加大而最大程度受益,但在可预见的未来必将放缓;
- ✓ 葛洲坝作为业务遍布全国的建筑央企,在包括大力拓展非水电业务和海外市场的双重突破(业务范围突破:水利水电——非水电,经营区域突破:更广泛的国内市场和战略性的海外市场)下也较显著受益;
- ✓ 如粤水电等地方性施工企业由于基数较低、所在区域的投资加大或者通过投资带动施工模式开展而增速最为明显,持续性有待观察;
- ✓ 难以看到其他区域性施工企业显著受益该刺激政策,从预测情况来看大致维持着自身的正常水平。

表1: 上市公司2009年新签合同比较, 10年预测增速反映我们谨慎预期

公司	09半年同比增速	09年同比增速	10年增速预测
中国中铁	43%	41.3%	20%
中国铁建	87%	39.2%	20%
葛洲坝	16%	38%	55%
中铁二局	33.9%	-2.4%	18%
隧道股份	20.25%	5.59%	10%
上海建工	33.5%	18%	15%
宏润建设	-	17%	18%
粤水电	-	217.5%	-10%

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

注1: 粤水电2009年新签合同同比大幅增长一方面在于自身市场开发能力的提高,另一方面在于以投资换订单的BT类合同共签订37亿,占比约40%。

注2: 中国中铁和中国铁建10年新签合同预测增速大幅下调,反映了我们关于铁路投资增速放缓的预期。

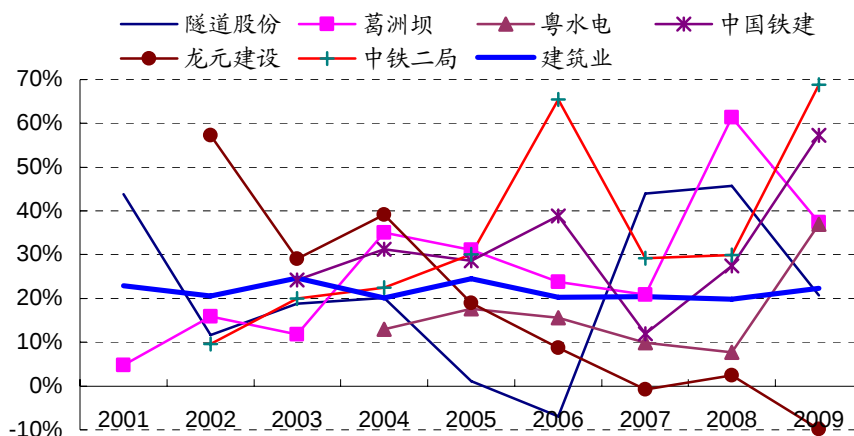
国内市场开发面临困境, 工程施工业务成长任重道远

由行业自上而下至企业,我们考察2001年来建筑业增长与企业增长的差异,我们称之为两者增长的协调性分析。

统计结果显示,2001年以来相对于20%以上的稳定的行业总产值增速(可近似等同于行业收入增速),建筑业上市公司的营业收入增长则呈现出较大的波动态势:或者保持了高于行业水平的增长速度,如葛洲坝和

中国铁建；或者自高增长水平逐渐下降至行业水平以下的低点，如龙元建设；或者一直在行业平均水平以下徘徊，如粤水电；或者近年来自行业水平以下逐步反弹至行业增长水平之上，如隧道股份和宏润建设。

图1：2001-2009年建筑业上市公司与行业增速比较



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

上述两个方面和两个角度的分析显示，行业的增长与行业内上市公司的收入增长并无必然的一致性。寻找这种企业增长与行业稳定增长难以保持一致协调性的原因是较为简单的，从企业经营的范围和区域角度即可找到答案，我们可以将其归纳为：**经营范围的难以跨越、基于地域分割性的区域拓展障碍与过度化市场竞争态势。**

而正是这一因素的存在，使得我们对大多传统施工企业的市场开发态势并不看好，国内工程施工业务面临增长困境，而市值对其低估值也早反映这一预期。

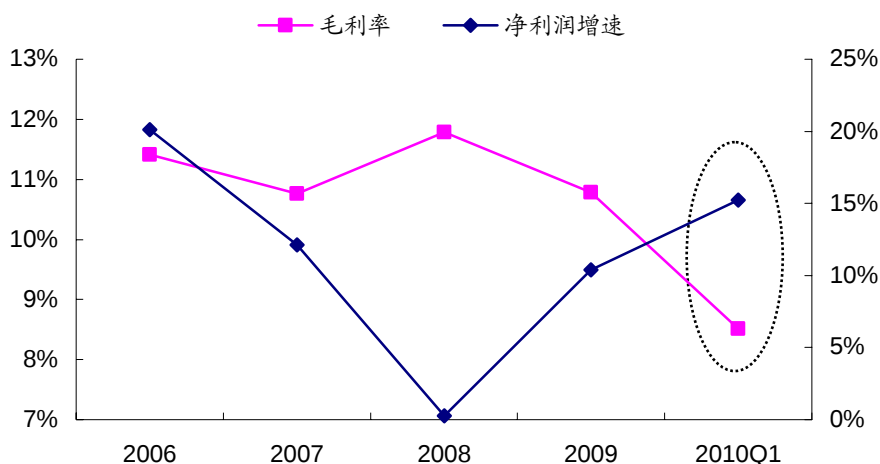
从目前的情况来看，大多区域性施工企业的收入规模已经达到50亿左右，相对于已经不小的营业规模，为了支撑工程施工业务的增长每年的新签合同压力已经越来越大。也正因为这种压力的存在，且压力的释放和缓解不能如预期顺利，所以我们看到越来越多的传统施工企业已经选择改变或退出，如龙元建设和腾达建设的房地产业务开展。

简单以地铁建设市场为例，假设一个区域性施工企业拥有16台盾构，施工任务完全饱和也只能同时担负8个工程项目（地铁建设一般为双线施工），假设每个项目合同金额为3亿（参考各公司公告项目）即为24亿，按照2年施工期计算平均每年贡献12亿，这相对已经50亿的收入规模来看贡献也并不显著。而如果购买设备扩充产能又必然股权融资扩大股权而稀释收益，而且区域拓展障碍又将带来新签合同的巨大压力。

合同向盈利转化存在体制性障碍

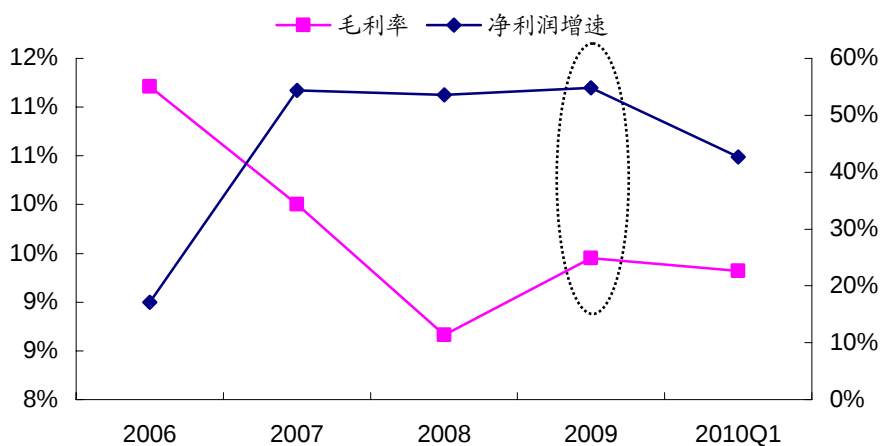
上面的分析仅限于收入层面，而我们研究发现对于低盈利的施工企业存在由合同承接向盈利转化的体制性障碍，其突出表现在于由于相当低的毛利率水平，其小幅变动即可敏感作用于最终的盈利。即使存在因毛利率上调而使得盈利增长快于收入，但更多的则是呈现出相反的情形。

图2: 负面举例—粤水电09年合同增长200%以上, 依然无法盈利高增长



数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

图3: 正面举例—隧道股份毛利率意外提高, 合同增长缓慢而盈利增势不减



数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

“区域投资合作化”模式和央企优势有效实现国内扩张

资质品牌、技术实力和央企优势使非水电业务拓展具有充足潜力

公司从出身之日起就注定在中国筑坝技术和水电建设中成就一番伟业, 从公司自身创造的一个个行业记录到不断超越、刷新, 最终以承建65%以上施工量的三峡工程——这一跨世纪的伟大工程——完成了集大成者的升华 (江河截流、机组安装、金属结构制作按照、混凝土施工、地方厂房施工、爆破)。伴随着中国水电施工第一品牌的日渐深入人心, 优质国内施工品牌也逐渐建立起来, 这为公司拓展非水电业务打下坚实基础。

我们认为, 公司凭借已在水利水电施工领域积累的强大的施工能力, 进入铁路、港行、机场和矿区基建等施工领域并无实质的技术性障碍。以

铁路施工为例，施工过程中的水处理和隧道施工技术本来就是公司的技术优势所在，在公司正在实施的汉宜高铁项目中，公司承建的部分是施工速度最快、质量评选最优的，这充分证明了公司在技术方面的优势，由水电施工跨越其他施工领域不仅没有实质性技术障碍，反而是公司原有施工技术的进一步发挥。

施工技术优势下再配以公司的央企地位和已有的行业信誉、资质品牌，大力拓展非水电市场必有丰硕收获，而这对于中等经营规模的公司而言将带来良好的弹性收益。事实上，我们已经看到了这一积极变化。2009年公司公告新签合同421.36亿，其中非水电类228亿，占比已达54%。

“区域投资合作化”模式助力公司跨区域拓展

继新疆战略之后，公司与西藏自治区战略合作框架协议的签署，标志着公司“区域投资合作化”模式实施经营转型步伐的持续推进，战略合作协议依旧围绕公司现有主业展开，以工程承包业务为基础、能源开发为重点。

自2007年签署新疆战略合作框架协议以来，公司在新疆的各项业务开展已经渐成规模化，6月2日公司与新一届自治区政府在乌鲁木齐举行座谈会，双方就下一步深入合作交换意见。据了解，公司计划在新疆总投资320-350亿，将在疆建成水电站、大型煤炭生产基地等项目，积极参与新疆民爆企业、煤矿企业的重组整合。

新疆战略的成功实施，成为公司继续推行“区域投资合作化”经营模式的有力支持。相比我们对于传统施工企业并不乐观的发展前景，公司多个方向的积极拓展和突破展现出公司管理层的锐意进取，虽然公司管理层在基础调研方面似乎并不配合，缺乏和市场的有效交流互动，但正如我们上文提到的，“区域投资合作化”模式开展所依赖的资本运作将促使公司管理层更近距离贴近市场，我们预期这一情况将较快得到改观。

资源化路径促使传统施工企业价值重估

资源化路径是我们考察传统建筑施工企业未来成长性的又一核心线索，在工程施工业务和纯粹资源企业被合理定价时，在传统施工企业的资源化经营模式转变过程中所展现的新成长预期应获得高于两者的估值水平，由此促使传统施工企业面临价值重估，关于此我们将另作专题分析，在此不作深入阐述。

海外市场空间无限, 边际贡献葛洲坝最为受益

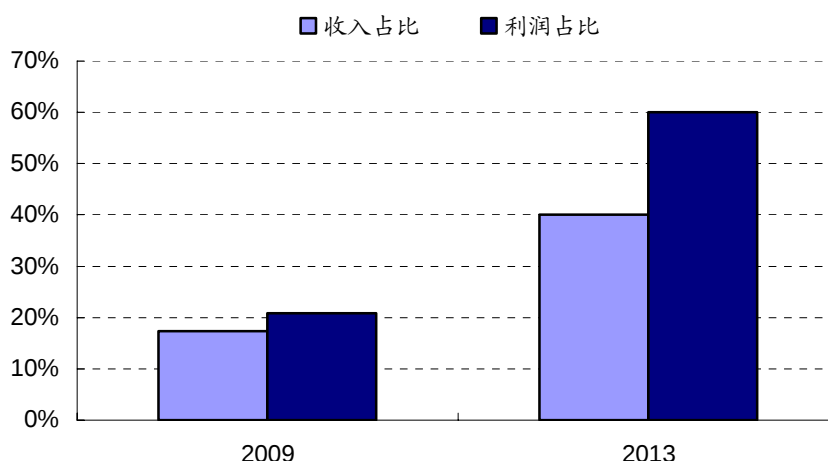
海外业务何以成为我们审视公司的重要视角——“40%、60%”超常规目标定义超常规发展

2010年2月26日至27日, 葛洲坝国际公司召开一届三次职代会暨2010年工作会, 国际公司提出关于海外业务的宏伟目标: 力争在今后三年时间里, 使国际业务营业收入占集团营业总收入的40%, 国际业务利润占集团总利润的60%, 使集团公司的ENR排名进入世界50强。

如何理解这一发展目标的深刻含义? 首先来看国际业务2009年的相关数据, 2009年国际业务实现收入44亿元, 占公司整体收入之比16.5%, 实现净利润3.5亿元, 占公司整体利润之比21%。让我们做如下情景假设: 假设公司营业收入2010-2013年的收入增速分别为30%、25%、20%和20%, 则年度收入分别为346亿元、432亿元、520亿元和624亿元。如果2012年实现这一目标意味着2012年的国际业务收入将至少达到208亿元(这也将是实现ENR评选世界50强的必要条件), 按照8%净利率计算的国际业务净利润约为17亿元, 如果2013年实现这一目标则国际业务的净利润贡献将超过20亿元。2009-2012年或2009-2013年的收入复合增长率将达到153%或197%。

显然, 相比我们过去的认知, 这一超常规目标的制定意味着公司海外业务将迎来超常规的跨越式发展。

图4: 2013年国际业务目标: 占集团收入之比40%, 利润之比60%



数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

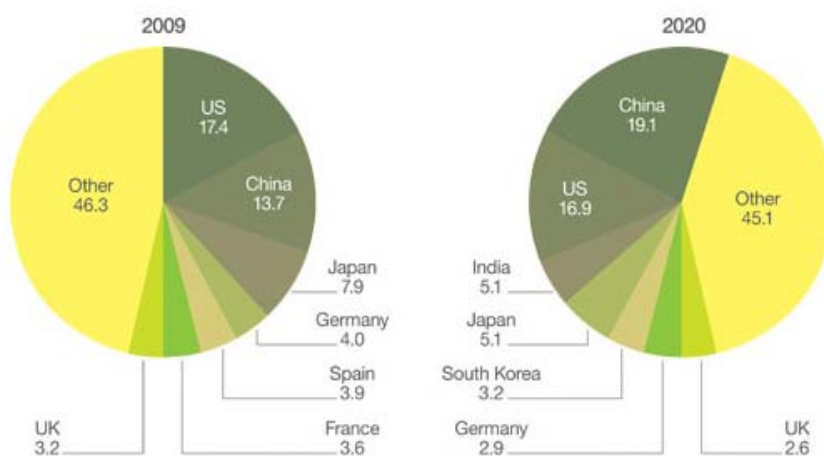
海外建筑市场全景与发展概况: 全球建筑市场增长向新兴市场转移为中国企业创造广阔空间

根据“全球建筑视角”(Global Construction Perspectives)和牛津经济研究院日前发布的《2020年全球建筑业》预测报告, 现在全球建筑市场产出约7.5万亿美元, 占全球GDP的13.4%; 预计到2020年, 其产出将达到12.7万亿美元, 接下来的十年里将增长70%, 建筑业将占全球GDP的14.6%。

此次的十年预测特别表明，未来十年最具活力的建筑业市场将来自印度、中国、亚太、南美、中美洲和非洲等新兴市场。到2020年，全球十大高增长率市场中，几乎全被新兴市场占据，波兰将是榜单上唯一一个欧洲国家，而中国将排在第三位。新兴市场的建筑产业在未来十年增速将达到110%，到2020年形成7万亿美元产值，占GDP的17.2%。与此相对的是，发达国家仅增长35%，建筑业产值由4.2万亿美元提高至5.7万亿美元。正是由于增长趋势的分化，新兴市场建筑业产值将在2020年占到全球一半以上，达到55%。

在基础设施建设方面。新兴市场在接下来十年里的增长会达到128%。发达国家在同一时期内仅增长只有18%。

图5：十年之后的建筑业市场发达国家占比几乎都呈下降趋势



数据来源：Global Construction Perspectives and Oxford Economics

更多数据和区域分析有利于我们更直观把握新兴市场建筑业发展前景，请看——

✓ 非洲热土：中国建筑企业最具想象力的市场

2009年11月，世界银行发布“*Africa's Infrastructure: A Time for Transformation*”（《非洲基础设施：改造正逢其时》）的非洲调研报告，本次调研由世行与非盟委员会、非洲开发银行、南部非洲开发银行、非洲基础设施联合会以及非洲发展新合作署等机构合作完成，是有史以来在非洲大陆开展的最详尽的调研。

世界银行调研组对非洲24国的基础设施现状进行深入分析后指出，撒哈拉以南非洲地区包括电力、供水、道路以及信息与通信技术等基础设施薄弱，致使其国民经济增速每年下降2个百分点，生产率降幅高达40%。非洲的基础设施服务水平低于全球水平，服务规模自上世纪90年代以来一直没有扩大。非洲要缩小与世界其他国家和地区在基础设施方面的差距，实现千年发展目标，并在10年内实现国家发展目标，则每年需要930亿美元的资金用于基础设施建设，这一测算是原先预测数字的两倍多。

报告指出，电力部门是非洲基础设施的最亟需建设和最大指出部分，由于电力需求与经济增长几乎是正比例增长的，非洲的电力装机容量需要年增长10%以上，即每年超过7000兆瓦（700万千瓦）才能满足被抑制的

需求。据测算非洲每年的电力行业指出需达到惊人的410亿美元，其中270亿美元用于新增投资，140亿美元用于运营和设备维护。

表2: 基础设施每一标准指标衡量结果来看，非洲均落后于其他对应的发展中国家

单位	非洲低收入国家	其他低收入国家	非洲中等收入国家	其他中等收入国家
Paved-road density	34	134	284	461
Mail-line density	9	38	142	252
Mobile density	48	55	277	557
Internet density	2	29	8.2	235
Generation capacity	39	326	293	648
Electricity coverage	14	41	37	88
Improved water	61	72	82	91
Improved sanitation	34	53	53	82

数据来源: Yepes, Pierce, and Foster 2008.

图6: 非洲电力需求图示，测算的年均新增装机容量为7300兆瓦

Pool	New generation capacity (MW)	New cross-border interconnectors (MW)	New household connections (millions)
CAPP	4,395	831	2.5
EAPP	17,108	3,878	20.0
SAPP	33,319	11,786	12.2
WAPP	18,003	5,625	21.5
Island states	368	n.a.	1.2
Total	73,193	22,120	57.4

Source: Adapted from Rosnes and Vennemo 2008.

Note: CAPP = Central African Power Pool; EAPP = Eastern African Power Pool (including Nile basin but excluding the Arab Republic of Egypt); Island states = Cape Verde, Madagascar, and Mauritius; SAPP = Southern African Power Pool; WAPP = Western African Power Pool. n.a. = not applicable.

数据来源: Africa's Infrastructure: A Time for Transformation

图7: 非洲电力行业投资支出图示，年均资本支出266亿美元、运营与维护支出140亿美元

Country type	\$ billions annually			Percentage of GDP		
	Capital expenditure	Operation and maintenance	Total spending	Capital expenditure	Operation and maintenance	Total spending
Sub-Saharan Africa	26.60	14.00	40.60	4.20	2.20	6.40
Middle-income countries	6.29	7.90	14.19	2.30	2.92	5.22
Low-income fragile countries	4.50	0.70	5.20	11.70	1.80	13.50
Low-income nonfragile countries	7.60	2.20	9.70	6.90	2.00	8.80
Resource-rich countries	8.40	3.35	11.77	3.79	1.50	5.29

Source: Briceño-Garmendia, Smits, and Foster 2008.

Note: For a more detailed exposition of power sector spending needs, see chapter 2 in this volume. Totals may not add exactly because of rounding errors.

数据来源: Africa's Infrastructure: A Time for Transformation

表3: 非洲基础设施投资分部门拆解 (单位: 十亿美元/年)

基础设施部门	资本支出	运营与维护	总支出
信息和通讯技术	7.0	2.0	9.0
灌溉	2.9	0.6	3.4
电力	26.7	14.1	40.8
交通	8.8	9.4	18.2
水供应和卫生设施	14.9	7.0	21.9
总计	60.4	33.0	93.3

数据来源: Africa's Infrastructure: A Time for Transformation

✓ 亚洲水电市场: 全球水电发展美好前景的缩影

对于包括亚洲、非洲和拉丁美洲等全区域水电市场分析本是我们的初衷,但障碍来自详细数据的获取,我们仅选择更易收集数据的亚洲市场作为典型分析。实际上,比如非洲,我们在上文的阐述中已经提到电力将是非洲基础设施建设的最大支出部分,而水电将是非洲电力的重要供应部分。查阅葛洲坝的海外工程公告,可以看到相对部分的水电项目位于非洲。从开发空间来看,以埃塞俄比亚为例,其可开发的水电装机容量达4.5万千瓦,但目前已开发的仅占3%。

我们汇总了亚洲水电开发的热点地区——东南亚(缅甸为主)和巴基斯坦——的水电建设规划及项目列表,不完全统计的缅甸区域水电总装机容量将达到2400万千瓦,总投资约为2200亿元;巴基斯坦未来10年的新增装机目标达到1200万千瓦,总投资210亿美元。

从缅甸水电开发的投资主体来看,均为国内大型电力企业,国内企业海外开发水电主要基于两点考虑:一方面,东南亚水电资源丰富但开发水平落后,可用电力与开发资金双短缺,紧邻中国的地缘优势可实现电力回送,助力西南地区“西电东送”;第二,国内水电资源已基本分配完毕,各有势力范围,国内电力企业要实现“额外”突破,唯有“走出去”,东南亚则成为目前最好的选择。而这一切赖以实现的基础则是国内水电产业迅猛发展后的资本和技术输出。

表4: 全球水电开发规划——缅甸(部分, 未含塔桑大坝等)

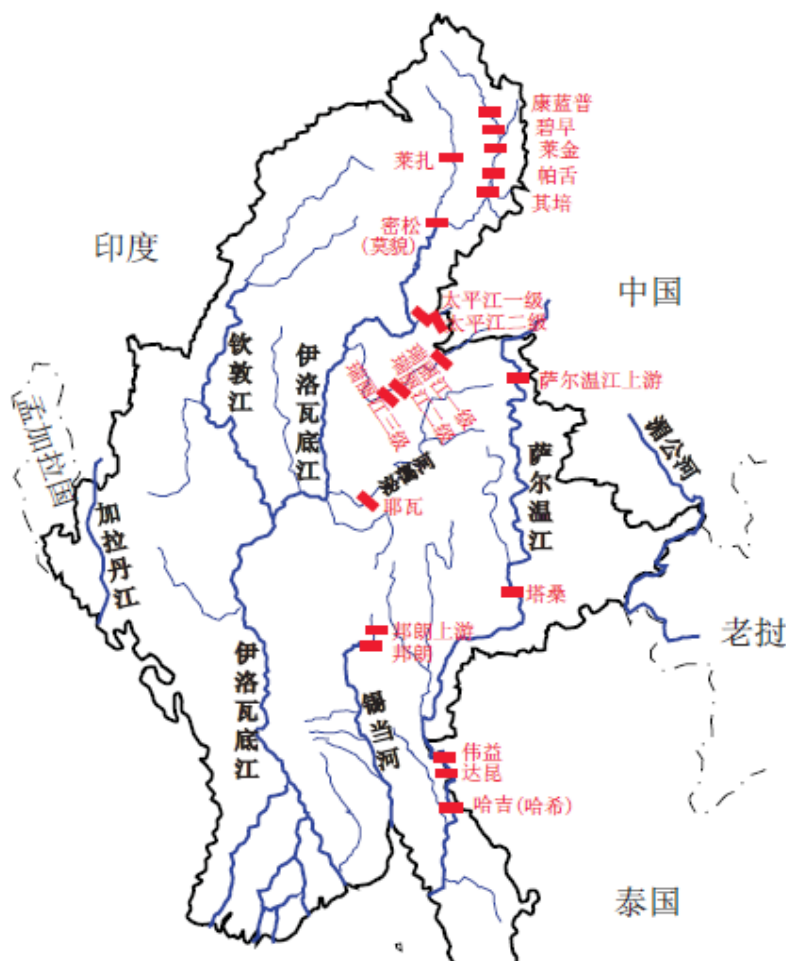
投资主体	开发流域	装机容量 (万KW)	投资额 (亿元)	水电站列表
中电投云南国际 电力投资公司	缅甸恩梅开江、迈立开江和伊 洛瓦底江密松水电站流域	1336	1200	密松、其培、帕舍、莱金、 碧早、康蓝普、莱扎
云南联合电力开 发有限公司	缅甸伊洛瓦底江瑞丽江支流	142	140	瑞丽江一级(09年4月已投 产)、二级、三级
大唐(云南)水电 联合开发公司	缅甸Tarping(太平江)1级和 2级水电站	240	250	太平江一级(2007年9月开 工)、太平江二级
中国长江三峡集 团、南方电网	塔桑	711	620	
共计		2429	2210	

数据来源: 广发证券发展研究中心

注1: 云南联合电力开发有限公司由云南华能澜沧江水电有限公司、云南电网公司和云南机械设备进出口有限公司共同组建。注2: 投资额在统计方面可能有差异,仅描述规模。

图8: 缅甸水电开发布局

密松: 3600MW
其培: 2000 MW
帕舍: 1600 MW
莱金: 1400 MW
碧早: 1500 MW
康蓝普: 1700 MW
莱扎: 1560 MW
太平江一级: 240MW
太平江二级: 2168MW
瑞丽江一级: 600MW
瑞丽江二级: 460MW
瑞丽江三级: 360MW
塔桑大坝: 7110MW
哈吉大坝: 1200MW
伟益大坝: 4540MW
达昆大坝: 792MW
耶瓦水坝: 790MW



数据来源: BRN、广发证券发展研究中心

表5: 中电投缅甸恩梅开江、迈立开江和伊洛瓦底江密松水电站流域开发进程一览

2007-10	中电投集团与缅甸第一电力部就开发缅甸伊洛瓦底江密松以上流域水电项目的主要原则达成一致, 并签署相关协议
2007-12	国家发改委就中电投集团开发缅甸水电项目会同商务部、云南省政府等10部委召开专题会议研究, 同意上报国务院, 待批复后可正式签署开发协议
2007-12	中电投集团领导拜会云南省政府领导, 双方就中电投集团在云南成立项目公司, 云南省政府支持中电投集团投资开发缅甸水电项目等事宜达成一致
2008-02	中电投集团与缅甸联邦第一电力部水电建设司正式签署施工电源电站(装机10万千瓦)的开发合同
2008-04	中电投集团在昆明市注册成立中国电力投资集团公司西南水电项目部, 全面负责缅甸水电项目前期、工程建设管理及项目公司组建工作
2008-05	国家发改委核准施工电源电站开工建设
2008-04	葛洲坝以EPC合同形式承建密松和其培水电站的施工电源电站建设
2009-03	缅甸密松其培电源电站导流洞工程全线贯通, 标志着缅甸密松其培项目部在缅甸伊洛瓦底江上游流域水电开发施工中首战告捷
2009-11	中国水电股份公司与长江三峡集团公司、南方电网共同签署《缅甸萨尔温江流域塔桑水电项目开发中方联合体框架协议》, 组建联合体代表中方参与该水电项目的投资开发

2010-03

塔桑水电站项目中方联合体在北京中国水利电力对外公司总部大楼召开会议，并举行联合体揭牌仪式，为缅甸塔山水电站项目投资开发工作揭开了新的一页

数据来源：广发证券发展研究中心

表6: 全球水电开发规划——巴基斯坦

序号	项目名称	装机容量 (万千瓦)	计划投资 (亿美元)	计划工期 (年)	目前状态
2010年前建成项目 (中期目标)					
1	曼格拉大坝加高	18	8.5	4	正在施工
2	塔尔 (Thal) 水库	5.2	0.58	3	可行性研究
3	道伊安 (Doyian)	42.5	3.46	4	可行性研究
4	尼鲁姆·杰卢姆 (Neelum-Jhelum)	96.9	15.31	6	正在施工
5	考哈拉 (Kohala)	74	13.81	6	已完成可研
6	玛提尔坦 (Matiltan)	8.4	1.10	4	已完成可研
7	吉尔普安 (Gulpur)	11.6	1.50	4	已完成可研
8	阿巴系安 (Abbasian)	24.5	2.50	5	可行性研究
9	拉吉达尼 (Rajdhani)	8.6	1.13	4	可行性研究
	小计	290	47.89		
2015年前建成项目 (远期目标)					
10	巴沙 (Basha)	336	60	8-10	可行性研究
11	达苏 (Dasu)	271.2	31.07	5	正在勘测
12	帕坦 (Patan)	117.2	29.68	5	正在勘测
13	塔考特 (Thakot)	104.3	25.66	5	正在勘测
14	邦吉 (Bunji)	150	26.89	5	正在勘测
15	孟达 (Munda)	74	15.67	5	正在勘测
16	恰考提 (Chakothi)	13.9	1.67	3	正在勘测
17	纳兰 (Naran)	21.9	2.62	4	正在勘测
18	苏基·基纳里 (Suki-Kinari)	65.2	7.50	5	正在勘测
19	帕特灵 (Patrind)	13.3	1.60	4	正在勘测
20	阿萨德·帕坦 (Azad-Patan)	22.2	2.66	4	正在勘测
21	喀劳特 (Karot)	24	2.52	4	正在勘测
22	玛尔 (Mahl)	24.5	2.73	4	正在勘测
	小计	1238	210.27		
	总计	1528	258.16		

数据来源：WAPDA《展望2025》

注1: WAPDA全称巴基斯坦水利电力发展署，代表巴政府负责巴全国的水利、电力基础设施开发和建设；

注2: 因WAPDA《展望2025》于2001年公布，投资额度按照2001年价格计算，而基于目前兑换比率计算的投资额度将大幅提高，如原计划投资60亿美元的Basha大坝的投资额度将提升为126亿美元；

注3: 因为统计的时间差异，项目的进度与表中的统计存在差异。

政策支持与竞争优势：中国企业面临海外业务拓展最佳环境

未来全球建筑市场增长向亚太、拉美和非洲等新兴市场转移为中国企业创造潜在广阔空间，而诸多政策支持和特有的竞争优势，则为中国企业海外业务拓展创造了最佳环境。我们归纳如下：

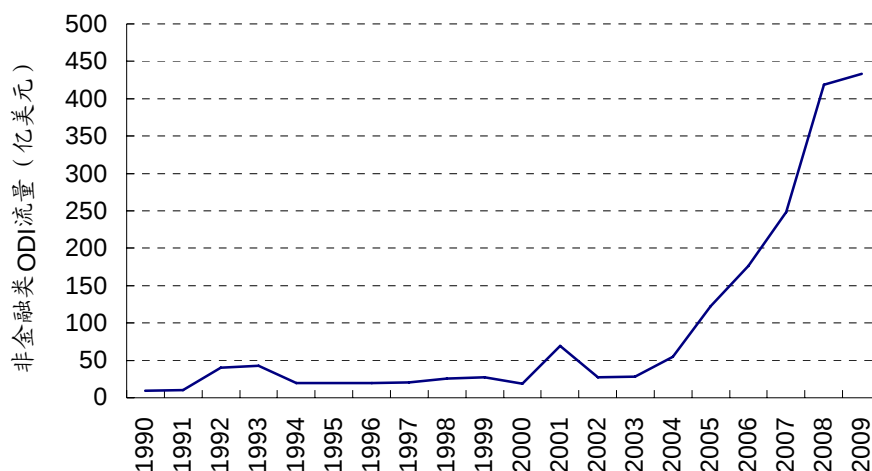
✓ 中国经济增长对资源需求迫切背景下的“走出去”战略和“项目换资源”实施的可行性

中国矿业海外投资始于20世纪80年代，海外投资法律法规的已先后出台，而随着国民经济的发展，一些重要矿产出现供给紧张，上世纪90年代首次提出“走出去”思路，2002年十六大明确提出实施“走出去”战略，资源开发“走出去”则是“走出去”战略的最重要组成部分。

改革开放三十年，是中国制造业快速发展的三十年，如今中国已经发展成为偏重于制造业的产业结构，这直接带来的结果是制造业的迅猛发展耗费了大量的资源能源，而国内储量不足。考虑到中西部地区的资源开发具有投资大、周期长、投资回收慢等特点，勘察开发和生产的成本高，海外进口的产品在国内市场仍具有较大的竞争力，同时在经济增长中积累的巨量外汇储备为中国开展对外直接投资提供了足够的财力支持。

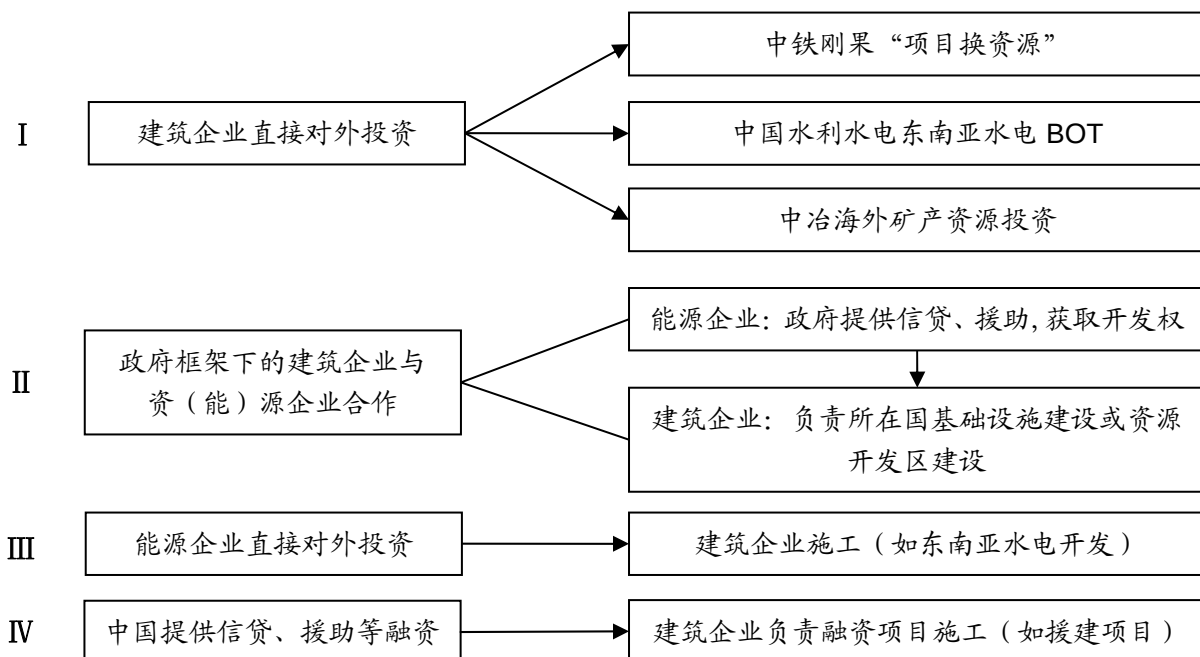
另一方面从地理分布看，在中国建筑企业海外业务中非洲、拉美地区占据了极为重要的位置，而这些国家由于经济增长缓慢使得财政收入严重不足，无力支撑国内的基础设施建设，自有矿产资源的开发更是不足，由此导致经济增长的恶性循环，他们急需解决制约国内经济增长的基础设施建设问题。而中国建筑企业海外拓展的时机以及第三世界国家大力发展国内基础设施建设的时机恰好相逢。因此在我们看来，类似“工程项目换资源”模式将得到普遍推广，这可能是现阶段从海外寻求矿产资源支持国内经济增长的比较有效的方法。这种“工程项目换资源”有可能存在多种路径，如图10所示。

图9：2004年开始中国对外非金融类投资呈现井喷态势



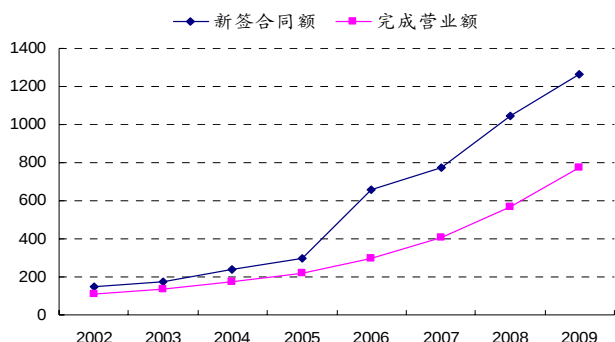
数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图10: 政策支持下的中国建筑企业主要对外承包工程开展路径



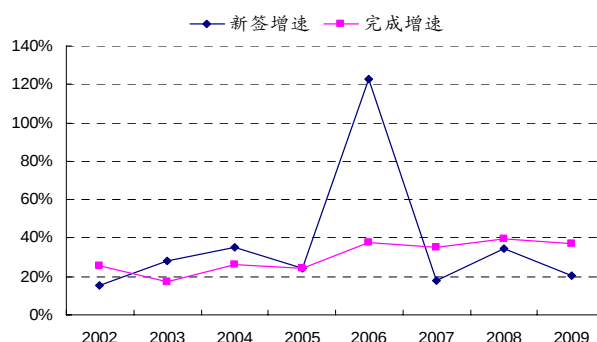
数据来源：广发证券发展研究中心

图 11: 我国对外承包工程新签合同额与完成营业额



数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图 12: 对外承包工程新签合同与完成营业额增速



数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

✓ 金融危机下，资本输出与鼓励出口政策推出更成加快趋势

此次金融危机对中国出口的负面影响远没有消尽，同时基于外汇管理需要，资本输出与鼓励出口的政策恰相吻合，以对外承包工程带动设备出口成为抵御全球经济下滑中一般贸易品出口遇阻的寒流，国家对此的支持政策不断出台。

如2009年6月出台了“421亿美元”大型成套设备出口保险融资专项资金安排，支持大型成套设备出口。区域合作互助方面，中国将在今后3-5年内中国将向东盟国家提供150亿美元信贷，向上海合作组织成员国提供100亿美元信贷支持。这些优惠贷款或融资类协议将会成倍的撬动对外承包工程合同额。

表7：2009年以来中国鼓励出口的若干政策与资本输出

时间	事件
2009-4	中方决定设立规模100亿美元的“中国-东盟投资合作基金”，用于双方基础设施、能源资源、信息通信等领域重大投资合作项目。为加强东盟一体化建设和区域合作，今后3-5年内，中国将向东盟国家提供150亿美元信贷
2009-5	国务院常务会议决定，2009年安排短期出口信用保险承保规模840亿美元，同时安排优惠出口买方信贷规模100亿美元
2009-6-22	商务部、财政部于2009年6月22日联合下发了《关于大型成套设备出口实行融资保险专项安排有关问题的通知》，通过安排“421亿美元”融资保险，支持大型成套设备出口
2009-6	中国向上海合作组织成员国提供100亿美元信贷支持
2009-11	中非合作论坛第四届部长级会议上提出向非洲国家提供100亿美元优惠性质贷款，主要用于基础设施项目和社会发展项目
其他	中国与巴基斯坦、沙特、加拿大、委内瑞拉等多国签署了双边中长期合作规划和基础设施领域合作协议，与俄罗斯、土耳其、卡塔尔等近10个国家探讨商签类似合作文件；推动落实了总额约170亿美元的优惠出口买方信贷

数据来源：广发证券发展研究中心

✓ **合作框架下的利益互享，政策资金为中国企业拓展第三世界国家提供先天优势**

以非洲和拉丁美洲为典型例子，基于政治上的考虑和更加长远的战略安排，中国通过无偿援助和优惠贷款形式给予建设资金，所有的以中国资金投资的工程基本由中国施工企业承建，政策资金护航为中国企业拓展第三世界国家提供先天优势，且这类工程在合同款支付和盈利方面享有更多益处。

✓ **成本优势之下，技术输出条件已经具备**

与中国的城市化进程相伴的基础设施建设在过去十几年里开展得如火如荼，此轮基础设施建设的高峰期使得国内施工企业在施工能力和技术方面积累了丰富的经验，诸如高速铁路和水电建设等产业，中国已经具备了成熟的技术输出条件。

✓ **建筑央企受益政策最大，最有可能形成海外业务的规模化**

显而易见，目前的情况是政策支持下建筑央企具备做大做强海外业务的能力，因为建筑央企更加熟悉海外市场拓展的游戏规则和具有更多参与的条件。我们判断，在国家“走出去”战略的支持下，政府框架与资源类项目将逐渐取代现汇项目成为中国建筑企业海外市场业务承接的重点，优先做大做强海外业务已经成为建筑央企面临国内建筑市场激烈竞争的必然选择，从这一角度来看，也只有建筑央企最有可能形成海外业务的规模化。图10政策支持下的中国建筑企业主要对外承包工程开展路径生动的展现了海外业务开展的参与路径。

全球布局与政策导向下，公司海外业务将迎来腾飞时刻

✓ 广泛布局，谋划未来

自1995年以来，集团公司积极“走出去”，大力实施“国际化”战略，先后在亚洲、非洲和南美洲等十多个国家承接了30余项国际工程，在海外树立了中国公司的良好形象和CGGC知名品牌。2006年1月国际工程公司在北京成立，负责集团公司海外业务管理，国际工程管理体制进一步理顺，国际公司的发展思路 and 战略定位进一步明确，为做强做大国际板块打下了坚实基础，标志着公司海外业务开展进入了新阶段。

我们注意到，自2008年以来，公司陆续在全球18个国家或地区新设地区分公司或代表处，共计形成了22个分公司或分公司的设立，全球业务布局进一步完善，海外战略已经在布局全球的过程中不断得以践行，而海外业务开展也被上升为前所未有的公司战略高度。

图13: 葛洲坝海外业务开展分布图

海外分支机构全球布局（2009）



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表8: 公司海外业务开展地区列表

时间	名称	区域	国家概况	注册资本
	埃塞俄比亚分公司	东非	矿产和水力资源丰富	
	尼日利亚分公司	西非	石油和水力资源非常丰富	
	印度分公司	南亚	矿产和水力资源丰富	
	印度尼西亚办事处	东南亚	石油、矿产资源丰富	
2008-03-28	利比亚分公司	北非	石油、天然气非常丰富	15万第纳尔
2008-04-29	赤道几内亚有限公司	中非	石油、林业资源丰富	1000万中非法郎
2008-04-29	伊朗分公司	中东	石油和天然气资源丰富	
2008-08-29	阿联酋分公司	中东	石油和天然气资源非常丰富	25万迪拉姆
2008-09-10	葛洲坝(泰国)有限公司	东南亚	石油和天然气资源非常丰富	300万泰国铢
2008-10-29	厄瓜多尔分公司	南美	石油、矿产资源丰富	

2008-10-29	巴基斯坦代表处	南亚	水力、农业资源丰富	
2009-03-03	阿尔及利亚	北非	石油、矿产、森林自然资源丰富	
2009-03-03	马里代表处	西非	矿产资源丰富、土地肥沃	
2009-03-25	葛洲坝安哥拉有限公司	中非	石油、天然气和矿产资源丰富	100万美元
2009-04-28	苏丹分公司	北非	水力、矿产资源丰富	
2009-07-08	老挝代表处	东南亚	水力、森林资源丰富	
2009-07-08	缅甸代表处	东南亚	水力、森林资源丰富	
2009-08-12	加纳	西非	矿产资源丰富	
2009-08-12	加蓬	中非	石油、矿产和森林资源丰富	
2009-08-12	斐济	南太平洋		
2009-08-12	蒙古	东北亚	煤、铜等矿产资源丰富	
2009-08-12	白俄罗斯	东欧	水力资源丰富	
2009-01-01	国际工程公司吸收合并公司全资子公司葛洲坝建设工程有限公司			4.89亿元

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

✓ 双向延伸打开发展空间：优质国内施工品牌的海外延伸，国内非水电市场开发的海外延伸

我们认为公司的海外市场开发遵循着两个重要思路，即：将优质的国内施工品牌向海外输送，和以传统优势的水利水电为中心、向非水电领域拓展。

1) 优质国内品牌的建立与海外延伸

作为独家承建万里长江第一坝--葛洲坝水利枢纽工程的公司，从出身之日起就注定在中国筑坝技术和水电建设中成就一番伟业，从公司自身创造的一个个行业记录到不断超越、刷新，最终以承建65%以上施工量的三峡工程——这一跨世纪的伟大工程——完成了集大成者的升华（江河截流、机组安装、金属结构制作按照、混凝土施工、爆破）。伴随着中国水电施工第一品牌的日渐深入人心，优质国内施工品牌也逐渐建立起来。

而在海外市场开发中，这种优质的施工品牌和众多行业记录的创建无疑成了最好的敲门砖，通过将国外业主“请进家门”参观其代表性工程，已经成为公司屡试不爽的营销手段。因此，中标金额14.6亿美元的尼日利亚蒙贝拉水电工程和15.05亿美元的巴基斯坦尼鲁姆·杰卢姆水电工程这两个目前中国公司在海外承建的两个最大的水电项目，这充分显示了公司海外业务发展方面的突出成就。

2) 非水电市场开发的海外延伸

从水利水电施工跨越到其他基础设施领域施工并无实质的技术性障碍，我们从另一家经营模式高度一致的企业——中国水利水电的非水电市场成功拓展可以看到鲜明的范例。

以铁路建设市场为例，正如我们所说，对于一个尚不充分竞争的市场，央企凭借各种资源获取更多份额的可能性较大，对于葛洲坝而言，可以借助湖北市场的区域优势和市场地位，在湖北省内铁路建设尤其是城际铁路建设中赢得一定的份额。

而实际上，公司已经很早就开始承担高速公路、机场、港口和房建等领域施工且获得了相应的资质牌照，因此我们认为在条件具备的情况下，公司一旦决心发力非水电市场的开发，则必然有大收获。

表9: 葛洲坝在三峡项目创造的多个“纪录”

技术项目	描 述
江河截流施工技术	唯一在长江上成功实施三次截流的水电施工企业，使公司在世界截流施工中具有无可动摇绝对技术成就，直接促使三峡工程大江截流创造三项世界纪录
发电机组安装技术	创造了同一施工单位在同一座水电站年安装、投产机组容量210万千瓦的全国最高纪录
大型金属结构制造安装	创造了在同一坝段日安装425吨、月安装2500吨、年安装18000吨的行业新纪录，牵头承担了号称“天下第一门”的三峡永久船闸全部金属结构和机电设备的安装施工，继葛洲坝船闸之后继续保持这一领域施工技术的领先地位
混凝土施工技术	在国内首先使用“塔带机混凝土浇筑施工方案”创造了最高年浇筑强度548万立方米、最高月强度56万立方米、最高日强度2.3万立方米的世界新纪录
混凝土温控防裂技术	成功解决大体积混凝土温控防裂这一大坝施工的重点和难点，在三期工程施工实现浇筑混凝土无一裂缝，显示了公司在混凝土温控防裂技术的优势
爆破技术	成功将乳化炸药混装车技术运用到三峡施工，彻底改变了爆破施工的“风险”概念，在坝基岩水平光爆技术方面公司始终保持着技术优势

数据来源：广发证券发展研究中心

表10: 葛洲坝部分行业记录罗列

项目	描 述
葛洲坝水利枢纽工程	20世纪七八十年代，公司独家承建万里长江第一坝--葛洲坝水利枢纽工程，创造100多项中国水电施工新纪录，将中国水电工程施工技术推向世界先进水平
二滩水电站地下厂房工程	1991至1995年，集团公司与德国公司组成联营体，承担施工了20世纪亚洲最大的地下厂房--四川二滩水电站地下厂房工程
二滩水电站机组安装	1999年，公司牵头联营体在二滩水电站建设中创造了在一个水电站、用一个安装间、一年安装4台55万千瓦水发电机组的全国纪录，其成功安装表明公司继续稳踞“中国机电安装第一品牌”
湖北清江隔河岩水利枢纽工程	2000年，由公司整体承建的湖北清江隔河岩水利枢纽工程荣获中国建筑工程质量最高奖--鲁班奖（国家优质工程），开创了由一个水电施工企业独家承建的百万千瓦级水电站整体荣获鲁班奖的先河
三峡左岸电站机组安装	2003年，公司以提前合同工期12个月的施工速度，一举完成三峡左岸电站5号、6号、4号机组投产发电，创造了同一单位在同一座水电站年安装、投产机组容量210万千瓦的全国新纪录
三峡右岸水电站机组安装	公司2007年在三峡右岸水电站安装投产4台国产大机组，创造了由一家企业在一座水电站一年安装投产4台70万千瓦大型水轮发电机组、装机总容量达280万千瓦的世界纪录
筑坝技术	水布垭水利枢纽工程：最大坝高233米，世界最高面板堆石坝；龙滩水电站：坝高216.5米，世界最高的碾压混凝土坝；锦屏一级水电站：设计坝高305米，为目前世界上已建、在建和设计中的最高的双曲薄拱坝

数据来源：广发证券发展研究中心

✓ 精选融资类项目，政策支持与央企资源综合利用

正如我们前述分析，建筑央企更加熟悉海外市场拓展的游戏规则和具有更多参与的条件，在国家“走出去”战略的支持下，政府框架与资源类项目将逐渐取代现汇项目成为中国建筑企业海外市场业务承接的重点，只

有建筑央企最有可能形成海外业务的规模化。而葛洲坝将这一优势发挥的淋漓尽致：公司2010年以来的新签海外合同，几乎无一例外都是国内提供融资类项目，对于承接这类工程的好处我们后续也有详细分析。

大合同、高盈利，边际贡献葛洲坝最为受益

包括中国中铁、中国铁建和中国建筑在内多家建筑央企皆将海外业务定位于公司的重点发展战略之一，如果以海外业务作为公司投资价值的判断视角，那么我们认为相对于两铁等央企已经过于庞大的业务规模和同比国内业务的低盈利水平，业务规模相对中等、海外业务盈利能力5倍于国内的优势使得海外市场拓展对于葛洲坝的边际贡献最大。

✓ 过往数据显示公司海外业务已成腾飞之势

公司海外业务拓展从2006年开始逐渐成效显现，2007至2009年海外业务收入实现了同比127.79%、185.13%和97%的高速增长。2006-2009年新签海外合同的复合增长率为222.5%，收入的复合增长率为556%，海外业务收入占比由2007年的6.5%迅速上升至2009年的16.5%，盈利占比也已达到了26.45%。

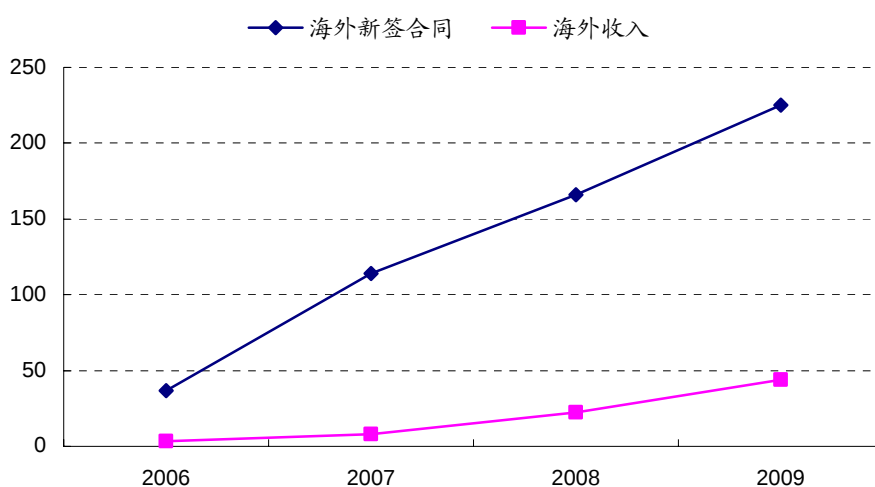
历史数据显示公司海外业务已成腾飞之势。

表11：高盈利海外业务的跨越式增长

	2008年		2009年	
	国际公司	公司整体	国际公司	公司整体
收入	18.77	22.36	35	44
收入增速	-	185%	86.5%	97%
净利润	2.02	2.41	3.07	3.86
净利润增速	1120%	-	52%	60%
毛利率	-	17.17%	-	16.38%
净利率	10.76%	10.76%	8.77%	8.77%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图14：公司2006-2009年海外业务收入与新签合同



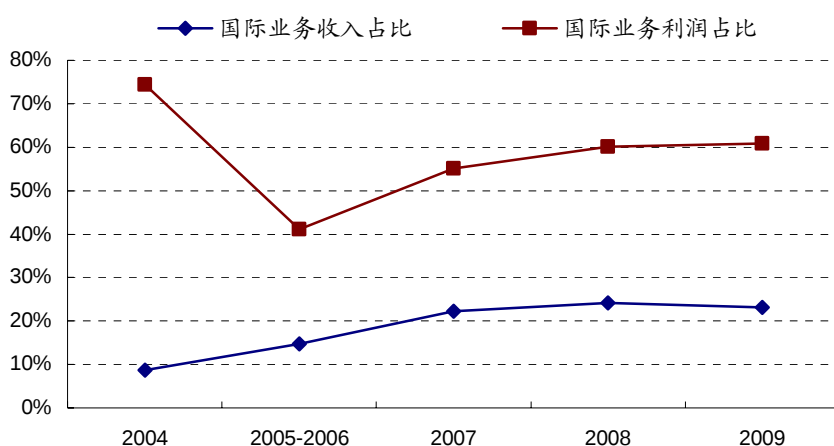
数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

✓ 5倍于国内施工业务的盈利能力带来业绩的丰富想象

公司海外业务之所以引起我们关注的一个重要原因在于5倍于国内施工业务的盈利能力。公司2008年和2009年海外业务的净利润率高达10.76%和8.77%，从母公司报表查阅的毛利率分别为17.17%和16.38%，展现出远高于国内施工业务的盈利水平。对比业务高度相似的中国水利水电建设集团公司，其海外业务收入占比仅为20%，但却贡献了公司利润的60%以上，海外业务利润率高达8%以上。

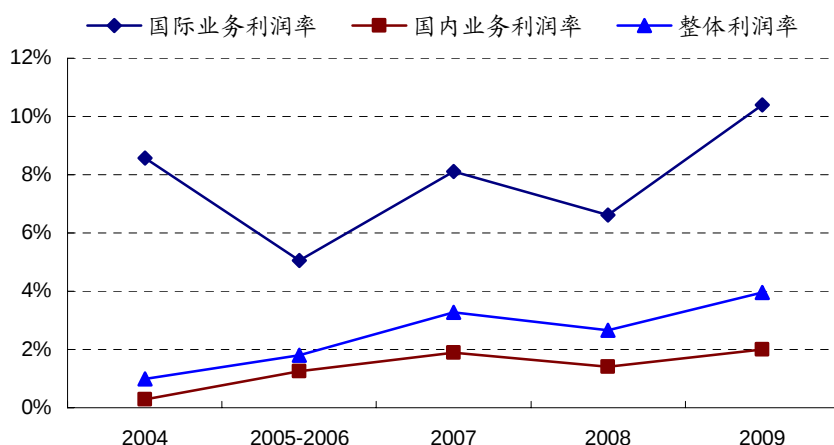
数倍于国内业务的盈利水平，海外业务拓展不仅具有收入规模提升效应而，更因盈利拉升效应而带来丰富业绩想象。

图15：中国水利水电国际业务收入与盈利占比



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图16：中国水利水电国内外业务利润率比较



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

注1：2005-2006年未获得但年度数据，将两年加总计算，计算有误差

注2：2008年由于金融危机影响国际业务盈利能力下降幅度较大，2009年强劲回升

✓ 海外业务高盈利探解与持续性分析

类似中国水利水电海外业务同样的高盈利，使得我们需要对其原因进行分析。我们认为，理解海外业务的高盈利特性首先应该看到其完全不同于国内业务的合同承接模式，归纳如下：

1) 紧随国内资金走出去，精选融资类海外合同

从公司2010年承接的海外合同来看，几乎全部为由中国提供融资、援助或直接投资类合同。我们认为承接此类合同将可能带来三方面受益：一、中国提供融资的海外项目基本不需要公开竞标，围标、议标形式合同可以保证相当的盈利空间；二、这类合同的融资有可能由中国施工企业代为协调或申请，因此某种意义上海外市场的竞争体现为国内施工企业融资能力的竞争，施工企业的融资能力将获得支付溢价；三、结算支付有可能直接在国内完成，避免支付和汇兑风险。

2) 完全不同于国内的招投标模式，议标形式保证盈利空间，融资能力获得支付溢价

与国内公开招标的合同承接模式完全不同，融资类合同基本避开公告竞标对成本的抬高。在通过前期规划设计项目跟踪之后，公司本身借助其央企优势和资源可以为第三世界国家申请优惠贷款，海外业务承接中体现的融资能力也理应享受支付溢价。

3) 不可不提的项目管理能力

良好的项目选择之后，由合同向盈利的转化离不开强大的项目管理能力，两铁同样开展海外业务但无法获得高的盈利水平，我们认为项目管理能力是关键因素。

从行业的发展历程来看，水利水电建设行业是较早迎来市场体制改革的建筑子行业，1984年云南鲁布革水电站率先实行项目建设管理体制改革，在国内首次引进世界银行贷款，实行国际招标，采取国际惯例组织建设，由此中国水电建设行业是我国最先实行招标承包制的行业。“鲁布革冲击”给我国水电建设行业带来的直接影响就是水利水电施工、设计咨询、设备制造全面走向市场，引入市场化竞争机制。

相比于铁路建设行业自始以来的严格进入壁垒，水利水电建设行业曾经经历过较为激烈的市场竞争，由此对公司项目管理能力的锤炼使得公司在工程项目承建方面的盈利能力更强。这一点在同行业公司中水电和葛洲坝身上得到鲜明体现。

建筑公司发展分化趋势已成，海外业务应享受相对较高估值

正如我们开篇所述，显著的地域分割性（地方保护主义）、过度的行业竞争态势使得大多施工企业依赖国内建筑市场已无可成长性空间，我们在报告中大篇幅的关于海外市场空间和海外业务的阐述归结于一点在于：我们认为海外业务拓展能够重塑公司的成长性，由此在建筑公司发展分化趋势已经形成的背景下，海外市场所展现出的蓬勃生机应享受相对较高估值。

投资建议

在中报发布前，维持我们之前所做的盈利预测，我们关于未来传统建筑股投资逻辑的重构集中在三条主线：海外市场、资源化路径和重组概念，公司都一一具备，目前股价未反映相比传统施工企业更好的成长性预期、未反映资源价值和重组预期，因此维持“买入”评级，目标价20元。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	
货币资金	4350	5000	6980	8600	
应收账款	2282	2850	3453	4247	
预付款项	2967	4321	4740	5834	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	2679	3570	4634	5699	
存货	8394	13295	17235	21183	
流动资产合计	20822	28852	36805	45303	
长期股权投资	1405	920	980	1009	
固定资产	7634	6981	7965	8640	
在建工程	885	388	394	447	
无形资产	4949	9577	9427	9277	
长期待摊费用	169	359	489	619	
递延所得税资产	60	80	80	80	
非流动资产合计	21792	21926	23910	24769	
资产总计	42614	50779	60715	70072	
短期借款	2223	4181	3979	3936	
应付票据	173	100	129	159	
应付账款	4261	6315	8618	10607	
预收款项	4673	9519	12356	15198	
应付职工薪酬	551	420.	450	450	
应交税费	211	185	185	185	
应付利息	4	0	0	0	
应付股利	32	0	0	0	
其他应付款	2180	2500	2600	2600	
流动负债合计	18508	25313	30826	35660	
长期借款	13266	13467	14767	15967	
应付债券	1080	1017	1017	1017	
长期应付款	53	120.	120	120	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	497	200	200	200	
非流动负债合计	14907	14804	16104	17304	
负债合计	33415	40118	46930	52965	
股本	2147	2325	2325	2325	
资本公积	2948	2198	2598	2598	
盈余公积	281	238	238	238	
未分配利润	2793	4811	7398	10562	
少数股东权益	1013	1089	1226	1384	
负债股东权益总计	42614	50779	60715	70072	
每股净资产(元)	3.81	4.46	5.85	7.32	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	266	397	515	633	
营业成本	226	332	431	530	
营业税金及附加	6.56	9.52	12.36	15.2	
销售费用	2.50	4.16	5.41	6.65	
管理费用	11.43	17.45	22.14	27.23	
财务费用	8.23	9.35	11.35	16.36	
资产减值损失	0.18	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	4.16	1.2	1.2	1.6	
营业利润	15.33	24.99	33.91	39.07	
营业外收入	1.65	1.30	1.30	1.8	
营业外支出	0.32	0.30	0.30	0.35	
利润总额	16.66	25.99	34.91	40.52	
所得税费用	2.24	5.40	7.68	7.29	
净利润	14.42	20.59	27.23	33.22	
归属于母公司净利润	13.23	19.31	25.87	31.64	
少数股东损益	1.19	1.28	1.36	1.58	
EPS(元)	0.616	0.831	1.11	1.36	

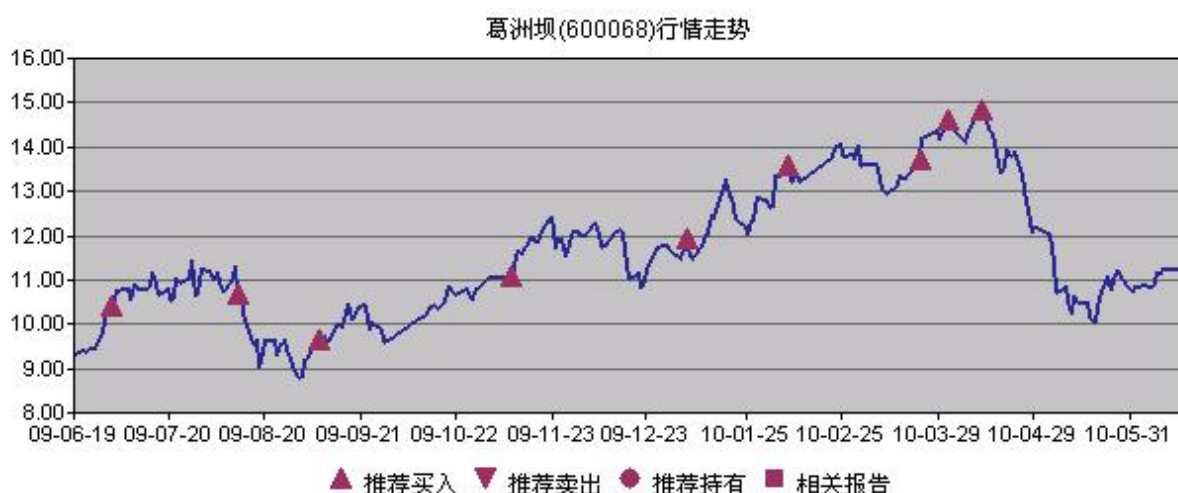
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	500	2153	3455	3288	
投资活动现金流量	-4335	-3294	-2300	-1190	
筹资活动现金流量	4937	1791	825	-478	
现金及现金等价物净增加额	1082	650	1980	1620	
期末现金余额	4350	5000	6980	8600	
每股经营活动现金流(元)	0.504	0.926	1.48	1.41	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	37.3%	47.4%	29.8%	23%	
营业利润增长率	76.38%	59.3%	35.7%	15.2%	
毛利率	15.06%	16.20%	16.3%	16.25%	
营业利润率	5.76%	6.3%	6.59%	6.17%	
净利率	5.42%	4.99%	5.03%	5%	
净资产收益率	16.16%	21.76%	21.42%	20.13%	
总资产收益率	3.88%	3.89%	4.26%	4.08	
流动比率	1.13	1.13	1.18	1.27	
资产负债率	78.4%	80%	78.1%	75.6%	
所得税税率	13.43%	20%	20%	18%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心



相关研究报告

公司 2009 年年报点评: 别有暗香	王 飞	2010-04-12
公司跟踪报告: 变革年, 千亿蓝图有望加速实现	王 飞	2010-02-08
公司中报点评: 业绩超越预期, 分项估值提升上涨空间	王 飞	2009-08-12
公司深度报告: 发展基础不断夯实, 期待业绩全面爆发	王 飞	2009-05-05
公司深度报告: 潜力巨大的一体化运营央企	王 飞	2008-11-06
公司跟踪报告: 变革年, 千亿蓝图有望加速实现	王 飞	2010-02-08

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

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。