

葛洲坝 (600068)

水利水电前景佳、央企重组与大额订单预期

—水利水电系列报告之三

	韩其成	白晓兰
	021-38676162	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026

本报告导读：

旱涝灾害、新能源建设推动水利水电建设，海外市场方兴未艾，央企整合预期提速成为推动葛洲坝成长的3大驱动因素，建议增持，目标价格11.5元。

投资要点：

- 2007年葛洲坝水利水电工程集团公司吸收合并进入上市公司，公司为水利水电施工行业第二大央企。工程施工为核心业务，工程施工类型以水利水电施工为主，占比约50%。葛洲坝构建了工程施工互补体系，业务涉及面广，并在新疆开展了水电建设、煤矿探测业务。
- **驱动因素：1) 水利水电建设近年将掀高峰。**今年旱涝灾害频发，总结历史经验，98、01年发生大灾后，98、02年的水利建设增速迅速提高，预期明年也会带来水利的投资高峰。水电项目在沉寂两年之后，10年发改委再度重启审批，为了完成我国向国际社会作出了“到2020年单位GDP二氧化碳排放比2005年有显著下降、非化石能源占一次能源消费比重达到15%左右”的承诺。我们认为，水电项目在近几年必然要大量建设。**2) 海外市场方兴未艾。**葛洲坝上半年海外合同同增328%，大大优于全国整体情况。亚非州有不少国家水资源丰富但开发程度低，这些国家都将是葛洲坝的潜在客户。另外，葛洲坝与FMG的合作协议令我们期待他们之间的大额合同。**3) 央企整合预期加速。**国资委主任李荣融7月23日再次强调，要以组建国新资产管理公司为契机，加快央企重组和调整步伐，今年要把央企调整到100家以内。相关水利水电建设公司重组可能性大。
- **盈利预测：**公司2010~2012年的EPS分别为0.48、0.61、0.75元，业绩复合增速高于25%。与相关公司比较，新签合同额与市值葛洲坝比率最低，新签合同额与收入的比值看更有业绩保障性。基于水利水电前景、央企重组预期、大额订单，建议增持，目标价格11.5元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	19,370	26,601	35,867	44,489	54,780
(+/-)%	61.3%	37.3%	34.8%	24.0%	23.1%
经营利润 (EBIT)	1,490	1,940	2,754	3,461	4,250
(+/-)%	75%	30%	42%	26%	23%
净利润	811	1,323	1,669	2,117	2,617
(+/-)%	35%	63%	26%	27%	24%
每股净收益 (元)	0.49	0.62	0.48	0.61	0.75
每股股利 (元)	0.13	0.10	0.08	0.10	0.12

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	8%	7%	8%	8%	8%
净资产收益率 (%)	18%	16%	17%	15%	0%
投入资本回报率 (%)	8%	8%	11%	12%	14%
EV/EBITDA	13.8	10.4	7.3	5.9	5.0
市盈率	18.1	14.3	18.4	14.5	11.7
股息率 (%)	1.5%	1.1%	0.9%	1.1%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：11.50

上次预测：9.00

当前价格：9.09

2010.08.06

交易数据

52周内股价区间 (元)	7.13-15.00
总市值 (百万元)	31,701
总股本/流通A股 (百万股)	3,487/2,168
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	62%
日均成交量 (百万股)	27
日均成交值 (百万元)	265

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,750
每股净资产	2.80
市净率	3.3
净负债率	201%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.10
Q2	0.16	0.12
Q3	0.13	0.10
Q4	0.21	0.16
全年	0.62	0.48

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	32%	14%	26%
相对指数	22%	23%	48%

相关报告

《合同增加提升估值，集诸多主题于一身》	2010.04.12
《前3季度净利润同增60%，符合预期》	2009.10.29
《中期业绩符合预期》	2009.08.11
《2008年业绩略好于预期》	2009.03.09
《水利水电建设高峰期受益者》	2008.09.08

模型更新时间: 2010.08.06

股票研究

工业
建筑工程业

葛洲坝 (600068)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.50

上次预测: 9.00

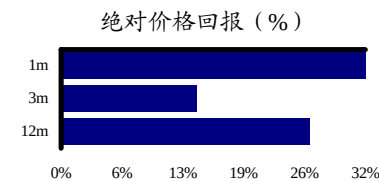
当前价格: 9.09

公司网址

www.cggc.cn

公司简介

公司是以建筑工程承包施工和水泥生产销售为主业,集交通、能源等基础设施投资经营及高新技术产业为一体的多元化经营的上市公司,拥有水利水电工程总承包一级资质,为全国最大的特种水泥生产基地,“三峡牌”水泥被认定为国家首批推荐建材产品。07年公司实现了集团公司主业资产的整体上市,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

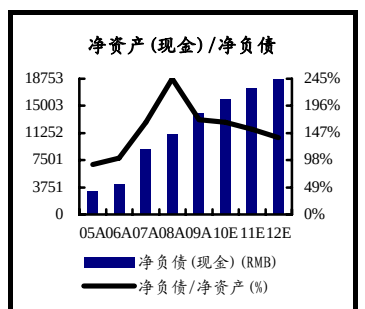
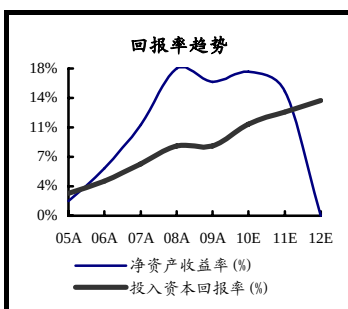
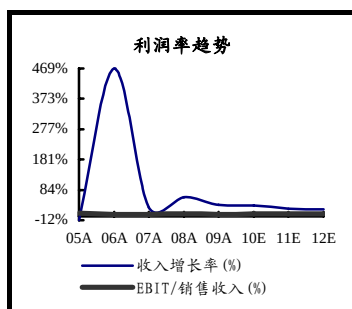


52 周价格范围 7.13-15.00

市值 (百万) 31,701

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,645	9,361	12,005	19,370	26,601	35,867	44,489	54,780
主营业务成本	1,211	7,947	9,991	16,285	22,595	30,381	37,639	46,357
税金及附加	32	244	336	496	656	885	1,098	1,351
主营业务利润	403	1,170	1,679	2,588	3,350	4,601	5,753	7,071
其他业务利润	22	6	0	8	17	18	22	27
营业费用	80	101	148	201	250	323	400	493
管理费用	169	510	679	889	1,143	1,506	1,869	2,301
EBIT	176	552	851	1,490	1,940	2,754	3,461	4,250
财务费用	165	227	323	706	823	1,004	1,201	1,424
营业利润	10	326	528	784	1,117	1,750	2,260	2,826
所得税	5	137	72	78	224	272	345	426
少数股东损益	8	26	73	36	119	149	190	234
净利润	63	231	600	811	1,323	1,669	2,117	2,617
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	574	1,193	2,330	3,268	4,358	5,201	6,664	9,338
其他流动资产	1,472	4,563	9,008	12,137	16,464	22,199	27,535	33,904
长期投资	367	183	3,531	1,864	3,239	3,401	3,571	3,749
固定资产合计	5,449	8,171	4,648	6,049	8,520	10,002	11,176	12,230
无形及其他资产	717	944	6,557	8,308	9,973	11,676	13,837	16,508
资产合计	8,579	15,079	26,149	31,703	42,615	52,560	62,884	75,855
流动负债	1,972	6,590	12,061	14,766	18,508	26,455	33,083	41,657
长期负债	2,702	3,652	6,993	11,105	14,409	15,335	17,037	18,970
股东权益	3,475	4,087	5,435	4,557	8,186	9,584	11,358	13,550
投入资本(IC)	6,039	8,508	12,241	16,290	20,074	21,678	24,124	26,547
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	162	361	769	1,365	1,680	2,396	3,011	3,698
折旧与摊销	180	338	553	726	1,019	1,442	1,700	1,932
流动资金增量	(701)	(481)	1,644	896	(352)	(1,581)	(890)	(1,301)
资本支出	412	3,287	2,641	3,876	5,159	4,627	5,035	5,657
自由现金流	630	(2,108)	(2,962)	(2,681)	(2,109)	792	566	1,274
经营现金流	292	259	205	866	500	3,523	3,374	4,330
投资现金流	(281)	(1,037)	(1,715)	(3,738)	(4,335)	(4,627)	(5,035)	(5,657)
融资现金流	(199)	334	2,680	3,870	4,937	(753)	(1,323)	(1,151)
现金流净增加额	(188)	(443)	1,170	998	1,102	(1,857)	(2,984)	(2,478)
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率	-11.8%	469.0%	28.2%	61.3%	37.3%	34.8%	24.0%	23.1%
EBIT 增长率	47.0%	214.7%	54.1%	75.1%	30.2%	42.0%	25.7%	22.8%
净利润增长率	21.5%	266.7%	160.0%	35.0%	63.2%	26.2%	26.9%	23.6%
利润率								
毛利率	26.4%	15.1%	16.8%	15.9%	15.1%	15.3%	15.4%	15.4%
EBIT 率	10.7%	5.9%	7.1%	7.7%	7.3%	7.7%	7.8%	7.8%
净利润率	3.8%	2.5%	5.0%	4.2%	5.0%	4.7%	4.8%	4.8%
收益率								
净资产收益率(ROE)	1.8%	5.7%	11.0%	17.8%	16.2%	17.4%	15.0%	0.0%
总资产收益率(ROA)	0.7%	1.5%	2.3%	2.6%	3.1%	3.2%	3.4%	3.4%
投入资本回报率(ROIC)	2.7%	4.2%	6.3%	8.4%	8.4%	11.1%	12.5%	13.9%
运营能力								
存货周转天数	147.4	47.0	105.8	124.0	122.8	118.4	123.0	123.3
应收账款周转天数	135.18	68.62	79.98	56.49	68.07	68.07	68.07	68.07
总资产周转天数	1,903.4	588.0	795.0	597.4	584.7	534.9	515.9	505.4
净利润现金含量	4.63	1.12	0.34	1.07	0.38	2.11	1.59	1.65
资本支出/收入	25%	35%	22%	20%	19%	13%	11%	10%
偿债能力								
资产负债率	54.5%	68.0%	76.0%	82.7%	78.4%	79.5%	79.7%	79.9%
净负债率	90.4%	101.6%	165.5%	244.5%	171.1%	166.4%	153.8%	138.4%
估值比率								
PE	75.3	30.6	40.1	29.7	14.3	18.4	14.5	11.7
PB	1.4	1.7	4.4	5.3	2.3	3.2	2.7	2.3
P/S	2.9	0.8	2.0	1.2	0.7	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	22.33	8.92	30.50	19.33	10.37	7.31	5.94	4.96
股息率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	1.1%	0.9%	1.1%	1.4%



目 录

1. 历史演变与股权结构	6
1.1. 历史演变: 2007 年整体上市资产规模大增	6
1.2. 股权结构: 国资委是最终大股东	6
2. 盈利模式与行业地位: 水利水电施工行业央企	6
2.1. 盈利模式: 水利水电施工为主, 5 大相关产业为辅	6
2.1.1. 水利水电施工为主, 5 大相关产业为辅	6
2.1.2. 投资项目成绩突出, 收益丰厚	9
2.2. 工程施工: 大建安互补体系	10
2.2.1. 07 年水电工程注入后, 工程占比大幅提升	10
2.2.2. 水利水电施工: 经验丰富的行业龙头	11
2.2.3. 铁路施工: 开拓中的业务领域	12
2.2.4. 公路施工: 业务占比较低	12
2.2.5. 海外业务: 业务收入占比提高	12
2.3. 水泥: 湖北第二大水泥生产商	13
2.4. 民爆: 全国第二大生产商	15
2.5. 高速公路运营: 尚未进入贡献利润时刻	16
2.6. 水力发电: 新疆水电站投产后将提高收益	16
2.7. 房地产: 项目比较充足	18
3. 成长动因一: 水利水电建设近年将掀高峰	19
3.1. 今年旱涝灾害严重, 将推动水利建设高峰	19
3.1.1. 旱涝灾害损失大, 大灾之后水利建设加速	19
3.1.2. 今年旱涝灾害严重, 水利投资必然加速	21
3.1.3. 水利建设全面加速, 2010 年水利建设投资增速 40%	22
3.2. 水电项目重开审批, 近年将有大幅增长	26
3.2.1. 我国水资源丰富, 开发程度只有 36%	26
3.2.2. 政策支持水电开发	27
3.2.3. 水电开发是大势所趋: 能源安全、非化石能源占比要求	28
3.2.4. 十三大水电基地开发程度日益提高	29
3.2.5. 高煤价加速五大电力集团争夺水电资源	29
3.2.6. 大型水电项目核准未来一段时间即将重开概率增大	30
3.2.7. 水电建设空间巨大: 截至 2020 年装机 3.2~3.5 亿千瓦	32
4. 成长动因二: 海外市场方兴未艾, 业务集中亚非洲	33
5. 成长动因三: 央企重组预期加速	35
5.1. 水利水电建设行业央企众多	35
5.2. 央企重组预期提速: 上下游 or 同质整合	36
6. 财务分析、新签合同与估值比较	36
6.1. 财务分析: 盈利能力强、近年成长性确定	36
6.1.1. 盈利能力: 高于同类公司	36
6.1.2. 成长能力: 稳定成长, 预期 2010 年收入增长可达 30%	37
6.1.3. 偿债能力: 财务杠杆大, 资产负债率高	38
6.2. 新签合同: 09 年以来新签合同增速快	38
6.3. 盈利预测与估值比较: 增持, 目标价 11.5 元	39
7. 潜在风险提示	40

图表目录

表 1: 葛洲坝分业务子公司与 09 年资产利润情况.....	8
表 2: 葛洲坝持有上市公司股权 09 年大量减持.....	9
表 3: 葛洲坝持有金融上市公司股权.....	10
表 4: 葛洲坝参与承建的主要水电工程.....	12
表 5: 葛洲坝中标的铁路施工项目.....	12
表 6: 葛洲坝中标的公路施工项目.....	12
表 7: 葛洲坝水泥生产线.....	13
表 8: 葛洲坝公路运营产生的归属母公司利润情况.....	16
表 9: 葛洲坝水电站装机容量与利润贡献.....	17
表 10: 16 家房地产主业央企.....	18
表 11: 葛洲坝主要楼盘情况.....	18
表 12: 1998 年灾害情况.....	20
表 13: 2001 年灾害情况.....	20
表 14: 2010 年以来灾害情况.....	21
表 15: 近期的水利建设政府言论.....	23
表 16: 云南省水库建设规划.....	24
表 17: 贵州省骨干水源工程建设规划.....	24
表 18: 四川省重点水源工程建设规划.....	24
表 19: 南水北调总体规划.....	25
表 20: 南水北调分期工程情况.....	25
表 21: 南水北调截至 2009 年 12 月的投资情况.....	25
表 22: 南水北调截至 2010 年 6 月的投资情况.....	25
表 23: 我国水力资源丰富.....	26
表 24: 我国支持水电开发的相关政策规定.....	27
表 25: 我国领导人对水利水电的支持发言.....	27
表 26: 十三大水电基地规划装机容量及开发建设状况 (截至 2009 年年底).....	29
表 27: 五大电力集团计划开发水电项目不完全列表.....	30
表 28: 发改委最近批准的水电项目.....	31
表 29: 葛洲坝 2009~2010 海外合同情况.....	33
表 30: 不同国家水电开发情况.....	34
表 31: 同类公司盈利能力比较.....	36
表 32: 同类公司成长能力比较.....	37
表 33: 同类公司偿债能力比较.....	38
表 34: 葛洲坝 07 年以来新签合同情况.....	38
表 35: 板块盈利预测.....	39
表 36: 同类公司估值比较.....	39
图 1: 葛洲坝的历史演变.....	6
图 2: 葛洲坝股权结构.....	6
图 3: 公司盈利模式之产业分块.....	7
图 4: 葛洲坝 2009 收入分类情况.....	7
图 5: 葛洲坝 2009 毛利分业务贡献情况.....	7
图 6: 葛洲坝投资收益与增速.....	9
图 7: 葛洲坝 2009 净利润与投资收益占比.....	9
图 8: 工程施工营业收入与毛利率.....	10

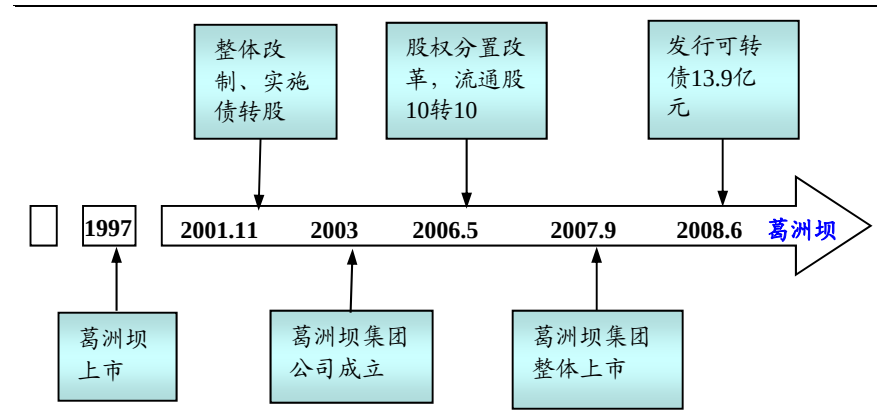
图 9: 工程施工毛利与增长率.....	10
图 10: 2009 年公告合同分类占比情况.....	10
图 11: 09~10 年上半年新签合同情况.....	10
图 12: 中国水利水电与葛洲坝营业收入比较 (亿元)	11
图 13: 水利水电建设市场份额.....	11
图 14: 葛洲坝海内外业务占比.....	12
图 15: 葛洲坝历年新签国内外合同占比.....	12
图 16: 葛洲坝国外收入金额与增速.....	13
图 17: 葛洲坝国内外毛利率	13
图 18: 2009 年湖北水泥市场份额.....	14
图 19: 湖北水泥产量与增速	14
图 20: 葛洲坝水泥业务收入及增速.....	14
图 21: 水泥业务毛利率比较	14
图 22: 葛洲坝民爆业务收入及增速.....	15
图 23: 民爆业务毛利与毛利率.....	15
图 24: 葛洲坝高速公路运营收入及增速.....	16
图 25: 高速公路运营毛利与毛利率.....	16
图 26: 葛洲坝水力发电收入及增速.....	17
图 27: 水力发电毛利与毛利率.....	17
图 28: 洪灾受灾情况	19
图 29: 旱灾受灾情况	19
图 30: 水利建设投资完成额及增速.....	20
图 31: 水利建设总体情况	22
图 32: 水利投资增速落后于固定资产投资增速.....	23
图 33: 水利建设投资占 GDP 比例开始回升.....	23
图 34: 南水北调工程示意图	24
图 35: 2007 年部分国家水电开发程度比较.....	26
图 36: 世界水电装机容量情况.....	26
图 37: 中国能源消费量情况 (亿吨煤当量)	28
图 38: 2009 年中国能源消费结构.....	28
图 39: 水力发电毛利率高于火力发电.....	30
图 40: 水电项目核准建设规模保持低位 (万千瓦)	31
图 41: 我国水电在建规模持续下降 (万千瓦)	31
图 42: 我国水电装机容量及同比增速.....	32
图 43: 两个机构对水电装机容量的预测.....	32
图 44: 我国对外承包工程完成营业额及增速.....	33
图 45: 我国对外承包工程新签合同及增速.....	33
图 46: 水利水电产业链与相应央企.....	35
图 47: 水利水电公司资产规模.....	35

1. 历史演变与股权结构

1.1. 历史演变：2007 年整体上市资产规模大增

葛洲坝水利水电建设行业的龙头公司。1997 年葛洲坝上市。2007 年 9 月，葛洲坝成功吸收合并控股股东中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司，资产与业务规模大幅增长，水利水电施工业务占比达 80% 左右。随着公司业务的扩张，公司 08 年发行了 13.9 亿元的分离式可转债，债券到期日 2014 年 6 月 26 日，权证已经到期所以不会对公司产生其他影响。

图 1：葛洲坝的历史演变

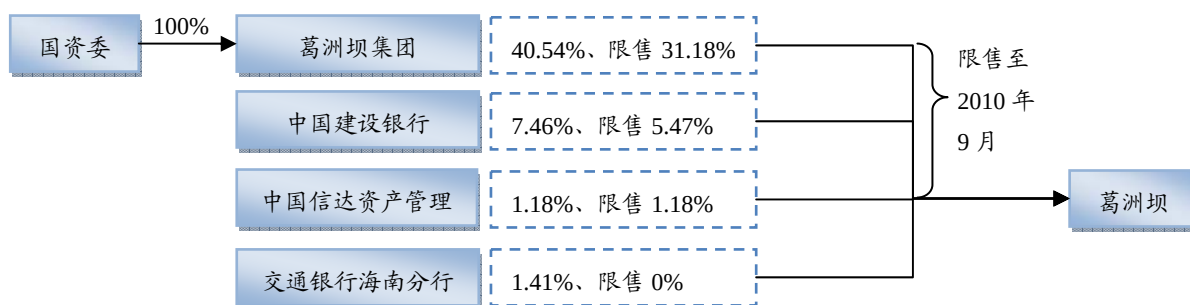


数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

1.2. 股权结构：国资委是最终大股东

葛洲坝是国资委下属的央企。在 2006 年完成股权分置改革后，有 37.83% 的限售股将于 2010 年 9 月到期，其中主要是大股东葛洲坝集团持有 31.18%，中国建设银行持 5.47%，中国信达资产管理公司持 1.18%。

图 2：葛洲坝股权结构



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

2. 盈利模式与行业地位：水利水电施工行业央企

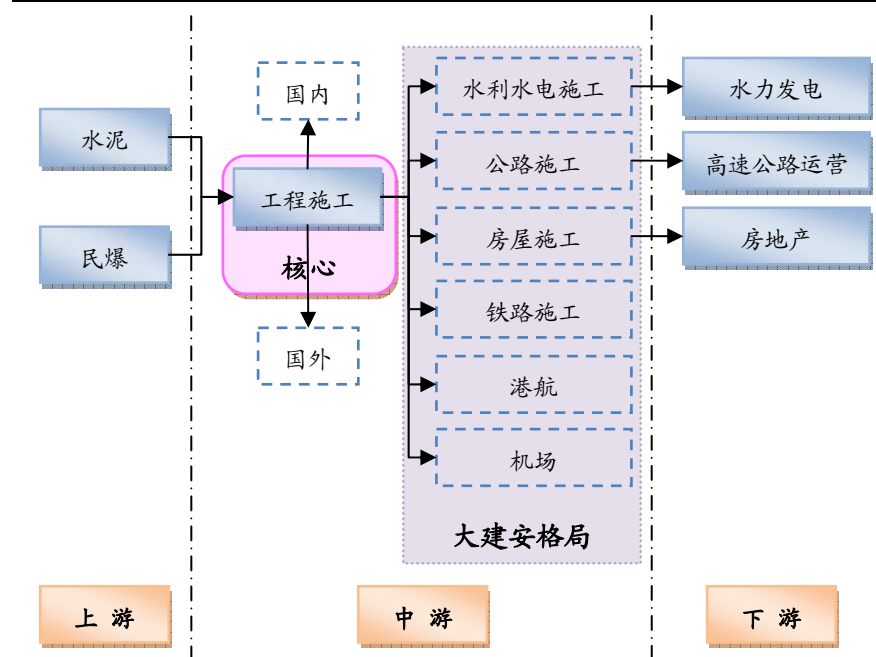
2.1. 盈利模式：水利水电施工为主，5 大相关产业为辅

2.1.1. 水利水电施工为主，5 大相关产业为辅

葛洲坝的业务范围广，涉及 6 个板块，将其通过产业链方式体现，可见葛洲坝走的是上下游产业链一体化的战略，从核心工程施工突破，上游有水泥、民爆，下游有水力发电、高速公路运营、房地产。从工程施工

市场突破则分为国内与国外两大板块。

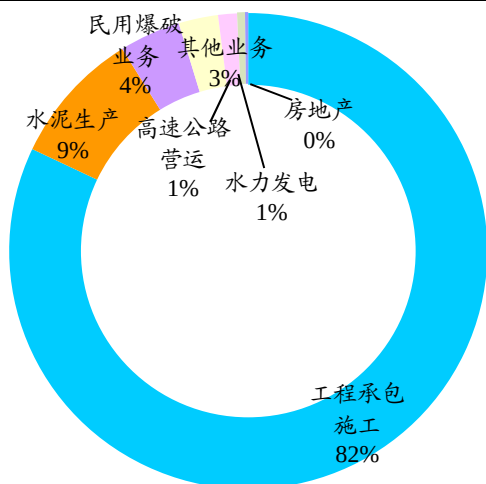
图 3: 公司盈利模式之产业分块



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

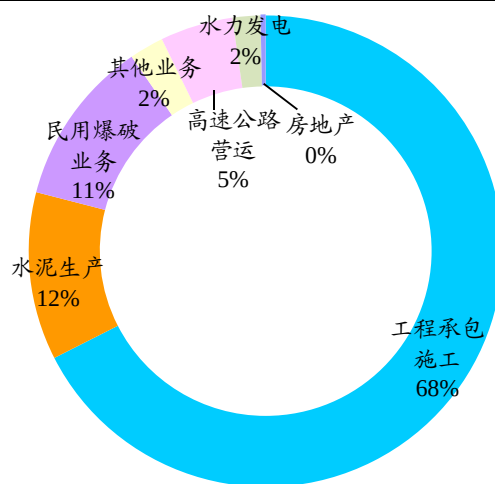
工程施工是葛洲坝的主要业务，占收入的比重为 82%，毛利贡献占比为 68%，其次为水泥生产与民用爆破，毛利贡献在 10% 多一些。可见工程施工是葛洲坝最主要最重要的业务板块。

图 4: 葛洲坝 2009 收入分类情况



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 5: 葛洲坝 2009 毛利分业务贡献情况



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

从葛洲坝的地理分布看，公司的绝大部分公司处于湖北，又以武汉、宜昌居多，主要是公司原总部地处宜昌，后迁至武汉。针对中央政府意图加大对新疆的扶持，葛洲坝以先知先觉之势，成立地处新疆的工程公司、水电公司、投资公司，展开对新疆业务的争取。目前，公司有新疆阿克牙孜河斯木塔斯水电站建设项目，建设资金 8.4 亿元。另外，今年 6 月 22 日葛洲坝控股 51% 的新建投资开发公司获得了家国土资源部核发的《矿产资源勘查许可证》，勘查项目名称为新疆哈密市沙尔湖煤矿区东

部二勘查区煤矿普查，勘查面积为 125.57 平方公里，有效期限为 2010 年 5 月 25 日至 2013 年 5 月 25 日。

表 1: 葛洲坝分业务子公司与 09 年资产利润情况

业务种类	公司名称	持股比例	注册地	业务性质	总资产 (百万元)	净资产 (百万元)	归属于母 公司净利 (百万元)
工程施 工	1 葛洲坝集团第一工程有限公司	100%	宜昌	工程建设	1895.81	455.24	128.26
	2 葛洲坝集团第五工程有限公司	100%	宜昌	工程建设	2730.70	622.58	135.87
	3 葛洲坝集团第二工程有限公司	100%	成都	工程建设	2113.36	521.67	175.63
	4 葛洲坝集团第六工程有限公司	100%	宜昌	工程建设	883.37	330.16	61.31
	5 葛洲坝集团机电建设有限公司	100%	成都	工程建设	899.43	239.44	58.64
	6 葛洲坝集团基础工程有限公司	100%	宜昌	工程建设	599.56	217.47	52.92
	7 葛洲坝集团电力有限责任公司	100%	宜昌	工程建设	651.02	245.54	51.45
	8 葛洲坝集团三峡实业有限公司	100%	宜昌	工程建设	608.23	119.46	9.40
	9 葛洲坝集团国际工程有限公司	100%	宜昌	工程建设	3654.12	972.45	306.70
	10 葛洲坝集团新疆工程局	80%	乌鲁木齐	工程施工	496.14	139.08	9.19
	11 葛洲坝建设工程有限公司	100%	宜昌	工程施工			
	12 葛洲坝集团工程项目管理有限公司	100%	武汉	项目管理	41.98	17.56	2.62
	13 葛洲坝集团试验检测有限公司	100%	武汉	试验检测	63.73	26.97	11.92
	小计				14637.47	3907.64	1003.91
水泥生 产	14 葛洲坝武汉水泥有限公司	58%	武汉	水泥产销	44.41	11.05	2.20
	15 葛洲坝应城水泥有限公司	85%	应城	水泥产销	22.14	7.41	1.11
	16 葛洲坝襄樊水泥有限公司	80%	襄阳	水泥产销	15.63	4.69	1.12
	17 葛洲坝枣阳水泥有限公司	100%	枣阳	水泥产销	14.82	6.83	1.13
	18 葛洲坝潜江水泥有限公司	80%	潜江	水泥产销	120.37	47.21	10.01
	19 葛洲坝当阳水泥有限公司	55%	当阳市	水泥产销	874.87	339.95	49.50
	20 葛洲坝荆门水泥有限公司	93%	荆门市	水泥产销	826.13	152.41	52.22
	21 葛洲坝宜城水泥有限公司	97%	宜城	水泥产销	713.88	112.03	12.03
	22 葛洲坝老河口水泥有限公司	99%	老河口	水泥产销	965.15	110.14	9.01
	23 葛洲坝兴山水泥有限公司	70%	兴山	水泥产销	547.67	103.42	3.42
	24 葛洲坝嘉鱼水泥有限公司	97%	嘉鱼	水泥产销	754.27	114.94	14.94
	25 葛洲坝汉川汉电水泥有限公司	52%	汉川	水泥产销	153.49	41.19	1.70
	小计				5052.81	1051.26	158.37
民爆	26 葛洲坝集团易普力股份有限公司	71%	重庆	民用爆破	881.68	395.26	166.77
	小计				881.68	395.26	166.77
高速公 路运营	27 湖北襄荆高速公路有限责任公司	61%	武汉	高速公路	3590.82	879.69	(17.88)
	28 四川内遂高速公路有限责任公司	60%	四川遂宁	高速公路	1231.28	667.19	-
	29 湖北大广北高速公路有限责任公司	100%	武汉	高速公路	4863.81	1562.19	(68.81)
	小计				9685.92	3109.07	(86.68)
水电开 发	30 葛洲坝伊犁水电开发有限公司	95%	乌鲁木齐	水力发电	43.07	42.00	-
	31 葛洲坝重庆大溪河水电开发有限公司	80%	南川	水力发电	385.61	83.06	8.49
	32 葛洲坝湖北南河水电开发有限公司	51%	保康县城	水力发电	162.69	65.69	2.17
	33 葛洲坝湖北寺坪水电开发有限公司	60%	保康	水力发电	713.17	39.35	(2.57)
	34 葛洲坝张家界水电开发有限公司	70%	张家界	水力发电	147.54	15.50	0.49
	小计				1452.08	245.60	8.58
房地产	35 湖北海集房地产开发有限公司	100%	武汉	房地产	4447.30	612.24	0.25

	36	葛洲坝集团房地产开发有限公司	100%	宜昌	房地产	1295.05	726.67	7.71
		小计				5742.34	1338.91	7.96
	37	葛洲坝集团财务有限责任公司	70%	宜昌	金融	6762.87	592.97	44.74
	38	葛洲坝集团对外贸易有限公司	90%	武汉	贸易	46.03	7.60	1.87
其它	39	葛洲坝新疆投资开发有限公司	51%	乌鲁木齐	投资贸易	30.36	30.00	-
	40	湖北武汉葛洲坝实业有限公司	100%	湖北武汉	综合服务	548.43	213.17	4.03
	41	葛洲坝集团机械船舶有限公司	76%	宜昌	机械制造	906.53	266.56	29.85
		小计				8294.22	1110.30	80.50
总计								1339.41

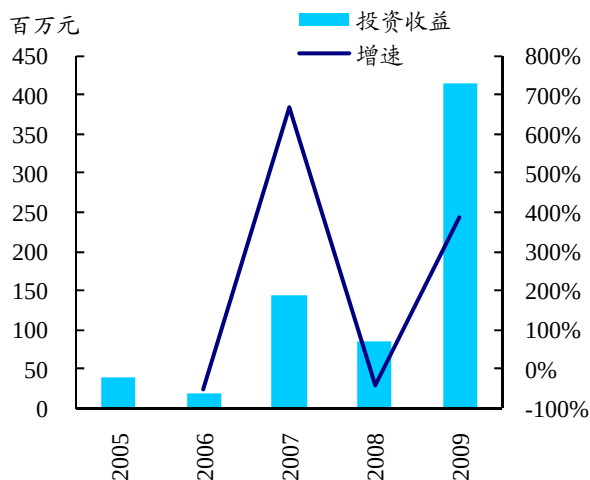
数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

从葛洲坝的子公司业务分布来看，公司最主要的业务也是工程施工，其次为水泥、民爆。但是公司的业务分布除了6大主业外，其他业务的所占比重也不小，主要包括财务公司、贸易公司、机械船舶制造公司，业务分布广。

2.1.2. 投资项目成绩突出，收益丰厚

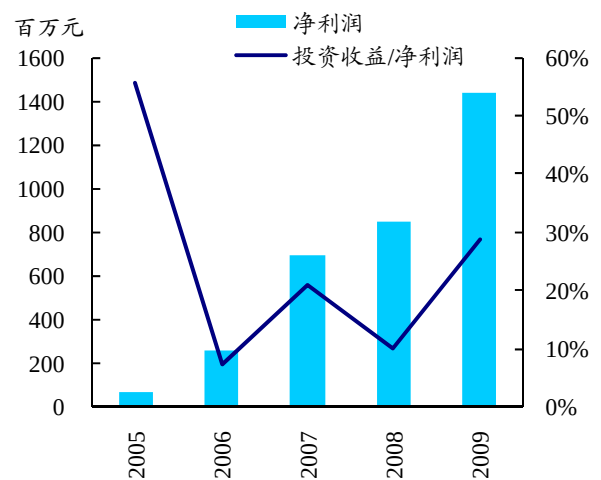
09年公司投资收益（假设投资公司与公司所得税率相同，不需补税）占公司净利润的30%，达4.16亿元，是公司利润重要来源。

图 6：葛洲坝投资收益与增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 7：葛洲坝 2009 净利润与投资收益占比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

09年，葛洲坝减持了大量的上市公司股权，特别是交通银行，减持了96%。这样，08年及以前记录于资本公积的公允价值变动以及09年的售价与08年的账面价的差额确认在了09年利润表的投资收益中。

表 2：葛洲坝持有上市公司股权 09 年大量减持

证券代码	证券简称	最初投资成本 (元)	09 年股份数	08 年股份数	09 年减持股数
000783	长江证券	81,646,932.00	71,042,771	67,326,960	-3,715,811
600900	长江电力	49,447,658.06	30,250,000	34,824,716	4,574,716
000601	韶能股份	23,613,438.18	6,016,086	18,140,813	12,124,727
601328	交通银行	2,500,000.00	1,959,775	44,094,945	42,135,170

数据来源：公司资料、国泰君安证券研究 注：长江证券为增持

葛洲坝在长期股权投资中,以成本法记录的投资有 34 家,权益法投资 1 家。其中有 2010 年上市的光大银行、华泰证券,这些都将成为公司未来减持时带来巨额收益,也是利润波动调节的主要版块之一。

表 3: 葛洲坝持有金融上市公司股权

所持对象名称	最初投资成本(元)	持有数量(股)	占该公司股 权比例(%)	总股数	收盘价 2010-7-30
华泰证券股份有限公司	10,000,000.00	2,327,587	0.0483	5,600,000,000	14.87
中国光大银行	19,500,000.00	11,000,000	0.039	33,434,790,000	
国泰君安股份有限公司	5,000,000.00	4,963,538	0.11		
宜昌市商业银行	20,401,000.00	20,001,000	3.49		
鹏程经纪保险公司	200,000.00	200,000	4		
合计	55,101,000.00				

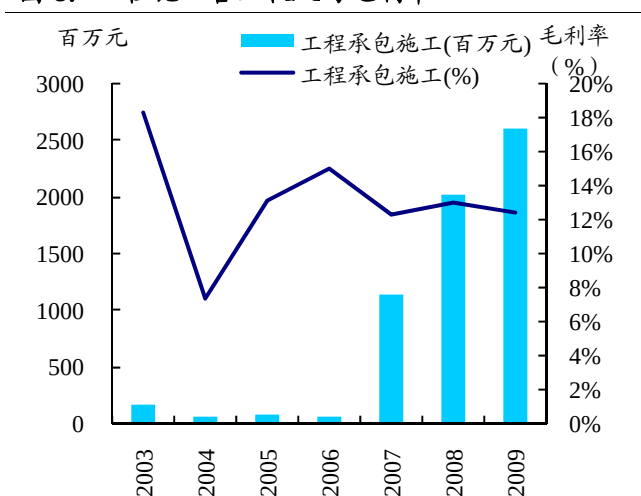
数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

2.2. 工程施工: 大建安互补体系

2.2.1. 07 年水电工程注入后, 工程占比大幅提升

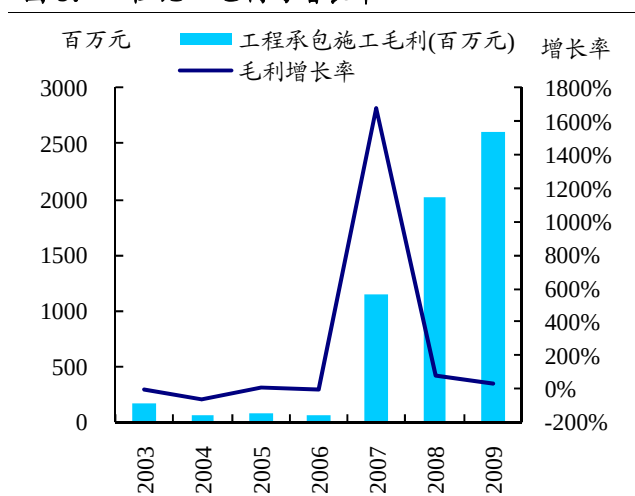
工程施工营业收入在 07 年水电工程注入后大幅提升, 毛利率也开始趋稳, 保持在 12~13%。08 年工程施工毛利的增长率 77%, 09 年为 29%。

图 8: 工程施工营业收入与毛利率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 9: 工程施工毛利与增长率

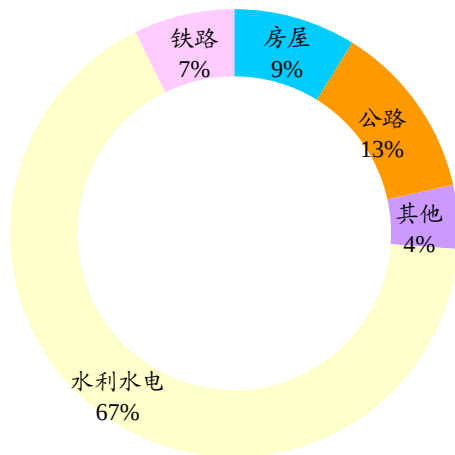


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

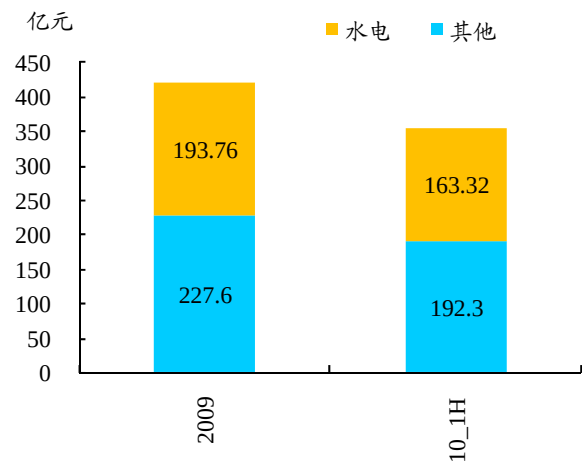
葛洲坝的合同分类看, 2009 年公司公告合同中, 水利水电施工合同占比 67%, 为最主要业务。从公司全部合同占比可能, 09 年与 10 年上半年, 水利水电施工合同占比均为 46%, 仍然是最主要的业务。

图 10: 2009 年公告合同分类占比情况

图 11: 09~10 年上半年新签合同情况



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



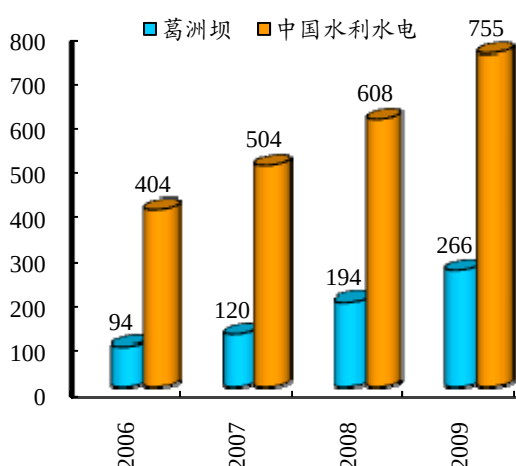
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

葛洲坝是从水利水电施工起家的, 铁路 (08 年进入)、公路、房屋等属于后来开发业务。从公司战略层面考虑, 前几年国家对水电站建设的消极态度, 使得公司必须寻找充分利用公司人员与固定资产的业务, 保证公司的业绩的稳定性与成长性。目前, 公司承接的项目范围越来越广, 涉及及公路、铁路、桥梁、码头、港口、机场、核电、火电、风电、市政、环保、工业及民用建筑等市场领域, 非水电市场开拓能力显著提高, 建筑市场领域不断拓展和延伸, 市场空间广泛。我们认为, 公司构建的是一个大建安互补体系, 能够在不同子行业景气之间获得稳定发展。

2.2.2. 水利水电施工: 经验丰富的行业龙头

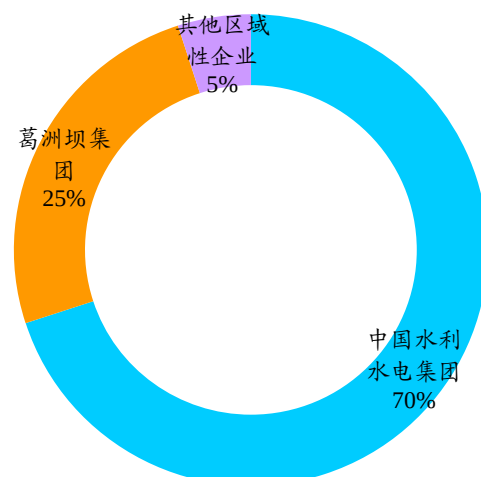
葛洲坝是国内仅次于中国水利水电集团的水利水电施工企业, 市场份额约 25%。

图 12: 中国水利水电与葛洲坝营业收入比较 (亿元)



数据来源: 国泰君安证券研究

图 13: 水利水电建设市场份额



数据来源: 国泰君安证券研究

葛洲坝集团则先后整体或部分承建长江葛洲坝和三峡沙溪溪洛渡、向家坝、黄河公伯峡和拉西瓦等 100 余座大型水电站, 完成装机总容量超过 2500 万千瓦, 占我国建国以来水电装机总容量的 1/4 以上。

表 4: 葛洲坝参与承建的主要水电工程

工程	地点	工期	工程	地点	工期
小湾水电站	云南	2002-2011	长江葛洲坝水利枢纽	湖北	1970-1988
大朝山水电站	云南	1997-2003	隔河岩水利枢纽	湖北	1987-1994
漫湾水电站	云南	1985-1993	水布垭水利枢纽	湖北	2002-2009
向家坝水电站	四川、云南	2006-2012	丹江口大坝加高	湖北	2005-2010
溪洛渡水电站	四川、云南	2005-2015	高坝洲水电站	湖北	1996-2008
南桡河冶勒水电站	四川	2001-2006	洪家渡水电站	贵州	2000-2004
瀑布沟水电站	四川	2004-2011	龙滩水电站	广西	2001-2009
二滩水电站	四川	1991-1999	天生桥 I 级水电站	广西	2005-2007
公伯峡水电站	青海	2001-2006	岩滩水电站	广西	1985-1995
长江三峡水利枢纽	湖北	1994-2009			

数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

2.2.3. 铁路施工: 开拓中的业务领域

2008 年 7 月, 葛洲坝参股沪汉蓉铁路湖北有限公司, 占比 10.11%, 表示公司参与铁路建设的战略。目前, 公司中标 3 个铁路项目, 中标金额呈上升趋势。10 年中标金额占 09 年收入的 12%。

表 5: 葛洲坝中标的铁路施工项目

中标时间	中标项目	金额 (亿元)
2008-9-2	武汉至宜昌铁路工程 HYZQ-6 标	21.77
2009-9-5	新建武汉至孝感城际铁路 HXSG-2	22.82
2010-4-8	新建山西中南部铁路通道瓦塘至汤阴东 (含) 段站前工程	32.41

数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

2.2.4. 公路施工: 业务占比较低

公路施工行业的毛利率是土木施工行业最低的, 竞争非常激烈。葛洲坝在这块领域的占比并不高, 从 08 年以来公告的合同看, 中标总金额为 82.11 亿元, 其中内遂高速还是公司的 BOT 项目, 业主是葛洲坝下属子公司。

表 6: 葛洲坝中标的公路施工项目

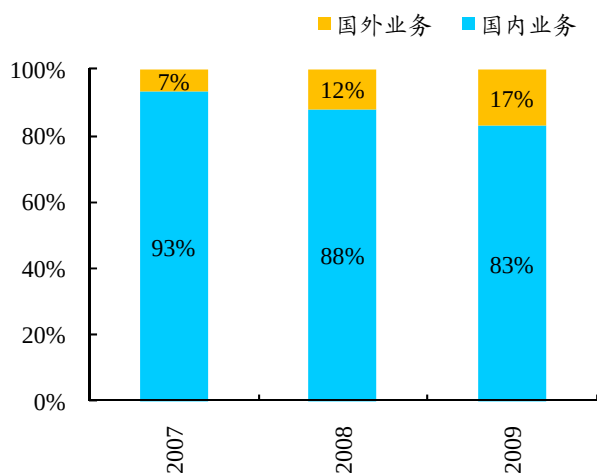
中标时间	中标项目	金额 (亿元)
2009-6-30	四川省内江至遂宁高速公路土建工程施工合同	35.12
2009-11-4	广东珠海高栏港高速公路等	4.89
2010-3-9	成安渝高速公路四川段第 I 标段工程	42.10

数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

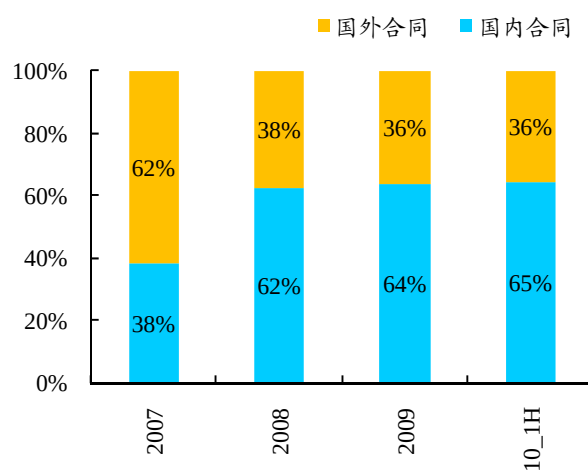
2.2.5. 海外业务: 业务收入占比提高

从葛洲坝海外业务占比来看, 海外业务收入呈逐年增长之势。近年的新签合同中, 国外合同的占比基本在 37% 左右。葛洲坝的海外业务拓展非常成功, 2009 年 ENR 全球最大 225 家国际承包商排名中, 葛洲坝位居 99 位, 比 2008 年一举提高 30 位。

图 14: 葛洲坝海内外业务占比
图 15: 葛洲坝历年新签国内外合同占比



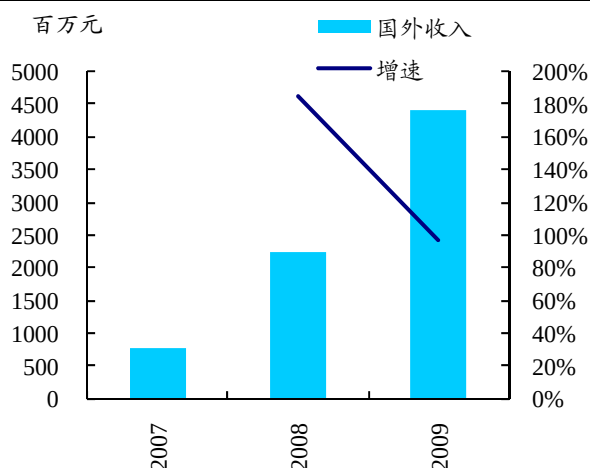
数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

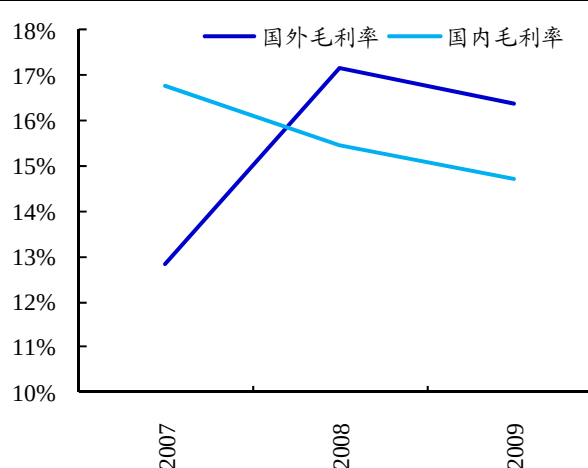
葛洲坝海外收入的增速高,2009 年增速达 97%,达 44 亿元,占收入 17%。从毛利率来看,08 年以来,国外业务的毛利率比国内毛利率高 2 个百分点左右。国外的业务主要分别在亚非国家,一方面公司具有成本和技术优势,另外就是海外业务有风险加成收益。

图 16: 葛洲坝国外收入金额与增速



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 17: 葛洲坝国内外毛利率



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

2.3. 水泥: 湖北第二大水泥生产商

公司目前水泥的生产能力为 1800 万吨/年,是湖北省内第二大水泥生产企业,为全国最大的特种水泥生产基地。

表 7: 葛洲坝水泥生产线

项目名称	生产线状况 (t/d)	水泥产能 (万吨)	投产时间	持股比例
1 武汉公司	n.a.	60	08 年以前	58%
2 应城公司	n.a.	100	08 年以前	85%
3 襄樊公司	n.a.	60	08 年以前	80%
4 枣阳公司	n.a.	60	08 年以前	100%
5 荆门公司	1*4800	200	2008-10-16	93%
6 当阳公司	1*4800	260	2009-3-30	55%

7	兴山公司	1*2500	100	2009-3-30	70%
8	宜城公司	1*4800	200	2009-9-1	97%
9	嘉鱼公司	1*4800	200	2009-9-1	97%
10	老河口公司	1*4800	300	2009-12-26	99%
11	潜江公司	2条水泥粉磨线	100	2009-11-12	80%
12	汉川公司	2条水泥球磨线	120	2009-10-27	52%

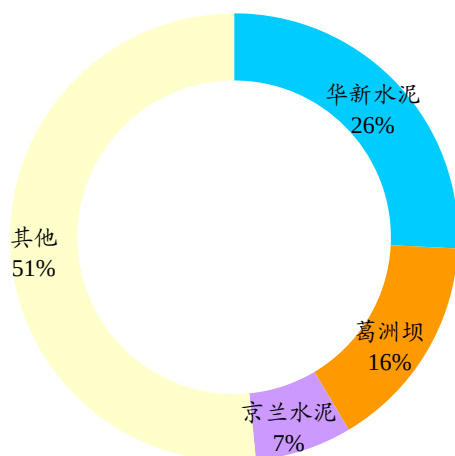
1760

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究 注：水泥公司都在葛洲坝水泥

公司生产水泥主要用于水电大坝、港口等工程，水泥业务与公司的工程施工业务有良好的协同关系，因此公司水泥业务的产能利用率、产销量一直都非常高。

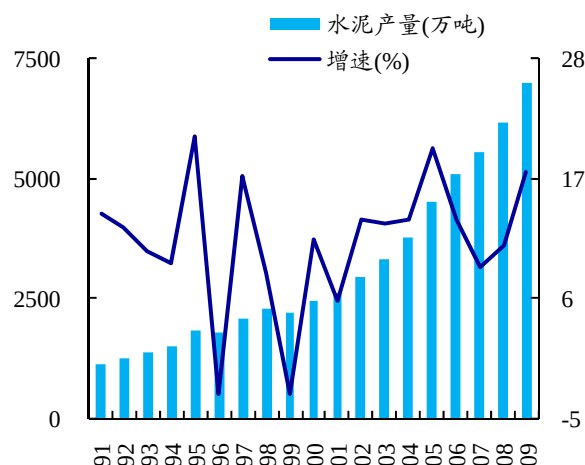
葛洲坝是湖北省第二大水泥生产商，市场份额大约 16%。华新水泥 2009 年年报披露公司在湖北省的市场份额为 25.8%，销量为 1571 万吨。

图 18：2009 年湖北水泥市场份额



数据来源：华新水泥、DC、国泰君安证券研究

图 19：湖北水泥产量与增速

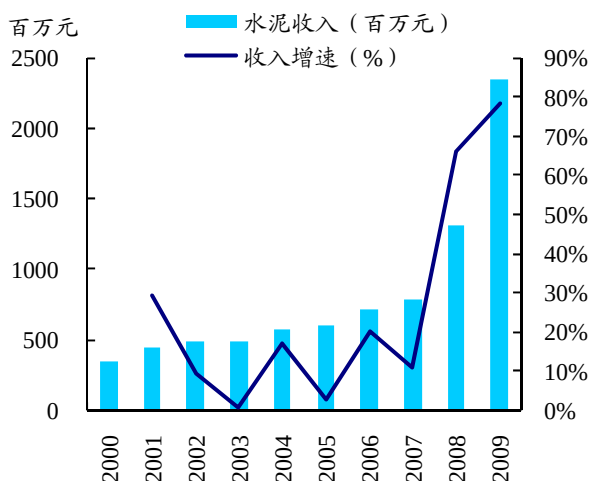


数据来源：DC、国泰君安证券研究

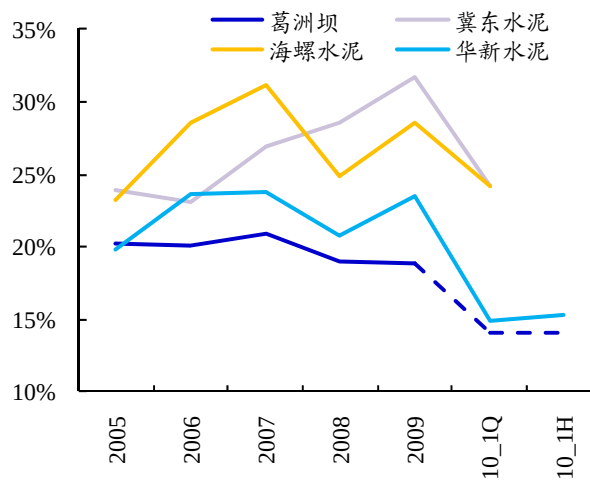
09 年，公司的水泥业务出现了大幅增长，主要原因是 2009 年，公司有大量的水泥生产线投产，08 年公司水泥产能 800 万吨，09 年达到了 1800 万吨。水泥业务的毛利率 05 年以来维持在了 20% 左右。但是，公司与其他水泥生产厂家比较，水泥毛利率更低，主要是因为湖北地区激烈的竞争所致。10 年，湖北地区的水泥毛利率可能会进一步走低，但是今年公司的新增水泥产量大，业绩的增长将主要来自销量的提高。

图 20：葛洲坝水泥业务收入及增速

图 21：水泥业务毛利率比较



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究



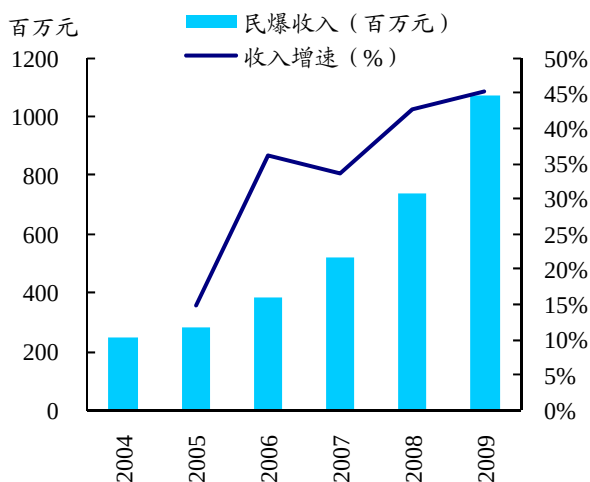
数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

2.4. 民爆：全国第二大生产商

民爆业务是公司上下游产业链的一环，于 1993 年为三峡工程而成立。02~08 年，民爆业务子公司易普力公司重组整合了 5 家民爆生产企业（重庆垫江八四公司、重庆万州宣利化工、湖北昌泰化工、湖南石门二化、攀钢集团民爆生产资源），目前产能为 17.5 万吨/年，位居全国第二。根据《全国民用爆破器材行业发展“十一五”发展纲要》精神，公司计划积极参与全国跨省区域的行业整合，到 2010 年实现产能 25 万吨，争取行业全国第一。

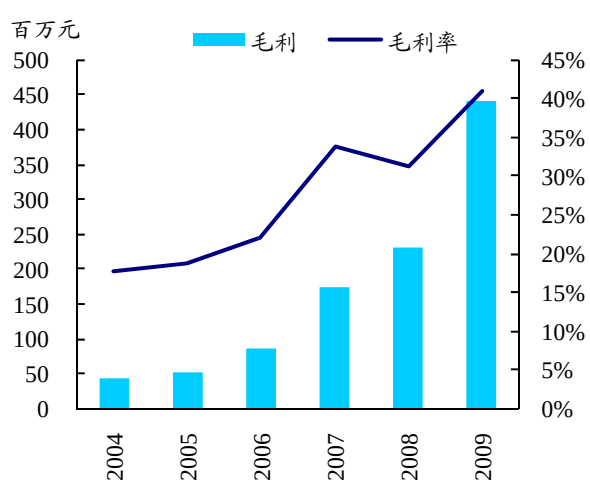
公司民爆业务的开拓表现出色，09 年收入增速达 45%，毛利率也节节攀升，09 年的毛利率达 41%。

图 22: 葛洲坝民爆业务收入及增速



数据来源：国泰君安证券研究

图 23: 民爆业务毛利与毛利率



数据来源：国泰君安证券研究

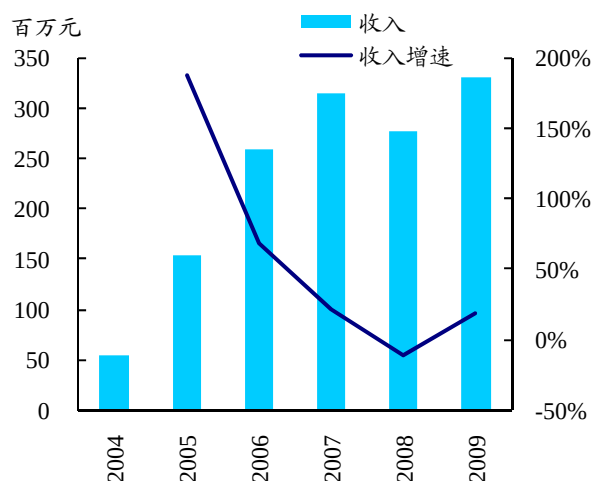
公司在民爆方面的优势是：拥有现场混装炸药车应用技术、乳胶基质远程配送技术、控制爆破技术及获得国家专利的混装炸药车半成品移动式地面制备站核心技术，是国家重点扶持的应用现场混装炸药车技术实施现场生产、配送、爆破施工一体化经营的推广单位，是重庆市科委认定的高新技术企业。

2008 年,公司参股了民爆行业龙头公司——云南民爆,持股比例为 30%,投资成本为 212 万元,09 年公司得到云南民爆 76 万元的现金红利,投资回报率丰厚,一年就取得 36% 的回报。近年来收购也是该板块主要成长方式之一,并预期未来仍将快速发展,该板块是除水利水电施工板块外成长和盈利最好板块之一,在行业内也具有相当重要的行业地位。根据我们判断和结合国内政策环境,亦不排除分拆上市可能性。

2.5. 高速公路运营: 尚未进入贡献利润时刻

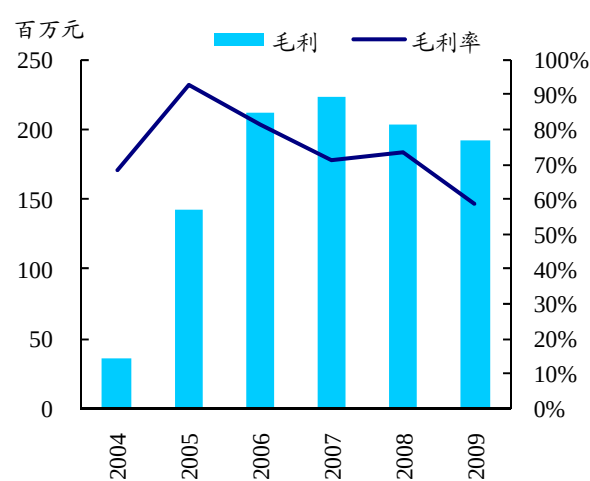
葛洲坝投资控股了 3 条高速公路,襄荆高速公路 2004 年 6 月 26 日投入试运营。虽然,高速公路运营的毛利率高达 58% 以上,但是从运营公司贡献的归属于母公司净利润来看,表现为贡献利润不稳定,有盈有亏,但从 07 年集团资产注入以后,对公司净利润的影响非常小。主要是基本只有襄荆高速在运营。

图 24: 葛洲坝高速公路运营收入及增速



数据来源: 国泰君安证券研究

图 25: 高速公路运营毛利与毛利率



数据来源: 国泰君安证券研究

表 8: 葛洲坝公路运营产生的归属母公司利润情况

公路	长度 (km)	投入运营时间	归属于母公司净利 (万元)				
			2009	2008	2007	2006	2005
襄荆高速公路	185	2006	-17.88	-800.66	3004.97	4344	-221.41
大广北公路	147	2009-4-17	-68.81	-	-	-	-
内遂高速公路	118	2011 年底	-	-	-	-	-
	450		-86.69	-800.66	3004.97	4344	-221.41
总归属于母公司利润			132,309.62	81,077.31	61,762.00	23,094.25	6,297.54
公路运营占比			-0.07%	-0.99%	4.87%	18.81%	-3.52%

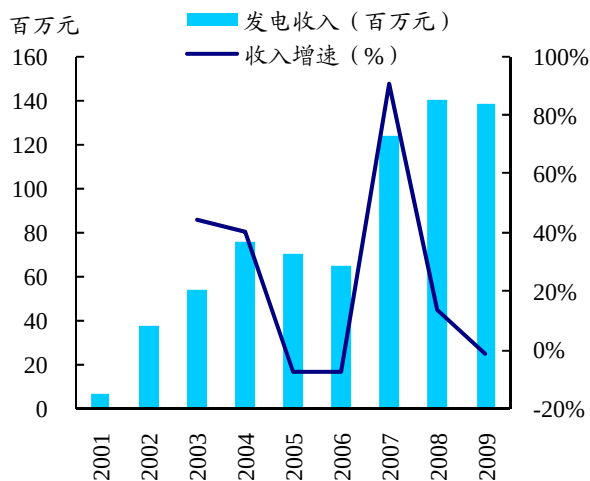
数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

大广北作为国家“7918”高速公路网规划中的纵五线的一段,是湖北省交通建设“十一五”规划网中的主骨架,客流方面不存在大的问题。目前由于线路 09 年才正式运营,所以处于亏损状态,随着该线路的成熟,相关客运人员对线路的熟悉之后,在今后贡献利润是可以期待的。

2.6. 水力发电: 新疆水电站投产后将提高收益

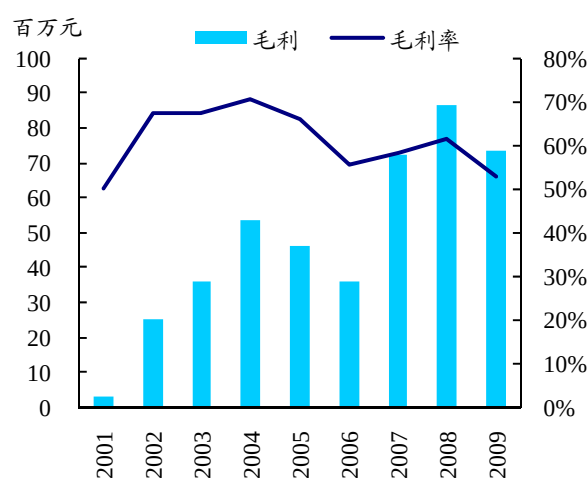
葛洲坝的水力发电业务的收入不稳定，04 年南河过渡湾水电站 2.55 万千瓦投产，04 年收入上升。但之后收入却下降了，06 年公司当时装机容量最大的南河寺坪水电站投产，收入大幅增长，但该水电站 09 年的归属于母公司的净利润为亏损。

图 26: 葛洲坝水力发电收入及增速



数据来源：国泰君安证券研究

图 27: 水力发电毛利与毛利率



数据来源：国泰君安证券研究

葛洲坝目前运行的水电站装机容量为 20.45 万千瓦。2008 年，公司取得新疆克孜河流域（62 万千瓦）和阿合牙孜河流域（28.8 万千瓦）的水电开发权。2009 年，公司开始建设新疆阿克牙孜河斯木塔斯水电站，该水电站的设计装机容量是 11 万千瓦，将是葛洲坝最大的水电站，计划于 2012 年投产，如果正常，将于 2012 年贡献利润。

表 9: 葛洲坝水电站装机容量与利润贡献

序号	公司名称	水电站	投产日期	装机容量 (万 kw)	持股比例	注册地	总资产 (百万元)	净资产 (百万元)	归属于母公司净利润 (百万元)
1	葛洲坝伊犁水电开发有限公司	新疆阿克牙孜河斯木塔斯水电站	2012	11	95%	新疆	43.07	42	-
2	葛洲坝重庆大溪河水电开发有限公司	重庆大溪河鱼跳水电站	2001	4.8	80%	重庆	385.61	83.06	8.49
3	葛洲坝湖北南河水电开发有限公司	湖北南河过渡湾水电站	2004	2.55	51%	湖北	162.69	65.69	2.17
4	葛洲坝湖北寺坪水电开发有限公司	湖北南河寺坪水电站	2006	6	60%	湖北	713.17	39.35	-2.57
5	葛洲坝张家界水电开发有限公司	湖南张家界木龙滩水电站	2002	1.5	70%	湖南	147.54	15.5	0.49
6	葛洲坝第五工程公司	恩施鱼泉水电站	2009.4	1.6	100%	湖北			
7	葛洲坝第五工程公司	云龙河水电站	2009.6	4	100%	湖北			
合计				31.45			1452.08	245.6	8.58

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

2.7. 房地产：项目比较充足

葛洲坝是国家规定可以从事房地产业务的 16 家以房地产为主业的央企之一。公司的房地产业务集中在湖北武汉与宜昌，这两个城市的房价相对稳定。

表 10: 16 家房地产主业央企

公司	公司	公司
1 中国建筑工程总公司	6 中国中化集团公司	11 中国水利水电建设集团公司
2 中国房地产开发集团公司	7 中粮集团有限公司	12 中国葛洲坝集团公司
3 中国保利集团公司	8 华侨城集团公司	13 港中旅集团有限公司
4 中国铁路工程总公司	9 中国冶金科工集团有限公司	14 招商局集团有限公司国内公司
5 中国铁道建筑总公司	10 中国五矿集团公司	15 华润集团有限公司
		16 南光集团有限公司

数据来源：国泰君安证券研究

公司目前的项目主要如下所示，预期的毛利率在 30% 左右。目前建设与预售中的主要是葛洲坝世纪花园、锦绣二期、葛洲坝国际广场。

(1) 葛洲坝世纪花园项目一期 15 栋 09 年 8 月预售，均价 5200 元/m²。目前，世纪花园的市场价约 6400 元/m²，加上世纪花园中有花园洋房，我们预期其后的开盘价可以达到均价 6800 元/m²，但这个楼盘的单位成本较高，盈利情况相对差一些。

(2) 锦绣二期 09 年 6 月开盘 375 套、10 月开盘 272 套，10 年 1 月开盘 122 套。

(3) 葛洲坝国际广场的住宅项目将在 10 年预售。

表 11: 葛洲坝主要楼盘情况

项目	投资 (亿元)	建筑面积 (万 m ²)	住宅 套数	单位成本 (元/m ²)	预期售价 (元/m ²)	备注
武汉葛洲坝世纪花园	30	46	n.a.	6522	6800	花园洋房结合高层景观住宅的大型住宅社区。一期住宅 24 栋、16 万 m ² ，09 年 9 月开盘首推 6 万 m ² ，09 年销售 290 多套。1-4 号楼 07 年 5 月销售，销售率超过 90%。
宜昌锦绣天下一期	5.3	16	n.a.	3313	4500	5、6 号楼及 3 号裙房主体工程通过验收，进入装饰装修和安装工程阶段。
宜昌锦绣天下二期	7.34	30	2000	2447	4500	由 14 栋 28~32 层的板式高层组成。“非常东南亚”1 号、2 号和 3 号楼均已开盘，销售状况良好
宜昌锦绣天下三期	5.56	17	500	3271	4500	尚在规划之中
锦绣嘉苑	2.35	n.a.	n.a.	n.a.	4500	R1#楼 09 年 11 月中旬开盘，R2~R7 建设中。累计投入资金 2.35 亿元，实现销售 2.4 亿元。
宜昌锦绣星城	7.12	23.8	1717	2992	5500	于 2010 年 3 月 10 日奠基，计划分三期开发完成，2013 年竣工
武汉葛洲坝商务大厦	2.5	3.9	n.a.	6410	10000	
葛洲坝国际广场	36	49	n.a.	7347	12000	北区：住宅 22.6m ² ，地下室 7.1m ² 南区：住宅 3.23m ² ，商场 7m ² ，酒店式公寓 3.24m ² ，写字楼 12.5m ² ，地下室 9.73m ² 。

数据来源：公司网站公告、国泰君安证券研究

今年7月22日，葛洲坝竞得海南省陵水黎族自治县2010—01号宗地项目的国有建设用地使用权，该地块位于海南省陵水黎族自治县英州镇域土福湾，土地总面积37.42万平方米(约561.3亩)，土地用途为产权式酒店和酒店用地，土地使用权出让年限分别为70年、40年，该土地使用权出让价款24.7亿元。单位土地成本6600元/m²。

昭示葛洲坝扩大了其房地产业务的经营范围，从宜昌、武汉拓展到了海南。但是目前，我国正处房地产调控周期中，中央政府本次调控的决心之大前所未有的。葛洲坝的这项投资的好处是非关乎民生的住宅项目，而是酒店用地，地址又是旅游岛海南，我们认为受到的冲击相对会小一些。

3. 成长动因一：水利水电建设近年将掀高峰

3.1. 今年旱涝灾害严重，将推动水利建设高峰

3.1.1. 旱涝灾害损失大，大灾之后水利建设加速

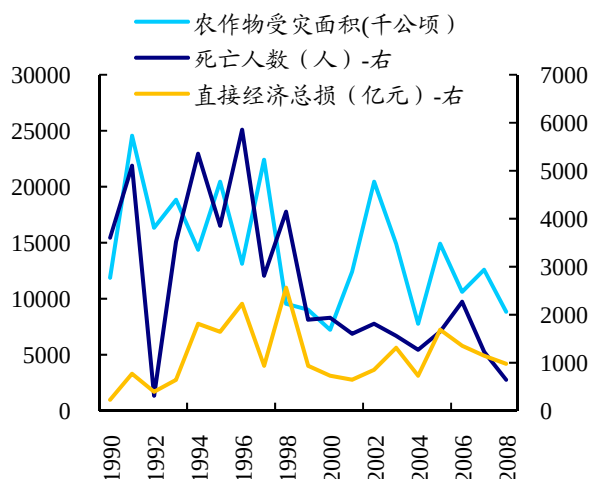
现象一：气候决定旱涝灾害频发，灾害造成损失巨大。

我国是典型的季风气候，因此季风带的移动将显著影响雨水集中地，雨带不能均衡移动，直接造成我国南涝北旱或北涝南旱。旱涝灾害在我国频发。洪涝灾害损失分布比较集中、广东、广西、湖南、湖北、浙江、江西、安徽、四川、云南等省（自治区）受灾较重。

90年至08年，洪涝灾害造成的平均经济损失1126亿元/年。03年至08年，旱灾造成的农、林、牧、渔业造成的平均经济损失为366亿元/年。两项相加造成的年平均损失为1492亿元。

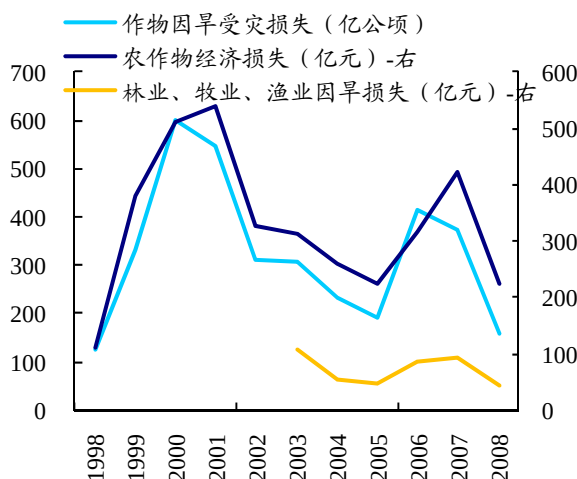
2009年，我国水利建设投资额为1427亿元，水利建设的投资额小于旱涝灾害造成的平均年损失额1492亿元。巨大的经济损失与生命安全威胁，昭示建设水利的必要性与经济价值。

图 28：洪灾受灾情况



数据来源：水利部、国泰君安证券研究

图 29：旱灾受灾情况

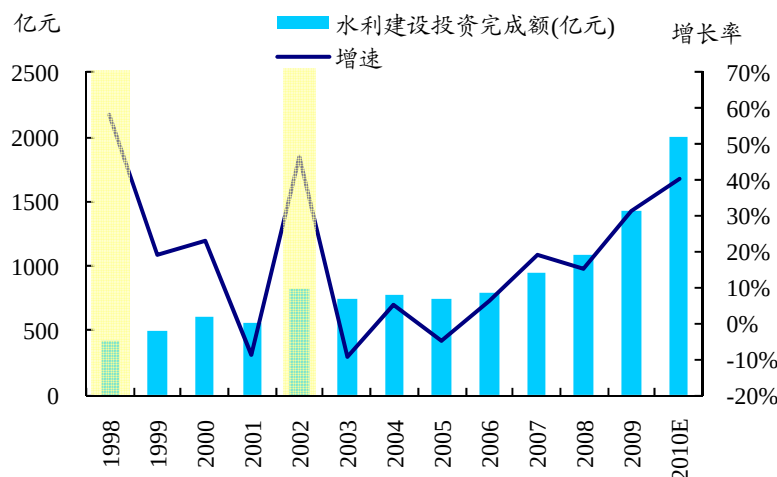


数据来源：水利部、国泰君安证券研究

现象二：大灾之后，水利投资增速大幅提高。

1998 年以来水利投资有两个高峰期，一是 1998 年水利投资当年增速 58%，当年发生特大水灾；二是 2002 年水利投资高达 46%，2001 年发生水灾和旱灾损失巨大。分析可知，当年若发生较大水涝干旱灾难，则当年至下年水利投资有加大动因和趋势。

图 30：水利建设投资完成额及增速



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

98 年与 01 年的灾害情况是非常严重的。98 年的水灾造成了 2551 亿元的直接经济损失，2000 与 01 年连续两年旱灾情况严重。

表 12：1998 年灾害情况

时间	波及区域	直接经济损失	洪水后国家水利措施
1998 年 8 月	长江上游迎来 5 次洪峰	2551 亿元	长江干堤加固工程、黄河下游标准化堤防建设全面展开，治淮 19 项骨干工程建设加快推进，尼尔基、沙坡头、百色水利枢纽等一大批重点工程相继开工。同时，江河中上游水土流失治理力度进一步加大。
1998.8.22	松花江上游发生洪水		
1998.6.12-27	鄱阳湖水系暴发洪水，抚河、信江、昌江水位先后超过历史最高水位；洞庭湖水系的资水、沅江和湘江也发生了洪水。		
1998.6.28-7.20	洪水爆发至长江中上游		
1998.7.21-31	长江中游爆发强降雨,武汉特大暴雨洪峰,长江中下游水位迅速回涨		
1998 年 6 月	西江闽江发生特大洪水		

数据来源：国泰君安证券研究

表 13：2001 年灾害情况

时间	波及区域	经济损失	备注
水灾			
2001.6	云南国际河出现历史性高水位	2001 年水情年报报告 2001 年汛期，全国没有出现流域性的大洪水，但受局部暴雨影响，部分中小河流发生了大洪水。	
2001.6	太湖杭嘉湖地区超过保证水位		
2001.7 上旬	珠江流域西江中游支流郁江出现新中国成立以来最大洪水		
2001.7.9	广西南宁		
2001.7 上旬	广西南部沿海防城河出现历史最高水位		
2001.7 下旬	淮河支流洪河上游发生洪水		

2001.7 下旬	河南老王坡蓄滞洪区开闸滞洪	
2001.8.3	黄河支流大汶河流域降暴雨到大暴雨	
2001.8 月上旬	黄河东平湖出现历史最高水位	
2001.8 月下旬	黄河小浪底水库出现“异重流”	
8月17~19日	黄河流域自西向东出现了一次较强的降雨过程	
2001.9 中旬	四川沱江发生流量列历史实测记录第二位的洪水	
2001.10 月	云南瑞丽江支流芒市河发生有实测记录以来的最大洪水	
旱灾		
	黑龙江全省受旱面积为 375 万公顷，其中重旱 212 万公顷	
	吉林全省受旱面积 270 余万公顷，占作物总面积的 72%，严重受旱面积近 204 万公顷	
	内蒙古因干旱有 60 万公顷农田未播种，农作物受旱面积 297 万公顷，受旱草场 5733 万公顷	
	陕西受旱面积 233 万公顷	
	河北受旱 250 万公顷	
	河南省受旱面积 366.7 万公顷，成灾 200 多万公顷，绝收 14.6 万公顷	
	山西至 6 月末 48% 的县市旱情严重，有 304 万公顷农田受旱，其中重旱 102 万公顷	
	湖北近 20 个县市出现重度干旱，全省农作物受旱面积达 204 万公顷，直接经济损失 94 亿元	94 亿
	湖南旱灾直接经济损失也是 94 亿元	94 亿
	安徽出现了历史罕见的严重春旱和初夏旱，江淮中北部几乎接近空梅，至 7 月中旬全省受旱面积达 200 万公顷，其中重旱 91 万公顷	
	四川盆地和重庆大部入冬后降水持续偏少，干旱具有发生早、来势猛，受旱面大的特点。据统计，全省受灾面积达 230 万公顷，占总面积的 38.9%	33 亿

全年全国粮食平均单产比常年下降 5% 左右。直接经济损失逾千亿元；

据有关部门统计，全国累计受旱面积约 3846 万公顷，成灾面积 2373.3 万公顷，受灾面积是建国以来的第三位（次于 2000 年、1978 年），成灾面积是建国以来的第二位（次于 2000 年），属干旱严重年份

数据来源：国泰君安证券研究

3.1.2. 今年旱涝灾害严重，水利投资必然加速

2010 年的情况：旱涝灾害严重。

- 1) 自去年 9 月份以来，中国西南地区的云南、贵州、广西、重庆、四川等省市都遭遇持续干旱。
- 2) 今年 6 月 13 日以来，江西、福建、湖南、广西等南方 10 省区市接连遭遇强降雨袭击，部分地区发生严重洪涝灾害。并爆出洪峰流量将逼近 70000 立方米 / 秒，超过 1998 年大洪水时的上游洪峰流量。

表 14: 2010 年以来灾害情况

时间	波及区域	直接经济损失(亿元)	备注
水灾			
2010.7.15	咸宁	11.23	120 多万人受灾
2010.7.14	安徽池州河段全面超警戒水位	1.987	受灾人口 445 万,受涝面积 440 万亩,损毁水利工程 1.05 万处
2010.7.9	重庆水灾		
2010.7.13	云南巧家县小河镇山洪爆发	1.8	

2010.7 月	湖北暴雨洪灾	77.6	
2010.6.29	安徽合肥内涝	0.632	城市交通瘫痪
2010.6.28	贵州山体滑坡		99 人掩埋
2010.6.23	广西西江堤决口		决口 400 米
2010.6.21	江西抚河凯堤决口	2.3	决口 500 米
2010.6.20	江西信江特大洪水		50 年一遇
2010.6.19	福建闽江发生 30 年一遇洪水	53.5	119 千公顷农作物受灾
2010.6.19	武夷山	15	
2010.6.13	广东强范围降雨波及半个省	7.86	受灾面积 42.224 千公顷,倒塌房屋 3573 间
2010.6.9	湖南资水 20 年一遇洪水	17	
2010.6.7-6.10	黄淮及以南地区出现大面积、特大降雨		
2010 年 6 月初	贵州铜仁地区,黔东南州遭受洪涝	1	
2010.6.2	广西岑溪市和容县接壤地区暴发泥石流	6.11	42 人死亡
2010.5.28-5.31	西藏四川云南贵州大面积降雨		
2010.5.20-5.23	湖南北部,江西北部受洪灾	7.5	
2010.5.16	广东韶关河源梅州清远洪涝	3.76	
2010.5.6	江西 61 个县市遭遇特大暴雨	240	
2010.5.5	湖南新化山体滑坡	5.6	
2010.5.5	贵州赫章县水灾		电力水利设施损毁严重
2010.5.3	重庆水灾	4.2	
2010 年 4 月中下旬	长沙桂林出现洪水		倒塌房屋 2000 多间, 30 万人受灾
2010 年 4 月中旬	福建中西部出现暴雨,闽江开始出现洪水		
2010 年 3 月初	江西赣东北地区受暴雨袭击,洪水围困		
旱灾			
2010-5-18	山西大部出现旱情		
2010-4-16	贵州出现旱情		
2010-4-2	广西 1000 万人受旱灾		干旱造成耕地减少 110 万亩
2010-3-30	海南 7 个县市旱情严重		5 万人受灾
2010-3-19	四川攀西地区连续无降水 185 天		50 万耕地无法耕种
2010-3-2	四川超过 800 万人受旱灾		

来源: 全国水力资源复查成果报告, 国泰君安证券研究

根据历史经验, 今年的大旱大涝必然会引起国家对水利建设的重视, 推动水利建设。

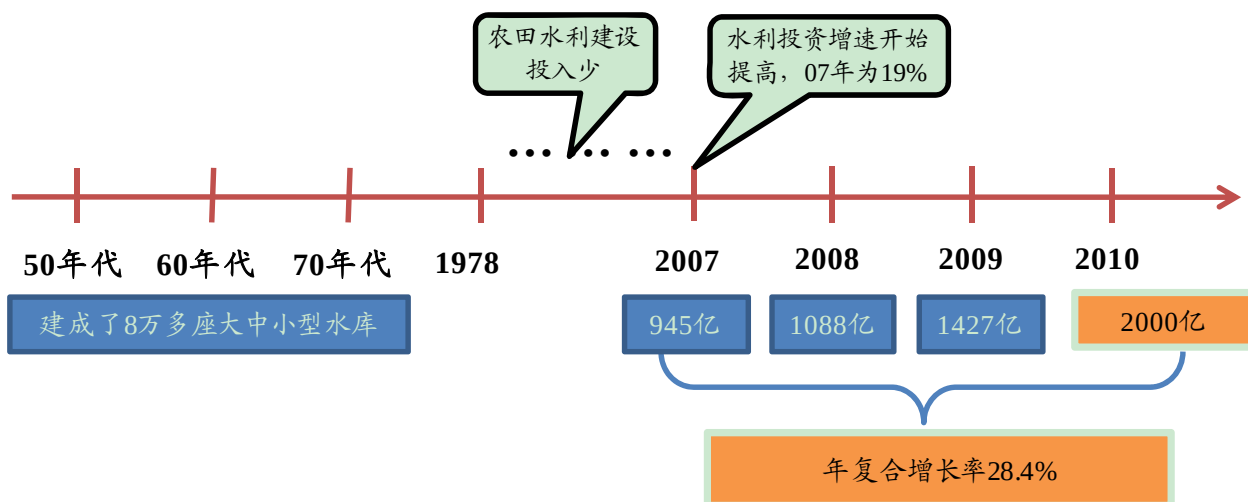
3.1.3. 水利建设全面加速, 2010 年水利建设投资增速 40%

动因一: 历史趋势显示目前处于水利投资上升期

从历史趋势来看, 我国水利建设自 07 年之后有所提速。07 增速明显上升达到 19%, 09 年首次超越了固定资产投资增速达到 31%。09 年水利建设投资水利建设投资占 GDP 的 0.43%, 处于一个较低的水平, 并且这一比例从 02 年开始下降, 直到 09 年才有所回升。

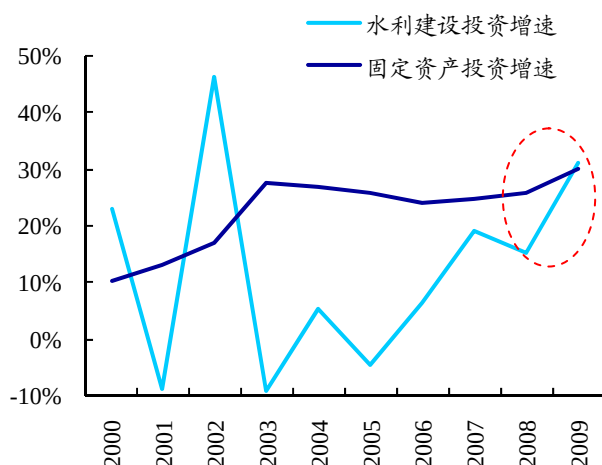
从 2007 年开始, 水利建设基础投资规模不断加大, 07 年到 09 年水利建设基础投资为 945、1088、1427 亿元, 增速分别为 19.0%、15.2%、31.1%。预计国家水利投资增加将持续一个长期的过程。

图 31: 水利建设总体情况



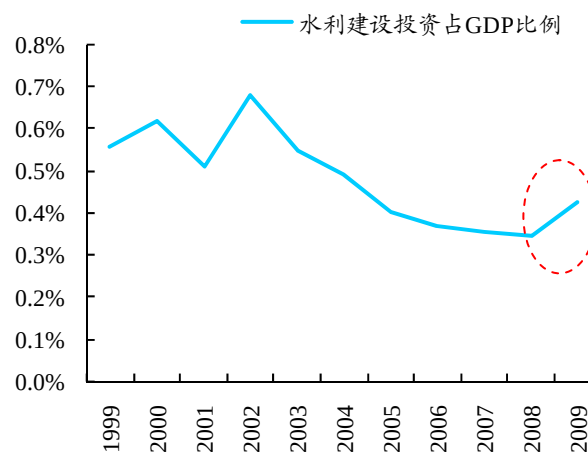
数据来源：国泰君安证券研究

图 32：水利投资增速落后于固定资产投资增速



数据来源：水利部，国泰君安证券研究

图 33：水利建设投资占 GDP 比例开始回升



数据来源：水利部，国泰君安证券研究

动因二：本次旱涝灾害后，政策多次表态，显示了进一步加大水利建设的决心，尤其是在西南受灾省份。

表 15：近期的水利建设政府言论

时间	场合	内容
2009.10	全国水利发展“十二五”规划编制工作会议	水利发展相对滞后是当前和今后一个时期经济社会发展的突出瓶颈，水利建设需要全面提速。
2010.04	温家宝总理在贵州考察	对水利建设提出四项要求：一是抓紧编制重点水源工程近期建设规划，二是加快小型农田水利设施建设，三是加强田间节水工程建设，四是抓好因灾受损水利设施修复。
2010.04	水利部	部署《西南五省(区、市)县域水源工程近期建设规划报告》编制工作，要求各地3个月内完成规划的编制、审查和上报。
2010.01	中央一号文件	提出了国家固定资产投资要把水利建设放在重要位置。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。启动大中型病险水闸除险加固。
2010.07	国务院常务会议	研究部署当前的防汛抗洪工作，提出要继续加强水利建设，尽快启动水利重点薄弱环节工程建设。力争实现一个县有一个中型水利工程。

来源：国泰君安证券研究

目前，云南、贵州、四川已经出台了部分水利建设的规划。云南计划在 2010~2012 年投资 500 亿元；贵州计划在 2010~2011 年投资 74 亿元，2012~2015 投资 398 亿元；四川计划在 2010~2015 投资 600 亿元。

表 16: 云南省水库建设规划

2010-2012 建设规划	
投资额	500 亿元以上
水利工程	100 件大型水利工程；100 万件以上五小工程
新增库容量	30 亿立方米（十二五规划后期）

数据来源：国泰君安证券研究

表 17: 贵州省骨干水源工程建设规划

	单位	规划	开工规划		
			2010~2011	2015 年前	2016~2020
大型水利枢纽	座	8		3	5
中型水库	座	165	19	60	86
小 1 型水库	座	612		149	463
总库容	亿立方米	76	6.2	35	35
新增供水量	亿立方米	96	7	37	52
总投资	亿元	1027	74	398	555

数据来源：国泰君安证券研究

表 18: 四川省重点水源工程建设规划

	类型	2010	2011	2012	2013	2014	2015
总库容(万 m ³)	中型水库	31,922.00	25,971.70	16,063.00	20,061.80	18,738.70	139,088.90
	小(1)型水库	17,469.25	13,531.90	10,918.02	9,411.20	6,808.85	37,614.14
	小(2)型水库	3,810.23	3,241.98	3,239.73	2,651.37	1,945.39	2,323.67
	合计	53,201.48	42,745.58	30,220.75	32,124.37	27,492.94	179,026.71
总投资(亿元)	中型水库	58.40	33.59	31.37	33.43	27.05	203.45
	小(1)型水库	28.84	23.83	17.69	14.67	15.38	62.90
	小(2)型水库	10.70	9.25	9.00	7.31	6.06	6.81
	合计	97.94	66.67	58.06	55.42	48.49	273.16

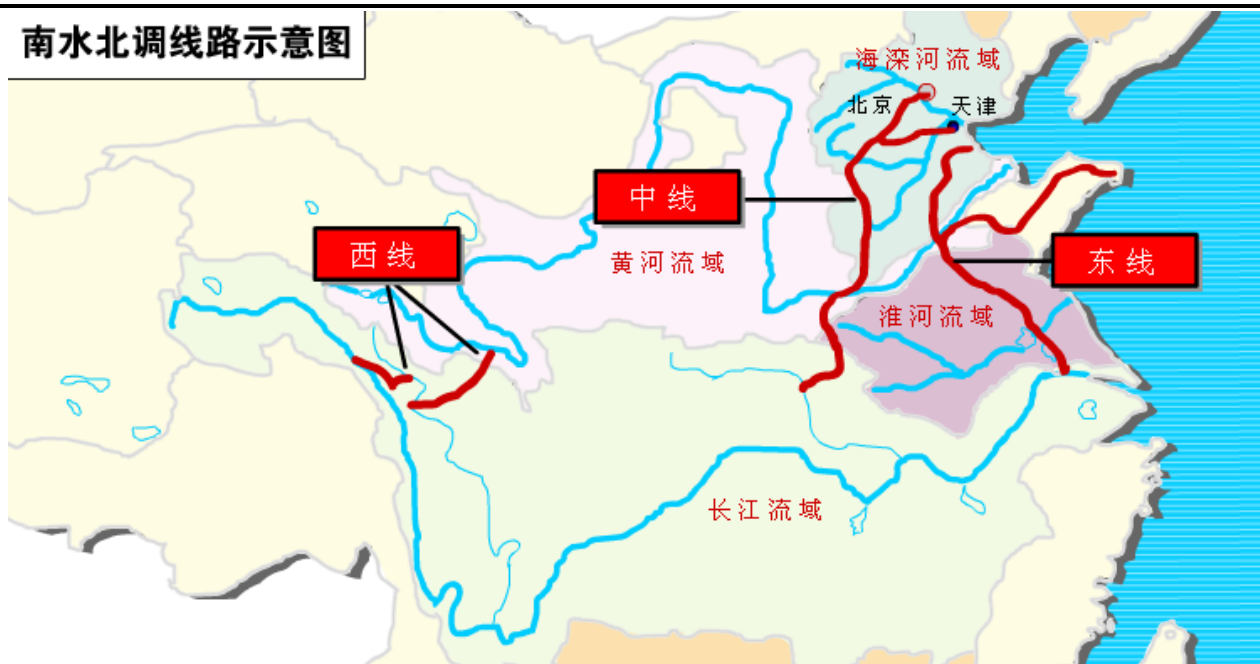
数据来源：四川水利局、国泰君安证券研究

动因三：南水北调工程 2010 年投资增速 191.8%

为加快缓解北方水资源短缺和生态环境恶化状况，南水北调工程建设规划提前。按照最新规划，东线一期工程 2013 年通水；中线一期工程 2013 年主体工程完工，2014 年汛后通水。

图 34: 南水北调工程示意图

南水北调线路示意图



来源：南水北调网，国泰君安证券研究

表 19：南水北调总体规划

	长度 (km)	调水规模 (亿 m ³)	投资额 (亿元)
东线工程	1,466.50	148	
中线工程	1,431.95	130	
西线工程		170	
总计		448	6000

来源：南水北调网，国泰君安证券研究

表 20：南水北调分期工程情况

		调水规模 (亿 m ³)	投资额 (亿 元)	工期 (年)
东线	一期工程	89	533	5
	二期工程	59	224	3
	三期工程		116	5
中线	一期工程	95	2013	8
	二期工程	90	469	
	三期工程	80	641	
西线	一期工程		1930	
	二期工程			
	三期工程			

来源：南水北调网，国泰君安证券研究

据南水北调工程办公室统计，2009 年下达年度投资计划共 164.5 亿元，年度工程建设完成投资额为 147.8 亿元。2010 年 1~6 月下达的投资额为 368.1 亿元，是 09 年整年度的 2.23 倍。10 年上半年完成投资额为 174.1 亿元，半年完成的投资额超过 09 年 1 整年的投资额。

表 21：南水北调截至 2009 年 12 月的投资情况

	累计投资 (亿元)	明细	亿元
东、中线 一期工程 (下达投 资)	621.2	中央预算内投资	167.7
		中央预算内专项资金 (国债)	106.5
		地方基金	86.9
		贷款	260.1
工程建设	389.4	东线一期	66.3

表 22：南水北调截至 2010 年 6 月的投资情况

	累计投资 (亿元)	明细	亿元
东、中线 一期工程 (下达投 资)	989.3	中央预算内投资	231.9
		中央预算内专项资金 (国债)	106.5
		工程基金	99
		国家重大水利工程建 设基金	235.7
工程建设	563.5	贷款	316.2
		东线一期	73.3

项目 (完 成投资)	中线一期	323.2	项目 (完 成投资)	中线一期	490.2
---------------	------	-------	---------------	------	-------

来源：南水北调网，国泰君安证券研究

2010 年南水北调工程计划安排投资 480 亿元，是前 7 年工程投资的总和，投资增速达到 191.8%，建设速度大大加快。东、中线一期工程除个别河湖疏浚等工程外，未开工的主体工程在 2010 年将全部开工建设，为 2014 年中线工程全线通水、缓解北方水资源短缺局面奠定重要基础。

整体趋势：10 年水利建设投资 2000 亿元

由于水利建设是一个政府主导的民生性投资，一般不能从需求结构来分析投资额的大小，更多的是通过政府的决策主导的。我们根据全国水利建设与管理工作会议，2010 年中央水利投入安排已超过 800 亿元，全行业水利投入有望达到 2000 亿元，增速达到 40%，创近 8 年新高，水利施工行业迎来又一个的建设高峰。

3.2. 水电项目重开审批，近年将有大幅增长

3.2.1. 我国水资源丰富，开发程度只有 36%

我国从 2004 年超过美国成为世界水电装机容量第一大国，水力资源理论蕴藏量、技术可开发量 and 经济可开发量均居世界第一。

表 23: 我国水力资源丰富

项目	装机容量 (万千瓦)
理论蕴藏量	69,440
技术可开发量	54,164
经济可开发量	40,180
2009 年末已投产的水电装机容量	19,679
剩余经济可开发的水电装机容量	20,500

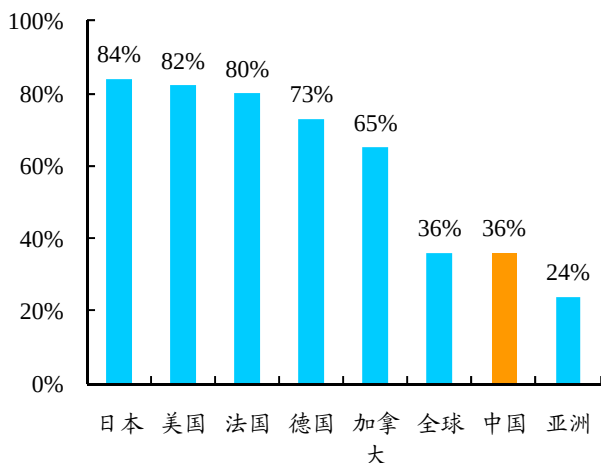
来源：全国水力资源复查成果报告，国泰君安证券研究

2007 年最新普查数据显示，世界水电平均开发度约为 36%。其中：亚洲是 24%、欧洲为 72%、中北美洲约 70%、南美除巴西外均较低、非洲最低。发达国家的水电开发度一般达到 60%~70%，其中挪威超过 90%，日本为 84%，美国超过 82%，法国、瑞士等亦已超过 80%，德国 73%，加拿大 65%。2009 年水利部部长陈雷发表讲话称，全球 55 个国家 50% 以上的电力由水电提供，其中 24 个国家这一比重超过 90%。

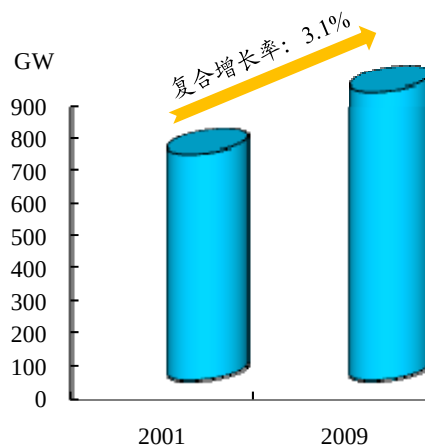
截至 2009 年年底，我国水电总装机容量达到 1.97 亿千瓦，提前完成《可再生能源发展“十一五”规划》中 2010 年达到 1.9 亿千瓦的目标。按装机容量计算，目前水电开发程度只达到 36%，未来水电建设的空间仍然巨大。

图 35: 2007 年部分国家水电开发程度比较

图 36: 世界水电装机容量情况



数据来源：国泰君安证券研究注：中国为 2009 年数据



数据来源：水利部，国泰君安证券研究

3.2.2. 政策支持水电开发

根据不完全统计，我们汇集了如下支持水电开发的政策规定。从政策来看，我国政府对水电的开发持正面支持态度。我国发改委副主任、能源局局长张国宝曾多次指出为了要完成我国向国际社会作出的减排承诺，我国必须加快水电建设。

表 24：我国支持水电开发的相关政策规定

政策规定	内容
《可再生能源中长期发展规划》	到 2010 年全国水电装机容量达到 1.9 亿千瓦；到 2020 年水电装机容量达 3 亿千瓦。水电装机比例在 2010 年和 2020 年分别达到 22.3%和 22.5%。
《“十一五”重大技术装备研制和重大产业技术开发专项规划》	规划对如何扩大水电的重大技术装备发展予以了支持，大容量高水头水电机组成为 8 项重大技术装备研制项目之一。
《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》	电网企业优先收购水电。
《节能发电调度办法》	水电优先调度。
《中国应对气候变化国家方案》	根据方案，我国将强化能源供应行业的相关政策措施，在保护生态基础上有序开发水电，方案把发展水电作为促进中国能源结构向清洁低碳化方向发展的重要措施。
延长贷款期限，扩大水电融资渠道	国家目前正在考虑将水电的贷款期限由现在的 12~15 年延长到 25~30 年
税收优惠政策	增值税返还政策 17%降到 13%，所得税返还和优惠政策（对所得税“先征后返”，返回的所得税用于滚动开发新的水电站；明确在“老、少、边、穷”地区建设的水电项目应享有的所得税优惠政策），不合理税费给予减免。

数据来源：国泰君安证券研究

表 25：我国领导人对水利水电的支持发言

时间	职务	发言人	事件	发言内容
2010-4-4	国家总理	温家宝	贵州考察	对水利建设提出四项要求：一是抓紧编制重点水源工程近期建设规划，二是加快小型农田水利设施建设，三是加强田间节水工程建设，四是抓好因灾受损水利设施修复。
2010-5-31	国家发改委副主任、能源局局长	张国宝		如不抓紧开工一批新的水电项目，将难以实现中国向国际社会承诺的 2020 年节能减排目标。
2010-6-29	能源局副局长	吴吟		水电是 2030 年前可再生能源发展的第一重点，要积极加快有序

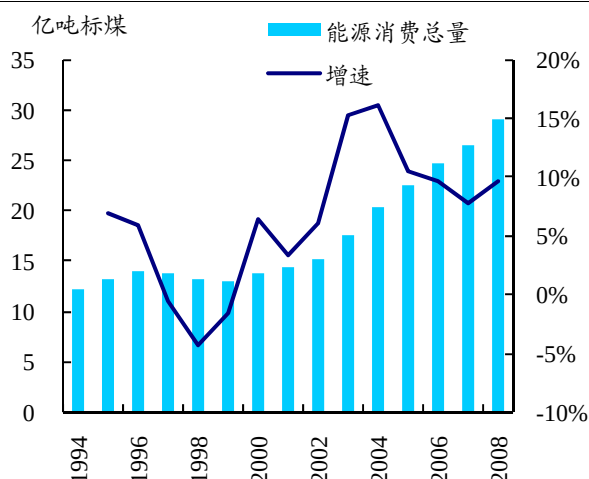
2010-6-19	能源局副局长	吴吟	在中国能源与“十二五”能源发展论坛上的讲话	发展水电，大力发展非水可再生能源，使可再生能源战略地位逐步提升，成为我国新的绿色能源支柱。
2010-6-29	中国能源研究会常务副理事长	周大地		“十二五”时期，必须做好煤炭这篇文章，加快天然气开发，加大水电、核电建设，大力发展可再生能源，为实现 2020 年能源结构调整和温室气体减排目标打下坚实基础。
2010-6-29	中国水力发电工程学会副秘书长	张博庭		水电投资加快势在必行。因为，“大型水电项目建设周期少则五年，多则需要七八年，如果投资慢了，必将对低碳目标的完成产生重大影响。”
2010-7-3	国家发改委副主任、能源局局长	张国宝	上海世博会南京论坛	“十一五”期间，本来预计核准 7000 万千瓦水电，实际只核准了 2000 万千瓦的水电项目。“十一五”未核准的很多项目需要到“十二五”来核准，再加上“十二五”需要核准的项目，预计 2011-2015 新核准 1 亿千瓦的水电项目，才能保证 2020 年的碳目标实现。
				大力发展天然气、水电和核电等绿色支柱能源，积极发展风能、太阳能、生物质能等非水可再生能源，推进传统化石能源的高效清洁利用，不断优化能源结构。

数据来源：国泰君安证券研究

3.2.3. 水电开发是大势所趋：能源安全、非化石能源占比要求

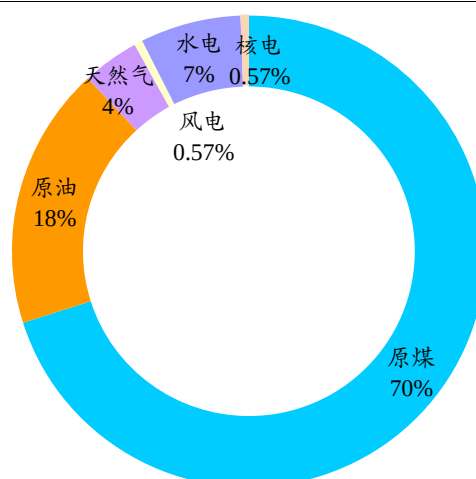
根据国际能源署（IEA）最新数据，2009 年中国超过美国，成为全球最大的能源消费国。2000-2008 年，中国能源消费的年均复合增长率达到 8.5%，能源消费增长速度全球最快。在能源消费结构中，煤炭消费量占能源总消费量的 70% 左右，这使得中国面临资源和环境问题的压力不断加大。另外，中国原油需求对外依存度的提高，也给中国石油安全带来了很大压力。

图 37：中国能源消费量情况（亿吨煤当量）



数据来源：中国能源统计年鉴，国泰君安证券研究

图 38：2009 年中国能源消费结构



数据来源：中电联，国泰君安证券研究

水电是目前技术最成熟、最具市场竞争力且可以大规模开发的可再生能源，发展水电是我国实现节能减排目标和非化石能源发展目标的重要措施。与煤电相比较，每 1 千瓦时的水电电量大约可以减少原煤用量 500 克和二氧化碳排放量 1100 克。调整中国能源结构要减少对石化能源资源的需求与消费，降低对国际石油的依赖，降低煤电的比重，大力发展新

能源和可再生能源，需要把水电开发放到重要的战略地位。

在 2009 年的哥本哈根会议上，我国向国际社会作出了“到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年有显著下降、非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右”的承诺。目前，我国的非化石能源占一次能源消费的比重只有 8% 左右，离目标还有一半。风能、太阳能、生物质能、地热能等非化石能源在我国能源消费中占比很小，达到目标主要靠发展水能和核能。因此，要实现上述目标，必须大力发展水电。

因为大型水电站的建设工期一般在 5-10 年，所以大部分水电项目的重大工程最迟要在 2012 年前开工，这样才能实现非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右的承诺。因此，我们预计大型水电项目的核准重启是未来一段时间将日渐临近。

3.2.4. 十三大水电基地开发程度日益提高

“十一五”时期，力争建成四川、福建、广东、云南、浙江、湖北、广西、湖南等 8 个小水电强省(区)，以及广东韶关、清远，福建三明、龙岩、宁德，浙江丽水，四川雅安、阿坝、凉山，湖北十堰、恩施、宜昌，湖南郴州，广西桂林和江西赣州等 15 个小水电基地。

表 26：十三大水电基地规划装机容量及开发建设状况（截至 2009 年年底）

序号	基地名称	河流范围	装机容量 (MW)	年发电量 (亿 kwh)	已建比重 (%)	在建比重 (%)	前期比重 (%)
1	金沙江干流水电基地	石鼓——宜宾	62,250	2,920	0.0	30.0	70.0
2	长江上游水电基地	宜宾——宜昌，清江干流	28,840	1,280	84.2	14.6	1.2
3	雅砻江干流水电基地	两河口——江口	25,700	1,250	12.8	42.0	45.2
4	澜沧江干流水电基地	云南省境内	25,110	1,400	16.0	43.0	41.0
5	大渡河干流水电基地	下尔呷——铜街子	24,920	1,136	6.6	28.9	64.5
6	怒江干流	干流松塔以下至边界	21,990	1,037	0.0	0.0	100.0
7	黄河上游水电基地	干流茨哈——青铜峡段	20,930	750	45.3	27.5	27.2
8	南盘江红水河水电基地	黄泥河，天生桥——长洲	14,300	635	71.5	15.8	12.7
9	东北水电基地	黑、吉、辽三省	13,260	355	43.0	4.1	52.9
10	闽、浙、赣水电基地	闽、浙、赣三省诸河	12,200	315	68.0	3.0	29.0
11	乌江水电基地	干流+洪家渡	11,220	396	47.0	50.0	3.0
12	湘西水电基地	湘、沅、资、澧水	10,810	378	67.3	10.0	22.7
13	黄河中游水电基地	托克托县至潼关	6,430	178	25.0	28.0	47.0
合计			277,960	12,030			

来源：水电水利规划设计总院，国泰君安证券研究

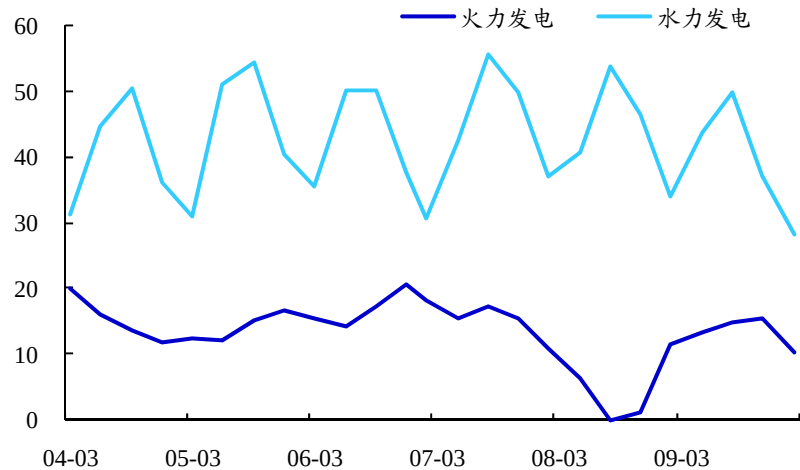
金沙江干流水电基地规划装机容量最大，达 6225 万千瓦；在建装机容量比重最大的是乌江水电基地，达 50%。由于环保问题，金沙江和怒江干流水电开发目前处于停滞状态。按十三大水电基地划分，在 2010 年、2015 年和 2020 年十三大水电基地的总体开发程度分别达到 35%、55% 和 70%。

3.2.5. 高煤价加速五大电力集团争夺水电资源

水电的建设成本高，但是运行成本低。目前我国水电运行成本一般是

0.04-0.09 元/千瓦时，火电运行成本约为 0.09-0.20 元/千瓦时，水电机组一旦投产，其运行成本就基本只有人工与折旧两项，而火电机组生产则离不开燃料，仅燃料一项就占去火电总成本的 50-70%。

图 39：水力发电毛利率高于火力发电



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2008 年，煤炭价格高涨，火电业务亏损严重，五大电力集团亏损 323 亿元。在此种情况下，增加大水电投资成为五大电力集团的一致战略部署。华能、大唐、中电投等 08 年中的工作会议上就已经分别表示要加快发展水电。

表 27：五大电力集团计划开发水电项目不完全统计

集团公司	准备或在建的水电项目
华能集团	小湾水电站 420 万千瓦；计划在澜沧江、金沙江流域开发装机容量达 3000 万千瓦水电项目（2020 年前）。
大唐集团	李仙江水系电站 131 万千瓦
华电集团	皮滩水电站 300 万千瓦；计划在怒江中下游开发总装机容量达 2132 万千瓦的水电。
国电集团	330 万千瓦的瀑布沟水电站。
中电投集团	150 万千瓦的青海伯公峡水电站、420 万千瓦的青海拉西瓦水电站。

数据来源：中国水电行业发展分析及投资预测报告、国泰君安证券研究

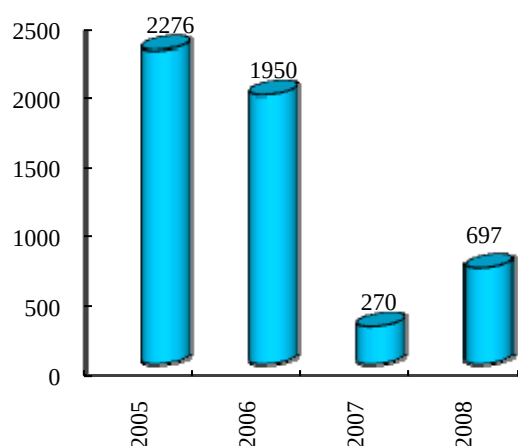
水电资源的发展前景良好，稀缺资源的价值不断显现，抢先占领优质水电资源已经成为大型电力集团的战略目标。五大发电集团将是未来大型水电项目的投资主体，融资能力有较好的保证，只要政策支持，未来水电投资增长速度是有保证的。

3.2.6. 大型水电项目核准未来一段时间即将重开概率增大

2009 年 6 月，环境保护部对金沙江中游正在建设的华电鲁地拉水电站和华能龙开口水电站下了停工令，其主要原因是其在没有经过环境影响评价的情况下，擅自进行大江截留，对金沙江中游生态影响较大。自此金沙江中游的水电开发核准被无限期限批。

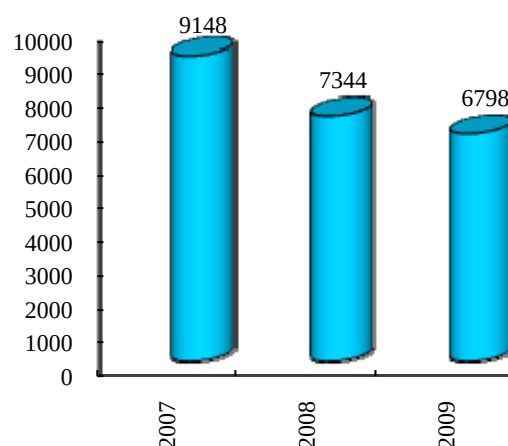
水电的在建规模连续两年下降，09 年的在建规模为 6798 万千瓦。目前等待核准的水电项目总装机量已经超过 5000 万千瓦。

图 40：水电项目核准建设规模保持低位（万千瓦）



数据来源：国泰君安证券研究注：未包括抽水蓄能电站

图 41：我国水电在建规模持续下降（万千瓦）



数据来源：国泰君安证券研究

事实上，发改委正在加快水电建设的步伐。根据我们所汇集的资料，2010年以来，发改委已经批准了 30 个水电项目的建设。

表 28：发改委最近批准的水电项目

序号	项目	审批通过时间
1	大唐岩滩水电公司扩建工程项目	2010-06
2	保山市龙陵县公养河三级 16 兆瓦水电项目	2010-05
3	陕西隆鑫一级和二级打捆水电项目	2010-05
4	云南大姚县多底河水电站项目	2010-05
5	湖南桐坝小水电项目	2010-05
6	贵州省水城县猴场小水电项目	2010-05
7	云南施底河一级 30 兆瓦水电站项目	2010-05
8	罗平县红岩 8 兆瓦水电项目	2010-05
9	广西贺州市莲花一级和莲花二级小水电打捆项目	2010-05
10	云南省金河四级水电项目	2010-05
11	云南那么果河小水电打捆项目	2010-05
12	漯河市生活垃圾填埋场填埋气发电项目	2010-05
13	贵州背雷 8.4 兆瓦小水电项目	2010-05
14	甘肃省新民滩 10 兆瓦小水电扩建项目	2010-05
15	四川省大渡河沙湾水电站	2010-05
16	贵州清水塘 9MW 水电项目	2010-02
17	四川木苏沟一级和二级 12.4MW 水电打捆项目	2010-02
18	江西修河下坊 36MW 水电站项目	2010-02
19	云南龙江 240MW 水电站项目	2010-02
20	四川峨胜水泥股份有限公司纯低温余热发电项目	2010-02
21	福建省上杭县涧头水电站	2010-02
22	福建省上杭县回龙水电站	2010-02
23	甘肃 74MW 河口水电项目	2010-02
24	迪庆州德钦县相多河二级电站	2010-02
25	迪庆州德钦县相多河一级电站	2010-02

26	迪庆州德钦县施坝河二级电站	2010-02
27	四川乡城县玛依河二级跌水电站	2010-02
28	迪庆州德钦县施坝河一级电站	2010-02
29	陕西省太山水电项目	2010-02
30	世行贷款新疆坎儿井保护及节水灌溉项目资金	2010-02
31	安徽佛子岭抽水蓄能电站	2009-12
32	云南澜沧江功果桥水电站工程	2009-05
33	广东清远抽水蓄能电站	2009-03
34	云南红河马堵山水电站	2008-12
35	重庆乌江银盘水电站	2008-12
36	江苏溧阳抽水蓄能电站	2008-11

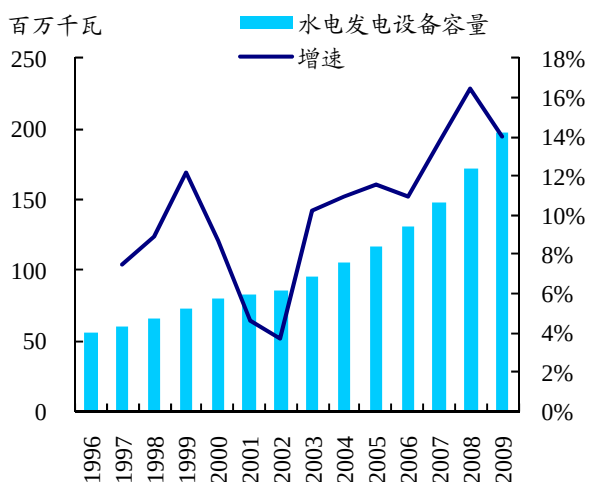
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

2010年6月23日，根据《每日经济新闻》报道，近几年来停止审核的百万千瓦级大型水电项目审批已于近日解冻，国家发改委再度着手对大型水电项目的审核。2009年6月被环保部叫停的金沙江上的鲁地拉和龙开口两座水电站正在做复工的准备工作。

3.2.7. 水电建设空间巨大：截至2020年装机3.2~3.5亿千瓦

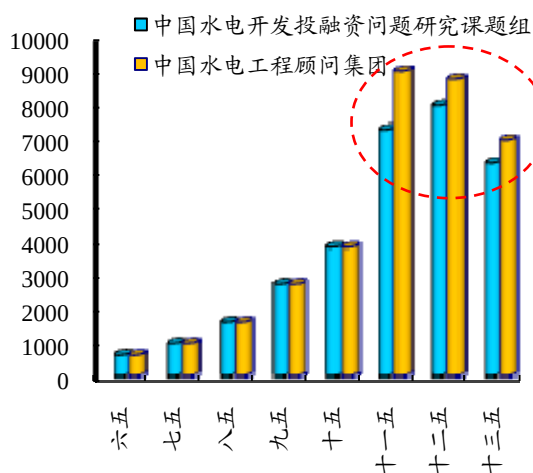
截至2009年年底，我国水电总装机容量达到1.97亿千瓦，提前完成《可再生能源发展“十一五”规划》中2010年达到1.9亿千瓦的目标。按装机容量计算，目前水电开发程度只达到36%，未来水电建设的空间仍然巨大。

图 42：我国水电装机容量及同比增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 43：两个机构对水电装机容量的预测



数据来源：中国水电开发投融资问题研究课题组，国泰君安证券研究

2010年7月21日，传新能源规划将上报国务院审批，规划期累计直接增加投资5万亿元，每年增加产值1.5万亿元。指出要加快水电建设。报道中称水电的利用规模到2015年为2.5亿千瓦（我们不知道此处利用规模与装机容量的区别，假设其就是装机容量）。

另外，中国水电工程顾问集团公司副总经理王民浩在日前召开“十二五”能源发展论坛电力分论坛上透露，我国“十二五”水电发展的目标是到

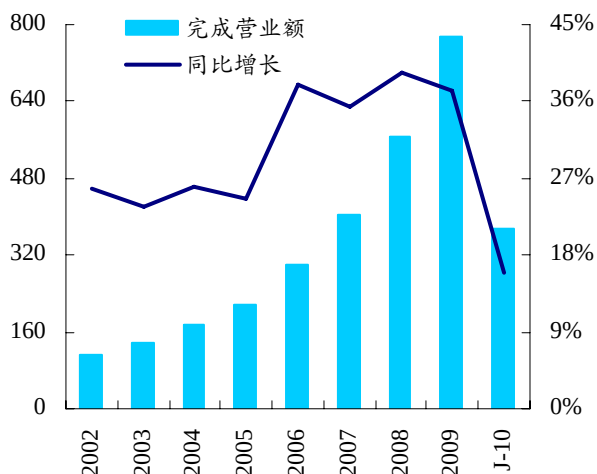
2015 年，水电装机容量将达到 3.1 亿千瓦，200 年将达到 3.8 亿千瓦。

我们认为为了保证 2020 年非化石能源消费占能源消费 15% 的目标，到 2020 年，水电开发规模需要达到 3.2 亿~3.5 亿千瓦。我们认为水电行业正在逐步走出行业低谷。

4. 成长动因二：海外市场方兴未艾，业务集中亚非洲

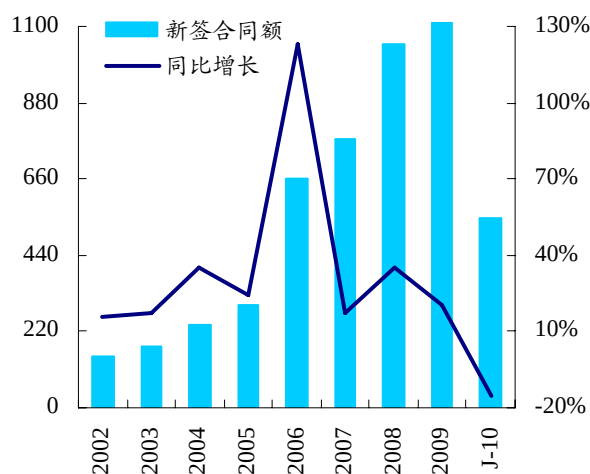
今年上半年，我国对外承包工程业务完成营业额 373 亿美元，同增 16%（上年同期增 52%）；新签合同额 549 亿美元，下降 15%（上年同期增 38%）。新签合同额在 5000 万美元以上项目 190 个，占总额 75%。完成营业额居前两位地区是亚洲和非洲，上述两个地区完成营业额占比高达 86%。葛洲坝上半年签署的海外合同同增 328%，增速大大超过我国的总体水平。

图 44：我国对外承包工程完成营业额及增速



数据来源：ENR、国泰君安证券研究

图 45：我国对外承包工程新签合同及增速



数据来源：ENR、国泰君安证券研究

从葛洲坝的合同看，公司的海外业务分布与我国对外承包合同主要地区一致，集中在亚非洲，公司的海外合同也主要是水利水电施工项目，09 年，水利水电施工工程合同占比为 73%，10 年上半年的比例为 90%。

表 29：葛洲坝 2009~2010 海外合同情况

	地区	国家	合同内容	合同类型	金额 (亿元)
2009-3-25	非洲	利比亚	利比亚的黎波里旧城改造项目合同		27.74
2009-7-16	非洲	加蓬	利伯维尔 Ogombie 区污水处理项目合同	EPC 交钥匙合同	6.58
2009-8-20	亚洲	老挝	老挝会兰庞雅水电站项目以及北方农村电网改造项目	EPC 交钥匙合同	14.03
2009-9-26	非洲	埃塞尔比亚	埃塞尔比亚电力项目	EPC 交钥匙合同	31.00
2009-12-7	非洲	马里	马里塔乌萨水电站	EPC 交钥匙合同	6.18
2009-12-29	亚洲	菲律宾	与菲律宾绿色能源管理有限公司在菲律宾首都马尼拉签署了迪杜杨水电站项目合同	EPC 交钥匙合同	41.02
2009 年总计					126.55
2010-1-5	亚洲	尼泊尔	尼泊尔上崔树里 3A 水电站项目	EPC 交钥匙合同	6.88
2010-2-11	亚洲	哈萨克斯坦	与哈萨克斯坦天然气技术有限责任公司签署《奇利	EPC 交钥匙合同	49.69

			克河梯级水电工程总承包合同协议书》			
2010-2-12	亚洲	柬埔寨	柬埔寨达岱河水电工程			18.06
2010-3-25	亚洲	菲律宾	与菲律宾 Agus3 水电公司 (Agus3 Hydropower Corporation) 在菲律宾首都马尼拉签署了 Agus3 水电站项目合同	EPC 交钥匙合同		31.40
2010-4-28	非洲	喀麦隆	喀麦隆公共工程部的《关于喀麦隆杜阿拉二桥及其引路项目和克里比-刚博公路项目的中标通知书》			17.00
2010-6-8	非洲	苏丹	苏丹谢里克水电站项目第一标段(土建施工&金属结构制安)			48.85
2010-6-22			与澳大利亚 FMG 公司达成合作协议,负责奇切斯特矿区扩产项目工程实施和设备采购			
2010 年总计						171.88

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

目前, 发展国家的水电开发非常有限, 但由于水电的优势如清洁能源、发电成本低, 发展中国家将必然选择开发水电来满足国内的电力需求。喀麦隆、尼泊尔、柬埔寨、刚果的水电开发比例只有 2~4%, 其可开发量还很大。从葛洲坝的国际承包合同来看, 在这些国家都有订单。而且, 我们认为水资源丰富的发展中国家将进一步开发水电, 葛洲坝则将凭借三峡工程与国外施工的经验, 更容易获得这些海外水电工程订单。

表 30: 不同国家水电开发情况

国家	经济可发电量 (亿千瓦时/年)	开发加速期		2007 水电开发情况			2009 年人均 GDP(美元)
		进入年份	进入年份人均 GDP (美元)	装机容量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	水力发电量占经济可开发量的比例	
美国	3760	1945	1300	7540	2496	66%	46859
法国	715	1960	1335	2500	581	81%	46015
日本	1143	1968	1500	2128	740	65%	38559
巴西	7635	1980	1400	5579	3740	49%	8197
中国	17530	进入加速期	1165	17200	4853	28%	3315
印度	6000		n.a.	1238	1221	20%	1016
喀麦隆	1030		72	45	38.5	4%	1199
尼泊尔	1510		n.a.	60	28	2%	240
哈萨克斯坦	270	尚达不到大规模开发水电的经济	n.a.	350	81	30%	1780
柬埔寨	13	门槛	n.a.	n.a.	0.5	4%	310
菲律宾	675		n.a.	115	86	13%	1080
苏丹	50		n.a.	53	15	30%	460
刚果(布)	4192		243	99	82	2%	2951

数据来源: 我国水电开发投融资问题研究、世界银行网站、IMF、OECD、world energy council、国泰君安证券研究

注: 所有国家水电开发数据为 2007 年数据, GDP 为 2009 最新数据

另外, 葛洲坝 6 月 22 日公告了公司与与澳大利亚 FMG 公司达成合作协议, 负责奇切斯特矿区扩产项目工程实施和设备采购, 目前这个合作协议还没有正式的合同公布, 但是我们认为本次合作应该会给公司带来一个巨大的海外订单。

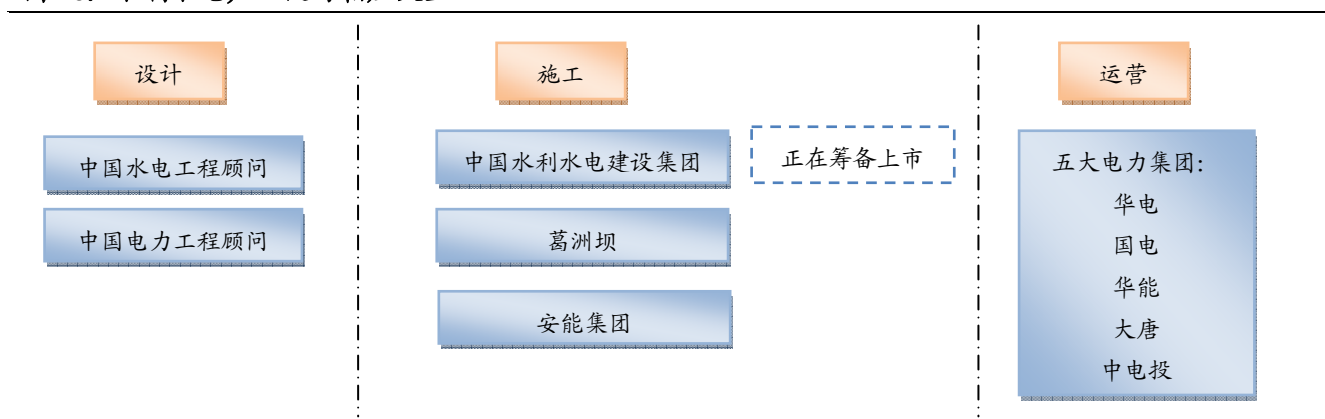
5. 成长动因三：央企重组预期加速

5.1. 水利水电建设行业央企众多

水利水电建设行业的竞争者包括中国水利水电建设集团、葛洲坝集团、中国安能建设总公司以及各省市直属的水电工程局。从事水利水电建设的上游设计规划和竣工验收公司主要是中国水电工程顾问集团与中国电力工程顾问集团。

目前，我国大型水电项目建设施工基本被中国水利水电建设集团和葛洲坝集团所垄断，两者的市场份额超过 90%。

图 46：水利水电产业链与相应央企



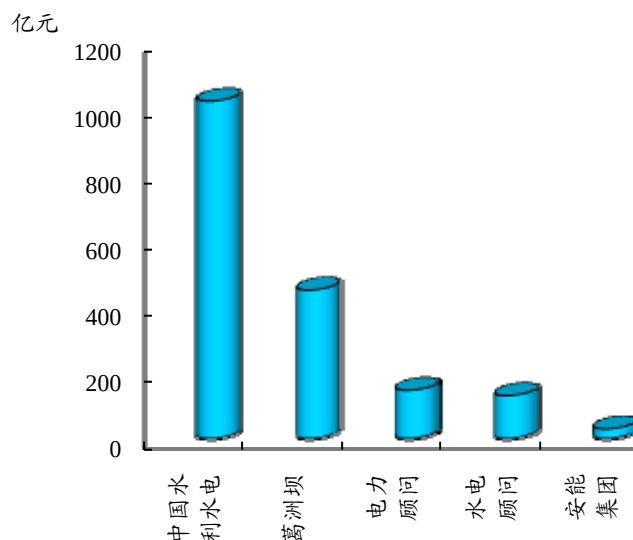
数据来源：国泰君安证券研究

公司	情况
中国水利水电建设集团	占据了我国大中型水电建设市场 70% 的市场份额，总装机容量 9,000 多万千瓦。1998 年以来，公司积极推进国际化战略，在全球拥有约 50% 的水电建筑市场份额。截至 2009 年底，集团公司总资产达 1022 亿元，净资产 156 亿元，在中国各大区域设有 18 个全资子公司，9 个控股公司，2 个参股公司，在世界 48 个国家设有驻外机构。《环保核查技术报告书》显示公司计划于 2010 年内上市，融资约 129 亿元，所募资金主要投入“柬埔寨甘再水电站 BOT 项目”等八大项目。
葛洲坝集团	先后整体或部分承建长江葛洲坝和三峡沙江溪洛渡、向家坝、黄河公伯峡和拉西瓦等 100 余座大型水电站，完成装机总容量超过 2500 万千瓦，占我国建国以来水电装机总容量的 1/4 以上。09 年末总资产 426 亿元。
安能集团	先后承建了国家大中型水利水电工程五十余项，建成的水库总库容 350 亿立方米，电站总装机 400 万千瓦。总资产为 30 亿元。
水电工程顾问集团	公司从事水电和新能源等发电项目的勘测、设计、咨询、监理、审查、评估、安全鉴定、竣工验收、施工、项目管理、总承包及相关技术和中介业务，以及河流（河段）水电规划；水电工程、新能源及相关产业的开发、投资、经营和管理等业务。2008 年末集团公司总资产 129 亿元。
电力工程顾问集团	目前我国最具实力的电力规划研究、勘测设计企业，承担了全国电力市场分析、电能消纳、电源电网规划、西电东送、全国联网，电力产业结构优化升级等电力发展规划研究工作；完成了国内大量发电工程和输变电工程的勘测设计工作，承接了十几个国家的 200 多项电力工程。2009 年末资产总额 145.89 亿元

数据来源：国泰君安证券研究

从资产规模来看，水利水电建设行业中中国水利水电以极大优势处于榜首，葛洲坝的则又比其他公司高接近 3 倍。

图 47：水利水电公司资产规模



数据来源：国泰君安证券研究

5.2. 央企重组预期提速：上下游 or 同质整合

国资委主任李荣融在今年 7 月 23 日举行的中央企业负责人会议上再次强调，要以组建国新资产管理公司为契机，**加快央企重组和调整步伐，今年要把央企调整到 100 家以内**。而在上半年，国资委监管的央企已经有 4 组 8 户实施了重组，央企户数由 129 家调整到 125 家。

在水利水电建设领域，重要央企数量达 5 家，由于具有高同质性、或者具有上下游关系，在目前国内支持央企重组背景下，对水利水电建设领域的央企产生了重组预期。前期新闻报道中国水利水电要年内上市，据此判断下半年或成为水利水电行业央企整合的关键时间段。

6. 财务分析、新签合同与估值比较

6.1. 财务分析：盈利能力强、近年成长性确定

6.1.1. 盈利能力：高于同类公司

3 家水利水电施工公司相比，葛洲坝的盈利能力远高于粤水电与安徽水利。全部 A 股的摊薄 ROE 为 12.65%，建筑施工为 11%，建筑施工由于资本密集，所以 ROE 低于 A 股的整体 ROE，葛洲坝的 16% 的 ROE 不仅高于建筑施工板块，而且高于 A 股的 ROE。

但建筑施工总体的毛利率、净利率都要低于 A 股的整体表现。A 股整体毛利率为 20%，建筑施工为 11%。A 股整体净利率为 9.39%，建筑施工为 2.84%。葛洲坝毛利率与净利率均好于建筑施工板块，净利率更是高出 91%。

三项盈利指标的同类比较中，葛洲坝均居于榜首。

表 31：同类公司盈利能力比较

	2007	2008	2009
净资产收益率 ROE (%)			

葛洲坝	11.48	17.79	16.16
粤水电	8.46	5.83	6.14
安徽水利	4.37	4.41	7.05
中国中铁	10.20	2.00	11.76
中国建筑	55.58	19.48	13.52
毛利率 (%)			
葛洲坝	16.78	15.92	15.06
粤水电	10.76	11.79	10.78
安徽水利	16.52	16.43	14.87
中国中铁	10.33	10.49	9.08
中国建筑	12.55	11.33	12.15
净利率 (%)			
葛洲坝	5.75	4.37	5.42
粤水电	3.51	3.27	2.65
安徽水利	1.47	1.39	2.17
中国中铁	1.94	0.61	2.14
中国建筑	4.20	2.30	3.49

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

6.1.2. 成长能力: 稳定成长, 预期 2010 年收入增长可达 30%

从营业收入的成长性来看, 葛洲坝 2009 年的成长性略低于中国中铁, 但是三年的复合增长率 48%, 要高于其他建筑类企业。预计 2010 年, 葛洲坝的收入增速可达 30%以上。

归属于母公司的净利润增长率来看, 葛洲坝的保持了稳定的增长, 没有收到宏观经济与政策的过多影响, 三年复合增长率为 46%。中国中铁、中国建筑、安徽水利的归属母公司净利润的增长率表现为大起大落, 三年复合增长率: 安徽水利 35%, 中国中铁 48%, 中国建筑 8%, 葛洲坝的增长率居于同类公司的第二位。我们预计 2010, 葛洲坝的净利润增速仍可达到 20%以上。

表 32: 同类公司成长能力比较

	2007	2008	2009
营业收入增长率 (%)			
葛洲坝	28.25	61.34	37.34
粤水电	9.92	7.73	36.95
安徽水利	4.26	12.16	10.82
中国中铁	13.16	27.40	47.73
中国建筑	26.35	20.08	28.83
归属于母公司净利润增长率 (%)			
葛洲坝	167.43	34.14	63.19
粤水电	12.12	0.25	10.37
安徽水利	-43.48	3.30	275.86
中国中铁	92.15	-65.46	517.56
中国建筑	103.90	-44.16	108.66

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

6.1.3. 偿债能力：财务杠杆大，资产负债率高

葛洲坝的各项偿债能力指标看，公司的负债率很高，2009 年公司的资产负债率达 78%，产权比率看，负债是归属母公司权益的 4 倍多。一方面这说明了公司的财务风险比较高，另一方面也说明公司的财务杠杆大，公司 2009 年的财务杠杆为 1.75 倍，息税前利润的没增加 1 倍，可以增加每股收益 1.75 倍。

表 33：同类公司偿债能力比较

	2007	2008	2009
流动比率			
葛洲坝	0.94	1.04	1.13
粤水电	1.25	1.26	1.28
安徽水利	0.99	0.90	0.96
中国中铁	1.26	1.16	1.13
中国建筑	1.25	1.31	1.55
速动比率			
葛洲坝	0.59	0.58	0.67
粤水电	0.74	0.70	0.73
安徽水利	0.64	0.56	0.58
中国中铁	0.90	0.78	0.74
中国建筑	0.87	0.88	1.19
产权比率			
葛洲坝	3.70	5.75	4.08
粤水电	2.10	1.64	2.17
安徽水利	3.46	4.00	3.21
中国中铁	2.82	3.40	4.03
中国建筑	10.93	11.28	2.94

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

6.2. 新签合同：09 年以来新签合同增速快

葛洲坝新签合同额增速快，2009 年增长 38%，2010 年上半年新签合同达 355.62 亿元，完成了全年 500 亿新签合同目标的 71%。2008~2010 年中，海外合同占比在 37% 左右，但是我们认为，今年公司的海外合同额可能会有进一步的提高。

10 年上半年水利水电合同额达 163 亿元，只比 2009 年全年少 30 亿元，考虑到水利水电建设提速，我们认为今年这方面的合同也会有一个更大的增长。

表 34：葛洲坝 07 年以来新签合同情况

	2007		2008		2009		10H1	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
国内合同	138	38%	189.36	62%	268.66	64%	229.39	65%
海外合同	224	62%	114.24	38%	152.70	36%	126.23	36%
总计	362		303.6		421.36		355.62	

其中:

水利水电合同	193.76	46%	163.32	46%
--------	--------	-----	--------	-----

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

6.3. 盈利预测与估值比较: 增持, 目标价 11.5 元

水利水电行业为十二五期间成长最具认知性行业, 我们认为好于铁路和公路, 行业成长性决定了行业估值要高于铁路和公路施工行业, 同时葛洲坝由于其盈利性突出、成长性稳定, 目前业务存在的 3 大驱动因素, 公司 2010~2012 年的 EPS 分别为 0.48、0.61、0.75 元, 我们认为公司的合理市盈率在 24 倍左右, 对应的股价为 11.5 元。未来三年业绩符合增速高于 25%, PEG 不到 1。

表 35: 板块盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入						
高速公路	314	278	330	429	493	567
民用爆破	518	738	1,072	1,287	1,544	1,853
水泥	791	1,315	2,345	3,518	4,221	4,643
工程施工	9,300	15,567	21,126	29,577	36,971	46,214
水力发电	124	141	138	159	183	211
房地产	133	307	55	69	83	99
其他	297	261	690	829	994	1,193
合计	11,478	18,607	25,757	35,867	44,489	54,780
毛利构成						
高速公路	11.8%	7.0%	5.0%	4.7%	4.7%	4.4%
民用爆破	9.2%	7.9%	11.4%	9.6%	9.3%	9.0%
水泥	8.7%	8.5%	11.5%	11.5%	11.1%	9.9%
工程施工	60.4%	69.6%	67.5%	70.1%	70.2%	71.3%
水力发电	3.8%	3.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%
房地产	0.6%	1.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
其他	5.4%	2.5%	2.4%	2.0%	2.9%	3.5%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
净利润	600	811	1,323	1,669	2,117	2,617
增速	160.0%	35.0%	63.2%	26.2%	26.9%	23.6%
EPS	0.36	0.49	0.62	0.48	0.61	0.75

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

从新签合同额与市场的比率看, 葛洲坝比率是最低的, 说明其安全性。从新签合同额与收入的比值看, 可比公司的基本都在 1.7 倍左右, 葛洲坝表现相同, 但是预计 2010 年, 葛洲坝的这一比率会有所提高。

表 36: 同类公司估值比较

公司	股价 10-08-05	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	新签合同/ 市值	新签合同/ 收入	市值 (亿元)	评级
粤水电	8.4	0.46	0.66	18	13	2.0	3.2	2.8	28	增持
安徽水利	10.52	0.80	0.92	13	11	3.8	1.4	1.6	23	谨慎增持
中国铁建	7.6	0.66	0.83	11	9	1.8	6.4	1.7	938	谨慎增持

中国中铁	4.58	0.41	0.51	11	9	1.6	6.2	1.7	976	谨慎增持
中铁二局	9.39	0.73	0.92	13	10	3.3	3.0	1.0	137	谨慎增持
中国建筑	3.8	0.24	0.30	16	13	1.6	4.0	1.8	1,140	谨慎增持
平均值				14	11	2.3	5.3	1.7	3,242	
葛洲坝	9.09	0.48	0.59	19	15	3.1	1.3	1.6	317	增持

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

注: 新签合同使用 2009 年年度新签金额

7. 潜在风险提示

1. 水利水电建设力度下滑。
2. 海外经济复苏疲软, 海外订单下滑。
3. 湖北水泥竞争过度激烈, 导致水泥价格超预期下跌。
4. 房地产调控政策对公司房地产业务的销售造成重大影响, 降低公司的销售回款速度, 影响毛利率。

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		