

证券研究报告—动态报告/公司快评

建筑建材

葛洲坝 (600068)

推荐

建筑工程

集团公司与中电工程重组点评

(维持评级)

2011年4月21日

重组成就电力工程建设霸业

证券分析师: 邱波 0755-82133390 qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120021

联系人: 刘萍 0755-82130678 liuping@guosen.com.cn

事项:

公司公告称接控股股东中国葛洲坝集团公司(下称:集团公司)通知,按照国家深化电力体制改革和中央企业布局结构调整的要求,集团公司将与中国电力工程顾问集团公司,以及国家电网公司和南方电网公司所属部分省(区、市)公司勘测设计企业、火电施工企业、水电施工企业和修造企业重组,组建以项目总承包、工程管理、设计、施工、修造业务为主的综合性电力建设集团公司,有关重组工作正在进行之中。

评论:

■ 重组内容基本符合预期、重组完成还需时日

我们在公司深度报告《“小央企”迎来“大发展”》和多篇报告中都曾分析过,央企资产整合或分两条主线进行:一是公司与两家电力设计央企之一的中国电力顾问工程集团重组;二是重组南方地区地方性水电施工企业。从公司公告来看,与我们的分析判断基本一致,不过目前的重组还停留在集团层面,我们分析可能先在集团公司层面由两家公司直接合并成新的集团公司并重新挂牌,由于葛洲坝集团原本已实现了主业资产的整体上市,因此,我们预计,未来新的母公司将择机将原工程顾问集团资产注入上市公司,最终实现新集团公司的整体上市。

■ 重组将完善公司产业链布局、扩大公司业务范围、提升公司盈利能力

从国内电力设计业务竞争格局来看,国家层面主要有两大电力设计院,一个是中国电力工程顾问集团(简称中电工程),主要优势是火电、核电设计,另一个是中国水电工程顾问集团,主要优势是水电设计,而两大电网公司下属设计院主要为省院(即地方性设计院),则没有分火电还是水电,例如云南电力设计院,既有水电设计又有火电设计。

中电工程下属有东北、华东、中南、西北、西南、华北六家电力设计院和中国电力建设工程咨询公司、中电科技开发有限公司、北京洛斯塔科技发展有限公司共九家全资子公司和电力规划设计总院一家事业单位,公司是面向政府和电网、电源企业提供电力规划研究服务的国内最具实力的专业机构,完成了国内60%的发、送、变电工程的勘察设计,在核电常规岛、洁净煤发电、百万千瓦级超临界燃煤机组、空冷机组、特高压交直流输变电等勘测设计前沿技术方面具有国内领先优势。

葛洲坝集团重组的中电工程尽管在水电设计上没有明显优势,但我们认为这并不影响公司在水电市场的竞争力,我们认为经过多年的发展,水电工程承包市场的竞争格局已基本稳定,葛洲坝与中国水利水电在大型项目上基本4:6,这一格局难以改变,而凭借中电工程在火电、核电等电站的勘察设计优势,可以带动股份公司在火电、核电等项

目的施工业务，对于公司多元化的战略目标大有帮助。

而中电工程本身属优质资产，盈利能力较强，2009 年营业收入 115 亿，净利润 10.5 亿，如果能顺利注入股份公司，对 EPS 增厚将非常明显。

由于两家电网公司下属各地方性设计企业并没有分水电还是火电，如果假设由葛洲坝整合南方地区的地方性设计企业，则主要的地方性水电设计、施工企业都将进入葛洲坝集团（因国内水电站主要分布在南方），这无疑将增强葛洲坝在水电的设计能力，强化其产业链一体化优势，同时对于也增强了公司在中小水电工程施工业务上的竞争力。

■ 公司竞争力持续提升

我们分析过葛洲坝是国内最具竞争力的水利水电工程总包企业，甚至可以说是国际最具实力的水电工程承包商。市场一直认为中国水利水电实力更胜一筹，实际上若按规模论，中水电确实大于葛洲坝，但若从核心竞争力和长期的发展来看，葛洲坝则具有明显的优势。中水电的工程业务主要由旗下分散在各个省的十六个工程局负责，集团对于旗下工程局的控制力非常弱，仅仅是十几个公司的简单组合，因此总规模比较大，但单个分局的实力非常有限，中水在资源整合、理顺管理机制方面还有很长的路要走。而葛洲坝基本实现了主营业务的整体上市，母子公司的管控非常有效，在集团的整体实力上明显强于中水电，公司在特种工程总包的国际市场上已基本确立了龙头地位。这也是葛洲坝在 ENR 排名不断上升的重要原因。

■ 水利水电十年长景气周期处起步阶段，公司受益明确

水利水电的十年长景气周期来临，之前我们曾通过多篇报告分析，公司是 A 股中受益最明确的公司，根据我们的测算，在中性的假设下，葛洲坝水利水电业务在“十二五”期间的复合增长率将达 53%，按年均水利水电业务收入 356 亿测算，可贡献净利润 14.27 亿，折合每股收益 0.41 元。

■ 维持“17.93--20.15”元合理价值的判断，维持“推荐”评级

我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.63、0.82 和 1.02 元。我们目前的盈利预测其实并没有包含水利水电投资规模激增对公司业绩带来的影响，若按照水利水电业务 50%的复合增长率，则可分别增厚 2011 年、2012 年净利润 1.34 亿、4.92 亿元，折合 EPS0.04 元、0.14 元，2013 年由于基数变大，增厚效应将更为明显。

我们认为重组给公司带来多重利好，公司有望藉此成为覆盖水、火、核三大市场的电力工程建设霸主，而利比亚项目给公司造成的影响非常有限，公司是未来国内水利水电大规模建设中受益确定性最强的上市公司，公司也是央企中少有的归母子公司管控以及核心竞争力打造方面比较成功的企业，股价催化剂明确，未来成长看好，长期发展前景灿烂，合理价值在 17.93-20.15 元/股之间，维持“推荐”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。