

2016年07月12日

葛洲坝 (600068.SH)

深度改革激发内在动力，国际业务、PPP 及大环保开启跨越式发展

■ **八大板块全产业链布局，综合实力强劲。**葛洲坝成立于 1997 年，旗下拥有建筑、投资、房地产、水泥、民爆、机械制造、金融和环保八大业务板块。公司 2015 年实现营收 823 亿元，同比增长 15%，实现净利润 27 亿元，同比增长 26%，ENR 全球“250 家国际承包商”和“250 家全球承包商”中分列第 51 位和 37 位。公司第一大股东葛洲坝集团持股 42.3%，间接控股股东为能建集团，实际控制人为国务院国资委。

■ **改革激发内在动力，转型坚决成效显著。**2013 年公司高管进行了大规模换届，新任领导制定了公司未来发展的顶层战略规划，围绕国际业务、PPP、环保等领域重点布局，并对业务模式、治理结构、激励机制等内在软实力进行深度变革，由内激发全员潜力。确认了业绩导向的全员激励模式，核心人员市场化激励到位，主要高管首次于二级市场增持股票彰显强烈信心。不同于一般央企改革节奏和力度，公司举上下全力推动新业务发展，多点布局，成效突飞猛进。2014-2015 年及 2016 年一季度，公司收入与净利润增速均排在建筑央企前列。与此同时，公司近年来不断加强与同业优秀的国有资本、民营资本和国外资本合作，提升经营能力和发展动力。利用混合所有制模式在传统的水泥和民爆业务上抢得发展先机，并积极开展在新业务领域的并购和合资开拓。

■ **充分受益一带一路政策，全产业链优势把握 PPP 推广机遇，主业订单高速增长：**一带一路战略进入实质推进期，公司业务覆盖东南亚、南亚、中东、非洲、南美、大洋洲等 26 个国家，大多在一带一路沿线，充分受益国家战略红利。公司过去 5 年海外新签订单和收入分别年均增长 25%和 31%。2015 年海外订单占 38%，收入占 22%，在建筑央企中处于前列。当前多因素促 PPP 项目加速落地，公司对 PPP 业务的理解深刻，项目管理能力强，激励机制灵活充分，融资渠道通畅，全产业链参与 PPP 项目优势明显，有望充分把握十万级别 PPP 大市场。在海外订单及 PPP 项目带动下，2015 年公司新签合同金额创历史新高，达到 1815.98 亿元，同比增长 32%；2016 年计划新签订单 2000 亿元，上半年新签 1084 亿元，完成计划的 54.2%。充足订单保障主业持续稳定增长。

■ **环保高端大平台搭建，潜力巨大。**公司积极通过投资与并购，搭建环保大平台，已开拓再生资源（环嘉再生资源）、水务（凯丹水务）、污水污泥治理（湖北中固）、水泥窑协同处理垃圾（中材洁新）等业务领域。2015 年环保业务收入达到 66 亿元，收入占比达到 8%，成为第二大业务板块。未来将积极延伸上下游及相关领域，打造具备全产业链优势，与葛洲坝央企品牌相适应的“葛洲坝环保”业务板块，潜力巨大。

■ **投资建议：**我们预计公司 16 年-18 年净利润为 33.4 亿/40.5 亿/48.5 亿，增速分别为 25%/21%/20%；EPS 分别 0.73/0.88/1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 9/7/6 倍，显著低于行业平均。给予目标价 8.76 元，对应 2016 年 PE12 倍，买入-A 评级。

■ **风险提示：**项目进度不及预期风险、海外经营风险、环保业务开拓不达预期风险

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

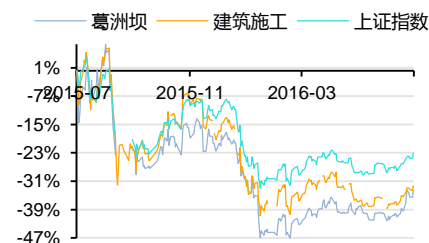
维持评级

6 个月目标价：**8.76 元**股价 (2016-07-12) **6.35 元**

交易数据

总市值(百万元)	29,240.34
流通市值(百万元)	16,848.98
总股本(百万股)	4,604.78
流通股本(百万股)	2,653.38
12 个月价格区间	5.22/10.61 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.47	5.3	-0.97
绝对收益	10.65	5.81	-22.04

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
 xiatian@essence.com.cn
 021-35082732

程龙戈

报告联系人

chenglg@essence.com.cn

相关报告

葛洲坝：业绩平稳增长，
 订单高速增长，打造环保 2015-08-31
 平台潜力巨大

内容目录

1. 公司简介.....	5
2. 主营业务简介：八大板块全产业链布局.....	5
3. 改革激发内在动力，转型坚决开启跨越式发展.....	7
3.1. 新任高管实施深度变革，战略转型路径清晰成效显著.....	7
3.2. 激励机制不断完善，全员动力十足.....	7
3.3. 举集团全力转型态度坚决，开启跨越式发展.....	8
3.4. 混合所有制改革激发活力.....	9
4. 一带一路与 PPP 推动订单高速增长.....	10
4.1. 一带一路国家政策驱动国际工程基本面向上.....	10
4.2. PPP 项目加速落地，基建投资迎来新机遇.....	11
4.3. 订单高速增长，为未来业绩打下坚实基础.....	12
5. 搭建环保大平台前景广阔.....	15
5.1. 环保行业迎来投资高速增长期，固废、再生资源等领域极具前景.....	15
5.1.1. 环保产业十三五迎来投资高速增长期.....	15
5.1.2. 废水、污泥、固废处理市场进入快速发展阶段.....	16
5.1.3. 再生资源市场潜力巨大.....	17
5.2. 环保高端大平台搭建，潜力巨大.....	21
5.2.1. 多板块全面布局，环保大平台雏形已现.....	21
5.2.2. 设立大连环嘉，积极开拓再生资源领域.....	22
6. 财务分析.....	23

图表目录

图 1：股权结构图.....	5
图 2：公司 2015 年各业务收入占比.....	6
图 3：公司 2015 年各业务毛利润占比.....	6
图 4：公司收入稳步增长.....	7
图 5：公司净利润 2014 年起增长显著.....	7
图 6：公司转型坚决，新业务实现跨越发展.....	9
图 7：一带一路国家月度累计完成合同额.....	10
图 8：一带一路国家月度累计新签合同额.....	10
图 9：中国历年对外承包工程完成营业额及增速.....	11
图 10：中国历年对外承包工程新签合同额及增速.....	11
图 11：对外承包工程月度完成营业额及累计增速.....	11
图 12：对外承包工程月度新签合同额及累计增速.....	11
图 13：入库项目个数.....	11
图 14：入库项目总投资额.....	11
图 15：进入执行阶段项目数.....	12
图 16：执行阶段项目投资额.....	12
图 17：历年海外新签工程订单.....	13

图 18: 国际工程收入大幅提高.....	13
图 19: 葛洲坝建筑施工项目分布图	13
图 20: 公司 PPP 业务方面的五大优势	14
图 21: 公司历年新签订单	15
图 22: 公司历年新签订单计划	15
图 23: 全国环境污染总投资额及同比增速	16
图 24: 全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重	16
图 25: 我国废水排放总量与生活、工业废水占比	16
图 26: 我国城市污水处理能力及其增长率	16
图 27: 年均污泥产量情况	17
图 28: 再生资源产业链	17
图 29: 历年再生资源回收总产值	18
图 30: 2015 年废钢铁回收占比 59%	18
图 31: 历年我国电器产量 (万台)	19
图 32: 废弃电器电子产品处理目录	19
图 33: 我国历年汽车产量及销量	20
图 34: 我国历年汽车保有量	20
图 35: 废旧电器类回收分类	22
图 36: 废旧产品展示	22
图 37: 大连地区 25 个生产基地	23
图 38: 全国布局再生资源园区	23
图 39: 公司营业收入及增速	23
图 40: 公司净利润及增速	23
图 41: 公司分业务占比	24
图 42: 公司分业务毛利率	24
图 43: 期间费用率情况	24
图 44: 经营性现金流净额及收现比情况	24
表 1: 公司八大业务板块子公司分布	6
表 2: 公司重点战略方向	7
表 3: 建筑央企近年来归母净利润增速 (%)	7
表 4: 公司激励约束机制建立完善	8
表 5: 截止至 2015 年末高管持股数	8
表 6: 公司积极推动混合所有制改革	10
表 7: 公司近期签订的 PPP 项目列表	13
表 8: 历年再生资源政策整理	17
表 9: 2015 年再生资源回收占比情况	18
表 10: 新旧补贴标准对比	20
表 11: 公司环保大平台业务情况	21
表 12: 公司近年所获荣誉	23

1. 公司简介

中国葛洲坝集团股份有限公司成立于1997年,前身是1970年成立的“330”工程指挥部,于2007年9月实现集团公司主业资产的整体上市,于2011年9月经国家电力体制改革后成为中国能源建设集团有限公司核心成员单位。

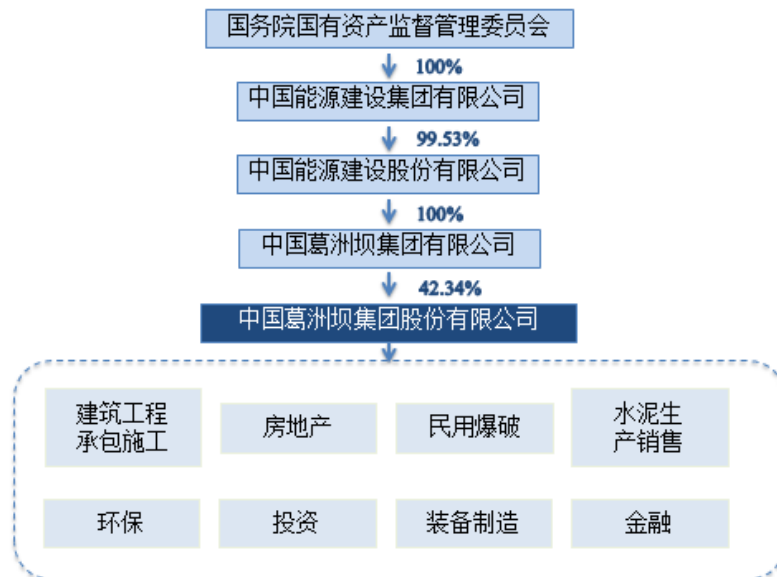
公司旗下拥有建筑、投资、房地产、水泥、民爆、机械制造、金融和环保八大业务板块,是集建筑施工、投资运营为一体,多板块紧密相连、协调发展的综合性公司。公司2015年收入822.75亿元,实现净利润26.83亿元,位居中国500强榜单第79位,“中国建筑企业500强”第10位,ENR全球“250家国际承包商”和“250家全球承包商”中分列第44位和33位。

公司第一大股东为中国葛洲坝集团有限公司,持股42.34%,间接控股股东为中国能源建设集团有限公司(简称能建集团),实际控制人为国务院国资委。

公司间接控股股东能建集团是经国务院批准、由国务院国资委直接管理的特大型能源建设集团,业务涵盖电力和能源规划咨询、勘测设计、工程承包、装备制造、投资运营的完整业务链,承担国家电力和能源规划研究工作,完成了我国90%以上的电力规划科研、咨询评审、勘测设计和行业标准制定,以及20多个国家和地区的200多项重大工程勘测设计业务。

能建集团旗下主要成员企业包括中国葛洲坝集团有限公司、中国电力工程顾问集团有限公司、电力规划设计总院有限公司(国家电力规划研究中心)、中国能建集团装备有限公司,以及15个省(市、区)电力勘测设计、工程企业等。

图 1: 股权结构图



资料来源:公司公告,安信证券研究中心

2. 主营业务简介: 八大板块全产业链布局

八大板块全产业链布局优势明显。公司主营业务可分为建筑工程承包施工、投资、房地产、水泥生产销售、民用爆破、装备制造、环保和金融等八大板块,2015年全年营收822.75亿元,同比增长14.9%。各板块经营发展情况如下:

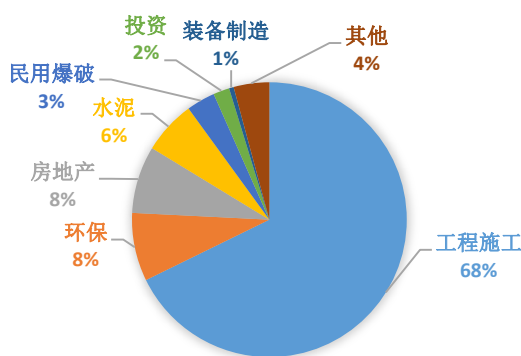
表 1：公司八大业务板块子公司分布

业务板块	业务描述	子公司
建筑工程承包施工	公司收入主要来源及核心业务,2015 年营业收入 553.2 亿元,占比 67.24%;业务广泛涉足水利、铁路公路、核电、机场、桥梁、轨道交通等基建领域,未来将显著受益于一带一路、PPP 等政策。	葛洲坝集团第一工程有限公司 葛洲坝集团第二工程有限公司 中国葛洲坝集团第三工程有限公司 葛洲坝集团第五工程有限公司 中国葛洲坝集团第六工程有限公司 葛洲坝集团机电建设有限公司 葛洲坝集团基础工程有限公司 葛洲坝集团电力有限责任公司 中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司 中国葛洲坝集团勘测设计有限公司
房地产	业务聚焦一二线城市,15 年收入占比 7.85%,是公司第三大收入来源。	中国葛洲坝集团置业有限公司 中国葛洲坝集团房地产开发有限公司
水泥生产销售	目前特种水泥年产量全国第一,水泥熟料产能位居全国第 18 位 未来可做功能化水泥,以及在海外进行水泥生产线投资等	葛洲坝集团水泥有限公司
民用爆破	公司工业炸药生产许可能力提升至全国第四位,工业雷管生产破亿发。	葛洲坝易普力股份有限公司
投资	投资业务涵盖高速公路、水力电站、煤矿、商业物业、多家上市和非上市公司股权等,并通过投资业务转型升级,瞄准水务、分布式能源、环保等重点投资领域进行了布局	湖北大广北高速公路有限责任公司 葛洲坝集团四川内遂高速公路有限公司 中国葛洲坝集团投资控股有限公司
装备制造	从事分布式能源系统、海洋工程、机电设备的委托生产、研究、开发等业务,未来公司将打造高端装备配套生产基地,逐步实现分布式能源业务的全产业链覆盖。	中国葛洲坝集团机械船舶有限公司 中国葛洲坝集团国际工程有限公司
环保	打造 4 大环保业务发展平台,提供从环保产业评估、规划设计、投资、建设、装备制造、运营和服务为一体的环保整体解决方案,15 年环保业务异军突起,占比总收入 7.97%,成为公司第二大收入来源。	中国葛洲坝集团绿园科技有限公司 葛洲坝集团水泥有限公司 中国葛洲坝集团投资控股有限公司 葛洲坝能源重工有限公司
金融	打造金融业务,为公司业务拓展等提供融资便利	中国葛洲坝集团融资租赁有限公司 中国葛洲坝集团投资控股有限公司 中国能源建设集团葛洲坝财务有限公司

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

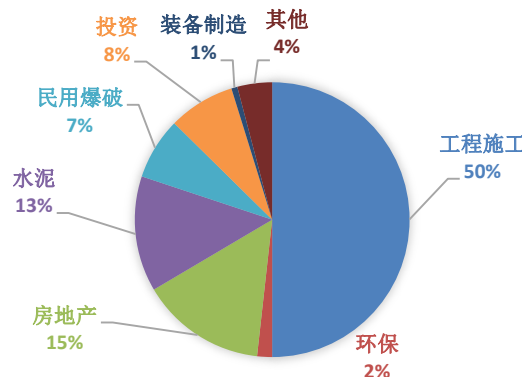
建筑工程施工为公司核心业务，非施工业务占比逐步提升。最大业务板块建筑工程收入占比逐年下降,2013-2015 年为 80.44%/72.98%/67.24%,同比增长 11.65%/9.14%/5.86%;房地产业务占比上升,2013-2015 年分别为 2.11%/8.73%/7.85%;2015 年新增环保、投资、装备制造业务,占比分别为 7.97%/1.89%/0.54%。2015 年非施工业务毛利润占比约为 50%。

图 2：公司 2015 年各业务收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：公司 2015 年各业务毛利润占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 改革激发内在动力，转型坚决开启跨越式发展

3.1. 新任高管实施深度变革，战略转型路径清晰成效显著

新高管上任，实施深度变革。2013 年公司高管进行大规模换届选举，董事会层面更换董事长和 3 名董事，监事会层面更换监事会主席，管理层面更换总经理和 2 名副总经理。新任董事长及高管在上任后根据公司实际情况及宏观经济形势制定了极具针对性的战略规划，成为葛洲坝新一轮跨越式发展的顶层设计纲要。

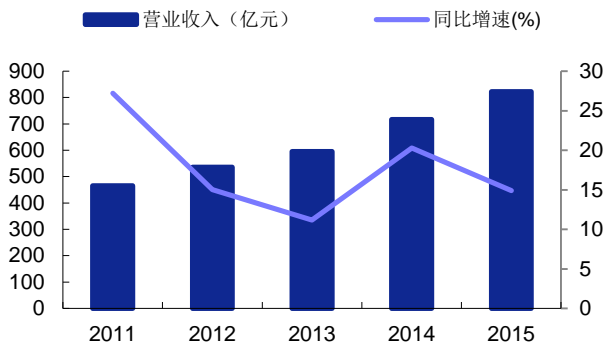
表 2：公司重点战略方向

具体战略方向	内容
国际业务优先发展	集团公司优先发展国际业务的原则是：资源配置优先、薪酬待遇优先、人才培养优先、选拔使用优先。加大国际业务激励约束的力度，并对所属企业的国际业务实施情况实行单独考核。
推进混合所有制改革	与民营企业合资设立新子公司切入新兴领域，在传统的水泥和民爆业务上抢得发展先机
优化资源配置	按照产值过百亿、主业方向明确、具有施工总承包特级资质等标准，打造 6 家大型建筑施工企业；积极推进节能环保、水务、高端装备等新兴业务，打造 4 家子公司作为新兴业务的发展平台，通过“四轮驱动”，立志于打造具备全产业链优势的“葛洲坝环保”业务板块。
创新商业模式	公司及时转变传统的思维和模式，积极创新商业模式，推行 PPP、BOT、TOD、产业基金等投融资模式，加大改革力度。
创新管理模式	改革总部机关，通过机构调整、岗位“四定”、流程梳理和全员竞聘，进一步优化了总部机关的组织结构和职能结构，增强总部机关的宏观管理能力。实行专职董事和专职监事制度
完善激励机制	对于企业推行了新版经营管理责任制，将考核结果与企业负责人年薪、全员工资总额挂钩，实现公司利益与员工利益相互绑定，激发了全员活力。探索员工持股与股权激励

资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

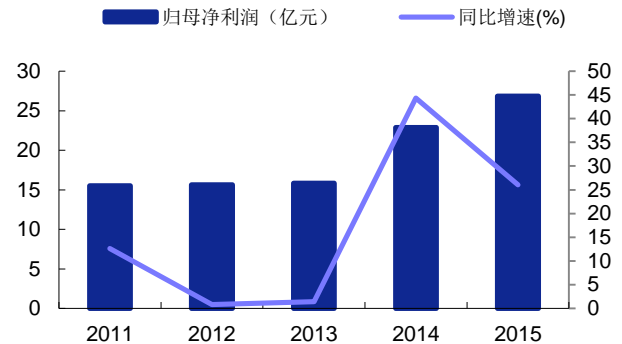
转型路径清晰，成效显著。2013 年葛洲坝营收同比增速 11.2%，归母净利润增速同比 1.42%，处于建筑央企的中下游。在经历变革及经济下滑的背景下，2014/2015 年葛洲坝营收同比增速分别为 20%和 15%，归母净利润增速为 44%和 26%，位列同类公司第一。今年一季度营收及净利润增速依然保持良好势头。改革成效显著。

图 4：公司收入稳步增长



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：公司净利润 2014 年起增长显著



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 3：建筑央企近年来归母净利润增速 (%)

%	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q1
葛洲坝	12.61	0.79	1.42	44.31	26.02	26.85
中国建筑	46.50	15.32	29.64	10.65	15.47	13.43
中国交建	22.93	3.06	1.33	14.41	13.02	17.61
中国电建	7.97	13.38	3.13	-24.68	5.11	10.39
中国中铁	-9.55	9.94	26.85	10.51	18.32	9.76
中国铁建	84.98	9.87	19.88	9.65	7.76	12.09
平均值	30.57	10.31	16.17	4.11	11.94	12.66

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 激励机制不断完善，全员动力十足

业绩为导向的激励机制深入全员，奠定战略转型最坚实基础。根据集团文件《关于促进集团公司战略实施的指导意见》披露，新领导班子上任后，公司激励机制不断成熟和完善，逐步形成了以业绩为导向的激励约束机制，以业绩定分配、以业绩用干部、以业绩评先进，把对企业领导的激励约束转变成对全体员工的激励约束。所属企业的工资总额和企业领导的薪酬水平均以业绩为依据确定。同时在干部选拔和任用方面实施一系列改革。公平有效的激励机制充分激发了全员积极性，为公司转型战略执行奠定了最坚实基础。

表 4：公司激励约束机制建立完善

项目	内容
以业绩为导向	集团公司要建立以业绩为导向的激励约束机制，以业绩定分配、以业绩用干部、以业绩评先进。
范围从领导到员工	把对企业领导的激励约束转变成对全体员工的激励约束。所属企业的工资总额和企业领导的薪酬水平均以业绩为依据确定。
突出考核主要经营指标	经营责任书要突出对主要经营指标的考核，指标体系按照激励型指标和约束型指标分类设计。
考核根据实际情况分类	各企业的经济责任制要根据各业务板块的实际情况分类制定。总部机关部门和经营服务单位的责任制指标要和集团公司年度经营指标挂钩。
探索股权激励等新措施	除采用传统的激励约束方式外，还要积极探索管理层持股和股权激励等激励约束措施。
建立严谨科学考核体系	要建立系统严谨的业绩考评体系，使用科学合理的业绩考评方法，实事求是、公平公正的进行业绩考核和评价。

资料来源：葛洲坝《关于促进集团公司战略实施的指导意见》，安信证券研究中心

新任高管二级市场增持，绑定利益，彰显发展信心。公司战略实施意见中提出，除采用传统的激励约束方式外，还要积极探索管理层持股和股权激励等激励约束措施。2014 年 2 月，高管团队历史上首次通过二级市场增持 226 万股，增持价格在 3.96 元-4.13 元之间。显示出对公司未来发展信心。

表 5：截止至 2015 年末高管持股数

姓名	职务	期末持股数(股)
和建生	董事,总经理	174,700
付俊雄	董事,副总经理,党委书记	150,000
陈晓华	副总经理	100,000
彭立权	董事会秘书	109,046
聂凯	董事长	200,000
邢德勇	原党委副书记,原副总经理	102,839
江小兵	副总经理,总工程师	100,200
崔大桥	总会计师	100,000
宋领	副总经理	100,000
任建国	副总经理	100,000
周力争	副总经理	100,000
邓银启	总经理助理	100,000
李恩义	总经理助理	100,000
徐志国	总经济师	101,200
龚祖春	总经理助理	100,000
刘灿学	总经理助理	100,000
宋玉才	总经理助理	100,000
邱小平	原副总经理	75,000
汤念楚	监事会主席	100,000

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 举集团全力转型态度坚决，开启跨越式发展

央企对于新业务探索的态度都较为谨慎，一般只从与公司主业类似的领域入手，逐步渐进式发展，方向也比较单一。不同于一般央企对于新业务转型的态度和节奏，公司转型态度坚决，力度及广度大，举全集团之力支持，进度成效显现快。具体表现为：

1、**国际业务方面**公司确立了以国际业务发展优先的战略体系。2015 年公司国际工程收入 176 亿元，同比增长 28%；海外合同新签海外合同 695 亿元，同比增长 22%；海外收入

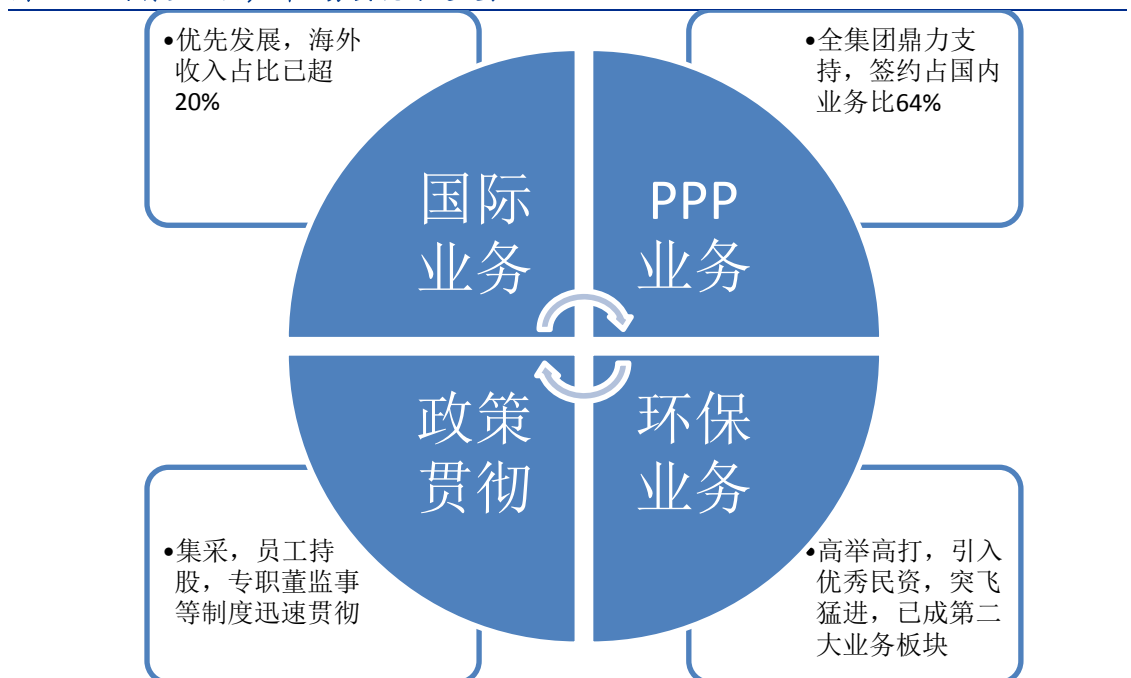
占比已达 21%，在建筑央企中名列前茅。

2、**PPP 业务方面**，公司统筹优质资源，举全集团之力来推进，专门在总部成立 PPP 项目管理部，各个业务部门密切协作配合。截至 2015 年底，PPP 项目签约总额为 535.78 亿，占公司国内签约总额的 64%，该比例在所有建筑央企中遥遥领先。

3、**环保等新业务发展方面**注重引入优秀民资、外资，高举高打，连续布局水务、固废、污泥处理、再生资源等多个板块。2015 年环保板块突飞猛进，营业收入为 65.6 亿元，占公司营业收入的 7.97%，成为继建筑板块之后的第二大板块。

4、**转型政策贯彻有力，执行效率高**。如 2013 年 7 月 26 日，正式发布《指导意见》中提出要开展集团集中采购，派驻专职董监事进驻子企业，探索股权激励与员工持股等，2013 年 8 月 16 日，集团集中采购工作启动。2014 年 2 月，高管二级市场首次买入公司股票，2014 年 6 月 20 日，集团股份公司专职董监事正式进驻子企业。

图 6：公司转型坚决，新业务实现跨越发展



资料来源：安信证券研究中心

3.4. 混合所有制改革激发活力

公司积极探索国企改革，大力推进混合所有制。公司近年来不断加强与同业优秀的国有资本、民营资本和国外资本合作，以此提升企业的经营能力和发展动力：

公司利用混合所有制模式在传统的水泥和民爆业务上抢得发展先机。水泥板块，公司全资子公司葛洲坝集团水泥有限公司的混改工作持续推进。2014 年 12 月，水泥公司分别对两家民营水泥企业（湖北钟厦水泥和湖南石门特种水泥）进行并购整合，合计增加水泥产能 380 亿吨。公司水泥熟料总产能位居全国第 18 位，特种水泥产量保持全国第 1，后续有望继续以混改模式完善水泥产业链延伸；民爆板块，公司子公司易普力先后数次参股或并购民营企业，2014 年完成对宁夏天长民爆器材有限公司的并购重组后，工业炸药生产许可能力达到 23.55 万吨，位居全国第四，未来公司将继续发挥混改经验，做大做强民爆业务。

公司积极开展在新业务领域的混合所有制合作。公司与民营资本合资设立葛洲坝能源重工有限公司，进入高端装备制造和分布式能源领域；与德国 MDT 公司就分布式能源、核电应急发电及全球电站等领域开展合作签署了《合作备忘录》；与荷兰公司泰合集团资产管理公司合作，收购凯丹水务国际集团（香港）有限公司 75% 的股权，进入水务市场；控股收购湖北中固科技股份有限公司，开拓污水污泥治理业务；旗下全资子公司绿园科技与环嘉集团

董事长合作成立葛洲坝环嘉再生资源公司（绿园科技持股 55%），开拓再生资源业务。

表 6：公司积极推动混合所有制改革

业务板块	时间	事项
水泥板块	2014/11	全资子公司葛洲坝集团水泥有限公司与湖北钟厦水泥有限责任公司共同出资设立葛洲坝钟祥水泥有限公司，葛洲坝集团水泥有限公司出资 5.98 亿元，持股 51%；湖北钟厦水泥有限公司以水泥经营性资产出资 5.75 亿元，持股 49%。
	2014/12	全资子公司葛洲坝集团水泥有限公司与湖南石门特种水泥有限公司共同出资设立葛洲坝石门特种水泥有限公司，葛洲坝集团水泥有限公司出资 1.31 亿元，持股 55%；湖南石门特种水泥有限公司以部分水泥相关资产作价出资 1.07 亿元，持股 45%。
民爆	2014/8	子公司易普力公司与神华宁煤集团合资重组成立天县长民爆公司。
环保	2014/12	全资子公司中国葛洲坝集团投资控股有限公司以人民币 4.725 亿元收购凯丹水务国际集团（香港）有限公司 75% 的股权。
	2014/12	出资 6600 万元并购湖北中固科技股份有限公司，进军污水污泥治理市场。
	2014/12	葛洲坝集团水泥有限公司（控股 70%）与中材国际环境工程（北京）有限公司共同出资 5000 万元，成立葛洲坝中材洁新（武汉）科技有限公司，开展水泥窑协同处置生活垃圾等固废处理业务。
分布式能源	2014/3	公司与民营资本合资设立葛洲坝能源重工有限公司，进军高端装备制造和分布式能源领域
	2015/2	葛洲坝能源重工有限公司与德国企业 MAN DIESEL & TURBO SE 签署《合作备忘录》，就在分布式能源、核电应急发电机组、全球电站项目等领域开展合作事项达成意向。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 一带一路与 PPP 推动订单高速增长

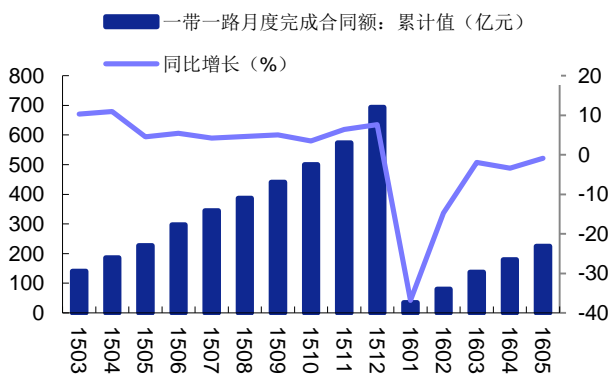
4.1. 一带一路国家政策驱动国际工程基本面向上

2016 年 1-5 月我国对外承包工程完成营业额 500.8 亿美元，同比下降 3.00%；新签合同额 754.90 亿美元，同比增长 11.70%，较 1-4 月同比提高 7.9 个百分点，需求短期得到显著改善。

今年将是全面推进“一带一路”战略的实施年，我国对“一带一路”相关国家的投资增速加快。1-5 月我国在“一带一路”沿线国家完成合同额 224.9 亿美元，同比下降 0.90%，占对外承包工程完成额的 44.90%；新签项目 1652 个，新签合同额 391.1 亿美元，同比增长 55.9%，占我国对外工程新签合同额的 51.80%。

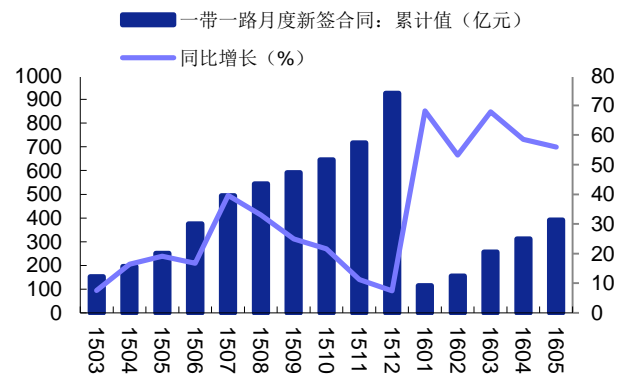
金融支持将持续服务“一带一路”战略，截至一季度末，国开行在“一带一路”国家贷款余额已逾 1000 亿美元，大部分涉及基础设施领域。今年一季度我国出口信用保险覆盖面继续扩大，对“一带一路”沿线国家承保 312 亿美元，同比增长 17.4%。

图 7：一带一路国家月度累计完成合同额



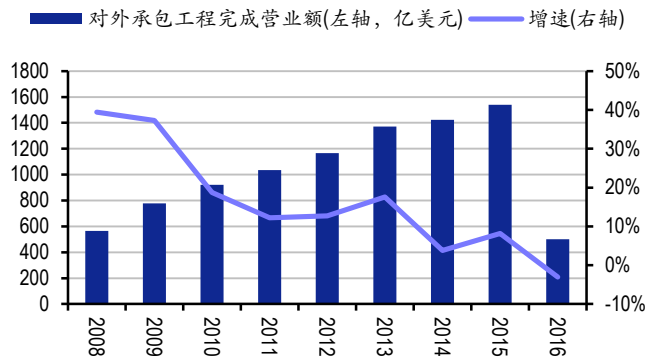
资料来源：商务部，安信证券研究中心

图 8：一带一路国家月度累计新签合同额



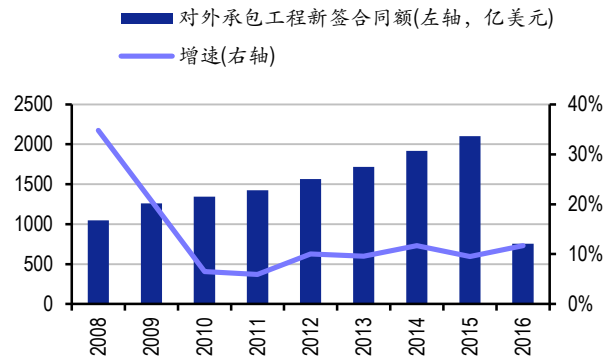
资料来源：商务部，安信证券研究中心

图 9：中国历年对外承包工程完成营业额及增速



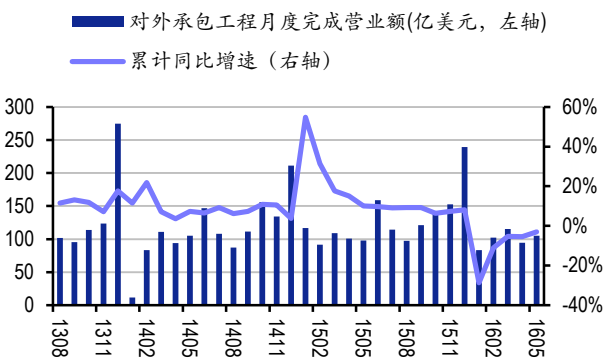
数据来源：商务部，安信证券研究中心 注：2016 年为 1-5 月数

图 10：中国历年对外承包工程新签合同额及增速



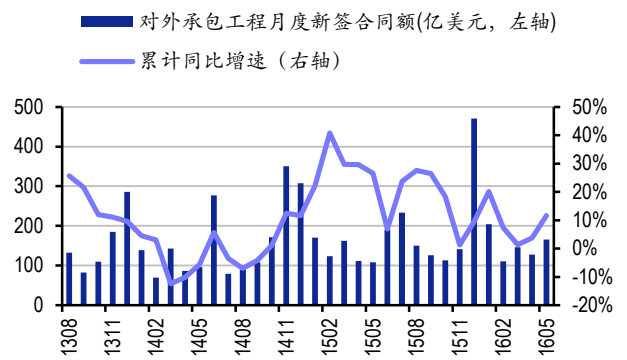
数据来源：商务部，安信证券研究中心 注：2016 年为 1-5 月数

图 11：对外承包工程月度完成营业额及累计增速



数据来源：商务部，安信证券研究中心

图 12：对外承包工程月度新签合同额及累计增速

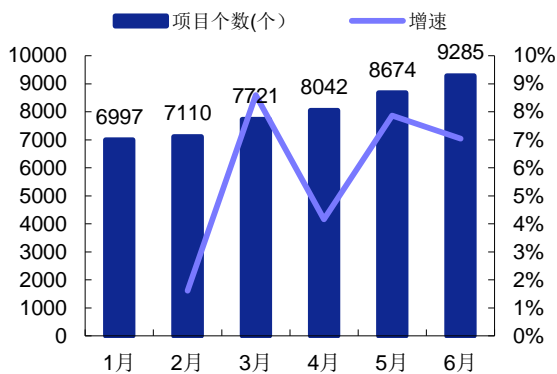


数据来源：商务部，安信证券研究中心

4.2. PPP 项目加速落地，基建投资迎来新机遇

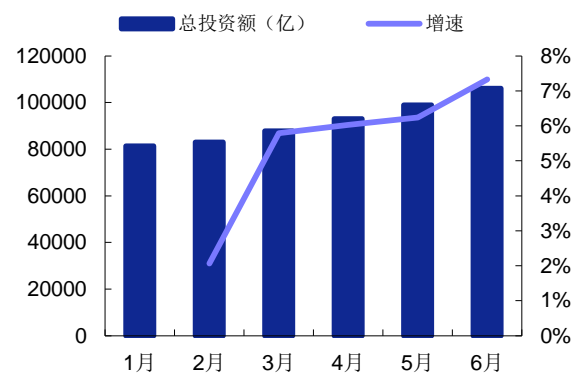
PPP 迎来春暖花开日，总量规模庞大。根据财政部 PPP 项目信息库数据，截止至 6 月 30 日，财政部 PPP 项目库入库项目数为 9285 个，较 5 月底增加 641 个，增长 7.4%；投资总额 10.6 万亿元，较 5 月底增加 7100 亿元，增长 7%。同时各地方政府仍有大量项目在申报过程中。

图 13：入库项目个数



资料来源：财政部，安信证券研究中心

图 14：入库项目总投资额

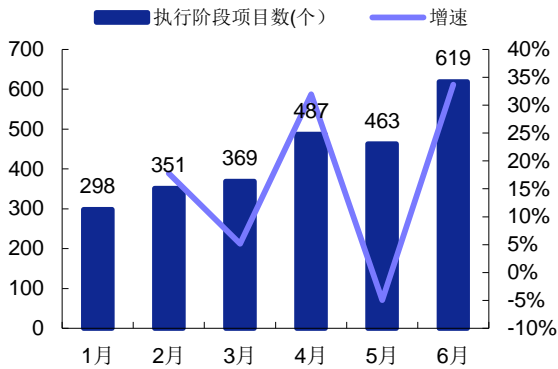


资料来源：财政部，安信证券研究中心

PPP 落地加速趋势明确，今年预计将是落地大年。PPP 落地加速趋势明确，迎来落地大年。根据项目库数据分析，截止至 6 月 30 日，进入执行库（包括执行、移交、采购）项目数占入库总数比例为 12%，较 1 月底增加 4.1 个 pct。进入执行阶段（落地项目）的项目

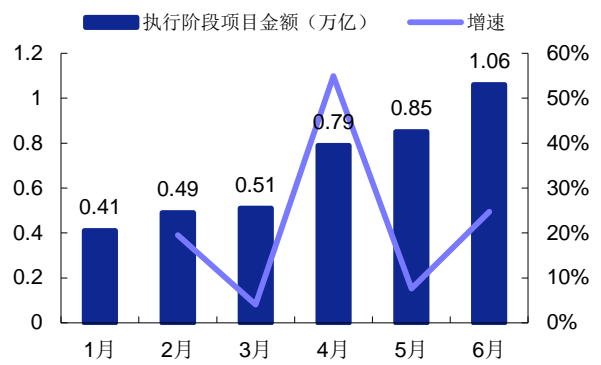
数达 619 个，相较 5 月底增长 33.69%，增加数量为 156 个；落地金额约 1.06 万亿，较五月底增长 25%。PPP 落地加速趋势十分明确，今年迎来落地大年，预计全年落地项目投资总额将达到 2 万亿元。

图 15：进入执行阶段项目数



资料来源：财政部，安信证券研究中心

图 16：执行阶段项目投资额



资料来源：财政部，安信证券研究中心

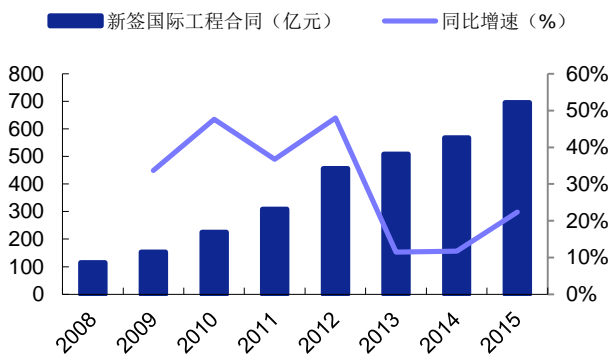
4.3. 订单高速增长，为未来业绩打下坚实基础

受益一带一路，完善顶层设计，促海外业务增长。公司参股中国海外基础设施开发投资有限公司，完善了国际市场的顶层设计，优化了全球业务布局，并提升了品牌海外形象。2015 年新签国际工程合同 695.15 亿元，同比增长 22.36%，占新签合同总额的 38.28%。2015 年海外收入 175.84 亿元，同比增长 28.42%。公司承揽海外大项目的能力也得到提升和认可，中标了 45.32 亿美元的安哥拉卡卡水电站项目、34.98 亿美元的喀麦隆姆巴拉姆-纳贝巴铁矿矿区配套铁路和港口项目等。预计 2016-2020 随着一带一路政策的持续推进，海外收入将是公司未来新的增长点。

公司承接海外项目优势明显：

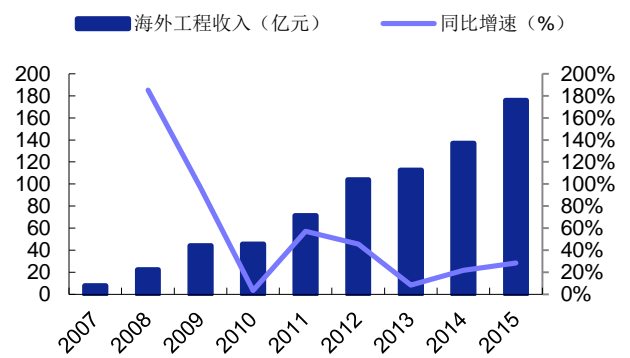
- 1) **海外网络健全。**多年的海外经验，公司建立了健全的海外网络，已在全球设立了 99 个海外分支机构，业务覆盖全球 136 个国家
- 2) **融资渠道丰富。**公司与国家部委、金融机构、国际投行有多年的合作，在资本运作方面有丰富的经验。
- 3) **多元化发展协同明显。**公司多元化业务发展，除建筑业外，还涉及水泥、民爆、高端装备等业务，这些业务板块与国际产能合作战略高度契合，具有较强的竞争优势，协同效应显著。
- 4) **葛洲坝品牌海外具有较高美誉度。**公司在 2015 年《ENR》“250 家国际承包商”和“250 家全球承包商”排行榜中名列第 44 位和 33 位。

图 17: 历年海外新签工程订单



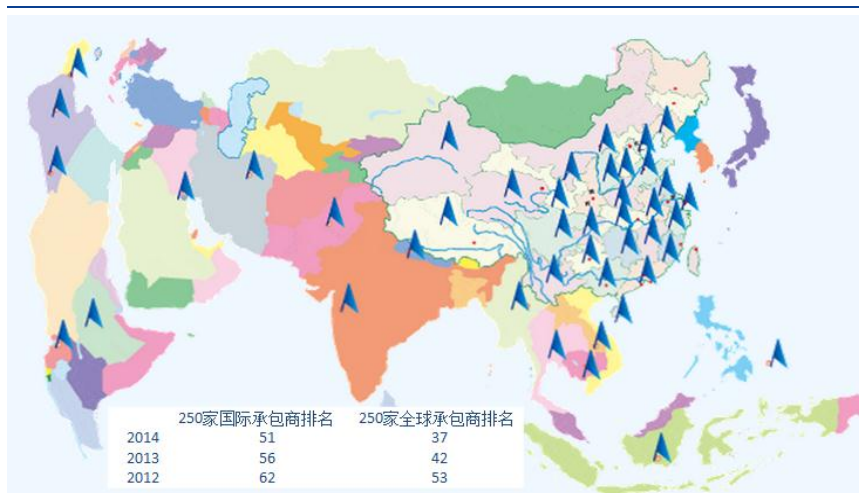
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 国际工程收入大幅提高



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 葛洲坝建筑施工项目分布图



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

全产业链参与 PPP 优势明显, 成为国内 PPP 业务标杆。公司 PPP 业务取得重大突破, 成功中标了贵阳综合保税区、唐山丰南区基建项目、海口南渡江引水项目等多个 PPP 项目。截至 2015 年底, PPP 项目签约总额为 535.78 亿, 占公司国内签约总额的 64%。公司在 PPP 模式上探索的“小额参股+回购”、“投融资+EPC+股权回购”等都取得了成功, 并不断完善 PPP 的合同谈判、金融支持、风险防控、项目管理的规则, 对 PPP 业务的把握获得业界高度评价, 成为国内 PPP 业务标杆。

表 7: 公司近期签订的 PPP 项目列表

公告日期	项目名称	金额 (亿)
2015 年 8 月 18 日	与广西省玉林市人民政府签署基础设施等项目的《战略合作框架协议》	100
2015 年 9 月 10 日	《贵阳综合保税区建设项目 PPP 合同》	130
2016 年 5 月 9 日	与南京市江北新区管理委员会签署基础设施等项目的《项目合作产业发展协议》	500
2016 年 5 月 12 日	《贵州省人民政府中国葛洲坝集团股份有限公司战略合作框架协议》	600
2016 年 6 月 4 日	《四川省环境保护厅中国葛洲坝集团股份有限公司关于加强重点流域水环境综合治理战略合作框架协议》	500
2016 年 6 月 21 日	中标“遵义市汇川区基础设施及棚户区改造项目社会投资人暨施工总承包招标”项目	109.2
2016 年 7 月 12 日	《云南省人民政府中国葛洲坝集团股份有限公司战略合作框架协议》	500-1000

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司在承接 PPP 业务的过程中具有以下优势：

一是融资渠道丰富，融资成本低。公司拥有国家特批的企业财务公司，具备较强的资金管理和投融资能力，享有银行 2000 亿元人民币授信额度。公司拥有在上海自贸区设立的融资租赁公司，与金融机构设立了三家产业基金。充分利用上市公司融资平台，加大直接融资比例，灵活运用多种债券股权金融工具，融资渠道丰富，融资成本极低。

二是央企背景优势，且在央企里体量小，业绩弹性大。当前 PPP 项目竞争中央企与民企及一般国企相比具有绝对竞争优势。公司利用央企背景已与多地方政府签署上千亿元 PPP 合作框架协议。公司 2015 年收入为 823 亿元，规模在建筑央企中体量较小，仅有中国建筑的 9%，中国中铁的 13%，中国电建的 39%，但公司承接的 PPP 项目规模可观，未来业绩弹性较大。

三是对 PPP 项目操作理解深刻，项目管理能力极强。公司引进国际先进理念，重构项目管理体系，形成了以商务管理为核心，合同、计划和资金管理为主线的 PPP 项目管理思路，对 PPP 业务的把握获得业界高度评价，成为国内 PPP 业务标杆。

四是公司具备建筑全产业链优势，能为政府提供一站式服务。公司业务覆盖设计、施工、投融资等建筑全产业链，能为地方政府提供一站式综合服务，符合 PPP 模式综合打包各类项目推广的趋势。

五是激励完善，激励比其他国企充分。公司形成了以业绩为导向的全员激励约束机制，激励充分。

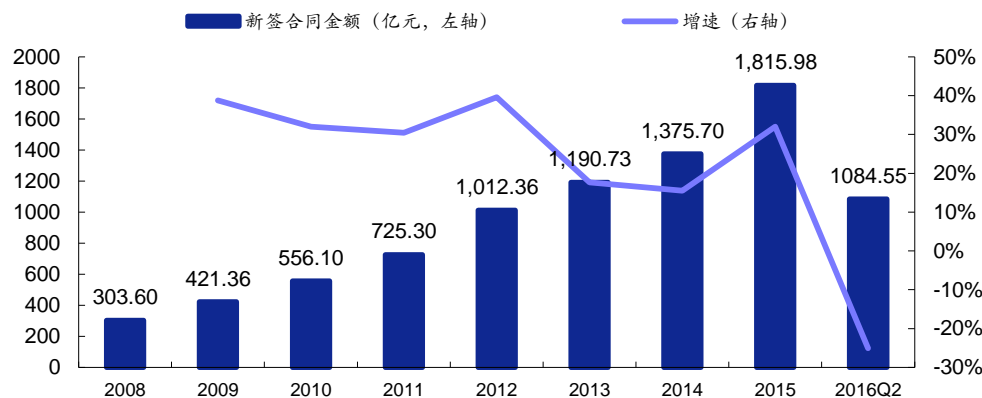
图 20：公司 PPP 业务方面的五大优势



资料来源：安信证券研究中心

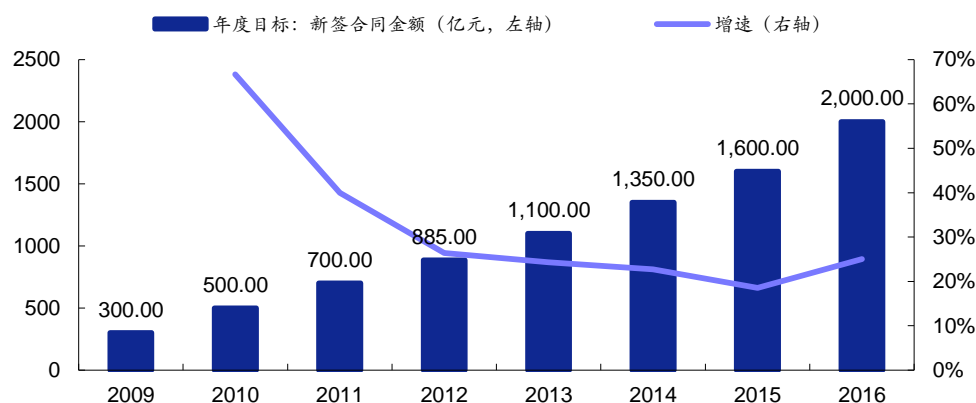
公司在手订单充足,为后续业绩打下坚实基础。2015 年公司新签合同金额创历史新高，达到 1815.98 亿元，同比增长 32%，完成 2015 年年计划的 113.50%。其中国内新签合同占比 61.72%，同比增长 38.79%；国际新签合同占比 38.28%，同比增长 22.36%。国内外水电新签合同占比 40.32%，同比增长 118.82%。在手订单对业绩增长提供了保障。2016 年计划新签订单 2000 亿元，上半年公司新签订单 1084 亿元，完成计划的 54.2%。

图 21: 公司历年新签订单



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 22: 公司历年新签订单计划



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

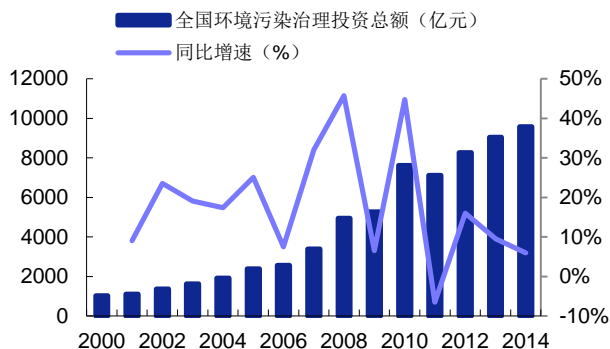
5. 搭建环保大平台前景广阔

5.1. 环保行业迎来投资高速增长期, 固废、再生资源等领域极具前景

5.1.1. 环保产业十三五迎来投资高速增长期

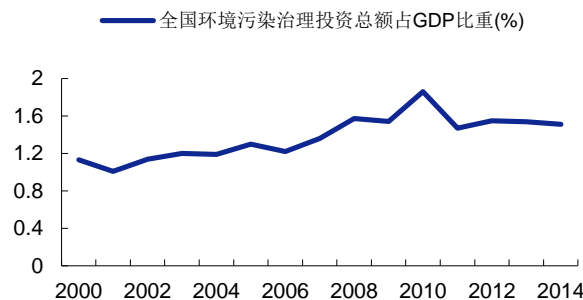
据中国环境规划院测算, 十三五期间社会环保总投资有望超过 17 万亿元, 可以预期未来五年环保行业将迎来高速增长。

图 23：全国环境污染总投资额及同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 24：全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重

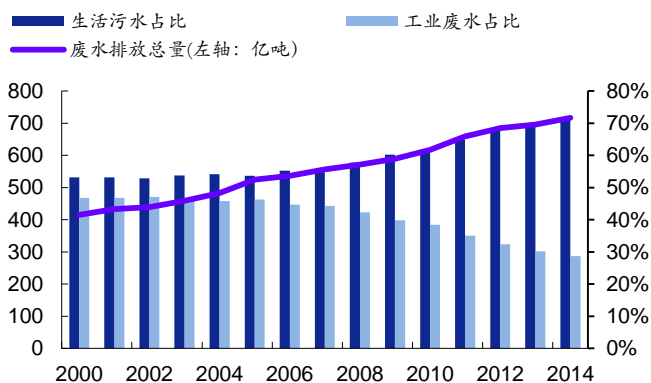


资料来源：wind，安信证券研究中心

5.1.2. 废水、污泥、固废处理市场进入快速发展阶段

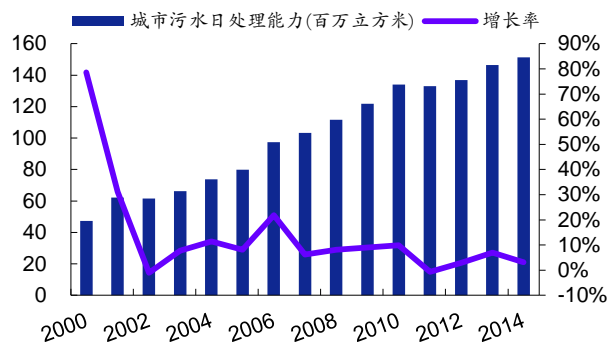
我国 2014 年废水排放总量为 716.2 亿吨，较 2013 年同比增长 3%，废水排放总量有增无减。随着“十二五”期间对污水处理的重视，我们预计在“十三五”规划中，国家将进一步推进污水处理市场，提高污水处置效率和行业平均技术水平。作为污水处理的“衍生品”，伴随着污水处理厂数量的增加以及污水处理率的提升，污泥产量也将逐年上升。

图 25：我国废水排放总量与生活、工业废水占比



资料来源：wind，环境保护部，安信证券研究中心

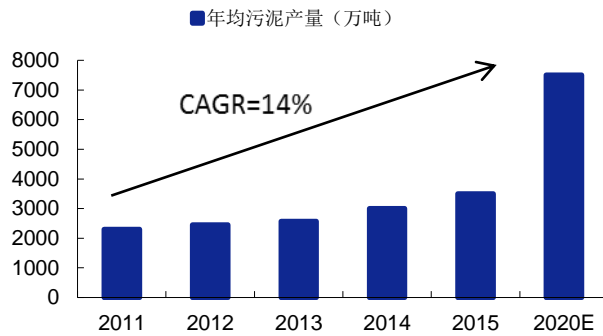
图 26：我国城市污水处理能力及其增长率



资料来源：wind，环境保护部，安信证券研究中心

据行业数据估计，在市政污泥方面，大约 1 万吨污水产生 5-8 万吨污泥。根据同济大学环境学院测算，按照 2014 年的日均污水处理 1.51 亿吨计算，我国每年产生 3000 万吨-4000 万吨含水率在 80% 左右的市政污泥。随着“十三五”的到来，污泥量还会增加。预计到 2020 年，我国的市政污泥产量将达到 6000 万吨-9000 万吨，近十年 CAGR 为 14%，未来我国污泥处理市场将会进入快速发展阶段。

图 27：年均污泥产量情况



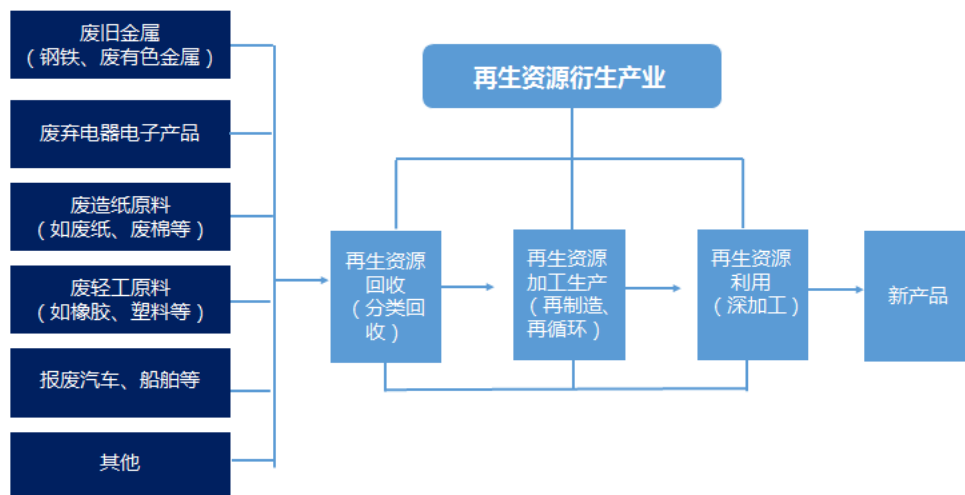
资料来源：智研数据中心，安信证券研究中心

根据《2013-2017 中国固废处理行业市场前瞻投资战略规划分析报告》显示，未来几年固废市场规模将占环保投资总额的 30%左右，预计到 2020 年前，我国固废处理行业市场规模有望达到万亿。投资的加大将带动固体废弃物处理设施建设规模增大，促进固体废弃物处理行业发展，引领我国固体废弃物处理行业将进入黄金发展期。目前，填埋仍然是我国固废垃圾处理（2014 年底占 51%）的主要途径，但政府十三五规划报告中提到，未来将焚烧目标率由十二五规划的 35%提高到十三五的 50%。

5.1.3. 再生资源市场潜力巨大

再生资源，是指在社会生产和生活消费过程中产生的，已经失去原有全部或部分使用价值，经过回收、加工处理，能够使其重新获得使用价值的各种废弃物。具体包括废旧金属、报废电子产品、报废机电设备及其零部件、废造纸原料、废轻工原料、废玻璃等。

图 28：再生资源产业链



资料来源：安信证券研究中心

政策红利促再生资源行业跨越发展。近年来我国再生资源行业政策频繁出台，内容涉及回收管理办法、建立回收体系及推进废旧商品利用等。2013 年商务部、环保部等多部委联合开展再生资源回收体系建设试点。在政策春风沐浴下，不断推进再生资源领域快速发展。

表 8：历年再生资源政策整理

序号	发布时间	发布单位	政策名称
----	------	------	------

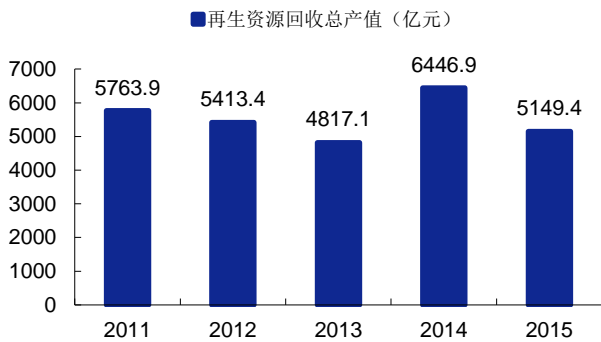
1	2007.3	商务部	再生资源回收管理办法
2	2011.10	国务院	国务院办公厅关于建立完整的先进的废旧商品回收体系的意见
3	2012.4	供销合作总社	关于加快推进供销合作社废旧商品回收利用体系建设的意见
4	2013.3	商务部	关于做好2013年再生资源回收体系建设工作的通知
5	2014.4	商务部	加快再生资源回收体系建设座谈会
6	2015.1	商务部	再生资源回收体系建设中长期规划(2015-2020)

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

再生资源行业回收利用规模较大，但整体回收利用率较低

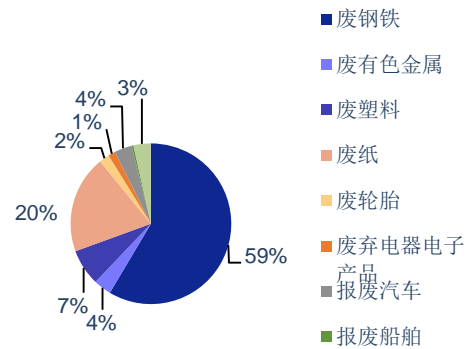
根据商务部再生资源行业发展报告，2013 我国再生资源回收企业已达 10 多万家，从业人员 1800 余万人。2015 年废钢铁、废纸、废塑料、废有色金属及报废汽车等十大类别的再生资源回收总量约为 2.46 亿吨，同比增长 0.3%，回收总产值为 5149.4 亿元，同比下降 20.1%（主要受个别品种价格持续走低影响）。从类别上来看，废钢铁回收占比达到 59%，其次为废纸及废塑料为 20%和 7%。

图 29：历年再生资源回收总产值



资料来源：中国再生资源行业发展报告，安信证券研究中心

图 30：2015 年废钢铁回收占比 59%



资料来源：中国再生资源行业发展报告，安信证券研究中心

总体上，我国各项再生资源回收利用率远低于发达国家。按照十二五规划指出，到 2015，主要有色金属如再生铜、再生铝、再生铅回收量占当年总产量的比例将不低于 30%。目前废钢铁、废有色金属回收量占当年总产量的 18%、17%。据统计，欧洲和日本的各种资源的平均循环利用率达到 70%以上，如德国废旧电池回收循环率从 1998 年的零上升到 2003 年的 70%，家庭废弃物利用率从 1996 年的 35%上升到 2003 年的 60%。

表 9：2015 年再生资源回收占比情况

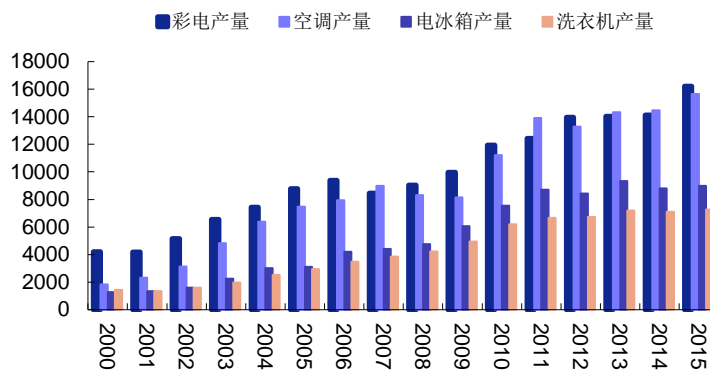
单位：万吨、万台	2015 年产量	回收量	占比
废钢铁	80382	14380	18%
废纸	10710	4832	45%
废塑料	7500	1800	24%
废有色金属	5090	876	17%
废弃电器电子产品			
电视机	16207	5154	32%
电冰箱	8993	343	4%
洗衣机	7275	663	9%
空调	15650	26	0.2%
电脑显示器及主机	36044	2490	7%

资料来源：中国再生资源行业发展报告，安信证券研究中心

电子电器生产消费大国,未来回收市场空间巨大。电子电器产品更新换代速度越来越快,我国最为电子电器生产与消费大国,被淘汰的产品数量也不断增长。废旧电子电器产品中不仅含有大量的铁、铜、铝等贵金属和塑料等可回收材料,也包括大量电子元器件、废旧的电池(铅酸蓄电池、锂离子电池等)等资源,这些废旧资源不但对环境造成污染,更对资源造成极大浪费,因此,回收循环利用可达到可观的经济价值和环保效益。

根据 2014 联合国发布报告《解决电子垃圾问题倡议》显示,全球共丢弃电子垃圾 4180 万吨,且回收利用率不足六分之一,估计约 650 吨得意回收利用。美国与中国“贡献”最大,分别丢弃 710 万吨和 600 万吨,占全球总量的 30%。工信部数据显示,我国每年主要电器电子产品报废量超过两亿台,重量超过 500 万吨,其中含有的铁、铜及黄金回收利用极具经济价值。2015 年我国彩电、空调、电冰箱及洗衣机产量分别为 1.62 亿台、1.56 亿台、8993 万台、7275 万台。除电冰箱外其余电器产量均处于历史最高水平,截至 2015 年底四大类电器累计产量达到 45 亿台,未来报废及更新给电子垃圾回收利用市场带来巨大空间。

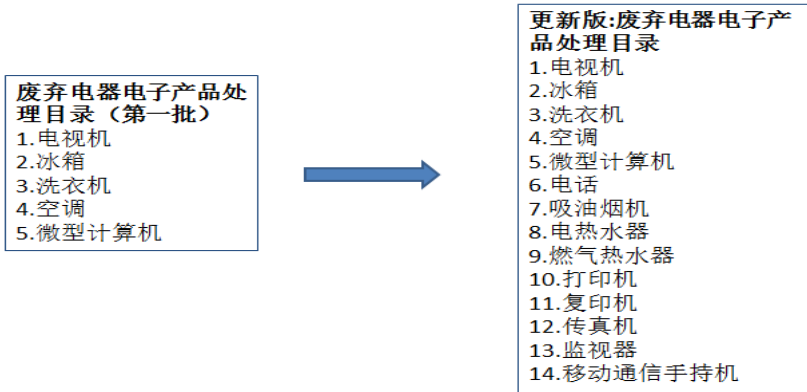
图 31: 历年我国电器产量(万台)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

政策更新,扩容市场空间。最新的《废弃电器电子产品处理目录》扩容,电子废弃物由原来的“四机一脑(电视机、电冰箱、洗衣机、房间空调器、微型计算机)”扩展至热水器、手机等 14 个品类。目前对相关处理企业补贴已纳入国家基金补贴范畴,在政策红利效应下,电子废弃物的回收率将稳步上升,推进电子废弃物处理行业的发展。根据《废弃电器电子产品处理基金调整补贴标准》报告,2014 年我国“四机一脑”官方的拆计量为 7163 万台,其中电视机和电脑合计为 6645 万台,约占总拆解的 93%。从拆解率上来看,电视机和电脑的拆解率分别为 99%和 29%,而电冰箱、洗衣机和空调分别只有 12%、24%、0.73%。电视机拆解率接近 100%,通过重新调价我们预计未来空调、电冰箱及洗衣机拆解回收量将快速增长。

图 32: 废弃电器电子产品处理目录



资料来源:《废弃电器电子产品处理目录》,安信证券研究中心

表 10: 新旧补贴标准对比

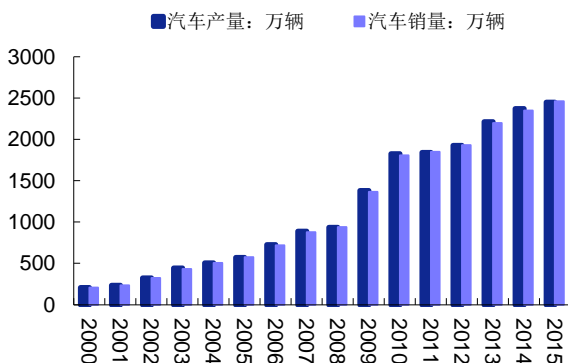
序号	产品名称	新补贴 (元/台)	旧补贴 (元/台)
1	电视机		
	14 寸及以上且 25 寸以下	60	
	25 寸及以上	70	85
2	洗衣机		
	单桶 3kg 至 10kg	35	
	双桶 3kg 至 10kg	45	35
3	电冰箱	80	80
4	空调	130	35
5	微型计算机	70	85

资料来源: 废弃电器电子产品处理基金调整补贴标准, 安信证券研究中心

机动车市场庞大, 未来汽车报废市场快速增长

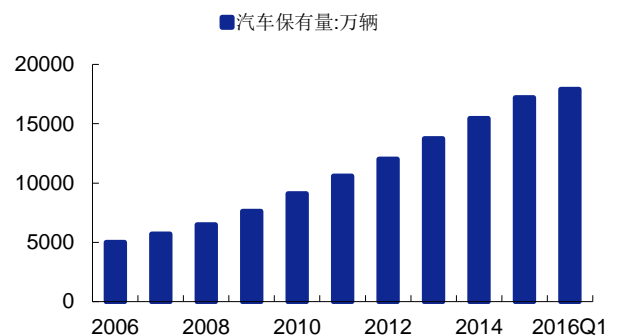
根据中国汽车协会数据统计, 2015 年全年汽车产销分别为 2450.33 万辆和 2459.76 万辆, 连续 7 年蝉联全球第一, 创历史新高。2016 年一季度我国汽车保有量达到了 1.79 亿辆, 近十年年复合增长率为 15%, 位居世界第二位。据国家信息中心预测, 按照欧美发达国家汽车发展来看, 到 2025 年我国汽车保有量将达到 6 亿辆, 增长空间巨大。我们参考发达国家的汽车报废率 (报废量/保有量) 平均为 5%-6% 左右, 2015 年预计将会有 800-1000 万辆车进入报废阶段。未来我国汽车报废市场将迎来高峰期, 汽车回收市场发展潜力巨大。

图 33: 我国历年汽车产量及销量



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 34: 我国历年汽车保有量



资料来源: wind, 安信证券研究中心

新能源汽车电池拆解回收大势所趋。据中汽协数据显示, 2015 年新能源乘用车中, 纯电动乘用车产销量分别完成 15.22 万辆和 14.67 万辆, 同比分别增长 2.8 倍和 3 倍; 插电式混合

动力乘用车产销量分别为 6.26 辆和 6.06 辆，同比增长均为 2.5 倍。随着国家政策的鼓励推广，企业技术研发再投入，电动汽车的快速增长将会拉动动力电池市场未来大量梯次的拆解回收需求，市场规模可期。

5.2. 环保高端大平台搭建，潜力巨大

5.2.1. 多板块全面布局，环保大平台雏形已现

公司环保板块主要业务有：再生资源、污水污泥治理、固废垃圾处理、新型道路材料生产等。目前，公司环保业务的经营主体为葛洲坝绿园科技公司、水泥公司、机船公司等所属子企业。2015 年环保板块的营业收入为 65.6 亿元，占公司营业收入的 7.97%，成为继建筑板块之后的第二大板块，业绩增长较快主要系公司投资设立的葛洲坝环嘉（大连）再生资源快速增长所致。环保板块业务的高举高打标志公司转型升级成效突显，未来深耕大环保有望成为公司新的盈利增长极。

再生资源加工：全资子公司葛洲坝绿园科技与大连环嘉集团实际控制人王金平先生签署合作协议，共同出资设立葛洲坝环嘉再生资源，注册资本 10 亿元，绿源科技持股 55%。大连环嘉主要经营废旧钢材、塑料、纸张、玻璃、有色金属等废旧物资的回收加工、循环利用。自 2015 年 7 月设立以来，葛洲坝环嘉实现营业收入 65 亿元，利润总额 1.55 亿元，是公司环保主要利润来源。

污水污泥处理：公司水泥公司控股的中固公司主要从事土壤固化剂、淤泥改性剂等产品的研发、生产，拥有土壤固化治理、淤泥污染治理、固废处理等先进技术和处理能力。成立西南市场部，以云南滇池项目为窗口，积极开发西南市场，并取得实质性进展。目前，正在实施的项目有滇池外海主要入湖河口及重点区域底泥疏浚（三期）宝象河和外海北部疏浚底泥脱水工程，项目金额 9777.9 万元。截至报告期末，中固公司拥有国内领先的专利技术 2 项，分别是：“一种土壤固化剂”、“一种氟石膏中性改性剂及利用其对氟石膏改性的方法”。报告期内，中固公司实现营业收入 5445.91 万元，利润总额 310.16 万元。

固废垃圾处理：公司控股的老河口水泥公司主要开展固体废弃物、城市生活垃圾的处理，首条生活垃圾处理示范线已成功投入运行，全年累计处置生活垃圾 12640 吨。去年参编国家《水泥窑用可燃固体回收垃圾技术规范》和《水泥窑用可燃固体回收垃圾燃烧特性检测方法》两项标准，下一步将在所属窑线企业复制和推广固废垃圾处理业务。

新型道路材料：公司控股的道路材料公司运用专利技术，利用炼钢废渣生产沥青混凝土钢渣集料，应用于高速公路的新建路面工程和养护工程及市政路面改造三大领域。公司大力推进技术和成果转化，去年以来申报省部级及以上级别创新计划项目 3 项，专利 5 项，3 篇科技论文在核心期刊发表。2015 年，公司全年累计销售钢渣混合材 28 万吨、钢渣集料 1.2 万吨。

污水处理。公司 2015 年 1 月向泰和资管收购凯丹水务 75% 股权，其主要负责投资、开发和运营中国大陆地区各类水务项目，包含城镇供水、城镇污水处理、工业污水处理、中水回用等。目前该公司分别在天津、定州、淄博、宣化、达州等地拥有 10 座水处理厂，污水处理能力为 42.5 万吨/日，工业供水能力 10 万吨/日。凯丹水务 2015 年实现净利润为 1345 万元。

表 11：公司环保大平台业务情况

公司名称	成立/并购时间	注册资本(万元)	主营业务	业绩情况
葛洲坝武汉道路材料有限公司	2013.12	1000	固体废弃物资源化综合利用产品与道路材料的研发、设计、	2015 年，公司全年累计销售钢渣混合材 28 万吨、钢渣集料 1.2 万吨。

葛洲坝能源重工股份有限公司	2013.12	10000	生产、销售 分布式能源系统、海洋工程、机电设备的委托生产、研究、开发	2015 年实现签约 24.38 亿元。
葛洲坝投资控股集团	2014.1	50000	主要业务方向为水务、交通和清洁能源三大板块的投资与运营管理	2015 年实现净利润 2700 万元。
葛洲坝绿园科技有限公司	2014.11	15000	污水、污泥、污土治理和资源化利用；固废处理与资源利用	-
葛洲坝中材洁新（武汉）科技有限公司	2014.12	5000	利用水泥窑协同技术处理生活垃圾等固废污染	-
湖北中固科技股份有限公司	2014.12	12000	HAS 土壤固化剂系列产品研发、生产、销售	2015 年实现收入 5445.91 万元，利润总额 310.16 万元。
凯丹水务国际集团（香港）有限公司	2015.1	-	主要从事制水供水、污水处理、中水回用和海水淡化等	2015 年实现净利润 1345 万元。
葛洲坝大连环嘉	2015.6	100000	主要从事从事环保循环、再生资源综合利用	2015 年 7 月以来实现营业收入 65 亿元，利润总额 1.55 亿元。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.2.2. 设立大连环嘉，积极开拓再生资源领域

2015 年 6 月，子公司葛洲坝绿园科技与大连环嘉董事长王金平先生签订投资协议，共同出资设立葛洲坝环嘉再生资源有限公司，注册资本 10 亿元，绿园科技出资 5.5 亿元，持股 55%，王金平先生出资 4.5 亿元，持股 45%。协议同时承诺公司成立后三年内，大连环嘉将消除与公司的同业竞争，以公司作为唯一平台开展再生资源业务。2015 年公司营业收入 65 亿元，利润总额 1.55 亿元，是葛洲坝环保板块主要业绩来源。未来双方协同合作，共享资源与渠道，有望成为葛洲坝新利润增长极。

图 35：废旧电器类回收分类



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 36：废旧产品展示



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

合作方具备丰富行业经验。王金平先生从事再生资源行业 30 多年，担任大连环嘉集团董事长，并担任中国再生资源回收利用协会副会长、中国物资再生协会副会长、大连市人大代表等众多社会职务，是中国第一部废钢行业蓝皮书的重要编纂者、商务部《废金属回收企业建设与经营规范》重要起草人。

大连环嘉再生资源是一家从事环保循环，再生资源行业综合利用的国际化企业，总部位于大连，是国家级、商务部大型再生资源集散、加工、利用基地，也是大连市再生资源交易市场、大连市旧货交易市场和大连再生资源电子交易平台，大连市综合龙头企业。环嘉集团拥有 30 多年的再生资源行业从业经验，总投资 100 亿元，现有职工 3 千余人，市场从业人员 5 万余人。目前公司在大连拥有 25 个生产基地，在邯郸、界首及庄河市拥有园区基地，同时积极布局全国，在建园区项目包括北京、天津、合肥等一二线 8 个城市，拟建设哈尔滨、大庆等 5 个城市，再生资源发展进入快车道。

图 37：大连地区 25 个生产基地

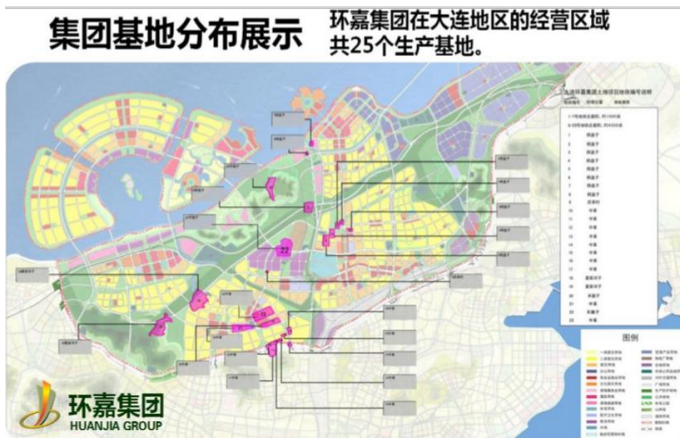


图 38：全国布局再生资源园区



表 12：公司近年所获荣誉

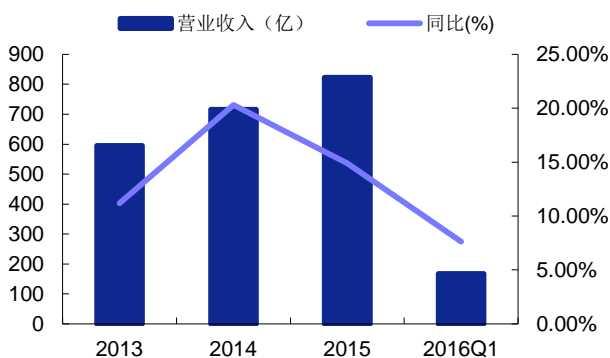
序号	公司荣誉
1	2012 年中国再生资源最具影响力企业
2	区域性再生资源回收利用基地
3	国家环保部批准验收的家电拆解企业
4	废钢铁加工配送中心示范基地
5	大连市回收体系建设实施单位
6	大连市循环经济试点示范单位
7	大连市再生资源回收行业的龙头企业
8	中国第一部废钢行业蓝皮书的重要编纂单位
9	商务部《废金属回收企业建设与经营规范》重要起草单位

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

6. 财务分析

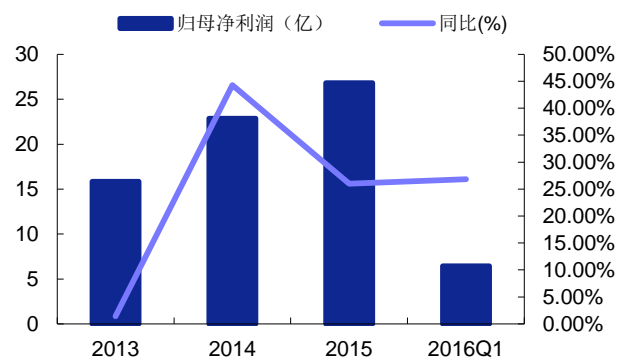
公司收入增长稳定，利润增速较快。公司近三年营业收入稳步增长，2013-2015 年收入 595.28/716.05/822.75 亿元，同比增长 11.19%/20.29%/14.9%，归母净利润 15.85/22.87/26.83 亿元，同比增长 1.42%/44.31%/26.02%。

图 39：公司营业收入及增速



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 40：公司净利润及增速

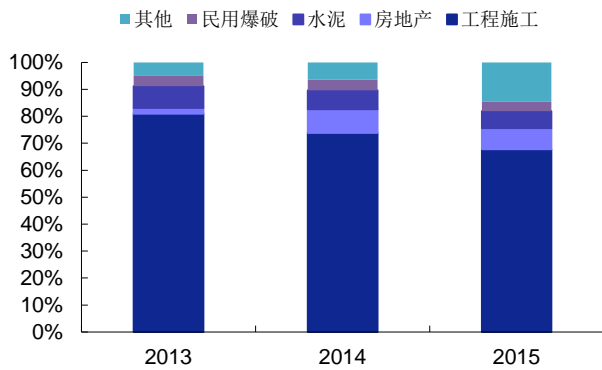


数据来源：wind，安信证券研究中心

建筑工程施工为公司核心业务，非施工业务占比逐步提升。最大业务板块建筑工程收入占比逐年下降，2013-2015 年为 80.44%/72.98%/67.24%，同比增长 11.65%/9.14%/5.86%；房地产业务占比上升，2013-2015 年分别为 2.11%/8.73%/7.85%；2015 年新增环保、投资、

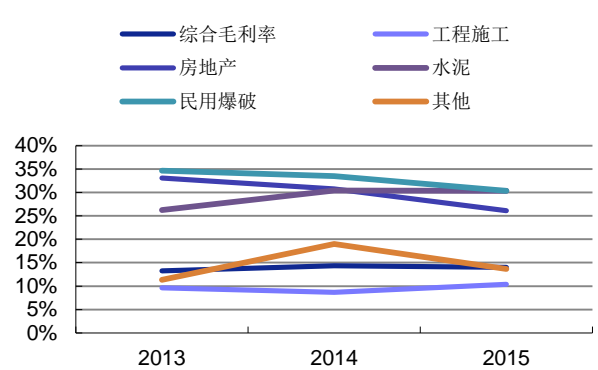
装备制造业务，占比分别为 7.97%/1.89%/0.54%。近三年工程施工毛利率维持在 10%左右，波动不大。公司在巩固传统水利水电行业优势的同时积极发展新兴业务：非水电业务签约占比过半，2013-2015 年分别为 42.35%/75.68%/59.68%；近三年非水电业务营业收入占比 19.56%/27.02%/32.76%。从毛利率来看，投资、高速公路、水力发电业务毛利率最高，分别为 57%、55%、58%；民用爆破、房地产、水泥、装备制造 2015 年分别为 30%、26%、30%、18%。

图 41：公司分业务占比



数据来源：wind，安信证券研究中心

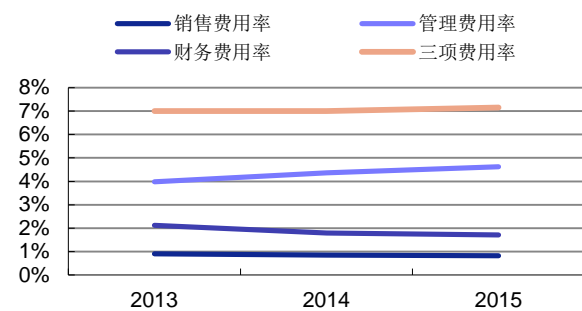
图 42：公司分业务毛利率



数据来源：wind，安信证券研究中心

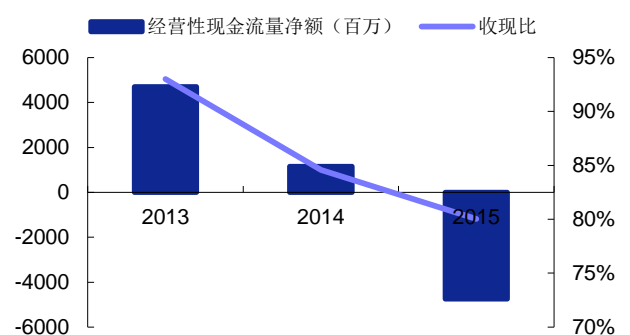
期间费用率保持稳定，经营性现金流存在一定波动。公司 2013-2015 年三项费用率分别为 6.99%/7.00%/7.15%，其中管理费用率连续增长，主要是加大研发支出和扩大规模所致；财务给用率因设定受益计划负债的净利息成本和银行贷款利率下降而小幅降低。近 3 年经营性现金流净额和收现比有所下降，现金流净额分别为 46.98/11.46/-47.5 亿元；收现比分别为 93%、84.6%、80%，主要由于 2015 年房地产板块竞拍土地和开发投入增加导致经营性现金流大幅减少。

图 43：期间费用率情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 44：经营性现金流净额及收现比情况



数据来源：wind，安信证券研究中心