

中国葛洲坝集团股份有限公司

2016 年公司债券（第一期）

信用评级报告

主体信用等级：AAA 级

债项信用等级：AAA 级

评级时间：2015 年 11 月 26 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

业务声明

本评级机构对中国葛洲坝集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）的信用评级作如下声明：

本次债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料，债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。


本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015 年 11 月 26 日

分析师

蒋卫 
Tel: (021) 63501349-830
E-mail: jw@shxsj.com

郭洁琼 
Tel: (021) 63501349-925
E-mail: gjq@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com



编号：【新世纪债评(2015)011007】

中国葛洲坝集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）

主体信用等级：AAA

债项信用等级：AAA

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年前 三季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	16.66	27.21	22.77	26.00
刚性债务	165.90	188.68	222.91	311.10
所有者权益	98.75	95.91	165.86	160.29
经营性现金净流入量	-8.39	-3.35	-23.39	-24.22
合并数据及指标：				
总资产	764.79	863.30	1049.00	1204.57
总负债	624.60	704.53	807.42	944.16
刚性债务	316.44	340.84	401.59	466.51
所有者权益	140.19	158.76	241.59	260.41
营业收入	535.37	595.28	716.05	520.13
净利润	18.06	18.71	28.03	23.35
经营性现金净流入量	-2.66	46.98	11.46	-57.36
EBITDA	47.69	52.41	66.11	—
资产负债率[%]	81.67	81.61	76.97	78.38
权益资本与刚性债务 比率[%]	44.30	46.58	60.16	55.82
流动比率[%]	116.86	118.56	114.84	113.84
现金比率[%]	19.55	22.20	22.17	17.83
利息保障倍数[倍]	1.78	1.88	2.17	—
净资产收益率[%]	12.84	12.51	14.01	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-0.46	7.07	1.52	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-5.84	2.60	-4.52	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.42	2.59	2.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.18	—

注：根据葛洲坝股份 2012-2014 年连审审计报告及经审阅的 2015 年前三年季度财务报表整理、计算。

评级观点

优势：

- **水电施工竞争优势。**葛洲坝股份是我国主要的水利水电工程施工企业之一，工程施工业务突出，在业务资质、生产装备、施工技术和人员配备等方面具有较强的竞争优势。
- **产业化发展，规模效应显现。**葛洲坝股份工程施工主业的发展有效带动了上、下游业务的发展，且发展状况良好，规模效应已显现。
- **经营业绩显著。**近几年，葛洲坝股份工程业务合同签约额增长迅速，资产和收入规模持续增长，且充足的订单可为公司未来收入的持续增长提供支撑。
- **股东支持。**葛洲坝股份的间接控股股东中国能建资本实力强，拥有总承包、勘测、设计和施工为一体的完整业务链，在能源建设领域地位显著，可为公司业务开展提供支持。

风险：

- **履约风险。**葛洲坝股份的水利水电工程等施工项目规模大且涉及环节多，建设周期较长，存在一定的履约风险。
- **国际业务风险。**随国际工程施工业务的持续增加，葛洲坝股份受当地政治、经济等风险的影响程度加深。且国际工程承包业务所面临的风险及管理压力较大。
- **工程质量和施工安全风险。**葛洲坝股份在工程质量及施工安全方面已建立了完善的控制措施，并能有效执行，风险虽可有效降低但不能完全消除。
- **房地产业务风险。**房地产行业周期性波动明

本报告表述了新世纪公司对中国葛洲坝集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）评级观点，并非引导投资者买卖或持有葛洲坝股份发行的金融产品或债权人向葛洲坝股份授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由葛洲坝股份提供，所引用资料的真实性由葛洲坝股份负责。

显，受经济增长和宏观调控影响较大，随开发规模的扩大，葛洲坝股份房地产业务面临的风险也有所增加。

- **负债经营程度偏高。**葛洲坝股份负债经营程度偏高，且有息债务规模大，利率的变动将直接影响公司的经营业绩。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中国葛洲坝集团股份有限公司

2016 年公司债券（第一期）

信用评级报告

释义

葛洲坝股份，该公司，或公司：中国葛洲坝集团股份有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：中国葛洲坝集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）

一、概况

（一）发行人概况

该公司原名为葛洲坝股份有限公司，是经电力工业部【电政法（1996）907 号文】和国家体改委【体改生（1997）34 号文】批准，由原中国葛洲坝水利水电工程集团公司（简称“水电工程公司”）独家发起，通过募集方式设立的股份公司。经中国证监会证监发字（1997）186、188 号文批准，公司于 1997 年 5 月 8 日首次公开发行股票 19000 万股，并于同年 5 月 26 日在上海证券交易所挂牌交易，上市后公司总股本为 49000 万股。经中国证监会【证监公司字（2007）149 号文】核准，2007 年 9 月公司吸收合并水电工程公司，总股本增至 166540 万股，控股股东变更为原中国葛洲坝集团公司（已在 2014 年 12 月改制更名为中国葛洲坝集团有限公司，简称“葛洲坝集团”），同时公司名称变更为中国葛洲坝集团股份有限公司。经过历年的分红送股、转增股本、增资配股等，截至 2013 年末公司总股本已增至 348746 万股。2014 年 3 月，经中国证券监督管理委员会批复同意¹，公司向包括葛洲坝集团在内的 7 名认购对象非公开发行新股 11731.84 万股，扣除发行费用后共募集资金 39.71 亿元。该次非公开发行完成后，公司总股本上升至 460477.74 万股。

¹ 相关批文号为证监许可（2014）175 号。

图表 1. 截至 2015 年 9 月末公司股本变更过程

时间	事件	期末总股数 (万股)
1998/05	10 股送 1 股	53,900
1998/06	10 股配 2.727273 股	62,300
2000/10	10 股配 3 股	70,580
2006/05	股权分置, 10 股流通股获 10 股转赠股	105,160
2007/09	吸收合并水电工程公司	166,540
2009/11	10 股配售 3 股	214,758
2010/01	“葛洲 CWB1” 认股权证行权 ²	232,497
2010/07	10 股送 5 股	348,746
2014/03	非公开发行 111731.84 万股	460,478

资料来源：葛洲坝股份

该公司经营范围主要包括：按国家核准的资质等级范围、全过程或分项承包国内外、境内国际招标的水利水电、公路、铁路、市政公用、港口与航道、房屋建筑工程的施工总承包、工程总承包和项目管理业务；及起重设备安装工程专业承包、堤防、桥梁、隧道、机场、公路路基工程、地质灾害治理工程、输电线路、机电设备制作安装和其他建筑工程的勘察设计及施工安装，船舶制造修理，低压开关柜制造，电力工程施工；上述工程所需材料、设备的出口；对外派遣本行业工程、生产的劳务人员；生产销售和出口水泥；经营和代理本系统机械、电器设备等商品和技术进出口业务；建筑安装设备的购销和租赁；房地产开发、建设项目及工程的投资开发；房屋租赁；经营公司自产产品及技术的进出口业务和公司所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；煤炭批发经营，金属结构压力容器制作安装，汽车改装与维修，运输及旅游服务（限分支机构持证经营）；普通货运（限分公司经营）。目前，公司形成了以建筑工程承包施工为主，水泥生产销售、民用爆破、投资和房地产开发业务协同发展的经营格局。公司是我国主要的水利水电工程施工企业之一，行业地位较显著。

（二）本期债券概况

经该公司董事会及股东大会审议通过，公司拟向中国证监会申请发行不超过人民币 100 亿元(含 100 亿元)的公司债券，本期基础发行规模人民币 10 亿元，可超额配售不超过 20 亿元，拟用于偿还银行借款和补

² 行权期为 2010 年 1 月 4 日至 2010 年 1 月 10 日中的交易日(1 月 4 日至 1 月 8 日)，行权价格为 7.66 元/股，行权比例为 1: 0.59。截至 2010 年 1 月 8 日收市时止，30163 万份认股权证中 300666004 份成功行权，实际募集资金 13.48 亿元。

充流动资金。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	中国葛洲坝集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）
发行规模:	基础发行规模人民币 10 亿元，可超额配售不超过 20 亿元
债券期限:	5 年
债券利率:	固定利率
付息方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

资料来源：葛洲坝股份

该公司自 2005 年以来已发行了短期融资券、超短期融资券、中期票据以及分离交易可转债等多种、多期债券，目前还本付息情况正常。截至 2015 年 9 月末，公司待偿还超短期融资券本金余额为 20.00 亿元，待偿还短期融资券本金余额为 15.00 亿元，待偿还中期票据本金余额为 16.50 亿元。

图表 3. 公司未到期债券情况

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模（亿元）
14 葛洲坝 MTN1	中期票据	2014-12-25	2019-12-25	5.50
13 葛洲坝 MTN1	中期票据	2013-03-06	2020-03-06	6.00
11 葛洲坝 MTN1	中期票据	2011-02-25	2016-02-25	5.00
15 葛洲坝 CP001	短期融资券	2015-09-10	2016-09-10	15.00
15 葛洲坝 SCP003	超短期融资券	2015-06-16	2015-12-13	10.00
15 葛洲坝 SCP002	超短期融资券	2015-05-21	2015-11-17	10.00
合计				51.50

资料来源：葛洲坝股份（截至 2015 年 9 月末）

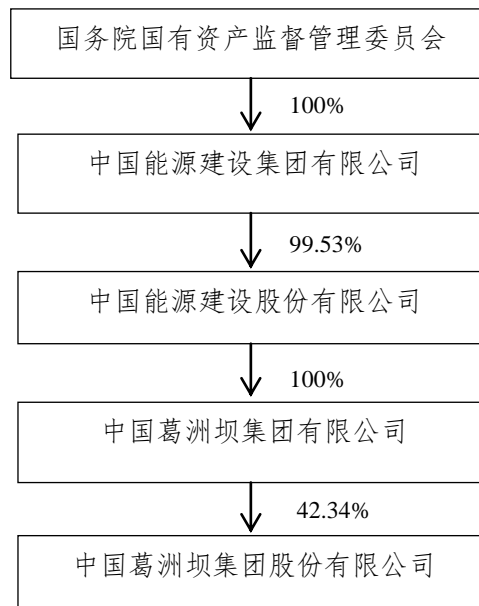
二、公司管理

该公司按照上市公司的模式实施公司治理，在经营管理各方面保持着较强的独立性。公司组织机构设置合理，日常经营管理总体上较为规范，基本能够满足集团化运营的管理要求，并能通过对各项业务的制度化、精细化管理，较有效地控制生产经营等方面的主要风险。

（一）产权状况

该公司为上市公司，截至 2015 年 9 月末，控股股东葛洲坝集团持有公司 42.34% 的股权，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）。

图表 4. 公司产权状况图



注：①根据葛洲坝股份提供的资料绘制（截至 2015 年 9 月末）；

②根据葛洲坝股份 2014 年 12 月 23 日的对外公告，公司间接控股股东中国能源建设集团有限公司与其全资子公司电力规划总院有限公司发起设立了中国能源建设股份有限公司，公司与实际控制人之间的产权及控制关系因而发生调整；

（二）公司法人治理结构

该公司按照上市公司治理结构，设立了董事会、监事会、薪酬与考核委员会、审计委员会、战略委员会和提名委员会等机构。公司具有独立完整的业务及自主经营能力，公司董事会、监事会和内部管理机构能够独立运作，控股股东没有超越股东大会直接干预公司的决策及生产经营活动。公司与控股股东之间不存在同业竞争，不存在控股股东违规占用公司资金、资产及其它资源而损害公司利益的情况。

（三）关联交易

该公司的关联交易主要为：1、控股股东葛洲坝集团为公司及公司的子公司借款提供担保，以及通过由公司控股的中国能源建设集团葛洲坝财务有限公司³（简称“财务公司”）向公司及公司的子公司提供委托贷款；2、财务公司为葛洲坝集团⁴及中国能建⁵所提供的金融服务。金融

³ 原名为葛洲坝集团财务有限责任公司。

⁴ 根据 2014 年相关协议，2014 年度葛洲坝集团（不含该公司及其合并报表范围内的下属企业）预计在财务公司日均存款余额最高不超过 50 亿元，财务公司向葛洲坝集团（不含该公司及其合并报表范围内的下属企业）提供的最高授信额度不高于 37.5 亿元。

⁵ 根据 2014 年相关协议，2014 年度中国能建及其所属单位（不含葛洲坝集团）预计在财务公司日均存款余额最高不超过 80 亿元，财务公司向中国能建及其所属单位（不含葛洲坝集团）提供的最高授信额度不高于 60 亿元。

服务内容主要包括：财务公司为中国能建及其所属单位提供存款服务，存款利率按中国人民银行有关规定执行；提供贷款、票据承兑、票据贴现、担保等服务，利率和费率在不违反中国人民银行相关政策的条件下参照银行同类产品价格执行；提供其他有偿服务，所收取的费用，由双方参照银行同类产品价格协商确定。

2014 年度，该公司及其子公司（不含财务公司）接受关联方委托贷款 5.00 亿元，偿还关联方委托贷款 17.92 亿元；财务公司接受关联方委托贷款及发放委托贷款分别 0.78 亿元和 8.95 亿元，向关联方发放及偿还自营贷款 12.86 亿元和 9.13 亿元；关联方在财务公司的存款净增加 2.25 亿元；中国能建委托财务公司投资 19.10 亿元（如图表 5 所示）。当年度葛洲坝集团为公司及公司的子公司提供借款担保 17.79 亿元。

图表 5. 2014 年该公司与关联方的贷款、存款和投资（单位：亿元）

项目名称	关联交易发生额			
	葛洲坝集团及集团其他下属企业	中国能建及其所属单位（不含葛洲坝集团）	其他关联方	合计
接受委托贷款	-	5.00	-	5.00
偿还委托贷款	13.72	4.20	-	17.92
受托委托贷款	0.28	0.50	-	0.78
发放委托贷款	8.45	0.50	-	8.95
发放自营贷款	10.00	2.86	-	12.86
偿还自营贷款	6.05	3.08	-	9.13
非金融机构借出款项 ⁶	-	-	22.79	22.79
吸收存款	-0.65	1.6	-	2.25
委托投资	-	19.10	-	19.10

资料来源：葛洲坝股份

此外，该公司和关联方之间还存在商品购销、劳务提供与接受、资产租赁等交易；除 2014 年集团兄弟公司云南火电建设公司为公司提供劳务（交易金额 2.75 亿元），及公司为联营企业重庆江碁高速公路有限公司（简称“重庆江碁”）提供劳务（交易金额 13.29 亿元）外，其他日常管理交易规模均相对较小。

⁶ 主要为公司对合营、联营的房地产开发企业借出款项。

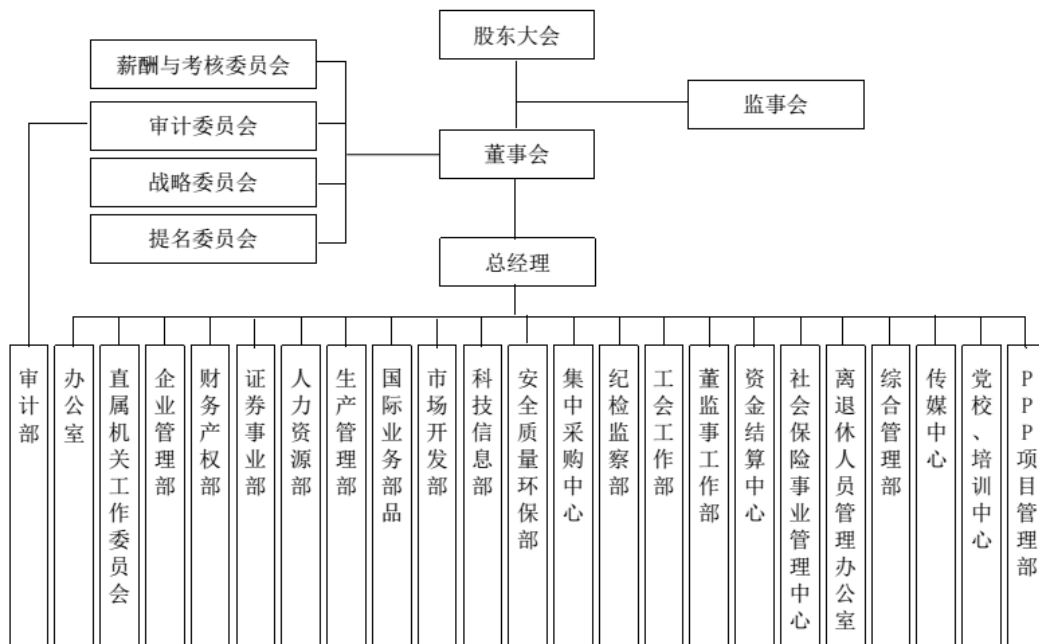
图表 6. 2014 年末公司关联资金情况 (单位: 亿元)

关联方名称	关联关系	应收关联方款项余额	应付关联方款项余额
中国葛洲坝集团公司	控股股东	4.75	2.42
中国能源建设集团有限公司	间接控股股东	6.10	19.75
中国葛洲坝集团公司其他下属企业	同一控股股东	31.24	0.21
中国能源建设集团有限公司其他所属单位	同一间接控股股东	4.35	16.43
合计		46.44	38.82

资料来源: 葛洲坝股份

(四) 组织架构

该公司本部设有办公室、投资管理部、财务产权部、人力资源部、生产管理部、审计部等 23 个职能部门。公司各机构之间职责划分明确, 在业务开展中能够做到既保持应有的独立性, 同时也能保持协作顺畅, 能够满足现阶段的经营管理需要。

图表 7. 公司组织结构图


资料来源: 根据葛洲坝股份提供的资料绘制 (截至 2015 年 9 月末)

(五) 人力资源

该公司在职员工合计为 39698 人, 其中母公司为 3554 人, 主要子公司为 36144 人; 从专业构成来看, 公司人员主要以生产、技术人员为主, 分别为 16203 人和 10622 人, 分别占总人数比重 40.36% 和 26.76%; 从

教育程度来看，公司拥有大学本科及以上学历的人员为 12481 人，占总人数比重为 31.44%，大学专科学历为 16785 人，占比为 26.28%，中专及以下学历为 16785 人，占比为 42.28%。

（六）业务管理

该公司主要采取逐级授权、分级管理的方式对下属子公司进行管理和控制。公司通过选派、推荐董事、监事、高级管理人员、财务主管等对下属子公司实施管理和监控。同时，公司还制定了较完善的内部控制制度和各项议事规则，在投融资、对外担保、资金管理、全面预算等方面实行较为规范的制度化管理，以加强经营风险管理，确保公司战略目标的实现。2014 年公司进一步对业务流程和内控体系加以完善，对《风险管理与内部控制手册》进行了全面修订，印制了新版《内控手册》，并制定了《规章制度制定管理暂行规定》、《科技管理规定》和《国际业务国别划分暂行规定》等规章制度，为公司更好地进行项目建设和内部管理提供了支持。

在工程管理方面，该公司主要采用分层管理方式，由公司本部、一级子公司和二级子公司等对项目进行逐级管理。公司严格执行符合国家、国际标准的质量安全环保管理体系，加强工程项目质量管理。每年年初公司对各工程项目进行危险源辨识，确定重点监控项目，要求相关项目组定期汇报生产建设情况，并在后期体系检查以及安全月检查过程中对其进行重点审核与整改。公司一般为一个项目配备 2 名专职安全员，安全员通过国家相关部门的资格认证后方可上岗。目前公司拥有专职安全员近 1300 人。

在预算管理方面，该公司董事会为预算的最高决策机构，预算管理委员会具体负责预算管理的组织、预算方案的审查和预算执行情况的考核等工作。公司采用“统一领导、归口管理、层层把关、逐级考核”的预算管理体制，并定期考核预算执行情况，将其作为经济责任制考核的重要依据。

在投资管理方面，该公司严格按照核心产业发展方向进行投资，强化投资项目各环节的制度约束。公司通过战略委员会和投资管理部对投资项目的前期决策、中期执行、事后评价进行全程监控，以控制投资风险、提高投资收益。对于使用募集资金的项目，当募投项目出现异常情况时，公司需对该项目的可行性、预计收益等重新进行论证，决定是否继续实施，并披露项目的进展情况和出现异常的原因。如涉及募投

项目变更，公司需重新进行可行性分析，并制定新的投资计划。

在资金管理方面，该公司逐级设立资金管理委员会，根据不同权限审批融资计划和投资的资金支出。同时公司设立了资金结算中心，实行资金集中管理。

在对外担保方面，该公司资金管理委员会为对外担保的最高决策机构，财务产权部为担保的管理部门。在制度方面，公司就担保对象、担保金额、担保程序等方面都作了详细的规定，原则上公司只对全资子公司进行信用担保，不允许子公司对外提供担保。

在内部审计方面，该公司实行董事会监管的三级审核机制。公司董事会下设审计委员会、公司及下属子公司均设有专门的审计部门。审计内容主要包括年度经济责任审计、任期经营审计、工程审计、财务审计、专项审计等多方面内容，侧重对公司经营风险的控制。

三、业务运营

(一) 经营环境

1. 建筑行业

随着我国国民经济的持续发展及固定资产投资规模的增长，建筑行业保持了较快的发展速度。虽然2011年起我国固定资产投资增速有所放缓，但受益于基础设施投资的推进，建筑行业仍面临一定的发展机遇。但仍需关注地方政府资金压力和债务负担加重对其后续基建投资能力的影响。

随着我国国民经济的持续快速发展，我国固定资产投资规模多年保持在较高的水平。2002-2011年，我国全社会固定资产投资总额增速保持在20%以上，同时，建筑行业总产值的增速也一直在20%左右运行。

从构成来看，基础设施建设投资、制造业投资和房地产投资是全社会固定资产投资的主要组成部分。近三年来，在制造业盈利情况不佳、房地产调控趋紧的背景下，工业和房地产企业的投资意愿不足；受此影响，全社会固定资产投资增速下降，建筑行业总产值增速也随之下滑。2012-2014年我国建筑业总产值分别为13.72万亿元、16.04万亿元和17.67万亿元，同比增速分别为17.80%、16.10%和16.87%。

为稳定经济增长，国家先后出台多项政策加大基础设施投资力度，以此作为拉动投资的主要动力。国家发展和改革委员会（简称“国家发改委”）于 2012 年集中审批通过了一系列城市轨道交通建设、公路建设、港口、航道工程以及市政工程项目计划，总投资额预计超过 1 万亿元。2013 年，在新型城镇化建设的带动下，国内大型建设项目主要集中于地方政府主导的基建工程。地方大型基建项目的启动与推进为建筑行业带来了一定的发展机遇。2014 年以来，伴随着“一带一路”具体方案的出台，国内的基建投资将继续维持在高位。

单从水利建设方面看，2011 年水利建设政策及规划陆续出台，同时国务院提出“十二五”期间我国将投入 1.80 万亿元，预计未来在政策的持续推动下，逐渐放出的订单及投资额的较快增长也将成为建筑投资的推动因素之一。2014 年 5 月 21 日召开的国务院常务会议已经确定，2014-2015 年和“十三五”期间，我国将分步建设 172 项重大水利工程；同时，水利部已正式启动了全国水利发展“十三五”规划的编制，预计我国未来几年内将保持一定的水利建设力度。

需要关注的是，新一轮地方基础设施投资的启动虽为建筑企业的业务承揽提供了一定支撑，但地方政府的资金投入压力也随之增大。近三年来，受企业利润普遍下滑等不利因素影响，地方本级财政收入的增速明显放缓。加上地方债务规模持续扩张，地方政府的后续投资能力可能受到制约，进而对建筑行业的业务增长产生不利影响。

我国水电资源丰富，未来一段时期内水利水电项目的开工量较大，国内水利水电项目施工企业面临较好的发展环境。但生态灾害防治、移民安置等仍是我国大中型水利水电基础设施建设长期需面对的问题。

随着我国对能源危机及环境污染问题的重视程度不断加深，国家正逐步加大对水能、核能、风能等清洁能源、可再生能源的开发力度，未来水电、核电、风力发电的装机容量比重将逐步提高。我国水电资源较为丰富，可开发储量 5.40 亿千瓦，经济开发储量 4.10 亿千瓦。2014 年我国共落实水利建设投资 4881 亿元，新增水电装机容量 2185 万千瓦；截至当年末我国水力发电装机容量为 3.00 亿千瓦。根据中国水电 100 周年纪念大会上公布的信息，为实现 2020 年节能减排目标，我国水电装机容量届时须达到 3.80 亿千瓦，未来水电仍有一定的发展空间。另外，2011 年中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》提出，把水利作为国家基础设施建设的优先领域，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍，投资总量达

到或超过 6360 亿美元。在国际市场方面，印度、伊朗、尼日利亚、俄罗斯等国家未来一段时期内均计划加大水电投资力度，有利于我国的大型水利水电工程施工企业进一步扩大国际市场份额。在此背景下，未来水利基础设施建设工程承包市场将保持增长。

由于水利水电项目的投资规模一般较大，建设周期较长，因此与一般民用建筑市场相比，水利水电项目建筑市场准入壁垒较高，对施工企业的资质、技术、设备等要求较严，因此市场竞争的激烈程度相对较低。

另外，也应该看到，水利水电建设和环保往往容易对立。水利水电项目建设必然改变河流的自然状态、河流中水生生物的生存环境，水库蓄水必然淹没一些生物资源，会不同程度地对当地的环境产生影响，带来沿江居民迁移等社会问题。水电虽集第一次能源与二次能源于一体，具有防洪、排灌、航运等综合效益，但是对当地流域水循环、生态系统等也造成了一定程度的负面影响。如何合理开发和利用水资源是我国现阶段构建和谐社会、改善能源结构、促进生态环境和实现可持续发展的重要内容之一。水利水电建设需环保与发展并重。

随着“一带一路”的推进，我国海外建筑施工订单持续增长。

2015 年以来，随着“一带一路”的稳步推进，我国与沿线国家的投资合作不断增长。截至 9 月末，沿线国家在中国投资设立企业共计 1604 家，同比增长 19%，投资金额合计 61.2 亿美元，同比增长 18.4%；我国企业共对“一带一路”沿线的 48 个国家进行了投资，投资金额合计 120.3 亿美元，同比增长 66.2%。同时我国新增对外承包工程合同 3059 份，新签合同额合计 591 亿美元，同比增长 24.9%；我国承接“一带一路”对外服务外包合同金额 113.8 亿美元，同比增长 42.1%。随着“一带一路”政策的稳步推进，我国建筑施工企业国际订单有望呈现持续增长趋势。

PPP 模式为建筑业发展带来了新的机遇，改变了建筑行业的运营模式和盈利模式。

传统的建筑运营模式主要包括工程总承包、BT、EPC 等模式，其核心主要是建筑公司通过垫资推动项目工程的建设，再通过工程回款或项目回购实现盈利，这种模式对建筑企业造成较大的融资压力。PPP 模式主要是建筑公司于政府部门成立联合体，借助 PPP 产业基金实现建筑资金的多元化，通过私人部门和公共部门的联合增信，又能获得较低成

本的中长期借款。PPP 模式改变了建筑行业的运营模式和盈利模式，建筑企业不再只是单纯的施工企业，而是成为了项目的运营方，除了施工收益外，还能获得项目建成后的运营收益。

自 2014 年起，国家各部委积极出台关于 PPP 的制度文件和配套措施。具体，2014 年 12 月财政部对外公布了总投资规模约 1800 亿元的 30 个 PPP 示范项目，涉及供水、供暖、污水处理、新能源汽车等多个领域；当月财政部及发改委分别发布了《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》和《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》，为 2015 年的 PPP 项目落地提供支持。另外，2015 年 4 月，发改委颁布了《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，一定程度上让 PPP 模式有了参照性法律依据。

2. 水泥行业

我国水泥行业产能过剩问题较为突出。企业兼并重组加速，生产集中度逐年提高。面对能源和环境的制约因素，行业节能减排形势严峻。

水泥行业是较典型的需求拉动型行业，与固定资产投资密切相关。2005-2011 年，我国经济的快速增长推动了水泥需求的上升，除 2008 年外，水泥产量年增速均保持在 10% 以上。2012 年，在国内经济增长放缓的背景下，下游行业对水泥产品的需求被抑制，全年水泥产量仅增长 7.40%。2013 年，在基础建设投资加快的带动下，下游需求有所回升，全年水泥产量达到 24.14 亿吨，增速小幅提高至 9.57%。2014 年，受房地产开发固定资产投资增长较疲软的影响，全年水泥产量增速放缓至 1.8%。2012-2014 年水泥行业分别实现利润 657 亿元、766 亿元和 780 亿元。其中：2012 年，水泥价格全年呈下行趋势，部分地区水泥价格跌至成本线以下，导致当年度水泥企业利润大幅下滑；2013-2014 年，虽然水泥价格仍明显低于近年来的平均水平，但煤炭价格的走低令水泥制造成本明显下降，企业盈利情况因此得到改善。

我国水泥行业在 2002-2010 年间迅速扩张，期内新增产能年均复合增长率约为 31.85%。由于新增产能的集中释放，水泥产能过剩现象加剧。2011 年以来，水泥行业投资增速回落，产能过快增长的态势得到一定遏制；2014 年前 11 个月全国水泥行业固定资产投资 998 亿元，较 2013 年下降 16%。截至 2014 末，我国共有新型干法水泥生产线 1765 条，熟料产能达 17.31 亿吨。除严格控制新建产能外，我国已陆续出台了一系列政策、规划对水泥行业进行调控，以提高行业集中度、加速淘

汰落后工艺产能和调整行业产品结构。

“十二五”期间，我国政府按照“控制增量，优化存量，推动企业兼并重组，提高产业集中度和规模效益”的要求，继续鼓励和引导企业通过兼并重组淘汰落后产能，加大对兼并重组的融资支持力度，支持有条件的企业建立企业技术，防止以兼并重组为名盲目扩张产能和低水平重复建设。2013年10月，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（简称“《意见》”），提出“推广高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消32.5复合水泥产品标准，逐步降低32.5复合水泥使用比重”的产品结构调整方向。为缓解该行业能源资源消耗高、环境负荷重的局面，环保部在2013年12月发布了《水泥工业大气污染物排放标准》，水泥行业环保标准日趋严格。2014年5月，国家发展改革委、工业和信息化部、质检总局联合出台了《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》，决定自2014年7月1日起，对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策。为了贯彻落实《意见》提出的“尽快取消32.5复合水泥产品标准”的要求，2014年12月，国家标准化管理委员会官网公布：关于批准发布GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第2号修改单的公告，修改单主要内容是取消32.5复合硅酸盐水泥。同时，水泥行业作为继电力之后的第二大氮氧化物排放行业，面临的节能减排压力也逐步增大。

预计今后几年我国水泥行业产销在一定时期内将保持增长，但以新建生产线方式来扩大产能的可能性较小，水泥行业的兼并重组步伐将加快。行业整合向更深层次发展，有资金实力的大型企业将快速发展，预计到2020年我国的水泥生产企业数量将由2012年末的4000家左右减少到2000家左右，市场集中度进一步提高。立窑等落后工艺产能的淘汰也将加速，新型干法——尤其是中、西部地区新型干法项目建设进入高峰期，水泥行业将再次成为投资热点。落后产能的淘汰一方面优化了产品结构，另一方面促进了国内大型企业的发展，加强了市场的集中度，但也使行业存在恶性竞争的可能。

3. 民爆行业

随着我国基础设施建设的推进，民爆器材生产和爆破施工的市场需求量较大，并且行业的整合力度将进一步加大。

民爆行业是国家特许经营的行业之一，在许可证制度下，民爆生产企业拥有丰厚而又稳定的垄断利润。民爆器材广泛应用于矿山开采

及能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域。民爆行业与基础工业、基础设施建设等行业的关联性较强，与固定资产投资规模密切相关。近年来，受宏观经济环境和行业安全形势的影响，我国民爆行业整体需求疲软，产销量增速维持在较低的水平上，行业发展由高速增长期进入了低速稳定期。2012-2014年，民爆行业分别完成生产总值322.7亿元、330.4亿元和339.3亿元。

近年来国家积极推进民爆行业结构调整，技术进步和安全生产。“十一五”以来，结构调整取得了一定的成效，企业数量大幅度压缩，产业集中度进一步提高，生产能力进一步优化，但民爆行业“小、散、低”问题仍未完全解决。2010年11月，工业与信息产业部又发布了《关于进一步推进民爆行业结构调整的指导意见》，明确提出，将鼓励企业跨省、跨地区合资合作和兼并重组，着力推进企业在资本层面进行实质性整合。2011年公布的《民用爆炸物品行业十二五发展规划》亦着重强调加强大型企业集团和优势企业的政策指导和扶持力度，推进产品产业结构调整。工信部要求，到“十二五”期末，民爆生产企业由目前的140多家降到50家以内，销售企业降到200家以内。同时要形成20家左右跨区域的优势骨干企业集团，着力培育1-2家具有国际先进水平的大型企业集团。按照规划未来民爆企业家数将大幅减少，而行业的前20名龙头企业和已在进行跨区域整合的企业集团将成为政策重点扶持的对象。在此政策背景下，民爆行业集中度逐步提高。

民爆行业下游主要为交通建设、水利、市政工程等基建行业以及采矿行业等。在“十二五”期间，我国水利建设投资规划额超过2万亿元，城市轨道交通投资规划额为1.27万亿元，城市市政基础设施建设固定资产投资将达7万亿元，民爆行业的外部需求空间较大。2014年3月，《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》出台，新型城镇化建设的持续推进将给民爆需求提供驱动力。

2015年，受天津爆炸事件影响，工业与信息产业部对于安全生产的监管严格程度进一步加强，民爆作为危险化学品会首先受到影响。当年8月，工业与信息产业部发布《关于贯彻落实全国安全生产电视电话会议精神、切实做好民爆安全大检查工作的紧急通知》，原则上停止审批新增工业炸药生产线建设项目，严控炸药产能转移。

4. 高速公路运营

未来我国的高速公路网将进一步完善，我国将在较长时期内继续推进高速公路的建设。近年来，政府为兼顾高速公路社会公益性而出台的政策对高速公路经营企业的效益有一定影响。

交通运输行业属于国民经济发展的基础性行业之一，公路尤其是高等级公路建设对于稳定和发展国民经济、改善人民生活水平、增强综合国力具有重要作用。截至 2014 年末，全国公路里程达到 446.39 万公里，较“十一五”期末新增 45.57 万公里，其中高速公路里程达 11.19 万公里，较“十一五”期末新增 3.78 万公里。

《交通运输“十二五”发展规划》确定公路总里程指标为 450 万公里，其中高速公路总里程为 10.8 万公里。据此预计我国未来一段时期仍将继续推进公路建设，资金投向以加快国家高速公路网主骨架、“断头路”、扩容路段和农村公路建设为重点。

高速公路投资规模大，投资回收期长，具有准公用物品属性和很强的社会公益性。高速公路的建设运营各环节体现政府意志，行业进入壁垒较高。现阶段我国以省级地方政府为主进行公路建设、运营与管理，各省公路管理局、高速公路管理局或高速公路公司等是负责各省普通公路、高速公路（含辖区内的国家高速公路）建设和运营管理的机构。一般来说，上述省级公路公司具有很强的区域专营优势。由于各公路公司的业务发展均受国家以及各省公路规划、政府主管部门投资计划以及工程建设、收费等行业标准的约束，再加上各路段有相对独立的服务区域，公路行业内的竞争程度较低。但国内高速公路建设存在超前发展的趋势，尤其在中西部地区，超前投入与低回报率将使建设资金的回收存在一定的不确定性。

近年来，受益于高速公路网形成所带来的规模效应和汽车保有量持续增长等因素，高速公路整体运营效益逐步提高。但鉴于高速公路的准公用产品属性，近年来政府出台的相关政策旨在保证投资回收的同时适度体现高速公路的公益性。2011 年 6 月，针对全国范围内收费公路超期收费、违规设站（点）等突出问题，交通运输部联合国家发改委等多部门联合下发了《关于开展收费公路专项清理工作的通知》。2012 年 8 月，国务院下发《重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》，在春节、清明节、劳动节、国庆节等 4 个国家法定节假日及其连休日，对 7 座以下（含 7 座）载客车辆免收过路费。2015 年 7 月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修正案征求意见稿，提出“基于公共利益需要，政府提前终止特许经营合同、实施通行费减免等政策，给经营管

理者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门报做出决策的政府予以行政补偿”，截至 2015 年 9 月末这一政策仍在讨论中。如政策通过，因实施节假日免费政策而对高速公路运营企业产生的影响或可得到适当弥补。

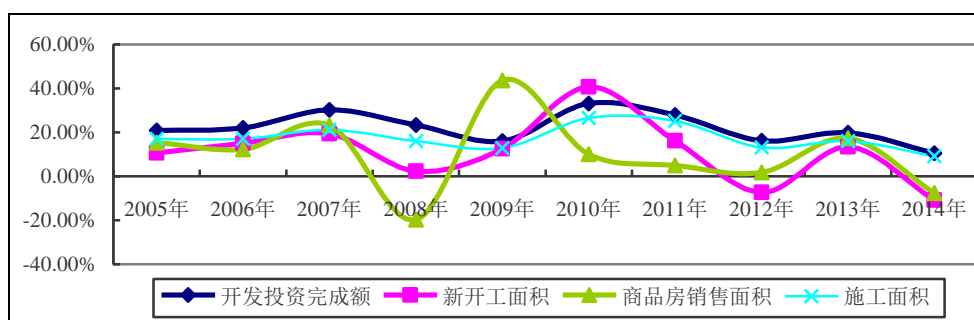
5. 房地产

在楼市调控政策及刚性需求双重因素影响下，近年来国内房地产市场景气度频繁波动。2014 年前三季度，房地产市场成交低迷；第四季度以来，多项利好政策出台，但目前住宅去库存压力仍较大。

房地产是典型的周期性行业，且极易受到国家政策导向的影响。经过 2009-2010 年上半年全国住宅价格普遍大幅上涨之后，2010 年开始政府各部门出台了一系列以限购、限贷为主基调的房地产调控政策，通过打击投资、投机购房需求以抑制房价过快上涨。2010-2011 年，国内住宅新开工和销售面积增速明显放缓。2012 年下半年开始，随着此前被抑制的刚需逐步释放，全年房地产市场呈现“前低后高”的发展态势。2013 年，全国房地产市场整体调控基调贯彻始终，不同城市政策导向出现分化，但楼市依旧上行。2014 年市场景气度大幅下滑，全年住宅成交面积为 10.52 亿平方米，同比下降 9.11%。为扭转房地产市场整体降温的趋势，我国政府于 2014 年第四季度放松首套房认定标准，并多次下调利率及准备金率。根据百城住宅平均价格的监测，一线城市房价于 2014 年 4 月达到全年高点后快速下滑，当年 10 月起在各类刺激政策的提振下止跌回升。而二三线城市房价全年下滑，年末降幅趋缓。

2015 年 3 月末，财政部新政出台：个人转让购买两年及以上普通住房免征营业税；同时，央行、住建部、银监会联合下发通知，二套房贷款首付比降至四成。当年 8 月，住建部、财政部、央行联合发布通知，下调住房公积金个人住房贷款购房最低首付款比例，由 30% 降低至 20%。北京、上海、广州、深圳可在国家统一政策基础上，结合本地实际，自主决定申请住房公积金委托贷款购买第二套住房的最低首付款比例。2015 年上半年度，全国商品住宅销售面积为 44389 万平方米，同比增长 4.5%；商品住宅的待售面积为 42834 万平方米，同比增长 19.3%，去库存压力仍较大。

图表 8. 2005 年以来我国房地产新开工、施工、开发投资及销售增速情况



资料来源：Wind 资讯

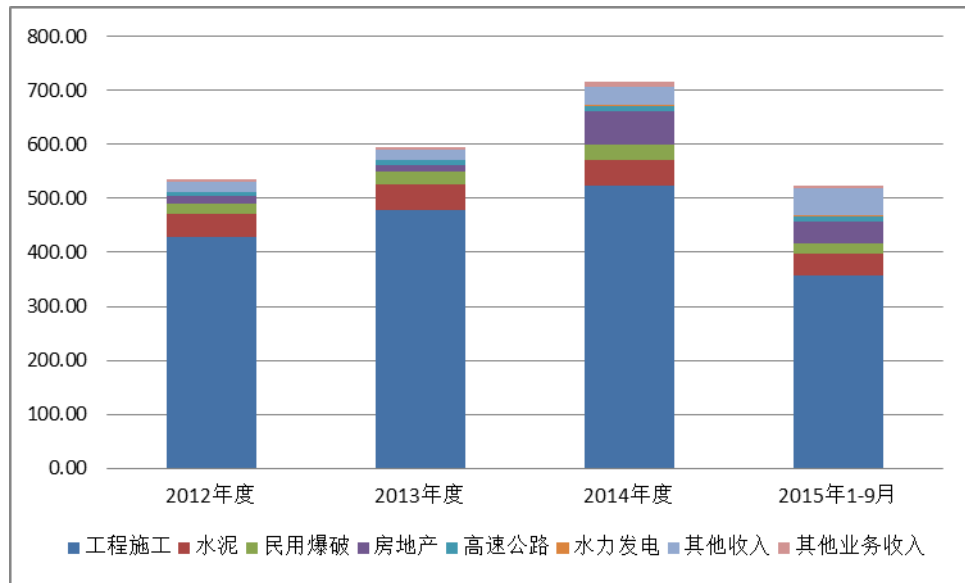
(二) 经营状况

该公司工程施工主业突出，近三年合同签约额持续增长，合同履行情况保持良好。在发展和突出主业的同时，公司与主业相关业务领域的投资、水泥、民爆等业务发展速度较快。公司具有较强的竞争优势，特别是在水利水电项目施工业务方面，但公司主业较易受经济周期波动影响，且国际工程承包业务所面临的风险及管理压力较大。

2012-2014 年，该公司分别实现营业收入 535.37 亿元、595.28 亿元和 716.05 亿元，呈增长态势。公司业务涉及：工程施工、水泥生产、民用爆破、投资业务、房地产、装备制造和环保等，从 2014 年收入构成看，前 5 项业务收入占公司营业收入的比例分别为 72.98%、6.96%、3.79%、1.61% 和 8.73%。其中，工程施工、房地产及水泥生产三项业务收入占公司营业收入的比重接近 90%，为公司营业收入最主要的组成部分。而装备制造、环保业务和金融业务为近年公司培育的新业务，目前收入规模尚小。

2015 年 1-9 月，该公司共实现营业收入 520.13 亿元，基本维持上年同期水平，其中房地产业务及其他业务收入增长较快，但工程施工业务收入有所下降。

图表 9. 2012 年以来公司营业收入构成 (单位: 亿元)



注: ①根据葛洲坝股份提供的数据绘制;
②投资业务收入包括高速公路运营和水力发电收入。

1. 工程施工

该公司所从事的工程施工业务涉及: 全过程或分项承包水利水电建设工程及航道、堤坊、桥梁、机场、输电线路等其他建筑工程的勘察设计 & 施工安装等, 并在水利水电工程施工方面优势突出。目前公司的水利水电建设工程业务主要由公司及中国葛洲坝集团国际工程有限公司 (简称“国际工程有限公司”) 等子公司⁷负责实施。

近三年该公司工程施工业务合同签约情况保持良好。2014 年度合同签约额为 1375.70 亿元, 较 2013 年增长 15.53%, 其中国内工程签约 807.56 亿元, 国际工程签约 568.14 亿元。截至 2014 年末, 公司在手订单数量超过 1000 个, 余额为 1212 亿元, 充足的业务订单为公司实现后期生产经营目标打下了良好基础。2014 年, 公司在继续巩固传统水利水电行业优势地位的同时, 非水电业务签约占比也稳步攀升, 在高速公路、燃煤电站、房建工程等方面中标签约了大量项目。全年水电合同和非水电合同签约分别占新签合同总额的 24.32% 和 75.68%, 工程施工业务种类的多元化拓展提升了公司的抗风险能力。2014 年度公司累计完成施工业务产值超过 520 亿元。2015 年 1-9 月, 公司新签合同金额为 1738.70 亿元, 同比大幅增长 77.42%。其中, 国内工程合同金额为 1072.99 亿元, 同比增长 90.78%; 国际工程合同金额为 665.71 亿元, 同比增长

⁷ 主要包括: 中国葛洲坝集团国际工程有限公司、葛洲坝集团基础工程有限公司、葛洲坝集团机电建设有限公司、葛洲坝集团第五工程有限公司、葛洲坝集团第二工程有限公司、葛洲坝集团第一工程有限公司、葛洲坝集团第六工程有限公司、葛洲坝第三工程有限公司、葛洲坝集团电力有限责任公司等。

59.41%。

图表 10. 公司 2012 年以来工程施工合同签约情况 (单位: 亿元)

区域	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年前三季度
国内工程	556.26	682.34	807.56	1072.99
国际工程	456.10	508.39	568.14	665.71
合计	1,012.36	1,190.73	1,375.70	1738.70

资料来源: 葛洲坝股份

2014年度, 该公司承建的各主要工程项目进展顺利, 履约情况总体良好。公司承建的溪洛渡和向家坝水电站、锦屏一级水电站全面投产发电, 参建的拉日铁路全线通车, 老挝会兰庞雅水电站下闸蓄水。当年度公司建设质量取得佳绩, 并获得业主和政府表彰247份, 同比增长17%。

近年来, 该公司大规模拓展国际业务, 目前拥有海外分支机构100多个, 业务覆盖超过100个国家与地区, 已形成了较为完善的全球市场布局。受此影响, 国际工程项目的数量逐年增加。2014年及2015年1-9月, 新签国际工程承包合同分别为568.14亿元和665.71亿元, 同比增速达11.75%和136.76%。其中规模较大的项目主要包括巴基斯坦N-J水电工程项目、阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目⁸、安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目⁹和喀麦隆 Nyong河Mouila Mogue 水电站EPC项目等。2013年, 公司承建的巴基斯坦N-J水电工程项目如期实现节点目标; 2014年7月, 阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目完成融资协议的签署, 将进入实施阶段。随业务国际化进程的加快, 公司工程管理难度加大。此外, 公司项目所在地的政治、经济环境等的波动, 也可能对项目的履约造成一定负面影响¹⁰。

近年来, 该公司积极参与BT/PPP项目投资。目前规模较大的项目

⁸ 该公司、阿根廷 ElectroingenieriaSA、HidrocuvoSA 三家公司按 54%、36%和 10%的份额组成的联营体, 与阿根廷联邦计划、公共投资和服务部签订了阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目合同。合同金额为 287.82 亿元, 由公司和 Electroingenieria SA 按 60%和 40%的份额完成。自开工日以业主正式发布开工令为准, 开工后 66 个月内完工。

⁹ 该公司、BOREAL INVESTMENTS LIMITED(简称“及 CGGC&NIARA-HOLDINGLDA 三家公司组成的联营体与安哥拉能源水利部宽扎河中游开发办公室签订了安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目。联营体中, 公司占比为 60%, BOREAL INVESTMENTS LIMITED 占比为 37.5%, CGGC&NIARA-HOLDINGLDA 占比为 2.5%。项目总金额为 281.44 亿元, 开工日以业主正式发布开工令为准, 开工后 80 个月内完工。

¹⁰ 2011年年初, 该公司利比亚7300套房建工程施工项目因政治风险遭受损失, 公司撤离在利比亚所有人员, 并暂停经营活动。截至2014年末, 该项目已完工未结算款约为3.18亿元人民币, 目前尚未复工。因缅甸国内局势的影响, 公司承接的密松水电站等项目已经停工, 在缅甸境内人员已全部撤离。该合同金额约为10亿元, 截至2014年末, 公司工程施工已完工未结算款约为878.79万元, 计提资产减值准备878.79万元。因南北苏丹问题, 公司苏丹麦洛维项目部于2012年10月收到业主《终止MIP-PC1合同的通知》并开始启动清算工作。该合同金额约为24亿元, 截至2014年末, 该项目工程施工已完工未结算款约为2456.92万元, 计提资产减值准备1597.27万元。

主要有六盘水市机场高速公路项目、苏州中环快速路项目、福建连江县可门港工业园区二期项目、重庆三环高速公路项目、贵阳综合保税区建设项目和盘县保障房及市政工程。其中，贵阳综合保税区建设项目主要是由公司与贵阳综合保税区管委会以PPP模式合作投资建设贵阳综合保税区部分基础设施项目，投资金额为130亿元，房建约占25%、市政约占25%、土地一级开发约占50%。BT/PPP项目投资有助于带动施工业务增长、提高整体收益率，但建设期的大规模垫资可能增加公司的资金压力。

2. 水泥业务

该公司是国内主要的特种水泥生产企业之一，为我国水利水电工程的主要水泥供应商。2012年公司通过设立葛洲坝集团水泥有限公司（简称“水泥公司”）¹¹，理顺水泥板块的投资管理体制，提高了水泥业务的经营效率。

借助湖北省水泥产业整合的机遇，该公司加大了水泥产业扩张的力度。公司共投资兴建了宜昌当阳、汉川、潜江、襄樊宜城、老河口和咸宁嘉鱼六条水泥生产线，并于2012年完成了对湖北松滋双七水泥公司的收购，获得了2500吨/天新型干法水泥生产线及4.50兆瓦余热发电装置等资产。2013年，公司通过异地技改，推进环保节能型水泥生产线建设；继续加大并购重组，并购了一批商业混凝土站，介入骨料生产领域；发展矿渣利用技术，生产新型环保建筑材料；利用水泥窑协同垃圾处理技术，以获得新的商机和经济增长点。2014年，公司完成了对湖北钟厦水泥有限责任公司（简称“钟厦水泥”）和湖南石门特种水泥有限公司（简称“石门水泥”）的并购重组，分别增加产能280万吨和100万吨。截至2014年末，公司已在湖北钟祥、老河口、当阳、荆门、嘉鱼、宜城、兴山、松滋及湖南石门拥有水泥生产线16条，水泥产能为2500万吨/年，产能排全国第18位，特种水泥年产量为100万吨，位列全国第一。2014年度公司水泥业务实现收入49.85亿元，同比增长4.85%。2015年1-9月公司销售水泥1390.51万吨，同比略有增长，但受水泥价格下跌影响，收入同比下降2.95%至40.98亿元。

¹¹ 公司以原持有的葛洲坝荆门水泥有限公司、葛洲坝潜江水泥有限公司、葛洲坝应城水泥有限公司、葛洲坝襄阳水泥有限责任公司、葛洲坝枣阳水泥有限公司、葛洲坝武汉水泥有限公司、葛洲坝当阳水泥有限公司、葛洲坝老河口水泥有限公司、葛洲坝兴山水泥有限公司、葛洲坝嘉鱼水泥有限公司、葛洲坝宜城水泥有限公司、葛洲坝汉川汉电水泥有限公司12家水泥公司的股权以及部分现金出资设立水泥公司。出资完成后，公司不再直接持有上述12家公司的股权。

图表 11. 公司 2012 年以来水泥业务产能及产销量情况 (单位: 万吨)

	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年前三季度
产能	2,100.00	2,100.00	2,500.00	2,200.00 ¹²
产量	1,525.49	1,702.16	1,805.00	1,153.68
销量	1,520.16	1,840.93	1,894.58	1,390.51

注: 根据葛洲坝股份提供的资料编制

3. 民爆业务

该公司的民爆业务主要依托下属葛洲坝易普力股份有限公司(简称“易普力公司”)进行。近年来,易普力公司通过并购方式控股了重庆、湖北、湖南、四川、宁夏和山东等地的部分民爆企业,促使民爆业务迅速发展。而国家对民爆行业的监管力度不断加大,行业准入门槛不断提高,也为公司民爆业务的发展提供了良好的外部环境。经过横向整合和新建产能,易普力公司进一步巩固了在湖北、湖南和西南地区民爆的市场地位,同时完善了炸药生产、销售、配送和爆破服务的产业链。

图表 12. 公司 2012 年以来民爆业务产能及产销量情况 (单位: 万吨)

	2012 年度	2013 年度	2014 年度
凭照产能	20.00	20.00	23.55
产量	16.82	19.36	20.96
销量	16.82	19.36	20.96

注: 根据葛洲坝股份提供的资料编制

近年来,易普力公司收购了山东泰山民爆器材有限公司¹³(简称“泰山民爆”),建设了年产 0.40 万吨的混装乳化炸药生产系统,并将胶状乳化炸药生产线扩能至 1.50 万吨/年。2014 年,易普力公司完成了对宁夏天长民爆器材有限公司¹⁴(简称“天长民爆”)的并购重组,公司产能进一步扩大。截至 2014 年末,公司的工业炸药产能达到 23.55 万吨/年,位列行业第四,工业雷管生产许可能力 1.28 亿发。同时,易普力公司加强技术研发,2014 年获得专利授权 62 项。2014 年度,公司炸药产量延续了增长的趋势,实现工业炸药销售 20.96 万吨、工业雷管销售 0.59 亿发,实现民爆业务收入 27.12 亿元,较 2013 年增长 20.36%。2015 年 1-9 月,公司实现民爆业务收入 19.61 亿元,基本维持上年同期水平。截至 2015 年 9 月末,公司工程合同储备超过 300 亿元,为后期民爆业

¹² 报告中 2015 年前三季度产能数据已年化。

¹³ 泰山民爆是国家定点生产民用爆破器材的企业,主要从事雷管和导爆管的生产。易普力公司 2012 年以定向增发方式收购泰山民爆,持有其 52.77% 的股权。

¹⁴ 天长民爆拥有工业炸药生产许可能力 2.45 万吨、工业雷管生产许可能力 3300 万发,截至 2014 年末易普力公司持有其 50.00% 的股权,并将其纳入合并。

务开展打下了基础。

除了国内业务，该公司持续开拓国际民爆市场。依托现有的利比里亚邦矿项目，易普力公司与项目业主签订了 10 年期的混装乳化炸药供应合同；投资的利比里亚矿业服务公司现场混装炸药生产系统已建设完成，为深耕利比里亚及周边国际市场奠定了基础。此外，公司还设立了易普力香港全资子公司，为易普力公司稳健开展海外投资业务，合理进行税务筹划及开展国际贸易提供便利。

4. 投资业务

该公司投资业务主要涉及高速公路运营、水力发电和金融股权投资等。2013 年，公司重新划分了业务板块，对投资业务进行了整合，成立了中国葛洲坝集团投资控股有限公司，由其全面管理高速公路、水力发电和金融股权等资产。

(1) 高速公路

目前，该公司高速公路业务主要涉及襄荆高速公路、大广北高速公路湖北北段和内遂高速公路三条高速公路，分别由下属子公司湖北襄荆高速公路有限责任公司、湖北大广北高速公路有限责任公司和葛洲坝集团四川内遂高速公路有限公司建设和运营。2014 年，襄荆高速收入平稳，内遂高速和大广北高速的车流量均有不同程度增加，公司高速公路业务共实现收入 9.33 亿元，较上年增长 4.32%。目前，高速公路业务已能够成为公司长期稳定的现金流来源和利润增长来源。

襄荆高速公路是湖北省高速公路大三角主骨架的重要组成部分，全长 185 公里，该公司收费年限为 2006 年 6 月 1 日至 2035 年 12 月 31 日。2014 年襄荆高速公路实现通行费收入 4.53 亿元，较 2013 年增加 0.10 亿元；实现净利润 1.24 亿元，较 2013 年减少 0.29 亿元。

大广北高速公路湖北北段全长 147 公里，总投资 54.48 亿元，项目于 2009 年 4 月 17 日通车，该公司收费年限为 2009 年 4 月 1 日至 2039 年 3 月 31 日。2010 年大广北高速公路顺利实现了与武英公路、麻武公路、鄂东长江公路大桥三次大联通，并在联通后升级了收费系统，车流量及收费额得到了较大提升。2014 年大广北高速公路湖北北段实现通行费收入 3.25 亿元，较 2013 年增加 0.33 亿元；当年净亏损 0.85 亿元、较 2012 年减少 0.35 亿元，亏损面收窄。

内遂高速公路全长 120.47 公里，总投资约为 60.68 亿元，项目于 2012 年 5 月 9 日通车，内遂高速公路管理中心及全线九个收费站投入

运营，该公司收费年限为 2012 年 5 月 9 日至 2039 年 5 月 9 日。2014 年内遂高速公路实现通行费收入 1.47 亿元，当年净亏损 2.32 亿元。

该公司于 2015 年上半年成立公路事业部，对湖北襄荆高速公路、湖北大广北高速公路和四川内遂高速公路等 3 条高速公路进行集约管理，提高整体盈利能力。2015 年 1-9 月，公司实现收入 8.39 亿元，同比增长 21.15%。

此外，该公司以现金 16 亿元出资参股了沪汉蓉铁路湖北有限责任公司（简称“沪汉蓉公司”），参股比例为 10.11%。沪汉蓉公司主要负责全长 448.10 公里的沪汉蓉铁路湖北段的投资建设，具体包括合（肥）武（汉）铁路湖北段和（武）汉宜（昌）铁路两段。其中合武铁路湖北段于 2009 年开通；汉宜铁路于 2012 年 7 月正式通车。沪汉蓉铁路是连接上海、南京、合肥、武汉、重庆和成都等长江流域主要城市的重要铁路，覆盖人口多，正常运营后客流量预计有保障。2012 年，公司出资 4.82 亿元参股了江碁高速公司，参股比例为 40.00%。公司以 EPC+BOT 方式参与重庆三环高速公路江津至碁江段项目的投资¹⁵。该项目路线全长 47.68 公里，总投资估算 48.20 亿元，项目于 2012 年开工，预计 2016 年实现通车。

（2）水力发电

该公司的水力发电业务主要依托下属全资或参股的电厂进行。公司运营的水电站主要有湖北南河过渡湾电站（2.55 万 KW¹⁶）、重庆大溪河鱼跳水电站（4.80 万 KW）、湖北南河寺坪水电站（6 万 KW）、湖北张家界木龙滩水电站（1.50 万 KW）、鱼泉水电站（1.60 万 KW）和恩施云龙河水电站（4 万 KW），此外，公司控股投资的新疆阿克牙孜河斯木塔斯水电站项目于 2009 年开工，设计总装机容量 11 万 KW，2014 年已经正式投入试运营。

2014 年，受降雨量增加的影响，该公司发电量大幅增加，水力发电业务的盈利能力也较上年上升。当年公司发电量为 7.05 亿千瓦，售电量 6.89 亿千瓦；实现营业收入 2.23 亿元，同比增长 70.37%。2015 年主要受益于新疆阿克牙孜河斯木塔斯水电站项目的运营，1-9 月公司实现收入 2.37 亿元，同比增长 58.70%。

（3）其他投资

¹⁵ 该公司获得重庆三环高速公路江津至碁江段项目 31.82 亿元 EPC 总承包施工合同。

¹⁶ “KW”代表“千瓦”，“MW”代表“兆瓦”，1MW=1000KW。

该公司投资的利比里亚邦矿重油电站项目一期已于 2014 年 3 月投入运营，装机 2.3 万 KW，项目二期正在推进中，预计于 2016 年底投产发电。该项目位于利比里亚首都蒙罗维亚东北方向的中部邦州西南地区，总装机容量为 17.40 万 KW，总投资额为 9.91 亿元人民币。经测算，项目全投资内部收益率为 13.50%，投资回收期（含建设期）为 9.70 年。另外，2014 年，公司以 4.72 亿元收购了凯丹水务国际集团（香港）有限公司¹⁷75%的股权，并于 2015 年 3 月 4 日完成收购款支付和股权交割，为拓展水务领域奠定了基础。

5. 房地产业务

该公司控股股东是国务院国资委批准开展房地产业务的中央直属企业之一。公司房地产开发业务由下属子公司中国葛洲坝集团房地产开发有限公司和中国葛洲坝集团置业有限公司¹⁸经营管理。2010 年开始，公司房地产业务从宜昌、武汉两地逐步扩展至海南、北京、上海及重庆等湖北省外地区，形成了新的战略布局，收入规模也随开发规模的扩大扩大。2012-2014 年及 2015 年 1-9 月，公司房地产业务分别实现收入 13.45 亿元、12.55 亿元、62.54 亿元和 40.33 亿元，2014 年同比增长 398.16%，增长主要是由于当年公司开发的葛洲坝上海臻园项目多层区域和北京紫郡府项目南区交付使用，达到收入确认的条件。

该公司房地产项目开发原以自主开发为主，后随着业务规模的扩大，部分项目也采取合作开发的形式，合作方包括融创和绿城等。截至 2015 年 9 月末，公司在全国范围内共有 17 个重点开发项目，其中 12 个控股项目含土地成本在内的总投资合计 309.92 亿元，截至 2015 年 9 月末公司累计已投入 220.83 亿元（如图表 13 所示）。截至 2015 年 9 月末，该些参控股项目公司已回笼资金 118.63 亿元，后续预计至少还可取得 700 亿元左右的销售款。

¹⁷ 凯丹水务国际集团（香港）有限公司经营范围为城镇供水、城镇污水处理、工业污水处理、中水回用等，及与投资业务有关的咨询服务。目前其分别在天津、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。

¹⁸ 经公司第五届董事会第二十五次会议审议通过，该公司全资子公司葛洲坝海集房地产开发有限公司吸收合并该公司全资子公司湖北武汉葛洲坝实业有限公司，合并完成后，葛洲坝海集房地产开发有限公司作为存续公司，更名为“中国葛洲坝集团置业有限公司”。

图表 13. 公司主要房地产开发项目情况

项目名称	所在地	总投资 (亿元)	投资比 例(%)	建筑面积(万 平方米)	已投入金 额(亿元)	开工时间	预售时间	已销售面 积(万平 方米)	已回笼资金 (亿元)
葛洲坝国际 广场北区	武汉	23.04	100	23.48	23.05	2009.06	2010.03	23.10	29.76
葛洲坝城市 花园	武汉	26.68	100	14.84	17.61	2013.07	2015.06	2.21	2.72
葛洲坝世纪 花园	武汉	34.46	100	47.56	37.58	2008.03	2009.09	34.90	21.47
葛洲坝太阳 城	武汉	5.10	100	17.70	4.86	2012.04	2012.11	7.84	2.88
葛洲坝光谷 大厦	武汉	3.36	100	4.19	2.44	2014.06	—	4.19	0.90
重庆微客公 馆	重庆	3.44	43	7.60	1.75	2014.04	2015.08	0.64	0.09
新疆伊犁润 景国际	伊犁州	8.74	72.4	11.62	4.66	2013.04	2014.07	3.08	0.53
新疆葛洲坝 总部大厦	乌鲁木 齐	4.01	72.4	4.50	4.04	2011.04	2012.07	3.87	2.62
北京绿城-京 杭广场	北京	45.85	51	28	35.85	2011.08	2013.03	6.18	15.52
北京葛洲坝 大厦	北京	23.28	100	11.27	17.32	2012.07	—	—	—
海南海棠福 湾	三亚	91.28	100	30.42	44.16	2013.01	2014.04	0.24	0.5
上海紫苑	上海	40.68	100	16.77	27.51	2014.09	2015.08	0.011	0.07
控股合计		309.92		217.95	220.83			86.261	77.06
葛洲坝融 创·欧麓花园 城	重庆	144.75	49	154.00	36.32	2014.03	2014.09	14.90	6.54
重庆悦来项 目	重庆	126.76	49	144.18	36.50	2014.12	2015.05	10.09	2.85
北京西宸原 著	北京	71.45	50	15.67	42.18	2014.09	2015.6.1 1	6.62	17.32
北京金茂逸 墅	北京	63.98	49	25.92	33.45	2015.02	2015.5.1 3	1.28	14.86
广州广钢二 期	广州	74.32	49	23.78	37.65	2015.09	—	—	—
参股合计		481.26		363.55	186.1			32.89	41.57
合计		791.18		581.5	406.93			119.151	118.63

注：①资料来源：葛洲坝股份（截至 2015 年 9 月末）；

②总投资包含土地出让金；北京通州绿城-京杭广场、上海绿城·臻园和重庆悦来等联合开发项目的总投资还包括合作方出资。

③该公司房地产项目多分期开发，总投资、投资额、计划投入金额为多期滚动投入的合计数。项目的已投入金额、已完成投资均为累计投入数，未抵扣项目已销售部分所对应的投入资金。

2013 年以来，该公司先后与融创中国控股有限公司、龙湖地产有限公司和方兴地产（中国）有限公司合作开发葛洲坝融创·欧麓花园城、重庆悦来、北京西宸原著、北京金茂逸墅和广州广钢二期 5 个房地产项目，公司按权益承担出资 236.53 亿元，前期投入以现金分红形式回笼。

具体而言，葛洲坝融创·欧麓花园城项目计划分七期进行开发，截至 2015 年 9 月末项目公司已回笼少量资金，但后续资金投入量仍然较大。北京西宸原著、北京金茂逸墅和重庆悦来项目的土地使用权均在 2014 年内取得，土地出让金合计 98.74 亿元，其中公司承担约 48.74 亿元。截至目前，北京西宸原著、重庆悦来项目及北京金茂逸墅均已开工建设，后续资金需求较大。广州广钢二期总建筑面积为 23.78 万平方米，截至 9 月末已投入 37.65 亿元，项目已于 2015 年 9 月正式开工建设，建成后预计可实现回笼资金 91.00 亿元。

此外，该公司在上海、武汉、南京和合肥尚有 6 个拟开发项目，项目土地出让金合计超过 70 亿元，均为控股项目。总体而言，公司房地产业务的后续投资规模较大，而公司目前存量房源不多，后续现金流入将主要来源于新开盘项目。但在当前相对不利的市场环境下，项目销售情况若不达预期或售房款未及时回笼，公司房地产业务的资金压力或将上升。

在土地储备方面，近年以来该公司先后在重庆、武汉、上海和北京等地竞得多处地块，截至 2015 年 9 月末土地储备合计 43.83 万平方米；地上建筑面积合计 116.96 万平方米。

6. 装备制造

该公司通过对下属子公司中国葛洲坝集团机械船舶有限公司（简称“机船公司”）改革重组，推进装备制造业务的开展。机船公司与民营资本合资设立葛洲坝能源重工有限公司¹⁹（简称“能源重工”），进入高端装备制造和分布式能源领域。2014 年是能源重工设立后运行的第一年，实现签约 14 亿元，实现收入 1.74 亿元。当年度公司签订了肯尼亚阿西河 81 千瓦重油发电厂工程项目柴油发电机组、锅炉、汽轮机及其辅助设备供货合同和运行维护合同，该项目为能源重工东非及非洲市场的拓展打下了基础。目前项目已安装完毕，正在调试过程中，调试合格后，10 年的运行维护合同将正式开始实施。2015 年 2 月，能源重工与德国 MAN 公司签订了合作协议，后续将在全球电站项目上加强合作。具体在中国市场上，公司将开始推介德国 MAN 公司的双燃料和燃气机产品、核电站应急柴油机组产品。另外，公司通过增资方式在机船公司基础上控股成

¹⁹ 该公司对葛洲坝能源重工有限公司的持股比例为 51%。能源重工主要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。主营的燃气发电机组单机功率范从 250KW-18000KW，覆盖了高速机、中速机两大主流领域，广泛应用于商业中心、垃圾填埋厂、畜牧养殖厂、污水处理、油田开采领域以及煤矿瓦斯气等。能源重工主要通过 MAN 及 Wartsila 产品为代表的重油发电机组巩固海外市场；作为船机辅助动力，进一步拓展中国海河船机市场，并积极将 MTU、Cummins、Perkins 等柴油发电机组推向市场。

立了新的葛洲坝机械工业有限公司，并将其打造为公司高端装备配套生产基地。目前其发电机组生产车间改造已接近尾声，实现了分布式能源发电机组组装调试的自主化和标准化、工序化生产。

7. 环保业务

环保业务方面，2013年11月，该公司与武汉理工大产业集团有限公司共同出资设立葛洲坝武汉道路材料有限公司（简称“道路材料公司”）²⁰，主要负责公司道路新材料业务。2014年，公司以4.72亿元收购了凯丹水务国际集团（香港）有限公司²¹75%的股权，并于2015年3月4日完成收购款支付和股权交割，为拓展水务领域奠定了基础。2014年底，公司通过出资设立葛洲坝中材洁新（武汉）科技有限公司²²及并购湖北中固科技股份有限公司²³（简称“中固科技”）进入固废处理和污水、污泥处理行业。另外，公司于2014年10月成立了中国葛洲坝集团绿园科技有限公司（简称“绿园科技”），其将致力于污水、污泥、污染土壤的治理，固废处理，环保等业务，为公司重要的环保平台。2015年，绿园科技与大连环嘉集团签署了合作协议，共同出资设立葛洲坝环嘉再生资源有限公司²⁴。

8. 金融业务

金融业务方面，2014年该公司在上海自贸区设立了中国葛洲坝集团融资租赁有限公司（简称“租赁公司”），公司金融业务将主要通过租赁公司和财务公司开展。2015年1-9月，财务公司营业收入同比实现大幅增长；同期租赁公司完成全年融资计划的70%，有效降低了企业融资成本。另外，公司计划通过与金融机构合作设立3家基金公司²⁵，为新兴高端业务提供资金支持。

²⁰ 该公司对葛洲坝武汉道路材料有限公司的持股比例为55%。道路材料公司主要开展固体废物资源化综合利用产品与道路材料的研发、生产、销售。

²¹ 凯丹水务国际集团（香港）有限公司经营范围为城镇供水、城镇污水处理、工业污水处理、中水回用等，及与投资业务有关的咨询服务。目前其分别在天津、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。

²² 中材洁新正在积极推进首个垃圾处理项目，结合公司水泥窑新型干法预分解技术，进行原料处理和高温煅烧，确保生活垃圾“无害化、减量化、资源化”处置。

²³ 中固科技拥有两项专利技术，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”。

²⁴ 葛洲坝环嘉再生资源有限公司注册资本为10亿元，绿源科技以货币出资5.5亿元，持股55%。

²⁵ 公司将分别与建信（北京）投资基金管理有限责任公司共同出资设立葛洲坝建信投资基金管理有限公司、与农银国际企业管理有限公司共同出资设立葛洲坝农银投资基金管理有限公司、与中证城市发展（深圳）产业投资基金管理有限公司共同出资设立中证葛洲坝城市发展（深圳）产业投资基金管理有限公司。

四、财务分析

近年来该公司收入规模持续扩张，除投资板块的水力发电业务外，其余业务盈利能力基本保持稳定，综合毛利率水平良好；加之，公司期间费用控制较合理，资产获利能力较强、运营效率尚佳。

该公司负债经营程度偏高，存在一定刚性债务偿付压力，尽管公司主业现金回笼有所放缓，但货币资金和可变现资产较充裕，总体偿债能力仍然较强。

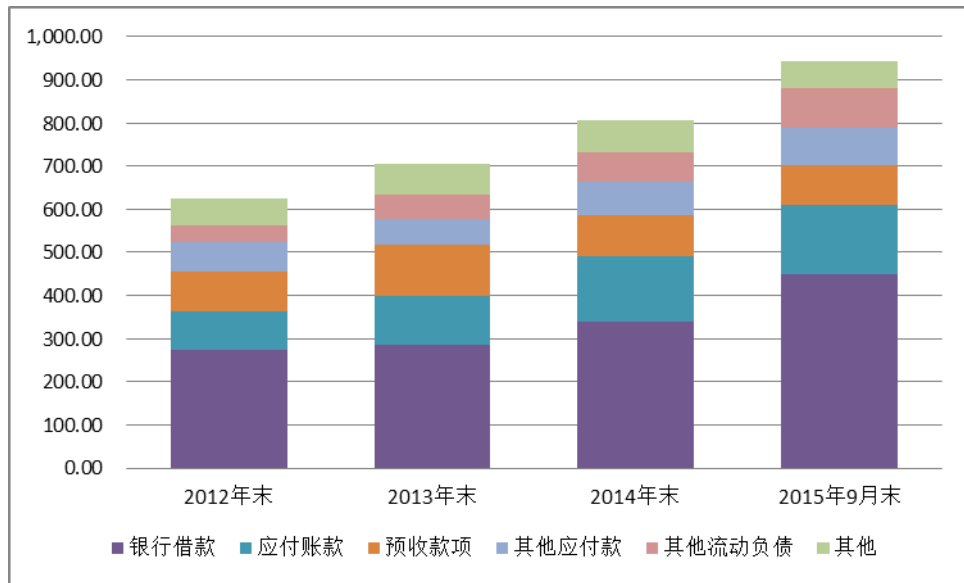
（一）债务分析

1. 债务结构

近年来，该公司工程施工类业务在建项目的大幅增加，以及水泥、房地产、高速公路等业务的扩张，使公司资金需求加大，负债规模呈上升趋势。2012-2014 年末，公司负债总额分别为 624.60 亿元、704.53 亿元和 807.42 亿元，资产负债率分别为 81.67%、81.61%和 76.97%，公司负债经营程度偏高。

该公司负债主要由银行借款，与工程施工业务有关的应付账款、预收款项、其他应付款以及其他流动负债构成。2014 年末公司银行借款余额为 338.13 亿元，主要由长期借款构成；应付账款和其他应付款余额共计 233.33 亿元，主要由应付工程进度款、分包项目的质保金及应付长期资产采购款等构成，大多具有一定的支付弹性；预收款项余额为 93.48 亿元，主要为已收但尚未办理竣工结算的款项和预收的房地产项目销售款，将随着工程和商品房的交付使用而结转为收入，没有偿付压力；其他流动负债余额为 66.46 亿元，主要由公司应付短期融资券、吸收的存款和接受的委托贷款构成。公司的债务偿付压力主要来自银行借款和短期融资券等刚性债务，2014 年末余额为 401.59 亿元，较 2013 年末增长 17.84%。

图表 14. 公司 2012 年末以来负债构成 (单位: 亿元)



注: 根据葛洲坝股份 2012-2014 年连审审计报告及经审阅的 2015 年前三季度财务数据绘制

从负债期限结构看, 2012-2014 年末, 该公司长短期债务比分别为 58.55%、57.98%、48.00%, 近两年债务呈现一定的短期化趋势。但流动负债中短期刚性债务占比较低, 2014 年末余额为 170.00 亿元, 仅占流动负债的 31.31%, 公司短期刚性偿债压力相对较小。

2015 年 9 月末, 该公司负债总额进一步上升至 944.16 亿元, 增长主要来自于银行借款的增加, 期末公司资产负债率为 78.38%, 较年初相比略有增长, 增长主要来自银行借款的增加。

2. 公司借款与应付债券情况

2014 年末, 该公司银行借款总额为 338.12 亿元, 其中长期借款为 212.30 亿元, 占借款总额的 62.79%; 短期借款 (含一年内到期的长期借款) 年末余额为 125.83 亿元, 占借款总额的 37.21%。

从借款方式看, 信用借款是该公司融资的主要方式, 2014 年末分别占借款总额的 58.25%。从借款主体看, 公司本部为融资的重要主体, 2014 年末公司本部借款余额为 170.83 亿元, 占借款总额的 50.52%。从借款的用途看, 借款主要用于补充工程施工业务的流动资金, 以及房地产项目建设和水泥、民爆扩张等。

图表 15. 公司 2014 年末银行借款情况 (单位: 亿元)

借款类别	短期借款	一年内到期的 长期借款	长期借款	合计
信用借款	68.12	29.50	99.32	196.94
保证借款	11.22	6.24	26.24	43.7
质押借款	2.84	1.5	54.90	59.24
抵押借款	-	6.4	31.84	38.24
合计	82.18	43.64	212.30	338.12

资料来源: 根据葛洲坝股份提供的资料整理

该公司融资渠道较为通畅, 除银行借款外, 自 2005 年起还发行了短期融资券、超短期融资券、中期票据以及分离交易可转债等多种、多期债券, 有利于融资成本的控制。截至 2015 年 9 月末, 公司待偿还超短期融资券本金余额为 20.00 亿元, 待偿还短期融资券本金余额为 15 亿元, 待偿还中期票据本金余额为 16.50 亿元。

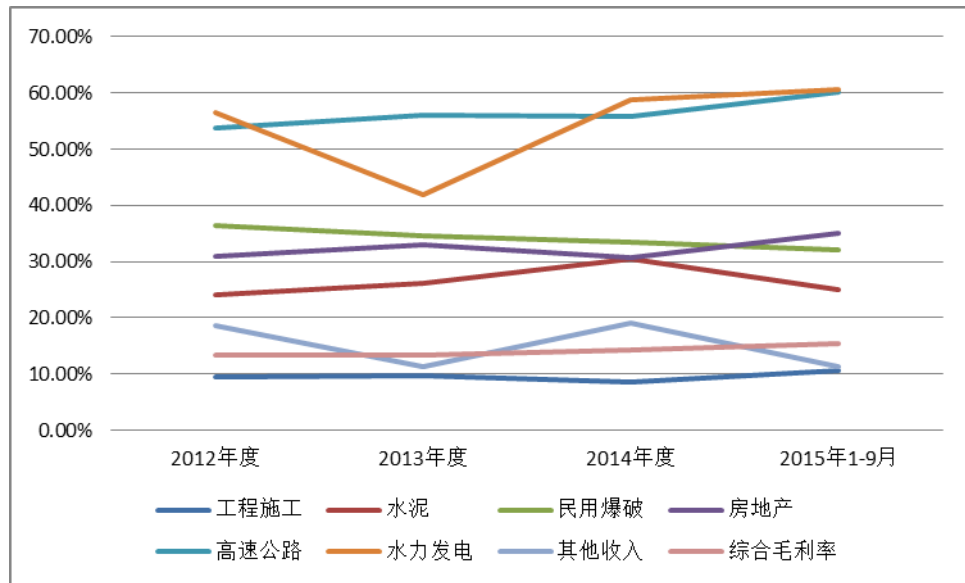
3. 或有负债

截至 2015 年 9 月末, 该公司对外担保余额为 3.2 亿元, 担保对象为联营企业江碁高速公司。江碁高速公司主要负责重庆三环高速公路江津至碁江段项目建设, 2014 年末的资产总额为 25.91 亿元, 目前经营稳定。

(二) 盈利性分析

2012-2014 年, 该公司分别实现营业收入 535.37 亿元、595.28 亿元和 716.05 亿元, 呈增长态势。公司 2014 年度综合毛利率为 14.27%, 较 2013 年相比有所增长。就各具体业务而言, 2014 年度公司各类业务中, 投资业务板块的水力发电运营毛利率最高, 高速公路其次, 之后依次为民用爆破、房地产和水泥业务, 工程施工毛利率最低 (见图表 16)。从变动情况看, 受益于降雨量增加, 2014 年公司水力发电业务毛利率较 2013 年明显上升; 其他业务盈利能力基本保持稳定。

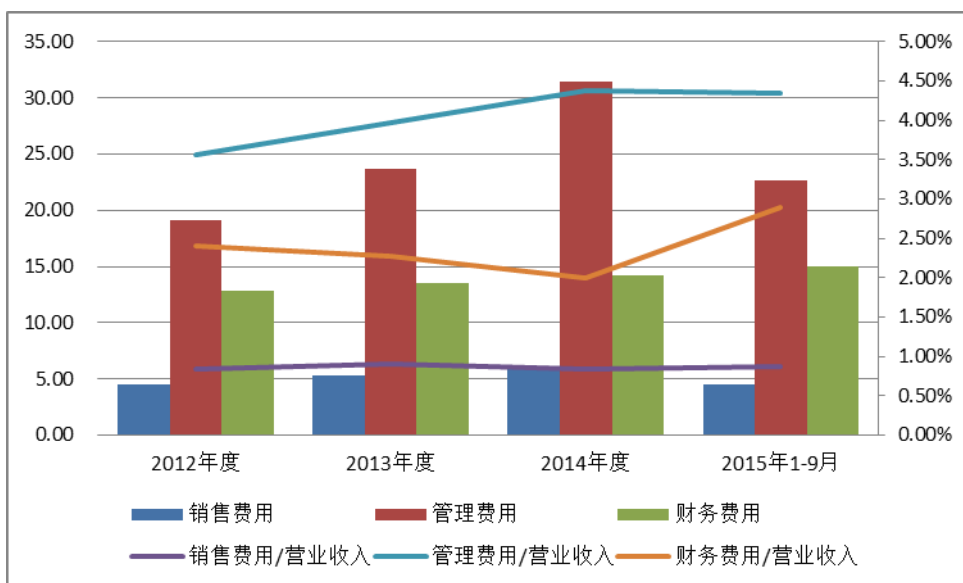
图表 16. 2012 年以来公司毛利率变动情况 (单位: %)



注: 根据葛洲坝股份提供的数据计算、绘制

该公司期间费用中管理费用和财务费用的占比较大。随着经营规模的扩大, 公司各项期间费用出现不同程度的增长, 尤以管理费用增长较快。公司管理费用主要包括职工薪酬、折旧与摊销、研究与开发、办公与差旅费等。2014 年公司管理费用较 2013 年增长 32.84%, 主要是公司加大了研发支出以及规模扩大导致费用相应增加。另外, 公司借款规模较大, 财务费用易受利率波动影响, 从而对盈利造成影响。总体看, 近三年公司期间费用与营业收入的比重维持在 6%~7%之间, 基本稳定, 且处于相对低的水平。

图表 17. 2012 年以来公司期间费用变化情况 (单位: 亿元, %)



注: 根据葛洲坝股份 2012-2014 年连审审计报告及经审阅的 2015 年前三季度财务数据绘制

2014年，该公司实现投资收益2.48亿元，较2013年大幅度上升，主要来自于金融资产的处置收益。此外，公司还可获得增值税返还、财政拨款等形式的政府补助。2014年，公司获得的政府补助共计2.41亿元，为其利润总额提供一定补充。另外，受对土地使用权和采矿权处置的影响，公司当期营业外收入同比增长52.08%，至4.21亿元。

随着工程施工、水泥生产、民用爆破和房地产几类业务经营规模的不断扩张，该公司盈利规模扩大，资产盈利情况也维持在较高水平。受益于营业收入规模的扩大、以及投资收益和营业外收入的上升，2014年公司实现净利润28.03亿元（其中归属于母公司所有者的净利润21.29亿元），较2013年增长49.87%；净资产收益率和总资产报酬率分别为14.01%和5.26%，均处于较好水平。

该公司经营性资产的运营效率尚佳，2014年应收账款周转速度、存货周转速度、固定资产周转速度和总资产周转速度分别为6.52次、2.39次、6.51次和0.75次。其中，固定资产周转速度、总资产周转速度及应收账款周转均处于较好水平。存货周转速度欠佳，主要是由于公司水利水电施工业务生产周期长、施工成本挂账金额大，房地产业务开发周期长等经营特点所致。

2015年1-9月，该公司实现营业收入520.13亿元，同比增长0.30%；综合毛利率为15.52%，较上年同期有所提高。当期公司实现净利润23.35亿元，同比增长14.41%。

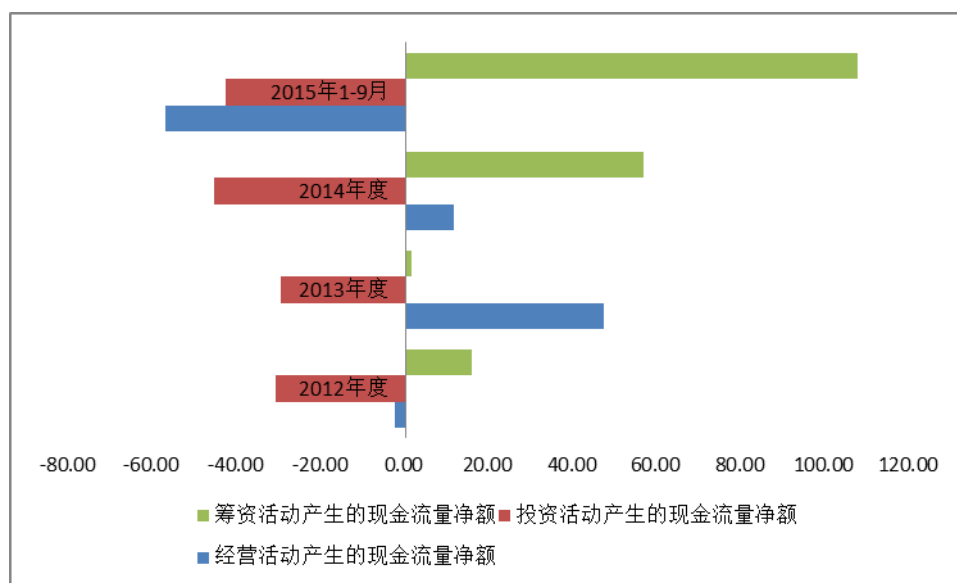
（三）现金流分析

该公司工程施工业务承接的多为大型水利水电项目，业主支付能力较强，一般能够按照合同根据施工进度支付工程款；高速公路业务基本为现金收入；而公司的特种水泥和民爆产品销售现金回笼情况较好。总体看，公司现金回笼情况较好，但近年回笼速度有放缓。2012-2014年及2015年1-9月，公司营业收入现金率分别为95.29%、93.00%、84.57%和81.96%。2014年以来营业收入现金率有所下降，主要是由于公司结转的房地产项目收入同比增幅较大，但对应的销售款已在之前年度回笼所致。

2012-2014年及2015年1-9月，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2.66亿元、46.98亿元、11.46亿元和-57.36亿元，存在一定波动。其中，2012年主要受当期购买商品、接受劳务支付的款项增加，以及预收工程款大幅减少的影响，经营环节现金转为净流出状态；2013

年主要受当期购买商品、接受劳务支付的款项下降、以及房地产项目预收款增加影响，经营环节重新实现较大规模的现金净流入。2014年，主要受营业收入现金率下降、以及房地产开发投入和支付的其他往来款增加的影响，公司经营环节净流入量大幅下降。2015年1-9月公司经营现金净流出规模较大主要是由于当期房地产业务支付土地出让金规模较大造成。

图表 18. 2012 年以来公司现金流量总体状况 (单位: 亿元)



注：根据葛洲坝股份 2012-2014 年连审审计报告及经审阅的 2015 年前三季度财务数据绘制

近年，该公司投资活动现金主要用于了办公建筑物的建设、机器与交通设备的更新，以及股权投资。2012-2014 年及 2015 年 1-9 月公司投资活动产生的现金净流出量分别为 30.85 亿元、29.67 亿元、45.64 亿元和 42.86 亿元。2014 年及 2015 年 1-9 月净流出规模较大，分别由于公司对联营企业的投资有所增加、公司在建项目投入增加造成。在经营性现金净流入难以覆盖投资性现金需求的情况下，公司主要通过外部融资来弥补资金缺口。2012-2014 年公司筹资活动产生的现金净流入量分别为 15.82 亿元、1.28 亿元和 56.63 亿元。2012-2013 年，公司银行借款及债券等融资净额较小，造成筹资活动现金净流入规模相对较小；2014 年，主要受非公开发行股票增加，公司当年筹资活动现金净流入量大幅增长。2015 年 1-9 月，受公司土地购买量及在建项目投入量较上年同期增加的影响，非筹资性现金净流出量增幅显著为 193.25% 至 100.22 亿元；为弥补资金缺口公司增加了融资额，当期筹资性现金净流入量同比增长 90.01% 至 107.37 亿元。

随着业务量的增加，该公司 EBITDA 持续增长，2012-2014 年分别

为 47.69 亿元、52.41 亿元、66.11 亿元。公司 EBITDA 对当期利息支出的覆盖程度较高，对刚性债务的保障程度一般。

图表 19. 公司 2012-2014 年现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.42	2.59	2.85
EBITDA/刚性债务(倍)	0.16	0.16	0.18
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-0.74	11.19	2.31
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-0.46	7.07	1.52

注：根据葛洲坝股份 2012-2014 年连审审计报告数据整理

(四) 资产质量分析

2011 年以来，主要受益于持续的经营积累，该公司资本实力不断增强，2013 年末所有者权益达到 158.76 亿元。2014 年，公司实施非公开发行，募集资金 39.71 亿元，资本实力进一步增强，截至年末的所有者权益进一步增长至 241.59 亿元。此外，由于公司持有有一定数量的上市公司股权²⁶，并主要按公允价值反映在可供出售金融资产科目，造成公司期末所有者权益的数值除受当年度经营情况影响外，还受到这些上市公司股权价格波动的影响。

2014 年末，该公司总资产为 1049.00 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 59.72%和 40.28%。从流动资产的构成看，公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款、预付款项以及应收账款构成（如图表 20 所示）。其中，存货主要为房地产开发产品、开发成本及建造合同已完工未结算资产和原材料等；其他应收款主要为应收代垫款²⁷和保证金等，2014 年末余额较 2013 年末增长 99.09%，主要是房地产公司向合营企业、联营企业借款增加所致。2014 年末公司流动比率、速动比率分别为 114.84%、56.90%，资产流动性一般，但年末货币资金余额较 2013 年末增长 28.49%，现金比率为 22.17%，较充裕的货币资金存量可为公司偿还即期债务提供必要的支撑。

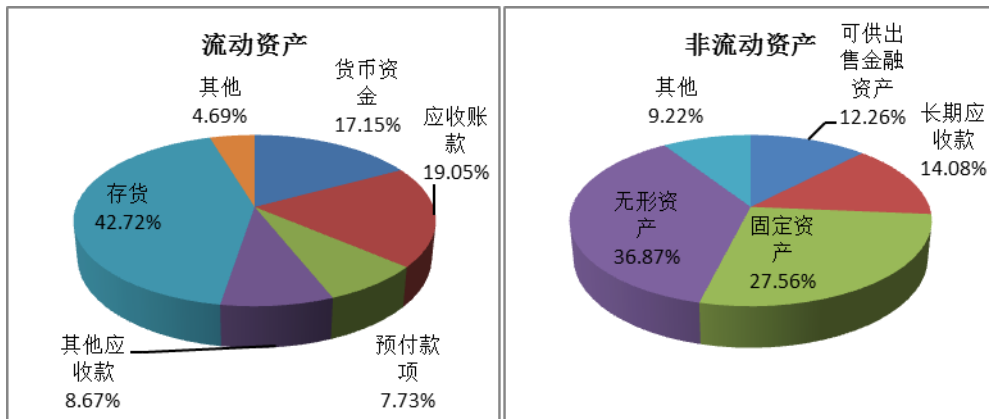
从非流动资产结构看，2014 年末该公司非流动资产主要由无形资产、固定资产和长期应收款构成。其中，无形资产主要由土地使用权，襄荆高速公路、大广北高速公路和四川内遂高速公路的收费权等构成；长期应收款主要为公司的 BT 项目款，2014 年末余额较 2013 年末增长

²⁶ 截至 2014 年末，该公司持有长江电力 4537.50 万股、韶能股份 605.11 万股、交通银行 222.79 万股及长江证券 13610.88 万股。

²⁷ 包括公司房地产开发向合营、联营企业提供的借款等。

240.28%，主要是公司 BT 项目投资增加、子公司中国葛洲坝集团房地产开发有限公司委托贷款及葛洲坝集团水泥有限公司应收拆迁补偿款增加所致。此外，公司还持有以可流通的上市公司股权为主的可供出售金融资产，2014 年末余额为 51.81 亿元，能够对债务的偿付提供一定的缓冲。

图表 20. 2014 年末公司流动资产和非流动资产构成情况



注：根据葛洲坝股份 2012-2014 年连审审计报告

2015 年 9 月末，该公司资产总额为 1204.57 亿元，与年初有所增长；资本构成无重大变化。2015 年 9 月末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 113.84 %、52.88% 和 17.83%。

五、外部支持

截至 2015 年 9 月末，该公司从各大金融机构获得的授信额度中尚有 1,125.89 亿元未使用，可为即期债务偿还提供一定缓冲。

六、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 技术与设备优势

该公司长期从事水利水电工程建设，经验与技术优势突出。公司承建了包括“长江葛洲坝工程”和“长江三峡工程”在内的 4000 多项工程，积累了丰富的工程建设和项目管理经验。

该公司建有国家级企业技术中心和博士后科研工作站；历年取得包括国家科技进步特等奖在内的重大科技成果 900 多项，多次荣获国家优质工程金质奖；在水利水电施工核心技术及其他一些关键领域中具有很

强的技术优势，其中部分技术达到国际领先水平或国际先进水平。

此外，近年来该公司重点采购大型特种设备，在保持洞室开挖、砂石加工、混凝土生产等传统领域装备优势的同时，在桥梁、港航、基础处理、民爆、隧洞等施工领域的装备实力也得到提升。2014年，公司新购了水泥生产线专用特大型设备；新购入的液压抓斗、凿岩台车、旋挖钻机等设备已投入运行；乳化炸药生产线完成技术升级改造购置。

(2) 品牌优势

该公司承建了葛洲坝、长江三峡、清江水布垭，金沙江向家坝、溪洛渡，澜沧江景洪、红水河龙滩等一系列百万千瓦以上级大型水电工程，以及南水北调中线丹江口大坝加高、穿黄工程为代表的众多大江大河综合治理工程、西部大开发标志性工程和跨流域跨地区重点工程，在建筑市场中逐步形成了“葛洲坝”核心品牌，享有较高的知名度。

此外，该公司间接控股股东中国能建集输配电、电力设备制造、电力设计和工程施工等功能为一体，在电力建设领域地位显著，可为公司市场开拓和业务开展提供有利条件。

(3) 订单优势

近年来，该公司新签合同项目数量持续增长，公司的工程业务订单充足，2014年末在手订单余额为1212亿元，2015年1-9月新增订单1738.70亿元。未来一段时期内的工程施工业务收入将有一定保证。

(4) 产业链多元化优势

该公司工程施工业务实力的增强促进了水泥、民爆和高速公路等其他业务进一步发展，规模效应逐步体现。目前公司水泥业务已可以覆盖中南等地域范围，且生产的特种水泥产量一直处于全国第一的地位。通过三峡工程等多个重大工程，公司的民爆业务在市场中建立了品牌和技术优势。在高速公路方面，公司在运营公路总里程近452公里。产业的多元化发展保证了公司总体经营效益的稳定，提高了抗风险能力。

(5) 股东背景实力较强

该公司的间接控股股东中国能建资本实力强，拥有总承包、勘测、设计和施工为一体的完整业务链，在能源建设领域地位显著，可为公司业务开展提供支持。

2. 主要风险

(1) 履约风险

葛洲坝股份的水利水电工程等施工项目规模大且涉及环节多，建设周期较长，存在一定的履约风险。

(2) 国际业务风险

随国际工程施工业务的持续增加，葛洲坝股份受当地政治、经济等风险的影响程度加深。且国际工程承包业务所面临的风险及管理压力较大。

(3) 工程质量和施工安全风险

葛洲坝股份在工程质量及施工安全方面已建立了完善的控制措施，并能有效执行，风险虽可有效降低但不能完全消除。

(4) 房地产业务风险

房地产行业周期性波动明显，受经济增长和宏观调控影响较大，随开发规模的扩大，葛洲坝股份房地产业务面临的风险也有所增加。

(5) 负债经营程度偏高

葛洲坝股份负债经营程度偏高，且有息债务规模大，利率的变动将直接影响公司的经营业绩。

七、募集资金投向分析

该公司拟发行不超过 100 亿元（含 100 亿元）的公司债券，本期基础发行规模人民币 10 亿元，可超额配售不超过 20 亿元，拟用于偿还银行借款和补充流动资金。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 经营业绩可为本期债券按期偿付提供基本保障

2012~2014年及2015年前三季度，该公司营业收入分别为535.37亿元、595.28亿元、716.05、520.13亿元，净利润分别为18.06亿元、18.71亿元、28.03亿元、23.35亿元，收入虽有所波动，但净利润持续增长，最近三年年均可分配利润能够支付公司债券一年的利息，可为本期债券的还本付息提供基本保障。

(二) 资本实力较强，且货币资金及可供出售金融资产充裕

截至2015年9月末，该公司所有者权益为260.41亿元，资本实力较强。同期末，公司现金比率为17.83%，较充裕的货币资金存量可为公司偿还即期债务提供必要的支撑。另外，同期末公司可供出售金融资产余额为44.36亿元，规模较大且易变现，可为公司债务的偿付提供缓冲。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年	2015年 前三季度
资产总额 [亿元]	764.79	863.30	1,049.00	1,204.57
货币资金 [亿元]	65.55	83.62	107.44	113.85
刚性债务[亿元]	316.44	340.84	401.59	466.51
所有者权益 [亿元]	140.19	158.76	241.59	260.41
营业收入[亿元]	535.37	595.28	716.05	520.13
净利润 [亿元]	18.06	18.71	28.03	23.35
EBITDA[亿元]	47.69	52.41	66.11	—
经营性现金净流入量[亿元]	-2.66	46.98	11.46	-57.36
投资性现金净流入量[亿元]	-30.85	-29.67	-45.64	-42.86
资产负债率[%]	81.67	81.61	76.97	78.38
长期资本固定化比率[%]	82.09	80.17	83.92	84.24
权益资本与刚性债务比率[%]	44.30	46.58	60.16	55.82
流动比率[%]	116.86	118.56	114.84	113.84
速动比率 [%]	47.80	52.08	56.90	52.88
现金比率[%]	19.55	22.20	22.17	17.83
利息保障倍数[倍]	1.78	1.88	2.17	—
有形净值债务率[%]	-5,203.49	20,512.09	971.94	1,039.50
营运资金与非流动负债比率[%]	28.80	32.00	30.91	29.32
担保比率[%]	—	2.02	1.32	—
应收账款周转速度[次]	8.10	6.10	6.52	—
存货周转速度[次]	2.37	2.21	2.39	—
固定资产周转速度[次]	5.56	5.87	6.51	—
总资产周转速度[次]	0.75	0.73	0.75	—
毛利率[%]	13.31	13.29	14.27	15.52
营业利润率[%]	3.79	3.83	4.73	5.51
总资产报酬率[%]	4.92	4.67	5.26	—
净资产收益率[%]	12.84	12.51	14.01	—
净资产收益率*[%]	13.96	13.73	14.05	—
营业收入现金率[%]	95.29	93.00	84.57	81.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.74	11.19	2.31	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.46	7.07	1.52	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-9.35	4.12	-6.89	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.84	2.60	-4.52	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.42	2.59	2.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.18	—

注：表中数据依据葛洲坝股份的2012-2014年度连审审计报告及经审阅的2015年前三季度财务报表，整理计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本次债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注外部经营环境的变化、影响经营或财务状况的重大事件、葛洲坝股份履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映葛洲坝股份的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对葛洲坝股份的跟踪评级期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每年葛洲坝股份经审计的年度财务报告披露日起2个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，葛洲坝股份应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与葛洲坝股份有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向葛洲坝股份发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向葛洲坝股份发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年11月26日

