

中国葛洲坝集团股份有限公司

2016 年公司债券（第三期）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010332】

评级对象: 中国葛洲坝集团股份有限公司 2016 年公司债券(第三期)(本次债券/债项)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 5 月 3 日

计划发行: 不超过 100 亿元(含 100 亿元)

本期发行: 不超过 40 亿元(含 40 亿元)

发行目的: 偿还银行借款和补充流动资金

存续期限: 5 年

偿还方式: 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

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位:人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	27.21	22.77	31.28
刚性债务	188.68	222.91	305.09
所有者权益	95.91	165.86	169.25
经营性现金净流入量	-3.35	-23.39	-27.30
合并数据及指标:			
总资产	863.30	1049.00	1276.30
总负债	704.53	807.42	995.29
刚性债务	340.84	401.59	549.74
所有者权益	158.76	241.59	281.01
营业收入	595.28	716.05	822.75
净利润	18.71	28.03	34.31
经营性现金净流入量	46.98	11.46	-47.50
EBITDA	52.41	66.11	75.31
资产负债率[%]	81.61	76.97	77.98
权益资本与刚性债务比率[%]	46.58	60.16	51.12
流动比率[%]	118.56	114.84	114.10
现金比率[%]	22.20	22.17	26.70
利息保障倍数[倍]	1.88	2.17	2.61
净资产收益率[%]	12.51	14.01	13.13
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.07	1.52	-5.27
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.60	-4.52	-10.79
EBITDA/利息支出[倍]	2.59	2.85	3.36
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.18	0.16

注:根据葛洲坝股份 2012~2014 年年审审计报告及经 2015 年审计报告财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com

韩琳洁 hlj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **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,规模效应显著。**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源建设资本实力强,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。

➤ 主要风险/关注:

- **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经建立了较为完善的控制措施,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显，受经济增长和宏观调控影响较大，近年葛洲坝股份房地产开发规模不断扩大，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。

➤ 未来展望

通过对葛洲坝股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性高，并给予本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是《新世纪评级方法总论》及《中国建筑施工业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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。

中国葛洲坝集团股份有限公司

2016 年公司债券（第三期）

信用评级报告

一、公司概况

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。

图表 1. 截至 2015 年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

¹ 相关批文号为证监许可（2014）175 号。

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。

时间	事件	期末总股数 (万股)
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、债项概况

（一）本次债券概况

经中国证监会（证监许可【2015】2938号）核准，该公司获准公开发行总额不超过100亿元（含100亿元）的公司债券，本期发行规模为不超过40亿元（含40亿元），拟用于偿还银行借款和补充流动资金。

图表 2. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	中国葛洲坝集团股份有限公司 2016 年公司债券（第三期）
总发行规模：	不超过 100 亿元人民币（含 100 亿元）
本期发行规模：	不超过 40 亿元（含 40 亿元）
本次债券期限：	期限为 5 年期
债券利率：	固定利率
定价方式：	按面值发行

偿还方式:	采用单利按年计息, 不计复利。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。年度付息款项自付息日起不另计利息, 本金自本金兑付日起不另计利息。
增级安排:	无

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 2016 年 2 月末, 待偿还短期融资券本金余额为 35.00 亿元, 待偿还中期票据本金余额为 11.50 亿元, 待偿还公司债券本金余额为 30 亿元。

图表 3. 公司存续期债券概况

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)
16 葛洲 01	公司债	2016-01-19	2021-01-19	30.00
15 葛洲坝 CP002	短期融资券	2015-12-10	2016-12-10	20.00
15 葛洲坝 CP001	短期融资券	2015-09-10	2016-09-10	15.00
14 葛洲坝 MTN001	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
合计				76.50

资料来源: 葛洲坝股份 (截至 2016 年 2 月末)

(二) 本次债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除相关发行费用后, 拟用于偿还银行借款和补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2015 年, 中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济在量化宽松政策后维持低利率的货币政策下继续复苏, 2015 年底的加息政策对全球资本的流动、汇率波动、证券市场震动产生了明显影响。在欧洲, 尽管希腊主权债务危机的暂时性解决, 有利于欧盟政治、经济的整体稳定, 但是欧洲经济增长仍整体乏力, 复苏前景仍不明朗。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。

2015 年, 国际石油价格继续下跌, 石油输出国的经济处于疲软状态, 石油输出国的国家风险上升, 全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体除印度外, 整体经济呈现持续下行落态势。其中, 俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌双重因素影响下, 经济增长形势较为严峻; 巴西的经济增长和国别风险增大。

2016年，美国将视经济复苏的强度、就业水平和物价水平的变化维持或继续上调利率；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续实施量化宽松的货币政策；日本将继续维持量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体整体将维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策，刺激经济的增长。

2015年，中国对外开放水平不断提高，人民币已经加入了特别提款权篮子货币，持续推进“一带一路”、亚洲基础设施投资银行、金砖国家银行的建设，已经与韩国、澳大利亚等国签署了自由贸易协定，继续推进与美国、欧盟的信息技术协议谈判，继续推动人民币资本项下的货币自由兑换。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接，熊猫债发行开始升温。

2015年，中国实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，2015年在新预算法下，财政部积极推动了各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体可控；2015年底，财政部对地方政府债券的限额管理，有利于控制地方政府债务进一步扩张。在货币政策上，中国人民银行结构性的降低存款准备金比率、降低贷款利率，既有效地控制了物价水平的上涨，也保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，促进了实体经济增长和发展。2016年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在中国面临复杂国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2015年中国经济总体运行平稳。但是，中国的经济增长仍然面临下行压力，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件从中小企业、光伏行业等向国有企业、有色金属、煤炭行业等进行扩散。

2016年，中国经济仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的大幅波动对金

融系统和实体经济的冲击风险在相应提高。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场大幅波动对金融、经济的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

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。

建筑行业属周期性行业，其运行状况与社会固定资产投资情况相关度较高。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。2012-2014 年，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，我国全社会固定资产投资增速下降，建筑行业生产总值增速也随之下滑。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%。2015 年，受房地产投资等领域面临过剩问题的影响，全社会固定资产投资为 55.16 万亿元，同比增长 7.73%，投资增速进一步放缓。具体到水电施工，当年水电建设投资完成额为 782.46 亿元，同比下降 16.99%。全社会固定资产投资增速继续下降，建筑行业总产值增速也随之持续下滑，2015 年国内建筑业总产值为 18.08 亿元，同比增长 2.30%。

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，伴随着“一带一路”具体方案的出台，国内的基建投资继续维持在高位。2015 年，国家发改委促投资稳增长的政策措施取得成效，全国基础设施投资同比增长 17.2%。

从水利建设方面看，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，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、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。

2015 年,经济下行释放的产能过剩压力进一步波及到水泥等相关产业,全年全国水泥产量为 23.48 亿吨,同比下降 4.90%。2015 年上半年全国水泥价格持续下跌,到三四季度略有改善,但价格上调幅度有限。根据中国水泥网数据,2015 年全国水泥价格同比平均跌幅达到 51.87 元/吨。受此影响,2015 年水泥行业预计实现利润总额约 300 亿元,同比下降 60%,已经回落至 2008 年水平。针对水泥行业产能过剩的问题,2015 年 6 月中国财政部和国家税务总局联合印发了《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知,其中明确了 42.5 及以上水泥掺 20% 废渣可享受 70% 的退税。这将有助于调整优化产品结构,提高工程质量,并减少与淘汰落后产能。

目前,水泥行业严重产能过剩,去产能已成为当下水泥行业的重要任务,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。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。

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。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。2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提出要完善现代综合交通运输体系。坚持网络化布局，构建内通外联的运输通道网络，建设现代高效的城际城市交通，打造一体衔接的综合交通枢纽，推动运输服务低碳智能安全发展。

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。2015年工业炸药累计生产204.1万吨，同比增长2.5%；销售202.1万吨，同比增长0.7%。

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。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。

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，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。2015年以来，房地产市场面临去化压力，同时城市之间的运营分化也在不断加剧。

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

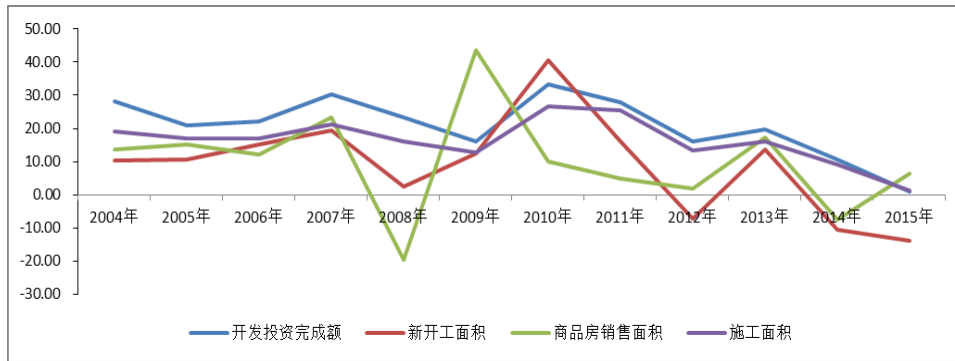
化，但楼市依旧上行。2014年市场景气度大幅下滑，全年住宅成交面积为10.52亿平方米，同比下降9.11%。为扭转房地产市场整体降温的趋势，我国政府于2014年第四季度放松首套房认定标准，并多次下调利率及准备金率。根据百城住宅平均价格的监测，一线城市房价于2014年4月达到全年高点后快速下滑，当年10月起在各类刺激政策的提振下止跌回升。而二三线城市房价全年下滑，年末降幅趋缓。

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年以来，随着降息、降准、放松限购、限贷标准、降低住房公积金首付比例等多项利好政策的出台，市场回暖趋势明朗，购房需求有所上升。2015年，商品房销售面积12.85亿万平方米，同比上升6.5%；商品房销售额8.73万亿元，上升14.4%。从70个大中城市新建商品住宅价格指数环比走势来看，2015年1-4月商品住宅价格出现较大幅度回升，5-12月商品住宅价格涨幅趋于平稳。其中，2015年12月70个大中城市中新建商品住宅价格指数同比上升较大的城市有深圳、上海、北京、广州、南京、厦门、杭州、武汉、宁波、天津，同比下降较大的城市有丹东、湛江、锦州、岳阳、蚌埠。城市间差异明显。

2015年全国房地产开发投资完成9.60万亿元，同比仅增长1.0%。尽管购房需求有所上升，但房地产市场仍然面临较大的去库存压力。截至2015年末，全国商品房待售面积高达7.19亿平方米，较上年末增长15.6%，库存压力较大。

图表 4. 2004 年以来我国房地产新开工、施工、开发投资及销售增速情况(单位: %)



资料来源: Wind 资讯

2015 年城市之间的运营分化也在不断加剧。经济发达的城市群市场表现良好,反之,经济较差的城市群则表现不良,易导致市场走入困境。长三角、珠三角地区销售面积及销售额增幅明显,但东北三省在 2015 年 1-11 月份的销售面积及销售额均同比下降,情况较为严重。长江中游、中原地区及京津冀的两者数据也有较大增幅,成渝、海峡西岸和山东半岛这三个地区的总体较为平稳。根据国家统计局公布的数据可以看出,全国商品房销售额一二三线城市分化也明显。2015 年 1-11 月销售额一线城市达到 1.21 万亿元、二线 2.49 万亿元、三线城市达到 3.75 万亿元,分别同比增长 44.69%、13.82%和 13.31%,二三线城市销售额增长低于全国同比增长。再来看商品房销售面积,2015 年 1-11 月全国达到 10.93 亿平方米,同比增长 7.4%,一二三线城市分别增长 20.7%、8.7%和 6.0%,三线城市的增长率低于全国。

总体来看,2015 年全国商品房市场呈现以下特征: 1、商品房销售金额创历史新高; 2、待售面积创新高,但增速开始放缓; 3、成交区域分化,量价走势不均。

五、公司自身素质

(一) 公司产权状况

该公司为上市公司,实际控制人为国务院国资委。

该公司为上市公司,截至 2015 年末,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”)。公司产权状况详见附录一。

2014 年葛洲坝集团由全民所有制企业法人改制为公司制企业法人,

并更名为“中国葛洲坝集团有限公司”。除该公司外，葛洲坝集团还拥有上海葛洲坝国际旅游有限公司、上海葛洲坝阳明置业有限公司等子公司，分别从事旅游业务和上海葛洲坝大厦项目的开发经营等业务。截至2015年末，葛洲坝集团经审计的合并口径资产总额为1266.71亿元、所有者权益为256.14亿元。

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，2011年葛洲坝集团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组建了能源建设集团有限公司（简称“中国能建”）。中国能建拥有集项目总承包、工程管理、规划、勘测、设计、施工、修造、投资运营于一体的完整业务链。除施工外，中国能建旗下电力规划研究、勘测设计业务处于国内领先地位，承担了多项国家电力工业发展战略和规划研究、西电东送和全国联网研究、电力发展产业和技术政策研究等工作，以及全国90%以上的电力勘测设计科研、标准化任务。2014年中国能建与其全资子公司电力规划总院有限公司（简称“电规总院公司”）发起设立了中国能源建设股份有限公司（简称“中国能源建设”，03996.HK）。2015年12月，中国能源建设首次公开发行股票92.62亿股，并于同年12月在香港联合交易所主板上市成功，上市后总股本为300.20亿股。

中国能源建设全资控股该公司控股股东葛洲坝集团，成为公司的间接控股股东。截至2014年末，中国能源建设经审计的合并口径资产总额达2202.13亿元，全年营业收入为1838.24亿元，规模优势明显。公司作为中国能源建设旗下核心的施工企业之一，在业务开展等方面能够得到中国能源建设的有力支持。

（二）公司法人治理结构

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较强的独立性。

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。

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及中国能建所提供的金融服务。金融服务内容主要包括：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。

2015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 4.25 亿元，偿还关联方委托贷款 24.75 亿元；财务公司接受关联方委托贷款及发放委托贷款分别 4.98 亿元和 5.38 亿元，向关联方发放及偿还自营贷款 4.36 亿元和 4.18 亿元；关联方在财务公司的存款净增加 9.48 亿元；中国能建委托财务公司投资 3.00 亿元。当年度葛洲坝集团为公司及公司的子公司提供借款担保 61.24 亿元。

图表 5. 2015 年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	4.25	-	-	4.25
偿还委托贷款	16.75	8.00	-	24.75
受托委托贷款	0.28	4.70	-	4.98
发放委托贷款	0.68	4.70	-	5.38
发放自营贷款	4.20	0.16	-	4.36
偿还自营贷款	4.00	0.18	-	4.18
非金融机构借出款项 ⁴	-	-	-10.20	-10.20
吸收存款	-0.64	10.12	-	9.48
委托投资	-	3.00	-	3.00

资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

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 2015 年集团兄弟公司中国能源建设集团安徽电力建设第一工程有限公司为公司提供劳务（交易金额 1.70 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 9.01 亿元）外，其他日常管理交易规模均相对较小。

³ 原名为葛洲坝集团财务有限责任公司。

⁴ 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. 2015 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	5.35	27.50
中国能源建设集团有限公司	间接控股股东	0.00	22.78
中国葛洲坝集团公司其他 下属企业	同一控股股东	0.66	0.15
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	6.11	22.19
其他关联方	联营或合营企业	33.00	9.02
合计	-	51.23	81.64

资料来源: 根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

(三) 组织架构

该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管理, 较有效地控制生产经营等方面的主要风险。

该公司本部设有审计部、办公室、财务产权部、证券事务部、国际业务部等 26 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。公司组织架构详见附录二。

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, 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，强化投资项目管理各环节的制度约束。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。

（四）公司经营状况

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，公司业务领域也向上下游发展，呈现多元化。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。

2013-2015 年，该公司分别实现营业收入 595.28 亿元、716.05 亿元及 822.75 亿元，呈增长态势。公司主营业务涉及：投资、工程施工、环保、房地产、水泥、民用爆破、装备制造及其他业务收入等，从 2015 年收入构成看，前七项业务收入占公司营业收入的比例分别为 1.89%、67.24%、7.97%、7.86%、6.24%、3.34% 及 0.54%。其中，工程施工、环保、房地产及水泥生产四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，其余业务收入规模相对较小。

图表 7. 公司最近 3 年营业收入构成及毛利率变化分析

业务类别/金额 (亿元)	2013 年度	2014 年度	2015 年度
投资	10.26	11.57	15.56
工程施工	478.82	522.60	553.22
环保	0.00	0.00	65.60
房地产	12.55	62.54	64.63
水泥	47.54	49.85	51.35
民用爆破	22.54	27.12	27.46
装备制造	0.99	3.02	4.43
其他	18.38	31.42	34.23
其他业务收入	4.20	7.93	6.27
合计	595.28	716.05	822.75
毛利率			
投资	54.16%	56.36%	57.63%
工程施工	9.62%	8.65%	10.35%
环保	0.00%	0.00%	3.06%
房地产	33.09%	30.75%	26.12%
水泥	26.20%	30.43%	30.31%
民用爆破	34.67%	33.51%	30.36%
装备制造	5.96%	22.67%	18.22%
其他	11.65%	18.67%	13.67%
其他业务收入	20.13%	-187.58%	12.98%
合计	13.29%	14.27%	14.01%

资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

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及施工安装等，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⁵负责实施。

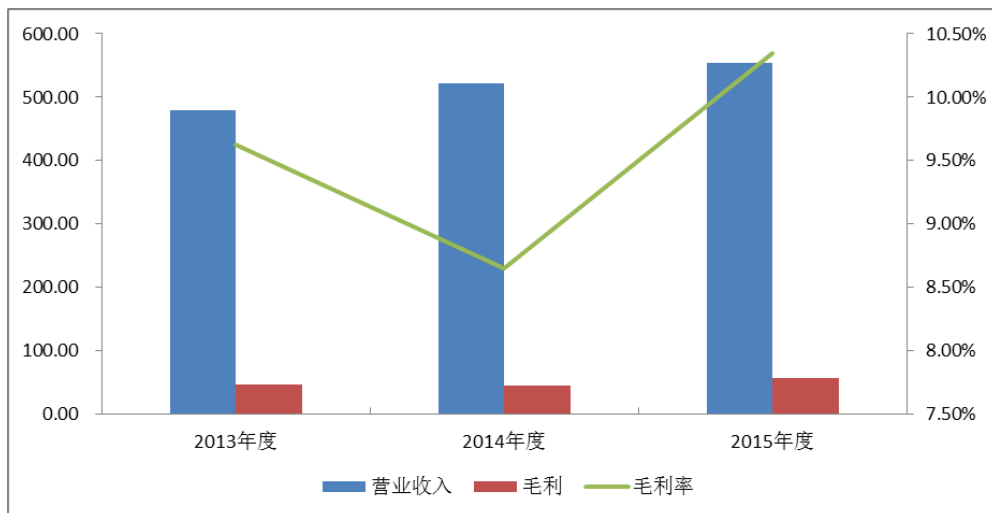
近三年该公司工程施工业务合同签约情况保持良好。2015 年度合同签约额为 1815.98 亿元,较 2014 年增长 32.00%,其中国内工程签约 1120.83 亿元,国际工程签约 695.15 亿元。截至 2015 年末,公司在手订单数量超过 1092 个,余额为 2045 亿元,充足的业务订单为公司实现后期生产经营目标打下了良好基础。2015 年,公司传统水利水电业务优势地位突出,国内外水电业务签约总额较上年相比大幅增长 118.82%至 732.14 亿元,约占新签合同的 40.32%。同时,公司继续稳固高速公路、燃煤电站、房建工程等非水电业务的规模,2015 年公司新签非水电合同总额为 1083.81 亿元,较上年增长 4.10%。

图表 8. 公司 2013 年以来工程施工合同签约情况 (单位: 亿元)

区域	2013 年度	2014 年度	2015 年度
国内工程	682.34	807.56	1120.83
国际工程	508.39	568.14	695.15
合计	1190.73	1375.70	1815.98

资料来源: 根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

图表 9. 近年来公司工程施工营业收入与毛利情况 (左轴单位: 亿元)



资料来源: 根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

2015 年度, 该公司在重大项目建设方面取得了一系列的成绩。公司承建的重庆玉滩水库和云南龙开口电站分别荣获“鲁班奖”和“中国电力优质工程奖”, 参建的福建仙游电站获得“国家优质工程金质奖”。公司全年共收到业主和政府表彰 264 份, 较上年增长 17 份。

⁵ 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。

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 90 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，目前国际项目主要位于东南亚、中东、南亚、非洲及南美等地区。2015 年，新签国际工程承包合同为 695.15 亿元，同比增长 22.36%。截至当年末，公司国际在建项目共 90 个，合同总金额为 1209.95 亿元。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⁶、阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目⁷、安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目⁸和喀麦隆 Nyong 河 Mouila Mogue 水电站 EPC 项目等。截至 2015 年末，公司承建的巴基斯坦 N-J 水电工程项目已完工 71.66%，累计投入成本 128.82 亿元，受设计变更及自然灾害等原因影响，该项目工期需延长，目前还在与业主、工程师商谈；2015 年，阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目已完成场内道路施工、营地建设、地质补助及部分边界土石方开挖，目前正在进行第一地阶段执行设计审批、施工技术方案的完善、设备和物资材料的招标采购等。截至 2015 年末，该项目已完工 13.30%，已累计投入成本 42.25 亿元，预计将于 2020 年 8 月正式完工。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⁹。

近年来，该公司积极参与 PPP 项目投资。截至 2015 年末，公司 PPP 项目总金额达 535.78 亿元，占当年签约国内总额的 64%。规模较大的项目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

⁶ 2007 年 12 月，该公司和中国机械设备进出口总公司（简称“中国机械”）组成的联合体与巴基斯坦水电开发署签订了巴基斯坦 N-J 水电工程施工承包合同，该项目由公司与中机械共同承建，其中公司承建全部土建工程。该项目合同总价为 120.63 亿元，公司在联营体中所占份额为 80.74 亿元，合同期限为 93 个月。截至 2015 年末，该项目金额变更为 200.53 亿元，项目工期变更为 103 个月。

⁷ 该公司、阿根廷 Electroingenieria SA、Hidrocuvo SA 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。

⁸ 该公司、BOREAL INVESTMENTS LIMITED 及 CGGC&NIARA-HOLDING LDA 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于 2015 年 6 月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-HOLDING LDA 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。

⁹ 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。

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、唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造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%。截至 2015 年末，该项目已完成总进度 4.34%，累计投入资金 5.58 亿元。唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目是由公司与唐山市丰南建设投资有限公司以 PPP 模式合作投资的项目，投资金额为 139 亿元，按单个项目分步实施，单个项目建设期约为 2 年，截至 2015 年末，该项目已完成总进度 1.48%，累计投入 2.04 亿元，项目预计将于 2020 年 12 月全部完工。苏州中环快速路项目已经完成建工，目前已开始运营；其余项目均处于建设期。

2. 环保业务

近年来，该公司不断加强与民营资本的合作，通过兼并重组切入治土、固废、再生资源等环保领域。环保产业目前已成为公司收入的重要来源之一，2015 年环保业务收入为 65.60 亿元。公司的环保板块主要由再生资源、污水污泥治理、固废垃圾处理、新型道路材料生产等业务构成。

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”）¹⁰，主要负责公司道路新材料业务。2015 年，公司道路材料业务申报省部级及以上级别创新计划项目 3 项，专利 5 项。全年累计销售钢渣混合材 28 万吨、钢渣集料 1.2 万吨。

该公司于 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”）。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（简称“葛洲坝环嘉”）¹¹，主要负责公司再生资源加工业务。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，运营状况良好。

2014 年末，该公司通过出资设立葛洲坝中材洁新（武汉）科技有限

¹⁰ 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弃物资源化综合利用产品与道路材料的研发、生产、销售。

¹¹ 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%。葛洲坝环嘉依托大连环嘉集团现有的经营平台，主要经营的再生资源有废旧钢材、废旧塑料、废旧纸张、废旧玻璃、废旧金属等千余种。

公司¹²及并购湖北中固科技股份有限公司（简称“中固科技”）¹³进入固废处理和污水、污泥处理行业。2015年，中固科技成立西南市场部，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 0.98 亿元。截至 2015 年末，中固科技拥有国内领先的专利技术 2 项。2015 年，中固科技实现营业收入 0.54 亿元，利润总额 310.16 万元。

该公司控股子公司老河口水泥公司（简称“老河口公司”）主要开展固体废弃物、城市生活垃圾的处理。老河口公司于 2013 年 9 月被认定为高新技术企业，期限为 3 年，企业所得税按 15% 税率计提并缴纳。目前，老河口公司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。公司未来将继续在所属密线企业复制和推广固废垃圾处理业务。

3. 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。目前公司水泥生产销售的经营主体是葛洲坝集团水泥有限公司。

近年来，为应对水泥行业产能过剩、市场需求萎缩、同业竞争日趋激烈等严峻形势，该公司在不断加强技术创新、优化工艺，以降低能耗的同时，还新建商混、骨料生产线以完善业务链条。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。2015 年，公司大力推进产能置换建设项目，钟祥、当阳及松滋三条水泥生产线建设项目进展顺利；湖南石门特种水泥建设项目开工。截至 2015 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 13 条，水泥产能为 2220 万吨/年。公司水泥熟料产能为 1224.5 万吨，位居全国排名第 21 位。当年，公司继续通过新建和并购等方式加

¹² 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。

¹³ 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

快核心区域市场商混产能布局，截至 2015 年末公司运营的商业混凝土站达 8 家，商混总产能达 485 万方，同比增长 76.36%。公司充分利用自备矿山资源，加快砂石骨料新线建设步伐，嘉鱼、松滋、当阳（二期）三条新建骨料生产线正常投入运营，骨料年产能超 650 万吨，同比增长 333.33%。2015 年，公司实现骨料销售 328.56 万吨，同比增长 126.19%。当年度公司水泥业务总体实现收入合计 51.35 亿元，同比增长 4.85%。

图表 10. 公司 2013 年以来水泥业务产能及产销量情况（单位：万吨）

	2013 年度	2014 年度	2015 年度
产能	2100.00	2500.00	2200.00
产量	1702.16	1805.00	1939.07
销量	1840.93	1894.58	1966.73

资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

4. 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。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 11. 公司 2013 年以来民爆业务产能及产销量情况（单位：万吨）

	2013 年度	2014 年度	2015 年度
凭照产能	20.00	23.55	25.50
产量	19.36	20.96	20.17
销量	19.36	20.96	20.14

资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

近年来，易普力公司收购了山东泰山民爆器材有限公司¹⁴（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¹⁵（简称“天长民爆”）的并购重组，公司产能进一步扩大。2015 年，易普力公司与辽源矿业（集团）有限责任公司

¹⁴ 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。

¹⁵ 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。

合作，收购了其子公司辽源卓力化工有限公司 80%的股权，增加 1.1 万吨炸药生产许可能力。截至 2015 年末，易普力公司的工业炸药产能达到 25.50 万吨/年，位列行业第五。同时，易普力公司加强技术研发，2015 年获得专利授权 33 项。2015 年度，公司炸药产量较 2014 年相比略有下滑，当年实现工业炸药销售 20.14 万吨，实现民爆业务收入 27.46 亿元，与上年水平基本持平。截至 2015 年末，公司工程合同储备达 200 亿元，为后期民爆业务开展打下了基础。

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，公司与巴基斯坦民爆企业开展合作，并签订了合作框架协议。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。

5. 投资业务

该公司投资板块通过对外投资、并购重组等一系列举措，广泛涉足水务、交通、能源、基础设施、矿产等领域，报告期内，主要业务有水务、高速公路运营、水力发电等。

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。公司于 2015 年上半年成立公路事业部，对 3 条高速公路进行集约管理。

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。2015 年襄荆高速公路实现通行费收入 5.77 亿元，较 2014 年增加 1.24 亿元；实现净利润 1.59 亿元，较 2014 年增加 0.35 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。2015 年大广北高速公路湖北北段实现通行费收入 4.01 亿元，较 2014 年增加 0.76 亿元；当年净亏损 0.19 亿元、

较 2014 年减少 0.66 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。2015 年内遂高速公路实现通行费收入 1.84 亿元，当年净亏损 2.30 亿元，较 2014 年减少 0.02 亿元，亏损面有所收窄。

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，客流量较有保障。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¹⁶。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。

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 KW¹⁷）、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），新疆阿克牙孜河斯木塔斯水电站（11 万 KW）。公司主要通过向电网售电取得收入。

3) 水务业务

2014 年，该公司以 4.72 亿元收购了凯丹水务国际集团（香港）有限公司¹⁸（简称“凯丹水务”）75%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。目前凯丹水务分别在天津、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。自 2015 年 4 月以来，凯丹水务旗下 9 个水务项目公司运营平稳，实现收入 1.23 亿元，利润总额 0.13 亿元。同时公司还借助国家大力推进 PPP 项目的有利机遇，

¹⁶ 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。

¹⁷ “KW”代表“千瓦”，“MW”代表“兆瓦”，1MW=1000KW。

¹⁸ 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、中水回用及与投资业务有关的咨询服务等。

成功以 PPP 方式获取海口南渡江引水项目的建设运营权。未来，公司将以凯丹水务为平台，大力培养专业人才，培育创新技术，加强与行业龙头和世界名企合作，积极开拓国内及国外水务市场。

4) 其他

该公司投资的利比里亚邦矿重油电站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。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。

2016 年 3 月，该公司董事会审议通过了《关于设立中国葛洲坝集团海外投资有限公司的议案》，计划以现已形成的海外投资项目资产（股权和矿权）及货币资金进行出资，设立中国葛洲坝集团海外投资有限公司¹⁹（简称“海外投资公司”），注册资本为 30.00 亿元。海外投资公司成立后，将作为公司海外投资的重要平台，能充分发挥公司资源整合能力和一体化的资源优势，协同发展国际工程项目的开发、建设、运营等业务，打通公司从投资、融资、建设管理到资产运营整条产业链。

6. 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，具有房地产开发一级资质。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²⁰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而扩大。2013-2015 年，公司房地产业务分别实现收入 12.55 亿元、62.54 亿元和 64.63 亿元，其中 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、龙湖、绿城、

¹⁹ 业务范围包括：从事境外水电、环保、水务、交通、矿产资源、水泥、民爆等产业类和境外房地产开发领域投资业务市场开发、项目建设管理、项目运营、资产管理及相关工程技术与咨询服务；设备租赁、进出口贸易、建筑材料进口及制作、其他建筑相关产业。

²⁰ 经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”。

华润、招商、保利和金茂等。

截至 2015 年末，该公司在全国范围内共有 26 个重点开发项目，其中 20 个控股项目含土地成本在内的总投资合计 624.72 亿元，截至 2015 年末公司累计已投入 393.19 亿元。截至 2015 年，该些参控股项目公司已回笼资金 173.89 亿元，后续预计至少还可取得 500 亿元左的销售款。

图表 12. 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	22.94	30.33
葛洲坝城市花园	武汉	26.51	100	14.84	18.91	2013.07	2015.06	2.29	3.88
葛洲坝世纪花园	武汉	33.68	100	47.56	28.74	2008.03	2009.09	33.83	24.97
葛洲坝太阳城	武汉	5.29	100	17.70	4.86	2012.04	2012.11	7.68	3.04
葛洲坝光谷大厦	武汉	3.36	100	4.19	2.84	2014.06	—	—	0.00
重庆微客公馆	重庆	3.44	43	7.60	2.22	2014.04	2015.08	0.92	0.20
新疆伊犁润景国际	伊犁州	8.74	72.4	11.62	4.76	2013.04	2014.07	3.33	0.98
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	2.91	1.80
汉阳土地开发项目	武汉	11.19	100	17.49	1.67	2016.12	—	—	0.00
合肥经开区项目	合肥	9.29	100	12.69	3.03	2015.10	—	—	0.00
南京线材厂项目	南京	73.02	70	38.96	25.96	2016.6	—	—	0.00
北京绿城-京杭广场	北京	45.85	51	28	38.02	2011.08	2013.03	6.19	17.33
北京葛洲坝大厦	北京	23.28	100	11.27	17.32	2012.07	—	—	0.00
海南海棠福湾	三亚	91.28	100	30.42	51.89	2013.01	2014.04	1.18	0.96
上海紫苑	上海	42.80	100	17.02	28.93	2014.09	2015.08	1.23	1.80
上海紫苑二期	上海	41.49	100	17.70	15.87	2015.3	—	—	0.00
上海玉兰花园二期	上海	34.01	51	11.11	33.84	2012.12	2013.8	10.44	45.25
上海徐泾项目	上海	17.49	100	4.04	11.04	2016.5	—	—	0.00
广钢三期项目	广州	48.65	100	14.20	26.7	2017.3	—	—	0.00
北京樊家村项目	北京	78.30	100	20.38	49.5	2016.10	—	—	0.00
控股合计		624.72		354.77	393.19			92.94	130.54
葛洲坝融创 欧麓花 园城	重庆	144.75	49	154.00	37.85	2014.03	2014.09	9.41	7.24
重庆国博城	重庆	126.76	49	144.18	37.11	2014.12	2015.05	3.75	4.87
北京西宸原著	北京	71.45	50	15.67	45.97	2014.09	2015.6.11	8.24	27.25
北京金茂逸墅	北京	63.98	49	25.92	34.52	2015.02	2015.5.13	1.61	3.99
广州广钢二期	广州	74.32	49	23.78	37.65	2015.09	—	—	0.00
武汉长动项目	武汉	39.09	40	53.45	11.33	2016.07	—	—	0.00
参股合计		520.35		417	204.43			23.01	43.35
合计		1145.07		771.77	597.62			115.95	173.89

注：①资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制（截至 2015 年末）；

②总投资包含土地出让金；北京通州绿城-京杭广场、上海玉兰花园二期和南京线材厂项目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、方兴地产（中国）有限公司、保利房地产（集团）股份有限公司、华润置地有限公司和招商局蛇口工业区控股股份有限公司合作开发葛洲坝融创·欧麓花园城、重庆国博城、北京西宸原著、北京金茂逸墅、广州广钢二期、武汉光谷长动项目和南京线路器材厂 7 个房地产项目，公司按权益承担出资 327.34 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 年末项目公司已回笼少量资金，但后续资金投入仍然较大。北京西宸原著、北京金茂逸墅、重庆国博城和广州广钢二期项目的土地使用权均在 2014 年内取得，土地出让金合计 135.28 亿元，其中公司承担约 66.64 亿元。截至目前，北京西宸原著、重庆国博城、北京金茂逸墅及广州广钢二期均已开工建设。武汉光谷长动项目、南京线路器材厂、北京樊家村项目、广钢三期项目的土地使用权均在 2015 年内取得，项目均在前期报批报建阶段，尚未开工建设。此外，公司在北京、上海、广州、武汉、南京和合肥尚有 8 个拟开发项目，项目土地出让金合计超过 150 亿元，多为控股项目。总体而言，公司房地产业务的后续投资规模较大，后续现金流入将主要来源于新开盘项目。已开发项目销售情况若不能达到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武汉、南京、合肥、广州、上海和北京等地竞得多处地块，截至 2015 年末，土地储备合计 96.38 万平方米，地上建筑面积合计 216 万平方米。

7. 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²¹（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

²¹ 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。

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并调试合格，10年的运行维护合同已经开始实施。2015年，能源重工成功签约了卡洛特重油电站项目、安哥拉NC项目重油电站设备供货合同、当雄县羊易乡30MW光伏电站项目设备销售合同等，实现市场签约24.38亿元。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。能源重工与众多国际知名企业签订了代销、授权、技术合作协议，已是美国卡特彼勒的售前合作与全球服务伙伴、芬兰瓦锡兰采购平台共享合作方。此外，能源重工大力开拓光伏发电市场，目前已获得西藏当雄光伏项目发电系统设备采购订单，并积极研究介入储能项目。

另外，该公司通过增资方式在机船公司基础上控股成立了新的葛洲坝机械工业有限公司（简称“机械工业公司”），并拟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完成，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。机械工业公司还通过签约金额为6000万元的中船重工江西鹰潭有机废弃物资源化处置项目进入环保工程施工领域，并与电阳国际签署了500兆瓦分布式光伏项目EPC合作协议，从而延伸新兴业务产业链。

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，财务公司实现利润同比实现大幅增长37%；同期租赁公司全年筹集资金15.75亿元。另外，经董事会决议通过，公司分别与建信（北京）投资基金管理有限公司、农银国际企业管理有限公司及中证城市发展（深圳）产业投资基金管理有限公司共同出资设立3家基金公司，为新兴高端业务提供资金支持。

（五）公司财务质量

立信会计师事务所对该公司2012-2014年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的2012-2014年三年连审审计报告。另外立信会计师事务所还对公司2015年度财务报告进行了审计，并分别出具了标准无保留意见的2015年度审计报告。公司执行2006年2月15日颁布

的《企业会计准则——基本准则》和 38 项具体会计准则、其后颁布的企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。2014 年财政部颁布了部分新会计准则并对部分原会计准则进行了修订，公司按照财政部规定起始日期进行执行，未变更部分仍执行 2006 年相关准则。

截至 2015 年 12 月 31 日，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 1276.30 亿元，所有者权益为 281.01 亿元（其中归属于母公司所有者权益 202.41 亿元）；当年实现营业收入 822.75 亿元，实现净利润 34.31 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 26.83 亿元）；当年经营活动产生的现金流量净额为 -47.50 亿元。

2015 年度，该公司纳入合并范围的二级子公司共 26 家。与 2014 年相比，通过非同一控制纳入合并的子公司包括辽源卓力化工有限责任公司、广东葛洲坝房地产开发有限公司、凯丹水务国际集团（香港）有限公司及四川华气建设工程有限公司，减少的主要有重庆市葛兴建设有限公司。

近几年，该公司资产与收入规模持续增长，资本实力增强，盈利水平稳步增长。公司负债经营程度偏高，存在一定的刚性债务偿付压力，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。

六、公司财务分析

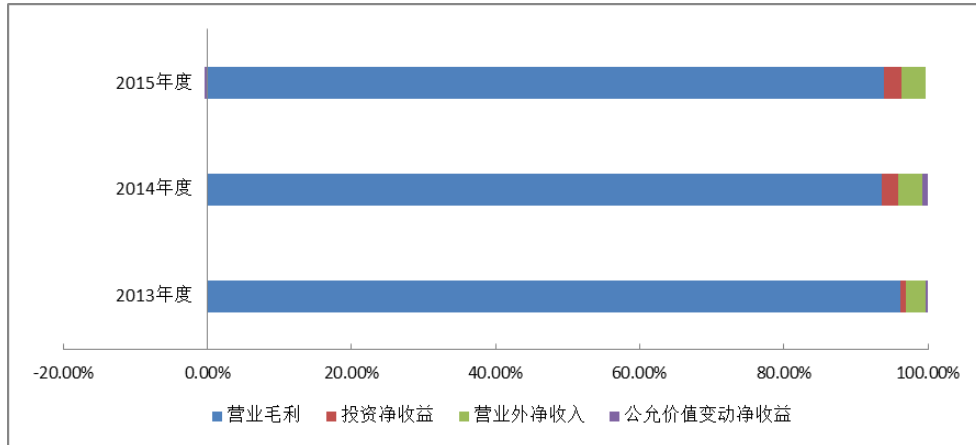
（一）公司盈利能力

近年来该公司收入水平稳步增长，综合毛利率水平保持，期间费用控制较合理，资产获利能力较强、运营效率尚佳。

该公司盈利主要来自营业利润，投资净收益、公允价值变动净收益及营业外净收益对公司的盈利贡献程度较小。

图表 13. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

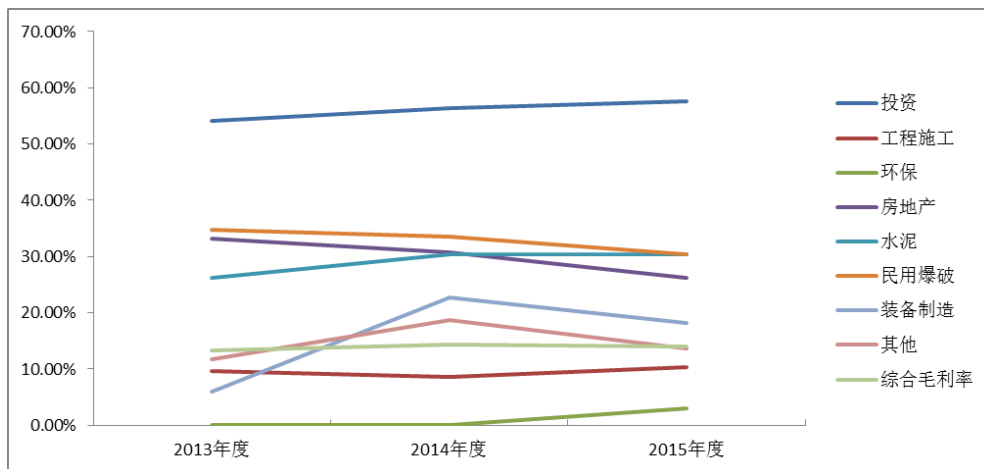
项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度
营业毛利	79.10	102.16	115.30
投资净收益	0.58	2.48	3.13
营业外净收入	2.31	3.63	4.03
公允价值变动净收益	0.25	0.86	-0.42
合计	82.25	109.13	122.04



资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理、绘制。

2013-2015年，该公司分别实现营业收入595.28亿元、716.05亿元和822.75亿元，呈增长态势。公司2015年度综合毛利率为14.01%，较2014年相比略有降低。就各具体业务而言，2015年度公司各类业务中，投资业务毛利率最高，民用爆破其次，之后依次为水泥、房地产、装备制造、工程施工和环保业务。从变动情况看，公司各项业务盈利能力基本保持稳定。

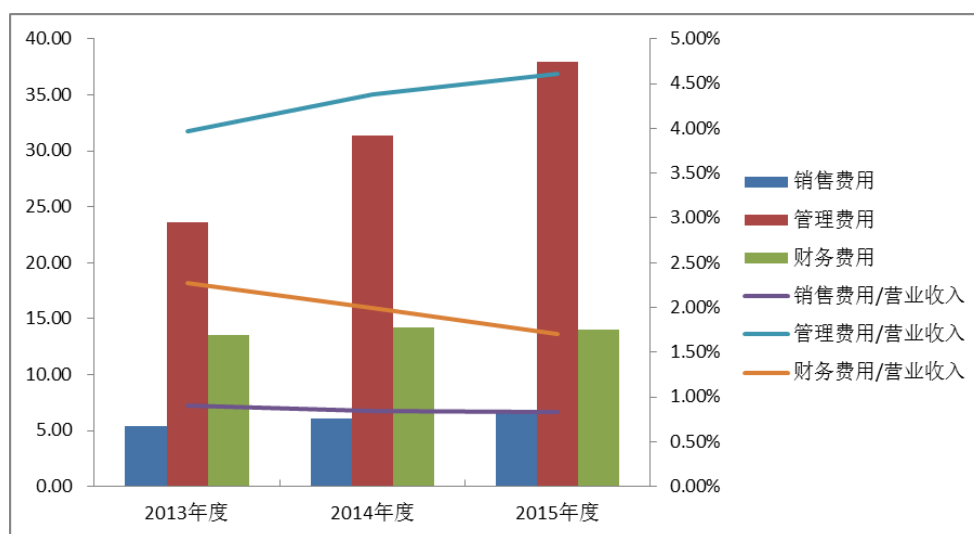
图表 14. 2013 年以来公司毛利率变动情况 (单位: %)



资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、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。2015年公司管理费用较2014年增长20.94%，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%~8%之间，基本稳定，且处于相对低的水平。

图表 15. 2012 年以来公司期间费用变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

2015 年, 该公司实现投资收益 3.13 亿元, 较 2015 年有所上升, 主要来自于以公允价值计量的金融资产的处置收益。此外, 公司还可获得资源综合利用退税、技术开发补贴等形式的政府补助。2015 年, 公司获得的政府补助共计 3.92 亿元, 为其利润总额提供一定补充。

随着工程施工、水泥生产、民用爆破、环保和房地产等各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。2015 年主要受益于营业收入规模的扩大, 公司实现净利润 34.31 亿元 (其中归属于母公司所有者的净利润 26.83 亿元), 较 2014 年增长 22.39%; 净资产收益率和总资产报酬率分别为 13.13% 和 5.04%, 均处于较好水平。

该公司经营性资产的运营效率尚佳, 2015 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 7.45 次、2.56 次、7.01 次及 0.71 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。

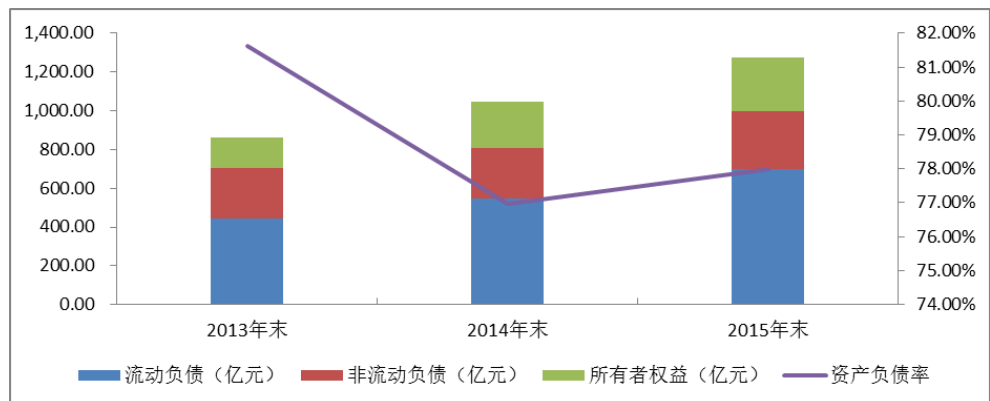
(二) 公司偿债能力

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。

1. 债务分析

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。2013-2015 年末，公司负债总额分别为 704.53 亿元、807.42 亿元和 995.29 亿元，资产负债率分别为 81.61%、76.97%及 77.98%，公司负债经营程度偏高。

图表 16. 公司财务杠杆水平变化趋势



资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末
流动负债 (亿元)	445.96	545.55	697.41
非流动负债 (亿元)	258.58	261.87	297.88
所有者权益 (亿元)	158.76	241.59	281.01
资产负债率 (%)	81.61	76.97	77.98

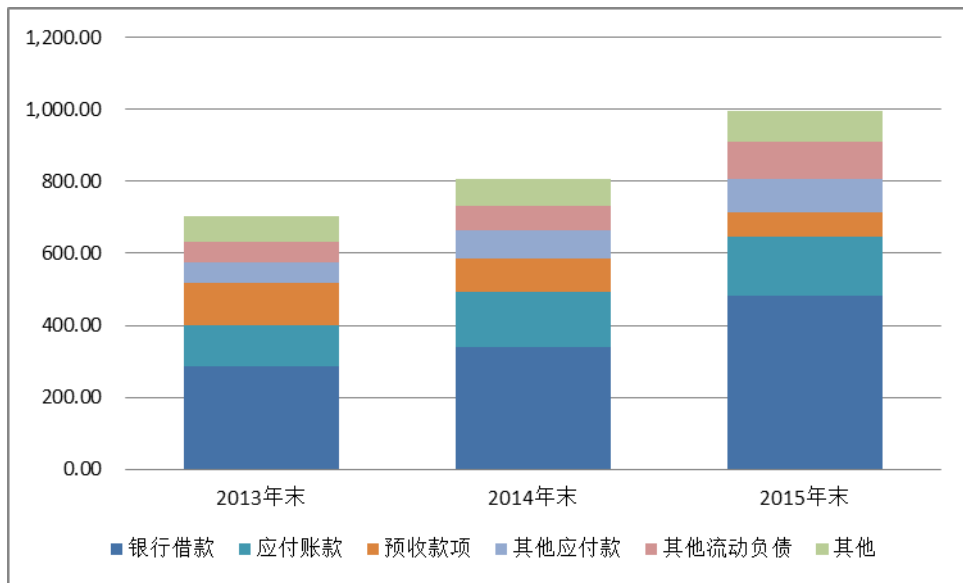
资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

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。2015 年末公司银行借款余额为 473.93 亿元，较上年末增长 40.16%，增长主要来自短期借款的增加；应付账款和其他应付款²²余额共计 258.55 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 65.03 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 105.47 亿元，主要由公司应付短期融资券、接受的委托贷款和接受的委托投资构成。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，2015 年末余额为 549.74 亿元，较 2014 年末增长 36.89%，增长主要来自银行借款的大幅增加所致。另外，2015 年，公司确认了 19.55 亿元的长期应

²² 2015 年末其他应付款余额 94.01 亿元，其中应付保证金 44 亿元，资金拆入 14.31 亿元，应付代收 8.37 亿元。

付职工薪酬²³。

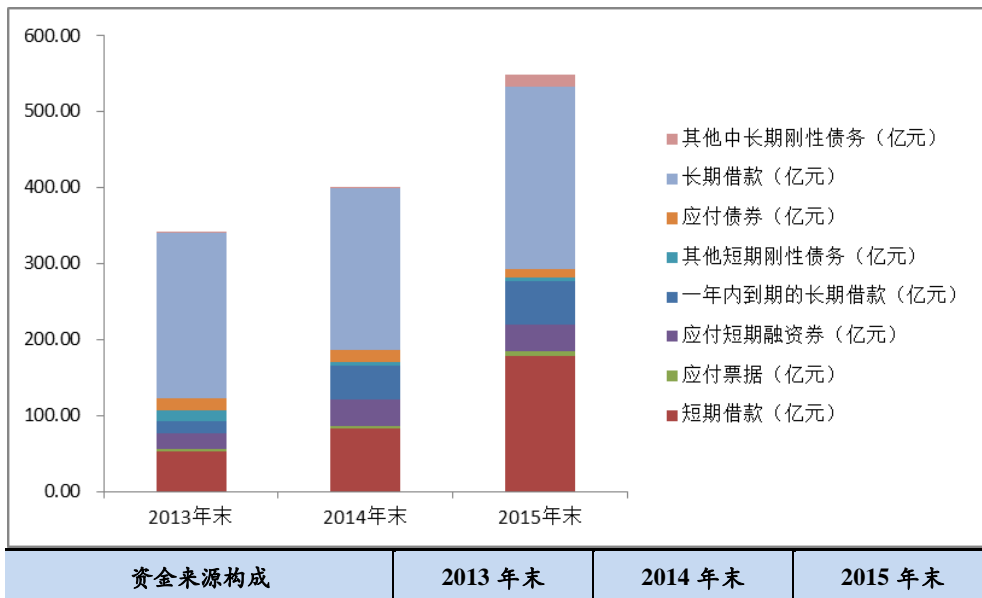
图表 17. 公司 2013 年末以来负债构成 (单位: 亿元)



资料来源: 根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

从负债期限结构看, 2013-2015 年末, 该公司长短期债务比分别为 57.98%、48.00% 和 42.71%, 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, 2015 年末余额为 281.52 亿元, 占流动负债的 40.37%, 公司短期刚性偿债压力相对可控。

图表 18. 公司刚性债务构成分析



²³ 根据《企业会计准则第 9 号——职工薪酬》、国务院国有资产监督管理委员会《关于中国能源建设集团有限公司整体改制上市中补充计提离退休和内退人员相关费用有关问题的批复》(国资分配【2015】690 号)文件规定, 公司第六届董事会第七次会议通过针对职工离职后福利和辞退福利计提精算负债, 并进行追溯调整。

资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末
短期借款 (亿元)	51.91	82.18	177.71
应付票据 (亿元)	4.22	3.59	7.40
应付短期融资券 (亿元)	20.21	35.58	35.16
一年内到期的长期借款 (亿元)	16.52	43.64	56.25
其他短期刚性债务 (亿元)	13.57	5.00	5.00
应付债券 (亿元)	16.55	16.50	11.50
长期借款 (亿元)	217.84	212.30	239.97
其他中长期刚性债务 (亿元)	0.02	2.79	16.76

资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

2. 公司借款与应付债券情况

2015 年末，该公司银行借款总额为 473.93 亿元，其中长期借款为 239.97 亿元，占借款总额的 50.63%；短期借款（含一年内到期的长期借款）年末余额为 233.96 亿元，占借款总额的 49.37%。

从借款方式看，信用借款是该公司融资的主要方式，2015 年末占借款总额的 64.58%。从借款主体看，公司本部为融资的重要主体，2015 年末公司本部借款余额为 291.31 亿元，占借款总额的 61.47%。2015 年末，公司银行借款总额为 473.93 亿元。

图表 19. 公司 2015 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	170.11	25.02	110.95	306.08
保证借款	7.60	4.77	54.22	66.59
质押借款	-	7.00	45.16	52.16
抵押借款	-	19.46	29.64	49.1
合计	177.71	56.25	239.97	473.93

资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

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 2016 年 2 月末，公司待偿还短期融资券本金余额为 35 亿元，待偿还中期票据本金余额为 11.50 亿元，待偿还公司债本金余额为 30 亿元。

3. 或有负债

截至 2015 年末，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。

4. 公司过往债务履约情况

根据该公司 2015 年 11 月 19 日的《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。此外，公司自 2005 年起发行了短期融资券、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。截至目前，公司所发行债券本息兑付情况正常。

图表 20. 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)
16 葛洲 01	公司债	2016-01-19	2021-01-19	30.00
15 葛洲坝 CP002	短期融资券	2015-12-10	2016-12-10	20.00
15 葛洲坝 CP001	短期融资券	2015-09-10	2016-09-10	15.00
14 葛洲坝 MTN001	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
合计				76.50

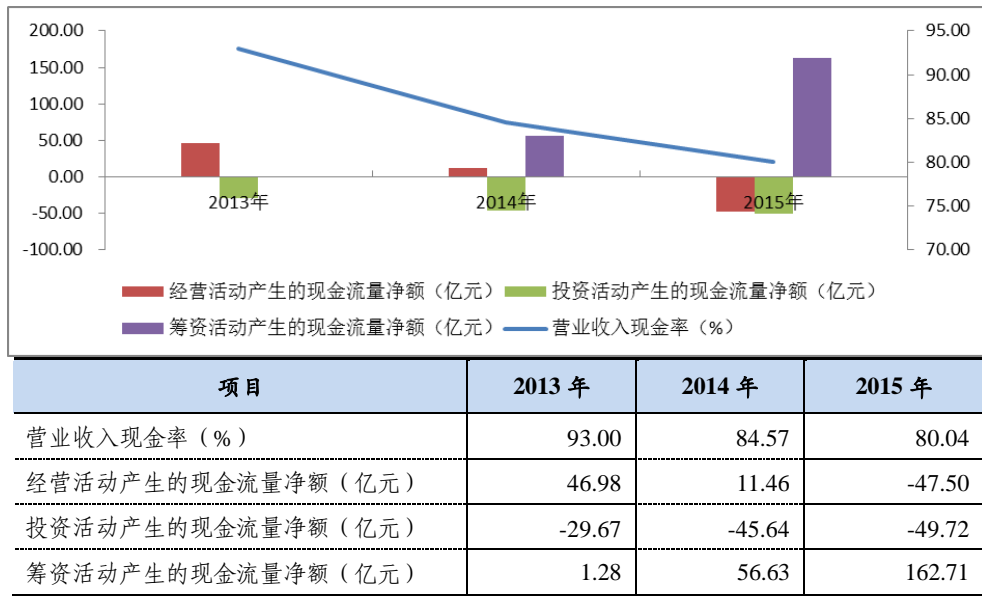
资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制（截至 2016 年 4 月末）。

5. 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。2013-2015 年，公司营业收入现金率分别为 93.00%、84.57% 和 80.04%。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。

2013-2015 年，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为 46.98 亿元、11.46 亿元和 -47.50 亿元。其中，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，公司经营活动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及开发投入金额较大造成。

图表 21. 公司现金流量分析



资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、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。2013-2015 年公司投资活动产生的现金净流出量分别为 29.67 亿元、45.64 亿元和 49.72 亿元。2014 年及 2015 年净流出规模较大，分别由于公司对联营企业的投资有所增加、公司投资并购增加及水泥板块新建生产线投资增加造成。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。2013-2015 年公司筹资活动产生的现金净流入量分别为 1.28 亿元、56.63 亿元及 162.71 亿元。2013 年，公司银行借款及债券等融资净额较小，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影响，公司当年筹资活动现金净流入量大幅增长。2015 年，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长 184.44%至 97.22 亿元；为弥补资金缺口公司增加了银行借款规模，当期筹资性现金净流入量同比增长 187.34%至 162.71 亿元。

随着业务量的增加，该公司 EBITDA 持续增长，2013-2015 年分别为 52.41 亿元、66.11 亿元及 75.31 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 22. 公司 2013-2015 现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.59	2.85	3.36
EBITDA/刚性债务(倍)	0.16	0.18	0.16
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	11.19	2.31	-7.64

指标名称	2013年	2014年	2015年
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	7.07	1.52	-5.27

资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

6. 资产质量分析

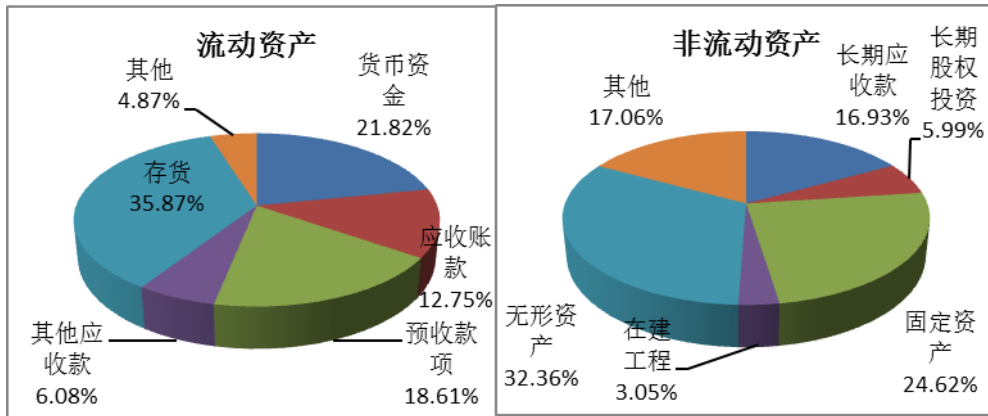
2014年，该公司实施非公开发行，募集资金39.71亿元，资本实力进一步增强，截至年末的所有者权益进一步增长至241.59亿元。2015年，主要受益于持续的经营积累，公司资本实力不断增强，2015年末所有者权益达到281.01亿元。此外，由于公司持有有一定数量的上市公司股权，并主要按公允价值反映在可供出售金融资产科目，造成公司期末所有者权益的数值除受当年度经营情况影响外，还受到这些上市公司股权价格波动的影响。

2015年末，该公司总资产为1276.30亿元，其中流动资产和非流动资产分别占62.35%和37.65%。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。其中，存货主要为建造合同已完工未结算资产、原材料及房地产开发产品、开发成本等，其中房地产开发产品及开发成本合计占存货总额68.02%；其他应收款主要为应收代垫款、有息拆借资金和保证金²⁴等。2015年公司预付款项余额为148.12亿元，同比增长205.94%，增长主要系房地产企业预付土地出让款增加所致。2015年末公司流动比率、速动比率分别为114.10%、51.94%，资产流动性一般，但年末公司货币资金余额较2014年末增长61.59%，现金比率为26.70%，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，2015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应收BT项目款，2015年末余额较2014年末增长36.77%，主要是公司BT项目投资增加及子公司中国葛洲坝集团房地产开发有限公司委托贷款增加所致。2015年末，公司在建工程较上年末增长180.79%至14.63亿元，主要系水泥公司改扩建投入增加所致；公司长期股权投资较上年末增长174.13%，要系公司房地产企业新设投资合营企业所致。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，2015年末余额为49.33亿元，能够对债务的偿付提供一定的缓冲。

²⁴2015年年末余额为48.37亿元，其中应收回保证金16.55亿元、应收资金拆借18.95亿元。

图表 23. 2015 年末公司流动资产和非流动资产构成情况



资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

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。

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。

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。截至2015年末，公司在手订单数量超过1092个，余额为2045亿元。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源建设资本实力强，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。

（二）外部支持

截至2015年末，该公司得的商业银行授信额度为1,798.56亿元，其中尚未使用授信额度为1,472.84亿元，可为即期债务偿还提供一定缓冲。

八、本次债券偿付保障分析

（一）经营业绩可为本期债券按期偿付提供基本保障

2013~2015年，该公司营业收入分别为595.28亿元、716.05和822.75亿元，净利润分别为18.71亿元、28.03亿元和34.31亿元，盈利持续增长，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年末，该公司所有者权益为281.01亿元，资本实力较强。同期末，公司现金比率为26.70%，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 49.33 亿元，规模较大且易变现，可为公司债务的偿付提供缓冲。

九、结论

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。

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，公司还加大了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。

近年来该公司收入规模持续扩张，除水力发电业务外，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。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，总体偿债能力强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

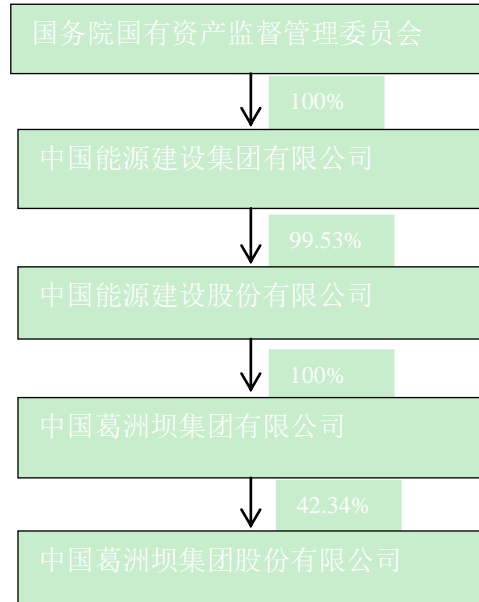
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

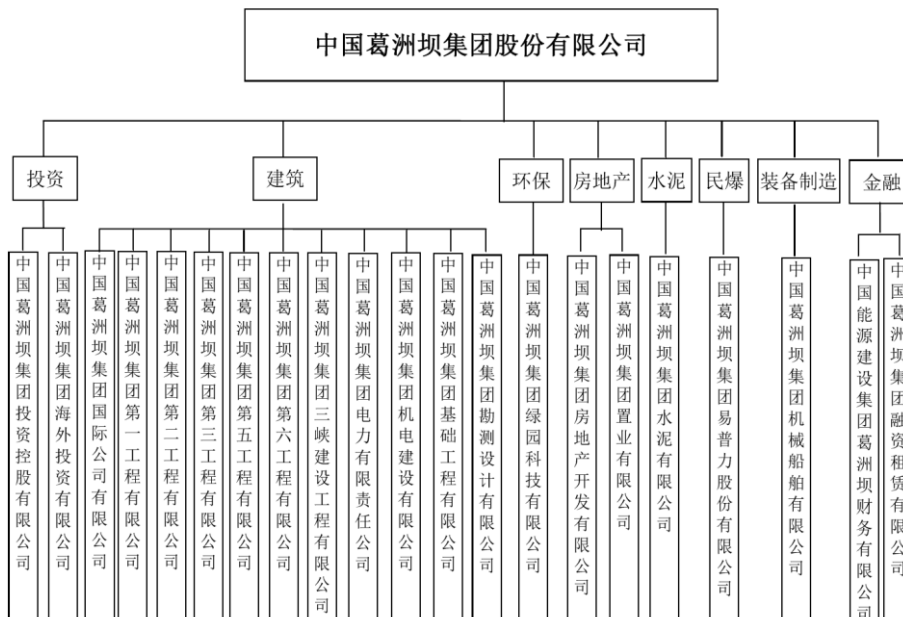
公司与实际控制人关系图



注：根据葛洲坝股份提供的资料绘制（截至 2016 年 4 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据葛洲坝股份提供的资料绘制（截至 2016 年 4 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2015年(末)主要财务数据(亿元)					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
中国葛洲坝集团国际工程有限公司	国际工程有限公司	100.00	工程建筑	8.10	22.54	52.34	3.52	4.78	
葛洲坝易普力股份有限公司	易普力公司	68.36	民用爆破	13.58	12.99	27.56	3.21	4.03	
葛洲坝集团四川内遂高速公路有限公司	四川内遂高速公路有限公司	100.00	高速公路	39.48	13.26	1.84	-2.30	2.73	
中国葛洲坝集团房地产开发有限公司	房地产开发公司	69.14	房地产开发	115.27	50.20	55.12	5.99	-31.22	
葛洲坝集团水泥有限公司	水泥公司	100.00	水泥产销	30.44	61.60	52.57	8.03	3.59	
中国葛洲坝集团第一工程有限公司	第一工程公司	100.00	工程建筑	36.87	101.71	81.42	3.80	8.79	
中国葛洲坝集团第二工程有限公司	第二工程公司	100.00	工程建筑	2.86	9.16	70.98	2.88	6.24	
中国葛洲坝集团第三工程有限公司	第三工程公司	100.00	工程建筑	5.80	13.09	64.94	3.11	5.09	
中国能源建设集团葛洲坝财务有限公司	财务公司	51.00	金融	0.01	17.53	2.92	2.28	33.11	

注：根据葛洲坝股份提供资料整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年
资产总额 [亿元]	863.30	1,049.00	1,276.30
货币资金 [亿元]	83.62	107.44	173.61
刚性债务[亿元]	340.84	401.59	549.74
所有者权益 [亿元]	158.76	241.59	281.01
营业收入[亿元]	595.28	716.05	822.75
净利润 [亿元]	18.71	28.03	34.31
EBITDA[亿元]	52.41	66.11	75.31
经营性现金净流入量[亿元]	46.98	11.46	-47.50
投资性现金净流入量[亿元]	-29.67	-45.64	-49.72
资产负债率[%]	81.61	76.97	77.98
长期资本固定化比率[%]	80.17	83.92	83.01
权益资本与刚性债务比率[%]	46.58	60.16	51.12
流动比率[%]	118.56	114.84	114.10
速动比率 [%]	52.08	56.90	51.94
现金比率[%]	22.20	22.17	26.70
利息保障倍数[倍]	1.88	2.17	2.61
有形净值债务率[%]	20,512.09	971.94	858.89
营运资金与非流动负债比率[%]	32.00	30.91	33.02
担保比率[%]	2.02	1.32	—
应收账款周转速度[次]	6.10	6.52	7.45
存货周转速度[次]	2.21	2.39	2.56
固定资产周转速度[次]	5.87	6.51	7.01
总资产周转速度[次]	0.73	0.75	0.71
毛利率[%]	13.29	14.27	14.01
营业利润率[%]	3.83	4.73	4.86
总资产报酬率[%]	4.67	5.26	5.04
净资产收益率[%]	12.51	14.01	13.13
净资产收益率*[%]	13.73	14.05	13.82
营业收入现金率[%]	93.00	84.57	80.04
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.19	2.31	-7.64
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.07	1.52	-5.27
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.12	-6.89	-15.64
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.60	-4.52	-10.79
EBITDA/利息支出[倍]	2.59	2.85	3.36
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.18	0.16

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年度财务报表，整理计算。

附录五:

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+应付利息+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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。