

中国葛洲坝集团股份有限公司  
及其发行的 16 葛洲 01、16 葛洲 02 与 16 葛洲 03

# 跟踪评级报告

 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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100110】

**评级对象:** 中国葛洲坝集团股份有限公司  
及其发行的 16 葛洲 01、16 葛洲 02 与 16 葛洲 03

	16 葛洲 01	16 葛洲 02	16 葛洲 03
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 30 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 30 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 30 日
<b>前次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 26 日
<b>首次评级:</b>	AAA/稳定/AAA/2015 年 11 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 5 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 5 月 3 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	31.29	71.25	63.19
刚性债务	340.74	272.69	303.22
所有者权益	169.25	345.76	350.11
经营性现金净流入量	-27.30	30.81	19.92
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	1,276.30	1,512.29	1,869.24
总负债	995.29	1,022.93	1,358.28
刚性债务	551.69	531.40	668.55
所有者权益	281.01	489.36	510.95
营业收入	822.75	1,002.54	1,068.07
净利润	34.31	44.79	58.47
经营性现金净流入量	-47.50	-34.28	-8.24
EBITDA	75.31	91.17	112.02
资产负债率[%]	77.98	67.64	72.67
资产负债率*[%]	77.98	78.22	81.22
权益资本与刚性债务比率[%]	50.94	92.09	76.43
流动比率[%]	114.10	168.72	134.83
现金比率[%]	26.70	39.37	23.52
利息保障倍数[倍]	2.61	2.29	3.05
净资产收益率[%]	13.13	11.63	11.69
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.64	-5.30	-1.09
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.79	-4.66	-8.39
EBITDA/利息支出[倍]	3.36	2.81	3.64
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.17	0.19

注: 根据葛洲坝股份经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。资产负债率\*为将公司发行的永续中票或可续期公司债券作为负债核算计算的资产负债率。

### 分析师

蒋卫 jw@shxsj.com  
王琳璇 wlc@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>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对中国葛洲坝集团股份有限公司(简称“葛洲坝股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 葛洲 01、16 葛洲 02 与 16 葛洲 03 的跟踪评级反映了 2017 年以来葛洲坝股份在竞争优势、抗风险能力及业务承揽等方面保持的优势,同时也反映了公司在履约风险、工程质量和安全、房地产经营及利息负担等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **竞争优势明显。**葛洲坝股份是我国主要的水利水电工程施工企业之一,建筑施工业务突出,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。**葛洲坝股份施工主业有效的带动上下游业务的协同发展,业务趋于多元化,显示出较强的整体抗风险能力。
- **业务承揽能力较强。**葛洲坝股份建筑施工类业务新签合同额持续增长,目前在手合同较充裕,可为未来收入的实现提供支撑。
- **货币资金及可变现资产储备较充裕。**葛洲坝股份货币资金储备较充裕,加上所持有的其他上市公司股权规模较大,公司即期债务偿付能力极强。

#### 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,尤其随着国际工程业务量的增加,公司受当地政治、经济等的影响加深,存在一定的履约风险。
- **工程质量和施工安全风险。**葛洲坝股份在施工

本报告表述了新世纪评级对葛洲坝股份及其发行的16葛洲01、16葛洲02、16葛洲03的的评级观点,并非引导投资者买卖或持有葛洲坝股份发行的金融产品及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。

安全及工程质量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。

- **房地产业务政策调控风险。**房地产行业受调控政策影响较大，面临的不确定性较多。
- **负债水平偏高，利息负担较重。**葛洲坝股份有息债务规模大，利息负担较重，利率的波动也易对公司盈利造成影响。且公司权益资本中含 160 亿元的永续债务，实际债务负担高于账面指标所示。

### ➤ 未来展望

通过对葛洲坝股份及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并维持上述公司债券 AAA 信用等级。

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

### 及其发行的 16 葛洲 01、16 葛洲 02 与 16 葛洲 03

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照中国葛洲坝集团股份有限公司（简称“葛洲坝股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”）2016 年公司债券（第一期）、2016 年公司债券（第二期）和 2016 年公司债券（第三期）（分别简称“16 葛洲 01”、“16 葛洲 02”及“16 葛洲 03”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据葛洲坝股份提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对葛洲坝股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2938 号文，葛洲坝股份获准在中国境内向合格投资者公开发行面值总额不超过 100 亿元（含 100 亿元）的公司债券。公司分别于 2016 年 1 月和 5 月发行了三期面值总额合计为 100 亿元的公司债券，募集资金在扣除发行费用后，用于偿还银行借款和补充流动资金。截至目前，公司发行三期公司债券的募集资金已按照约定使用。

**图表 1. 债券发行情况**

债券简称	发行规模（亿元）	发行利率（%）	债券期限（年）	起息日	到期日
16 葛洲 01	30.00	3.14	5	2016-01-19	2021-01-19
16 葛洲 02	30.00	3.27	(3+2)	2016-05-04	2021-05-04
16 葛洲 03	40.00	3.45	5	2016-05-13	2021-05-13
合计	100.00	--	--	--	--

资料来源：Wind

截至 2018 年 3 月末，该公司及下属子公司在境内公开发行的待偿还债务融资工具本金余额为 271.50 亿元，截至目前利息兑付情况正常。

**图表 2. 公司公开发行待偿还债务融资工具概况（截至 2018 年 3 月末）**

债项名称	待偿还本金余额（亿元）	期限（年）	当期利率（%）	起息日	本息兑付情况
16 葛洲 01	30.00	5	3.14	2016/1/19	未到期
16 葛洲 02	30.00	3+2	3.27	2016/5/4	未到期
16 葛洲 03	40.00	5	3.45	2016/5/13	未到期
13 葛洲坝 MTN1	6.00	7	5.11	2013/3/6	未到期
14 葛洲坝 MTN001	5.50	5	4.95	2014/12/25	未到期
16 葛洲坝 MTN001	30.00	5+N	4.28	2016/5/31	未到期
16 葛洲坝 MTN002	30.00	5+N	3.76	2016/9/20	未到期

债项名称	待偿还本金余额 (亿元)	期限 (年)	当期利率 (%)	起息日	本息兑付 情况
16 葛洲 Y1	25.00	3+N	3.24	2016/7/21	未到期
16 葛洲 Y2	25.00	5+N	3.48	2016/7/21	未到期
16 葛洲 Y3	20.00	3+N	3.15	2016/8/3	未到期
16 葛洲 Y4	30.00	5+N	3.43	2016/8/3	未到期
合计	271.50	--	--	--	--

资料来源：葛洲坝股份、Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形

势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我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国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司经营的建筑施工、水泥、民用爆破、房地产等业务所处行业具有较明显的周期性，且受固定资产投资影响较大。此外，随着施工及投资等业务的国际化，公司受项目所在地政治经济局势变化的影响也随之加深。

## (2) 行业因素

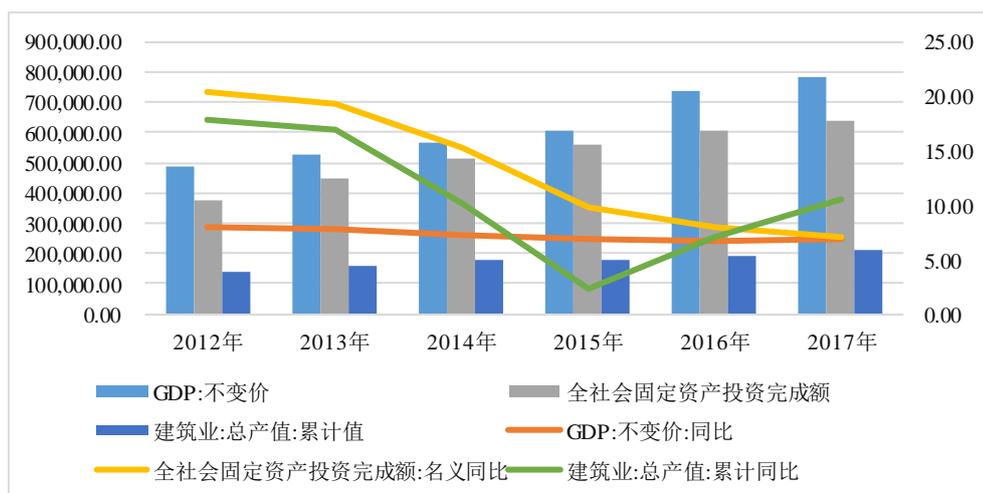
该公司主业涉及建筑施工行业及相关的环保、房地产、水泥、民用爆破等领域。公司在主业涉及的建筑施工、环保、水泥及民用爆破等多个行业领域地位较突出。

### A. 建筑施工行业

建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。建筑施工行业企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 2.29%。进入 2016 年以来，我国宏观经济总体企稳，年度国内生产总值为 74.36 万亿元，全社会固定资产投资完成额累计 60.65 万亿元，分别较上年同期增长 6.70% 和 7.90%，尽管增速仍呈现持续下滑趋势，但建筑施工业生产总值增速却有所回升，2016 年全国建筑施工业企业完成总产值 19.36 万亿元，同比增长 7.09%。2017 年，我国实现国内生产总值 82.71 万亿元，同年全社会固定资产投资完成额累计 64.12 万亿元，分别较上年同期增长 6.90% 和 7.00%，固定资产投资增速较上年同期略微下滑。同期，我国建筑施工业延续 2016 年发展态势，完成总产值 21.40 万亿元，同比增长 10.50%，增速较上年全年提高 3.41 个百分点。

**图表 3. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势（单位：亿元、%）**



数据来源：国家统计局、Wind

2017 年 2 月，国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出要深化建筑业简政放权改革、完善工程建设组织模式、加强工程质量安全

管理、优化建筑市场环境、提高从业人员素质、推进建筑产业现代化、加快建筑企业“走出去”等要求。4月，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出全国建筑业总产值年均增长7%、建筑业增加值年均增长5.5%的市场目标，这将进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；并在产业结构调整目标中明确：促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业。9月12日，国务院发布《关于开展质量提升行动的指导意见》，明确要求：确保重大工程建设质量和运行管理质量，建设百年工程。9月14日，住房和城乡建设部发布《关于坚强和改善工程造价监管的意见》，要求加强工程造价监管，合理确定建设工期，杜绝任意压缩合同工期行为；推进工程价款施工过程结算制度，规范工程预付款、工程进度款支付。相关政策的出台，将推进建筑施工行业持续、健康发展。

2017年我国建筑施工企业新签合同金额25.47万亿元，同比增长19.70%。年末，建筑施工企业共计88,059家，从业人数5,536.90万人，较上年末分别增长6.07%和6.80%。

**图表 4. 建筑施工行业概况**

指标	单位	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
企业数量	家	75,280	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059
从业人数	万人	4,180.84	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90
新签合同额	万亿元	14.50	17.48	18.47	18.44	21.28	25.47

数据来源：国家统计局、Wind

我国建筑施工业的负债水平高，自2007年以来负债率总体维持在72%以上的水平，根据Wind披露的数据，2017年末建筑施工业企业负债总额达11.03万亿元，行业资产负债率为76.76%，比上年末略有下降。建筑施工企业的财务负担较重。同时，建筑施工企业财务费用累计238.88亿元，对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还压力较大。

此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。近年我国建筑施工企业应收工程款、存货累计值逐年上升，建筑施工企业回款风险进一步增加。

**图表 5. 建筑施工业企业经营指标**

指标	单位	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
企业总收入	万亿元	13.02	15.25	16.57	17.07	18.18
利润总额	万亿元	0.48	0.61	0.64	0.65	0.67
产值利润率	%	3.00	3.79	3.63	3.57	3.48
按总产值计算的劳动生产率	万元/人	26.79	32.48	32.04	32.37	33.69
人均施工面积	平方米/人	194	230	227	223	227

数据来源：国家统计局、Wind

建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2017 年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升。近三年来建筑产业劳动生产率变化较小，随着建筑施工业产值收入的增长，从业人数不断增加两方面原因加上较大资金压力导致的融资成本升高、投资增速放缓导致的竞争压力加剧进一步拉低建筑施工业整体盈利水平，尽管建筑业企业总收入及利润总额逐年增长，但主营业务毛利率和产值利润率均持续下滑。

在社会资本合作（PPP）机制的推进方面，根据财政部建立的 PPP 综合信息平台显示，截至 2017 年末，按照要求审核纳入 PPP 综合信息平台项目库的项目共 14,424 个，总投资额 18.2 万亿元，其中，管理库<sup>1</sup>合计 7,137 个项目，投资额 10.8 万亿元；储备清单合计 7,287 个项目，投资额 7.4 万亿元。管理库落地项目（处于执行和移交阶段的项目，目前移交阶段项目 0 个）共 2,729 个，总投资额达 4.6 万亿元，落地率<sup>2</sup>为 38.2%；落地项目中已开工项目占 42.5%。

**图表 6. 全国 PPP 综合信息平台项目库各阶段明细（单位：个、万亿元）**

时间点	识别阶段		准备阶段		采购阶段		执行阶段	
	项目数	投资额	项目数	投资额	项目数	投资额	项目数	投资额
2016 年 3 月末	6,024	6.06	1,051	1.75	277	0.45	369	0.51
2016 年 6 月末	6,683	6.52	1,489	2.23	494	0.79	619	1.06
2016 年 9 月末	6,831	6.53	1,885	2.95	809	1.42	946	1.56
2017 年 3 月末	7,279	6.91	2,150	3.18	1,129	1.60	1,729	2.87
2017 年 6 月末	7,638	7.55	2,550	3.60	1,345	1.92	2,021	3.29
2017 年 9 月末	7,442	7.71	2,187	2.90	2,203	3.10	2,388	4.09
2017 年 12 月末	7,287	7.40	2,116	2.86	2,292	3.30	2,729	4.60

数据来源：财政部 PPP 中心

从回报机制来看，截至 2017 年末，使用者付费类项目 1,323 个，投资 1.6 万亿元，分别占管理库的 18.5%和 14.7%；政府付费类项目 2,884 个，投资 3.3 万亿元，分别占管理库的 40.4%和 30.6%；可行性缺口补助类（即政府市场混合付费）项目 2,930 个，投资 5.9 万亿元，分别占管理库的 41.1%和 54.7%。并且 2016 年 9 月末以来，使用者付费类项目的比重呈逐季度小幅下降趋势，可行性缺口补助类和政府付费类项目的比重变化则相反，呈逐季度小幅上涨趋势。可见，我国当前 PPP 项目对政府支付及财政补贴依赖性较大。

2017 年 11 月，财政部办公厅发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（简称“财政部 92 号文”），要求各省级财政部门严格新项目入库标准，同时于 2018 年 3 月 31 日前集中开展清退本地区管理库项目工作，全面核实项目信息及实施方案、物有所值评价报告、财政承受

<sup>1</sup> 自 2017 年 9 月起，全国 PPP 综合信息平台项目库项目分别划入储备库和管理库。储备库纳入统计的为识别阶段项目，是地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。管理库纳入统计的是准备、采购、执行和移交阶段项目。

<sup>2</sup> 项目落地率，指执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交四个阶段项目数总和的比值。

能力论证报告、采购文件、PPP 项目合同等重要文件资料。尽管本次项目入库标准加强及入库项目核查或对近期内 PPP 项目入库、落地产生一定影响，但长期来看 PPP 项目质量将得到提升，对项目参与各方都有利。

## B. 环保行业

目前我国固废处理、再生资源回收、水环境治理等环保业务尚处于初级发展阶段，随着国家对环保问题的高度重视及各项支持政策的出台，环保相关业务仍有较大发展空间。

随着我国经济快速发展，水资源短缺和水污染问题日趋严重，成为制约经济持续健康发展，威胁人民饮水安全的制约因素。2015 年 4 月，国务院发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”，计划到 2020 年七大重点流域水质优良比例总体达到 70% 以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内。2016 年 2 月，住房和城乡建设部<sup>3</sup>联合公布全国城市黑臭水体排查结果，显示在全国 295 座地级及以上城市中，仅 77 座城市没有发现黑臭水体；在其余 218 座城市中，共排查出黑臭水体 1,861 个。2016 年 12 月，国家发改委发布《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，提出到 2020 年底，实现城镇污水处理设施全覆盖、地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。2017 年 8 月 24 日，原环境保护部通报 2017 年上半年“水十条”进展情况，全国地级及以上城市 2,100 个黑臭水体中，完成整治工程的有 927 个，占 44.1%；重点城市（直辖市、省会城市、计划单列市）681 个黑臭水体中，完成整治工程的有 348 个，占 51.1%。同年 9 月，原环境保护部针对水污染防治行动计划进展相对滞后的地区开展专项督导工作。

伴随我国工业化、城镇化进程的加快，工业产生的固体废物数量迅速攀升。2016 年全国 214 个大、中城市一般工业固体废物产生量为 14.8 亿吨，工业危险废物产生量为 3,344.6 万吨，医疗废物产生量为 72.1 万吨，生活垃圾产生量约为 18,850.5 万吨<sup>4</sup>。截至 2016 年底，全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）经营许可证共 2,195 份，较上年增加 161 份，其中江苏省颁发数量最多。2016 年，全国危险废物经营单位核准经营规模达到 6,471 万吨，实际经营规模仅为 1,629 万吨。2016 年危险废物实际经营规模较 2006 年增长 448%，但较其年产量来说仍有较大增长空间。2015 年全国一般工业固体废物综合利用率为 60.3%<sup>5</sup>，距离《“十三五”生态环境保护规划》提出的目标——到 2020 年全国工业固体废物综合利用率提高到 73%，固废处置及综合利用行业有较大的发展空间。2017 年 7 月，国务院办公厅下发《禁止洋垃圾入境推进固体废物

<sup>3</sup> 2018 年 3 月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准国务院机构改革方案，整合分散的生态环境保护职责，组建生态环境部统一行使生态和城乡各类污染排放监管与行政执法职责，原环境保护部不再保留。

<sup>4</sup> 数据来源：2017 年 11 月，原环境保护部发布《2016 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》。

<sup>5</sup> 数据来源：2017 年 2 月，原环境保护部发布《全国环境统计公报（2015）》。

物进口管理制度改革实施方案》，要求全面禁止洋垃圾入境，明确提出分批分类调整进口固体废物管理目录，逐步有序减少固体废物进口种类和数量，提高国内固体废物的回收利用率，到 2020 年将国内固体废物回收量由 2015 年的 2.46 亿吨提高到 3.50 亿吨。2017 年年底，原环境保护部、商务部、发展改革委、海关总署、质检总局已将生活来源废塑料、未经分拣废纸、废纺织品、钒渣等 4 类 24 种固体废物调整为禁止进口。2018 年 4 月，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合印发《关于调整<进口废物管理目录>的公告》，将废五金、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等 16 种固体废物调整为禁止进口，自 2018 年 12 月 31 日起执行；将不锈钢废碎料、钛废碎料、木废碎料等 16 种固体废物调整为禁止进口，自 2019 年 12 月 31 日起执行。

具体在再生资源回收方面，根据中国再生资源行业发展报告数据，2014-2016 年我国十大类别<sup>6</sup>的再生资源回收总量分别约为 2.45 亿吨、2.46 亿吨及 2.56 亿吨，同期回收总值分别为 6,446.90 亿元、5,149.40 亿元、5,902.80 亿元，其中废钢铁、废有色金属、废塑料及废纸是我国最主要的再生资源品种。我国再生资源回收行业发展时间较短，行业中小企业数量众多，组织化程度低，市场竞争力较差，抗风险能力差。根据《2016 年度再生资源企业经营状况报告》，2016 年，我国前十大再生资源企业市场份额仅为 21%，百强企业市场份额仅为 27%，收入规模超过 10 亿元的企业数量仅有 22 家。再生资源回收行业的产业集中度较低，同时也给实力较强的行业龙头提供了大量并购机会。目前行业从业人员素质普遍偏低，相关经营企业面临着产业链条短、产品单一、生产工艺门槛低、同质化明显、增值水平低以及经营管理方式粗放等问题，行业发展有待进一步规范。

**图表 7. 2014-2016 年我国废钢铁、废有色金属、废塑料及废纸的回收利用情况**  
(单位：万吨)

名称	2014 年	2015 年	2016 年
废钢铁	15,230	14,380	15,130
废有色金属	798	876	937
废塑料	2,000	1,800	1,878
废纸	4,419	4,832	4,963

资料来源：中国再生资源行业发展报告，新世纪评级整理

2015 年 6 月，财政部和国家税务总局下发《关于印发<资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录>的通知》(财税[2015]78 号)，对符合行业规范条件的再生资源加工企业给予即征即退 30%~70% 增值税优惠政策。该项政策有利于缓解再生资源企业上游客户分散、难以开具增值税发票等造成的增值税税负较高问题。2017 年 1 月，工信部、商务部和科技部联合发布了《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》，提出到 2020 年，基本建成管理制度健全、技术装备先进、产业贡献突出、抵御风险能力强、健康有序发展的再生资源产业

<sup>6</sup> 包括废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废汽车、废旧纺织品、废玻璃及废电池。

体系，再生资源回收利用量达到 3.5 亿吨；建立较为完善的标准规范，产业发展关键核心技术取得新的突破，培育一批具有市场竞争力的示范企业，再生资源产业进一步壮大；并鼓励通过兼并、重组、联营等方式，提高行业集中度。

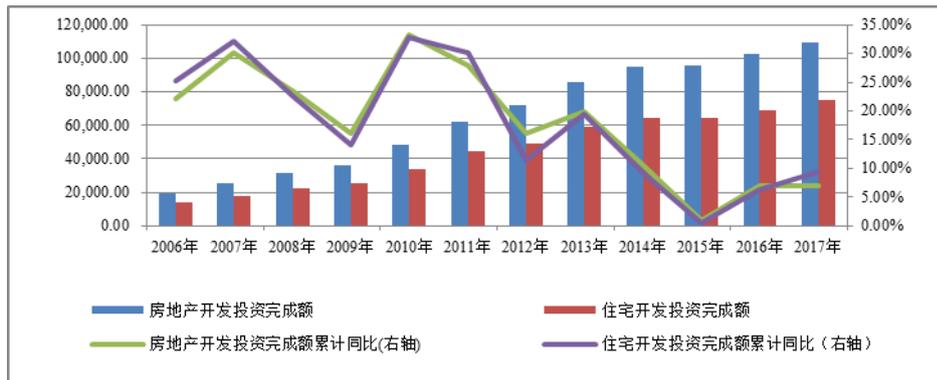
2016 年 12 月 25 日，全国人民代表大会审议通过《中华人民共和国环境保护税法》，规定直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者，应依法缴纳环境保护税。税额标准为：大气污染物每污染当量 1.2 至 12 元；水污染物每污染当量 1.4 至 14 元；固体废物按不同种类每吨分为 5 元至 1000 元不等，其中危险废物为 1000 元/吨。2018 年 4 月 1 日，环保税法正式施行，开征环保税。目前我国固废处理、再生资源回收、水环境治理等环保业务还处于初级阶段，国家对水资源保护、水污染治理、固体废物回收利用的高度重视及政策大力支持，将刺激相关行业的市场需求，相关领域将迎来一个大发展时期。

### C. 房地产行业

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望 2018 年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年度我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

图表 8. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：国家统计局、Wind

2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。值得关注的是，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 9. 2006-2017 年我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind

2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。2017 年 4 月，住房和城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与

风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

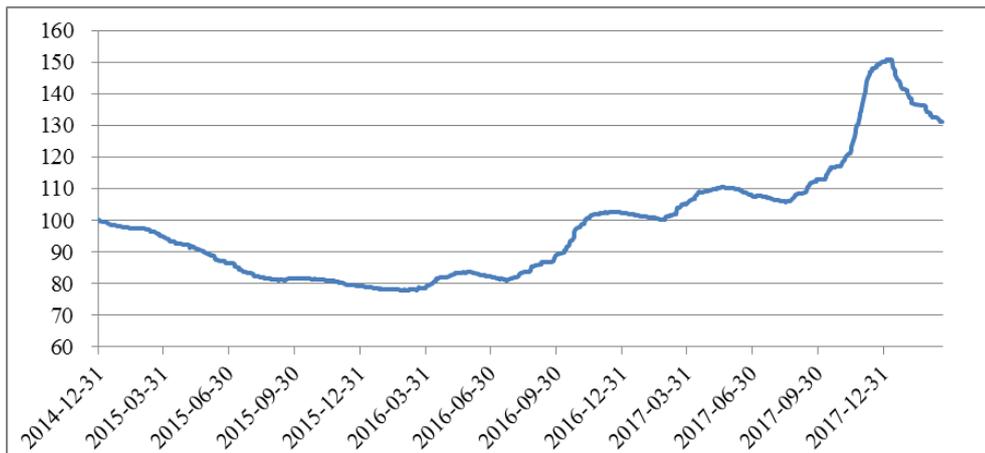
预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

#### D. 水泥行业

近年来我国固定资产投资增速持续放缓，水泥行业下游需求增长乏力，2017 年水泥产量均同比有所下降；全国去产能进展缓慢，水泥行业产能过剩基本面未发生明显改变，但基于环保压力的阶段停产限产使行业供需关系得以改善。针对我国水泥行业整体存在总量过剩、结构不合理的矛盾，国家采取了一系列调控措施，将有助于行业的健康持续发展；2017 年以来行业去产能政策加码，未来供给端收缩有望加快。近年来行业内兼并重组加快，但产业集中度仍不高。

水泥系国民经济建设中重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。近年来，受经济增速及固定资产投资增速下滑的影响，水泥需求增长乏力，全国水泥产量增速回落。2017 年受环保政策加码影响，全国水泥产量较上年减少 3.61% 至 23.16 亿吨。供给方面，截至 2017 年末，全国水泥熟料设计总产能约为 18.2 亿吨，较上年末减少 0.1 亿吨，实际产能去化不明显。成本端方面，2016 年 9 月起，受到煤炭行业减量化生产政策实施、迎峰度冬、社会资金炒作等多方面因素影响，煤炭价格飙升；2017 年，煤炭行业政策密集出台，重点围绕去产能及安环等方面，煤炭价格持续高位震荡态势。在水泥价格方面，2017 年，水泥价格震荡走高，尤其进入第四季度，受环保限产等因素影响，水泥呈现产不足需的状态，以致价格飙升，年末水泥价格指数达到 150 点的高位。2018 年第一季度行业淡季期间价格有所回落，3 月末水泥价格指数约为 130 点。受益于水泥价格持续上行，行业企业整体效益大幅提升，2017 年行业全年利润总额达 877 亿元，同比增长 94.41%，为仅次于 2011 年的历史第二高值。

图表 10. 2015 年以来全国水泥价格指数走势情况



资料来源：Wind

行业政策方面，由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，节能减排亦是国家管制重点。“十三五”期间，我国将大力推进水泥行业的“去产能”，遏制产能盲目扩张，严格执行能耗限额、污染物排放等强制性标准，倒逼竞争乏力产能退出。2017 年，在供给侧改革背景下，水泥行业去产能政策加码。据中国水泥协会于当年 12 月发布的《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，我国计划在三年期间压减熟料产能 39,270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家；2018-2020 年我国熟料去产能目标值分别定为 13,580 万吨、11,640 万吨和 14,050 万吨。

水泥行业属于能源消耗性行业，其生产技术相当成熟，行业壁垒较低，因此厂商众多，行业集中度较低。经过近几年的兼并重组，行业集中度有所提高，水泥行业的区域龙头格局基本形成。但 2017 年全国前十名熟料产能集中度为 57%，总体而言行业集中度依旧不高。在产业链地位方面，水泥行业向上游煤、电行业议价能力较弱，下游客户众多。

在行业风险方面，一方面，近年来固定资产投资增速持续放缓，水泥需求乏力，落后产能淘汰进展缓慢，水泥行业产能过剩未明显改善，供需平衡的调节主要依赖行业协同限产及错峰生产等政策限制，需关注行业自律意愿及政策的稳定性；另一方面，2018 年第一季度水泥价格有所回落，需持续关注水泥及原燃料煤炭价格波动风险。

### E. 民爆行业

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。随着行业结构的进一步调整，民爆行业产业集中度得到提高，预计行业整合力度将进一步加大。

我国民爆产品的主要需求来自于铁路、公路、水利、水电等基建领域和采矿业，因此民爆行业的发展与固定资产投资规模密切相关。民爆产品主要包括工业炸药、工业雷管和工业索类。2016 年，我国工业炸药产量为 354.2 万吨，

同比下降 3.89%，工业雷管总产量 11.19 亿发，同比下降 9.02%，降幅较往年明显减小。2017 年 1-6 月，工业炸药累计产量为 176.32 万吨，同比增长 12.6%，工业雷管累计产量 5.55 亿发，下游行业呈现回暖态势。

2016 年 11 月，工业和信息化部制定了《民用爆炸物品行业发展规划（2016-2020 年）》（简称“规划”），根据规划，“十三五”期间民爆行业科技创新能力进一步增强、产品结构进一步优化、产业集中度进一步提高、安全生产管理水平进一步提升、智能制造和生产线本质安全水平迈上新台阶。具体，在优化产品结构方面，现场混装炸药占工业炸药比重由 2015 年的 22.45% 突破 30%，导爆管雷管占工业雷管比重由 2015 年的 54.15% 提高到超过 70%，高强度型塑料导爆管产品占比超过 50%，安全环保型震源药柱产品占比超过 50%；在产业集中度提高方面，将培育 3 至 5 家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业，扶持 8 至 10 家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业，排名前 15 家企业生产总值在全行业占比要由 2015 年的 50.7% 突破 60%。

民爆行业实行严格的许可证审批制，较高的行业进入壁垒对行业内企业形成保护。随着民爆行业结构的进一步调整，产业集中度得到提高，2016 年，前 20 名合计完成生产总值占行业生产总值的比例为 60.80%。上下游产业链方面，上游原材料硝酸铵在炸药生产成本中占比较高，其价格变化趋势直接影响工业炸药的盈利情况。民用爆炸物品 70% 左右用于煤炭、金属和非金属三类矿山的开采，因此下游矿山开采量的变化直接影响民爆产品的销量和流向。由于民爆行业属于高危行业，应关注其安全生产风险；此外，应关注其上游原材料价格变化及下游矿山开采量的变化情况。

## 2. 业务运营

该公司建筑施工主业突出，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。其中，公司环保业务规模通过外延式并购实现迅速扩张。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。跟踪期内，随业务规模扩张，公司收入规模较上年持续增长，盈利能力基本保持稳定。

该公司为我国主要的大型建筑施工企业之一，公司在发展和突出建筑施工主业的同时，主动进行转型升级和结构调整，经营多元化发展。近年来公司在巩固传统优势业务的基础上，通过外延式并购积极发展环保业务，目前公司主要业务涵盖建筑施工、环保、水泥、民用爆破、房地产、基础设施投资与运营及高端装备制造等。

该公司业务开展的核心驱动因素主要包括政策、资本、品牌、规模、技术和管理等因素。宏观经济及行业政策因素对公司主业影响较大，直接决定了下

游产业或客户对公司服务及产品的需求，从而对公司业务开展形成影响。公司经营的建筑施工、环保及房地产等业务开展需要大量垫资，资本实力的强弱直接决定公司的业务承接能力。2015-2017 年末，公司所有者权益分别为 281.01 亿元、489.36 亿元及 510.95 亿元。公司资本实力突出，融资能力强，对各项主营业务开展形成强有力的支持。经过多年发展，公司已形成了“CGGC”<sup>7</sup>统一企业品牌下认知度、美誉度高的多品牌体系，包括“三峡”水泥品牌、“易普力”民爆品牌、“葛洲坝水务”品牌、“葛洲坝绿园”环保品牌、“葛洲坝地产”高端地产品牌及“葛洲坝装备”高端装备制造品牌，公司品牌竞争力较强。

**图表 11. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
建筑施工	国内、亚洲、非洲、欧洲、南美洲、大洋洲	一体化经营	规模、资本、技术、管理、品牌、政策
环保	国内北方地区、中原地区、南方地区	横向规模化/纵向产业链扩张	规模、资本、成本、管理、品牌、政策
水泥	湖北、湖南、哈萨克斯坦	横向规模化	规模、资本、成本、管理、品牌、政策
民用爆破	国内中部地区、西南地区、东北地区、非洲、南亚	横向规模化	规模、资本、技术、管理、品牌、政策
基础设施投资与运营	国内、巴基斯坦、巴西	横向规模化	规模、资本、管理、品牌
房地产	国内	横向规模化	规模、资本、管理、品牌
高端装备制造	国内、非洲、南亚	一体化经营	规模、资本、技术、管理、品牌、政策

资料来源：葛洲坝股份

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）**

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	822.75	1,002.54	1,068.07
其中：核心业务营业收入（亿元）	782.24	959.58	1,041.65
在营业收入中所占比重（%）	95.08	95.71	97.53
其中：（1）建筑施工	553.22	577.44	569.87
在核心业务收入中所占比重（%）	70.72	59.66	54.71
（2）环保	65.60	166.65	266.82
在核心业务收入中所占比重（%）	8.39	17.22	25.61
（3）水泥	51.35	55.50	66.80
在核心业务收入中所占比重（%）	6.56	5.78	6.41
（4）民用爆破	27.46	27.79	30.32
在核心业务收入中所占比重（%）	3.51	2.90	2.91
（5）基础设施投资与运营	15.56	18.05	23.49
在核心业务收入中所占比重（%）	1.99	1.88	2.25
（6）房地产	64.63	98.99	62.46
在核心业务收入中所占比重（%）	8.26	10.32	6.00

<sup>7</sup> CGGC 为该公司英文简称。

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
(7) 高端装备制造	4.43	23.41	21.89
在核心业务收入中所占比重 (%)	0.57	2.42	2.10
毛利率 (%)	14.01	13.05	13.07
其中：建筑施工 (%)	10.35	11.37	12.34
环保 (%)	3.06	2.50	0.96
水泥 (%)	30.31	28.68	32.45
民用爆破 (%)	30.36	24.35	23.64
基础设施投资与运营 (%)	57.63	56.55	58.08
房地产 (%)	26.12	20.98	27.72
高端装备制造 (%)	18.22	12.84	16.29

资料来源：葛洲坝股份

2015-2017 年该公司分别实现营业收入 822.75 亿元、1,002.54 亿元和 1,068.07 亿元，营业收入主要源于核心业务。从收入构成来看，2017 年建筑施工、环保、水泥、民用爆破、基础设施投资与运营、房地产及高端装备制造业务收入占核心业务收入的比重分别为 54.71%、25.61%、6.41%、2.91%、2.25%、6.00% 及 2.10%。其中，建筑施工、环保、水泥、房地产四项业务收入比重达 92.73%，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。2017 年公司营业收入较上年增长 6.54%，增长主要来自环保业务的收入增加。

### A. 建筑施工

该公司所从事的建筑施工业务涉及：公路、水利水电、房建、铁路、市政、水务、城市地下综合管廊、港口与航道等，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<sup>8</sup>负责实施。目前公司国内项目实施模式以 PPP 和施工总承包为主；国际项目实施模式主要为施工总承包和 EPC 等。建筑施工业务为公司基础主业，对公司收入贡献大。2017 年公司建筑施工业务收入较上年变化不大，近年来毛利率略有小幅提升。

### 技术因素

该公司是水利电力工程建设行业的龙头企业，具有水利水电工程施工总承包特级资质；同时，公司还拥有市政公用工程、公路工程、港口与航道工程、电力工程施工总承包一级资质、矿山工程施工总承包二级资质等建设工程施工资质。在房屋建设方面，公司及下属成员企业拥有房屋建筑工程施工总承包一级资质、园林绿化企业一级资质和园林古建筑专业承包二级资质。

该公司及多个下属子公司均为高新技术企业，专业技术优势突出。公司拥有国家级企业技术中心 1 个，省级技术中心 16 个，博士后科研工作站 2 个，

<sup>8</sup> 主要包括：中国葛洲坝集团国际工程有限公司、中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司、中国葛洲坝集团第五工程有限公司、中国葛洲坝集团第二工程有限公司、中国葛洲坝集团第一工程有限公司、中国葛洲坝集团第六工程有限公司、中国葛洲坝第三工程有限公司等。

院士专家工作站 2 个。根据 2018 年 2 月国家发改委办公厅发布的《关于发布国家企业技术中心 2017-2018 年评价结果的通知》，公司的国家企业技术中心被评定为优秀，本次评价的优秀率仅为 4%。公司在大江大河导截流、筑坝施工、大型地下工程、大型金属结构制造安装等领域已掌握达到国际领先或国际先进水平的专业施工技术。历年来，公司取得包括国家科技进步特等奖在内的重大科技成果 1,500 多项，其中 19 项获国家级科技奖励，237 项获省部级科技奖励；3,200 余项专利获得国家授权，其中发明专利 305 项；主编或参编了 100 余项国家及行业标准；51 项工法被评为国家级工法，289 余项工法被评为省部（行业）级工法；获得 100 件软件著作权，获得注册商标 65 件。公司已拥有了一批具有自主知识产权的核心技术，并多次荣获国家鲁班奖、詹天佑奖及优质工程金质奖等奖项。

### 管理因素

该公司从投资商和总承包商的角度深入研究项目管理工作，明确了公司总部、子企业、项目部的管理职责，项目管理的责权体系清晰、运转协调。在投资项目和 PPP 项目中，合理界定决策层、经营层、项目管理公司、总承包项目部的职责，逐步形成了既分工协作、又有效制衡的管理机制。公司项目管理较为规范，有利于提升履约能力和盈利水平。

### 规模因素

该公司国内建筑施工业务覆盖全国 31 个省、市、自治区；国际业务方面，公司在 99 个国家设立分支机构，覆盖 142 个国家和地区，其中，在“一带一路”沿线国家设立 33 个分支机构，辐射 57 个国别市场。2017 年公司新签合同金额较上年增长 5.83%，新签合同中国内工程占比 64.35%，国际工程占比 35.65%。在新签国际工程合同中，公司与中国水电建设集团国际工程有限公司和中地海外集团有限公司组成联合体中标的尼日利亚蒙贝拉水电站项目，合同额高达 383 亿元；公司签约的俄罗斯阿穆尔天然气加工厂项目施工总承包合同额近 100 亿元。2017 年，公司传统水利水电业务稳步推进，新签国内外水电业务合同额 378.68 亿元，约占新签合同总额的 16.75%。同时，公司继续稳固高速公路、市政基础设施、房建工程等非水电业务的规模，当年公司新签非水电合同总额为 1,881.80 亿元，较上年增长 4.80%。

图表 13. 近年来公司新签工程合同情况（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年
<b>新签合同金额</b>	<b>1,815.98</b>	<b>2,135.99</b>	<b>2,260.48</b>
其中：国内工程	1,120.83	1,430.37	1,454.66
国际工程	695.15	705.62	805.82
其中：水电工程	732.14	340.41	378.68
非水电工程	1,083.84	1,795.58	1,881.80

资料来源：葛洲坝股份

在 PPP 业务方面，2017 年该公司成功签约或中标了田林至西林（滇桂界）公路工程 PPP 项目、陕西省延长至黄龙、宁陕至石泉高速公路、南京中以农业

科技城、荆州市城北快速路等国内重大公路、市政基础设施 PPP 项目。其中，四川省巴中至万源高速公路项目、陕西省延长至黄龙、宁陕至石泉高速公路 PPP 项目入选财政部第四批 PPP 示范项目。截至 2018 年 2 月底，公司已中标及签约的 PPP 项目共 20 个，合同金额 1,220 亿元，不存在已入库项目因财政部 92 号文被清理出库的情况，各项目均按合同约定有序推进。

**图表 14. 公司在建工程项目情况（单位：亿元）**

	2015 年末	2016 年末	2017 年末
在建工程数量（个）	1,092	1,032	874
执行合同总金额（亿元）	4,180.91	5,263.70	5,434.00
剩余合同总金额（亿元）	2,045.00	2,698.10	2,987.00

资料来源：葛洲坝股份

截至 2017 年末，该公司在建工程项目 874 个，在建工程执行合同总金额为 5,434.00 亿元，剩余合同总金额为 2,987.00 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。

截至 2017 年末，该公司在建国际项目共 106 个，主要分布在亚洲、非洲、欧洲、南美洲等 40 多个国家，合同总金额为 2,061.68 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<sup>9</sup>、阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目<sup>10</sup>、安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目<sup>11</sup>等。截至 2017 年末，公司承建的巴基斯坦 N-J 水电工程项目已完工 98.19%，累计投入成本 180.88 亿元，项目总体进展顺利，计划于 2018 年 3 月实现首台机组发电，当年末公司累计获得支付占合同金额比例的 99.1%，项目回款情况可控。2017 年，阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目主体工程复工，现场主要进行设计、临建施工、土建施工、设备采购等工作，截至 2017 年末已完工 29.56%，累计投入成本 100.71 亿元，累计获得支付占合同金额的 20.08%，项目预计将于 2022 年 4 月正式完工。截至 2017 年末，安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目累计投入成本 16.64 亿元，项目已完工 6.25%，目前现场正在进行导流洞开挖支护、进厂交通洞、右岸营地、右岸生产辅助设施、宽扎河桥及永久道路等项目的施工，项目预计将于 2023 年 6 月正式完工。随业务国际化进程的加快，公

<sup>9</sup> 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。受设计变更及自然灾害等原因影响，项目工期延长。截至 2017 年末，工期为由 2007 年 12 月-2018 年 8 月，项目金额约为 210.57 亿元。

<sup>10</sup> 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。截至 2017 年末，合同金额约为人民币 368.68 亿元。

<sup>11</sup> 该公司、BOREAL INVESTMENTS LIMITED 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-HOLDINGLDA 占比为 2.5%。截至 2017 年末，项目金额约为 296.33 亿元。

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。

截至 2017 年末，该公司在建国内项目共 768 个，其中规模较大的项目主要有唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目、四川省巴中至万源高速公路项目、日照（岚山）至菏泽公路枣庄至菏泽段施工、南京江北新区中心区地下空间一期建设工程 PPP 项目等。其中，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，截至 2017 年末，项目总投资约为 97.10 亿元，该项目已完工 19.67%，累计投入金额为 15.77 亿元，项目预计将于 2020 年 12 月全部完工。四川省巴中至万源高速公路项目是由公司与巴中市交通建设有限公司、达州市交通投资建设集团有限责任公司合作投资的项目，公司出资比例为 99%，合同金额为 173.17 亿元，合作期限为 34 年，其中建设期 4 年，收费期限为 30 年。截至 2017 年末，累计投入金额为 17.13 亿元，项目预计将于 2020 年 10 月全部完工。

## B. 环保

近年来，该公司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，近年来收入规模迅速扩大，对公司总体收入贡献程度逐年提升。公司环保业务主要由再生资源、水环境治理、污泥污泥治理、固废垃圾处理、新型道路材料生产等业务构成。公司环保业务中再生资源业务收入占比最高，而再生资源业务毛利率偏低，随着再生资源业务规模逐年扩大，公司环保业务毛利率呈下降趋势，近三年分别为 3.06%、2.50% 及 0.96%。

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”）。绿园科技控股的葛洲坝环嘉（大连）再生资源有限公司（简称“葛洲坝环嘉公司”）、葛洲坝兴业再生资源有限公司（简称“葛洲坝兴业公司”）及葛洲坝淮安再生材料有限公司主要负责公司再生资源业务。2017 年绿园科技出资 1.80 亿元与宁波展慈金属工业有限公司合资设立葛洲坝展慈（宁波）金属工业有限公司（“葛洲坝展慈公司”），绿园科技持股比例 60%，布局有色金属精加工业务；2018 年初，公司与北京环境卫生工程集团公司合资成立葛洲坝京环科技有限公司，公司持股比例 51%，打造固废全口径处置利用平台。公司再生资源业务产业结构不断完善。截至 2017 年末，绿园科技在全国共布局 21 家业务子分公司，已构建了全国性的再生资源回收网络，再生资源年综合处理能力达 920 多万吨，公司再生资源经营种类囊括废钢、废纸、废塑料、废有色金属、废玻璃、废旧汽车拆解等，加工分拣后的种类达 1,000 余种。

## 成本因素

在成本方面，再生资源业务主要成本为原材料采购成本。绿园科技再生资源业务原材料采购模式主要分为自场地采购和国内贸易采购两种。自场地采购主要是个体户将收购的废品在废品收购基地进行过磅销售；国内采购对象主要是供销社和物资回收公司。2017 年，绿园科技面向个人采购原材料金额占总

采购金额的比重为 74.27%；主要的原材料供应商包括大连展宏再生资源回收有限公司和大连鸿顺发物资回收有限公司。此外，再生资源业务原材料价格受大宗商品价格变化影响，呈现较大波动性，对再生资源业务的盈利有重要影响。

### 规模因素

绿园科技再生资源业务的加工生产业务较少，收入主要来源于对废钢、废有色金属、废纸、废玻璃等再生资源的分类、剪切或打包，最终对外销售。该类业务技术含量较低且附加值较低。废塑料的加工流量较为复杂，但废塑料产品收入占比相对较小。2017 年绿园科技减小了废塑料和废纸的业务规模。在产销方面，公司主要采取以销定采模式，导致主要产品的产销量普遍较高。

由于再生资源业务特点是产品单价低、总量大，各类品种再生资源均有一定的经营半径，因此再生资源业务需要进行区域布局，以有效降低成本，增强竞争力。目前，葛洲坝环嘉公司主管北方地区经营，葛洲坝兴业公司主管中原地区经营，未来公司将进一步拓展南方地区市场。在销售模式方面，绿园科技废品产品主要是直销模式，废塑料一般直接销售给化纤厂，废纸销售给纸厂；对于废钢铁和废玻璃主要采用经销商模式，废钢铁主要销售给钢铁企业，废玻璃大部分通过经销商销售给啤酒厂。绿园科技再生资源业务主要客户包括福建青拓镍业有限公司、重庆顺博铝合金股份有限公司、浙江青山钢铁有限公司等，客户集中度不高。

除再生资源业务外，该公司积极开展水环境治理、污泥污泥治理、道路材料、固废处理及新能源和清洁能源业务。在水环境治理方面，2017 年公司负责实施的温岭市牧屿污水处理厂改扩建及管网工程、荆门市竹皮河流域水环境综合治理（城区段）、通州·北京城市副中心水环境治理、阜阳市水系综合整治（黑臭水体）、海口市鸭尾溪水环境综合治理等水务 PPP 项目进展顺利。当年公司并购了保定市尧润科技环保公司（简称“尧润环保”），尧润环保是保定市水务运营领域规模最大的、专业从事污水处理的高科技民营企业，具有国家级环境污染治理设施运营资质证书，拥有 7 个分公司、8 个污水处理厂和 2 个垃圾填埋场，污水处理规模为 10.1 万吨/日。通过并购尧润环保，公司成功抢占雄安新区环保市场。

在污泥污泥治理方面，该公司业务经营主体为绿园科技控股子公司葛洲坝中固科技股份有限公司（简称“中固科技”）。中固科技已承接滇池生态清淤、武汉青山区土壤修复、安徽霍邱矿山尾矿充填、唐山丰南海泥固化、荆门竹皮河流域环境综合治理等多个大型水土治理工程。其中，滇池生态清淤工程是全球最大的湖泊治理机械化脱水工程，底泥脱水固化处理规模达 400 万方。2017 年，中固科技合同总储备量突破 11 亿元。

在新型道路材料方面，该公司下属葛洲坝武汉道路材料有限公司（简称“道路材料公司”）为高新技术企业。2017 年，公司道路材料业务签约 3.5 亿元，钢渣综合利用业务共销售钢渣混合材 12.47 万吨，钢渣集料 0.98 万吨，实现了钢渣沥青混凝土在多个高速公路的规模化应用。当年道路材料公司成功申报科

技项目 2 项、补助 2 项；获授权发明专利 3 件；参编的交通部行业标准 JT/T 1086-2016《沥青混合料用钢渣》已于 2017 年 1 月 1 日发布实施。

在固废垃圾处理方面，该公司下属葛洲坝中材洁新（武汉）科技有限公司（简称“中材洁新公司”）建成的老河口水泥窑协同处置 500 吨/天生活垃圾示范线 2016 年已正常运营，2017 年处理垃圾 8.71 万吨。2017 年中材洁新公司完成了松滋市、宜城水泥窑协同处置生活垃圾和危废示范线项目，新增垃圾处理能力 25 万吨/年。

在新能源和清洁能源方面，2017 年该公司下属电力公司投资建设的甘肃瓜州新能源清洁供暖项目一期已建成，供暖面积 100 万平方米，一个供暖季预计可消纳新能源电量 1.5 亿度。同期，公司下属中国葛洲坝集团水泥有限公司（简称“水泥公司”）水泥窑余热发电机组装机 13 台 10.50 万千瓦，发电量 4.65 亿度。

### C. 水泥

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水泥公司，主要涉及水泥、熟料、商品混凝土及相关产品的生产和销售。近年来公司水泥业务收入稳步增长，毛利率主要受水泥价格、煤炭价格变化等影响有所波动。

#### 规模因素

近年来该公司水泥业务加快推进结构调整、转型升级，产能置换建设项目有序推进，钟祥、当阳、松滋及湖南石门白水泥生产线陆续投入运行。截至 2017 年，水泥公司水泥总产能达到 2,460 万吨，熟料产能达到 1,707 万吨，位列中国水泥熟料产能百强榜第 13 位。当年水泥公司实现商品销售 2,337.04 万吨，其中水泥 2,047.53 万吨、熟料 289.51 万吨；全年销售商品砼同比上升 26%；全年销售骨料 508 万吨。

图表 15. 近年公司水泥产能及产销情况（单位：万吨）

	2015 年度	2016 年度	2017 年度
产能	2,220.00	2,430.00	2,460.00
产量	1,939.07	2,194.27	2,233.21
销量	1,979.19	2,240.00	2,047.53

资料来源：葛洲坝股份

#### 成本因素

2017 年，该公司对水泥业务继续加强成本管控，采用对标与定额管理，依托生产指挥中心、能管系统等措施，加强过程管控与分析，提升生产精细化管理水平。当年熟料实物煤耗同比下降 1.61 千克/吨、熟料电耗同比下降 1.97 千瓦时/吨、水泥电耗同比下降 0.68 千瓦时/吨，能源消耗成本全年直接节约 4,000 万元。

此外，该公司积极拓展海外业务。水泥公司哈萨克斯坦克西里日产 2,500

吨熟料水泥生产线项目正按各项工程节点建设，预计 2018 年年底竣工。同时，水泥公司围绕中亚和东南亚重点区域，对重点国别市场进行调研。

#### D. 民用爆破

该公司的民用爆破业务主要依托下属中国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用爆破企业，促使民用爆破业务迅速发展。而国家对民用爆破行业的监管力度不断加大，行业准入门槛不断提高，也为公司民用爆破业务的发展提供了良好的外部环境。经过整合及引入战略投资者，易普力公司进一步巩固了在湖北、湖南、西南及东北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。

2016 年以来年易普力公司根据终端市场变化，适度收缩煤炭、钢铁矿山项目，向水电、基建和有色金属矿山市场逐步转型。同时，易普力公司依托存量市场深度开发，推动业务从单一爆破施工向矿山施工总承包升级，矿山施工总承包业务占比持续提升。近年来该公司民用爆破业务收入相对稳定，毛利率有所下降，主要系公司大力发展毛利率相对较低的矿山施工总承包业务所致。

#### 规模因素

2017 年，易普力公司的工业炸药产能为 28.35 万吨/年，生产工业炸药 22.48 万吨，工业雷管 2,231.39 万发。当年易普力公司混装炸药产量同比增长 50%；有色金属、砂石骨料矿山市场的签约金额占总签约额的 78%，市场结构进一步优化。当年，易普力公司继续发展海外业务，重点拓展西非、南亚市场，同时顺利引进利比亚战略合作方。易普力公司海外新签合同相继落地，实现了由单一水电项目向矿山领域的延伸。

图表 16. 公司工业炸药产能及产销情况（单位：万吨）

	2015 年度	2016 年度	2017 年度
凭照产能	25.50	31.05	28.35
产量	20.17	17.83	22.48
销量	20.14	17.83	22.43

资料来源：葛洲坝股份

#### 技术因素

2017 年，易普力公司围绕民用爆破业务转型升级，加大技术攻关力度，6 项科技成果通过行业鉴定，其中“台阶爆破柔性堵塞关键技术研究与应用”等 3 项科技成果达到国际先进水平，“爆破作业现场无线视频监控系統研究与應用”等 4 项成果达到国内领先水平；获得授权专利 30 项，省部级科技进步奖 3 项，成功争取了民用爆破行业、砂石骨料行业 10 项标准制定权。

#### E. 基础设施投资与运营

该公司基础设施投资与运营板块通过对外投资、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，具体主要涉及高速公路

运营、水务、水力发电等，投资业务多样化。公司基础设施投资与运营业务收入占比相对较小，但毛利率相对较高。

在高速公路业务方面，目前，该公司高速公路运营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 2016 年组建了高速公路运营管理专业子公司—中国葛洲坝集团公路运营有限公司，对高速公路进行专业管理。2017 年，襄荆高速公路、大广北高速公路及内遂高速公路分别实现通行费收入 9.06 亿元、4.14 亿元及 2.84 亿元，通行车流量较上年同期稳定增长；分别实现净利润 4.49 亿元、0.04 亿元及-1.15 亿元。此外，公司在建高速公路包括山东济南至泰安段、国家高速德上线巨野至单县段、日照（岚山）至菏泽公路枣庄至菏泽段、四川巴中至万源段等，2017 年末公司运营和在建公路里程达到 1,422 公里。

在水务业务方面，2016 年，该公司以 1.65 亿元和 5.61 亿元分别收购了湖南海川达投资（集团）有限公司（简称“湖南海川达公司”）和北京中凯兴投资管理有限公司（简称“北京中凯公司”）100%的股权，截至 2016 年末公司持有凯丹水务国际集团（香港）有限公司、湖南海川达公司、北京中凯公司三家公司 100%股权。当年公司正式组建了水务运营管理专业子公司——中国葛洲坝集团水务运营有限公司，对水务运营进行专业管理。同时公司还借助国家大力推进 PPP 项目的有利机遇，成功以 PPP 方式获取海口、荆门、温岭、通州等水务项目的投资建设和运营管理权。截至 2017 年末，公司运营管理 49 个水厂，1,000 余公里管网和 6 个泵站，水处理能力达到 272 万吨/天，分布在北京、天津、山东、河南、河北、湖南、湖北、四川、浙江等多个地区，基本实现了全国性布局。2017 年各水厂运行平稳。除以上外，2017 年公司下属中国葛洲坝集团海外投资有限公司（简称“海外投资公司”）以 4.57 亿巴西雷亚尔的对价款收购巴西圣保罗圣诺伦索供水系统公司 100%股权，截至当年末尚未完成股权交割。该项目预计于 2018 年 8 月投入商业运营，特许经营权为 25 年（含建设期），项目供水能力为 41 万吨/日。

在水力发电业务方面，该公司继续依托下属全资或参股的电厂进行。公司在国内运营的水电站共 5 座，包括湖北南河过渡湾电站（2.55 万 KW）、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）、新疆阿克苏牙孜河斯木塔斯水电站（11 万 KW）。2017 年，公司国内运营水电站累计发电量 8.47 亿度，实现营业收入 3.14 亿元。此外，2017 年海外投资公司完成对巴基斯坦苏基克纳里水电站（Suki Kinari）项目公司 78%的股权的收购，获取 SK 水电站的投资开发权。SK 水电站项目总装机容量为 87.03 万千瓦，4 台机组，平均年发电量为 30.81 亿度，目前已处于正常施工阶段，预计将于 2023 年底完工并正式运营发电。

## F. 房地产

该公司控股股东是国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）批准开展房地产业务的中央直属企业之一。2017 年公司房地产业务收入

较上年下降 36.90%，主要是当年完工交付开发项目减少所致。

**图表 17. 2015 年以来公司房地产业务开发情况（单位：万平方米、亿元）**

	2015 年	2016 年	2017 年
新开工建筑面积	154.48	96.37	164.13
竣工建筑面积	46.61	106.63	69.06
期末在建项目权益施工面积	169.17	226.77	325.41
销售面积	49.41	52.11	68.89
销售合同签约金额	79.55	102.00	159.26
期末已开盘可供销售面积	52.49	51.36	18.99

资料来源：葛洲坝股份

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、华润、招商、保利和金茂等。2017 年，房地产公司深耕一线城市，重点布局二线核心城市，定位高端市场，不断创新开发模式和开发理念，梳理确立了国府系、府系、公馆系和蘭园系四大产品系列。同时，房地产公司率先研发国内行业领先的“5G 科技”体系，完善了行业绿色科技住宅理论体系。

2017 年该公司房地产业务新开工建筑面积 164.13 万平米，竣工建筑面积 69.06 万平米，年末在建项目权益施工面积 325.41 万平方米；当年实现销售面积 68.89 万平米，销售合同签约金额 159.26 亿元，销售面积及销售金额均高于 2015 年和 2016 年水平。截至 2017 年末，公司已开盘可供销售面积为 18.99 万平米。

截至 2017 年末，该公司已完工房地产项目 17 个，含控股项目 16 个，参股项目 1 个。其中，16 个已完工控股项目累计投入 180.55 亿元，已实现资金回笼 199.92 亿元，预计尚可回笼资金 15.45 亿元；1 个已完工参股项目累计投入 47.67 亿元，已实现资金回笼 44.12 亿元，预计尚可回笼资金 26.42 亿元。

**图表 18. 2017 年末公司在建房地产项目概况**

项目名称	项目性质	所在地	投资比例	总投资	已投资	规划建筑面积	土地面积	项目进度	已实现资金回笼
海南海棠福湾	公寓/别墅/酒店	海南	100%	98.64	62.98	30.48	37.42	64%	17.19
北京西宸原著	住宅/别墅/底商	北京	50%	71.45	65.49	15.60	6.18	70%	70.49
北京中国府	住宅/别墅	北京	100%	108.13	60.58	34.92	10.46	15%	0.00
上海玉兰花园	住宅	上海	100%	68.21	47.73	34.08	15.42	70%	24.23
上海融胜青浦 02-01 地块	住宅	上海	51%	16.08	11.48	5.01	15.09	70%	0.00
上海紫郡公馆	住宅	上海	100%	21.88	15.77	6.23	2.53	70%	0.00
武汉世纪花园	住宅/商业/别墅	武汉	100%	44.28	42.55	56.19	31.02	95%	36.71
武汉国际广场南区	住宅/商业	武汉	100%	44.07	23.15	26.25	4.26	18%	0.00
武汉经开紫郡蘭园	住宅/商业	武汉	100%	21.87	2.17	26.77	5.80	10%	0.00
重庆微客公馆	住宅/公寓/商业	重庆	100%	3.58	3.34	6.00	2.00	90%	1.52

项目名称	项目性质	所在地	投资比例	总投资	已投资	规划建筑面积	土地面积	项目进度	已实现资金回笼
合肥玖珑府	住宅/商业/办公	合肥	70%	9.48	6.10	16.34	4.47	85%	10.23
合肥中国府	住宅	合肥	100%	48.43	34.95	22.89	8.52	50%	0.00
南京紫郡蘭园 A 地块	住宅/商业/办公	南京	70%	35.49	17.13	12.57	4.48	48%	33.80
南京中国府	住宅	南京	100%	56.45	35.99	11.07	2.64	64%	0.00
南京紫郡府	住宅	南京	51%	36.90	19.40	13.58	4.56	53%	0.00
成都紫郡蘭园	住宅/别墅/商业	成都	51%	19.91	7.72	33.20	9.96	40%	6.52
广州紫郡府	住宅	广州	100%	52.29	32.52	20.75	3.53	60%	2.78
<b>控股合计</b>	—	—	—	<b>757.14</b>	<b>489.05</b>	<b>371.93</b>	<b>168.34</b>	—	<b>203.47</b>
重庆欧麓花园城	住宅/别墅/商业/公寓	重庆	49%	157.01	67.64	201.02	81.34	43%	42.96
广州曼城	住宅	广州	49%	31.47	22.83	11.03	2.30	95%	28.04
广州海德公馆	住宅	广州	49%	41.22	32.12	12.75	3.27	90%	30.41
重庆国博城	住宅/别墅/商业/公寓	重庆	49%	128.93	76.09	151.63	58.31	59%	67.98
天璞项目	住宅/商业	杭州	25%	39.14	29.64	18.88	4.68	75%	45.53
琨瑜府	住宅/办公楼/商业	武汉	40%	97.16	54.40	78.69	10.75	56%	27.55
<b>参股合计</b>	—	—	—	<b>494.93</b>	<b>282.72</b>	<b>474.00</b>	<b>160.65</b>	—	<b>242.47</b>
<b>合计</b>	—	—	—	<b>1,252.07</b>	<b>771.77</b>	<b>845.93</b>	<b>328.99</b>	—	<b>445.94</b>

注：①资料来源：根据葛洲坝股份所提供资料整理、绘制（截至 2017 年末）

②总投资包含土地出让金；控股、参股等合作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，总投资金额为多期滚动投入的合计数。项目的已投入金额为累计投入数，未抵扣项目已销售部分所对应的投入资金。

截至 2017 年末，该公司在全国范围内共有 23 个重点在建项目，其中 17 个控股项目含土地成本在内的总投资<sup>12</sup>合计 757.14 亿元，截至 2017 年末已累计投入 489.05 亿元；6 个参股项目含土地成本在内的总投资<sup>13</sup>合计 494.93 亿元，截至 2017 年末已累计投入 282.72 亿元。公司在建房地产项目后续尚需投入金额（含合作方投资）合计 480.30 亿元。总体而言，公司房地产业务的后续投资规模较大。公司房地产项目多分期滚动开发，若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，2017 年房地产公司新增土地储备 7 块，新增土地储备权益面积 17.76 万平方米，新增土地权益出资 90.03 亿元，储备土地对应权益计容建筑面积为 33.13 万平方米。截至 2017 年末，公司合计土地储备 7 块，主要分布在苏州、杭州、南京等地，合计土地购置成本 193.34 亿元，土地款均已完成支付。

<sup>12</sup> 含合作方投资。

<sup>13</sup> 含合作方投资。

图表 19. 2017 年末公司土地储备情况

地块名称	购置时间	购置成本 (亿元)	公司持 股比例 (%)	土地面积 (万平方米)	权益计容 建筑面积 (万平方米)	周边楼板 价(万元/ 平)	土地款 支付情 况	预计开 工时间	投资规模 (不含土 地成本) (亿元)
苏地 2017-WG-20 项目	2017.9	7.70	100.00	3.87	2.70	1.93	已支付	2018.11	6.53
苏地 2017-WG-40 项目	2017.11	26.71	22.00	7.48	18.69	2.89	已支付	2018.7	26.24
蒋村单元 XH0607-04 地 块	2017.6	44.48	70.00	5.68	3.97	2.50	已支付	2018.8	47.92
BH2016-09 地块	2016.6	8.47	100.00	2.62	6.51	2.00	已支付	2018.10	6.31
南京紫郡蘭园 C/D 地块	2016.9	21.51	70.00	8.84	18.08	3.00	已支付	2018.7	39.75
南京 G30 项目	2017.8	65.00	33.90	4.83	5.73	4.28	已支付	2018.9	45.00
广州白云区广花一路地 块	2017.12	19.48	10.00	5.69	0.86	3.20	已支付	2018.7	13.65
<b>合计</b>	—	<b>193.34</b>	—	<b>39.01</b>	<b>56.54</b>	—	—	—	<b>185.40</b>

资料来源：葛洲坝股份

### G. 高端装备制造

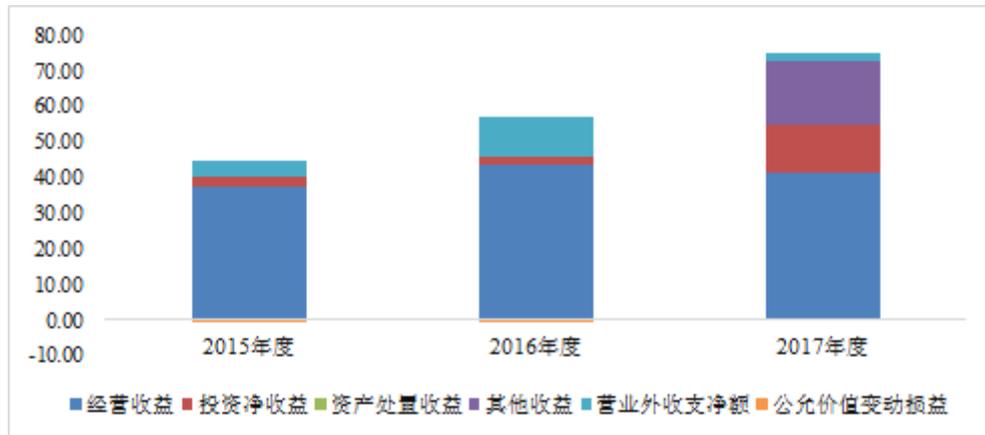
该公司高端装备制造业务主要包括分布式能源装备、环保装备及其他装备的设计、制造、销售及相关工程的建设、运营、维护等一体化综合服务，以及金属结构加工等业务。目前高端装备制造业务收入占公司核心业务收入的比重尚小。

2017 年该公司围绕智慧能源、高效储能、节能环保、智能制造四大业务方向加大投资并购力度；武汉高端装备产业园建设顺利推进；加快项目落地，已实现高速机项目顺利投产，中速机项目、压缩空气储能项目、二氧化碳制冷载冷项目有序推进。为提高高端装备研发能力，公司挂牌成立高端装备研究院和院士专家工作站，并与知名院士签订聘用协议，合作开展高端装备技术研究，共同推动产业落地。

近年来该公司不断拓展国际市场业务，大力开发分布式能源电站项目。截至 2017 年末，公司已成功签约合同金额为 9.05 亿美元的加纳 400MW 重油电站建设及运维项目、4.75 亿美元的巴布亚新几内亚 300MW 燃气电站项目、7.97 亿元的印尼 RIAU 200MW 燃气电站项目、5.98 亿元的印尼 Package V 100MW 双燃料电站项目等，实现国际项目现汇签约总额 15.15 亿元，非现汇签约总额 82.18 亿元。

## (2) 盈利能力

图表 20. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2015-2017 年该公司分别实现营业收入 822.75 亿元、1,002.54 亿元及 1,068.07 亿元。同期，公司综合毛利率分别为 14.01%、13.05%及 13.07%，公司综合毛利率水平较稳定。就各具体业务而言，2017 年度公司各类主营业务中，投资业务毛利率仍维持最高，水泥其次，之后依次为房地产、民用爆破、装备制造、建筑施工和环保业务。同期，公司分别实现营业毛利 115.30 亿元、130.87 亿元及 139.64 亿元。从毛利构成上来看，建筑施工业务对公司毛利贡献程度最高，近三年维持在 50%左右。主要随营业收入增长，近年来营业毛利逐年有所增长，公司经营获利能力总体较稳定。公司盈利主要来源于经营收益，此外，投资收益、其他收益及营业外净收入也对公司盈利形成补充。2017 年，主要受期间费用增加影响，公司经营收益有所下降；受益于长期股权投资收益增加及可供出售金融资产的处置，投资收益较上年大幅增长，且当年公司获得与日常活动相关的政府补助规模大，当年度投资收益及其他收益对盈利的贡献突出。

图表 21. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计（亿元）	822.75	1,002.54	1,068.07
毛利（亿元）	115.30	130.87	139.64
期间费用率（%）	7.15	7.48	8.02
其中：财务费用率（%）	1.70	2.09	1.95
全年利息支出总额（亿元）	22.42	32.43	30.80
其中：资本化利息数额（亿元）	7.80	14.86	11.65

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

该公司期间费用中管理费用和财务费用的占比较大，2017 年占期间费用的比例分别为 63.32%及 24.25%。随着经营规模的扩大，公司期间费用有所增长。同期，公司期间费用率逐年有所增长，但仍控制在 8%左右，处于相对低的水

平。公司管理费用主要包括职工薪酬、研究与开发、办公与差旅费及折旧与摊销等。随公司规模扩大导致的职工薪酬增加以及研发投入的持续增加，近年来管理费用规模逐年扩大，2017 年达到 54.26 亿元。另外，公司有息债务规模较大，财务费用易受利率波动影响，从而对盈利造成影响。

**图表 22. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（亿元）	3.13	1.91	13.53
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	-0.74	-0.87	5.10
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益（亿元）	1.93	0.10	0.00
可供出售金融资产等取得的投资收益（亿元）	0.53	1.01	1.02
处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	0.40	0.01	7.15
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得（亿元）	0.00	1.11	0.00
资产处置收益（亿元）	0.00	0.00	0.06
其他收益（亿元）	0.00	0.00	18.11
其中：税收返还与奖励（亿元）	0.00	0.00	15.69
资源综合利用退税（亿元）	0.00	0.00	2.13
营业外收入（亿元）	4.44	11.95	2.55
其中：税收返还与奖励（亿元）	0.32	6.28	0.00
资源综合利用退税（亿元）	1.61	1.41	0.00
企业扶持资金（亿元）	1.13	2.41	1.03
财政补助（亿元）	0.48	0.55	0.55
公允价值变动损益（亿元）	-0.42	-0.05	0.00

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

2015 年及 2016 年该公司投资收益规模较小。2017 年，公司实现投资收益 13.53 亿元，较上年大幅增长，增长主要来源于当年公司处置其持有的长江电力、交通银行股票等可供出售金融资产确认的投资收益，以及对广州市如茂房地产开发有限公司、重庆葛洲坝融创深达置业有限公司和北京方兴葛洲坝房地产开发有限公司等合营、联营企业投资收益的增加。

该公司营业外收入主要来源于政府补助，主要包括税收返还与奖励（含增值税返还）、资源综合利用退税、企业扶持资金及财政补助等。近年来公司持续获得相应补助，对公司盈利进行补充。根据财会[2017]15 号要求，2017 年公司将与日常经营活动密切相关的税收返还与奖励、资源综合利用退税等政府补助计入“其他收益”，于当年实现其他收益 18.11 亿元。同期，根据财会[2017]30 号要求，公司将处置固定资产和无形资产产生的利得和损失计入“资产处置收益”，于当年实现资产处置收益 0.06 亿元，主要为处置固定资产利得。2017 年公司实现的其他收益、资产处置收益及营业外净收入合计 20.17 亿元，较 2016 年增长 81.41%，增量主要来源于税收返还增加。

随着该公司各项业务规模的扩张，公司盈利规模扩大，资产盈利情况也维

持在较高水平。2015-2017 年，在营业毛利、政府补助及投资收益增长的带动下，公司分别实现利润总额 43.98 亿元、56.73 亿元及 74.86 亿元。同期，公司分别实现净利润 34.31 亿元、44.79 亿元及 58.47 亿元。公司盈利逐年增长。

### (3) 运营规划/经营战略

未来三年，该公司将以“巩固转型成果、加快升级步伐、提升发展质量、兼顾发展速度”为工作总基调，继续坚持“结构调整、转型升级、改革创新和科技进步”的发展思路，推进各项业务的发展。具体，在建筑施工业务方面，公司将稳定发展速度和规模，着力提升建筑企业的发展质量；公司将快速做大环保业务规模，打造环保业务全产业链，加快环保业务国际化进程，并强化研发能力；在装备制造方面，公司将坚持智慧能源、高效储能、节能环保、智能制造的发展方向，加快投资并购和研发，着力推进传统业务提档升级；在投资业务方面要扩大业务规模，提高资产运营质量，打造高水准的专业运营公司；在房地产业务方面，公司将加大对房地产市场特别是细分市场的研究和预测，大力推广“5G 科技”，加大对国家“租购并举”政策研究，推动房地产业务的转型升级，并积极拓宽融资渠道，开展筹融资活动；在水泥及民用爆破业务方面，均要继续保持行业领先地位，加大结构调整和转型升级力度，坚持发展海外业务。预计公司未来投资支出仍将维持较大规模。

## 管理

**跟踪期内，该公司治理、管理水平等方面无显著变化，公司实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。**

截至 2017 年末，该公司控股股东中国葛洲坝集团有限公司（简称“葛洲坝集团”）持有公司 19.49 亿股股票，持股比例为 42.34%。公司实际控制人仍为国务院国资委。跟踪期内，公司法人治理结构未发生重大变化，内部控制管理较为规范，与公司经营规模、业务范围、竞争状况和风险水平等相适应。

该公司和关联方之间存在商品购销、劳务提供与接受、资产租赁等交易。2017 年金额较大的关联交易主要包括：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、中国能源建设集团天津电力建设有限公司及中国能源建设集团安徽省电力设计院有限公司为公司提供劳务，交易金额分别为 8.62 亿元、1.33 亿元及 1.02 亿元；公司从其他关联方环嘉集团有限公司采购材料，交易金额为 5.33 亿元；公司向联营企业山东葛洲坝枣菏高速公路有限公司、山东葛洲坝巨单高速公路有限公司、山东葛洲坝济泰高速公路有限公司、葛洲坝（唐山）丰南投资建设有限公司、盘县宏财葛洲坝项目管理有限公司、葛洲坝（武安）投资建设有限公司等提供劳务，交易金额分别为 17.12 亿元、9.86 亿元、8.12 亿元、8.04 亿元、6.90 亿元及 6.01 亿元。2017 年，公

公司及公司子公司向联营企业中国能源建设集团财务有限公司（简称“中能建财务公司”）支付银行借款利息费用 2.03 亿元，向中能建财务公司收取银行存款利息收入 0.24 亿元。此外，公司与关联方之间存在资金拆借，截至 2017 年末公司从关联方拆入资金 33.82 亿元，向关联方拆出资金 40.90 亿元。在关联担保方面，2017 年末公司对联营企业重庆江碁高速公路有限公司（简称“江碁高速公司”）的担保余额仍为 3.20 亿元。

**图表 23. 2017 年公司主要关联交易情况（单位：亿元）**

项目	2017 年度
采购商品、接受劳务的关联交易	17.14
出售商品、提供劳务的关联交易	81.74
租赁费用	0.26

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

跟踪期内，根据该公司 2018 年 5 月 3 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。

**图表 24. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.5.3	无	无	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.5.18	正常	正常	正常	不涉及
诉讼	公司年报	2018.5.18	未提供	无重大	无重大	无重大
工商	国家企业信用信息公示系统	2018.5.18	无	无	未提供	未提供
质量	公司年报	2018.5.18	未提供	正常	正常	正常
安全	公司年报	2018.5.18	未提供	正常	正常	正常

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

该公司负债经营程度偏高，刚性债务偿付压力较重，但公司主业现金回笼速度有所加快，且现金类资产和可变现资产较充裕，总体偿债能力极强。

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准

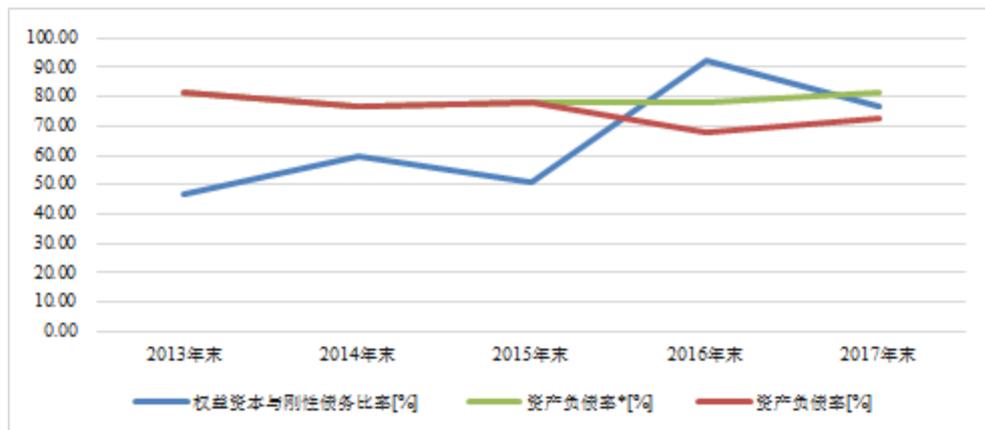
则解释及其他相关规定。跟踪期内，公司针对 2017 年施行的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13 号）和《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）的相关规定进行了会计政策变更，并根据财政部于 2017 年颁布的《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017] 30 号）要求编制 2017 年度财务报表。

2017 年该公司因非同一控下企业合并将中国葛洲坝集团新疆油气有限公司、迪拜环球电力投资有限公司、潍坊利鑫能源有限公司及 Suki Hydro (Private) Limited 纳入合并范围。当年，公司完成对武汉葛洲坝出租车公司有限公司 100% 股权的处置。截至 2017 年末，公司合并范围内二级子公司合计 34 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据绘制

注：资产负债率\*为将该公司发行的永续中票或可续期公司债券作为负债核算计算的资产负债率。

2015-2017 年末，该公司资产负债率分别为 77.98%、67.64% 和 72.67%，负债经营程度较高但符合行业特征。2016 年公司发行 60 亿元永续中期票据及 100 亿元可续期公司债券，根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》以及《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》（财会[2014]13 号）的相关规定，将可续期公司债券、永续中期票据计入其他权益工具，导致 2016 年末资产负债率较上年末下降 10.34 个百分点。如将公司发行的永续中票及可续期公司债券均作为负债核算，2015-2017 年末，公司资产负债率分别为 77.98%、78.22% 及 81.22%，负债经营程度略有上升。公司权益资本对刚性债务的覆盖程度较低。其中，2016 年末权益资本与刚性债务比率明显上升，主要是受公司发行的永续中票及可续期公司债券、经营积累未分配利润增加以及少数股东权益增加影响，所有者权益规模较上年末增长 74.14% 所致。

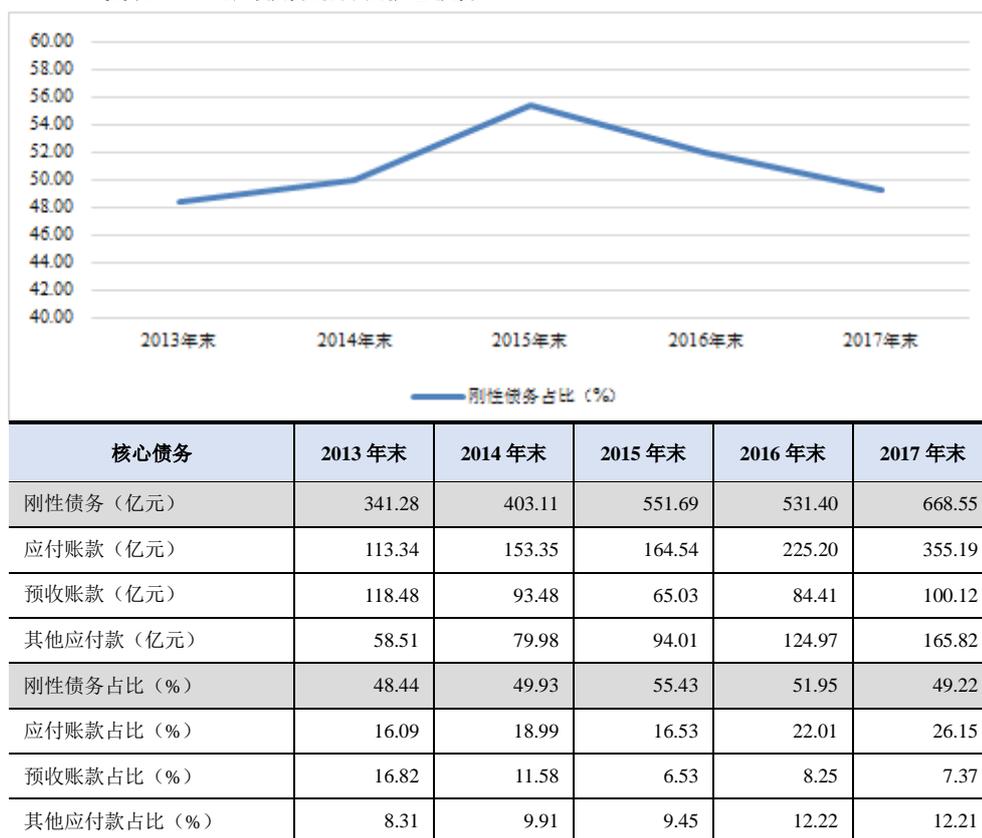
该公司在建筑施工企业中地位突出，是我国主要的水利水电工程施工企

业之一，权益资本补充能力强。2015-2017 年末，公司所有者权益分别为 281.01 亿元、489.36 亿元及 510.95 亿元。公司所有者权益逐年增长，增长主要来源于公司发行永续中票及永续期公司债券、经营积累及少数股东权益增加等。

该公司运营管理稳健，预计后续负债经营程度保持现有状态可能性大。

## (2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据绘制

从债务期限结构来看，近年来该公司负债均以短期债务为主，2017 年末长短期债务比为 48.67%。但短期债务中应付账款、预收款项主要为公司商业信用的使用，符合公司业务开展特点，且有利于公司资金循环。从债务构成来看，公司债务主要集中在刚性债务、与工程施工业务有关的应付账款、预收账款及其他应付款，2015 年末以来主要债务构成未发生重大变化，截至 2017 年末上述四项占负债总额的比例分别为 49.22%、26.15%、7.37% 及 12.21%。随着业务规模扩大，近年来应付账款和其他应付款逐年增长，主要由应付工程进度款、材料采购款、保证金及联合合营公司往来款等构成，2017 年末相应余额分别为 221.78 亿元、71.92 亿元、50.45 亿元及 50.25 亿元。预收款项为公司预收的售楼款及工程款等，未来随收入确认而结转，不需实际支付。近年来预收售楼款逐年增加，2017 年末预收售楼款和工程款金额分别为 51.38 亿元及 29.00 亿元。

### (3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	106.87	171.52	283.46	133.52	256.33
其中: 短期借款	51.91	82.18	177.71	71.27	144.20
一年内到期的长期借款	16.52	43.64	56.25	50.17	90.68
应付短期融资券	20.21	35.58	35.16	0.00	0.00
应付票据	4.22	3.59	7.40	7.95	3.80
其他短期刚性债务	14.01	6.53	6.95	4.12	17.65
<b>中长期刚性债务合计</b>	234.41	231.59	268.22	397.88	412.21
其中: 长期借款	217.84	212.30	239.97	261.53	277.82
应付债券	16.55	16.50	11.50	118.00	116.50
其他中长期刚性债务	0.02	2.79	16.76	18.35	17.89
<b>综合融资成本 (年化, %)</b>	6.15	6.23	4.70	5.99	5.13

资料来源: 根据葛洲坝股份所提供数据整理, 其中综合融资成本估算公式为: 当期综合融资成本=当期利息支出总额/[ (年初刚性债务余额+年末刚性债务余额) /2]\*100%。

2015-2017 年末, 该公司刚性债务余额分别为 551.69 亿元、531.40 亿元及 668.55 亿元, 主要由银行借款及应付债券等构成。随银行借款增加, 2017 年末刚性债务余额较上年末增长 25.81%。近年来刚性债务占负债总额的比重在 50%左右, 公司面临较重的刚性债务偿付压力。

银行借款是该公司主要的融资方式之一。2015-2017 年末, 公司银行借款余额分别为 473.92 亿元、382.97 亿元及 512.70 亿元。截至 2017 年末, 公司银行借款中包含信用借款 269.30 亿元、抵押借款 133.78 亿元、保证借款 60.88 亿元及质押借款 48.75 亿元。同期末, 公司借款余额年利率为从 1.05% 至 7.00%。此外, 公司直接融资渠道较为畅通, 公司及下属子公司自 2005 年起发行了短期融资券、超短期融资券、中期票据、公司债、分离交易可转债及资产支持证券等多种、多期债务融资工具。截至 2018 年 3 月末, 公司及下属子公司在境内公开发行的待偿还债务融资工具本金余额为 271.50 亿元。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期 (天)	234.72	208.36	191.66	178.88	248.69
营业收入现金率 (%)	93.00	84.57	80.04	84.59	89.46
业务现金收支净额 (亿元)	47.51	22.36	-40.91	-35.35	-38.92
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.54	-10.90	-6.59	1.06	30.68
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	46.98	11.46	-47.50	-34.28	-8.24
EBITDA (亿元)	52.41	66.11	75.31	91.17	112.02

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.18	0.16	0.17	0.19
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.59	2.85	3.36	2.81	3.64

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

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用爆破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，近两年回笼速度有所加快。2015年来，公司业务现金收支净额呈净流出状态，主要是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。其他因素现金收支净额主要系保证金、往来款等收支净额及期间费用支出等构成。2017年，主要由于公司收回保证金、往来款等金额较上年大幅增长，经营环节产生的现金净流出金额较上年大幅减少。同期，随业务规模扩大，公司环保业务和建筑业务应收账款增加，主要受此影响，当年应收账款周转速度下降；2017年末，公司房地产业务土地以及建筑施工业务已完工未结算增加导致存货规模迅速扩大，当年存货周转速度明显放缓。受应收账款和存货周转速度下降影响，公司营业周期较上年拉长至248.69天。应收账款及存货对资金占用较多。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成。主要受利润总额增长影响，近年来公司 EBITDA 逐年增长，2017年为112.02亿元。但 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度仍处于一般水平，2017年覆盖倍数分别为3.64倍和0.19倍。

## (2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
回收投资与投资支付净流入额	-1.68	-20.98	-15.64	2.43	-10.98
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-29.84	-27.88	-36.85	-29.73	-85.50
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.84	3.22	2.77	14.54	4.87
投资环节产生的现金流量净额	-29.67	-45.64	-49.72	-12.76	-91.60

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

该公司投资活动现金主要用于办公建筑物的建设、机器与交通设备的更新以及股权投资。近年来公司投资活动现金持续净流出。2017年，主要受公司购建长期资产等净流出增加影响，当年投资环节产生的现金净流出规模较大，达91.60亿元。其他因素对投资环节现金流量影响净额主要是公司收到BT项目回购本金、中央财政预算资金以及取得子公司及其他营业单位收到的

现金净额。预计随着公司业务规模扩大，投资环节仍将有持续现金净流出。

### (3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	8.55	33.10	12.32	183.22	1.76
其中：永续债及优先股	0.00	0.00	10.00	191.00	22.20
其中：分配股利、利润的现金支出	7.49	7.81	10.77	12.84	24.65
债务类净融资额	3.15	35.59	110.04	-113.92	48.37
其中：现金利息支出	19.03	22.66	20.18	23.55	30.51
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-10.42	-12.07	40.36	16.85	24.46
筹资环节产生的现金流量净额	1.28	56.63	162.71	86.14	74.59

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

在经营性现金净流入难以覆盖投资性现金需求的情况下，该公司主要通过外部融资来弥补资金缺口。2015 年以来公司筹资资金来源主要为取得银行借款、发行普通债券、永续中期票据、可续期公司债券及资产证券化筹集的资金。近三年公司筹资活动现金呈持续大规模净流入状态。

该公司银行授信余额充足，抵质押资产占比不大，融资渠道通畅。

## 4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	528.71	626.48	795.77	1,005.36	1,231.89
	61.24	59.72	62.35	66.48	65.90
其中：现金类资产（亿元） <sup>14</sup>	99.00	120.94	186.18	234.59	214.91
应收账款（亿元）	100.20	119.34	101.49	105.99	164.86
预付款项（亿元）	51.42	48.42	148.12	187.91	69.86
存货（亿元）	245.05	267.63	285.43	388.54	641.17
其他应收款（亿元）	27.28	54.31	48.38	70.55	116.40
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	334.59	422.52	480.53	506.93	637.35
	38.76	40.28	37.65	33.52	34.10
其中：可供出售金融资产（亿元）	33.53	51.81	49.33	52.04	56.15
长期应收款（亿元）	17.48	59.49	81.36	55.09	86.13
长期股权投资（亿元）	3.45	10.50	28.77	54.28	69.59
固定资产（亿元）	103.69	116.44	118.29	139.09	142.90
在建工程（亿元）	15.97	5.21	14.63	26.89	99.57
无形资产（亿元）	152.98	149.26	155.49	153.52	153.16

<sup>14</sup> 现金类资产主要包括货币资金、交易性金融资产和应收银行承兑票据。

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	75.89	196.85	197.61	173.70	313.38
期末抵押融资余额 (亿元)	93.90	97.48	101.26	90.08	182.53
受限资产账面余额/总资产 (%)	8.79	18.77	15.48	11.49	16.77

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

该公司 2015-2017 年末资产总额分别为 1,276.30 亿元、1,512.29 亿元及 1,869.24 亿元。公司资产以流动资产为主，近三年流动资产占总资产的比例均在 60% 以上。从资产具体构成来看，公司流动资产主要包括现金类资产、应收账款、预付款项、存货及其他应收款。公司现金类资产存量较充裕，截至 2017 年末，现金类资产账面价值为 214.91 亿元，其中受限制的货币资金为 3.59 亿元，即期现金支付能力强。同期末，随环保业务和建筑施工业务应收账款增加，公司应收账款账面价值较上年末增长 55.55%。预付款项为预付工程款、土地款等，主要受公司当年预付款项土地转入存货，当年末预付款项账面价值较上年末下降 62.82%。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账面价值的 67.17%。当年末存货账面价值较上年末增长 65.02%，主要是南京紫郡蘭园、广州紫郡府、南京中国府、合肥滨湖项目和南京紫郡府等房地产项目的开发成本增加，以及建造合同已完工未结算资产增加所致。当年末房地产开发成本及建造合同已完工未结算资产分别较上年末增加 159.09 亿元及 68.72 亿元。公司其他应收款主要由保证金、有息及无息拆借资金和应收代垫款等构成，2017 年末，保证金及拆借资金余额分别为 56.62 亿元及 33.16 亿元。随着公司房地产业务土地竞拍保证金及联营企业股东借款增长，当年末其他应收款账面价值较上年末增长 65.00%。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程及无形资产构成。可供出售金融资产主要包括公司持有的长江证券等其他上市公司股权、华融证券股份有限公司、沪汉蓉铁路湖北有限责任公司等非上市企业股权，可为债务偿还提供一定缓冲。长期应收款主要为公司长期应收工程款、应收 BOT 项目款及 BT 项目款，2017 年末账面价值较上年末增长 56.34%，主要是公司长期应收工程款增加所致。长期股权投资为公司对合营企业及联营企业的投资，2017 年公司新增对阜阳葛洲坝国祯水环境治理投资建设有限公司、荆州城北快速路投资建设有限公司及杭州龙尚房地产开发有限公司等的投资，长期股权投资账面价值较上年末增长 28.20%。固定资产主要由房屋建筑及机器设备等构成。主要受 PPP 在建项目增加影响，当年末公司在建工程账面价值较上年末增长 270.34%。公司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。

2017 年末，该公司受限制资产包括货币资金 3.59 亿元、应收票据 2.21 亿元、应收账款 0.06 亿元、存货 214.21 亿元、在建工程 18.49 亿元及无形资产 74.82 亿元，受限资产合计 313.38 亿元，占总资产的 16.77%。其中，应收

票据、应收账款、存货、在建工程及无形资产均为因取得借款受限。当年末公司受限制资产占总资产比重不大，对公司流动性及信用质量影响较小。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 32. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	118.56	114.84	114.10	168.72	134.83
速动比率 (%)	52.08	56.90	51.94	71.98	57.01
现金比率 (%)	22.20	22.17	26.70	39.37	23.52

资料来源：根据葛洲坝股份所提供数据整理

该公司存货规模相对较大，资产流动性一般。2017 年，公司流动负债规模增长速度超过流动资产，且存货规模进一步扩大，当年末流动比率、速动比率及现金比率分别较上年末下降 33.88 个百分点、14.97 个百分点及 15.84 个百分点至 134.83%、57.01% 及 23.52%。2017 年末，公司短期偿债压力加大，流动资产变现受房地产项目销售进度及施工业主方资金链情况影响。但公司货币资金及持有的长江证券股权等易变现资产较充裕，可为公司偿还即期债务提供必要的支撑。

## 6. 表外事项

在对外担保方面，截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 3.20 亿元，被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，2017 年末的资产总额为 49.42 亿元，负债总额为 37.24 亿元，目前经营稳定。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

2015-2017 年末该公司本部资产总额分别为 627.34 亿元、824.45 亿元及 930.39 亿元。其中货币资金余额分别为 31.29 亿元、71.25 亿元及 63.19 亿元，公司本部货币资金存量较充裕。此外，公司本部还持有可供出售金融资产及持有至到期投资，可为债务偿还提供支持，2017 年末以上两项合计 80.78 亿元。2015-2017 年末，公司本部负债总额分别为 458.09 亿元、478.69 亿元及 580.28 亿元，其中刚性债务余额分别为 340.74 亿元、272.69 亿元及 303.22 亿元，公司本部刚性债务压力较重。2015-2017 年，公司本部分别实现营业收入 111.71 亿元、183.07 亿元及 170.51 亿元，收入主要来源于水利水电工程的勘测设计及咨询、常规建筑施工业务等，同期公司本部能获得下属企业一定分红，分别实现净利润 7.29 亿元、28.44 亿元及 28.75 亿元。同期，公司本部经营性现金净流量分别为 -27.30 亿元、30.81 亿元及 19.92 亿元。总体来看公司本部资产质量较好，偿债能力极强。

## 外部支持因素

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。2017年末，公司合并口径已获得的银行授信总额为 2,582.62 亿元，未使用额度为 2,041.86 亿元，后续融资空间较大。

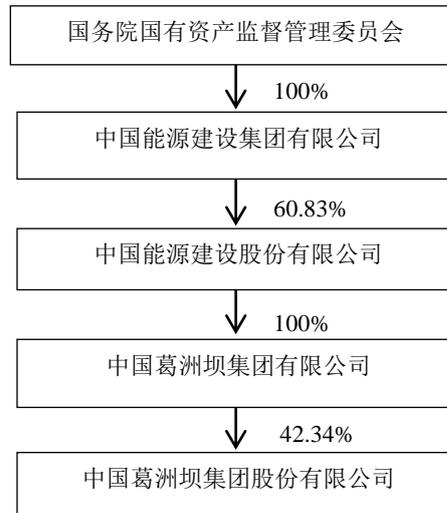
## 跟踪评级结论

该公司为国有控股上市公司，公司控股股东为葛洲坝集团，实际控制人为国务院国资委。跟踪期内，公司治理、管理水平等方面无显著变化。公司建筑施工等传统核心业务持续发展，环保业务规模通过外延式并购实现迅速扩张。随业务规模扩张，公司收入规模较上年持续增长，盈利能力基本保持稳定。公司负债经营程度偏高，刚性债务偿付压力较重，但公司主业现金回笼速度有所加快，且现金类资产和可变现资产较充裕，总体偿债能力极强。

本评级机构仍将持续关注：（1）该公司工程施工业务新签约、合同完成及工程款回笼情况；（2）公司施工安全、质量的控制情况；（3）公司环保业务开展情况；（4）重点房地产项目开发及销售资金回笼情况；（5）公司海外项目风险控制情况。

附录一：

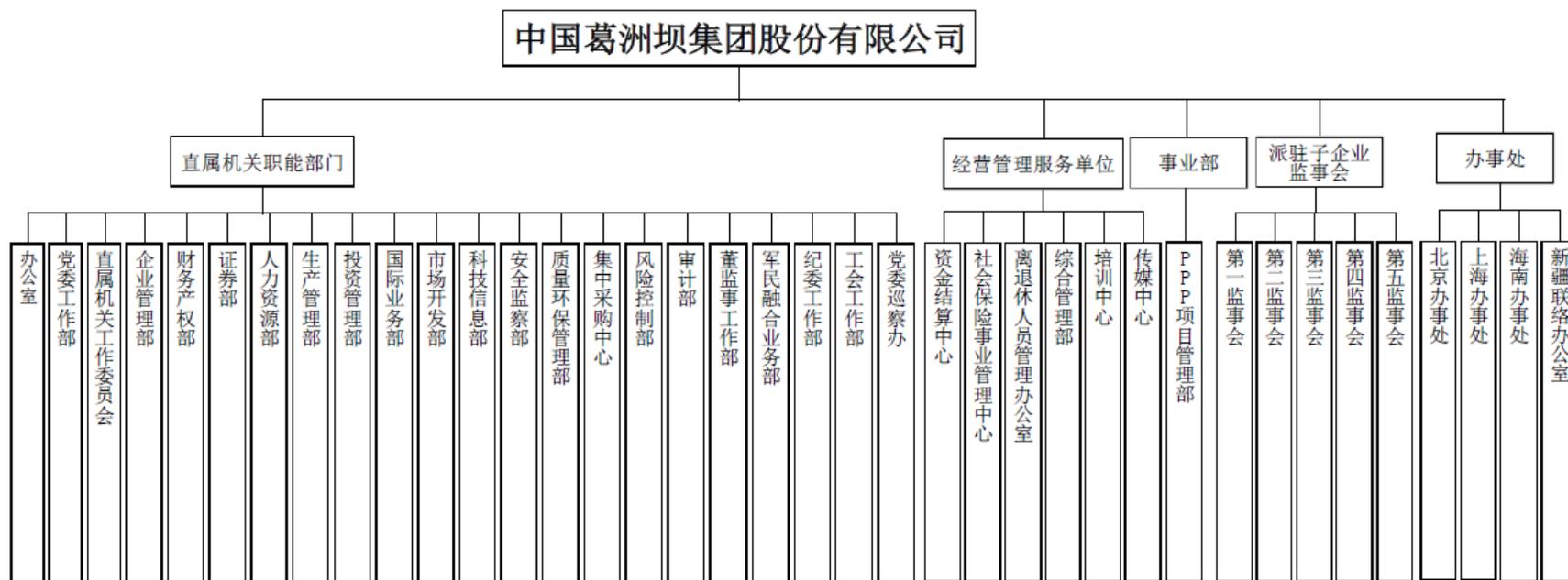
公司与实际控制人关系图



注：根据葛洲坝股份提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



其中以下部门同时履行相关职责或合署办公：  
办公室：维稳办公室、信访办公室、保密办公室  
证券部：董事会办公室  
纪委工作部：监察部、监事会办公室

党委工作部：企业文化部、党委组织部、党委宣传部、党委统战部、团委  
国际业务部：外事办公室  
培训中心：党校合署办公

直属机关工委：直属机关党委  
风险控制部：内部控制监督部

注：根据葛洲坝股份提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司直接持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					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	
中国葛洲坝集团股份有限公司	葛洲坝股份	公司本部	—	投资、建筑、环保、房地产、水泥、民用爆破、装备制造等	303.22	350.11	170.51	28.75	19.92	
中国葛洲坝集团投资控股有限公司	投资控股公司	核心子公司	100.00	投资	3.55	5.56	6.61	-0.49	1.68	
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	易普力公司	核心子公司	68.36	民用爆破	5.58	17.87	30.60	2.40	-0.54	
中国葛洲坝集团房地产开发有限公司	房地产开发公司	核心子公司	100.00	房地产开发	169.58	55.07	41.99	5.97	-63.75	
中国葛洲坝集团水泥有限公司	水泥公司	核心子公司	100.00	水泥产销	35.88	71.00	68.91	8.87	9.55	
中国葛洲坝集团第一工程有限公司	第一工程公司	核心子公司	99.10	工程建筑	0.00	17.50	73.07	2.89	2.11	
中国葛洲坝集团第五工程有限公司	第五工程公司	核心子公司	99.09	工程建筑	9.96	19.92	74.80	1.66	-0.91	
中国葛洲坝集团绿园科技有限公司	绿园科技	核心子公司	100.00	环保	20.28	33.92	223.13	4.23	-26.61	
中国葛洲坝集团融资租赁有限公司	融资租赁公司	核心子公司	60.00	融资租赁	17.28	3.13	1.28	0.32	1.24	
中国葛洲坝集团机械船舶有限公司	机械船舶公司	核心子公司	99.00	装备制造	5.71	5.59	26.17	0.65	1.00	

注：根据葛洲坝股份 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	1,276.30	1,512.29	1,869.24
货币资金 [亿元]	173.61	214.24	189.81
刚性债务[亿元]	551.69	531.40	668.55
所有者权益 [亿元]	281.01	489.36	510.95
营业收入[亿元]	822.75	1,002.54	1,068.07
净利润 [亿元]	34.31	44.79	58.47
EBITDA[亿元]	75.31	91.17	112.02
经营性现金净流入量[亿元]	-47.50	-34.28	-8.24
投资性现金净流入量[亿元]	-49.72	-12.76	-91.60
资产负债率[%]	77.98	67.64	72.67
权益资本与刚性债务比率[%]	50.94	92.09	76.43
流动比率[%]	114.10	168.72	134.83
现金比率[%]	26.70	39.37	23.52
利息保障倍数[倍]	2.61	2.29	3.05
担保比率[%]	1.14	0.65	0.63
营业周期[天]	191.66	178.88	248.69
毛利率[%]	14.01	13.05	13.07
营业利润率[%]	4.86	4.55	6.82
总资产报酬率[%]	5.04	5.33	5.56
净资产收益率[%]	13.13	11.63	11.69
净资产收益率*[%]	13.82	11.56	11.77
营业收入现金率[%]	80.04	84.59	89.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.64	-5.30	-1.09
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.79	-4.66	-8.39
EBITDA/利息支出[倍]	3.36	2.81	3.64
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.17	0.19

注：表中数据依据葛洲坝股份经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[ (期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]}+365/{报告期营业成本/[ (期初存货净额+期末存货净额)/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%
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+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

**附录五：**

**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 级、CCC 级及以下等级外，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。

## 评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，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。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。