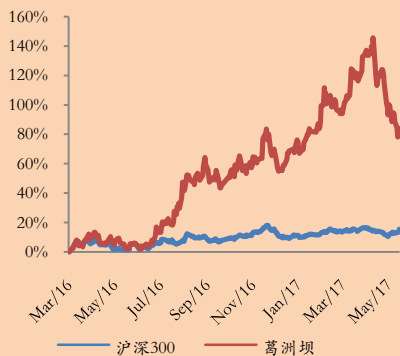




葛洲坝 (600068)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-05-25



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 高欣宇

0551-65161837

gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升

0551-65161592

neilyds@163.com

多元经营亮点多, PPP、一带一路、环保助推业绩高成长

——葛洲坝深度研究

主要观点:

□ 央企 PPP 先行者, 迎来业绩收获期

公司作为央企 PPP 业务先行者, 行业领先地位凸显, 目前在手 PPP 订单约 1180 亿元, 考虑到 PPP 项目落地率改善预期及前期项目集中结转, 17 年公司营收支撑稳固。从 17 年 Q1 新签项目合同额来看, PPP 项目占比较 15、16 年继续大幅提升。受益于 PPP 项目占比的持续提升, 公司建筑业务毛利率有望持续改善。从公司 16 年业绩来看, 受益于 PPP 项目的部分结转, 建筑业务的毛利率已同比上升 0.39 个百分点至 10.74%。我们预计 17 年 PPP 项目营收约为 350-400 亿, 较 16 年同比提升 3-4 倍, 在 PPP 项目占比提升的预期下, 公司建筑业务利润率将继续改善。

□ “一带一路”峰会成功召开, 公司海外业绩弹性十足

公司深耕海外市场多年, 建筑企业“一带一路”龙头地位稳固, 海外业务有望在政策推进下持续增长。公司国际签约额水平全国领先, 16 年新签国际工程合同额折合人民币 705.62 亿元, “一带一路”项目占比过半。目前, 公司已在“一带一路”沿线国家设立 33 个分支机构, 随着 5 月“一带一路”最高规格峰会的成功召开, 一系列合作协议陆续落地, 在“一带一路”项目资金支持出现超预期的情况下, 公司海外项目落地望再大幅提升。

□ 再生资源铸龙头, 技术突破实现高附加值

公司持续加码环保, 主要以再生资源业务为主。公司通过合资及收并购等形式, 与环嘉(大连)、湖北兴业、宁波展慈等龙头再生资源公司合作, 逐步完善自身产业布局。16 年公司再生资源营收同比翻番, 达 136.87 亿元, 已坐稳国内再生资源龙头地位。17 年, 公司首批高附加值再生资源精加工生产线将陆续落地, 在营收增厚的同时, 业务整体利润率有望显著改善。同时, 考虑到公司的持续并购扩张, 及并未计入毛利的环保增值税返还, (可持续的增值税返还约为环保业务营收的 1.5%左右), 我们预计, 公司 17 年再生资源总营收有望达到 250-300 亿元, 业务盈利将显著改善。

□ 盈利预测与估值

公司多元发展战略卓有成效, “一带一路”、PPP 领域均居龙头地位, 随着 PPP 项目进入收获期, 公司建筑业务业绩支撑稳固。公司还积极拓展环保领域, 收并购动作积极, 在再生资源领域成为龙头, 并有望通过技术注入打破行业桎梏, 实现向高附加值产品端的延伸, 完成盈利水平升级。公司 17Q1 订单及业绩均实现大幅增长, 全年业绩增长确定性较高。我们预测, 公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.93 元/股、1.12 元/股、1.38 元/股, 对应的 PE 为 13.00 倍、10.73 倍、8.72 倍, 给予“买入”评级。

目 录

1 公司概况.....	4
1.1 业务：传统、新兴齐头并进，多元业务协同发展.....	4
1.2 现状：转型成效初显，16 年营收首破千亿.....	5
1.3 公司发展脉络：整体上市完善传统产业，转型升级催生新兴业务.....	6
1.3 技术领先，投入研发.....	9
2 建筑产业：PPP 引领成长，“一带一路” 增厚业绩弹性.....	12
2.1 央企 PPP 先行者，迎来业绩收获期.....	14
2.2 “一带一路” 峰会成功召开，公司海外业绩弹性十足.....	19
3 环保：收并购加速扩张，业绩大幅提升.....	21
3.1 再生资源铸龙头，技术突破实现高附加值.....	22
3.2 环保业务多元布局，打造产业协同发展.....	23
4 盈利预测.....	24
5 风险提示.....	24
附录：财务报表预测.....	25

图表目录

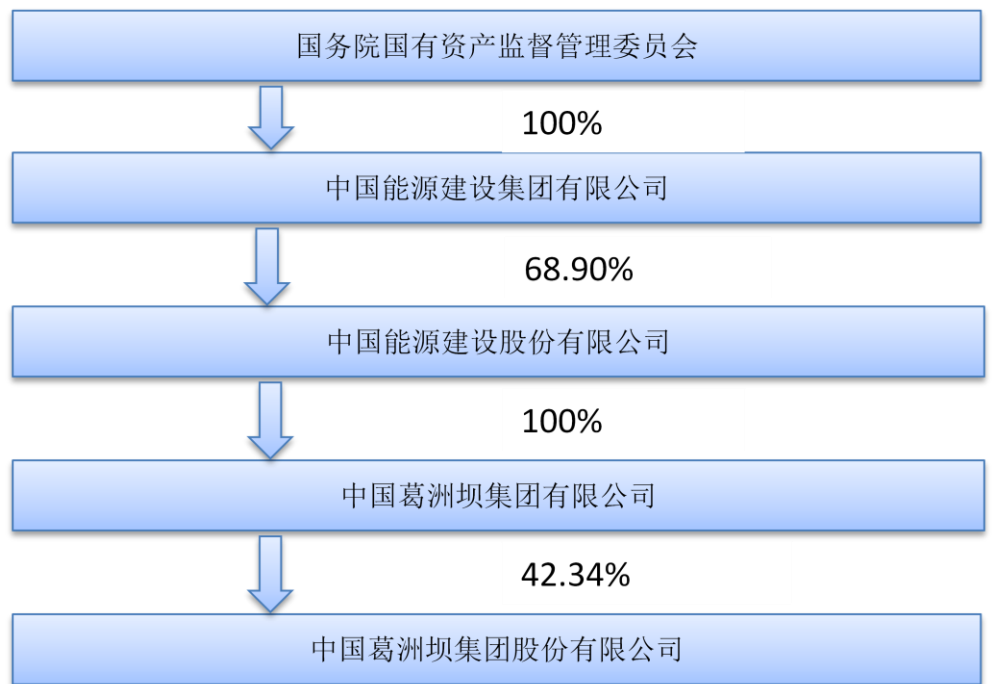
图表 1 葛洲坝控股股东关系.....	4
图表 2 葛洲坝传统业务一览.....	5
图表 3 葛洲坝新兴业务一览.....	5
图表 4 葛洲坝历年营业收入一览（万元）.....	6
图表 5 葛洲坝历年净利润一览（万元）.....	6
图表 6 葛洲坝历年净利润率一览.....	6
图表 7 葛洲坝股份有限公司重要发展脉络.....	7
图表 8 葛洲坝历年营业收入分项目一览（万元）.....	8
图表 9 葛洲坝建筑业务历年营收增速及毛利率一览.....	8
图表 10 葛洲坝部分资质一览.....	9
图表 11 葛洲坝《ENR》排名情况.....	10
图表 12 葛洲坝 2016 年“走出去” 企业排名情况.....	10
图表 13 葛洲坝部分海外项目一览.....	11
图表 14 葛洲坝历年研发投入及占营收比一览（元）.....	12
图表 15 葛洲坝部分科研项目一览.....	12
图表 16 葛洲坝历年建筑业务营收占总营收比一览.....	12
图表 17 葛洲坝工程施工营收一览（万元）.....	13

图表 18 葛洲坝工程施工毛利率一览.....	13
图表 19 葛洲坝新签工程合同累计额一览 (万元)	14
图表 20 葛洲坝新签工程合同额占比一览.....	14
图表 21 1985-2011 年全球基础设施 PPP 名义价值占比一览.....	15
图表 22 财政部 PPP 投资总额和落地率一览 (亿元)	15
图表 23 财政部部分 PPP 项目累计投资额一览 (万元)	16
图表 24 财政部 PPP 项目分类占比一览.....	16
图表 25 国内历年基建投资及同比一览 (亿元)	16
图表 26 国内历年房地产开发投资及同比一览 (亿元)	16
图表 27 建筑业新签合同额及同比增幅一览 (亿元)	17
图表 28 葛洲坝新签国内工程合同额及同比一览 (亿元)	17
图表 29 葛洲坝 PPP 竞争力一览.....	17
图表 30 葛洲坝 2015 年至今框架协议及落地情况一览	18
图表 31 葛洲坝 PPP 项目签约额一览 (亿元)	19
图表 32 对外承包工程业务完成额一览 (亿元)	20
图表 33 对外承包工程业务新签合同额一览 (亿元)	20
图表 34 葛洲坝 16 年“走出去”排名一览.....	20
图表 35 葛洲坝新签国外工程合同当年累计额一览 (亿元)	21
图表 36 葛洲坝环保业务一览 (亿元)	22
图表 37 国内 2015 年再生资源回收量一览 (万吨)	22
图表 38 国内 2015 年再生资源回收价值一览 (亿元)	22
图表 39 葛洲坝环保业务净利润及毛利率一览 (亿元)	23
图表 40 葛洲坝环保业务各类营收占比一览 (亿元)	23

1 公司概述

中国葛洲坝集团股份有限公司成立于 1996 年，于 1997 年 5 月 26 日于上海证券交易所上市。公司的控股股东是中国葛洲坝集团有限公司，控股比例达 42.34%，葛洲坝集团有限公司则为中国能源建设股份有限公司（香港上市，代码 03996.HK）的全资控股子公司，而国务院国资委通过中国能源建设集团有限公司控股中国能建 68.90%的股权，是葛洲坝集团股份有限公司的实际控制人。

图表 1 葛洲坝控股股东关系

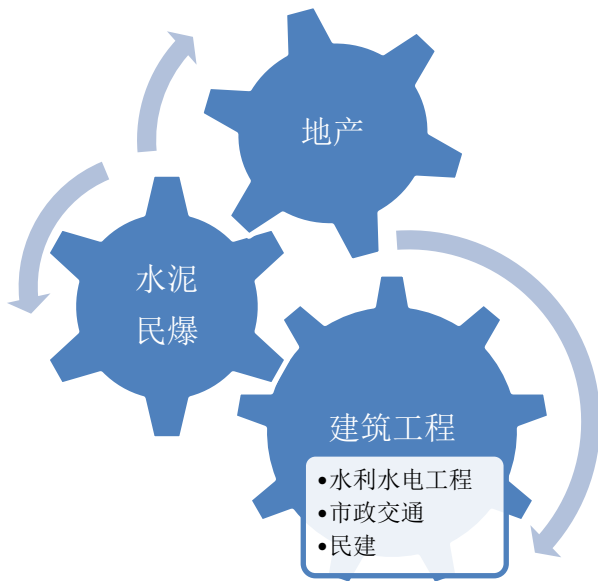


资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.1 业务：传统、新兴齐头并进，多元业务协同发展

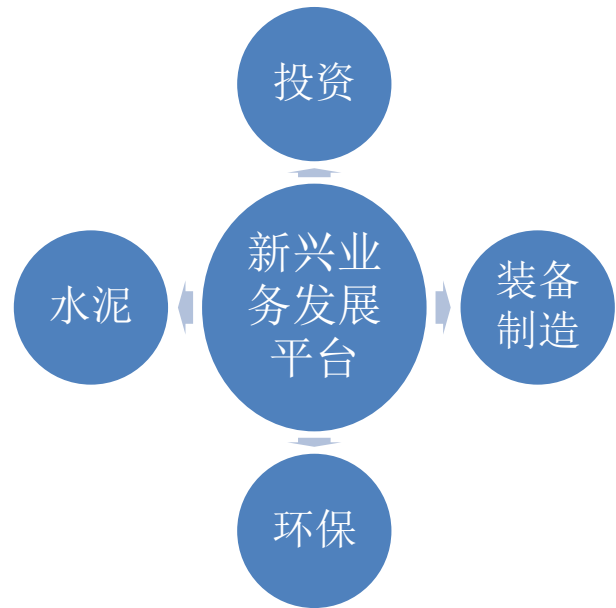
公司作为大型跨国集团，业务呈现多元化，但主营业务间的协同及向产业链的高附加值端不断延伸，始终是公司业务拓展历程中的主要脉络。公司的几大业务主要可划分为两个板块，传统优势所在的建筑产业链及表达转型诉求的新兴业务平台。

图表 2 葛洲坝传统业务一览



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 3 葛洲坝新兴业务一览



资料来源：公司公告、华安证券研究所

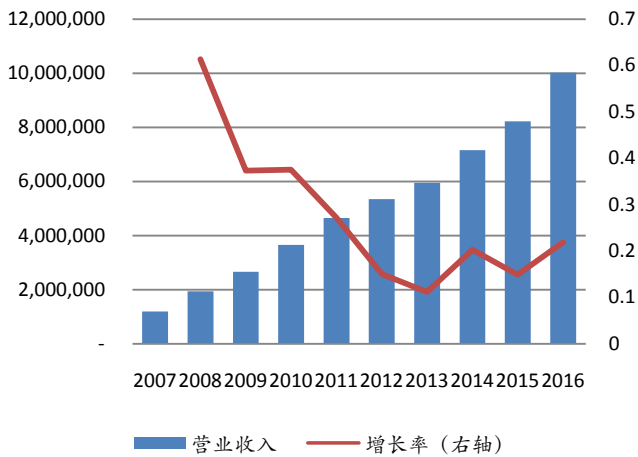
公司传统业务主要围绕建筑产业展开。一方面，公司从传统水利水电建设拓展开来，已完成对市政、交通、民建等所有建筑类别的覆盖。另一方面，公司还沿着建筑业上下游产业链进行延伸，将业务进一步拓展至房地产、水泥及民爆等，打造出较完整的产业链条，形成了各业务间的协同优势。

公司近年来不断推进转型，寻求业绩新增长点，也打造出以环保业务为主的新兴业务平台。目前公司的新兴业务主要由四项业务组成，分别是环保、水泥、投资和装备制造。其中环保业务主要在再生资源回收市场发力，集中处理如废有色金属、废塑料、废钢等，并向下游高附加值的再生金属及食品级塑料精加工领域延伸；水泥业务主要是集中在水泥窑固废处理上，有利于充分利用传统水泥生产线过剩产能；投资业务则覆盖水务、交通及环保等领域，与公司其他业务有所联动发展；装备制造业务则重点经营分布式能源领域，依托国际营销策略布局全球市场。

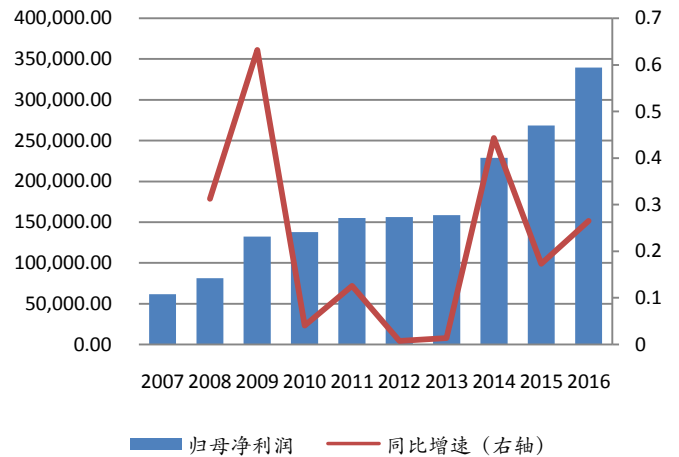
1.2 现状：转型成效初显，16 年营收首破千亿

目前，公司业务转型及多元经营的成效已初显，营收及归母净利润摆脱了前期的增速下滑趋势。受传统建筑产业及新型产业的双重支撑，业绩重新进入了快速增长期。2014-2016 年，公司营收复合增长率 18.98%，归母净利润复合增长率 28.92%

图表 4 葛洲坝历年营业收入一览 (万元)



图表 5 葛洲坝历年净利润一览 (万元)

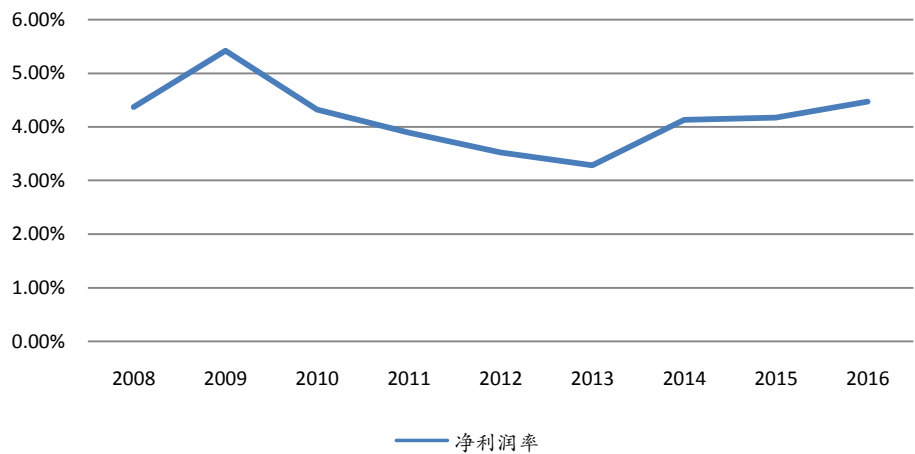


资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

借助环保、地产及 PPP 带动下的建筑等业务的高速成长, 16 年公司总营收首次突破千亿。传统和新兴产业中的两大主营建筑与环保业务营收分别达 609.50 亿元和 138.73 亿元, 同比增幅为 10.17% 和 111.49%。16 年公司实现归母净利润 33.95 亿元, 同比上升 26.55%; 实现净利润率 4.47%, 较去年提高 0.3 个百分点, 实现连续三年回升。

图表 6 葛洲坝历年净利润率一览



资料来源: wind、华安证券研究所

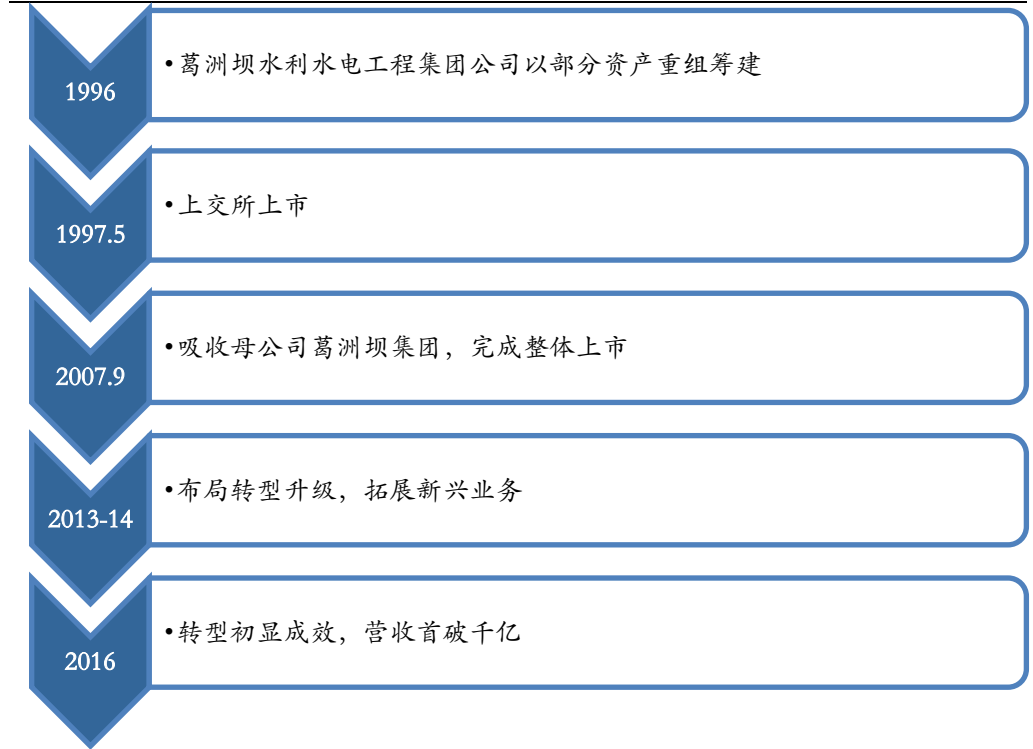
1.3 公司发展脉络: 整体上市完善传统产业, 转型升级催生新兴业务

我们认为, 公司的发展历程主要围绕着建筑和新兴两大业务板块的搭建展开。而这两大业务板块的搭建, 主要起步于两个时间点, 即集团整体上市的 2007 年及

集团转型诉求开始逐渐清晰的 2013-2014 年。

葛洲坝股份有限公司起初是由中国葛洲坝水利水电工程集团公司作为独家发起人，以其从事工程承包、机电安装、施工管理和建筑工程的部分经营性资产改组，募资设立的股份公司，于 1997 年 5 月 26 日于上海证券交易所上市。

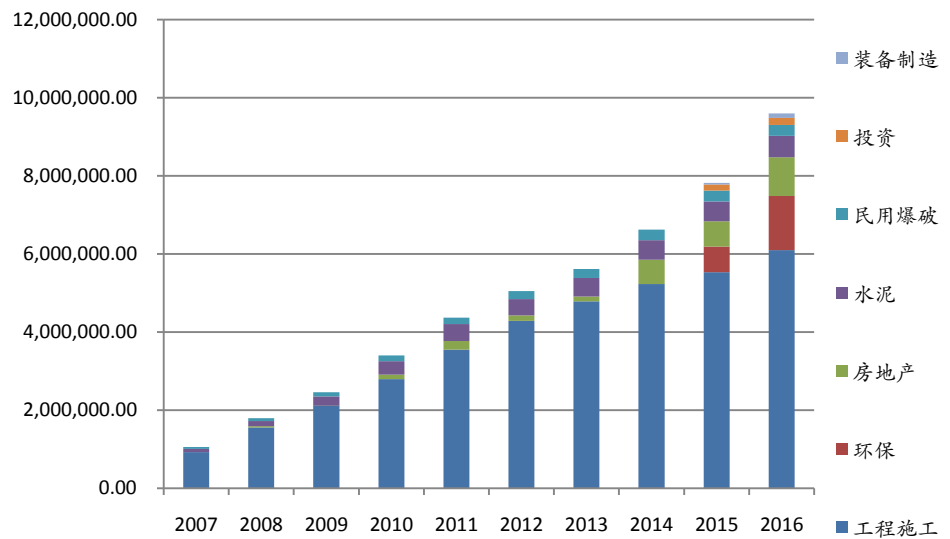
图表 7 葛洲坝股份有限公司重要发展脉络



资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司于 2007 年迎来了自上市以来最为重要的一次重组，即吸收合并母公司葛洲坝水利水电工程集团公司，完成集团的整体上市。16 年 9 月公司整体上市正式完成，化工及旅游等与主营关联性较弱的业务在重组中被置出，而包括建筑工程在内的所有集团主业资产均被置入。借助整体上市，公司资产迅速扩充，基本完成了对建筑产业链的完整覆盖，在建筑、水泥、民爆等业务的协同发展下，公司营收进入高速增长期。

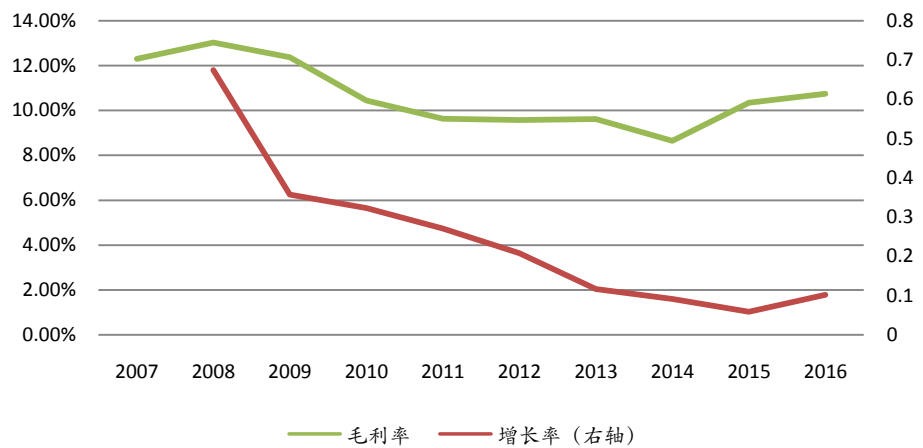
图表 8 葛洲坝历年营业收入分项目一览 (万元)



资料来源: wind、华安证券研究所

而受制宏观经济等多重因素影响下的行业景气下滑,公司传统的建筑产业链出现了增速放缓与毛利率下滑。至 2014 年,建筑业务的营收增速已一路下滑至不足 10%。因此,在主业成长受制的倒逼下,公司转型升级信念逐渐清晰,尝试向相关新兴业务领域拓展,逐步确定了环保、水务及高端装备制造等主要转型方向。

图表 9 葛洲坝建筑业务历年营收增速及毛利率一览



资料来源: wind、华安证券研究所

依托深厚的央企背景及强大的投融资实力,公司近年来不断与标的行业内领先企业及大型科研机构合作,借助收、并购强势扩张,在市场迅速站稳脚跟。新兴业务的拓展重点,如再生资源领域,已成为行业龙头。这种锐意进取的转型带来公司营收的快速扩充,环保业务 15 年首次贡献营收即达 65.6 亿元,16 年又迅速抬高至 138.73 亿元,占总营收的 13.84%,仅次于传统建筑业务,成为公司营收的重要来源。

公司的转型升级，不仅仅体现在新兴业务的拓展，同样体现在对建筑业务新模式的尝试与推进上。在传统工程类业务规模缩减、竞争加剧的格局下，公司近年来积极探索 PPP、EPC 总包等经营模式，充分发挥自身投融资实力，成功把握国内 PPP 浪潮发展先机，成功扭转了建筑业务的下滑趋势。16 年，公司转型升级成效初显，营收增速 10.10%，较去年同期提升 4.24 个百分点，毛利率 10.74%，较去年同期提升 0.39 个百分点，成功维持了自身的稳健成长。

1.3 技术领先，投入研发

公司能够长期维持高速增长，得益于对技术的专注和对研发的投入。公司前身为 1970 年成立的三峡“330”工程指挥部，在水利水电工程项目上有传统技术优势，在大江大河导截流、筑坝施工、地下工程、大型金属结构制造安装、大型机组安装等领域占据了世界技术制高点，具备自身领域影响力。而借托三峡工程中应对不同地形、地质环境积累下的丰富技术储备，公司得以在建筑领域的业务范围上不断扩张。

目前公司及其子公司拥有各类资质 130 个，其中建筑领域 115 个，包含水利水电工程施工总承包特级资质，市政公用、公路、港口与航道、房屋建筑、电力工程施工总承包及园林绿化企业一级资质，及矿山工程施工总承包、园林古建筑专业承包二级资质等；地产领域 7 个，包含房地产开发一级资质等。

图表 10 葛洲坝部分资质一览

企业名称	中国葛洲坝集团股份有限公司		
详细地址	湖北省武汉市解放大道558号葛洲坝大酒店		
建立时间	1970年12月30日		
注册资本金	348745.898万元人民币		
营业执照注册号	420000000004382		
经济性质	股份有限公司		
证书编号	A142006845-6/6		
有效期	至2017年03月28日		
法定代表人	丁焰章	职务	董事长
单位负责人	张金泉	职务	总经理
技术负责人	王衡	职称或执业资格	高级工程师
备注:			

企业名称	中国葛洲坝集团股份有限公司		
详细地址	湖北省武汉市解放大道558号葛洲坝大酒店		
建立时间	1970年12月30日		
注册资本金	348745.89万元人民币		
营业执照注册号	420000000004382		
经济性质	股份有限公司(上市)		
主项资质等级	水利水电工程施工总承包特级		
证书编号	D142006845-12/12		
有效期	至2017年03月28日		
法定代表人	丁焰章	职务	董事长
企业负责人	张金泉	职务	总经理
技术负责人	周厚贵	职称或执业资格	教授级高工
备注:			



资料来源：公司官网、华安证券研究所

公司在《财富》杂志发布的 2016 年度“中国企业 500 强”排行榜中名列第 70 位（2015 年第 79 位）；在美国《工程新闻记录》（ENR）发布的 2016 年度全球“250 家国际承包商”和“250 家全球承包商”排行榜中名列第 45 位和 31 位。在 4,000 多家“走出去”企业中，国际签约和营业收入位列第 5 位和第 9 位。

图表 11 葛洲坝《ENR》排名情况

项目	2016 年排名	2015 年排名
250 家国际承包商	45 位	44 位
250 家全球承包商	31 位	33 位

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 12 葛洲坝 2016 年“走出去”企业排名情况

项目	金额	2016 年排名
国际新签合同	111.9 亿元	5 位
国际营业收入	26.4 亿元	9 位

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司目前积极响应“一带一路”国家战略，大力推动国际业务优先发展战略，凭借全球市场布局和资源整合优势，公司在“走出去”的 3000 多家中国企业中带头领跑，业务遍及全球 140 多个国家和地区。近年来，公司还借助承接当地基础设施建设，如水利、电力、道路等传统工程业务的契机，逐步尝试将国内过剩的水泥、民爆产能进行配套输出，实现业务间的协同，降低单一项目的风险，提升海外业务整体效益。

图表 13 葛洲坝部分海外项目一览



1. 波黑因兹拉燃煤电站



2. 非洲最大水电项目-安哥拉卡水电站



3. 中国在西非最大援建项目-马里共和国巴马科大桥

4. 南美最大水电项目-阿根廷基塞水电站



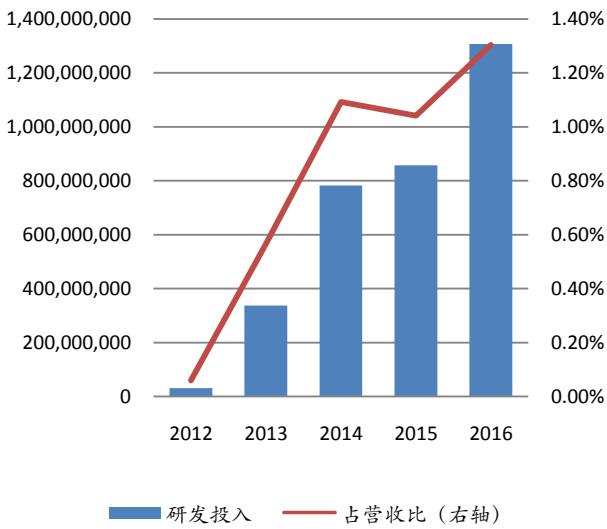
5. 南亚最大水电项目-巴基斯坦 NJ 水电站



资料来源：公司官网、华安证券研究所

近年来，伴随着转型升级，公司对研发的投入显著提升。公司研发投入由 12 年研发支出 3100 万，占营收比 0.06% 开始逐步抬升，至 16 年研发投入占营收比达到 1.3%，当年实现研发支出 13 亿元。研发投入即为传统建筑业务的成本管控和效益增厚带来贡献，更有效地推进了新兴业务的发展。

图表 14 葛洲坝历年研发投入及占营收比一览 (元)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 15 葛洲坝部分科研项目一览

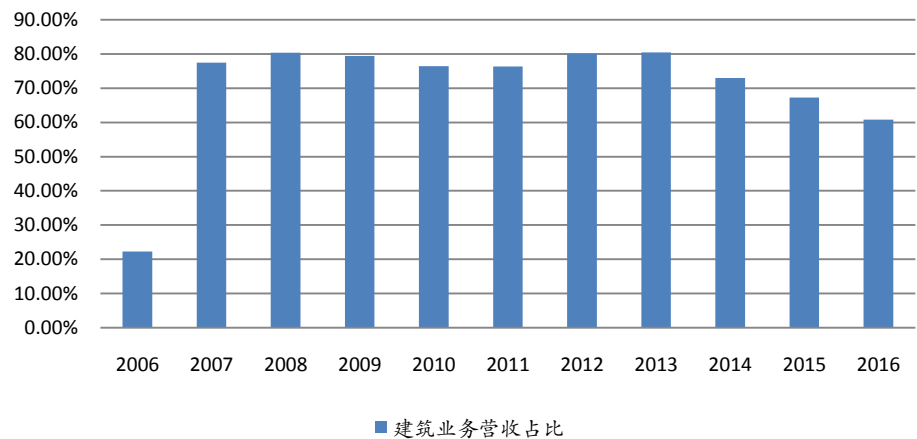
序号	科研项目
1	绿园公司成功自主研发了 HAS 海泥固化剂产品, 解决了海泥原位固化的技术难题, 填补了相关技术空白。
2	机船公司与中科院合作研究的 10MW 空气储能装置将进一步助力节能环保发展。
3	五公司在石首大桥、寒潜五标、六标引进推广路基“吹砂回填工法”, 节省成本 1 亿多元。
4	三峡建设公司的升船机高精混凝土施工及机电设备安装技术在向家坝升船机施工推广用, 节约成本 500 余万元。
5	电力公司的渔光互补光伏发电电站设计与施工技术在分宜光伏发电站转化创造经济效益 830 万元。
6	基础公司的防渗墙“循环钻进”成槽施工技术及 120m 深嵌岩防渗墙关键施工技术的推广应用, 累计产生效益 1,620 万元。
7	水泥公司的利用高硅石灰石生产优质熟料技术及钢渣作为水泥熟料晶相调节材料技术的推广应用, 产生效益 6,138 万元。
8	易普力公司的现场混装车动态监控信息系统的应用, 创造经济效益 757.5 万元, EPE-1 型高分子乳化剂技术的应用, 每年节约直接经济成本 637.5 万元。
9	机船公司的超大型压力钢管自动焊接技术的应用, 创造直接经济效益约 130.49 万元等。
10	三峡升船机平衡重制造及安装关键技术推广应用至向家坝升船机, 创造直接经济效益 879.36 万元。

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

2 建筑产业: PPP 引领成长, “一带一路”增厚业绩弹性

公司于 07 年吸收母公司, 实现集团业务整体上市后, 建筑业务成为主要营收来源, 集团内各子公司间的同业竞争得以改善, 建筑业务营收快速成长, 占总营收比持续稳定在 80% 左右。近年来, 随着公司不断拓展新兴业务, 丰富营收来源, 建筑业营收占比开始下降, 但截止至 16 年, 建筑营收仍占据总营收的 60% 以上, 是公司业绩的最重要来源。

图表 16 葛洲坝历年建筑业务营收占总营收比一览

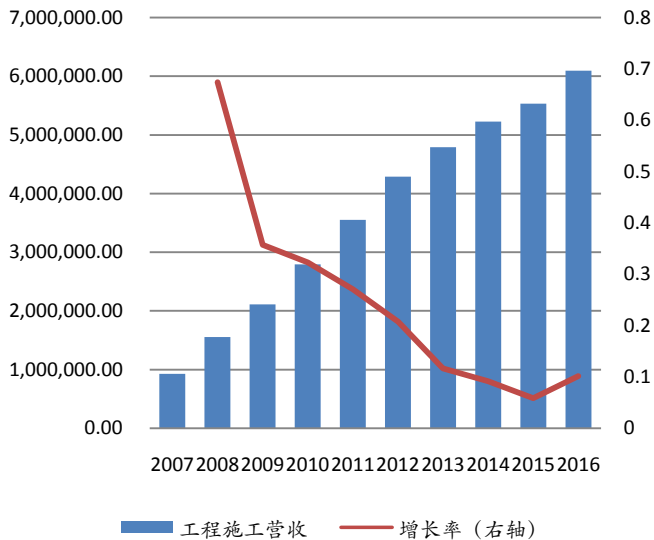


资料来源: wind、华安证券研究所

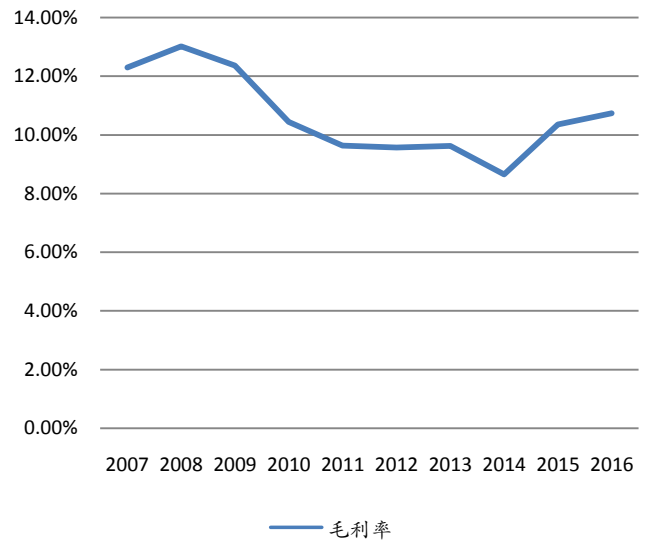
公司建筑工程项目类型涵盖了公路、水电、房建、铁路、水务、市政、城市地下管廊等各种类型，业务范围遍及国内外。

作为建筑央企龙头，公司对海外市场的拓展由来已久。2011年以来，海外业务持续发力，营收占比始终维持在15%以上，支撑了公司业绩的高速成长。14-16年，公司新签订单中海外合同占比始终超过3成。随着“一带一路”进入收获期，公司海外建筑营收弹性充足。

图表 17 葛洲坝工程施工营收一览 (万元)



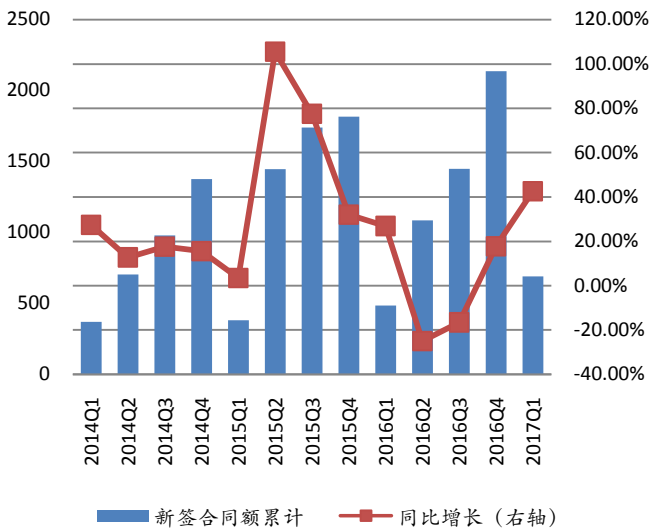
图表 18 葛洲坝工程施工毛利率一览



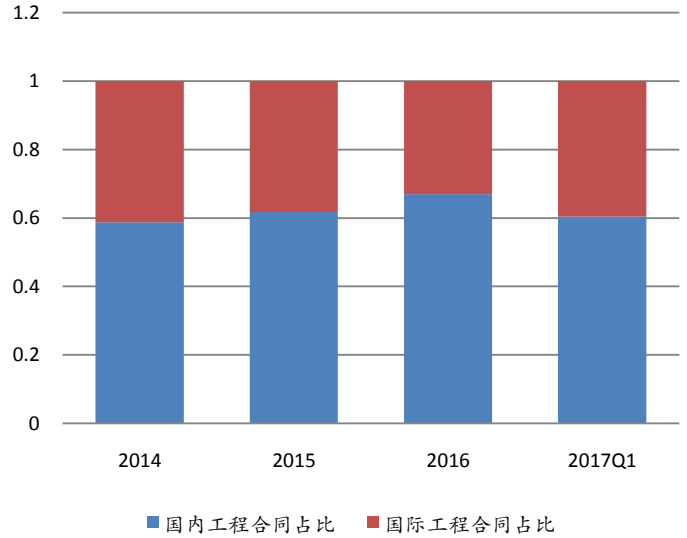
资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

近年来，随着国内经济进入新常态，国内传统建筑业务开始呈现萎缩态势，产能趋于过剩，企业间竞争不断加剧。因此，公司开始尝试建筑业务的转型升级之路，这其中最重要即表现在国内的业务的创新中。公司借助自身央企背景下的投融资优势，积极尝试PPP及EPC总包等新类型项目。而随着国内PPP等项目类型走向成熟，规模初成（16年PPP项目总额达13.76万亿），公司成功搭乘顺风车，实现建筑营收和毛利率的双增长。在成功抢占PPP领域先行优势的情况下，公司建筑业务的改善态势延续有望。

图表 19 葛洲坝新签工程合同累计额一览 (万元)


资料来源: wind、华安证券研究所

图表 20 葛洲坝新签工程合同额占比一览


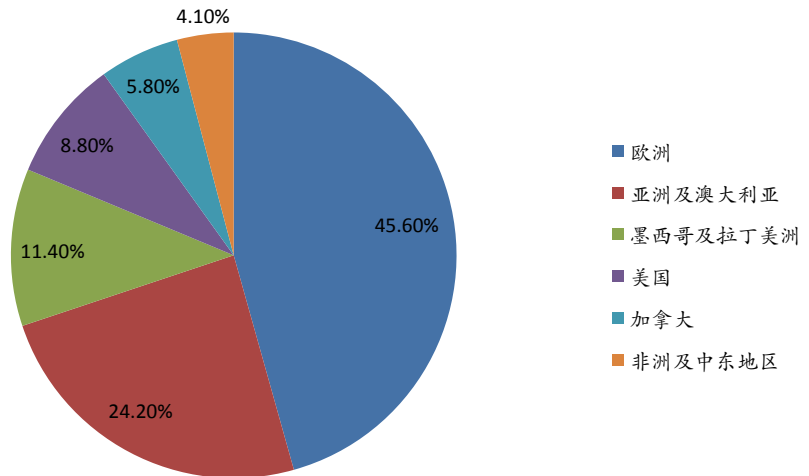
资料来源: 公司公告、华安证券研究所

2.1 央企 PPP 先行者，迎来业绩收获期

PPP 模式即 Public—Private—Partnership 的字母缩写，通常译为“公共私营合作制”，是指政府与私人组织之间，为了合作建设城市基础设施项目，或是为了提供某种公共物品和服务，以特许权协议为基础，彼此之间形成一种伙伴式的合作关系，并通过签署合同来明确双方的权利和义务，以确保合作的顺利完成，最终使合作各方达到比预期单独行动更为有利的结果。

PPP 模式最初于英国被采用，目前英国、加拿大与澳大利亚的 PPP 模式运用最为成熟。根据 PWF 的数据，1985-2011 年，全球基础设施 PPP 名义价值为 7751 亿美元，其中，欧洲处于领先地位，大约占全球 PPP 名义价值的 45.6%，接下来是亚洲和澳大利亚，所占份额为 24.2%，墨西哥、拉丁美洲和加勒比海地区三者合计占 11.4%。美国和加拿大所占的份额分别是 8.8%、5.8%，非洲和中东地区 PPP 名义价值为 315 亿美元，占全球份额的 4.1%。

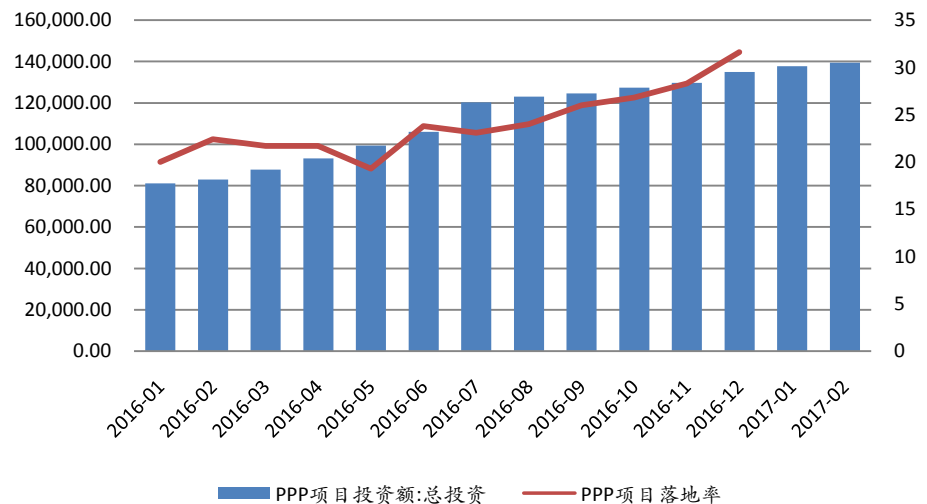
图表 21 1985-2011 年全球基础设施 PPP 名义价值占比一览



资料来源：wind、华安证券研究所

在我国，PPP 模式的发展步伐相对较慢，PPP 模式真正迎来爆发成长，主要是起步于地方政府的负债建设受限后。2014 年 8 月，国务院发文要求加强地方政府性债务管理。地方政府从此失去了平台公司这一有力融资渠道，投资建设资金受到挤压。在负债能力下降、而建设热情不减的情况下，PPP 模式逐渐走入地方政府的视线，PPP 项目投资规模开始不断扩大。

图表 22 财政部 PPP 投资总额和落地率一览 (亿元)



资料来源：wind、华安证券研究所

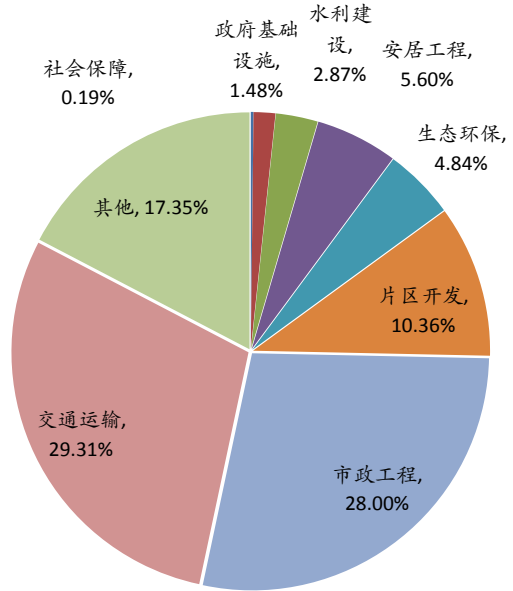
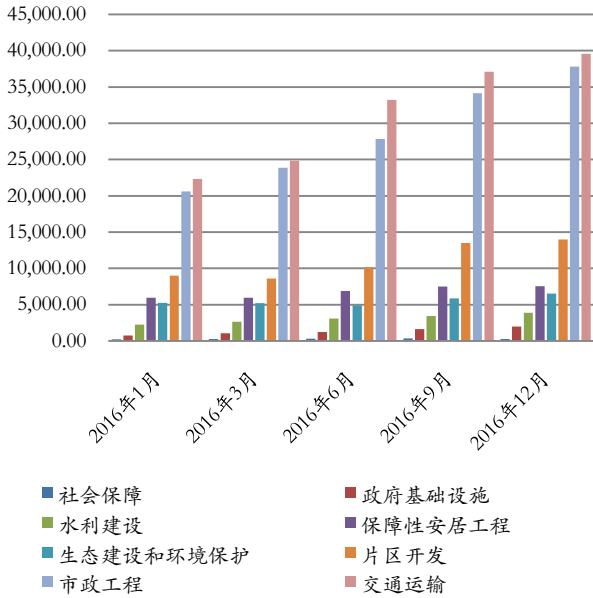
而随着国家一系列政策的支持与推进，PPP 这一投资模式也越发走向成熟。16 年下半年以来，PPP 项目落地率明显进入上升通道。16 年底，财政部 PPP 项目落地率年初的 19.6%，上升至 31.6%，增幅近 12 个百分点。

从财政部 PPP 项目的分类来看，截止至 16 年 12 月，交通运输、市政工程、

片区开发、安居工程及水利建设等建筑工程类项目的投资额占比分别达到 **29.31%**、**28.00%**、**10.36%**、**5.60%**及 **2.87%**。我们认为，PPP 模式在国家政策及地方政府的合力推进下，项目规模将进一步扩大，而凭借近 7 成的投资额占有率，建筑行业受益匪浅。

图表 23 财政部部分 PPP 项目累计投资额一览 (万元)

图表 24 财政部 PPP 项目分类占比一览



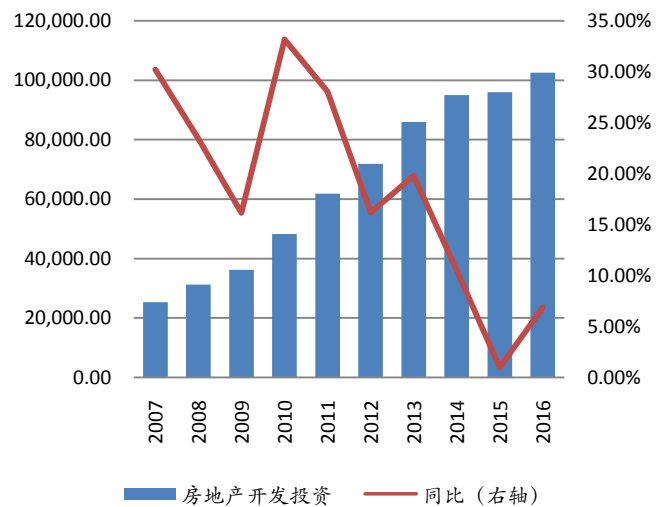
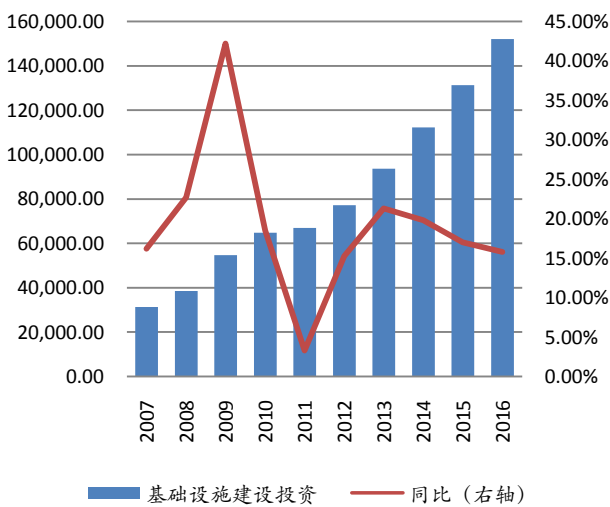
资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

而从建筑企业的层面来看，驱动 PPP 模式发展的原因即表现为传统建筑产业市场的式微，2010 年后房地产开发投资快速下滑，传统房建业务市场出现萎缩，而 2014 年开始，政府主导的传统基建投资也随着地方政府负债的收缩出现下滑。整个建筑行业的订单增速从 2010 年 25% 左右，一路下滑至 2015 年的负成长，行业出现明显的产能过剩，企业在传统业务间的竞争逐步加剧。

图表 25 国内历年基建投资及同比一览 (亿元)

图表 26 国内历年房地产开发投资及同比一览 (亿元)

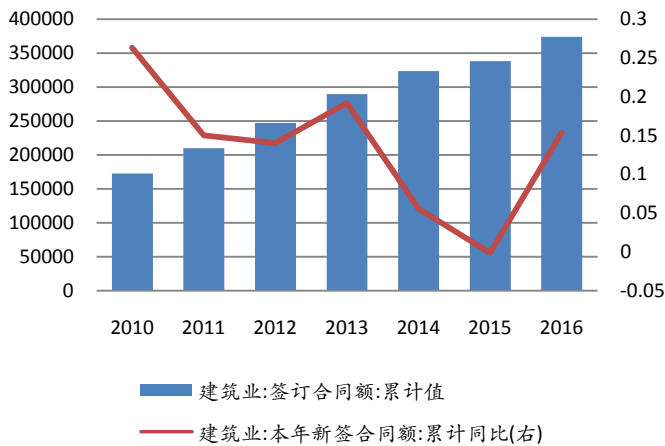


资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

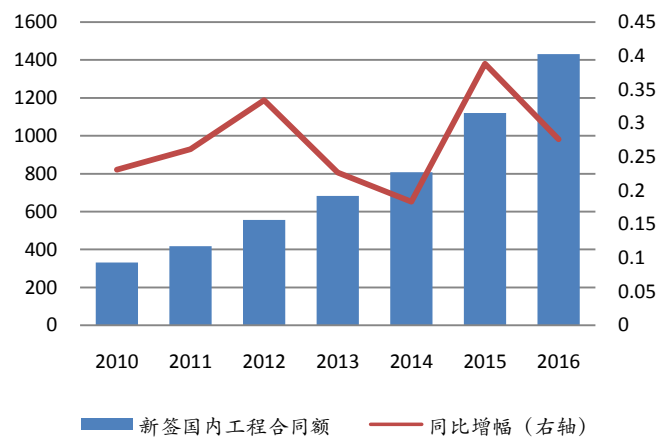
正是受到行业竞争加剧的影响，2013年开始公司订单增速也出现了下滑。从公司历年订单同比增速来看，虽然2013、2014年两年，公司国内建筑业务增幅仍维持在15%以上，但从整个增幅水平明显从前期20%-30%区间，下滑至15%-20%区间。且在此期间，公司建筑业务毛利率也持续下滑至2014年8.65%。发展趋于迟滞的主营业务，逐渐成为公司业绩成长的短板，在这种压力之下，公司业务的转型升级开始加速。

图表 27 建筑业新签合同额及同比增幅一览 (亿元)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 28 葛洲坝新签国内工程合同额及同比一览 (亿元)



资料来源: 公司公告、华安证券研究所

在传统建筑业务趋于萎缩的局势下，公司积极尝试了PPP、EPC、工程总承包等新模式，成为央企PPP模式的先行者。而PPP项目恰恰与公司这种大型央企相契合。公司作为国内建筑老牌龙头，资金实力雄厚，与政府、银行之间关系俱佳，能够更好的沟通；在向银行融资及与政府商务谈判等阶段，具备更强的话语权。随着近年来各大建筑央企间恶性竞争逐渐消弭，彼此之间的分包合作不断强化，公司的资源整合能力也逐步强化，能够在PPP项目总包中获取更多利润。

图表 29 葛洲坝 PPP 竞争力一览



资料来源: 华安证券研究所

公司 15 年至今，已累计承接 PPP 订单 1589 亿元，占国内新签订单的 50% 以上。在此期间，公司对 PPP 业务的流程、规则等进行了完善及补充，形成了自身的“葛洲坝模式”，进一步巩固了自身的先发优势，行业领先地位凸显。

公司目前在手 PPP 订单约 1180 亿元（16 年底剩余合同约 849 亿，17 年 Q1 新签 334 亿），考虑一般 PPP 项目的从中标至开工约需要 1 年时间，因此公司前期 PPP 项目将于 17 年开始集中结转，公司 17 年营收支撑稳固。

图表 30 葛洲坝 2015 年至今框架协议及落地情况一览

时间	战略合作方	合作内容	拟定合作金额	已披露中标/合约签订项目金额 (亿元)
2015/1/15	湖北铁路建设投资集团	湖北铁路的投资与建设	“十三五”期间不低于 300 亿元	
2015/5/24	贵阳综合保税区管委会	贵阳综合保税区部分基础设施 PPP 项目	总投资额约人民币 130 亿元	114.27
2015/8/19	广西省玉林市人民政府	玉林水务集团及高新技术产业区城市公用事业等项目的投资、建设、运营	投资规模暂定为人民币 100 亿元	
2015/9/15	华电清洁能源有限公司	天然气管网、LNG 接收站等项目的投资与建设		
2016/5/7	南京市江北新区管理委员会	以 PPP (EPC) 等方式积极参与南京市江北新区的项目投资建设	计划到 2020 年投资超过 500 亿元	131.2
2016/5/12	贵州省人民政府	以 PPP 模式积极参与贵州省项目投资建设	投资规模约合 600 亿元	223.47
2016/6/2	四川省环境保护厅	四川岷江、沱江、嘉陵江“三江流域”水污染治理	投资不低于 500 亿元	
2016/7/12	云南省人民政府	云南省公路、轨道交通、水利水电、水务环保、市政基础设施建设等领域投资建设	5 年内省投资 500-1000 亿元	
2016/8/30	南京市六合区政府	江苏农业科技大市场、E 田园、雨花韵艺术小镇等项目	总投资额约 150 亿，其中，江苏省农业科技大市场项目约 60 亿，E 田园项目约 20 亿，雨花韵艺术小镇项目约 30 亿，其他项目约 40 亿。	
2016/11/18	山东高速集团有限公司	山东高速济泰东线公路有限公司、山东高速巨单公路有限公司、山东高速枣菏公路有限公司的 100% 股权及相关的济泰高速（含济泰连接线项目）、巨单高速及枣菏高速的 BOT 投资权。	三条高速公路项目估算投资总金额约 364.11 亿元。	380.55
2017/4/11	四川省人民政府	加快四川基础设施建设，特别是提高盆周城市和跨二级城市基础设施水平，以及流域综合治理达成协议	“十三五”期间拟在四川投资 2000 亿元以上	173.17

资料来源：公司公告、华安证券研究所

而根据公告统计，公司 15 年以来累计签订框架协议约 5000 亿元，其中已落地 1022.66 亿元。这些项目中的大部分计划以 PPP 模式进行推进，在国家政策不断利好，PPP 项目落地率改善的预期下，公司十三五期间的订单和业绩均有充分保障。

公司 16 年新签 PPP 项目 19 个，合同额 719.26 亿元，同比增长 34.25%，占公司国内市场签约额的 50.28%。17 年 Q1 新签 PPP 项目合同额 333.96 亿元，占公司国内市场签约额的 80.07%，PPP 项目占比出现大幅提升。我们认为，这种占比的提升将显著改善公司建筑业务的利润率。

图表 31 葛洲坝 PPP 项目签约额一览 (亿元)

	2015	2016	2017Q1
PPP 项目签约额	535.78	719.26	333.96
占国内新签合同额比	64.00%	50.28%	80.07%
占工程新签合同总额比	29.50%	33.67%	48.39%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

据统计一般 PPP 项目利润率约 8-10% 左右，而公司前期工程项目的毛利率已下滑不足 10%，工程业务净利润率仅在 4%-5% 左右，公司在该领域的拓展有助于利润率的长期改善。从公司 16 年毛利率来看，受益于 PPP 项目的部分结转，建筑业务的毛利率已开始出现改善，在营改增对建筑业务产生明显拖累的情况下（一般拖累建筑业务毛利率 2 个百分点），毛利率同比上升 0.39 个百分点至 10.74%。

我们预计 17 年 PPP 项目营收约为 350-400 亿，较 16 年同比提升 3-4 倍。对比 16 年 PPP 营收在国内施工收入中 17% 的占比，若公司 17 年公司国内建筑工程收入增速维持在 20%，PPP 营收将占 5 成左右，考虑进 PPP 市场竞争趋于激烈，项目利润率下滑等不利因素后，公司国内建筑业务仍将有 1% 左右的利润率增长。

同时，首批 4 项 PPP 资产证券化项目（ABS）已正式落地，而公司在道路工程、污水处理等示范类项目上储备丰厚，且曾是水电项目 ABS 化先驱，看好公司未来 PPP 项目的 ABS 化进程。

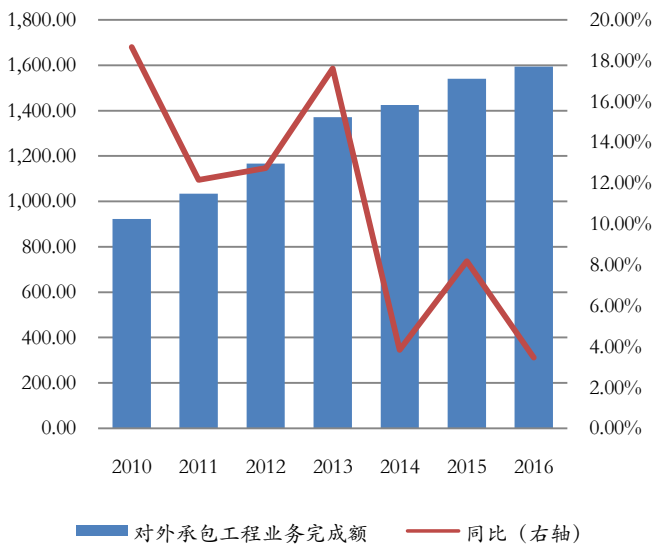
2.2 “一带一路”峰会成功召开，公司海外业绩弹性十足

2013 年 9 月“一带一路”概念被提出，作为国家级战略布局至今已经过了 3 年，近期已逐步进入收获期。且近年来，“走出去”大型央企也逐步摆脱了盲目投资，不断强化风控，海外营收增速趋缓，随着“一带一路”政策的推进，建筑央企海外营收增速有望迎来回升。

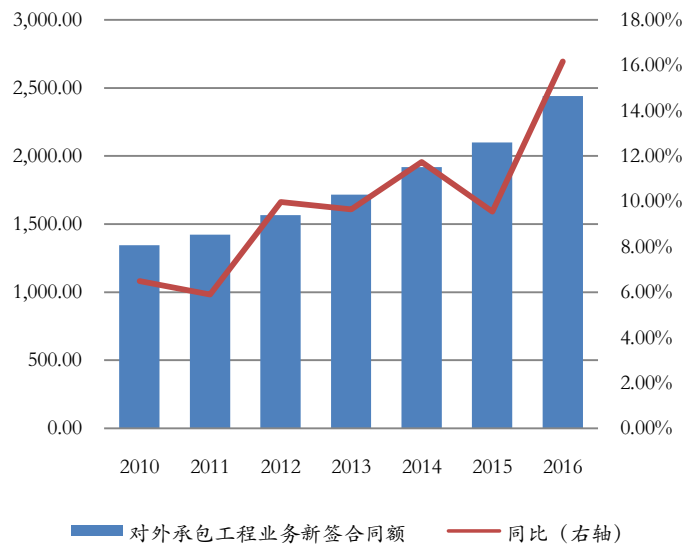
2016 年我国对外承包业务新签合同额同比上升 16.16%，达到 10 年以来峰值。其中“一带一路”沿线 61 个国家新签合同额 1260.3 亿美元，占对外承包工程新签合同总额近半，同比增长 36%；完成营业额 759.7 亿美元，占同期总额的 47.7%，同比增长 9.7%；均领先非一带一路国家。而 4 月以来，一批“一带一路”重大工程项目，如 47 亿美元印尼雅万高铁项目、745 亿人民币新马高铁项目、8 亿欧元

纸浆厂项目等集中落地，一带一路项目落地提速。

图表 32 对外承包工程业务完成额一览 (亿元)



图表 33 对外承包工程业务新签合同额一览 (亿元)



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

后续“一带一路”项目资金支持超预期，项目落地望再大幅提速。2017年5月14日至15日，“一带一路”国际合作高峰论坛于在北京举行，此次论坛为“一带一路”倡议提出以来层级最高、规模最大的国际会议。包括29位国家元首和政府首脑在内，共有来自130多个国家和70多个国际组织约1500名代表出席了论坛。国家主席习近平在“一带一路”国际合作高峰论坛上表示，中国将向丝路基金新增资金1000亿元人民币，加大对“一带一路”建设资金支持。同时，通过人民币海外基金、国开行、进出口银行等渠道提供约6800亿元人民币的资金支持（其中通过鼓励金融机构开展人民币海外基金业务规模约3000亿元，国开行、进出口行分别提供2500亿、1300亿等值人民币专项贷款）。本次峰会共签署了32个双边、多边合作文件以及企业合作项目，涉及18个国家和8个国际组织。

从公司层面来看，自吸收母公司实现整体上市以来，公司海外营收占比始终维持在15%以上。作为已深耕海外市场多年的建筑企业，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，龙头地位稳固。

图表 34 葛洲坝 16 年“走出去”排名一览

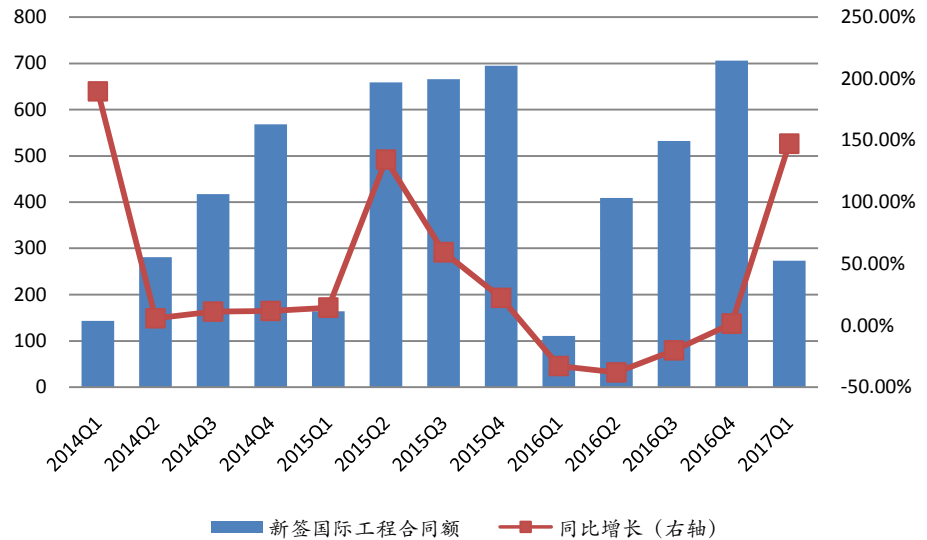
项目	金额	2016 年排名
国际新签合同	111.9 亿元	5 位
国际营业收入	26.4 亿元	9 位

资料来源: 华安证券研究所

16年公司在4,000多家“走出去”企业中，国际签约和营业收入位列第5位和第9位。新签国际工程合同额折合人民币705.62亿元，“一带一路”项目占比过半。营收方面首次出现小幅下滑，主要是阿根廷水电项目因政权更迭搁置，带

来约 100 亿左右收入预期差，项目目前已开始小规模复工，随着 5 月一带一路峰会我国与阿根廷在基建等各个领域合作文件的签署，公司阿根廷项目的重启有望加速。

图表 35 葛洲坝新签国外工程合同当年累计额一览（亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所

我们认为，随着公司不断加强“一带一路”市场布局和项目运作，海外订单有望稳增，未来国际工程营收弹性十足。公司近期已完成了 10 个国家互联互通、电力资源现状及规划的专题研究，对 22 个重点国别进行了市场调研。**2017 年 Q1 公司新签国际工程合同 273.10 亿元，同比大幅增长 147.35%。**

同时，我们看好公司海外 PPP 业务的进展。国家发改委近期会同 13 部门建立“一带一路”PPP 工作机制，与沿线国家在基础设施等领域加强合作，积极推广 PPP 模式，鼓励和帮助中国企业走出去，推动相关基础设施项目尽快落地。PPP 模式对公司而言已经成为较为成熟的项目运作模式，在公司业绩贡献占比也已成为主要构成部分。我们认为，在政策推动下，作为央企 PPP 先行者，公司有望将国内项目经验与“一带一路”对接，形成良好的融合。

3 环保：收并购加速扩张，业绩大幅提升

随着企业规模的不断扩大，公司开始探索新兴业务作为业绩成长的补充。**15 年开始，公司大力拓展环保业务。**公司环保业务覆盖再生资源回收、城市垃圾处理、污水污泥治理等领域，形成了集规划、研发、设计、制造、施工和运营于一体的全产业链。其中再生资源业务为公司拓展环保业务的核心，通过与一系列合作与收并购，已迅速成长为行业龙头企业。**16 年公司环保业务共实现营收 138 亿元，同比增幅高达 111.49%。**

图表 36 葛洲坝环保业务一览 (亿元)

	2015	2016
环保业务营收	79.7	138.7
同比		111.49%

资料来源：华安证券研究所

3.1 再生资源铸龙头，技术突破实现高附加值

我国自然资源人均拥有量低于世界平均水平，排名在百名之外，因此，国内发展再生资源回收业务，提高自然资源的利用率，是具有一定战略意义的。目前，西欧、美国和日本等发达国家的再生资源回收利用率已达到 90% 左右，回收加工水平也较高。而我国在这方面仍处于落后水平，据统计，我国再生资源回收利用率不足 70%，且绝大多数废旧物资回收加工企业严重缺乏深度加工能力，产品技术含量和附加值较低。国内传统再生资源企业的回收，基本上以价值较高的废钢铁、废有色金属、废塑料及废纸为主。企业在完成回收及分类后，直接贩卖给下游的加工企业，作为中间差价的获取者，利润相对稀薄。

图表 37 国内 2015 年再生资源回收量一览 (万吨)

	回收量 (万吨)	同比增长	占合计比
废钢铁	14380	-5.60%	59%
废有色金属	876	9.80%	4%
废塑料	1800	-10%	7%
废纸	4832	9.30%	20%
合计	24550.4	0.30%	

资料来源：华安证券研究所

图表 38 国内 2015 年再生资源回收价值一览 (亿元)

	回收价值 (亿元)	同比增长	占合计比
废钢铁	1984.4	-36.40%	39%
废有色金属	1395.6	5.40%	27%
废塑料	810	-26.40%	16%
废纸	642.7	4.30%	12%
合计	5149.4	-20.10%	

资料来源：华安证券研究所

目前，公司再生资源业务处于起步阶段，利润率也相对较低，但通过与高校院所及科研机构的合作，公司已储备了一批再生资源领域的先进技术。通过采用食品级再生塑料、再生合金制造等已具备量化生产条件的新技术，公司布局了一系列精加工生产线，成功突破了行业内企业止于切割、拆解等粗加工的桎梏，有望实现再生资源业务向高附加值产品端的延伸。

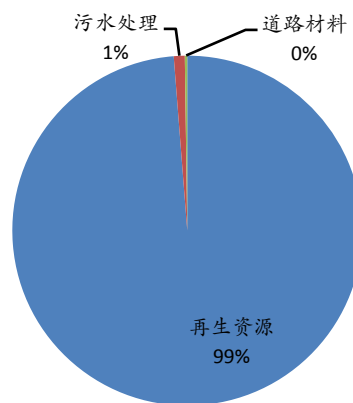
图表 39 葛洲坝环保业务净利润及毛利率一览 (亿元)

	2015	2016
净利润	2.18	3.85
毛利率	3.06%	2.14%

资料来源：公司公告、wind、华安证券研究所

再生资源业务是公司在环保领域最主要的营收来源。2015 年开始，公司通过合资及收并购等形式，与环嘉（大连）、湖北兴业、宁波展慈等龙头再生资源公司合作，逐步完善自身产业布局。2016 年公司再生资源营收同比翻番，达 136.87 亿元，已坐稳国内再生资源龙头地位。

图表 40 葛洲坝环保业务各类营收占比一览 (亿元)



资料来源：公司公告、wind、华安证券研究所

我们预计，公司 17 年再生资源总营收有望达到 250-300 亿元，毛利率实现从 16 年 2%到 17 年 5%的大突破。公司首批高附加值再生资源精加工生产线 4 月即开始投产，17 年底将建成 20 万吨铜合金棒和 10 万吨铝合金锭生产线，预计产值 65 亿元。这批产能的落地在增厚企业营收的同时，有望显著改善再生资源业务的整体利润率。同时，考虑到环保业务带来的增值税返还并未计入业务毛利，参考公司 16 年环保业务利润为 3.85 亿，新增增值税返还为 5 亿元，在抛开前期返还集中结算的部分后，我们预计，公司未来可持续的增值税返还收益率约为环保业务营收的 1.5%左右，环保业务将显著增厚公司业绩。

3.2 环保业务多元布局，打造产业协同发展

除再生资源领域外，公司还通过投资业务积极布局了水务、水处理市场，并进军了固废处理领域，以促成环保新业务与传统水泥业务的协同。

水务方面，公司 16 年也完成了湖南海川达、北京中凯两家水务公司 100%股权等多项收购，在环保政策趋严、产业投资力度加大的背景下，公司有望通过收、

并购，进一步拓展环保业务的多元化，加速业务转型，坐稳环保行业领军地位。通过投资对业务平台进行的快速打造，公司 2016 年水务业务营收实现翻倍，达 2.76 亿元。公司在京津冀地区布局已久，在天津、河北定州和宣化等地共有污水处理厂 6 家。公司还是 16 年通州大型水环境治理 PPP 项目的参与者之一，在通州专门新设有一家供水厂。通州项目的参与者业务实力都相对较强，基本都为央企或有央企背景，民企仅行业龙头东方园林一家，若雄安新区对照通州对水环境及供水系统进行 PPP 分包，公司参与度将值得期待。看好未来公司搭载京津冀地区绿色生态城市建设的顺风车，加大京津冀区域投资，强化自身产业布局。

公司是中国水泥行业的环保领跑者，通过技术创新，形成了环保业务与水泥业务相互促进、协同发展的格局。目前，公司积极布局水泥窑固废处理业务（生产线 1 条在运营，3 条在建，2 条前期准备），未来有望实现环保与水泥业务间的协同发展。水泥业务方面，公司作为湖北区域龙头之一，2016 年营收/利润分别为 55.5/10.8 亿元，同比增长 8.08%/ 9.96%。通过加大技术研发投入及打造产业链协同，公司成本管控深具优势，毛利率水平行业领先（16 年毛利率 28.68%，与海螺水泥同处第一梯队），区域市场份额有望进一步提升。17 年水泥市场供需有望继续向好，公司水泥业绩仍受支撑。

4 盈利预测

公司多元发展战略卓有成效，“一带一路”、PPP 领域均居龙头地位，国内外工程业务发展支撑稳固。公司还积极拓展环保领域，收并购动作积极，在再生资源领域成为龙头，并有望通过技术注入打破行业桎梏，实现向高附加值产品端的延伸，完成盈利水平升级。公司 17Q1 订单及业绩均实现大幅增长，全年业绩增长确定性较高。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.93 元/股、1.12 元/股、1.38 元/股，对应的 PE 为 13.00 倍、10.73 倍、8.72 倍，给予“买入”评级。

5 风险提示

- PPP 项目落地、项目推进不及预期
- 海外项目所在地区出现政治动荡等风险
- 环保业务整合放缓，新增产能不达预期

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2019E	2018E	2019E	会计年度	2016	2019E	2018E	2019E
流动资产	100,536	124,081	157,249	189,822	营业收入	100,254	122,310	152,888	180,407
现金	21,424	24,462	30,578	36,081	营业成本	87,167	106,532	133,012	156,594
应收账款	17,653	24,493	28,462	33,826	营业税金及附加	1,210	2,202	2,599	2,887
其他应收款	7,055	8,358	10,065	12,300	销售费用	1,013	1,095	1,368	1,636
预付账款	18,791	25,243	36,200	46,044	管理费用	4,390	5,301	6,762	8,007
存货	38,854	45,652	56,670	67,873	财务费用	2,098	2,493	3,302	3,979
其他流动资产	(3,241)	(4,126)	(4,726)	(6,303)	资产减值损失	(0)	16	10	(8)
非流动资产	50,693	48,348	48,731	47,172	公允价值变动收	(5)	74	(28)	(6)
长期投资	5,428	3,118	3,808	4,118	投资净收益	191	203	239	236
固定资产	13,909	13,028	12,147	11,266	营业利润	4,561	4,948	6,045	7,543
无形资产	15,352	14,329	13,374	12,482	营业外收入	1,195	687	775	886
其他非流动资产	16,003	17,873	19,403	19,305	营业外支出	84	61	62	69
资产总计	151,229	172,429	205,981	236,994	利润总额	5,673	5,574	6,759	8,360
流动负债	59,589	97,638	119,819	139,053	所得税	1,194	0	0	0
短期借款	7,127	42,546	57,826	73,837	净利润	4,479	5,574	6,759	8,360
应付账款	22,520	26,304	32,714	39,212	少数股东损益	1,084	1,277	1,553	1,953
其他流动负债	29,942	28,788	29,279	26,004	归属母公司净利润	3,395	4,297	5,206	6,407
非流动负债	42,705	38,266	43,621	47,617	EBITDA	8,213	9,345	11,183	13,295
长期借款	26,153	26,153	26,153	26,153	EPS (元)	0.74	0.93	1.12	1.38
其他非流动负	16,552	12,113	17,468	21,464					
负债合计	102,293	135,905	163,440	186,670					
少数股东权益	10,413	11,690	13,243	15,196					
股本	4,605	4,629	4,629	4,629					
资本公积	7,585	7,487	7,462	7,512					
留存收益	9,089	12,717	17,206	22,987					
归属母公司股东	38,522	24,834	29,298	35,129					
负债和股东权益	151,229	172,429	205,981	236,994					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2019E	2018E	2019E
经营活动现金流	(3,428)	(9,455)	(6,074)	(7,214)
净利润	4,479	4,297	5,206	6,407
折旧摊销	1,687	1,904	1,836	1,772
财务费用	2,053	2,493	3,302	3,979
投资损失	(191)	(203)	(239)	(236)
营运资金变动	(16,652)	(19,312)	(17,713)	(21,075)
其他经营现金	5,196	1,367	1,535	1,939
投资活动现金流	(1,276)	3,055	(398)	(117)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(2,551)	2,310	(690)	(310)
其他投资现金	1,275	745	292	193
筹资活动现金流	8,614	25,427	12,557	12,826
短期借款	(10,643)	35,419	15,280	16,011
长期借款	2,156	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	73	(98)	(25)	49
其他筹资现金	17,028	(9,919)	(2,698)	(3,233)
现金净增加额	3,910	19,027	6,085	5,496

主要财务比率				
会计年度	2016	2019E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	21.85%	22.00%	25.00%	18.00%
营业利润	14.15%	8.48%	22.17%	24.78%
归属于母公司净利	26.55%	26.55%	21.16%	23.07%
获利能力				
毛利率(%)	13.05%	12.90%	13.00%	13.20%
净利率(%)	3.39%	3.51%	3.41%	3.55%
ROE(%)	9.15%	15.26%	15.89%	16.61%
ROIC(%)	14.79%	12.23%	9.98%	10.12%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.64%	78.82%	79.35%	78.77%
净负债比率(%)	58.56%	74.78%	61.47%	62.75%
流动比率	1.69	1.27	1.31	1.37
速动比率	1.04	0.80	0.84	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.76	0.81	0.81
应收账款周转率	9.66	9.15	8.86	9.04
应付账款周转率	5.14	5.01	5.18	5.02
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.93	1.12	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.74)	(2.05)	(1.32)	(1.57)
每股净资产(最新摊薄)	8.37	5.39	6.36	7.63
估值比率				
P/E	16.4	13.0	10.7	8.7
P/B	1.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.49	14.11	13.28	12.63

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。