



葛洲坝（600068）系列报告之一： 央企多元化典范，兼具成熟与活力 之美

报告摘要：

多元化央企龙头，兼具成熟与活力之美。公司系水电建设领域首家上市公司和龙头标杆、国际承包领军企业、央企业务多元化典范，是建筑板块头部央企之一、亦是其中较为特殊的存在。当前呈现业务成熟之美，四大领域、八大业务立足多个高潜力市场，在多个细分领域占据头部/前十/前二十及百强地位，并持续完善产业链布局、强化海外投资平台；呈现经营活力之美，在战略上持续创新、踩点布局，在战术上灵活开放、混改先锋；

从四大领域透视公司业务结构：

- ◆ **建筑领域**，公司系全球水电建设第一品牌、大型基建重要参与方、PPP标杆企业、国际承包领军企业。公司长期贯彻多元化和国际化战略，当前积极加码海外扩张、强化子公司专业，建筑业务增速显著反弹，海外业务呈爆发式增长；
- ◆ **建材领域**，公司系特种水泥和民用爆破冠军品牌。公司水泥产能约 2550 万 t，熟料产能位列全国第 13，牢据湖北高潜力市场份额第二位和当地价格相对优势，保持高附加值特种水泥细分市场领先地位并于近期投放海外新产能，毛利率、吨毛利高于行业一般水平，与建筑、环保、公路业务协同效应强；公司工业炸药产能 33 万 t，利用率达 84%，规模稳定在行业前三，系国内最具实力的爆破服务一体化龙头，2018 年市占率提升至 6.3%，并借沙特 ASK 项目加码海外市场，未来将持续受益行业压减产能提升集中度和下游矿业投资快速修复；
- ◆ **投资领域**，公司系高端绿色地产驰名品牌、高速水电投运先驱、水务领军运营商。公司系地产百强、绿色地产十强、5G 住房开创者，深耕强韧性一二线核心城市、定位高端和绿色产品路线、具备低融资成本优势，近期销售亮眼、拿地积极；公司布局多个基础设施投运领域，拥有湖北、山东、四川多地优质路产，估算在手权益里程约 1010km，并设立基金加码扩张。估算在手水电装机规模约 3765MW，有望凭借业优势和国际化战略进一步开拓海外市场。国内运营 58 座水厂（水处理 300 万 t/d）、海外运营巴西圣供水项目（日供水 41 万 t/d）。拥有南京合肥等二线核心市场示范型管廊项目，并参股汉宜铁路；
- ◆ **新兴领域**，公司系实力雄厚的环保及高端装备制造新锐，当前重点关注子公司及园区等业务布局。公司位列 2017 年“中国环境企业 50 强”第 1，纵向一体化+横向全面布局环保，积极开展混改并购和对外合作，再生资源细分领域在全国范围内布局子公司和 500km 辐射半径再生资源园区，水系治理领域持续推进高附加值业务、引入先进管理体系；公司聚焦能源和环保高端装备业务，订单储备充裕，打造武汉产业园夯实竞争优势，走开放式的研发创新路线，通过与一流科研院校和跨国集团战略技术合

2019年12月27日

强烈推荐/上调

葛洲坝

公司报告

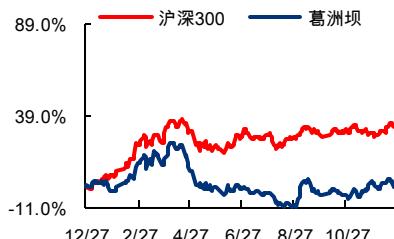
公司简介：

公司系水电建设领域首家上市公司和龙头标杆、国际承包领军企业，业务覆盖建筑、水泥、民爆、地产、基础设施投运、环保水务、高端装备制造等领域，多项优质资产在经营领域内排名靠前，是建筑央企多元化之典范。

交易数据

52周股价区间（元）	5.4-7.81
总市值（亿元）	285.04
流通市值（亿元）	285.04
总股本/流通 A股（万股）	460478/460478
流通 B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.73

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

研究助理：王翩翩

010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

作打造了多项核心技术优势；

关注规模和业绩弹性。相对其他头部建筑央企，公司规模上体量小、估值低，结构上多元化、国际化，风格上持续革新、灵活开放，因而具有较好弹性。看好公司在多个业务板块具有提升空间，经测算或将在一定程度上增厚整体业绩。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营收为 1152.27 亿元、1302.89 亿元、1471.18 亿元，归母净利润为 54.27 亿元、64.08 亿元、76.8 亿元，对应 eps 为 1.18 元、1.39 元和 1.67 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 5.3 倍、4.5 倍和 3.7 倍。对公司多元化业务结构进行分项估值，看好 2021 年公司市值增加至约 541 亿规模，较当前市值有 90% 成长空间。采用相对及绝对估值法，综合推算公司合理估值为 8.25 元/股，对应 2019-2021 年 PE 值分别为 7 倍、5.9 倍和 4.9 倍，较当前股价有 33% 成长空间。基于公司在多个高潜力市场的优质资产业务布局、积极的海外战略、开放的经营心态、聚焦高质量发展的战略路线，以及国内逆周期调控力度有望加大、多个下游领域投资复苏、中美达成阶段性经贸协议的外部环境，我们看好公司短期经营韧性和中长期多元化优势，看好公司协同竞争优势和结构转型潜力。上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：海外业务风险，投资不及预期风险，项目落地不及预期风险，财务风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万	106,807.1	100,625.6	115,227.3	130,288.6	147,118.0
增长率（%）	6.54%	-5.79%	14.51%	13.07%	12.92%
净利润（百万元）	5,847.48	5,959.89	7,184.64	8,429.19	9,903.40
增长率（%）	30.56%	1.92%	20.55%	17.32%	17.49%
净资产收益率（%）	11.41%	10.88%	12.61%	13.16%	15.53%
每股收益（元）	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67
PE	6.94	6.98	5.25	4.45	3.71
PB	0.69	0.67	0.66	0.59	0.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 多元化央企龙头兼具成熟与活力之美	7
1.1 公司为持续转型的多元化央企龙头	7
1.2 业务成熟之美：四大领域、八大业务，立足多个高潜力市场	10
1.3 经营活力之美：二十余载创新不断，具备企业家精神	15
2. 建筑领域——公司是水电龙头、基建和海外承包领军企业	16
3. 建材领域——公司是特种水泥和民用爆破冠军品牌	22
3.1 水泥业务：中南龙头，四点优势提升投资价值	22
3.2 民爆业务：高性价比资产，供给压减而需求持续修复	32
4. 投资领域——公司是高端绿色地产驰名品牌、高速水电投运先驱	35
4.1 地产业务：有望凭借三重优势把握结构性机遇	35
4.2 基础业务：品众多样、规模可观、前景广阔	42
5. 新兴领域——公司是实力雄厚的环保及高端装备制造新锐	54
5.1 环保业务：后来居上实力雄厚，关注子公司及园区布局	54
5.2 装备业务：高端制造之新锐，持续加码、助推转型	62
6. 投资建议	64
6.1 关键合理假设和盈利预测	64
6.2 关注公司规模和业绩弹性	65
6.3 投资建议：看好市值成长性，上调至“强烈推荐”评级	66
6.3.1 多元业务分项估值，看好市值规模成长性	66
6.3.2 相对和绝对估值法的合理区间在 8.25~8.32 元/股	68
7. 风险提示	70
相关报告汇总	72

表格目录

表 1: 整体上市以来公司控股股东持股变动情况	10
表 2: 公司主营业务和对应的广义市场容量测算（广义容量仅供参考，不作为公司业绩测算的直接依据）	13
表 3: SW 建筑板块央企规模、上市时间和所处区域	16
表 4: 2003-2019H1 公司建筑业务相关指标及变化说明	20
表 5: 水泥行业历年重要政策规划一览	24
表 6: 湖北及关联区域发展战略一览	28
表 7: 水泥公司子成员单位区位交通和主供项目市场分布	29
表 8: 需求端测算全国水泥市场容量/万 t	31
表 9: 供给端测算全国水泥市场容量/万 t	31
表 10: 民爆行业重要政策和公司民爆业务发展关键节点	35
表 11: 2015 年以来地产公司公开披露竞得或入股项目	39
表 12: 估算当前公司可售（含未建、预售截至 2019H1）权益建面及货值	40
表 13: 预测公司地产业务所在区域新增住宅潜力	41

表 14: 绿色建筑领域重要政策事件一览.....	41
表 15: 当前公司在交通、能源、市政等经营性基础设施领域投运项目案例.....	43
表 16: 2017 年部分百公里以上规模高速盈利情况.....	46
表 17: 十三五规划全国装机规模目标.....	49
表 18: 十三大水电基地装机规模/万 KW.....	49
表 19: 2011 年全球水能资源开发状况	50
表 20: 水环境保护领域重点政策	52
表 21: 城市综合管廊领域重点政策	54
表 22: 生态环保领域重要政策文件.....	56
表 23: 2015-2018 年我国主要的十类再生资源类别回收利用体量和价值变化	57
表 24: 公司环保水务业务布局（不含水电）	61
表 25: 公司再生资源循环经济园区建设情况.....	62
表 29: 公司财务指标预测	65
表 30: 测算公司未来业务结构变化及 2021 年各板块估值.....	67
表 31: 公司民爆业务与宏大爆破对比	68
表 32: 公司与头部建筑央企估值对比	69
表 33: DCF 模型 WACC 参数取值.....	69
表 34: DCF 模型估值敏感性测试.....	69

插图目录

图 1: 公司历史沿革	8
图 2: 1999-2019Q3 公司业绩和估值变化	9
图 3: 公司股权结构（截至 2019Q3）	10
图 4: 公司 2011-2019H1 营收构成	11
图 5: 公司 2011-2019H1 毛利构成	11
图 6: 2019H1 各业务营收占比	11
图 7: 2019H1 各业务毛利占比	11
图 8: 当前公司业务结构示意图（收入及利润取自 2018 年报）	12
图 9: 公司国内水电案例（三峡工程）	18
图 10: 公司海外水电案例（巴基斯坦 NJ 水电站）	18
图 11: 公司交通类项目案例（沪汉蓉高铁）	18
图 12: 公司交通类项目案例（兰新铁路）	18
图 13: 公司交通类项目案例（襄荆高速）	19
图 14: 公司交通类项目案例（深圳宝安机场）	19
图 15: 公司市政类项目案例（武汉轨交 27 号线）	19
图 16: 公司市政类项目案例（合肥高新区管廊）	19
图 17: 2009-2019H1 公司建筑订单及收入变化情况	19
图 18: 2009-2019H1 公司海外建筑订单及收入变化情况	19
图 19: 2009-2019 披露海外重大项目按地区分布 /亿美元	20

图 20: 2009-2019 披露海外重大项目按行业分布/亿美元.....	20
图 21: 2004-2019H1 公司水泥业务营收毛利及同比变化.....	23
图 22: 公司水泥产能变化.....	24
图 23: 2007-2018 全国水泥熟料产能设计产能变化.....	25
图 24: 2007-2018 全国新型干法水泥熟料生产线数变化.....	25
图 25: 2008-2018 湖北固定资产投资增速变化.....	27
图 26: 2015-2018 湖北主要企业熟料产能占比变化.....	27
图 27: 2016-2019 葛洲坝、华新荆州水泥散装出厂价变化.....	27
图 28: 2016-2019 葛洲坝、华新十堰水泥散装出厂价变化.....	27
图 29: 2015-2018 部分公司水泥及熟料吨毛利对比(元/吨)	27
图 30: 2018 公司及 SW 水泥制造板块公司毛利率对比/%.....	27
图 31: 近两年全国各区水泥价格指数变化.....	28
图 32: 2004-2019 武汉 42.5 级普通水泥袋装价格变化.....	28
图 33: 2009-2020E 房屋施工面积及折合新开工月数变化	31
图 34: 2005-2019H1 袋装 42.5 级普通水泥全国均价(元/吨)	31
图 35: 公司民爆业务案例 (三峡 RCC 围堰爆破)	33
图 36: 2005-2019H1 公司民爆业务营收和毛利及同比变化.....	33
图 37: 2011-2018 全国工业炸药产量和公司产量份额变化.....	33
图 38: 2011-2018 公司工业炸药产能、产量和利用率变化.....	33
图 39: 2018 年主要民爆公司产能	34
图 40: 2017 年工业炸药应用领域分布	34
图 41: 2006-2019E 采矿业投资及同比变化	34
图 42: 2006-2019E 采矿业主导细分领域同比变化	34
图 43: 2014-2018E 全球民爆市场规模变化	34
图 44: 2017 年全球民爆市场容量分布	34
图 45: 公司在售项目案例：南京紫郡府	37
图 46: 公司地产业务扩张大事记	37
图 47: 估算公司省外市场累计权益建面分布/万平.....	38
图 48: 估算当前公司权益可售和货值分布	38
图 49: 2015-2019H1 公司新开工及销售面积变化/万平	38
图 50: 2014-2019H1 公司销售款和合同负债变化	38
图 51: 2018-2019 四十城商品房销售面积累计同比变化	38
图 52: 公司部分主营市场商品房销售面积累计同比变化	38
图 53: 百城住宅土地成交面积 3 月移动平均同比	39
图 54: 百城住宅土地成交额 3 月移动平均同比	39
图 55: 近两年地产产业债信用利差变化	39
图 56: 2019 年部分房企 4~5 年期公开债平均票面利率	39
图 57: 2003-2018 基础投运业务营收及同比变化	42
图 58: 2003-2018 基础投运业务毛利及同比变化	42
图 59: 公司基础设施投资运营业务盈利影响因素分析框架	43

图 60: 2004-2018 公司高速业务收入及同比变化.....	45
图 61: 襄荆高速和大广北高速区位示意	46
图 62: 2014-2017 公司核心路产收入变化.....	46
图 63: 公司和主要上市高速公司的权益里程对比/km.....	46
图 64: 公司和主要上市高速公司的高速收入及毛利率对比.....	46
图 65: 2008-2018 年全国/湖北民用汽车拥有量及同比变化.....	47
图 66: 2018 年各省民用汽车拥有量及同比	47
图 67: 2017-2019PPP 管理库高速项目数量及金额变化.....	47
图 68: 当前主要省份 PPP 库高速项目情况.....	47
图 69: 2007-2018 我国水电装机容量及增速变化.....	49
图 70: 2018 年公司及头部水电企业平均上网电价/元/KWh.....	49
图 71: 水务产业链及价值链示意	51
图 72: 2010-2017 城市市政投资.....	51
图 73: 2017-2019PPP 库供水污水处理项目数量金额变化.....	51
图 74: 水务主要上市公司水处理设计能力（部分含在建）/万 t/d.....	52
图 75: 部分上市公司供水及污水处理收入和毛利对比.....	52
图 76: 城市综合管廊截面示意图	53
图 77: 各省公开规划建设管廊里程	53
图 78: 截至 2019 年初媒体报道各省在建管廊规模/km.....	54
图 79: 2017-2019PPP 项目库管网项目数量及金额变化.....	54
图 80: 2014-2019 生态保护和环境治理业投资及同比变化.....	55
图 81: 2001-2017 全国环境污染治理投资额及同比变化.....	55
图 82: 公司环保水务板块业务架构（年份,持股比例）	60
图 83: 公司再生资源资产：老河口循环经济产业园	60
图 84: 公司水系治理项目：荆门竹皮河流域水环境综合治理.....	60
图 85: 2017 年中国再生资源百强企业 top10 营业额/亿.....	61
图 86: 2018 年公司及主要环保上市公司营收对比/亿.....	61
图 87: 2014-2019 废钢价格走势	62
图 88: 2014-2019LME 铜价走势	62
图 186: 预测 2021 年公司及可比建筑公司 2021 年 PE.....	67
图 187: 预测 2021 年公司及可比水泥公司 PE 分布	67
图 188: 预测 2021 年可比地产公司 PE 分布.....	68
图 189: 预测 2021 年公司及可比高速公司 PE 分布	68
图 190: 预测 2021 年公司及可比环保公司 PE 分布	68
图 191: 预测 2021 年可比高端装备制造公司 PE 分布	68

1. 多元化央企龙头兼具成熟与活力之美

公司系水电建设领域首家上市公司和龙头标杆、国际承包领军企业、央企业务多元化之典范，是建筑板块头部央企之一、亦是其中较为特殊的存在。

公司呈现业务成熟之美，当前业务布局四大领域、八大板块，立足海外、水利水电、交通、市政、棚改旧改、管廊、水泥、地产、绿色建筑、高速、生态环保、再生资源、高端装备制造等多个高潜力市场。

公司呈现经营活力之美，在战略上持续创新、踩点布局，在战术上灵活开放、混改先锋。

1.1 公司为持续转型的多元化央企龙头

公司系甫成立便上市的天之骄子，水电建设领域首家上市公司和龙头标杆，建筑板块头部央企之一。

- ◆ 中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“葛洲坝”或“公司”或“CGGC”）隶属于中国葛洲坝集团公司，后者前身是成立于 1970 年的三三〇 工程指挥部。公司成立于 1997 年 5 月，是由集团核心企业原中国葛洲坝水利水电工程集团公司独家发起、在公司资产重组基础上以社会募集方式设立的股份有限公司。公司于 1997 年 5 月 8 日登录上交所，发行 19000 万股、净募集 11.06 亿，系中国水电建设施工行业首家上市公司。公司于 2005 年与原控股股东中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司实施资产置换淡出施工业务，以减少与股东同业竞争，而在 2007 年则吸收合并原控股股东，实现了中国葛洲坝集团公司主营资产整体上市，从根本上消除了内部同业竞争等行为，大大夯实了公司施工主业。2011 年按照国家深化电力体制改革和中央企业布局结构调整要求，中国葛洲坝集团公司与中国电力工程顾问集团公司、国家电网南方电网所属的部分设计施工单位组建了中国能源建设集团有限公司，后者间接控股本公司；
- ◆ 公司以水电起家，独家承建葛洲坝工程、主力承建三峡工程（超 65% 工作量），先后承担了国内外一大批世界顶尖级水利水电基础设施的建设，在大江大河导截流、筑坝、基础处理等众多领域牢据世界水电施工技术制高点，代表了全球水电建设最高水平，在全球水电建设领域具有较强的品牌技术竞争优势和影响力。亦是当前建筑板块头部央企之一，归母/营收/市值规模分别在板块位列第 7/8/9 位。

公司资质齐全、产业链布局完善，系央企业务多元化之杰出典范，国际承包领军企业。

- ◆ 当前公司拥有各类资质 260 个，包括 130 个建筑企业资质（70 个总承包，60 个专业承包）、101 个建设工程相关资质、18 个地产开发经营资质等，其中高阶资质包括水利水电工程、电力工程 2 项施工总承包特级资质，市政公用工程、公路工程、港口与航道工程、房屋建筑工程和水利水电工程等 7 项施工总承包一级资质，桥梁工程、隧道工程、公路路面工程等 19 项专业承包一级资质，水利工程设计、水利工程施工监理、测绘等 7 项设计监理类甲级资质，以及房地产开发和物业管理一级资质，资质较为齐全处于行业领先地位。当前公司亦拥有较完整的产业链布局，业务囊括施工、环保、地产、水泥、民爆、公路、制造、金融八大板块，总体上实现了工程与投资双驱、海内外协同，具备较强的一体化经营优势。
- ◆ 海外业务方面，公司早在 2008 年便积极响应“走出去”战略、大举进军海外市场驱动业绩保持强劲增长，在 2014 年更提出国际优先战略，紧跟“一带一路”政策拓展沿线业务卓有成效。公司名列 2016 年 ENR 全球承包商/国际承包商排行第 31/45 位，间接控股股东中国能建名列 2019 年 ENR 全球承包商/国际承包商排行第 12/23 位，品牌享誉全球。

公司系国资控股、股权结构集中，控股股东和高管屡屡增持彰显经营信心。公司控股股东中国葛洲坝集团有限公司当前持股 1,949,448,239 股、占比约 42.34%，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。自 2007 年整体上市以来，控股股东从未进行减持，并在 2013-2016 年间连续增持 79,407,831 股，约占增持初期总股本的 2.28%，2014 年 2 月公司部分高管买入 2,258,546 股，以上充分彰显股东对公司经营信心。

我们认为公司具有较强的战略革新能力，其业务结构演化可大致分为以下四个阶段：

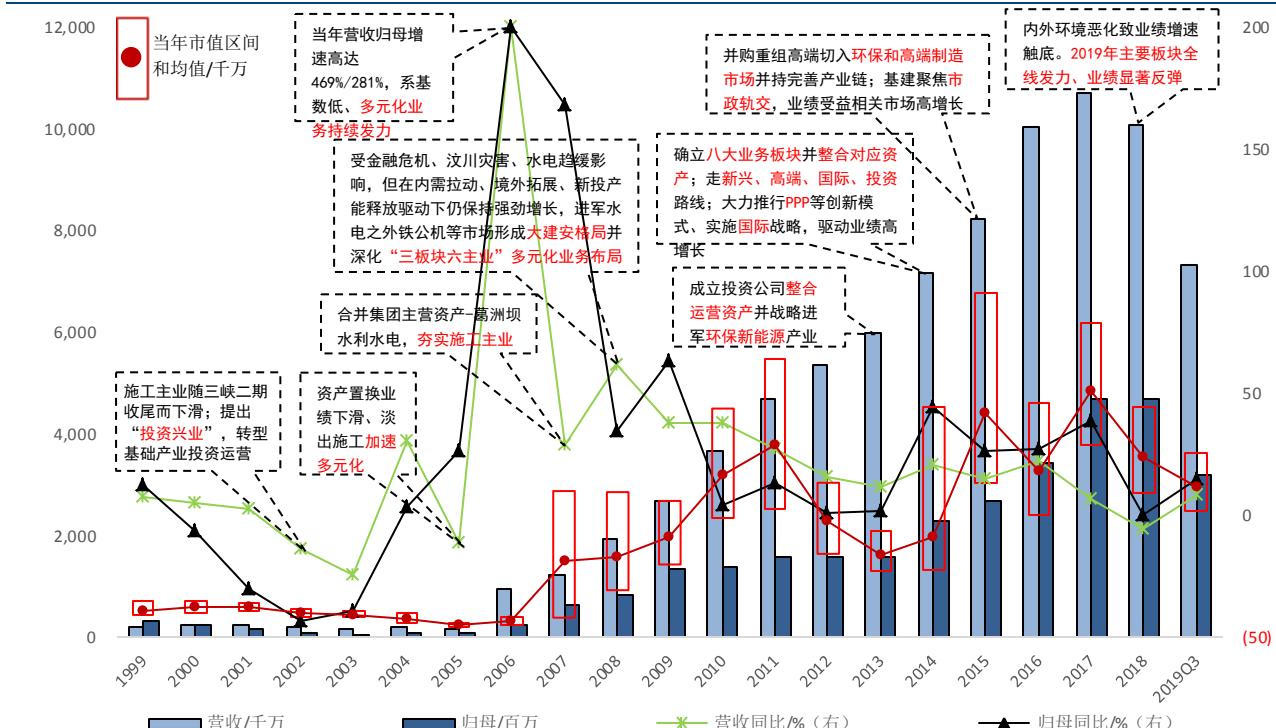
- ◆ 第一个阶段，1997-2002，主营传统施工及配套：上市之初，公司主业是围绕水电的工程施工和水泥产销；
- ◆ 第二个阶段，2002-2007，投资兴业、摸索业务多元化：在 2002 年三峡二期工程接近收尾之际，公司便富有远见地围绕产业结构调整提出了 5 年规划和“投资兴业”路线，其后加速投资运营高速能源等基础产业、投资扩产水泥民爆业务助力公司转型多元化；
- ◆ 第三个阶段，2007-2013 年，多元化业务结构加速成型：公司紧抓整体上市和四万亿刺激内需机遇，大举进军公路、铁路、机场、港口、风电等非水电市场形成大建安格局，深化“三板块六主业”多元化布局；
- ◆ 第四个阶段，2013 年至今，多元化业务结构趋于成熟并持续优化升级：2013 年公司成立专门投资公司整合基础运营资产，并响应国家战略进军环保新能源高前景市场。2014 年公司初步确立八大业务板块并有序整合对应资产，巩固上下游一体化协同经营优势，大力推行 PPP 等创新模式、实施国际战略，并确定了专注新兴、高端、国际、投资的业务路线。2015 年以来公司通过并购重组再度加码环保和高端制造业务，致力于形成环保和高端装备制造的全产业链和一站式服务能力，打造一流产业集群；

图 1：公司历史沿革



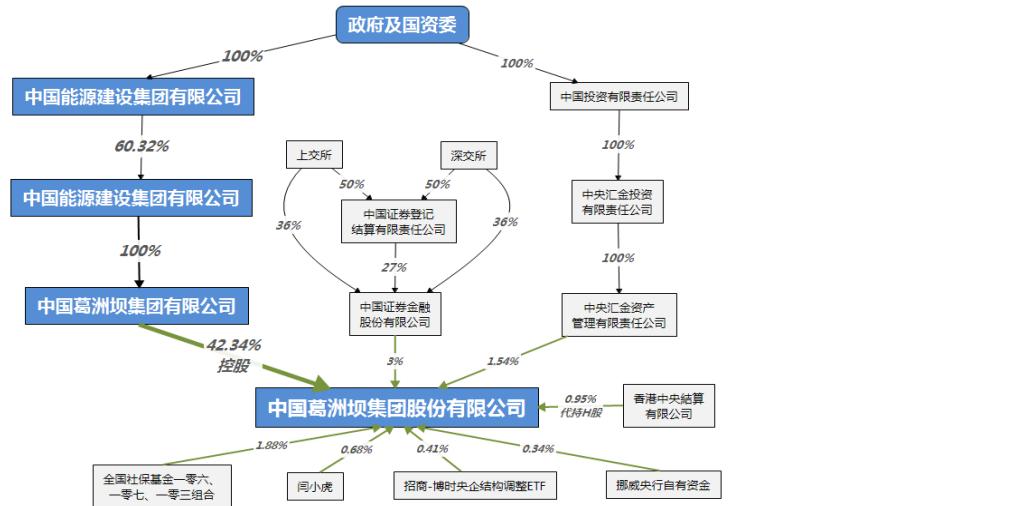
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2: 1999-2019Q3 公司业绩和估值变化



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 3: 公司股权结构 (截至 2019Q3)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：整体上市以来公司控股股东持股变动情况

公告日期	总股本	持股数量/股	占总股本比例/%	变动原因
2007/8/10	1,051,600,000	265,782,618	25.27	/
2007/9/26	1,665,409,218	725,045,789	43.54	整体上市：控股股东以其对原控股股东的出资额按照合并双方确定的换股价格/比例转换本公司股份，注销原控股股东股份后净增股本 613,809,218 股
2009/11/12	2,147,583,297	942,559,526	43.89	配股：每 10 股配 3 股，配售 482,174,079 股
2010/1/8	2,324,972,651	942,559,526	40.54	权证行权：共计 300,666,004 份公司认股权证行权，认购增加股本 177,389,354 股
2010/9/27	3,487,458,977	1,413,839,289	40.54	送股：每 10 股送 5 股，送股 1,162,486,326 股
2013/7/22	3,487,458,977	1,421,656,507	40.76	增持：控股股东累计增持 19,944,717 股，占截至增持期满已发行总股份的 0.57%
2013 年报	3,487,458,977	1,423,784,007	40.83	
2014/1/21	3,487,458,977	1,433,784,007	41.11	
2014/3/26	4,604,777,412	1,889,985,125	41.04	增发：7 名认购对象共认购非公开发行 1,117,318,435 股，其中控股股东认购 456,201,118 股
2014/5/6	4,604,777,412	1,904,915,039	41.37	增持：控股股东累计增持 43,429,914 股，占期间总股本的 0.94%
2014/7/21	4,604,777,412	1,933,415,039	41.99	
2015/7/14	4,604,777,412	1,936,448,239	42.05	增持：控股股东累计增持 16,033,200 股，占期间总股本的 0.35%
2015 年报	4,604,777,412	1,949,448,239	42.34	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

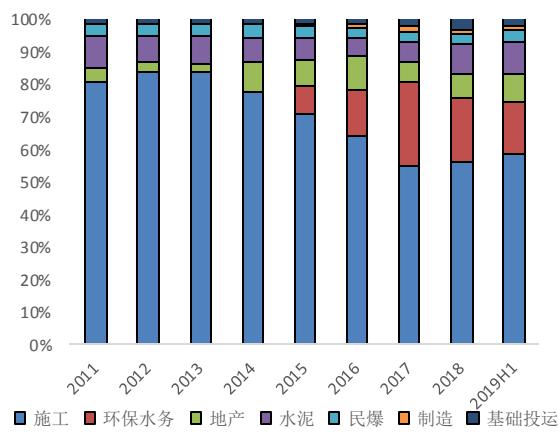
1.2 业务成熟之美：四大领域、八大业务，立足多个高潜力市场

我们总结公司当前业务覆盖建筑、建材、投资、新兴四大领域，遍布建筑施工、水泥和民爆、地产和基础设施投资运营、环保和高端装备制造，以及金融等八大板块，立足于海外、水利水电、交通、市政、棚改旧改、

管廊、水泥、地产、绿色建筑、高速、生态环保、再生资源、高端装备制造等多个高潜力市场，呈现八大业务齐头并进、海内外协同、工程与投资双驱格局，结构日趋优化、散发成熟之魅力。

低毛利的建筑主业占比战略性下降，高盈利的地产、水泥、高速等多项业务贡献利润较多。收入端来看，建筑仍是当前公司核心主业，2017/2018/2019H1 建筑施工收入占比分别为 53%/54%/57%，趋于稳定，但业务占比较整体上市之初的 77%（2007）已显著下降，环保业务亦在 2015-2018 四年间快速增长、收入占比达到 24%（2018），彰显公司多元化战略落实。毛利端来看，2019H1 地产/水泥/高速三项业务收入占比仅 9%/10%/2%，而毛利占比分别达到 13%/26%/10%，尤其是水泥收入仅约建筑的 1/6、毛利却超过建筑一半，而高速以仅 2% 的收入比例贡献 10% 的利润。高毛利的地产/水泥/高速业务快速增长充分优化整体业务结构。

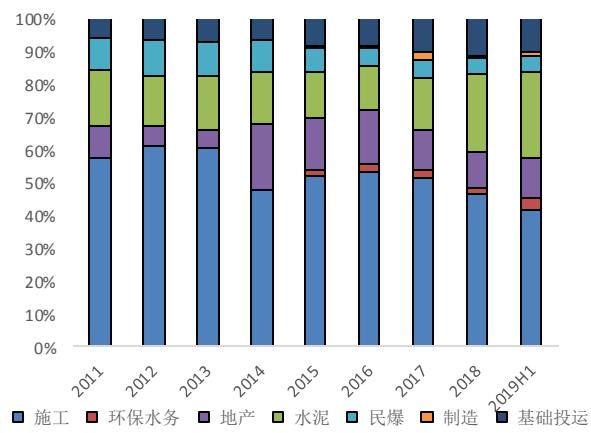
图 4: 公司 2011-2019H1 营收构成



资料来源：Wind、东兴证券研究所

备注：2019 年水务水电业务从基础投运板块并入环保水务板块

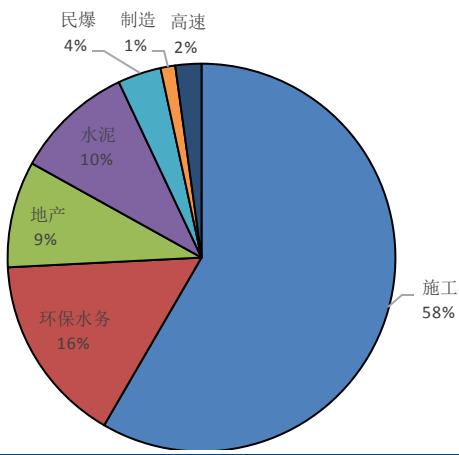
图 5: 公司 2011-2019H1 毛利构成



资料来源：Wind、东兴证券研究所

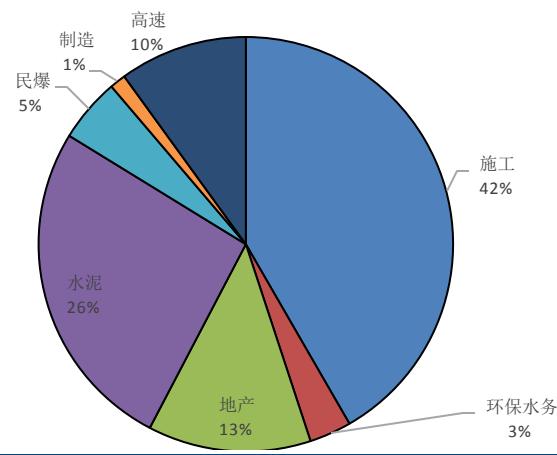
备注：2019 年水务水电业务从基础投运板块并入环保水务板块

图 6: 2019H1 各业务营收占比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 7: 2019H1 各业务毛利占比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 8：当前公司业务结构示意图（收入及利润取自 2018 年报）



资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

表 2：公司主营业务和对应的广义市场容量测算（广义容量仅供参考，不作为公司业绩测算的直接依据）

业务领域	细分行业	业务主要看点	业务对应的广义市场潜力测算
一、建筑	建筑	<ul style="list-style-type: none"> 全球水电建设第一品牌、大型基建重要参与方、PPP 标杆企业、国际承包领军企业； 长期贯彻多元化和国际化战略，当前强化子公司专业、加码海外扩张； 当前建筑业务增速显著反弹，海外业务爆发式增长； 	<ul style="list-style-type: none"> 水利投资规模每年超万亿，电源投资规模每年接近 3000 亿； 交运/道路/公路/中西部公路投资规模每年超 6 万亿/4 万亿/2 万亿/1 万亿；市政投资规模每年超 2 万亿； 海外基建投资规模每年约 12 万亿美元，top250 家国际营业额规模接近 5000 亿美元； 2018-2020 年规划棚改开工 1500 万套、对应投资 4 万亿； 未来城镇老旧小区改造投资规模约 4 万亿；
	水泥	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年熟料产能 1686 万 t 名列全国第 13 位、中南地区第 7 位、湖北省第 2 位，当前年水泥产能约 2550 万 t； 深耕湖北高潜力市场，牢据市场份额第二位和价格相对优势； 高附加值特种水泥细分市场领先地位，海外产能投放； 议价能力强、盈利水平高，毛利率、吨毛利远高于行业一般水平； 与建筑、环保、公路业务协同效应强； 	<ul style="list-style-type: none"> 国内年产销规模约 22.2 亿 t，对应约 1 万亿市场容量； 湖北水泥市场规模每年约 525 亿规模； 海外水泥市场每年超 8000 亿； 海外外特种水泥市场每年约 530 亿规模；
	二、建材	<ul style="list-style-type: none"> 国内最具实力的爆破服务一体化龙头，工业炸药产能 33 万 t、利用率达 84%； 规模稳定行业前三； 行业集中度提高、2018 年市占率提升至 6.3%； 国内下游矿业投资快速修复；借沙特 ASK 项目加码海外市场； 	<ul style="list-style-type: none"> 国内市场规模每年超 350 亿； 国外市场规模每年超 1800 亿；
	民爆	<ul style="list-style-type: none"> 全国地产百强、绿色地产十强、5G 住房开创者；近期销售亮眼、拿地积极 深耕强韧性的一二线城市，粗略估算可售权益建面约 228 万平，一线、二线、三线货值分布约为 67%/24%/9%； 定位高端市场，前瞻布局高潜力绿色建筑市场； 低融资成本优势增厚扩张筹码； 	<ul style="list-style-type: none"> 未来每年全国/北京/长三角/广东/成渝/湖北新增住宅面积将达到 14.9 万平/200 万平/2.5 万平/1.2 万平/1.5 万平/7000 万平，对应市场规模将达到 14.9 万平/0.1 亿/3 万平/1.7 万平/1.2 万平/0.6 万平； 未来绿色建筑整体市场潜力超 15 万平规模；
	三、投资	<ul style="list-style-type: none"> 高速运营先驱，投资了国内首条大型 BOT 高速； 拥有多条优质路产，估算权益里程约 1010km，规模堪比高速头部上市公司； 基金加码扩张；拟出售大广北高速或减轻债务压力、盘活存量资产； 	<ul style="list-style-type: none"> 高速运营市场投资潜力超 1.5 万亿
	基础投运-高速	<ul style="list-style-type: none"> 水电出身，估算当前项目总装机规模约 3765MW，上网电价约 0.33 元/KWh； 	<ul style="list-style-type: none"> 全球每年水电投资规模约 500 亿美元
	基础投运-		



水电	<ul style="list-style-type: none"> 有望发挥规划建设专业优势和国际化战略进一步开拓海外市场；
基础投运-水务	<ul style="list-style-type: none"> 并购+PPP、国内+海外，国内运营 58 座水厂、水处理总规模达 300 万 t/d，海外运营巴西圣诺伦索供水项目，日供水能力为 41 万 t/d；2018 年收入同增 125%，毛利率 40%，规模及盈利达到水务上市公司中等偏上水平；
基础投运-管廊	<ul style="list-style-type: none"> 积极参与南京合肥等二线核心市场示范型项目，持续夯实与地产协同优势；在手项目使用者付费比例较高；
环保	<ul style="list-style-type: none"> 2017 年“中国环境企业 50 强”第 1 名； 纵向一体化+横向全面布局，积极开展混改并购和对外合作； 再生资源资产实力雄厚，全国范围内布局子公司和 500km 辐射半径再生资源园区，持续巩固优势提高经营韧性；水系治理领域积极引入先进管理体系、推进高附加值业务；污土污泥领域拥有达到国际领先水平的国家独家专利产品；固废领域科技赋能水泥厂开展生活垃圾处置/污染土壤治理业务；
四、新兴	<ul style="list-style-type: none"> 十三五新开工 8000km，对应投资规模约 6400 亿； 近期新增市场潜力约 2400 亿； 十三五社会节能环保总投资规模有望超 17 万亿； 再生资源回收价值每年超 1 万亿规模； 生态保护和环境治理投资额每年接近 1 万亿规模； 十三五规划黑臭水体治理市场规模超 5000 亿、海绵城市市场规模达 1.65 万亿；
高端装备	<ul style="list-style-type: none"> “核心装备+行业综合应用解决方案”双轮驱动，聚焦能源/环保高端装备；
制造	<ul style="list-style-type: none"> 打造武汉产业园；内部协同产业资源丰富，对外积极展开混改并购； 与中国科学院、清华大学等一流科研院校建立技术合作，与芬兰 Wartsila、德国 MAN 等全球顶尖装备企业保持全球战略合作；
	<ul style="list-style-type: none"> 十三五规划高端装备与新材料产业产值规模超 12 万亿； 2020 年环保装备制造业年产值规模超 1 万亿； 未来储能技术装备产业潜力为万亿规模； 分布式能源每年市场规模 350 亿以上。

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

1.3 经营活力之美：二十余载创新不断，具备企业家精神

我们认为公司是较为特殊的建筑央企。(1) 在营收规模超百亿的 12 家建筑央企中，公司是唯一总部不在北京的，也是最早上市、唯一在 2000 年之前上市的（其次是 2005 年上市的中材国际），能够较早借助资本市场力量并良性互动；(2) 在千亿以上的 7 家建筑央企中，公司则是体量最小的，收入仅约第 6 名中国中冶的 1/3，约第 1 名中国建筑的 1/12，公司管理和战略革新相对灵活；(3) 公司以水电起家，2002 年业绩随着三峡二期收尾而大幅下滑，亦是较早体会到单一主业之局限、从而提出投资兴业和业务多元化战略的建筑企业。

我们认为公司具有较强企业家精神和经营活力，成立二十余载战略革新不断。

1. 战略上：持续创新、踩点布局。2002 年公司富有远见地围绕产业结构调整提出了 5 年规划和“投资兴业”路线；2007 年公司借整体上市大举进军公路、铁路、机场、港口、风电等非水电市场形成大建安格局，较好把握了四万亿机遇；2013 年公司出台《关于促进集团公司战略实施的指导意见》拉开结构调整、转型升级的大幕，积极响应国家战略性新兴产业布局，进军环保和高端制造市场并作为公司转型升级的重点方向；2014 年公司大力推行 PPP 业务、实施国际战略，契合国家推广 PPP 模式和“一带一路”政策趋势；2015 年以来公司持续加码环保和高端制造新兴业务，与国家政策保持同步；2018 年公司新一届领导班子面对内外宏观经济形势，聚焦高质量发展，提出要降成本、去库存、压两金、降负债、降风险，当前有序推进公司深化改革战略部署，有望持续实现高质量发展；

2. 战术上：灵活开放、混改先锋。公司是国企改革先锋，在水泥、民爆、地产、环保、装备等多个业务领域积极推行混合所有制和股权激励机制，尤其在新型环保和装备领域，通过与实力民企和社会资本的广泛合作快速介入发展，树立了国企发展混合所有制经济之典范。

- ◆ 水泥领域：公司 2012 年与双七水泥公司合资组建葛洲坝松滋水泥公司（持股 55%），2014 年与湖南石门特种水泥公司合资设立葛洲坝石门特种水泥公司（持股 55%）、与湖北钟夏水泥公司合资设立葛洲坝钟祥水泥公司（持股 51%），2016 年与哈萨克斯坦达纳克合资设立西里水泥厂（持股 70%）；
- ◆ 民爆领域：公司 2006 年并购重组重庆万州宣利化工经营性资产，2007 年并购重组湖北昌泰化工、湖南石门二化及攀钢集团民爆生产资源，2012 年收购整合山东泰山民爆器材，2014 年并购重组宁夏天长民爆器材并借此进入神宁集团内部市场，2015 年与辽源矿业合资重组辽源卓力化工（持股 80%）支撑拓展东北市场，2016 年并购重组四川通达化工民爆经营性资产，2019 年增强投资力度，深入对接北京、四川、重庆、两广等地企业，与多家优势企业达成了初步合作意向；
- ◆ 地产领域：公司 2014 年与方兴、龙湖、融创分别合作开发北京经开区地块（权益 49%）、北京丰台区地块（权益 50%）、重庆两江新区地块（权益 49%），2015 年与保利合作开发广州荔湾区地块（权益 49%）、与招商合作开发南京鼓楼区地块（权益 70%），2016 年与四川翰霆轩合作开发成都双流区地块（权益 51%），2017 年与五矿合作开发南京河西区地块（权益 50%）、与中粮置地等合作开发苏州相城区地块，2018 年与三禾合作开发南京鼓楼区地块（权益 70%），2019 年与南沙城投合作开发广州南沙区地块（权益 62%），通过“高位嫁接”合作战略迅速壮大地产业务和提升独立开发能力；
- ◆ 装备领域：公司 2013 年与北京兰创盈科技公司合资设立能源重工（持股 59%），2018 年与兰创盈合资设立燃机公司（持股 56%）、并购杭州华电华源，并储备了一批并购项目；
- ◆ 环保领域：公司 2013 年与武汉理工大产业集团等合资成立葛洲坝武汉道材（持股 55%），2014 年并购湖北中固公司（持股 55%）、与中材国际合资设立葛洲坝中材洁新（持股 70%），2015 年并购凯丹水务（持

股 100%)、与大连环嘉合资设立葛洲坝环嘉公司(持股 55%)，2016 年与湖北兴业合资设立葛洲坝兴业公司(持股 65%)、并购中凯兴业(持股 100%)和海川达(持股 100%)，2017 年收购巴西圣保罗圣诺伦索供水项目(持股 100%)、与宁波展慈金属工业合资设立葛洲坝展慈(持股 60%)，2018 年与北京环境卫生工程集团合资设立葛洲坝京环科技(持股 51%)、增资并购保定尧润(持股 51%)和日照赛诺(持股 51%)；

股权激励和绩效机制持续增强公司经营活力。2014 年 2 月高管增持 2,258,546 股，当前公司提出在装备公司等子公司层面将积极探索推进混合所有制企业员工持股、管理层持股，有望进一步释放经营活力。绩效方面，公司深入践行业绩导向，确立了绩效考核与工资总额和岗位晋升挂钩的制度，并持续强化企业负责人薪酬管理和核心人才薪酬激励。

表 3: SW 建筑板块央企规模、上市时间和所处区域

年份	2018 年营收/亿	上市日期	办公地点
中国建筑	11,993	2009-07-29	北京
中国中铁	7,404	2007-12-03	北京
中国铁建	7,301	2008-03-10	北京
中国交建	4,909	2012-03-09	北京
中国电建	2,953	2011-10-18	北京
中国中冶	2,895	2009-09-21	北京
葛洲坝	1,006	1997-05-26	湖北武汉
中国化学	814	2010-01-07	北京
中国核建	515	2016-06-06	北京
中铝国际	336	2018-08-31	北京
中材国际	215	2005-04-12	北京
中工国际	102	2006-06-19	北京
北方国际	100	1998-06-05	北京
中钢国际	84	1999-03-12	北京
华电重工	58	2014-12-11	北京
中国海诚	52	2007-02-15	上海
东华科技	40	2007-07-12	安徽合肥
同济科技	33	1994-03-11	上海
航天工程	16	2015-01-28	北京
中公高科	2	2017-08-02	北京

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 建筑领域——公司是水电龙头、基建和海外承包领军企业

当前建筑业务仍是公司核心主业。公司建筑业务资质齐全、覆盖领域和区域全面，不断创新业务模式，在中国大型基础设施投资建设领域具有较强的核心竞争力。公司拥有各类资质 260 项，包括水利水电工程、电力工程 2 项施工总承包特级资质和市政公用工程、公路工程、港口与航道工程、房屋建筑工程和水利水电工程等 7 项施工总承包一级资质，处于行业领先地位。建企近 50 年来，公司已从单一的水电工程施工企业成长为覆盖高速公路、水电站、房建、铁路、水务、市政、城市地下综合管廊等多个基础设施领域的工程总承包服务提供商，业务覆盖国内 31 个省市、境外 142 个国家和地区，项目模式包括 BOT/EPC 等。

- ◆ 水电及能源建设领域，公司是世界水利水电建设第一品牌，是全球能源建设、节能环保领域一流企业。公司在全球 18 个国家及地区承建超过 600 座水电站，包括世界最大水利枢纽三峡工程（22400MW）、中国迄今承建最大境外水电项目尼日利亚蒙贝拉水电站（3050MW）等。承建项目中有 100 余项荣获国家优质工程金质奖、鲁班奖、詹天佑奖等最高荣誉，在大江大河截流、大坝浇筑、超大型地下工程、大型水电机组安装、大型砂石骨料系统、大型拌和系统、基础处理等众多领域占据世界施工技术制高点，所掌握关键技术经鉴定达到国际领先、国际先进和国内领先的达 23 项之多，主参编了 100 余项国家及行业标准；
- ◆ 泛基建领域，公司是市政交通市场重要参与方，是创立了“葛洲坝模式”的 PPP 标杆企业，PPP 项目质量较优、已进入运营期项目效益稳定。2007 年整体上市以来，公司不断开拓非水电市场、打造大建安业务格局，2009-2018 九年间公司新签非水电合同从 227 亿增长到 1755 亿，CAGR 达 26%，占比从 54% 提升到 79%，业务覆盖铁路（川藏铁路拉萨至林芝段、沪汉蓉高铁宜昌至武汉段、禹亳铁路许昌东至豫皖省界段等）、公路（G55 襄荆高速、G45 大广北高速等）、机场（深圳宝安机场、丽水机场等）、市政（西安临潼区秦汉大道及周边配套、武安市政基础设施等）、轨交（武汉 27 号线、西安 14 号线等）、管廊（南京江北新区地下空间、合肥高新区管廊等）、棚改（遵义汇川区和唐山丰南区基础设施及棚改等）、园区开发（重庆南川区工业园区、南京中以农业科技城等）等多个领域，是泛基建领域重要建设方。2013 年公司发力拓展融资性质业务，2014 年大举进军 PPP，2015 年新签 PPP 额 536 亿、占国内签约额的 64%，2016 年新签 719 亿再创新高，并设计整套 PPP 业务规则、流程和模式，创造高效稳健的“葛洲坝模式”闻名于市场，业务遍及交运、市政、环保等主要 PPP 领域。2017 年以来面对去杠杆深化、信用趋紧、PPP 清库形势，公司严守合规稳健发展，筛选符合“中东部经济发达地区、地市级以上政府、入库、有现金流”等条件的项目以降低业务风险，加快推进 PPP 项目落地和存量项目投资回收，并积极探索 ABS，当前公司未出现被出库项目，已进入运营期项目（海口南渡江引水项目等）效益稳定；
- ◆ 国际承包领域，公司是经验丰富、排名靠前的领军企业。2007 年整体上市以来公司即充分利用“走出去”政策优惠加大开拓国际市场、打造新的重要业绩支撑点，2012 年提出优先发展国际业务，2014 年后紧跟“一带一路”和产能合作战略、运用 PPP、产业基金等多种方式深耕区域市场、加速国际业务发展，2018 年更借助中非论坛、进博会、雄安建筑国际论坛等重要平台持续巩固国际业务优势，2019 上半年进一步迎来爆发式增长，新进入 7 国市场并实现新签现汇项目突破。公司 2009-2018 九年间海外合同 CAGR 达 20%，2018 年海外新签合同和营收占施工业务比例分别达到 34%/32%，在商务部“2018 年中国对外承包工程业务新签合同额和完成营业额前 100 家企业”排行榜上分别位列第 4/9 位，是名副其实的海外承包领军企业。当前公司业务遍及全球 142 个国家，集中于亚、非、拉美等地区，业务覆盖水利水电、能源、交通、房建等基础设施领域。

建筑主业在过去近二十年及当前一直坚持多元化、国际化战略路径，海外业务专注友邦国别和专业市场，利于持续积累口碑、实现滚动开发。纵观公司近二十年建筑业务发展，存在多元化、国际化两条清晰主线，2019 以来公司稳步推进子公司专业化改造，当前集团第五、第六工程公司已转为路桥工程和建设工程公司，将帮助子公司聚焦主业、提升核心竞争力。同时优化国际市场布局，新进入七国市场，实现新签现汇项目数量和金额同比大幅增长，签署了巴基斯坦开伯尔普什图省石油炼化等一系列重大项目。统计 2009-2019 年公司所披露海外重大项目，按区域主要分布于亚非等友好国家，按行业分布主要为专业优势突出的水利能源等项目（占比约 78%），利于公司积累所在国别口碑、实现滚动开发。

整体上市以来建筑主业实现长足增长。2017/2018 年增速探底，2019H1 显著反弹，上半年营收/合同分别增长 20%/17%，订单收入比显著提高，海外业务呈爆发式增长，订单收入剪刀差扩大为未来业绩奠基。2009-2018 年公司建筑营收/新签合同/海外新签合同 CAGR 分别达到 11.1%/20.4%/19.5%，保持一贯稳健增

长。受海内外宏观环境影响,2017/2018年营收增速为-7%/-4%,截至2018年底在手执行合同额达5774亿,对当期收入的10.6倍,海外在执行合同额达2044亿,对当期收入的11.6倍。**2019H1公司建筑业务增速全面显著提升**:实现营收286亿,同比增长20.3%,增速较2018全年提高24.6pp;上半年新签合同1403亿,同比增长17%,较2018全年提高18.3pp,其中海外新签合同592亿,同比增长55.3%,较2018全年提高60.9pp。公司历年来整体和海外的订单收入比均保持向上趋势,2019H1整体订单收入比达4.9倍、海外订单收入比高达9倍,均创历史新高。

公司建筑业务涉足的水利能源、交通道路、市政环保、棚改旧改及海外等领域,每年广义市场容量均在万亿规模以上。2018年水利投资额约1万亿(YOY-5%),电源/水电投资额为2721亿(YOY-6%)/674亿(YOY+8%),交通运输投资6.4万亿(YOY+4%),其中道路投资4.4万亿(YOY+8%),公路投资2.1万亿(YOY+1%),其中中西部公路投资约1.4万亿;2017年市政投资1.9万亿(YOY+11%);2018-2020年规划棚改开工1500万套、对应投资规模约4万亿;未来城镇老旧小区改造投资规模约4万亿、预计每年新增8000亿以上;海外市场方面,2017年全球基建投资规模约17万亿美元,以国际承包商跨境业务为口径来看,2018年TOP250国际承包商合计境外营业额4869亿美元(YOY+1%)。

图 9: 公司国内水电案例（三峡工程）



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 10: 公司海外水电案例（巴基斯坦 NJ 水电站）



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 11: 公司交通类项目案例（沪汉蓉高铁）



资料来源：新闻网站、东兴证券研究所

图 12: 公司交通类项目案例（兰新铁路）



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 13: 公司交通类项目案例（襄荆高速）



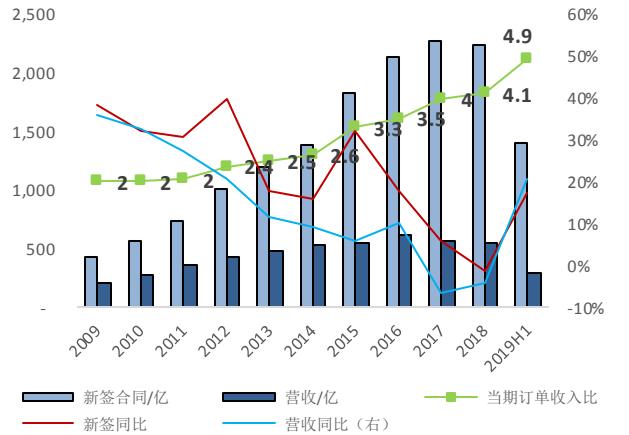
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 15: 公司市政类项目案例（武汉轨交 27 号线）



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 17: 2009-2019H1 公司建筑订单及收入变化情况



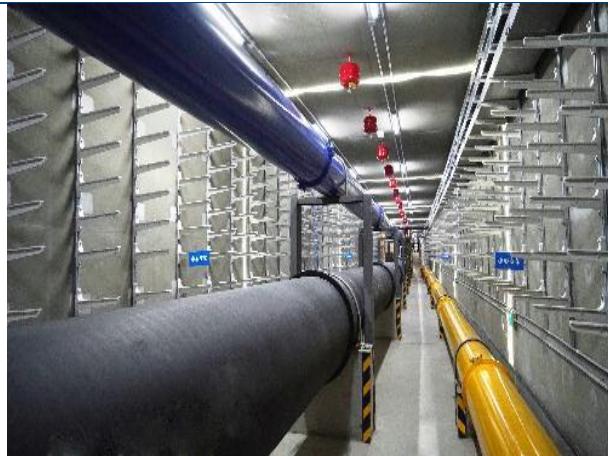
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 14: 公司交通类项目案例（深圳宝安机场）



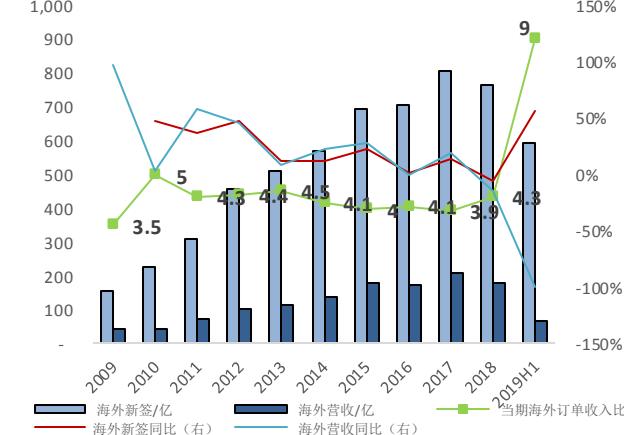
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 16: 公司市政类项目案例（合肥高新区管廊）



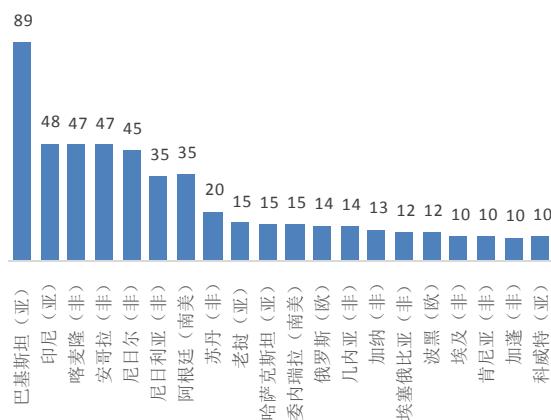
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 18: 2009-2019H1 公司海外建筑订单及收入变化情况



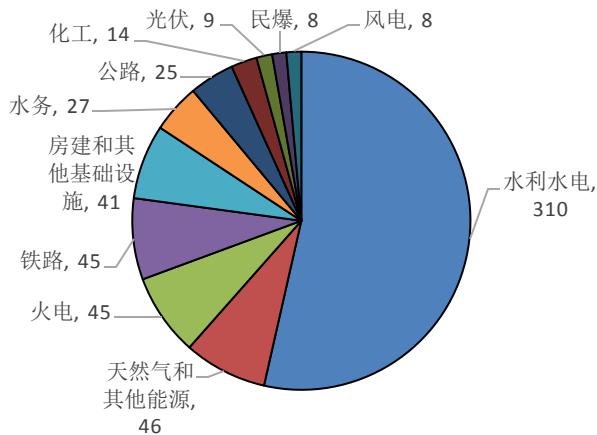
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 19: 2009-2019 披露海外重大项目按地区分布/亿美元



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 20: 2009-2019 披露海外重大项目按行业分布/亿美元



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

表 4: 2003-2019H1 公司建筑业相关指标及变化说明

年	营 收 同 比	新 签 同 比	非水电新签	海外新签	业务变化说明
			同 比	占 比	
2003	-99%	/	/ /	/ /	三峡二期收尾，相关施工收入下滑
2005	-41%	/	/ /	/ /	西南公司资产置换，施工收入下滑
2007	2083 %	/	/ /	/ /	业绩： 受益葛洲坝集团主营资产整体上市，收入大幅增长 多元化： 进一步拓展水电以外的风电、铁路、港船、房屋建筑等建筑领域，向工程承包开发一体化升级 国际化： 加大开拓国际市场，促进国际板块成重要支撑
2008	67%	/	/ /	/ /	业绩： 受益国家拉动内需政策； 多元化： 全力开拓铁路、公路、机场、港航、核电、火电、风电、市政、工民建、水务环保等非水电市场 国际化： 充分利用“走出去”政策优惠继续开拓国际市场
2009	36% 38%	/	54% 54%	/ 36%	业绩： 受益积极财政、适度宽松货币和基建投资快速增长 多元化： 大建安格局初见成效，加快铁路、机场、核电、港航、风电等非水电市场拓展步伐 国际化： 国际市场开发网络逐步建立、经营模式日趋成熟
2011	27% 30%	37% 56%	37% 56%	37% 42%	业绩： 受益投资稳定增长、产业多元化优势 多元化： 巩固传统水电市场，抢抓国家继续支持重大基建和新能源开发机遇，大力拓展非水电市场，在公路、房建、新能源等领域取得突破，产业结构更加合理，抗风险能力持续提高 国际化： 利用品牌优势和所建公共关系网络，依托在建项目实现滚动开发和延续发展，加大重点市场和高端项目运作力度
2012	21% 40%	78% 72%	48% 45%		业绩： 受益十二五集中建设、城镇化进程加快和多元化优势 多元化： 大力拓展非水电市场和高端市场，持续调整产业结构，紧跟高增长的市政轨交

						公路市场 国际化：优先发展国际业务
2013	12% 18%	-31% 42%	11% 43%			<p>业绩：受益水利投资快速增长和多元化优势</p> <p>多元化：(1) 出台《建筑板块主营业务定位方案》按做专做优做强做大整合子企业、打造行业竞争力 (2) 拓展轨道交通、节能环保等热点领域 (3) 拓展日益增多的融资性质项目</p>
2014	9% 16%	106% 76%	12% 41%			<p>业绩：凭借多元化优势在严峻市场形势下保持稳定增长</p> <p>国际化：把握全球经济复苏基建刚需和东南亚拉非等地区广阔的能源市场空间，坚持国际业务优先，紧抓“一带一路”市场机遇，运用PPP、产业基金等方式加速国际业务发展</p> <p>多元化：(1) 巩固水电第一品牌优势，大力拓展市政、公路、房建、轨交等非水电市场，子企业专业化后独立开拓市场能力不断增强 (2) 创新商业模式，大力开展PPP业务</p>
2015	6% 32%	4% 60%	22% 38%			<p>业绩：坚持国际业务优先和专业化发展道路，保持稳定增长</p> <p>多元化：(1) 保持水电市场占有率，扎根四川水电市场；(2) 业务重心转移到市政轨交等领域，变被动投标为主动找政府进行项目合作，实现地铁业务零突破；在西藏铁路市场实现滚动发展；切入油气服务领域 (3) 围绕重点区域领域实现PPP业务突破，签约达536亿、占国内签约的64%，打造行业标杆</p> <p>国际化：(1) 参股中国海外基础设施开发投资有限公司，深度融入国际合作；(2) 紧跟“一带一路”战略，在90国设立了代表处/分支机构、在32国承接了项目，持续提升国际化属地化程度和国际经营能力</p>
2016	10% 18%	66% 84%	2% 33%			<p>业绩：深入推进业务升级，业务稳健增长</p> <p>多元化：(1) 业务覆盖高速公路、水电站、房建、铁路、水务、市政、管廊等多个基础设施领域 (2) 设计整套PPP业务规则流程和模式、创造更高效稳健的“葛洲坝模式”，签约719亿、占国内的50%</p> <p>国际化：(1) 紧跟“一带一路”和产能合作战略深耕区域市场；(2) 深化非洲“三网一化”合作，完成10国互联互通、电力资源现状及规划专题研究，市场调研22重点国，提供大量政策形势分析和业务指导</p>
2017	-7% 6%	5% 83%	14% 36%			<p>业绩：去杠杆背景下，部分项目落地低于预期</p> <p>多元化：(1) 寻求新突破口。高端切入雄安等战略市场，积极开发国内水电市场，适当加大开拓棚改、传统BOT收费公路等项目，积极探索产业投资、产城融合、园区开发及产业（旅游、康养、健康等）+房地产等模式；(2) 积极应对PPP新政策新形势，坚持“优选项目、增强能力、严控负债、持续发展”基本原则、选择符合“中东部经济发达地区、地市级以上政府、入库、有现金流”等条件的项目，更规范、更高效运作PPP，加快存量项目投资回收，积极探索PPP项目资产证券化</p> <p>国际化：通过优化市场布局、构筑高端平台、开展海外投资、建设专业智库、联合国际资本，加速抢占海外发展的制高点，海外投资与工程承包的双轮驱动作用凸显；国际业务签约和营收再创历史新高</p>
2018	-4% -1%	-7% 79%	-6% 34%			<p>业绩：国内去杠杆深化，部分国际项目亦未能按期实施</p> <p>多元化：(1) 紧抓国家区域规划/补短板政策机遇，大力拓展交通、市政、水治理、棚改、公共服务等非发电项目领域 (2) 加快推进PPP项目落地形成收入、持续增强项目运作</p>

					能力，持续创新商业模式，以 EPC+F 模式获取丽水机场项目、以参股拉动 EPC 模式签约一批国际项目
2019 H1	20% 17%	/ /	55% 42%		<p>国际化：优化市场布局，营建高端关系，加强政企互访，借助中非论坛、中国进口博览会、雄安建筑国际论坛等重要平台持续巩固国际业务优势</p> <p>业绩：受益国内补短板、生态环保建设和“一带一路”倡议深入推进</p> <p>多元化：专业化改造子企业使形成“一主两辅”/“一主多辅”业务格局，<u>打造成水利水电、电力、房建、市政、路桥、轨交、港航、机场、生态等专业化公司</u>，明确主业范围、集中优势资源、提升核心竞争力</p> <p>国际化：上半年新进入 7 国市场，新签现汇项目数量金额大幅增长</p>

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

3. 建材领域——公司是特种水泥和民用爆破冠军品牌

我们认为公司水泥与民爆业务存在较多共性：同属建筑配套的建材化工业务、同样脱胎于水电施工主业、同样拥有显著的行业兼并重组提高集中度的主线逻辑。

3.1 水泥业务：中南龙头，四点优势提升投资价值

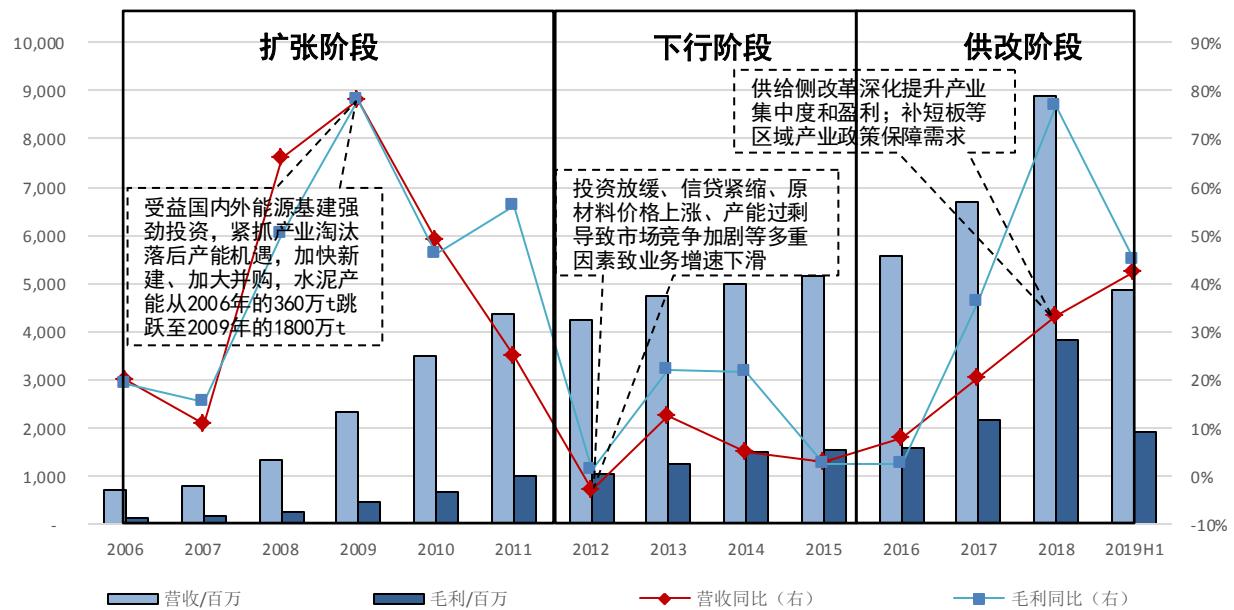
水泥领域，公司是中南区域产销龙头、全国熟料产能 13 强、头号特种水泥供应商。公司水泥业务经营主体为中国葛洲坝集团水泥有限公司（以下简称“水泥公司”），系公司全资子公司、国家重点支持的 60 家大型水泥企业之一，其前身可追溯到 1971 年配套葛洲坝水利枢纽工程而兴建的中国葛洲坝集团有限公司水泥厂。公司水泥产品主供了三峡工程（主体工程 98% 以上用量）、京珠高速公路、长荆铁路、宜昌长江大桥、三峡机场、长庆油田等百余项国家重点工程，并且是全国最大的特种水泥生产供应商，中低热大坝水泥产量占全国 50%，被誉为“中国的大坝粮仓”，G 级高抗油井水泥为长庆油田唯一指定专用。2018 年公司以年熟料产能 1686 万 t 名列全国第 13 位、中南地区第 7 位、湖北省第 2 位，当前年水泥产能约 2550 万 t。公司 2006-2018 年间水泥收入 CAGR 高达 23%，期间发展可大致分为以下三个阶段，当前处于供改阶段，显著受益于供给侧改革推动提升行业集中度和龙头盈利，业绩快速增长：

- ◆ 第 1 个阶段，2006-2011 年，扩张阶段，公司紧抓产业结构调整机遇，加大兼并、加快新建，水泥产能从 2006 年的 360 万 t 快速提高至 2009 年的 1800 万 t，收入 CAGR 高达 39%。2006 年发改委出台《水泥产业发展政策》和《水泥产业发展专项规划》要求淘汰落后工艺设备，2009 年国务院 38 号文要求严控新增水泥产能、严禁不合规项目开工建设，2010 年国务院出台《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》和《关于促进企业兼并重组的意见》要求进一步提高淘汰落后产能、扶持兼并重组、提高产业集中度，行业新增生产线和产能迅速回落，而公司紧抓产业结构调整契机加大扩张，连续收购当阳市城堡水泥、光化水泥、双七水泥等，并投资兴建 6 条新型水泥干法生产线和 2 条水泥粉磨生产线，双管齐下于 2009 年将水泥产能提升至 1800 万 t。同期受益于西部大开发和中部崛起等战略实施、城镇化进程加快、四万亿刺激带来的旺盛市场需求，公司水泥业务维持高位增长，2006-2011 年间营收 CAGR 高达 39%；
- ◆ 第 2 个阶段，2012-2015 年，下行阶段，在宏观经济和投资下行、产能过剩导致竞争加剧背景下，公司水泥业务保持了稳健增长，并稳步推进业务结构调整转型，为后续国际化、环保化奠定基础。期间公司水泥业务面临宏观调控、投资放缓、信贷紧缩、原材料价格上涨、产能过剩导致市场竞争加剧等多重压力，依然保持了稳健增长。另一方面，公司于 2012 年成功重组松滋双七水泥公司、2014 年重组钟厦水泥和石门特种水泥，将年产能提升至 2500 万 t 巩固了区域龙头地位，并开拓了下游商混和上游骨料产销业务，完善

了业务链条。同时，公司战略瞄向广阔的海外水泥市场，并发展了矿渣利用、新型环保建材生产、水泥窑协同垃圾处理等环保业务，收获新增长点；

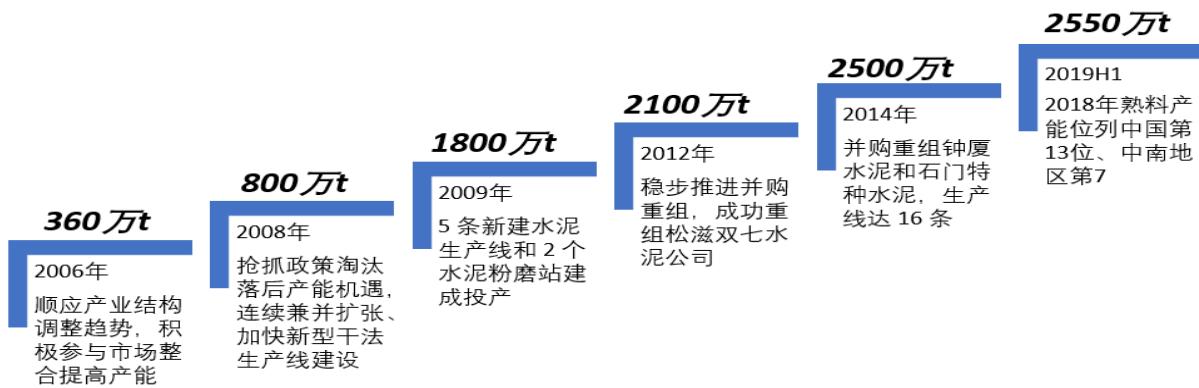
- ◆ 第3个阶段，2016至今，供改阶段，供给侧改革加剧产业结构调整、提升行业集中度和龙头盈利，公司水泥业务尤其利润快速增长，2017/2018/2019H1收入增速达20%/33%/43%，毛利增速达36%/77%/45%。2015年习主席提出加强供给侧改革，2016年34号文系20年来国务院首份专为建材工业发展制定纲领性意见，明确提出推进联合重组、严禁新增产能、淘汰落后产能、推行错峰生产等重要措施压减行业过剩产能，2017年水泥工业十三五规划和去产能计划要求三年压减熟料产能39270万吨，未来淘汰落后产能、集中度提升仍将是水泥行业重要主题。具体到湖北省，2020年熟料产能要控制在6000万t以内、前2家集中度要达到65%(当前为6699万t, CR₂=59%)，而公司为省水泥行业整合牵头单位，产能牢据第二位，将积极参与并持续受益行业整合。2019H1公司水泥业务实现营收48.65亿，占比为9.8%(同比提升2.4pp)，实现毛利19.24亿，占比为24.9%（同比提升6.6pp），毛利率39.6%，较上年同期的38.9%有微幅提升，较2017H1大幅提升9.4pp。

图 21: 2004-2019H1 公司水泥业务营收毛利及同比变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 22: 公司水泥产能变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

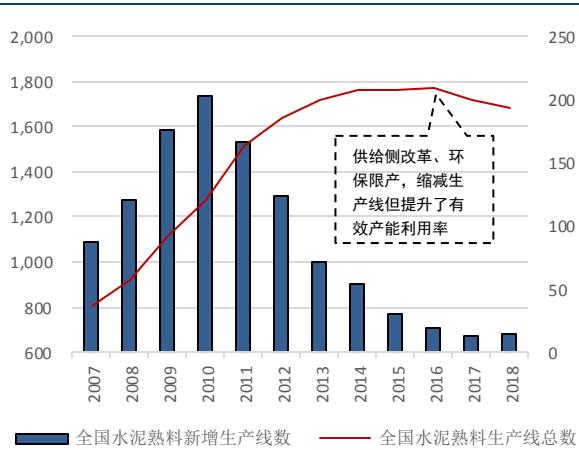
表 5: 水泥行业历年重要政策规划一览

年份	文件	内容
2006	发改委出台《水泥产业发展政策》和《水泥产业发展专项规划》	2008淘汰各种规格的干法中空窑、湿法窑等落后工艺技术装备，进一步消减机立窑生产能力
2009	国务院《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》，工业和信息化部《关于抑制产能过剩和重复建设引导水泥产业健康发展的意见》	指出“水泥产能将严重过剩”，要求“严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对2009年9月30日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设”，支持企业开展技术改造、推动优势企业兼并重组等
2010	国务院出台《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》和《关于促进企业兼并重组的意见》	进一步发挥市场配置资源的基础性作用，在水泥、电力、煤炭、钢铁等行业淘汰落后产能。加强对企业兼并重组的引导和政策扶持力度，提高产业集中度
2013	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	要求央企在淘汰和退出落后产能方面发挥示范带头作用
2015	习近平主席在中央财经领导小组第11次会议和亚太经合组织APEC工商领导人峰会上两次强调，要“加强供给侧结构性改革”	推进结构调整，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，增强供给结构对需求变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率，使供给体系更好适应需求结构变化
2016	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	提出“到2020年再压减一批水泥熟料产能。产能利用率回到合理区间。产量前10家企业的生产集中度达60%左右”。明确“压减过剩产能”的四个重要措施：严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产。明确“联合重组”为重要措施，要“支持优势企业搭建产能整合平台。利用市场化手段推进联合重组，提高生产集中度”
2017	中国水泥协会《水泥工业“十三五”发展规划》和《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》	三年压减熟料产能3.9亿吨，全国熟料和水泥产能平均利用率达80%/70%，前10家全国熟料和水泥产能集中度达到70%/60%，力争10省前2家熟料产能集中度达65%
2018	工业和信息化部和发改委《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	严禁备案新增产能项目

资料来源：新闻网站，东兴证券研究所

图 23: 2007-2018 全国水泥熟料产能设计产能变化


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 24: 2007-2018 全国新型干法水泥熟料生产线数变化


资料来源：Wind、东兴证券研究所

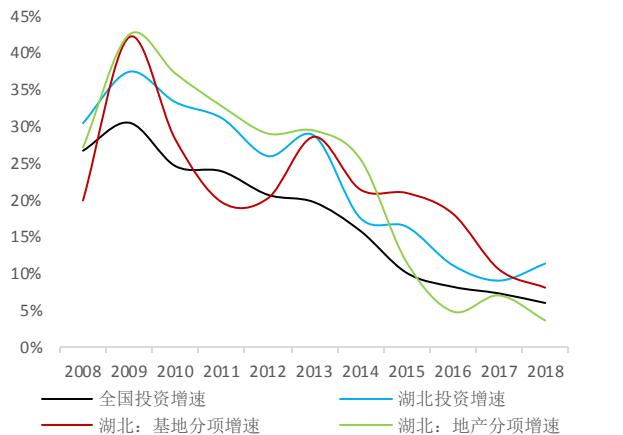
我们认为公司水泥业务具有以下四点核心特色优势，其投资价值可媲美熟料产能最前列的全国性龙头公司。

- 深耕湖北高潜力市场，牢据市场份额第二位和价格相对优势。公司当前12家水泥厂有10家位于湖北省，2018年省内熟料产能占比达89%，销售亦立足湖北、辐射周边市场。
 - 高潜力市场，投资增速大幅强于全国平均水平。湖北省地处全国中枢、承东启西、连南贯北、通江达海，尽享西部大开发、中部崛起、长江经济带、汉江生态经济带、国家中心城市等重大战略规划红利，2008-2018年间投资CAGR高达22.4%，始终强于全国平均水平。2019.1-10地产投资增速8.9%，基建和地产合计投资增速达11%，均较2018年有显著反弹，彰显地区强劲发展动力；
 - 高集中度市场，公司牢据市场第二把交椅、市占率有提升趋势。近年来湖北省水泥产业集中度保持较高、较稳定水平，成熟竞争格局利于市场健康发展。2018年湖北水泥熟料产能CR₂/CR₅分别高达59%/77%，远高于全国整体水平(CR₁₀=57%)。公司2015-2018年间市占率由18%提升至22%，牢据市场第二，且未来随着全省实施淘汰落后产能、力争实现top2集中度提升至65%，公司份额提升趋势有望延续；
 - 省内售价具有相对优势，彰显良好议价能力。公司深耕省内市场多年，在鄂中及鄂西等多数区域具有显著售价优势。与省内最大水泥供应商华新水泥对比，选取两家在荆州(鄂中)、十堰(鄂西)两地水泥价格可看出公司水泥价格大多数时候保持领先，2016-2019间公司荆州32.5级/42.5级水泥散装出厂价分别平均比华新高出25元/吨和23元/吨，十堰32.5级/42.5级水泥散装出厂价平均高出15元/吨和10元/吨。
- 处于高附加值特种水泥细分市场领先地位，海外产能投放将优化业务结构、立足中亚乃至全球市场。公司早在2004年便应对普通标号水泥价格和盈利能力持续走低的市场形势，确立了开发高标号及油井等特种水泥市场的策略，当前是全国最大特种水泥供应商，并致力于成为中亚及里海沿岸地区、乃至全球最大的特种水泥供应商。公司自主研发生产的的中热微膨胀水泥和延滞性低热微膨胀水泥填补了国内同类产品的空白，中低热水泥产量占全国总量的50%。自主研发的A、D、G级油井水泥，获得行业最权威的美国API认证，处于全球市场领先主导地位，广泛应用于海上钻井平台、沙漠油井固井、天然气田勘探开发，年产量超过60万t(西里厂投产后预估合计达到150万t)，并已形成市场差异化竞争优势。
 - 中低热水泥、油井水泥、超细油井水泥等系公司高端产品，具有高售价、高附加值特点。特种水泥具有特殊性能和专门用途，针对领域强(包括大坝、油田、路桥隧等)，科技含量和技术标准要求更高。据网库采

购平台信息，湖南石门特种水泥有限公司（持葛洲坝石门特种水泥有限公司股 45%）所售 HSR-G 级油井水泥/D 级油井水泥/52.5 级普通硅酸盐水泥/42.5 级普通硅酸盐水泥价格分别为 580、528、460 和 340 元/吨，油井水泥价格远高于一般通用水泥，具有高附加值特点；

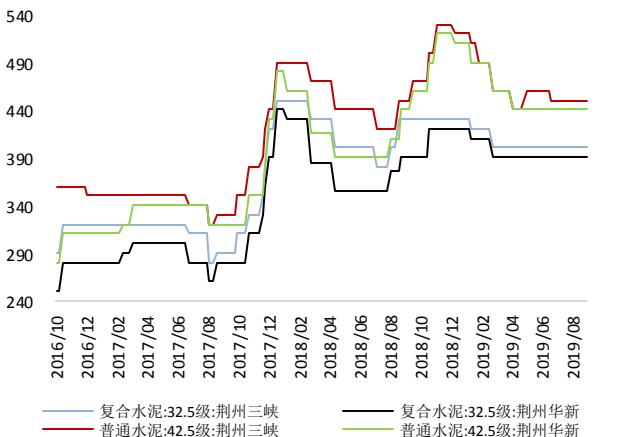
- ◆ **西里厂投产将优化产能结构，助力公司立足中亚乃至全球水泥市场。**哈萨克斯坦西里 2500t/d 项目位列中哈产能合作名单，系中国水泥工业在哈国的首个油井水泥项目，总投资 1.78 亿美元、年设计产能 100 万 t，改变公司产能集中于两湖之格局。哈国系“一带一路”沿线重要合作方、中亚最具潜力的头号经济体、里海沿岸油气主产国之一，基建市场广阔而存在较大建材缺口，油井水泥年需求量约 30~50 万 t 且全依赖进口。公司以西里项目快速切入当地市场，已供江布尔州扎纳塔斯 100WM 风电项目（中亚在建最大风电项目）、奇姆肯特国际机场、克孜州最大玻璃厂等哈国重点工程，并将凭借克孜州铁路枢纽打通邻国乌兹别克斯坦市场，立足中亚基建和水泥市场，成为中亚及里海沿岸地区最大特种水泥供应商。随着国内投资增速下行，海外业务机遇凸显，预计 2016~2020 年海外水泥市场至少有 6.7 亿吨增长空间，公司有望借西里厂加大开拓海外市场；
- 3. **公司水泥业务整体议价能力强、盈利水平较高，毛利率、吨毛利远高于行业一般水平。**公司 2018 年水泥毛利率 43.1%，高于 SW 水泥制造板块 17 家公司平均毛利率（36.8%），仅次于海螺水泥（46.5%）和尖峰集团（45.5%），2018 年水泥及熟料吨毛利为 150 元/吨，远高于华新水泥（137）、海螺水泥（126）、万年青（102）、祁连山（93）等主要同业企业。
 - ◆ 前述“三峡牌”品牌溢价、特种水泥高附加值和海外业务高利润率，共同抬升盈利水平；
 - ◆ 区域内水泥售价位居全国前列，抬升盈利。中南区域水泥价格指数在全国六大区域中一向位居前列、高于全国平均水平，2019 年迄今平均价格指数为 155，仅次于华东区域的 156，高于全国的 149。2019H1 武汉 42.5 级水泥均价逼近 550 元/吨，亦远高于全国省会城市平均价格水平；
 - ◆ **交通区位优势显著，主供重点工程。**公司水泥厂地址极具四通八达区位优势，均具有铁路、公路和水路等综合交通运输条件，有利于降低运输成本、增加业务辐射市场半径（陆路 200km/水路 500km）。另一方面，公司供应了较多水利水电、铁路、高速、机场、桥梁等大体量的重点项目，有利于提高业务盈利水平；
- 4. **水泥与建筑、环保、公路业务协同效应强，增空间、降风险，凸显多元化优势。**公司施工业务远远领先于其他水泥龙头企业，公司在水利水电、高速桥隧等基建领域的施工和水泥业务互为犄角构成全产业链优势，伴随着施工主业多元化、国际化，公司水泥业务有望提高在市政、轨交、管廊、棚改、海外等多市场渗透率。另一方面，公司 2013 年提出发展水泥窑协同垃圾处理和矿渣利用生产新型环保建筑材料业务，形成了水泥业务与环保、公路业务协同发展格局，促进公司转型环保产业。

图 25: 2008-2018 湖北固定资产投资增速变化



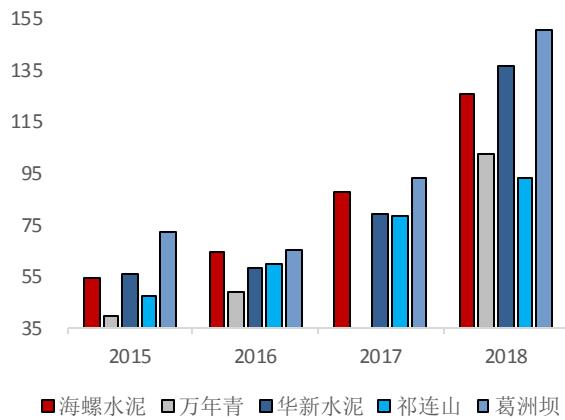
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 27: 2016-2019 葛洲坝、华新荆州水泥散装出厂价变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 29: 2015-2018 部分公司水泥及熟料吨毛利对比 (元/吨)



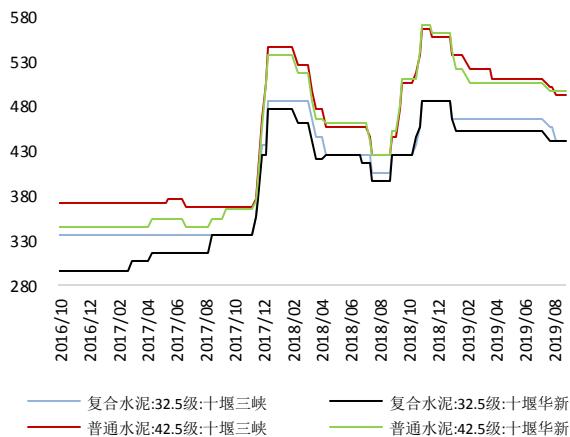
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 26: 2015-2018 湖北主要企业熟料产能占比变化



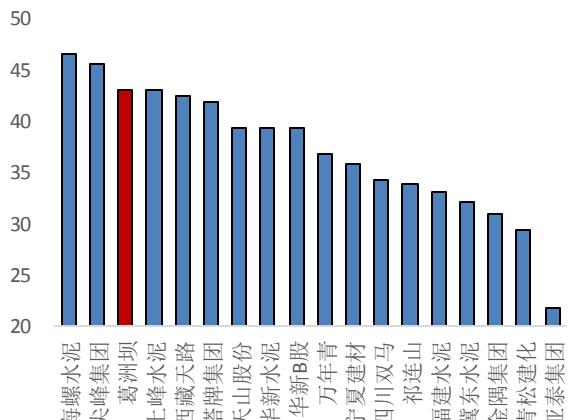
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 28: 2016-2019 葛洲坝、华新十堰水泥散装出厂价变化



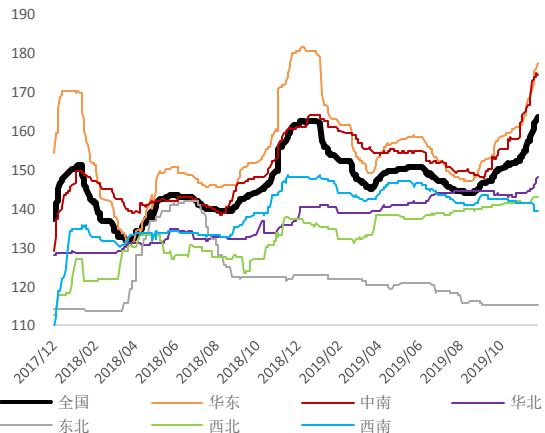
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 30: 2018 公司及 SW 水泥制造板块公司毛利率对比/%



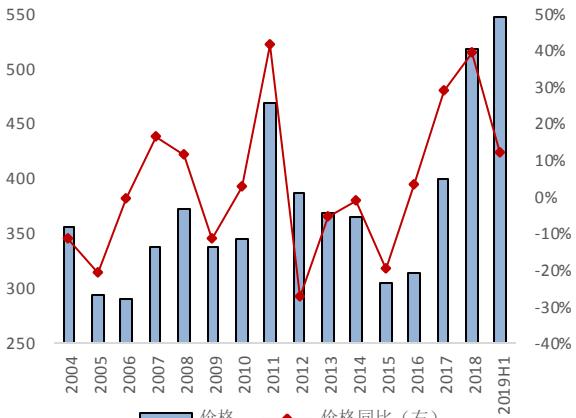
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 31：近两年全国各区水泥价格指数变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 32: 2004-2019 武汉 42.5 级普通水泥袋装价格变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 6：湖北及关联区域发展战略一览

出台年份	政策规划	内容
2000	西部大开发战略	<p>2001 年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》</p> <p>2006 年《西部大开发“十一五”规划》</p> <p>2012 年《西部大开发“十二五”规划》</p> <p>2016 年《西部大开发“十三五”规划》</p> <p>2000-2010 为奠定基础阶段，要搞好基础设施、生态环境、科技教育等基础建设，增长速度达到全国平均增长水平，新开工十大工程，启动西电东送、西气东输；2010-2030 为加速发展阶段，巩固提高基础，培育特色产业，实现经济增长的跃进；2030-2050 为全面推进现代化阶段，要全面缩小差距。</p>
2006	中部崛起战略	<p>2006 年《中共中央、国务院关于促进中部地区崛起的若干意见》</p> <p>2009 年《促进中部地区崛起规划（2009-2015）》</p> <p>2012 年《国务院关于大力实施促进中部地区崛起战略的若干意见》</p> <p>2016 年《促进中部地区崛起“十三五”规划》</p> <p>要建设“一中心、四区”，即全国重要先进制造业中心、新型城镇化重点区、现代农业发展核心区、生态文明建设示范区和全方位开放重要支撑区。</p> <p>支持武汉建设国家中心城市。</p>
2014	长江经济带发展战略	<p>2014 年《关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》</p> <p>2015 年《湖北省人民政府关于国家长江经济带发展战略的实施意见》</p> <p>2016 年《长江经济带发展规划纲要》</p> <p>形成“一轴、两翼、三极、多点”发展格局</p> <p>加快形成全省“五纵两横”为主骨架的铁路路网格局，将武汉建成全国铁路路网中心。完善“七纵五横三环”高速公路布局，实现所有县市通高速公路，将武汉建成全国高速公路路网重要枢纽。加快武汉天河机场三期工程建设，开展武汉第二机场前期研究，将天河机场建成全国门户枢纽机场。</p>
2016	武汉建设国家中心城市	<p>2016 年《国家发展改革委关于支持武汉建设国家中心城市的指导意见》</p> <p>2018 年《武汉建设国家中心城市实施方案》</p>

到 2021 年，推进国家中心城市形成基本框架，地区生产总值达到两万亿左右（2018 年为 1.48 万亿，估算三年 CAGR 不低于 10.6%）；到 2035 年，基本建成建成全国经济中心、高水平科技创新中心、商贸物流中心、国际交往中心和综合交通枢纽；到本世纪中叶，国家中心城市全面建成。

2018 年《汉江生态经济带发展规划》

2019 年《汉江生态经济带发展规划湖北省实施方案（2019-2021 年）》

到 2025 年实现汉江流域生态环境质量优化、经济转型成效显著等目标；

新建沿江高铁武汉至宜昌段、武汉枢纽直通线。推进武汉、孝感、荆门、随州、仙桃、宜城、老河口等地国家新型城镇化综合试点，有序推进特色小镇、城铁小镇、高铁小镇建设。支持武汉、襄阳、宜城、十堰建设地下综合管廊、海绵城市。加快打造汉江流域中心城市和全国性综合交通枢纽。着力将襄阳港打造成汉江流域航运中心，重点推进襄阳机场、十堰机场改扩建。

2018 汉江生态经济带发展规划

资料来源：新闻网站，东兴证券研究所

表 7：水泥公司子成员单位区位交通和主供项目市场分布

子成员	产能/万 t	区位交通	主供项目市场
湖北钟祥水泥	450	东临焦柳铁路和二广高速，西依 207 国道，距汉江码头 5km、襄荆高速 4km	主供湖北和皖、豫、沪等省外市场；主供了清江水布垭面板堆石坝、秦岭公路隧道、西陵长江大桥工程等国家重点工程
湖北当阳水泥	300	紧靠远当国防公路，毗邻保宜高速	主供了汉宜铁路、宜巴高速、江南高速、保宜高速、宜张高速、庙嘴大桥等国家重点工程
湖北松滋水泥	120	距离焦枝铁路、江南高速仅 30km，系荆州市唯一水泥生产企业	主供了岳宜高速、江南高速、宜张高速、荆州长江大桥、荆松一级公路等国家重点工程
湖北老河口水泥	191	厂内铁路专线与汉丹铁路相连，门前为 302 省道并连接至 316 国道和汉十高速	主供襄阳、十堰、武汉、宜昌、南阳等地，辐射豫川陕等省外市场；主供了鄭十高速、南水北调等国家重点工程
湖北荆门水泥	200	距 207 国道仅 2km、襄荆高速 15km	主供了引江济汉工程、天仙潜公路、蒙华铁路等国家重点工程
湖北襄阳宜城水泥	200	紧邻焦柳铁路、麻竹高速、襄荆高速和 207 国道	主供了兰新铁路、南水北调中线淅川段、麻竹高速、谷竹高速、保宜高速等国家重点工程
湖北咸宁嘉鱼水泥	200	紧邻武深高速，东邻京广铁路、京珠高速、杭瑞高速和 107 国道，距武汉市区仅 80km。西近洪湖、南近洞庭岳阳	主供武汉、咸宁、洪湖等地，并拓展至湘川等市场
湖北宜昌山水水泥	100	紧邻 G42 沪蓉高速和 S312 省道	主供宜巴高速、保宜高速、神农架机场、渝万高铁、利万高速等国家重点工程
湖北汉川水泥	120	水路、公路和铁路四通八达	主供桥梁、公路、码头、机场、堤坝及其它民用建筑工程
湖北潜江水泥	100	紧邻襄岳公路及 318 国道	主供潜江，辐射仙桃、洪湖、监利等周边地市，主供大型公路、桥梁、水利工程和民用市场
湖南常德石门特种水泥	160	毗邻澧水支流渫水河，紧靠枝柳铁路和省道 1806 线	主供海内外各大中型水利水电大坝、公路、铁路、桥梁、涵洞、飞机场、码头等
哈萨克斯坦西里水泥	100	紧邻欧亚铁路及欧亚（双西）公路	主供哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦，辐射中亚及里海沿岸地区市场；主供了江布尔州扎纳塔斯 100WM 风电项目等重点工程

资料来源：公司网站，新闻网站，东兴证券研究所

测算公司水泥业务所在市场每年潜力，广义容量包括约 1 万亿的国内整体市场和超 8000 亿的海外市场，细分市场容量包括约 525 亿的湖北水泥市场，和约 530 亿的国内外特种水泥市场。

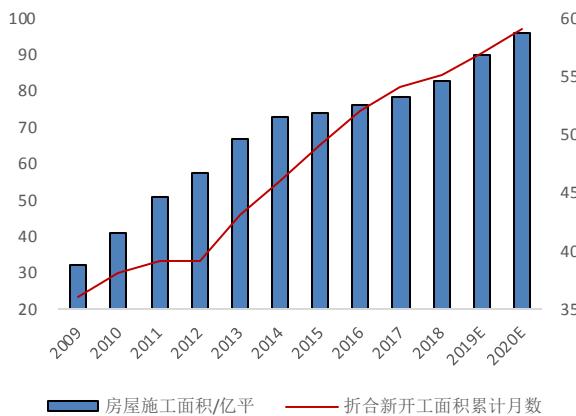
1. 国内整体水泥市场。水泥需求主要受地产/基建/民用投资影响，而供给深受供给侧改革/去产能计划影响。从需求和供给两端测算国内整体水泥市场年产销为 22.2 亿 t 左右，保守预估对应每年约 1 万亿市场规模。

- ◆ **需求端。**我们认为地产和基建投资对水泥需求影响较大，当前交付需求推动地产投资施工保持快速增长，基建有望受益逆周期政策力度加大而持续回暖，水泥市场将保持旺盛需求。基于如下关键假设，我们测算 2019~2020 年水泥市场规模在 22.1~22.8 亿吨：(1) 2019.1~10 房屋施工面积增速达 9%，假设 2019/2020 保持 9%/7% 增速水平；(2) 施工面积折合过往新开工面积的累计月数逐年稳定增加，累计月数反映了竣工速度放缓的程度，据此拉长房建项目施工和水泥用量周期；(3) C30 混凝土在地产和众多大跨、高耐久性项目中广泛应用，其对应水泥用量约为 360~420kg/m³，而剪力墙住宅/框架公建每平米用砼一般在 0.4~0.5/0.35m³，据此保守估算房建项目每平米水泥用量为 176kg；(4) 房建项目水泥用量占比趋于稳定；
- ◆ **供给端。**2017 年全国水泥产量为 23.2 亿吨。根据去产能计划，2018~2020 三年将压减熟料产能 3.93 亿吨，将熟料/水泥产能利用率提升至 80%/70%，据此我们测算到 2020 年全国水泥产量约保持为 22.2 亿吨规模，由于水泥低库存特点，假定产销率 100%，即同期水泥销售规模为 22.2 亿吨；
- ◆ **价格受供给侧改革影响打破传统周期波动规律，预计较长时间内保持高位运行。**我们统计了信息披露较完整的 16 省会城市 42.5 级普通水泥价格并计算其均值作为全国平均价，2016/2017/2018/2019H1 全国均价分别为 321/399/481/506，考虑到 42.5 级水泥价格较 32.5 级一般高出 60~90 元/吨、32.5 级水泥生产逐步受限但仍不可避免在一定市场范围内使用，保守估算未来水泥整体均价在 450 元/吨水平；

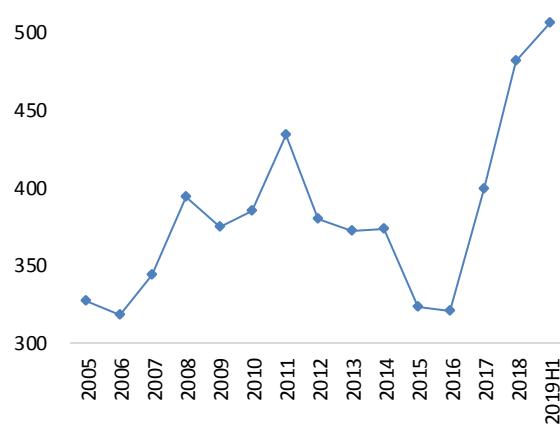
2. 湖北水泥市场每年约 525 亿规模。2018 年湖北水泥产量 1.07 亿 t (同口径 YOY+0.6%)，对应全国产量的 4.92%。我们通过两种方法粗略估算湖北水泥市场容量约为每年 1.05 亿 t、对应约 525 亿规模：(1) 按全国 22 亿 t 的 5% 估算，即 1.1 亿 t；(2) 按 2020 年熟料产能达 6000 万 t、熟料和水泥产能利用率达 80%/70% 的假设条件计算约 1 亿 t。考虑湖北水泥价格高于全国整体水平，估算未来均价在 500 元/吨水平；

3. 海外水泥市场每年超 8000 亿，存在显著高附加值空间有待挖掘：2013 年后全球水泥年产量规模基本稳定在 40 亿 t 左右，2018 年产量约 39.5 亿 t (YOY-2.7%)，海外水泥产量约 17.4 亿 t (YOY+0.7%)，除中国外主要生产国分别为印度（占比 7.3%）、美国（2.2%）、土耳其（2.1%）、越南（2%）等，多为需求强劲、增速表现不俗的经济体，预计未来海外水泥年产量将继续保持 18 亿 t 左右稳定规模。海外水泥价格普遍高于国内，包括欧美日本等发达国家价格普遍在 100 美元/吨以上，印度当前水泥价格亦在 96 美元/吨左右，即便按国内价格保守估算、海外水泥市场也超过 8000 亿规模，公司作为海外承包领军企业，有望凭借业务口碑和政策支持在未来加大海外投资布局、挖掘特别是一带一路沿线高潜力市场的高附加值市场空间；

4. 国内外特种水泥市场每年约 530 亿规模，公司将凭西里项目攫取更多份额：截至 2016 年我国特种水泥产量仅占总产量的 1.9%，距发达国家 6~10% 水平有较大差距，未来特种水泥产品创新、比重扩大将是行业长期趋势。按国内/海外分别为 2%/3% 的产量比重，估算国内外特种水泥市场规模约为每年 4400/5200 万 t，统一按 550 元/吨估算，则对应国内外市场规模分别为每年 243 亿和 287 亿；

图 33: 2009-2020E 房屋施工面积及折合新开工月数变化


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 34: 2005-2019H1 袋装 42.5 级普通水泥全国均价(元/吨)


资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 8: 需求端测算全国水泥市场容量/万 t

年	房屋施工 面积/万平	同比	施工面积折合新 开工面积累计月数	单方水泥 用量/kg	房建 水泥用量	水泥 总产量	房建水泥 用量占比
2007	236,318	21%	32	176	41,474	135,412	31%
2008	283,266	20%	34	165	46,789	138,838	34%
2009	320,368	13%	36	156	49,977	162,898	31%
2010	405,356	27%	38	148	59,907	186,796	32%
2011	506,775	25%	39	144	72,976	206,317	35%
2012	573,418	13%	39	144	82,572	218,405	38%
2013	665,572	16%	43	131	86,927	241,440	36%
2014	726,482	9%	46	122	88,694	247,614	36%
2015	735,693	1%	49	115	84,319	234,796	36%
2016	758,975	3%	52	108	81,969	240,295	34%
2017	781,484	3%	54	104	81,274	231,625	35%
2018	822,300	5%	55	102	83,964	217,667	39%
2019E	896,159	9%	57	99	88,295	220,738	40%
2020E	958,891	7%	59	95	91,273	228,183	40%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 9: 供给端测算全国水泥市场容量/万 t

年	压减熟料 产能指标	熟料			水泥		
		产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
2017	/	202,000	137,360	68%	383,000	231,625	60%
2018	13,580	188,420	133,778	71%	357,998	217,667	61%
2019	11,640	176,780	132,585	75%	342,953	222,920	65%
2020	14,050	162,730	130,184	80%	317,324	222,126	70%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

3.2 民爆业务：高性价比资产，供给压减而需求持续修复

民爆领域，公司是国内最具实力的爆破服务一体化龙头，近年来在海外市场亦有丰厚斩获。公司民爆业务经营主体为易普力公司，其伴随三峡工程施工于1993年诞生，当前业务覆盖全国近20省、海外多个国家地区，业务覆盖大型水利水电、核电、火电、大型矿山开采、港口码头、机场等重点建设领域，代表案例包括三峡工程（2006年三期RCC围堰水下爆破拆除工程被誉为“天下第一爆”）、阳江和田湾核电站、宁海火电厂、攀枝花矿山开采工程等，当前民爆产能及综合实力雄踞行业前列，是国内稀缺的兼备民爆物品产销和进出口资质、矿山工程施工总承包一级资质、营业性爆破作业单位一级资质的企业，拥有全产业链爆破服务一体化能力。近年来配合集团整体出海战略，公司加大拓展中亚、南亚、中非、南非等市场，在巴基斯坦、利比亚、科威特、马来西亚、尼日尔、肯尼亚等国斩获多个重大项目并积累市场口碑，2018和2019H1海外业务收入分别高速增长38%/83%。

我们认为公司民爆业务收入占比低但性价比较高，当前市场供需两端呈现较好形势，有望给予公司整体业绩更多贡献。2018年民爆收入31.85亿、占比3.2%，归母2.7亿、占比5.8%，归母/所有者权益达15.8%，在主要二级子公司中名列第四，彰显较强盈利能力。2019H1民爆业务营收17.72亿，同比增长23%（增速提升18pp），占比为3.6%（同比提升0.4pp）；实现毛利3.23亿，同比增长14%（增速提升6pp），占比为4.8%（同比提升0.3pp）。

- ◆ **供给端：**集中度不断提高是民爆行业长期主线逻辑，公司把握行业变革机遇连续开展收购和对外合作、推动产能和业绩长期稳定增长，市场份额逐步提升。传统民爆行业较为封闭、呈现“小、散、乱、低”格局，淘汰落后产能、整合优势资源是行业长期主题。2006年《民爆器材行业“十一五”规划纲要》、2011年十二五规划、2014年发改委2936号文、2016年十三五规划、2017年《关于推进民爆行业高质量发展的意见》等一系列政策推进行业集中度不断提升，2015年行业CR₁₅达51%，较2010年的35%大幅提高，有望在2020年突破60%。在此背景下，公司积极开展收购兼并和对外合作扩大业务规模，工业炸药产能在2006-2018年间增长至33万t、CAGR达18%；产量在2009-2018年间增长至28万t、CAGR达10%；业务收入在2004-2018年间增长至32亿、CAGR达20%；2018年产能利用率高达84%、较行业平均水平高出20个百分点以上、处于行业领先地位。公司工业炸药产能始终位居行业最前列，近年来产能产量均稳定在行业前三，2018年占全国份额已提升至6.3%；
- ◆ **需求端：**显著反弹强力支撑行业景气度。民爆业下游需求主要为矿业和基建，2017年工业炸药流向领域中煤炭、金属和非金属矿业累计占比达73%，铁路道路为9%。2015-2016年矿业经济不景气、投资增速下滑至-9%/-20%，同期公司民爆营收增速仅1%/1%，远低于历年平均水平。2017-2019年矿业投资快速修复，预计2019年采矿业整体投资增速将回升至25%，对民爆行业景气度形成强力支撑。

测算公司民爆业务对应的广义市场潜力，每年国内规模将超350亿、国外超1800亿，合计超2150亿。

- ◆ **国内市场规模每年超350亿，公司订单储备充裕蓄势待发。**2018年全国民爆行业总收入为338亿(YOY+12%)，利润为45亿(YOY+10%)，2019H1收入162亿(YOY+11%)延续了增长趋势，基于当前下游采矿业投资高企、需求旺盛，我们认为2019年民爆行业工业炸药产量将有望超450万t、市场规模将达到约375亿。上半年公司新签39亿、对当期收入的2.2倍，订单储备充沛；
- ◆ **国外市场规模每年超1800亿，公司有望借沙特ASK项目进一步加码海外市场。**近5年全球民爆市场增速稳定在4%左右，预计2018年将达到266亿美元左右规模，其中亚太地区占比约高达43%。公司近年来在亚非市场斩获多个重大项目，2019年签约了沙特ASK民爆项目建设运维协议，总额达7.8亿美元、系

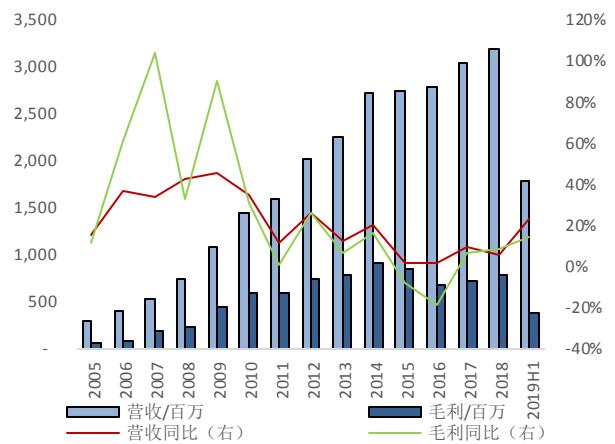
中企在沙特首个民爆项目。通过该项目公司一方面打开高潜力沙特市场大门（该国规划 2016-2020 年间采矿业产值将从 170 亿美元大幅增加至 640 亿美元），另一方面有望通过技术标准输出带动资本输出、进一步扩大在亚非地区市场份额；

图 35：公司民爆业务案例（三峡 RCC 围堰爆破）



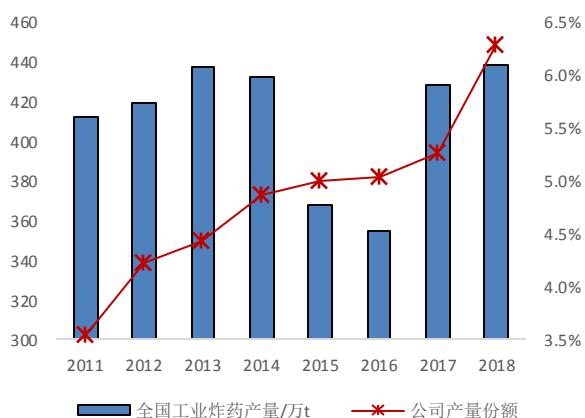
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 36：2005-2019H1 公司民爆业务营收和毛利及同比变化



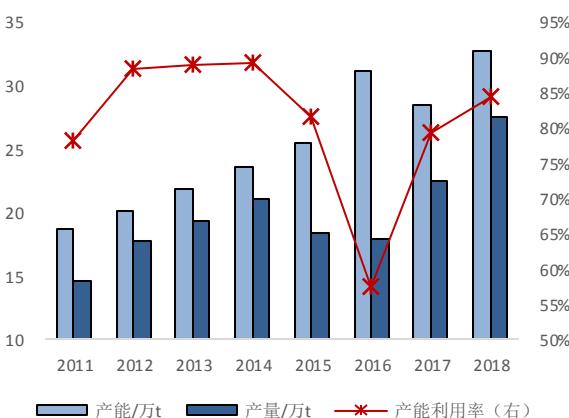
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 37：2011-2018 全国工业炸药产量和公司产量份额变化



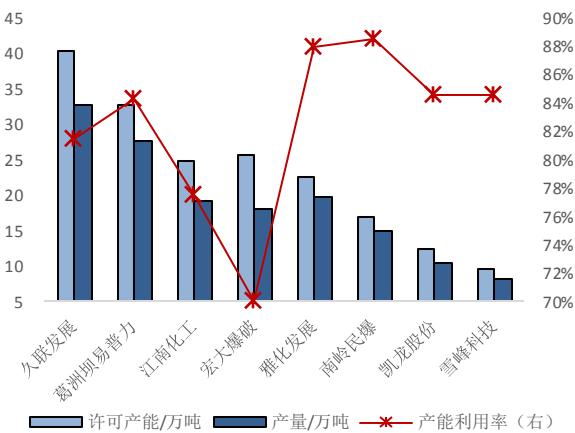
资料来源：中国爆破器材行业协会、Wind、东兴证券研究所

图 38：2011-2018 公司工业炸药产能、产量和利用率变化



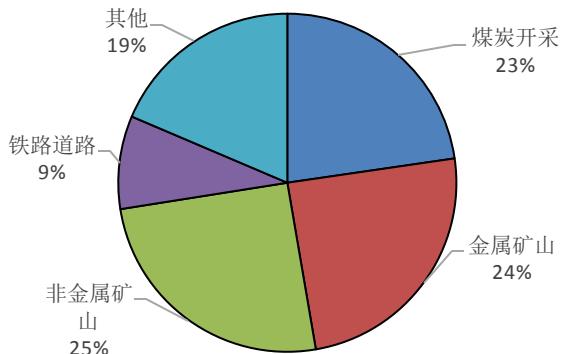
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 39: 2018 年主要民爆公司产能



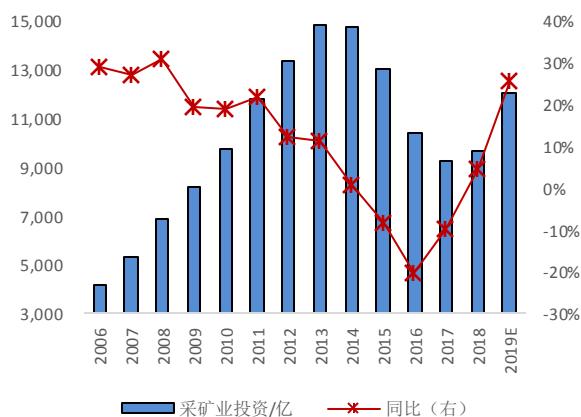
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 40: 2017 年工业炸药应用领域分布



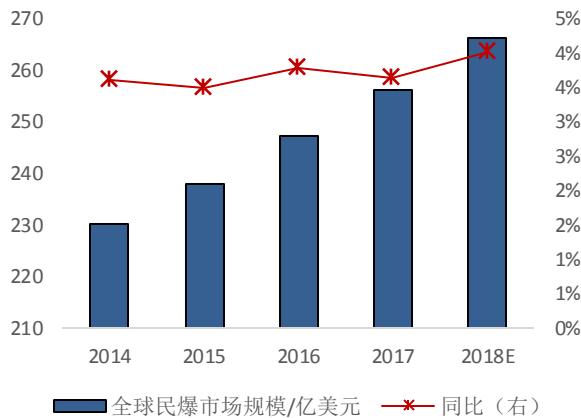
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

图 41: 2006-2019E 采矿业投资及同比变化



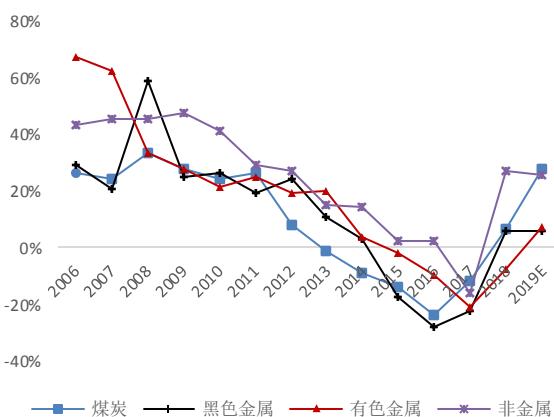
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 43: 2014-2018E 全球民爆市场规模变化



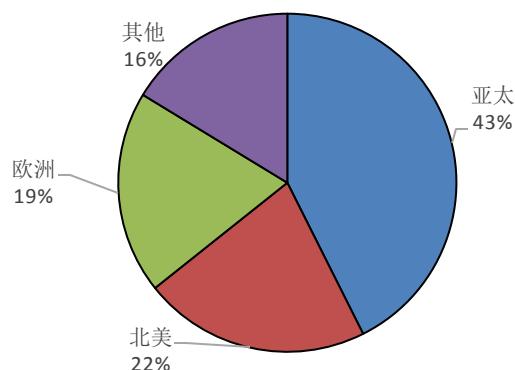
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

图 42: 2006-2019E 采矿业主要细分领域同比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 44: 2017 年全球民爆市场容量分布



资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

表 10：民爆行业重要政策和公司民爆业务发展关键节点

年份	重要行业政策和易普力关键业务动向
2002	控股重庆垫江八四化工；
2005	从单一水电工程转向水电工程、矿山开采和民爆炸药两种行业三大板块同时推进；
2006	《民爆器材行业“十一五”规划纲要》：要求生产企业减少到250家以内、加快民爆行业调整重组进度； 收购重庆万州宣利化工经营性资产通过改造于当年实现盈利；
2007	收购重组湖北昌泰化工、湖南石门二化及攀钢集团民爆生产资源
2008	成功进军新疆民爆市场
2009	推进整合重庆和至西南的行业资源
2011	《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》：要求将民爆生产企业和销售企业控制在50家/200家以内，培育3-5家龙头企业；
2012	收购整合山东泰山民爆器材；加强拓展新疆和湖南市场
2014	《有关放开民爆器材出厂价格、取消对民爆器材流通费率管理和切实加强行业和市场监管的通知》加快行业市场化和资源整合 并购重组宁夏天长民爆器材并借此进入神宁集团内部市场；与业主单位在矿山开采方面开展联营合作进入西藏市场
2015	与辽源矿业合资重组辽源卓力化工，支撑拓展东北市场；面对矿业经济下行积极拓展基建市场和装备制造新兴业务
2016	《民用爆炸物品行业“十三五”发展规划》：培育3-5家具有国际竞争力的龙头企业，前15家生产企业生产总值占比突破60%； 创新交易模式，通过子公司引入战略投资者重组民爆资产、强化东北市场地位；转型水电、基建和有色金属市场
2017	《关于推进民爆行业高质量发展的意见》《民爆物品管理审批突出问题专项治理工作方案》：进一步提高产业集中度
2018	收购重组四川通达化工民爆经营性资产；
2019	增强投资力度，深入对接北京、四川、重庆、两广等地企业，与多家优势企业达成了初步合作意向；

资料来源：Wind、新闻网站，东兴证券研究所

4. 投资领域——公司是高端绿色地产驰名品牌、高速水电投运先驱

4.1 地产业务：有望凭借三重优势把握结构性机遇

地产领域，公司专注开发一二线高端地产和绿色地产，为全国地产百强、绿色地产十强、“5G住房”开创者。公司地产业务经营主体为集团房地产开发有限公司，成立于2003年，具有房地产开发一级资质，主业为高端物业开发管理，业态覆盖精品住宅、城市综合体、旅游地产、高端写字楼等，代表项目包括北京/南京中国府（2018/2019年中国绿色楼盘第一名）、三亚海棠福湾（国家高端居住示范项目）等，当前深耕一二线，销售面积及金额规模处在全国百名左右，但专注开发高端绿色地产并具有较强影响力，连年荣膺中国地产百强、中国地产公司品牌价值十强，位居2019年中国房地产百强榜第56位。所开创的“5G”绿色科技住宅体系涵盖百余项业内先进前沿技术、有力引领行业高品质转型。公司地产业务发展大致经历了如下三个阶段：

- ◆ **2003~2009**，响应集团投资兴业战略、巩固湖北本地市场。期间公司提出做大地产业务，2007年整体上市后加快土储，在武汉和宜昌开发了“江山如画”、“锦绣天下”等一批优质项目，逐步积累了本地市场口碑；
- ◆ **2010~2014年**，实施“一线拿地+高位嫁接”战略、立足京沪加快扩张。2010年国资委“退房令”清退78家非地产主业央企，公司成为首批16家以房地产为主业的央企之一，借此机遇积极拓展省外市场，2010年进入北京、海南和新疆并迅速在北京市场站稳脚跟，2012年公司与融创合作开发上海唐镇项目进入长三角市场，2013年与融创再度联手竞得重庆巴南区地块，2014年合作进一步深耕北京市场，贯彻“一线拿地+高位嫁接”战略，与融创、绿城、龙湖等业内顶尖开发商优势互补汲取经验，助力跨越式发展；
- ◆ **2015年至今**，牢据百强一席之地、持续完善一二线区域布局。公司在2015~2017年陆续进入广州、南京、

成都、合肥、杭州、苏州等一线及核心二线城市，销售快速达到百亿规模，独立操盘项目比例亦有提升，并于2016年发布了业内领先的“5G”科技住宅体系布局绿色建筑市场、进一步巩固地产百强地位；

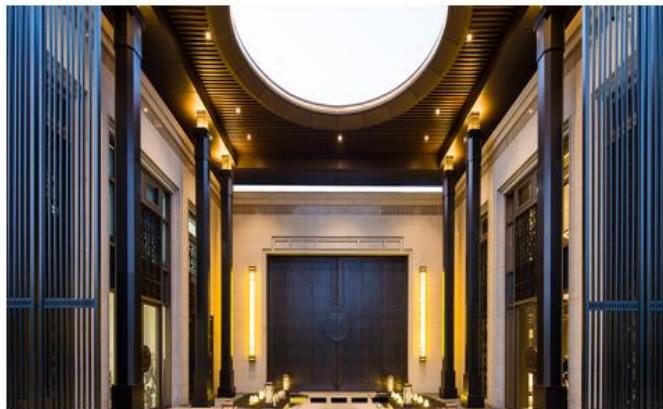
近期公司销售亮眼、拿地积极。我们认为公司地产业务在市场布局、产品路线和融资成本上具有三重显著优势，在当前信用趋紧、调控力度不减、各能级市场结构分化、房企集中度加速提升形势下，有望把握结构性机遇展开新一轮跨越式发展。

- ◆ **业务规模持续增长，近期销售亮眼、拿地积极。**公司地产营收于2010-2018年增长约7倍达到74亿，2019H1收入43亿、大幅增长46%，规模延续增长趋势。截至6月底土储对应权益计容建面仅约21万平，处于近年来低位，在下半年连续斩获重庆、南京、广州三项目，累计建面约92万平、估算权益建面约71万平，包括广州南沙区55万平巨无霸地块，有力支撑未来业绩。2019H1新开工83万平同比大幅增长61%、销售41万平同比增长34%，合同负债177亿大幅增长48%、其中预收售楼款118亿同比大幅增长105%，Q3合同负债218亿大幅增长50%，为后续业绩提供有力支撑；
- ◆ **优势之一：市场布局遍布全国战略前沿。**公司深耕强韧性的一二线城市，货值充沛。2019年以来地产市场显现韧性但分化加剧：一二线土地和商品房成交显著优于三线：取样四十城（4一线、13二线、23三线）测算2019年前9个月一线、二线、三线及全国商品房销售面积累计同比增速分别为6%/6%/-12%/0%，其中北京、广州、合肥、南京、武汉等公司主营市场销售增速为44%/6%/2%/5%/21%，景气度显著高于全国平均水平；土地购置方面，2019年1-10月100大中城市土地成交面积累计同比增速为4%，一线、二线和三线增速分别为36%/17%/-5%。在此背景下，公司深耕市场饱和度低、去化周期快的一线城市，重点拓展南京、杭州、合肥、武汉等二线核心城市，布局京津冀、长三角、珠三角、中部城市群、海南国际旅游岛等战略前沿，布局优势将持续凸显。我们粗略估算公司当前旗下可售（含未建、预售截至2019H1）权益建面约228万平，对应货值约662亿，其中一线、二线、三线货值分布约为67%/24%/9%；
- ◆ **优势之二：公司定位高端市场，并前瞻性布局高潜力绿色建筑市场。**我们认为公司高端产品路线，并打造“绿色护城河”，利于进一步开拓养老和旅游地产。我们认为绿色节能建筑是国家政策力推方向，近年来政策持续加码，未来市场潜力巨大，根据官方资料，我国城镇建筑现有400亿平中约半数须进行绿色化改造，预计投资规模约15万亿。公司一直以来主打契合行业趋势的“绿色、健康、智慧”高品质路线，积极参与超低能耗建筑领域研发创新，所独创的“5G科技”体系完善了行业绿色科技住宅理论体系，在业内首家获中国绿建标准+德国DGNB双认证，2018年新开工中绿建二星、三星占比高达22%，开发项目频获绿建三星设计标识认证（估测当前全国三星标识项目比例低于0.2%），配合国府系等四大产品系在业内打造了高品质品牌形象和绿色科技标杆企业，连年斩获中国绿色地产TOP10等重磅奖项，位列2019中国绿色地产指数第7，近期举办“2019年5G科技高峰论坛”引发业内积极反响，未来有望拓展绿色建筑乃至养老和旅游地业务；
- ◆ **优势之三：央企背景拥有低融资成本优势。**当前信用趋紧、资金面掣肘房企扩张，地产产业债AAA和AA信用利差差值在230bp左右，较两年前增加了约110bp，今年以来有进一步走阔迹象。公司凭借得天独厚央企背景，享有多样化融资途径和较低成本，先天优势增厚公司扩张筹码。4月发债5年期票面利率仅3.95%，远低于业内整体水平，亦低于碧桂园（5.1%）、绿地（5.6%）等头部企业，未来将持续受益于行业整合；

当前我国人均住宅面积远低于发达国家，随着城镇化进程持续推进和居民收入稳健增长，中国式的多套刚需将持续支撑房价。我们认为公司地产业务所主营城市均系未来城镇化人口主要增量区域的核心市场，所面对市场潜力仍然辽阔，基于一系列假设，我们测算2019~2020期间平均每年全国/北京/长三角/广东/成渝/湖北各区域新增住宅面积将分别达到14.9万亿平/200万平/2.5万亿平/1.2万亿平/1.5万亿平/7000万平，对应市

场价值将分别达到 14.9 万亿/0.1 亿/3 万亿/1.7 万亿/1.2 万亿/0.6 万亿。此外，据相关资料，未来绿色建筑整体市场潜力超 15 万亿规模，截至 2016 年底我国累计绿色建筑面积渗透率仅约 1.3%，近年来国家推广政策持续加码，仅前述建筑绿色化改造投资潜力就达到 15 万亿规模，近期 IFC 报告指出到 2030 年新兴市场绿色建筑投资需求将达 24.7 万亿美元。公司前瞻性绿色建筑业务打造业内绿色科技标杆，研发“5G 科技”体系完善了行业绿色科技住宅理论体系，未来有望在此市场多分得一杯羹。

图 45：公司在售项目案例：南京紫郡府



南京紫郡府

- 葛洲坝&融创两大名企联合打造
- 紧邻“上秦淮”规划核心紫金特区，系南京重点打造科技创业特区之一。交通商业教育区位优势显著，地处云台山河左侧、毗邻上秦淮湿地公园，生态景观优越
- 叠墅在售，面积段 235~308m²，精装房，容积率 2，绿化率 36%，预计 2020 年交房
- 参考均价：33,521 元/平。周边：江宁区均价 2.6 万/平，碧桂园项目均价 3.2 万/平，招商项目均价 2.6 万/平

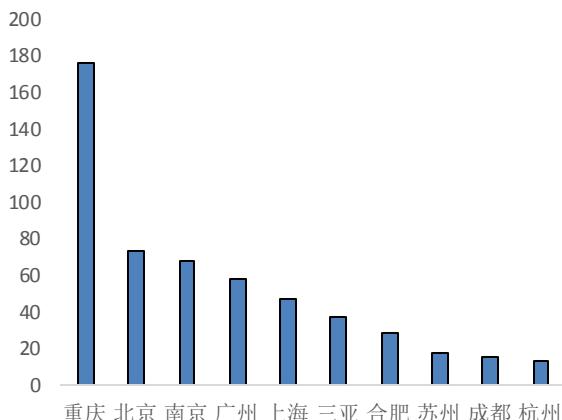
资料来源：公司网站、公开资料整理、东兴证券研究所

图 46：公司地产业务扩张大事记



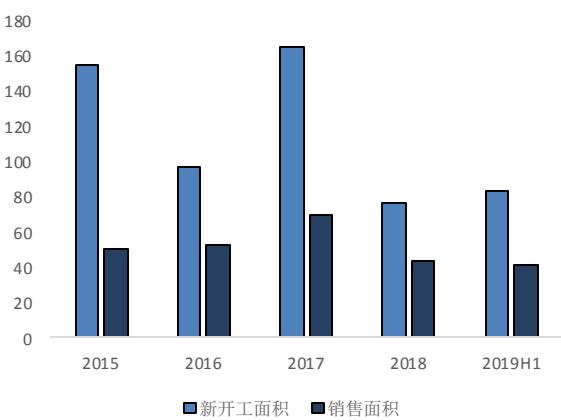
资料来源：公司公告、公开资料整理、东兴证券研究所

图 47: 估算公司省外市场累计权益建面分布/万平



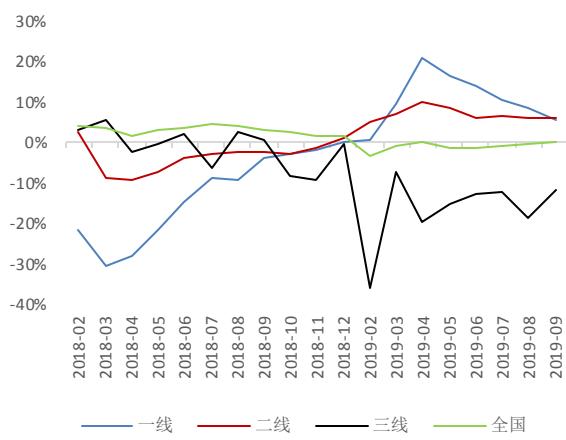
资料来源：公司公告、公开资料整理、东兴证券研究所

图 49: 2015-2019H1 公司新开工及销售面积变化/万平



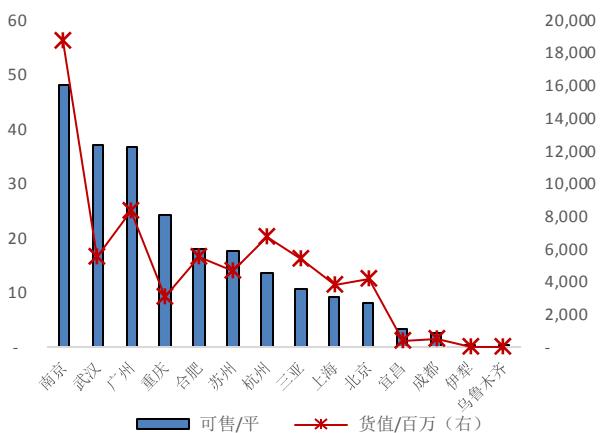
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 51: 2018-2019 四十城商品房销售面积累计同比变化



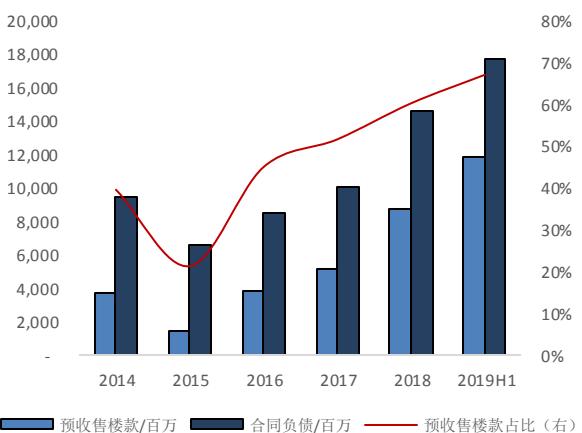
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 48: 估算当前公司权益可售和货值分布



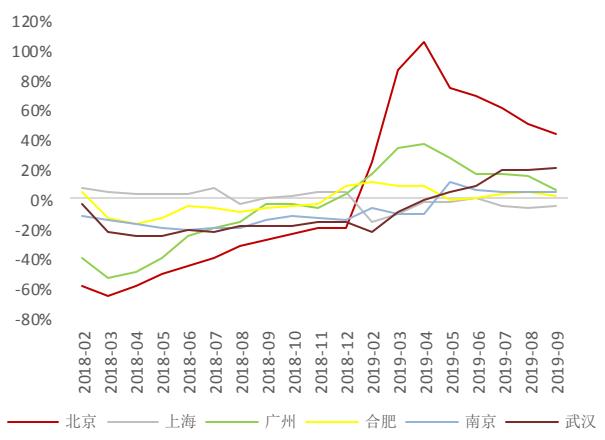
资料来源：公司公告、公开资料整理、东兴证券研究所

图 50: 2014-2019H1 公司销售款和合同负债变化

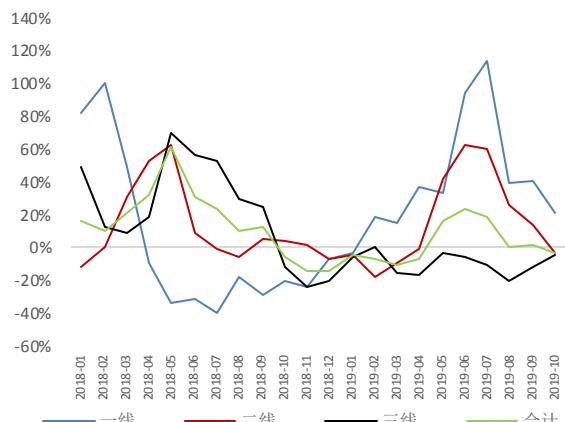


资料来源：Wind、东兴证券研究所

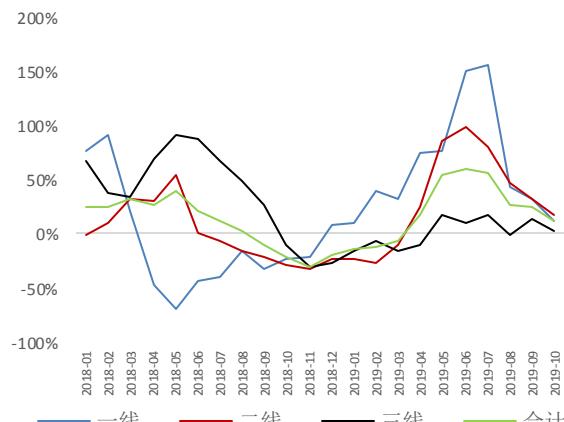
图 51: 2018-2019 四十城商品房销售面积累计同比变化



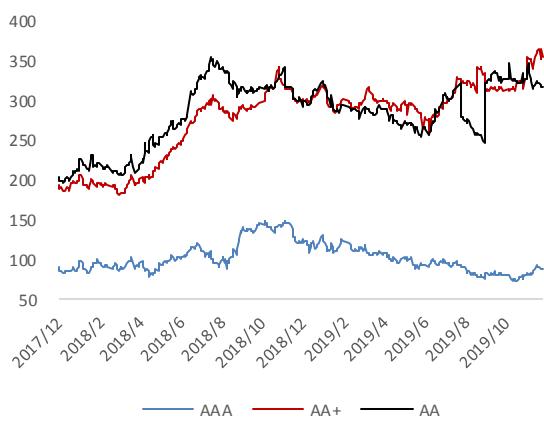
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 53: 百城住宅土地成交面积 3 月移动平均同比


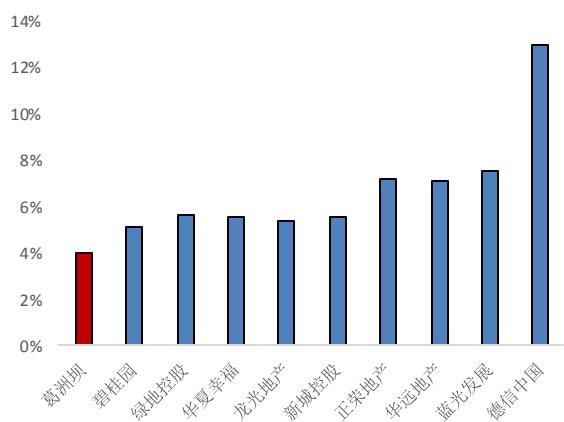
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 54: 百城住宅土地成交额 3 月移动平均同比


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 55: 近两年地产产业债信用利差变化


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 56: 2019 年部分房企 4~5 年期公开债平均票面利率


资料来源：Wind、东兴证券研究所（德信中国为优先票据）

表 11: 2015 年以来地产公司公开披露竞得或入股项目

日期	城市	计容建面/m ²	容积率	成交价/亿	估算权益占比/联合方
2019/11	广州南沙区	553,200	4.0	44.8	61.82%；南沙城投
2019/9	南京鼓楼区	122,381	2.8	32.3	100%
2019/9	重庆璧山区	241,700	2.0	7.01	100%
2018/12	南京鼓楼区	67,372	2.8	15.1	70%；三禾置业
2018/11	武汉东西湖区	141,900	3.0	8.1	100%
2018/1	北京海淀区	134,591	1.8	55	100%
2017/11	苏州相城区	186,928	2.5	26.7	/；中粮置地等
2017/9	苏州姑苏区	26,972	0.7	7.7	100%
2017/7	南京河西区	168,991	4.0	65	50%；五矿建设
2017/6	杭州西湖区	133,500	2.4	43.2	100%
2017/1	合肥滨湖新区	64,350	1.5	13	100%
2016/9	南京江宁区	91,273	2.0	18.1	100%

2016/8	上海青浦区	30,172	2.0	9.7	100%
2016/7	合肥滨湖新区	71,880	1.7	15.9	100%
2016/7	合肥滨湖新区	39,298	1.5	8.5	100%
2016/5	南京河西区	72,545	2.8	32.8	100%
2016/3	成都双流区	293,521	3.0	3.7	51%；四川翰霆轩
2015/11	广州荔湾区	137,561	3.9	34.3	49%；保利
2015/6	南京鼓楼区	389,800	2.7	32.3	70%；招商
2015/6	合肥合经区	111,750	2.5	2.5	100%
2015/6	上海青浦区	40,427	1.6	11	100%
2015/1	广州市荔湾区	369,447	4.2	36.5	49%；保利
2014/12	上海青浦区	175,277	1.5	14.3	100%
2014/8	重庆两江新区	1,416,503	1.8	34	49%；融创
2014/2	北京丰台区	220,201	2.8	35.7	50%；龙湖
2014/2	北京经开区	180,332	2.2	29	49%；方兴
2014/1	上海青浦区	170,171	1.5	21	100%

资料来源：Wind、公司网站、新闻网站、公开资料整理、东兴证券研究所（部分信息为估算，以公司披露信息为准）

表 12：估算当前公司可售（含未建、预售截至 2019H1）权益建面及货值

项目	估算权益建面/平	预售比例	估算可售/平	参考价/元/平	城市均价/元/平	估算货值/百万
合肥葛洲坝玖珑府	111,750	87%	14,304	19,574	15,766	280
葛洲坝国际广场、世纪花园、城市花园	490,000	91%	42,140	25,435	18,582	1,072
新疆总部大厦及配套	50,000	97%	1,500	11,000	9,116	17
伊犁葛洲坝润景国际	178,000	99%	1,780	3,850	5,361	7
武汉葛洲坝微客公馆	75,590	95%	4,120	12,622	18,582	52
武汉葛洲坝太阳城	187,557	70%	56,267	4,000	18,582	225
上海玉兰花园项目	100,392	62%	37,958	41,000	55,214	1,556
宜昌锦绣星城	238,000	90%	22,777	6,588	8,501	150
宜昌锦绣华俯	130,500	93%	9,331	15,229	8,501	142
海南福湾项目	304,000	66%	103,634	52,000	31,348	5,389
北京西宸原著	83,101	94%	4,986	113,213	64,799	564
南京紫郡兰园	144,370	70%	43,398	38,495	32,088	1,671
成都紫郡兰园	149,696	82%	26,227	16,000	15,339	420
广州紫郡府	67,404	48%	35,050	50,000	34,554	1,753
武汉经开紫郡蘭园	267,732	53%	125,834	12,380	18,582	1,558
合肥滨湖项目	108,386	32%	73,843	35,010	15,766	2,585
合肥紫郡府	109,038	19%	88,822	29,000	15,766	2,576
南京紫郡府	135,883	15%	116,085	33,521	32,088	3,891
北京紫郡蘭园	134,500	45%	74,083	48,500	64,799	3,593
胜利路 02-01 地块	26,196	37%	16,582	32,149	55,214	533
上海紫郡公馆	40,426	83%	6,743	58,000	55,214	391

南京中国府	72,545	0%	72,545	50,000	32,088	3,627
南京金陵府	76,696	0%	76,696	38,495	32,088	2,952
南京鼓楼 G49 地块	122,381	0%	122,381	38,495	32,088	4,711
南京鼓楼 G50 地块	47,160	0%	47,160	38,495	32,088	1,815
杭州中国府	133,500	0%	133,500	67,248	33,624	8,978
上海青浦胜利路地块	30,172	0%	30,172	41,000	55,214	1,237
广州南沙区地块	329,200	0%	329,200	19,896	19,896	6,550
苏州紫珺兰园	149,542	0%	149,542	26,000	26,000	3,888
苏州姑苏 WG20 地块	26,972	0%	26,972	26,000	26,000	701
重庆璧山 308 地块	241,700	0%	241,700	12,294	12,294	2,971
武汉东西湖 135 地块	139,885	0%	139,885	18,582	18,582	2,599

资料来源：Wind、公司网站、新闻网站、搜房网、房天下、东方网、宜昌房产网、东兴证券研究所（部分信息为估算，以公司披露信息为准）

表 13: 预测公司地产业务所在区域新增住宅潜力

指标	年	全国	北京	长三角	广东	成渝	湖北
常住人口/万	2020	140,460	2,164	22,811	11,652	11,596	5,966
	2025	142,765	2,160	23,581	12,508	11,978	6,079
	2030	145,070	2,157	24,384	13,424	12,374	6,194
城镇化率	2020	61.6%	86.8%	68.8%	71.5%	58.4%	62.3%
	2025	66.2%	87.6%	72.9%	73.5%	64.6%	67.3%
	2030	70.7%	88.4%	77%	75.5%	70.8%	72.3%
人均住宅面积/平	2020	40.5	25.2	33.5	33.6	35.6	34.8
	2025	44.6	25.6	37.5	36.7	40.0	39.5
	2030	49.0	26.0	42.0	40.0	45.0	45.0
新增住宅面积/万平	2020	132,957	288	20,946	10,113	12,155	5,841
	2025	148,642	238	25,602	12,212	14,919	7,065
	2030	172,903	238	31,049	14,627	18,327	8,587
住宅销售面积/万平	2018	147,929	527	30,211	12,075	15,320	8,102
住宅销售均价/元/平	2018	8,544	37,420	11,528	12,915	7,222	8,136

资料来源：Wind、新闻网站、东兴证券研究所

表 14: 绿色建筑领域重要政策事件一览

年	政策事件	内容
2019	发改委《绿色生活创建行动总体方案》	到 2022 年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 60%。
2019	新《绿色建筑评价标准》颁布实施（系我国绿色建筑发展根本性技术标准，自 2006 年以来“三版两修”，总体上达国际领先水平）	构建新时代绿色建筑供给体系，改变重技术轻感受、重设计轻运营模式，扩充内涵、提升品质，形成高质量绿色建筑技术指标体系
2018	住建部《建筑节能与科技司 2018 年工作要点》	力争到 2018 年底城镇绿色建筑占新建建筑比例达到 40%
2017	住建部《建筑业发展“十三五”规划》	“十三五”城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求，能效水平比 2015 年提升 20%。到 2020 年城镇绿色新建建筑占比达 50%、绿色建材应用比例达 40%
2017	北京副中心建设发布会	官方称副中心行政办公区建设中绿色施工比例达到 100%，装配

		式建筑比例不低于 <u>80%</u> 。区域内建筑绿色建筑二星级达到 <u>100%</u> , 绿色建筑三星级（预计当前全国渗透率不到 0.2%）达到 <u>90%</u> 。
2017	住建部《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	“十三五”城镇新建绿色建筑面积比重超 <u>50%</u> , 绿色建材应用比重超 40%; 完成既有居住建筑节能改造面积 <u>5</u> 亿平以上, 公共建筑节能改造 <u>1</u> 亿平, 城镇既有居住建筑中节能建筑比例超 60%;
2013	发改委住建部《绿色建筑行动方案》、《“十二五”绿色建筑与绿色生态城区发展规划》	扩大绿色建筑实施范围, 将绿色建筑融入绿色生态城区建设
2013	国务院1号文件《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	“十二五”新建绿色建筑 <u>10</u> 亿平, 到2015年末城镇新建建筑中 <u>20%</u> 达到绿色建筑标准要求
2004	建设部启动“全国绿色建筑创新奖”	推进中国绿色建筑进入全面发展阶段

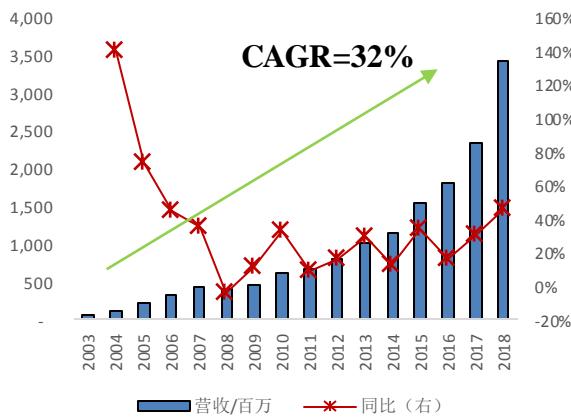
资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

4.2 基础业务：品众多样、规模可观、前景广阔

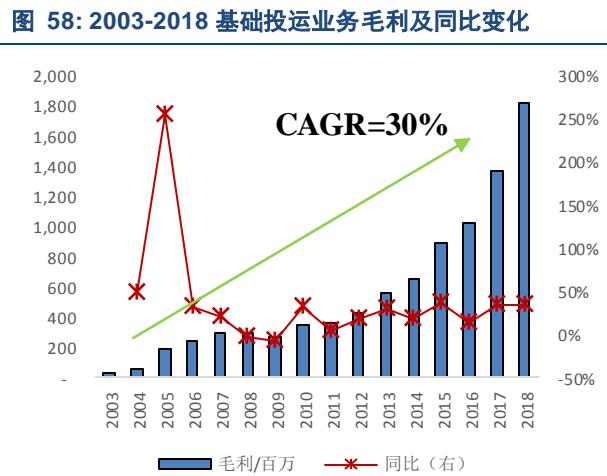
地产业务之外，公司还从事高速、水电、水务、管廊等基础设施投资业务，我们认为该类业务呈现以下共性，故同在本章节讨论：(1) 相似的业务模式（重投资和长期特许经营）、分析框架和盈利影响因素；(2) 均已建设或储备了一大批项目，且项目均具有一定经营性（有使用者付费）(3) 均契合国家政策趋势，均具有较大市场潜力，均是改善公司业务结构和盈利能力、提升业务多元化优势的重要驱动力。参与度及潜在市场份额较低的铁路投运市场，以及部分政府付费比例较高的差运营 PPP 业务在此均不做具体讨论。

在基础设施投资运营领域，公司为高速水电运营先驱、实力雄厚的水务运营商、PPP 标杆企业，业务长期高速增长、持续优化公司整体业务结构，当前扩张步伐不止、有望迎新一轮爆发式增长。公司基础投运业务囊括能源（水电）、交通（高速、高铁）、市政（水务、管廊、棚改）、环保（水系治理）等多个领域，业务模式包括投资并购、BOT/PPP 等。2003-2018 年间公司基础投运业务营收从 5400 万增长到 34.3 亿，CAGR 高达 32%；毛利从 3600 万增长到 18.2 亿，CAGR 高达 30%；2018 年公司该业务营收占比仅 3.4%，但毛利和利润总额占比达到 11%/13%，其中高速业务毛利率高达 62%，水务及水电合计毛利率高达 42%，均远高于公司整体 16% 以及施工主业 14% 的毛利率水平，显著提升整体盈利能力。当前公司通过 PPP/BOT/并购等模式储备了一大批高速、水电、水务、市政项目，随着后续项目落地有望进一步夯实业务多元化优势。

图 57: 2003-2018 基础投运业务营收及同比变化

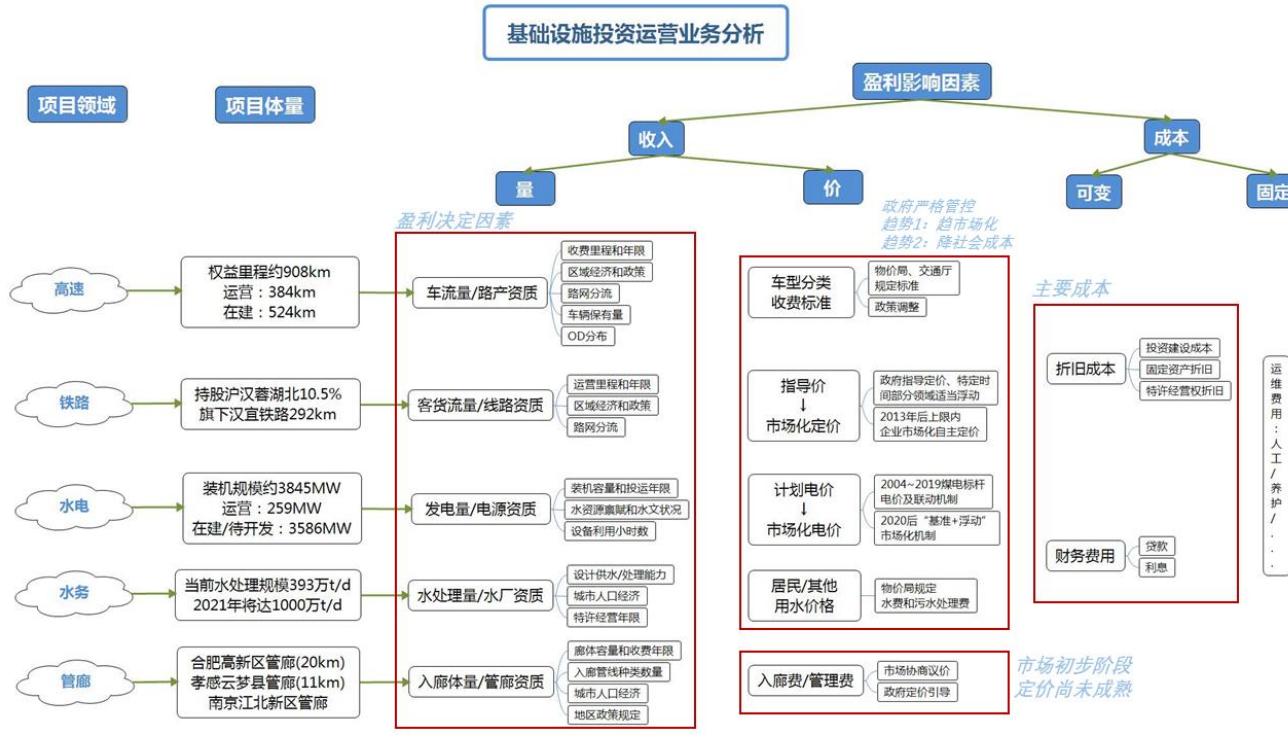


资料来源：Wind、东兴证券研究所



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 59: 公司基础设施投资运营业务盈利影响因素分析框架



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

表 15: 当前公司在交通、能源、市政等经营性基础设施领域投运项目案例

领域	项目/营业主体	项目资质	开工年	投产年	预计经营到期	持股比例
高速	湖北襄荆高速	185km	2000	2004	2034	61%
高速	湖北大广北高速	147km	2006	2009	2039	100%
高速	四川内遂高速	120km	2009	2012	2042	100%
高速	山东济泰连接线	61km	2017	部分建成	-	66%
高速	G3W 德上高速	115km	2017	在建	-	66%
高速	山东日菏高速	188km	2017	在建	-	66%
高速	四川巴万高速	119km	2016	在建	-	99%
高速	湖北武阳高速	91km	-	-	-	49%
高速	陕西省延黄和宁石泉高速	221km	2017	在建	-	40%
高速	G7611 线昭西高速	168km	2019E	在建	-	9%
高速	广东肇高高速	121km	-	-	-	47.5%
一级	南宁市新崇公路	70km	2015	在建	-	95%
铁路	汉宜铁路	292km	2008	2012		10.5%
水电	湖北保康过渡湾水电站	25.5MW	1995	1998	-	-
水电	重庆大溪河鱼跳水电站	48MW	1998	2001	2036	80%
水电	湖南张家界木龙滩水电站	15MW	1999	2002	-	-
水电	湖北保康寺坪水电站	60MW	2003	2006	-	-

水电	斯木塔斯水电站	110MW	2009	2014	-	-
水电	新疆伊犁水电站	80MW	2012	在建	-	-
水电	玛纳斯河流域水电开发	414MW	2013	在建	-	-
水电	巴基斯坦阿扎德帕坦电站	700MW	2018	在建	-	80%
水电	巴基斯坦苏基克纳里水电站	870MW	2016	2023E	-	98%
水电	尼泊尔贝瑞流域梯级电站	724MW	2019E	在建	-	-
水电	新疆巩乃斯河流域一库七级电站	528MW	2010	待开发	-	-
水电	新疆阿克牙孜河流域水电开发剩余	190MW	2010	待开发	-	-
管廊	合肥市高新区综合管廊一期	20km	2016	2020E	-	80%
管廊	孝感市云梦县管廊	11km	2017	在建	-	99%
管廊	南京江北新区地下空间一期	-	2017	2023E	-	70%
水务	凯丹水务(曾用名)	污水处理 42.5 万 t/d, 工业供水 10 万 t/d	-	已收购	-	100%
水务	湖南海川达	污水处理 28.5 万 t/d	-	已收购	-	100%
水务	北京中凯	污水处理 40 万 t/d, 中水处理 2 万 t/d	-	已收购	-	100%
水务	保定尧润(曾用名)	污水处理 12.1 万 t/d	-	已收购	-	51%
水务	巴西圣诺伦索供水项目	原水取水 52 万 t/d、水处理 41 万 t/d	2014	2018	2039	100%

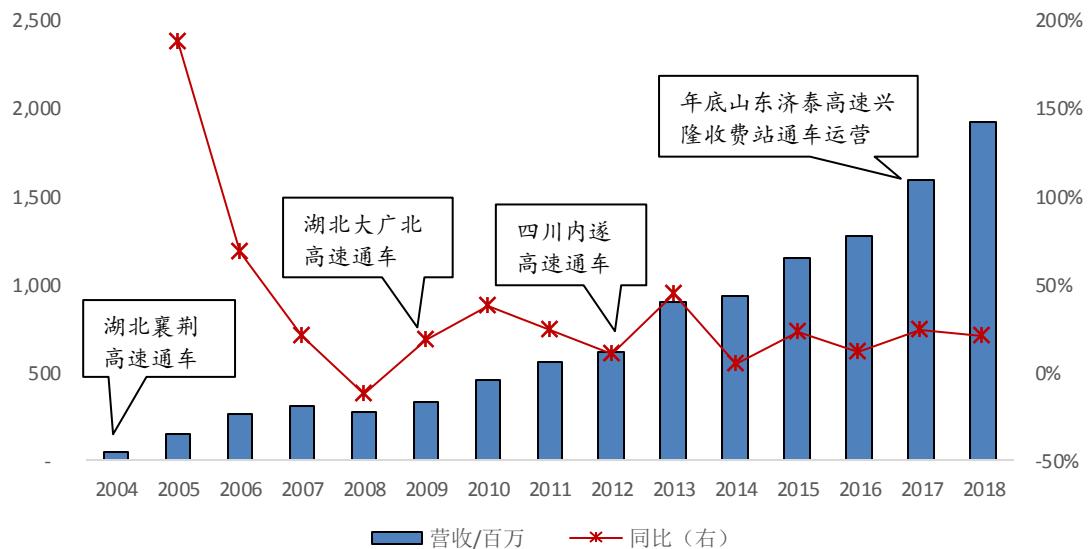
资料来源：公司公告、新闻网站、商务部、财政部、住建部、东兴证券研究所

在高速领域，公司投资了国内首个大型 BOT 高速、拥有丰富 BOT 经验，高速业务长期稳健增长。估算当前权益里程约 1010km，包括运营 384km、在建 626km，规模堪比高速公路头部上市公司。公司积极布局高潜力市场，联合资本设立基金加码扩张，转让大广北将减轻债务压力、盘活存量资产，以退为进做大板块。

◆ **BOT 高速先锋企业，拥有多条优质核心路产，在手项目规模可比肩头部高速公司。**根据公开资料估算公司当前拥有 4 条运营高速，包括湖北襄荆高速(185km, 持股 61%, 2004 年通车)、湖北大广北高速(147km, 持股 100%, 2009 年通车)、四川内遂高速(120km, 持股 100%, 2012 年通车)、山东济泰连接线(61km, 持股 66%, 部分建成)，6 条在建项目，包括山东德上高速(115km, 66%)、山东日菏高速(188km, 66%)、四川巴万高速(119km, 99%)、陕西延黄和宁石高速(221km, 40%)、G7611 线昭西段(168km, 9%)、广东肇高高速(121km, 47.5%)、南宁新崇一级公路(70km, 95%) 等，合计权益里程约 1010km，在高速上市公司中亦仅次于招商公路和山东高速。襄荆高速和大广北高速分别属于国家高速公路网规划的 9 条纵线中的 G55 高速和 G45 高速，均为湖北省九纵五横高速规划重点路段，其中襄荆高速系发改委审批立项的国内首条大型 BOT 高速，连接襄阳和宜昌两大省副域中心城市，纵贯江汉平原中部，是湖北“大三角经济区”的重要公路快速通道；大广北高速系省交通“十一五”规划网中主骨架，曾荣膺中国土木工程詹天佑奖，横贯大别山腹地，有力支撑老区经济发展，是河南经湖北通往江西境内的快捷通道，在大广南高速于近年通车后大广北高速的盈利能力逐步增强。**2016 年公司协议受让山东高速济泰高速、巨单高速及枣菏高速三条 BOT 高速股权，加快全国布局；**

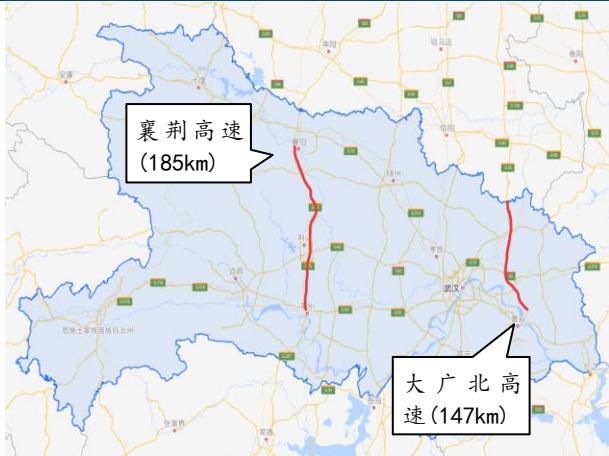
◆ **业务增速较快，襄荆高速增长和盈利表现尤为亮眼。**整体收入规模和盈利能力处于高速行业中游水平，未来随着项目落地规模化有较大提升空间。公司 2004-2018 年间高速收入 CAGR 高达 29%，最先通车的襄荆高速早已步入收益稳定期，2014-2017 年间收入从 4.6 亿增长至 9.1 亿，CAGR 达 26%，单公里日均收入亦从 0.68 万提升至 1.34 万，跨入上市公司成熟经营路段水平。公司高速收入 19.2 亿，毛利率 62%，与 14 家主要高速公司相比，公司 2018 年高速特许经营收入和毛利率分别位列第 8/6 位，尚存较大提升空间；

- 省内及省外重点拓展市场均具有较高潜力。公司当前主营省内、重点拓展山东、四川等省外高潜力市场。从车辆保有量来看，长期以来湖北省保有量增速持续高于全国平均水平，近5年CAGR达17%，2018年全省保有量772万辆（YOY+14%）。省外核心市场中，2018年山东/四川保有量分别位居全国第1/7位、广西保有量增速位居全国第2位。从盈利能力来看，湖北高速单公里日均收入近三年分别为0.77万、0.85万和0.91万，保持稳定增长；山东/四川2018年单公里日均收入为1.21万和1.02万，超过全国平均水平；
- 强强联合设立基金加码高速扩张。公司于2017年底联合华润信托、平安德成发起设立平安葛洲坝（深圳）高速公路投资合伙企业，规模400亿、存续期28年，公司拟认缴份额比例为47.5%。该基金旨在引入资金共同对公司投资建设的高速公路等基础设施领域优质项目资产进行资产整合、提升价值，进一步推动公司高速业务扩张，目前已投资山东济泰连接线、山东德上高速和山东日菏高速三个项目，均持股65%；
- 拟出售大广北高速将减轻债务压力、盘活存量资产，或是以退为进推动高速业务健康发展之举。公司于2019年10月预挂牌转让大广北全部股权，挂牌转让底价31.84亿，另以受让方偿还1.26亿元股东借款及利息为股权转让附加条件。截至2019H1，大广北资产/负债分别为45.4亿/33.8亿，净资产11.6亿，上半年收入2.64亿，净利润达0.72亿，经营较为稳健，我们认为本次转让系公司盘活存量资产、提高资金使用效率之需，将降低公司负债率、改善现金流，从而推进在建项目落地，与继续发展高速业务的方向并无相悖；我们认为高速公路系经营性最强、补短板关键领域之一，经营模式较为理想，对公司而言是业务多元化重要一环。测算高速运营市场投资潜力超1.5万亿规模。高速项目拥有稳定使用者付费收入及强现金流，议价能力强和新入替代威胁小，融资和盈利能力较强，公司通过BOT/PPP模式参与高速项目，能带动施工主业、更好地管控成本、优化整体业务结构。PPP清库风暴以来，部分不合规项目被清理出库，在库高速项目数量和金额均显著回落，项目结构充分优化，我们以当前在管理库的、经营性有所保障的、尚处于准备或采购阶段的高速项目为口径测算部分市场潜力，截至2019年10月，PPP库高速公路项目累计288个、总投资额3.03万亿，测算准备及采购阶段的未落地项目总额约1.54万亿，其中云贵州三省准备或采购阶段投资额分别为2942亿/2350亿/2032亿，公司当前在四川拥有内遂高速、巴万高速和G7611线昭西段等多个项目，未来有望在高潜力西南市场进一步扩大市场份额。

图 60: 2004-2018 公司高速业务收入及同比变化


资料来源：公司网站、公开资料整理、东兴证券研究所

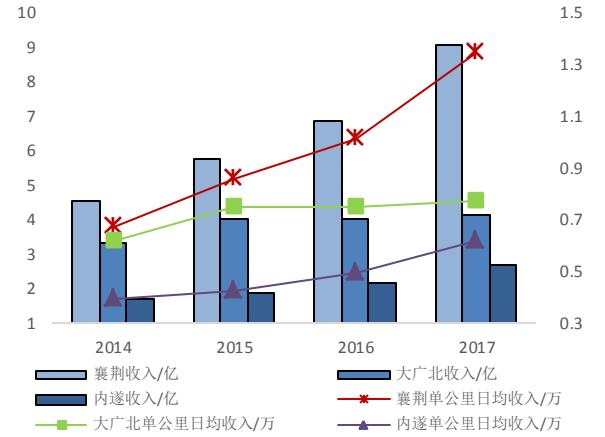
图 61: 襄荆高速和大广北高速区位示意



资料来源：公司资料、百度、东兴证券研究所

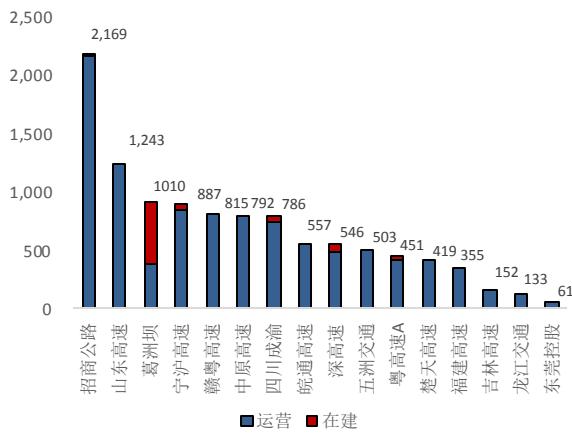
图 62: 2014-2017 公司核心路产收入变化

图 62: 2014-2017 公司核心路产收入变化



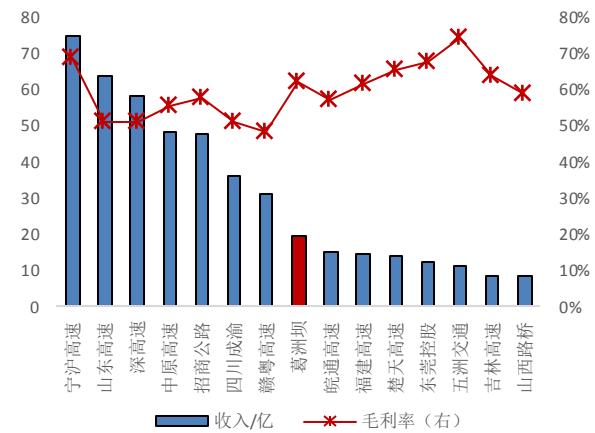
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 63: 公司和主要上市高速公司的权益里程对比/km



资料来源：Wind、公司公开资料、新闻网站、东兴证券研究所

图 64: 公司和主要上市高速公司的高速收入及毛利率对比



资料来源：Wind、公司公开资料、新闻网站、东兴证券研究所

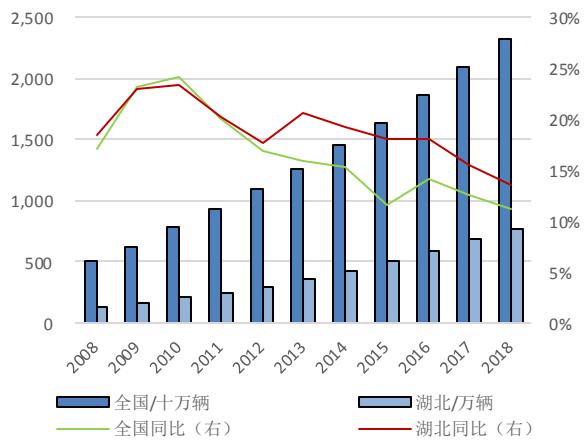
表 16: 2017 年部分百公里以上规模高速盈利情况

公路	持有方	通车年份	里程/km	单日单公里收入/万
江苏沪宁高速	宁沪高速	1996	248	5.4
安徽合宁高速	皖通高速	1995	158	2.0
湖北随岳南高速	越秀交通基建	2010	98	1.6
浙江甬台温高速	招商公路	2003	253	1.6
安徽高界高速	皖通高速	1999	110	1.6
湖北襄荆高速	葛洲坝	2004	185	1.3
河南郑尧高速	中原高速	2007	182	1.3
四川成仁高速	四川成渝	2012	107	1.3
湖北汉宜高速	楚天高速	1994	279	1.2
广东清连高速	深高速、越秀交通基建	2011	216	0.9
四川成雅高速	四川成渝	2000	144	0.9

湖北大广北高速	葛洲坝	2009	147	0.8
四川内遂高速	葛洲坝	2012	120	0.6
四川成渝高速	四川成渝	1997	226	0.6
四川遂广高速	四川成渝	2016	103	0.3
湖北大随高速	楚天高速	2011	84	0.2

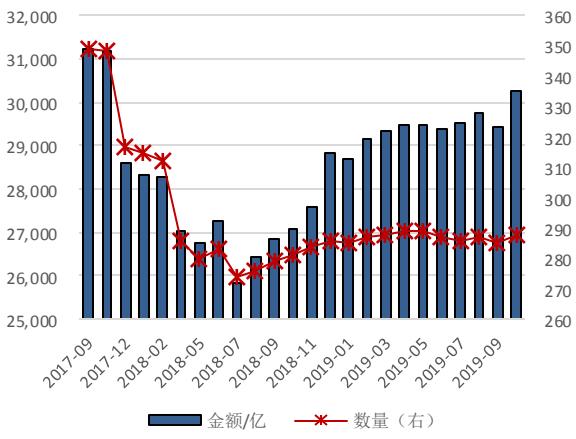
资料来源：Wind、公司公开资料、新闻网站、东兴证券研究所

图 65: 2008-2018 年全国/湖北民用汽车拥有量及同比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 67: 2017-2019PPP 管理库高速项目数量及金额变化

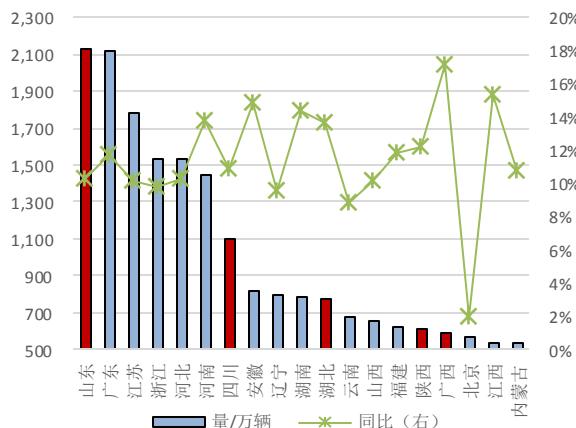


资料来源：Wind、东兴证券研究所

公司以水电起家，较早涉足水电运营业务，当前运营规模有限但项目储量较为可观。当前国内投资及装机增速放缓，海外市场仍然辽阔，判断未来或将凭借水电基因和国际承包优势进一步开拓海外水电市场。

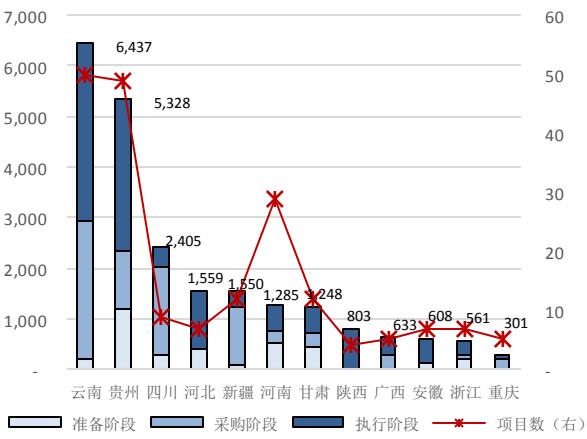
- ◆ 水电运营先驱，估算当前运营、在建及待开发项目总装机规模约 3765MW。公司早于 1998 年即投产了首个水电项目，根据公开资料，估算当前在手项目合计装机规模约 3765MW，其中运营 259MW、在建 2788MW、待开发 798MW：(1) 运营项目包括湖北过渡湾水电站(25.5MW, 1998 年投产)、重庆大溪河水电站(48MW, 2001)、湖南木龙滩水电站(15MW, 2002)、湖北寺坪水电站(60MW, 2006)和新疆斯木塔斯水电站(110MW, 2014)；(2) 在建项目包括新疆伊犁水电站(80MW)、玛纳斯河流域水电站(414MW)、巴基斯坦 SK 水

图 66: 2018 年各省民用汽车拥有量及同比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 68: 当前主要省份 PPP 库高速项目情况

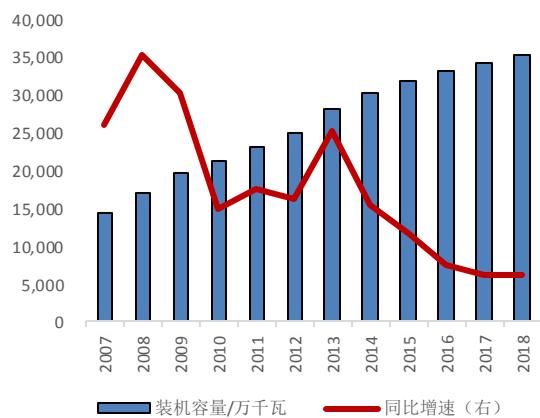


资料来源：Wind、东兴证券研究所

电站 (870MW)、巴基斯坦阿扎德帕坦水电站 (700MW)、尼泊尔贝瑞流域梯级电站 (724MW); (3) 待开发项目包括新疆的阿克牙孜河流域水电站 (190MW) 和巩乃斯河流域水电站 (528MW);

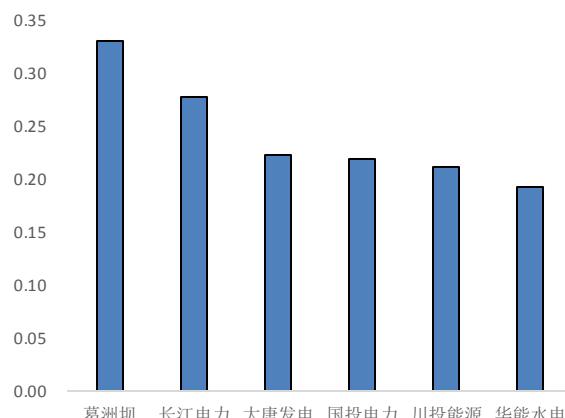
- ◆ **运营装机规模与上市公司仍有较大差距，但储备项目规模较为可观。**国内水电产业集中度较高，原因系投资额庞大、回收周期长、技术壁垒高等。估算 2018 年全国水电装机容量约 35 万 MW，头部水电企业包括三峡 (4.5 万 MW)、大唐 (2.7 万 MW)、华电 (2.7 万 MW)、华能 (2.6 万 MW)、国电投 (2.4 万 MW)、国家能源 (1.9 万 MW)、国投电力 (1.7 万 MW)，CR₇ 约高达 53%，公司装机规模距离头部水电企业存在不小差距，但项目储量较为充沛，全部落地后装机规模将超过部分中等规模上市水电企业。公司通过向电网售电取得收入，2018 年发电量 7.4 亿度、收入 2.4 亿，上网电价约 0.33 元/KWh，较 2017 年的 0.27 元/KWh 有大幅提升，高于头部水电公司电价水平；
- ◆ **国内市场增速放缓空间受限，大水电项目万众瞩目但名花有主。**水电系我国第二大电源和可再生能源支柱产业，我国水能装机总量的理论蕴藏值/技术可开发值/经济可开发值分别为 11.2/8.8/6.5 亿 KW，发电量的理论蕴藏值/技术可开发值/经济可开发值分别为 9.8/4/2.8 万亿 KWh，水电装机规模自 2012 年起跃居全球首位并持续增长，2018 年全国水电装机容量/年发电量分别为 3.52 亿 KW/1.23 万亿 KWh，占经济可开发值比例达到 54%/43%，随着水电开发整体向江河上游挺近，存量减少而开发难度加大，整体投资增速处于下行通道，测算 2017-2020/ 2020-2025 装机容量 CAGR 仅 3.6%/4.3%。“十三五”规划以大型电站和抽水蓄能电站为重点建设方向，其中蓄能电站利于电网调峰调频但投资效益欠佳，近期国网发《关于进一步严格控制电网投资的通知》已暂停新建，而大中型水电站在十三五期间新开工和投产规模将达 5500 万 KW/3849 万 KW，占常规水电比例高达 83%/ 89%，相对封闭的十三大水电基地市场将是主要增量来源，重点在建的金沙江白鹤滩 (1.6 万 MW) 和乌东德 (1.02 万 MW) 或将注入长江电力，雅砻江两河口 (3000MW) 和杨房沟 (1500MW) 则将归属于国投电力，市场空间有限。2020 年将开始启动的“基准+浮动”电价机制改革，在公司项目落地规模化之前，亦难实质性影响水电业务对公司整体业绩贡献规模；
- ◆ **放眼全球市场，水电仍是重要的清洁可再生能源、投资开发市场辽阔，公司有望发挥规划建设的专业优势和国际化战略进一步开拓海外市场。**水电与传统火电相比，发电成本仅为后者的 1/4，发电效率可达 80-90%，远高于后者的 30-50%，是重要的清洁、低碳、绿色的可再生能源，截至 2011 年全球水能技术开发程度仅 23%，非洲开发率仅 7%，非洲和亚洲欠发达国家水能丰富而无电人口较多，经济社会发展需求将大力推动电力系统基础设施建设，根据世界能源投资报告，2017/2018 年全球水电投资规模均在 500 亿美元规模。近年来中企海外水电投资规模逐渐增加，代表企业为三峡集团，截至 2018 年底境外可控和权益装机总量超 1.7 万 MW。我们认为随着“一带一路”等海外战略深化，国际承包业务已实现从单纯施工向投资建设运营深度融合的模式转变，建筑企业的流域规划和施工建设专业优势可能在未来更为业主国所看重，从而凸显竞争优势。公司作为全球水电建设第一品牌，在巴基斯坦、阿根廷、尼日利亚、安哥拉等国承建了一批大型水电项目，并已投资建设巴基斯坦 SK 和阿扎德水电站，未来有望攫取更多海外市场份額。

图 69: 2007-2018 我国水电装机容量及增速变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 70: 2018 年公司及头部水电企业平均上网电价/元/KWh



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 17: 十三五规划全国装机规模目标

项目	新增投产规模（万千瓦）	2020 年目标装机容量（万千瓦）	2020 年目标年发电量（亿千瓦时）
一、常规水电站	4349	34000	12500
1.大中型水电	3849	26000	10000
2.小水电	500	8000	2500
二、抽水蓄能电站	1697	4000	-
合计	6046	38000	12500

资料来源：水电发展十三五规划，东兴证券研究所

表 18: 十三大水电基地装机规模/万 KW

水电基地	代表电站	总规划	估算待开发	建成	在建	筹建
金沙江	白鹤滩	7209	720	3072	3417	720
长江上游	三峡	4772	2037	2522	213	300
雅砻江	二滩	2971	495	1470	1006	495
澜沧江干流	糯扎渡	2582	320	1906	356	/
大渡河	瀑布沟	2552	428	1726	398	429
怒江	松塔	2132	1772	/	360	/
南盘江、红水河	龙滩	1745	/	1208	537	/
黄河上游	刘家峡	1555	240	1315	/	240
闽浙赣	新安江	1417	1417	/	/	/
乌江	乌江渡	1348	330	1018	/	/
东北	云峰	1132	649	483	/	/
湘西	三江口	661	375	286	/	/
黄河中游	万家寨	597	434	163	/	434
合计		30673	9217	15169	6287	2618

资料来源：网络公开、东兴证券研究所

表 19:2011 年全球水能资源开发状况

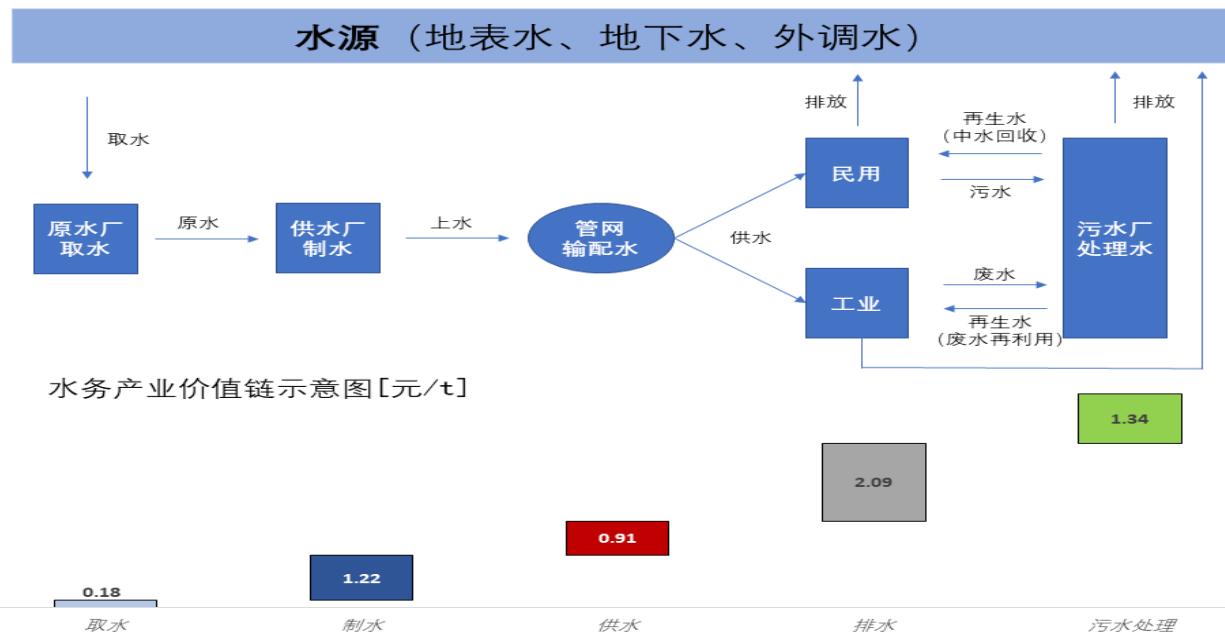
地区	理论蕴藏量/亿 KWh/年	技术可开发量/亿 KWh/年	经济可开发量/亿 KWh/年	装机容量/万 KW	年发电量/亿 KWh	技术开发程 度
亚洲	168228	64817	38898	42009	14283	22%
欧洲	61560	28750	15987	23420	7234	25%
南美 洲	78925	28065	16768	14463	7073	25%
非洲	44262	15814	9944	2637	1154	7%
北美	76008	19078	10587	17244	7500	39%
大洋 洲	6580	1850	887	1363	436	24%
合计	435563	158375	93072	101136	36715	23%

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

水务是环保的关键一环，在政策加码下快速增长，保守估计年投资额超 2000 亿，当前在库总额接近 6000 亿，清库风暴后规模不降反升彰显政策支持力度。近年来国家对环保日益重视，新环保法、新水污染防治法以及“水十条”“河长制”“湖长制”、PPP 模式的大力推广，为水务业务提供了巨大市场空间，同时带来大量的水务项目运营需求。2015 年以来政策持续加码节水、水资源保护、水处理、水环境治理领域，预计《水污染防治行动计划》实施将直接购买环保产业产品和服务超过 1.4 万亿元，间接带动约 5,000 亿元投资；2017 年以来城市河流污染治理力度持续加大。预估“十三五”期间将有 3,000 亿元资金投向污水处理设施建设领域，行业景气空前。2017 年城市市政供水和排水投资额分别为 580 亿(YOY+6%)、1344 亿(YOY+10%)，供水产业平稳发展，污水处理产业快速成长，保守估计每年给排水投资额将超 2000 亿规模。当前 PPP 库供水项目累计数量 255 个、投资额 1319 亿，污水处理项目累计数量 255 个、投资额 4646 亿，合计数量 1511 个、总投资额约 5965 亿，其中污水处理项目在库规模自 2017 年底清库风暴以来规模不降反升。

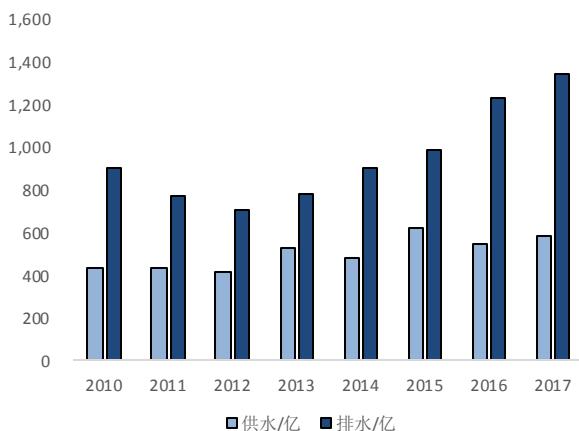
公司水务业务战略路径清晰，并购与 PPP、国内与海外项目并举，增速快、盈利强，已跻身水务领军企业之列。当前行业集中度较低，公司未来有望背靠集团优势持续参与全球优质项目整合。当前我国自来水厂、污水处理厂数量累计超 7500 家，粗略估算供水 CR₁₀ 不到 20%、污水处理 CR₁₀ 不到 30%，行业较为分散，政策逐渐放开水务行业准入，鼓励社会资本和国外企业进入，PPP 推广更是加快资源集中和重塑产业格局，行业快速洗牌。公司作为建筑央企、水利水电龙头、PPP 标杆企业，2014 年以来不断并购及参与 PPP 水务项目，当前拥有凯丹水务、湖南海川达、北京中凯、保定尧润和巴西圣诺伦索供水项目等资产，在雄安新区、通州、海口、阜阳、荆门、温岭多地实施 PPP 项目，业务遍布北京、天津、山东、河南、河北、湖南、湖北、四川、浙江、巴西等多个地区，国内运营管理 58 座水厂、水处理 300 万 t/d、1000 余 km 管网及 33 个泵站，在国外运营巴西圣诺伦索项目、水处理 93 万 t/d。剔除估算的水电收入及毛利后，估算公司水务业务 2018 年收入为 12.7 亿，同比大幅增长 125%，毛利率达 40%，收入规模及盈利水平在水务上市公司中达到中等偏上水平。展望未来，公司有望凭借集团背景优势、海外布局优势、污水处理工艺及研究的技术优势、与以色列老牌水务集团 RWL (90 年、70 国的运营经验) 等服务商合作优势，持续在全球范围内并购优质水务标的，持续缩小与头部企业差距。

图 71: 水务产业链及价值链示意



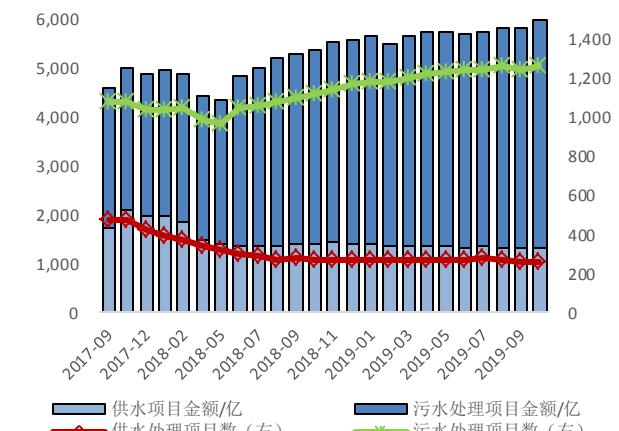
资料来源：万方数据、Wind、东兴证券研究所

图 72: 2010-2017 城市市政投资



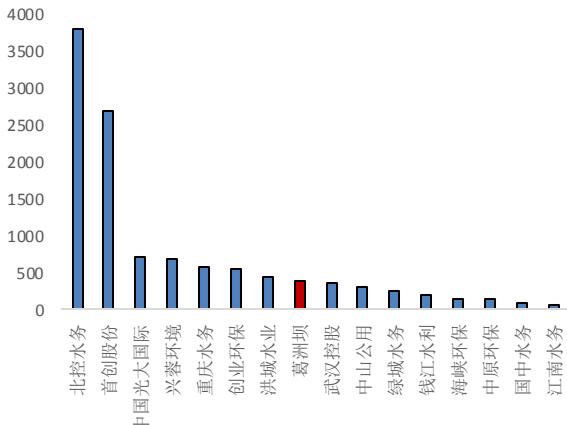
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 73: 2017-2019PPP 库供水污水处理项目数量金额变化



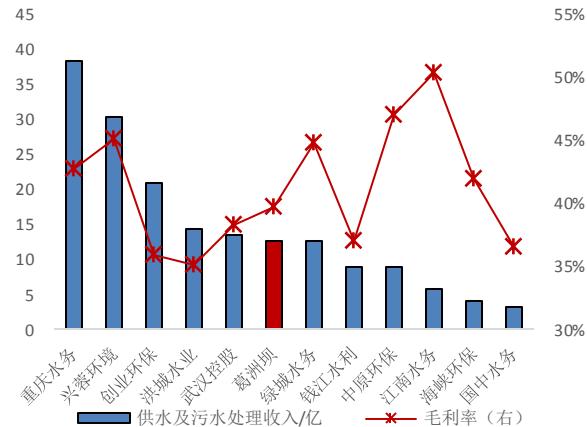
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 74: 水务主要上市公司水处理设计能力(部分含在建)/万 t/d



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 75: 部分上市公司供水及污水处理收入和毛利对比



资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 20: 水环境保护领域重点政策

年份	文件	主要内容
2015.4	《水污染防治行动计划》(水十条)	明确水治理行业总体规划
2015.7	《水污染防治专项资金管理办法》	将城市黑臭水体整治列入专项资金重点支持范围，对 PPP 模式项目予以倾斜支持
2015.10	《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》	综合采取“渗、滞、蓄、净、用、排”等措施，最大限度减少城市开发建设对生态环境影响，将 70%降雨就地消纳利用，到 2020 年城市建成区 20%以上面积达标；2030 年建成区 80%以上面积达标；
2016.2	《关于公布全国城市黑臭水体排查情况的通知》	排查并公布全国地级市以上黑臭水体情况
2016.12	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》	在农村建设污水处理和垃圾收集处理基础设施
2016.12	《十三五全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	规划新增污水管网 12.59 万 km, 新增污水处理设施规模 5022 万 m³/d
2017.10	《重点流域水污染防治规划(2016-2020)》	明确各流域污染防治重点方向和京津冀、长江经济带等水环境保护重点，形成覆盖全国的重点流域水污染防治规划
2018.11	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	要求加快黑臭水体治理、促进农村污水垃圾处理

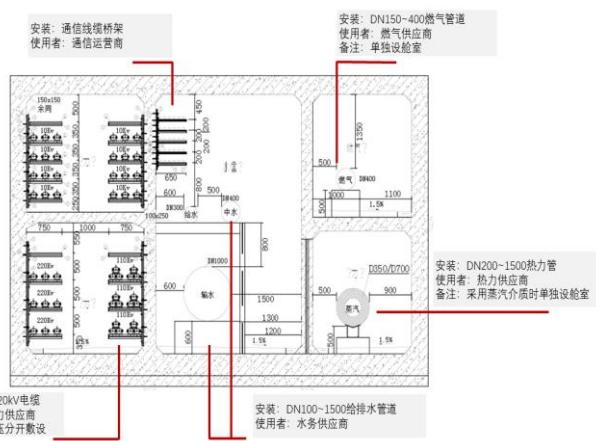
资料来源: 公开资料整理、东兴证券研究所

城市综合管廊系国家大力推动的高潜力市场，项目具有良好经营基础。公司当前充分发挥业务协同优势，积极参与南京、合肥等地产业务重仓城市的当地示范型标杆项目，项目使用者付费比例较高。

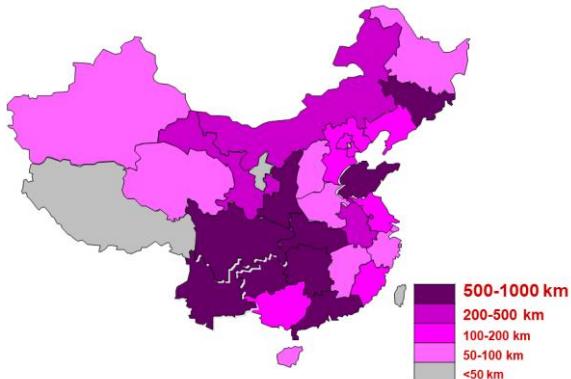
- ◆ 管廊解决城市管网问题，我国起步较晚但推力巨大、体量惊人。管廊即城市地下用于集中敷设给排水、再生水、天然气、热力、电缆、通信等市政管线的公共隧道，可对管网进行集约化管理、确保生命线设施稳定安全、带来巨大社会效益，多数发达国家建有较完备的管廊系统。2015 年国务院发《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》，并推出两批共计 25 个管廊试点城市，大力推广管廊建设。“十三五”期间全国规划建设 8000km，各省规划里程累计超 10000km，行业整体迎爆发式发展；
- ◆ 结合官方、媒体和 PPP 库口径预测当前实际在建规模约 5000km，近期新增市场潜力约 2400 亿。“十三五”最后冲刺仍有较大增量空间，预估年投资规模将保持在千亿以上。根据住建部资料，2016 年城市及县城管廊累计投资额仅 318 亿，2017 年达到 747 亿 (YOY+135%)，我们以 8000 万/km 造价估算，则

2016/2017 建成管廊里程为 398km、934km，合计 1331km，官方披露截至 2018 年中全国累计在建管廊超 4000km，累计形成廊体 2000 余 km，根据管廊 2~3 年建设周期，以上数据基本对应“每年新开工超 2000km”的媒体报道，但统计 2019 年初全国媒体报道各省管廊在建里程合计仅 4113km，判断系前期政策强推下行业规划和规范尚未到位，叠加去杠杆和清库影响所致。估算当前在施项目约 75%以 PPP 模式进行，考虑到 PPP 管廊项目放贷经常以入库为前提条件，而在库项目经历清库风暴以来，被清退不合规项目约占到总量 20%，项目结构已充分优化、趋于稳定，可作为了解建设现状的有效口径。截至 2019 年 7 月在库约 261 个、总额约 4507 亿，已执行项目 3294 亿按在库项目均价约对应 3660km 里程，以此推算全国在建管廊里程约 4800km 左右，近期仍有近 3000km 的开工任务，这部分项目对应市场潜力在 2400 亿左右。2019-2020 年为“十三五”最后冲刺，年新开工或将回升至 2000km 以上，预测 2018-2020 管廊投资分别达到 907 亿/1020 亿/1173 亿；

- ◆ 管廊项目具有良好经营基础。公司积极参与南京合肥等二线核心市场打造标杆项目，有望持续夯实市政与建筑地产业务协同优势，攫取更多市场份额。管廊项目理论上可向电力、通信、给排水、燃气等运营商收取入廊费和管理费，该收费模式受国务院、住建部、发改委和能源局等单位政策大力支持。公司投资的合肥高新区管廊（20km）为国家级示范项目，预计进入运营期后 27 年间政府付费比例在 39.4%~81.3% 间浮动，孝感云梦县管廊项目（11km）政府付费比例则仅为 63.5%，使用者付费比例均显著高于一般 PPP 项目。公司还在地产业务重仓城市南京投资了江北新区地下空间一期项目，总投资额达 131 亿、总建设规模约 145 万方，为新区 CBD 核心项目。江北新区规划管廊里程达 241km，为国内管廊规模之最，公司在当地建筑地产和市政市场积淀日久，未来有望攫取更多份额。

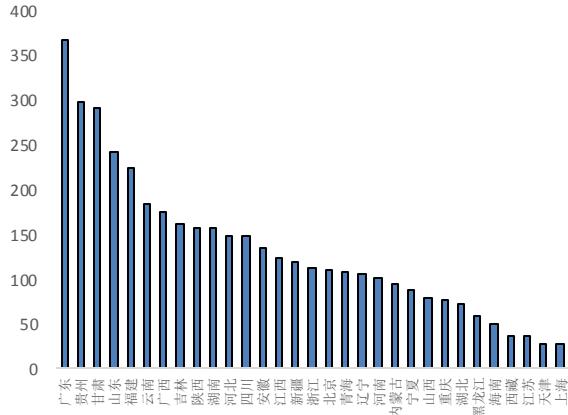
图 76: 城市综合管廊截面示意图


资料来源：东兴证券研究所

图 77: 各省公开规划建设管廊里程


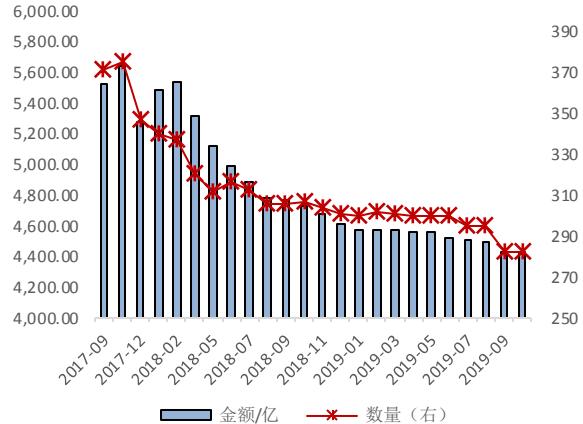
资料来源：新闻网站、东兴证券研究所

图 78: 截至 2019 年初媒体报道各省在建管廊规模/km



资料来源：新闻网站、东兴证券研究所

图 79: 2017-2019PPP 项目库管廊项目数量及金额变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 21: 城市综合管廊领域重点政策

年份	文件	主要内容
2013	《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	加大城市管网建设和改造力度，用3年左右时间在全国36个大中城市全面启动试点工程
2014	《关于开展中央财政支持地下综合管廊试点工作的通知》	中央对管廊试点城市给予专项资金补助
2015	《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》	全面推动管廊建设，到2020年建成一批具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营
2015	《关于城市地下综合管廊实行有偿使用制度的指导意见》	明确管廊有偿使用的费用构成要素，提出定价路径
2015	《关于开展中央财政支持地下综合管廊试点工作的通知》	确定包头等10个试点城市，中央给予三年专项资金补助，直辖市/省会/其他每年补助5/4/3亿，对采用PPP模式达到一定比例的按上述补助基数奖励10%
2016	《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	要求城市新区、各类园区、成片开发区域新建道路必须同步建设地下综合管廊；凡建有地下综合管廊的区域，各类管线必须全部入廊；管廊实行有偿使用，建立合理的收费机制。鼓励社会资本投资运营管廊
2016	《关于推进电力管线纳入城市地下综合管廊的意见》	进一步明确电力管线入廊的相关规定
2017	《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》	至2020年建设综合管廊8000km以上
2019	《新型城镇化建设重点任务》	指导各地区因地制宜建设地下综合管廊

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

5. 新兴领域——公司是实力雄厚的环保及高端装备制造新锐

5.1 环保业务：后来居上实力雄厚，关注子公司及园区布局

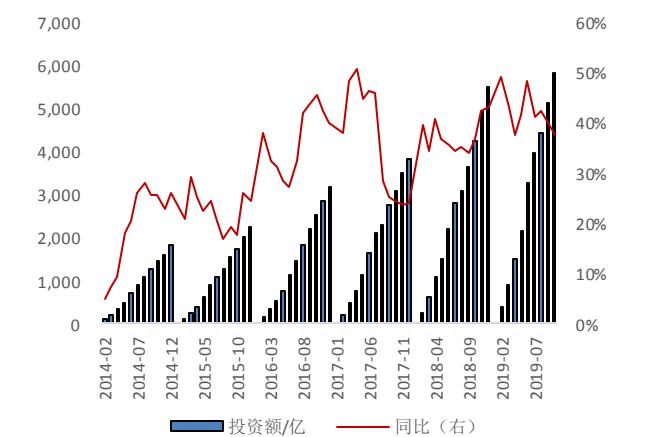
政策从播种步入深耕，环保行业前景广阔、发展迅猛。2012年节能环保产业即被列为国家七大战略性新兴产业之首，十八大及十九大连续强调“美丽中国”和“生态文明建设是关系中华民族永续发展的根本大计”，提出加大环境治理力度，2013年以来陆续出台了新环保法、大气水和土壤污染防治行动计划、《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的实施意见》、《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》等重要文件，

当前顶层设计趋完善、水土固废气的大监管格局新局面已形成，环保产业已从政策播种时代全面进入到政策深耕时代，将实现持续健康发展。据环境规划院测算，“十三五”期间社会节能环保总投资规模有望超 17 万亿。2018 年生态保护和环境治理投资额达到 5468 亿，同比增长 43%，增速创 2010 年以来新高，2019.1-10 投资增速达 37%，景气度居高不下，预计 2020 年将达到 9600 亿。

当前公司环保业务覆盖再生资源、水系和污土污泥治理、固废处置、新型道材、清洁能源及水务水电等领域，其中再生资源、水系治理对应的广义市场潜力均超万亿。

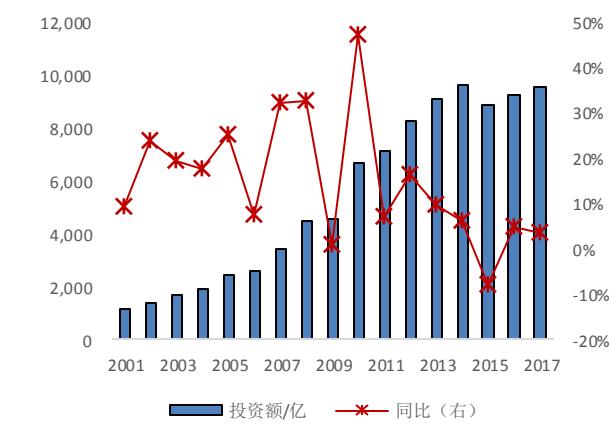
- ◆ 预计再生资源行业 2020 年回收价值超万亿。我国再生资源产业尚处于起步阶段，据海淀区委党校资料，海淀全区每年约产生 50 万吨再生资源垃圾，而区内物资回收公司每年仅能处理 10 万吨，剩余 40 万吨分散于街道或区内无证无知集散市场、临近区县和再利用厂商，流向不明缺乏管控，对比之下，美国再生资源高度成熟、年回收产值达 2400 亿美元，系该国产值最大、解决就业最多的行业。近年来行业规划政策频出：2015 年有关部门发布《再生资源回收体系建设中长期规划（2015-2020）》，规划到 2020 年大中城市再生资源主要品种平均回收率达到 75% 以上，培育 100 家骨干企业、回收总量达 2.2 亿吨左右；2016 年《关于推进再生资源回收行业转型升级的意见》提出推广“互联网+回收”新模式、探索两网协同发展新机制；2017 年《三部委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体系，再生资源回收利用量达到 3.5 亿吨；2018 年《关于加快推进再生资源行业转型升级的指导意见》提出到 2020 年，发展规范化的城乡回收站点 10 万个、建设设施先进的再生资源综合分拣中心 1500 个、回收利用基地（园区）120 个、培育 10 家年收入超过 50 亿元的大型环境服务型龙头企业。行业规模亦持续增长，2014-2018 年间全国十大品种再生资源回收体量和回收价值 CAGR 分别为 7%/8%，2018 年回收体量为 3.2 亿吨（YOY+13%）、回收价值 8705 亿（YOY+15%），粗略测算 2020 年回收价值将达到 1.06 万亿规模；
- ◆ 预计黑臭水体治理市场规模超 5000 亿、海绵城市市场规模达 1.65 万亿。黑臭水体整治系环保焦点领域，2018 年生态环境部认定 2100 个黑臭水体共计 7057 公里，其中 5760 公里未完成整治，并于当年 5 月联合住建部启动年度专项整治行动，按 1 亿/公里治理造价估算，2018-2020 三年间整治投资将达 5760 亿；“十三五”及《关于推进海绵城市建设的指导意见》规划 2020 城市建成区 20% 以上的面积应满足“将 70% 的降雨就地消纳和利用”目标，对应工程量约 1.1 万平方公里，按 1.25 亿/平方公里标准造价估算，则 2016-2020 间投资额约达 1.65 万亿；当前 PPP 管理库污水处理和海绵城市投资额分别为 4646 亿/1286 亿；

图 80: 2014-2019 生态保护和环境治理业投资及同比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 81: 2001-2017 全国环境污染治理投资额及同比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 22：生态环保领域重要政策文件

时间	政策文件	相关内容
2012	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	提出节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业
2012	中共十八大报告	高度重视生态文明建设和环境保护工作，将其列入“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局的高度，并将“美丽中国”纳入十三五规划中，提出加大环境治理力度，深入实施大气、水、土壤污染防治行动计划
2013	《大气污染防治行动计划》（简称“大气十条”）	提出到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降25%、20%、15%左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在60微克/立方米左右
2015	《中华人民共和国环境保护法》	新《环境保护法》正式出台实施
2015	《水污染防治行动计划》	提出到2020年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）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，地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体高于93%；到2030年，全国七大重点流域水质优良比例总体达到75%以上，城市建成区黑臭水体总体得到消除，城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体为95%左右
2016	《土壤污染防治行动计划》（全国土壤污染防治工作行动纲领，简称“土十条”）	分批实施200个土壤污染防治与修复技术应用试点项目。提出到2020年，全国土壤污染加重趋势得到初步遏制。到2030年，全国土壤环境质量稳中向好。到本世纪中叶，土壤环境质量全面改善。
2016	《“十三五”生态环境保护规划》	规划到2020年空气、水、土壤、生态质量状况目标
2017	中共十九大报告	要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。强调“生态文明建设是关系中华民族永续发展的根本大计”，提出加快生态文明体制改革、建设美丽中国
2018	《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	提出到2020年：全国PM2.5未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上，地级以上城市空气质量优良天数比率达到80%以上；全国地表水一至三类水体比例达到70%以上，劣五类水体比例控制在5%以内；近岸海域水质优良（一、二类）比例达到70%左右；二氧化硫、氮氧化物排放量比2015年减少15%以上，化学需氧量、氨氮排放量减少10%以上；受污染耕地安全利用率达到90%左右，污染地块安全利用率达到90%以上
2018	《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》	到2018年底，直辖市、省会城市、计划单列市建成区黑臭水体消除比例高于90%，基本实现长制久清。到2019年底，其他地级城市建成区黑臭水体消除比例显著提高，到2020年底达到90%以上。鼓励京津冀、长三角、珠三角区域城市建成区尽早全面消除黑臭水体

资料来源：新闻网站、东兴证券研究所

表 23: 2015-2018 年我国主要的十类再生资源类别回收利用体量和价值变化

年份	回收体量/万吨							回收价值/亿															
	2015			2016			2017			2018			CAGR	2015			2016			2017			CAGR
	体量	占比	同比	体量	占比	同比	体量	占比	同比	体量	占比	同比		体量	占比	同比	体量	占比	同比	体量	占比		
一、金属类再生资源																							
1.废钢铁	14,380	15,130	17,391	21,277	67%	22%	9%	1,984	2,043	3,043	3,925	45%	29%	6%	1,984	2,043	3,043	3,925	45%	29%	6%		
2.废有色金属	876	937	1,065	1,110	3%	4%	9%	1,396	1,829	2,019	2,198	25%	9%	13%	1,396	1,829	2,019	2,198	25%	9%	13%		
二、非金属类再生资源																							
3.废塑料	1,800	1,878	1,693	1,830	6%	8%	-2%	810	958	1,081	1,190	14%	10%	2%	810	958	1,081	1,190	14%	10%	2%		
4.废纸	4,832	4,963	5,285	4,964	16%	-6%	3%	643	745	978	970	11%	-1%	12%	643	745	978	970	11%	-1%	12%		
5.废玻璃	850	860	1,070	1,040	3%	-3%	5%	21	22	32	36	0%	14%	9%	21	22	32	36	0%	14%	9%		
6.废旧纺织品	260	270	350	380	1%	9%	13%	8	9	14	16	0%	14%	29%	8	9	14	16	0%	14%	29%		
7.废轮胎	502	504	507	512	2%	1%	4%	65	71	74	75	1%	1%	2%	65	71	74	75	1%	1%	2%		
三、废旧电子电器机械设备类再生资源																							
8.废弃电器电子产品	348	366	374	380	1%	2%	5%	78	94	125	133	2%	6%	14%	78	94	125	133	2%	6%	14%		
9.报废机动车	872	721	454	479	1%	6%	10%	122	108	87	120	1%	38%	16%	122	108	87	120	1%	38%	16%		
10.废电池（铅酸除外）	10	12	18	19	0%	7%	19%	19	25	37	42	0%	14%	21%	19	25	37	42	0%	14%	21%		
合计	24,730	25,642	28,206	31,991	100%	13%	7%	5,146	5,903	7,551	8,705	100%	15%	8%	5,146	5,903	7,551	8,705	100%	15%	8%		

资料来源：商务部、中国物资再生协会、东兴证券研究所（蓝色底为公司重点参与领域）

公司积极开展混改并购和对外合作，致力于成为中国最大、最高端、最具影响力的综合性环保企业。环保业务既是公司早于2013年即确定的重要经营战略方向，也是国资委确定的中国能建集团拟发展主业。公司以环保产业园为支撑，集成先进的管理模块，实现固废处理线的快速建设和复制，让业务迅速向全国布局，先后在水环境治理、再生资源、污水处理与供水、污土污泥治理、道路材料、固废处理、新能源和清洁能源等方面多点开花，建立了庞大的环保产业集群。当前公司环保业务主要依托绿园科技、投资公司、水泥公司、能源重工等子公司平台发展。绿园科技成立于2014年底，是公司环保业务主要牵头方之一，控股再生资源、水系治理和固废多个领域资产，已在业内形成较大影响力，2017年成功发行了上交所国内首单出表型绿色ABS产品，引领国内资本市场创新。

- ◆ **再生资源领域**，公司于2015年与大连环嘉集团合资成立葛洲坝环嘉（持股55%）、2016年与湖北兴业合资成立葛洲坝兴业（持股65%）、2017年与宁波展慈合资成立葛洲坝展慈（持股60%）并设立葛洲坝淮安再生材料公司（持股100%）；
- ◆ **水系治理和水务领域**，公司于2015年收购凯丹水务（持股100%）、2016年收购中凯兴业和海川达（均持股100%）、2017年收购巴西圣保罗圣诺伦索供水项目（持股100%）、2018年增资并购保定尧润（持股51%）和日照赛诺（持股51%），并于2017年与北京格兰特膜分离设备有限公司和天一环境技术有限公司签订战略合作框架协议；
- ◆ **污土污泥、固废和道材领域**，公司于2013年与武汉理工大产业集团等合资成立葛洲坝武汉道材（持股55%）、2014年并购湖北中固科技（持股55%）并与中材国际合资设立葛洲坝中材洁新（持股70%）、2018年设立葛洲坝京环科技；

业务规模快速扩张，当前业务布局有序推进、持续夯实竞争优势。当前公司环保业务覆盖垃圾处理、固废回收与深加工、钢渣利用、污水污土处理、新能源工程、节能减排工程、智慧能源、高效储能、节能环保、智能制造、环保材料等领域，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，打造环保领军企业。2017年公司环保收入267亿，增速高达92%，占比达到25%，位列环保水务板块上市公司前列，并荣膺“中国环境企业50强”第1名，当前业务布局有序推进、持续夯实竞争优势：

- ◆ **纵向一体化+横向全面布局，心态开放积极寻求对外合作，志在打造“大环保”业务生态。**纵向上，公司充分多元化优势，由传统建筑水务业务拓展至涉及水生态修复、污泥处理、一体化设备、智慧水务等全产业链的水环境综合业务；由传统水泥业务衍生固废和清洁能源业务，并将新型道材业务应用到公路业务领域；横向，公司拓展循环经济（包括垃圾处理、固废回收与深加工、钢渣利用、污水处理等）、环保工程（包括污土治理、河流湖泊治理、新能源工程、节能减排工程等）、环保装备（包括智慧能源、高效储能、节能环保、智能制造）以及环保材料四大领域，当前已实现业务全部覆盖。当前公司积极寻求与国际环保公司合作机会，致力于打造集技术研发和控股管理为一体的全产业链高科技环保标杆企业；
- ◆ **再生资源领域，拥有多个影响力品牌、整体规模稳居行业前列。全国范围内布局子公司和500km辐射半径再生资源园区，有望持续巩固业务优势、提高经营韧性。**再生资源行业集中度较低，但头部企业优势明显。2017年再生资源百强企业销售总额达2392亿元，估算CR₁₀₀仅32%，但前三名（宁波金田、环嘉集团、安徽双赢）占了百强收入总和的57%，尤其头部的宁波金田和环嘉集团正和其他竞争对手迅速拉开差距。当前业务涵盖废旧钢材、塑料、纸张、玻璃、有色金属等，经营主体包括环嘉、兴业、展慈、淮安，其中环嘉于2016/2017年连续位列中国再生资源企业百强榜第2，兴业系湖北省首批支柱产业细分领域隐形冠军示范企业，展慈再生有色金属深加工综合生产能力位居全国前五，淮安依托循环经济示范园打造区域内最大的再生资源利用企业。同时，公司在全国范围内布局子公司和再生资源循环经济园区，逐步完善

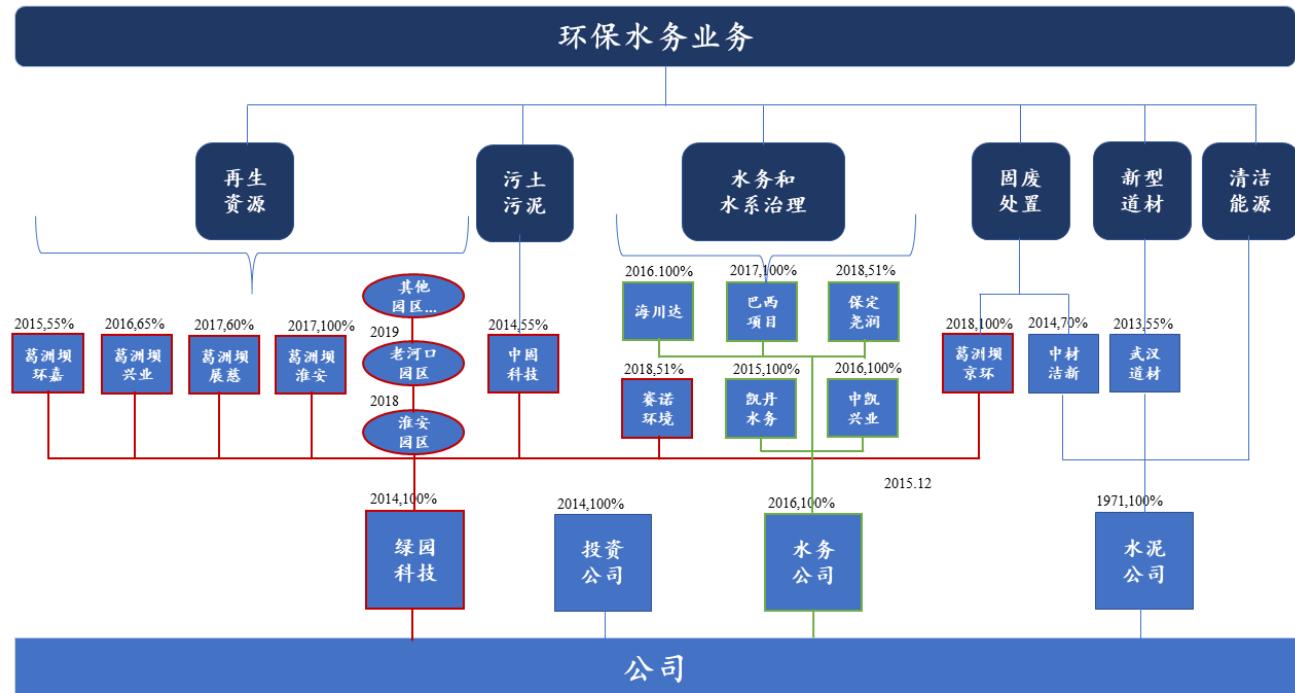
再生资源回收网络、攫取更多市场份额。公司年综合处理能力超 920 万吨，加工分拣后种类超 1,000 种，系国内再生资源经营种类之最。公司制定《再生资源园区（精加工中心）投资规划》并完成了 16 个园区的投资方案，当前淮安、老河口已投产，辐射半径 300-500km，怀远、广平、淇县产业园亦处在建设或备案阶段，预计将完善回收网络、提高自有加工业务占比和盈利能力；

- ◆ **水系治理和水务领域，公司资产和项目实力雄厚，积极引入先进管理体系、推进高附加值业务。**公司围绕供水、污水处理、水环境综合治理，拥有国内领先、国际先进的淤泥机械脱水化学改性一体化技术、热致相分 离法制膜技术等自主核心技术，打造投资、建设、运营一体的专业化水务环境综合服务商，近年来发挥建筑和 PPP 业务优势，参与了北京市通州区城市副中心水环境治理（于永片区）、温岭市牧屿污水处理厂、荆门市竹皮河流域水环境综合治理、阜阳市城区水系综合整治、海口市鸭尾溪东坡湖等多个 PPP 项目，当前温岭、海口项目已完工并顺利进入运营期，通州项目黑臭水体治理工程已完工，彰显公司业务实力。公司 2018 年收购日照赛诺进入污水处理膜产品制造领域，积极推进具有高附加值的深加工、精加工环保新材料业务，进一步充实产业结构，实现公司环保业务多领域协同发展。水务方面，公司拥有国内 58 座水厂和巴西圣诺伦索项目，盈利强、增速快、跻身水务领军企业之列，并与以色列老牌水务集团 RWL（90 年、70 国的运营经验）等国际领先服务商展开战略合作；
- ◆ **污土污泥领域，公司拥有达到国际领先水平的独家国家专利产品。**经营主体为中固公司，拥有土壤固化治理、淤泥污染治理、固废处理等先进技术和处理能力，独有的国家专利产品 HAS 高强耐水土壤固化剂，被列入水利部江河堤防建设 6 项新技术之一，达到国际领先水平，用于滇池生态清淤（全球最大的湖泊治理机械化脱水工程）、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；
- ◆ **固废处置领域，中材洁新赋能水泥厂开展生活垃圾处置/污染土壤治理业务，并与北京环卫集团展开战略合作。**公司利用中材洁新“零排放”垃圾焚烧发电新技术赋能水泥资产，目前已投产老河口等 3 条城市生活垃圾处理生产线、处理总能力达 1,300t/d，投产嘉鱼水泥窑协同处置污染土项目，并积极推进当阳 500t/d 城市生活垃圾处理线和 120t/d 城市污泥处理线建设，2018 年合计处置生活垃圾、污染土、一般固废共 24 万吨。2018 年初公司与北京环境卫生工程集团公司合资设立京环科技，全力打造固废全口径处置利用平台，有望整合前端产业链，强化业务联动优势；
- ◆ **道材业务与高速业务相辅相成。**营业主体为武汉道材，主营固体废弃物资源化综合利用产品与道路材料开发，拥有炼钢废渣生产沥青混凝土钢渣集料专利技术，可代替日益枯竭的玄武岩矿石资源从而极具市场前景，已配合公司高速业务成功应用于高速公路路面铺设、道路养护、市政路面改造三大领域，包括山东三条高速公路项目钢渣集料产品、襄荆和内遂高速公路养护工程等，自主研发的高速公路智能养护管理平台已进入一期实体工程建设阶段；
- ◆ **清洁能源领域前景广阔，公司具有先天优势。**当前水泥公司水泥窑余热发电机组装机 105MW，2018 年发电 5.2 亿度。此外，公司甘肃瓜州新能源清洁供暖项目一期已投产，预计全面建成后一个供暖季可消纳新能源电量 4.5 亿度。我们认为清洁能源系全球能源趋势、前景广阔，公司背靠能建集团具有先天优势，已投资多个水电风电项目，未来有望进一步壮大细分板块业务规模；

再生资源业务占环保板块较大比重。再生资源行业进出口受中美贸易摩擦影响显著，公司业绩亦受波及。当前重点关注业务布局。测算 2016 年再生资源收入 137 亿、占环保业务收入的 99%，2017 年再生资源收入 221 亿（绿园收入扣除中固公司约 2 亿收入）、占并入了水系治理后的环保业务收入的 83%，仍是环保业务第一大构成。公司 2018/2019H1 环保业务收入分别同减 27%/30%，连续下滑，主要系中美贸易摩擦导致资

源市场行情波动加大、加工业务产能利用率不足。再生资源回收利用价值受大宗商品价格变化影响而波动较大，2018年中美贸易摩擦升级，导致大宗行情波动较大，我国全年废钢铁、废有色金属、废塑料、废纸、废旧纺织品五大类别再生资源进口总量同比减少45%、出口总量同比减少74%，其中废钢铁出口同比减少85%。2019年以来行情波动较上年度有所收窄，当下重点关注公司环保业务布局进展。

图 82: 公司环保水务板块业务架构 (年份,持股比例)



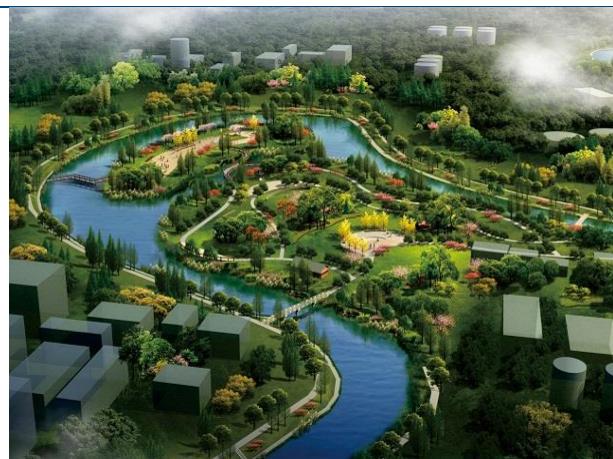
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 83: 公司再生资源资产：老河口循环经济产业园

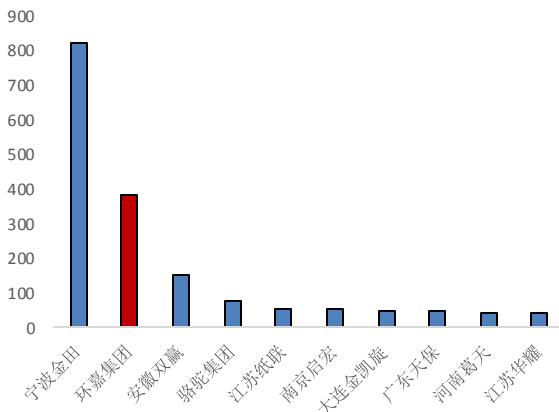


资料来源：Wind、东兴证券研究所

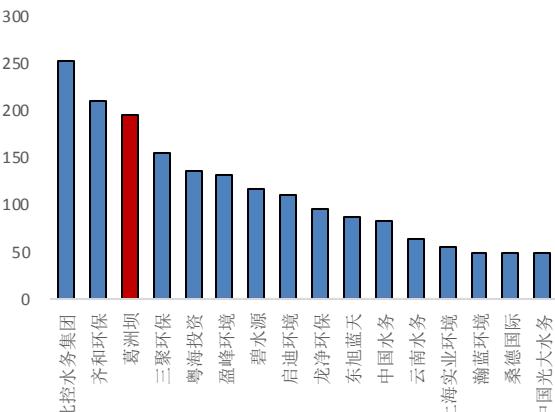
图 84: 公司水系治理项目：荆门竹皮河流域水环境综合治理



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 85: 2017 年中国再生资源百强企业 top10 营业额/亿


资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

图 86: 2018 年公司及主要环保上市公司营收对比/亿


资料来源：Wind、东兴证券研究所（公司仅环保业务部分收入）

表 24: 公司环保水务业务布局（不含水电）

时间	领域	事件	子公司业务特点简介
2013.11	新型道材	水泥公司与武汉理工大产业集团等合资成立葛洲坝武汉道材（持股 55%）	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
2014.11	环保	出资 1.5 亿设立绿园科技（2017 年增资 8.8 亿、实收资本达 20 亿）	公司环保业务的主要牵头平台之一
2014.12	污土污泥	水泥公司出资 6600 万，占股 55%，并购湖北中固科技股份有限公司	主营土壤固化治理、淤泥污染治理、固废处理等，独有的国家专利产品 HAS 高强耐水土壤固化剂，达国际领先水平
2014.12	固废处置	水泥公司出资 3500 万，占股 70%，与中材国际成立葛洲坝中材洁新	利用水泥窑协同处置城市生活垃圾系统集成及工程化应用技术，开展水泥窑协同处置生活垃圾等固废处理业务
2015.1	水务	投资公司以 4.725 亿收购凯丹水务 75% 股份（当前持股 100%）	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 43.50 万吨/日，工业供水能力 10 万吨/日
2015.6	再生资源	绿园科技出资 5.5 亿，占股 55%，与大连环嘉成立葛洲坝环嘉	主要经营废旧钢材、废旧塑料、废旧有色金属等再生资源产品，成立淮安等 10 家分公司，市场遍及东北、西北、华北、华南等地区
2015.12	污土污泥	绿园科技出资 6773 万，占股 55%，收购中固公司	主营土壤固化治理、淤泥污染治理、固废处理等，独有的国家专利产品 HAS 高强耐水土壤固化剂，达国际领先水平
2016.6	再生资源	绿园科技出资 3.25 亿，占股 65%，与湖北兴业成立葛洲坝兴业	经营再生物资收购、加工、销售，报废汽车回收、拆解服务和建筑拆除、进出口等；湖北省首批支柱产业细分领域隐形冠军示范企业
2016.7	水务	出资 5.61 亿收购中凯兴业 100% 股份	经营资产主要分布于山东、河南及湖北，污水处理能力 42 万吨/日
2016.7	水务	出资 1.65 亿收购海川达 100% 股份	在湘投资运营 7 个污水处理厂，污水处理能力 28.5 万吨/日
2017.3	水务	海外投资出资 1.47 亿美元收购巴西圣保罗圣诺伦索供水项目 100% 股份	项目 25 年特许经营期，拥有原水取水泵站（52 万吨/天）、水处理厂（41 万吨/天）
2017.4	再生资源	绿园科技出资 1.8 亿，占股 60%，与宁波展慈金属工业成立葛洲坝展慈	主营再生有色金属深加工，年处理铝合金锭 1.5 万吨、铜合金 5 万吨、废钢 100 万吨，综合生产能力位居全国前五。

2017.6	再生资源	出资 1.5 亿设立葛洲坝淮安再生材料	主营废旧物资回收利用、“PET”瓶片生产与销售、废旧塑料改性造粒以及有色金属和废钢回购深加工等，填补了国内食品级再生塑料、再生瓶片规模化、专业化生产等多项空白
2018.2	固废处置	与北京环境卫生工程集团合资设立葛洲坝京环科技（持股 51%）	全力打造固废全口径处置利用平台，有效整合前端产业链，形成产业联动
2018.7	水务	水务公司增资并购保定尧润环保科技有限责任公司，累计出资 7043 万，占股 51%，西藏尧润持股 49%	毗邻雄安新区，在包括雄安新区雄县、容城县在内的保定市七个县市均有投资建设及长期运营项目，系保定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，污水处理能力 12.1 万吨/日，垃圾填埋规模 365 吨/日，
2018.7	水系治理	绿园科技增资并购日照赛诺，累计出资 5204 万，占股 51%，北京赛诺和日照水务持股 29%/20%	业务包括污水处理膜产品制造领域，有助于推进具有高附加值的深加工、精加工环保新材料业务

资料来源：Wind、公司公开资料、东兴证券研究所

表 25：公司再生资源循环经济园区建设情况

产业园区	建设进展
淮安产业园	2018 年中全面投产，当前二期项目完成主体建设，3 条长纤级 PET 瓶片生产线已实现达产达标验收
老河口产业园	完成单项工程与消防预验收。废钢破碎生产线和再生 PET 塑料生产线已投入生产
怀远产业园	废钢破碎生产线已建设完成
广平、淇县产业园	已通过政府备案

资料来源：Wind、公司公开资料、东兴证券研究所

图 87:2014-2019 废钢价格走势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 88: 2014-2019 LME 铜价走势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

5.2 装备业务：高端制造之新锐，持续加码、助推转型

高端装备制造有望成为国民经济支柱产业，整体市场潜力超 10 万亿，其中环保、储能装备等公司深耕领域市场潜力均在万亿规模。2012 年《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》将高端装备制造列入七大战略性新兴产业，2016 年《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》及后续配套政策将高端装备制造上升至国家战略，中央经济工作会议将“推动制造业高质量发展”列为 2019 年七大重点工作任务首位，高端装备制造业有望成为国民经济支柱产业。不同于渐趋饱和、竞争激烈的传统水工机械、起重机械、船舶制造装备市场，

分布式能源、新能源和环保装备具有更为广阔的发展前景，拥有国际领先技术的分布式能源、环保、储能、储热、二氧化碳发电、二氧化碳制冷高端装备新产品具有较高市场潜力。

- ◆ **高端装备制造整体市场潜力为十万亿规模。**十三五规划提出到2020年，战略性新兴产业增加值占GDP比重从2015年的8%提升至15%，到2020年高端装备与新材料产业产值规模将超过12万亿元；
- ◆ **环保装备制造市场潜力为万亿规模。**2017年全国环保装备制造业产值达7440亿(YOY+20%)，2010-2017年CAGR为21%，同年《关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》提出到2020年环保装备制造业产值要达到10000亿，并培育十家百亿规模龙头企业；
- ◆ **储能技术装备产业潜力为万亿规模。**储能技术系“能源革命的支撑技术”，可提高分布式能源系统供电的可靠性稳定性。我国2005-2016年间完成了新型压缩空气储能技术(CAES)从追赶到领先的跨越，截至2018年底我国储能装机为31.2GW，据国际能源署预测到2050年将达到200GW以上，催生万亿级产业；
- ◆ **分布式能源每年市场规模超300亿。**我国规划2020年各类分布式能源总装机达到1.3亿KW，其中小水电/天然气/小风电/城市建筑光伏装机要达到7500万KW/5000万KW/300万KW/100万KW，2018年市场规模约351亿(YOY+20%)，预计未来将继续保持高速增长；

高端装备制造业务是公司结构调整、转型升级的重点方向之一。业务经营主体是葛洲坝装备工业公司（以下简称“装备公司”）和机船公司。装备公司按照“核心装备+行业综合应用解决方案”双轮驱动理念，聚焦能源和环保高端装备产业，同时围绕集团转型升级战略及主业优势，发展关联装备制造业务，打造行业领先的高端装备制造企业及综合应用解决方案服务商，业务囊括建筑蓄能空调、高效节能锅炉、燃气（油）内燃机发电机组、燃气轮机发电机组、大规模压缩空气储能系统、二氧化碳载冷制冷系统等能源和环保装备的设计、制造、销售及综合解决方案等一体化服务。我们认为公司装备业务存在以下优势：

- ◆ **内部拥有丰富装备制造和能源环保产业资源，对外积极展开混改并购和战略合作。**公司背靠股东能建集团平台，拥有丰富装备制造资源和能源环保产业资源，利于资源优化整合和核心技术突破。公司2016年起即与Wartsila、MAN等众多国际知名企业签订了代销、授权、技术等战略合作协议。同时，公司积极与民营创业团队合资设立业务平台，创立公司发展混合所有制经济之典范，包括2013年与北京兰创盈科技公司合资设立能源重工（持股59%）、2018年与兰创盈合资设立燃机公司（持股56%）。此外，公司积极并购优质标的，2018年并购杭州华电华源环境工程有限公司、进军建筑节能领域，并储备了一批并购项目；
- ◆ **打造武汉产业园加码高端装备制造。**公司2017年投资56亿于武汉市东西湖区建设“葛洲坝高端装备产业园”。产业园占地1430亩，计划在3~5年内成为国内先进、具有行业影响力的智能制造、绿色制造的示范园区，将围绕智慧能源、节能环保、高效储能、智能制造业务，进驻一批高端装备制造项目，形成行业领先、国际一流的装备制造产业集群。截至2018年底产业园高速发电机组厂房已建成投产并完成首笔海外订单，中速发电机组、二氧化碳制冷和压缩空气储能厂房建设均已完成；
- ◆ **开放式研发创新路线，打造多项核心技术优势。**公司能源装备、环保装备核心技术及产品处于行业领先地位，可提供相关行业应用的全生命周期解决方案，冰（水）蓄冷空调技术处于国内领先、国际先进水平。大型中高电压电极锅炉打破国外技术垄断，填补了国内空白。公司坚持开放式研发创新路线，成立了高端装备研究院，创建院士工作站和工业创客平台，拥有国家级分布式能源技术研发（实验）中心、国家级蓄能空调检测分析中心，与中国科学院、清华大学等一流科研院校建立技术合作，与芬兰Wartsila、德国MAN等全球顶尖装备企业保持全球战略合作，开放式研发创新使企业技术始终处于行业领先地位。以在储能领域和中科院合作为例，中科院工程热物理所完成了1~10MW新型压缩空气储能系统研发，创造了“国际首

套、规模最大、效率最高、专利和论文数量最多”等多项世界第一，其研发的 100MW 级新型压缩空气储能技术，预计 2020 年完成样机研制，额定效率将达到 70% 左右。示范项目建成后，将成为国际上规模最大、效率最高的新型压缩空气储能电站，有效推动我国压缩空气储能技术及产业发展。公司与中科院合作研发的压缩空气储能装备技术及产品获评“中国能源装备十大卓越性能产品”、全球可再生能源领域最具投资价值领先技术蓝天奖等荣誉；

2016-2017 年订单爆发式增长、储备充裕，近期业绩下滑系合同履约进展滞后。当前重点关注公司产业园产能释放和销售公司成立。公司 2016 年大力拓展海外和分布式能源业务，订单大幅增长，2016/2017 年分别签约 130 亿/97 亿（现汇占比 18%），分别对应当期该项业务收入的 11.8 倍/4.4 倍。2018/2019H1 业务收入分别下滑 40%/31%，主要系部分重点项目合同履约进展滞后。当前业务处于高速发展阶段，订单储备仍然充沛，武汉产业园产能逐步释放将进一步夯实业务竞争优势，2018 年新组建的销售分公司将完善公司的市场开发体系，并已与多家设计院、大型 EPC 企业和政府签订了战略合作协议或进行了项目合作。

6. 投资建议

6.1 关键合理假设和盈利预测

基于以下一系列关键合理假设，我们预计公司 2019-2021 年营收为 1152.27 亿元、1302.89 亿元、1471.18 亿元，归母净利润为 54.27 亿元、64.08 亿元、76.8 亿元，对应 eps 为 1.18 元、1.39 元和 1.67 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 5.3 倍、4.5 倍和 3.7 倍。

- ◆ **假设公司聚焦高质量发展，降成本、压两金、降负债取得一定成效，盈利及周转能力实现提升，2019 年收入顺利达成年度目标。**截至 Q3 公司营收同比增速 8.24%，我们认为短期内再生资源及高端装备制造业务波动难以准确预期，但其他多个业务在多重利好催化下呈现良好发展趋势，因此整体业绩具有较强韧性，判断有望达成年度营业目标 1150 亿、对应同比增速 14.3%；
- ◆ **建筑主业方面：假设 2019 年顺利新签 2320 亿、履约节奏正常。**截至 2018 年底公司在建合同额达 5774 亿，2019H1 新签 1403 亿，当期订单收入比为 4.9 倍创新高，全年有望完成新签 2320 亿目标。假设未来项目履约节奏随着国内刺激基建、海外风险管理提升而能够保持正常，且通过强化升在建项目管控体系、PPP/EPC 落地增多，使建筑主业毛利率水平稳中趋升。
- ◆ **水泥业务方面：假设售价高位运行、省内份额有所提升。**整体来看，2019-2020 年地产交付需求推动施工和投资，基建持续受益逆周期对冲，水泥下游需求韧性充足，而供给端持续压减产能，水泥售价将持续上涨趋势。省内市场同样遵循去产能、龙头提升逻辑，公司份额有一定提升空间；
- ◆ **民爆业务方面：假设收入增速维持较高水平。**当前民爆业务受益供给侧改革和下游采矿业投资修复双重利好，2019H1 民爆收入增速 23%，较去年同期提升 18pp；
- ◆ **地产业务方面：假设去化节奏正常。**当前房住不炒政策主线清晰，行业整体去化加快、集中度提升。公司深耕一二线核心高潜力市场，假设未来去化节奏和价格能过保持一定韧性；
- ◆ **公路业务方面：假设公司 2020 年顺利出售大广北、假设在建高速 2020 年后陆续通车运营。**大广北 2014~2018 年营收分别为 3.3 亿/4 亿/4 亿/4.1 亿/4.5 亿，2018 年净利润为 709 万，截至 2019H1 负债/净资产为 33.77 亿/11.63 亿，含附加条件的挂牌转让底价为 33.1 亿，出售将减少公司相应的营收、利润、资产及负债，增加相应非经常性损益/现金流；假设 2016 年开工的四川巴万高速、2017 年开工的山东济泰连

接线/德上高速/日荷高速和陕西延黄高速将在 2020-2022 年分批建成通车，新路产整体效益水平对标四川内遂高速（2012 年通车，2013-2017 年单公里日均收入为 0.32 万/0.39 万/0.42 万/0.49 万/0.62 万）；

- ◆ 环保水务业务方面：假设水系综合治理业务占比逐步提升、水务运营规模平稳增长；

表 26：公司财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	106,807.10	100,625.67	115,227.33	130,288.63	147,118.00
增长率（%）	6.54%	-5.79%	14.51%	13.07%	12.92%
净利润（百万元）	5,847.48	5,959.89	7,184.64	8,429.19	9,903.40
增长率（%）	30.56%	1.92%	20.55%	17.32%	17.49%
净资产收益率（%）	11.41%	10.88%	12.61%	13.16%	15.53%
每股收益(元)	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67
PE	6.94	6.98	5.25	4.45	3.71
PB	0.69	0.67	0.66	0.59	0.58

资料来源：Wind、东兴证券研究所

6.2 关注公司规模和业绩弹性

我们认为公司相比其他头部建筑央企，规模上体量小、估值低，结构上多元化、国际化，风格上持续革新、灵活开放，因而具有较好弹性。公司在七大千亿建筑央企中体量最小，收入仅约为第 1 名中国建筑的 1/12，第 6 中国中冶的 1/3；当前市值仅 286 亿，约为中国建筑的 1/8；当前 PE 仅 5.6 倍，纵向来看是公司历史最低位，横向来看是建筑板块最低位；公司具有较强经营活力和战略革新能力，积极混改合作拓展环保装备等高潜力领域，布局建筑、建材、投资、新兴四大高容量市场和八大板块业务，在主要建筑央企中，公司建筑主业收入比重最低，仅 54%，辅业中有三项收入占比超过 5%，建筑主业毛利比重亦是最低，仅 45%，辅业中有三项毛利占比超过 10%；公司 2018 年海外新签合同比重达 52%，居于主要建筑央企中首位，全年海外营收比重达 18%，高于主要建筑央企平均水平，且在 2019 年以来持续加码海外业务。

看好公司在多个业务板块具有提升空间，或将在一定程度上增厚整体业绩。

- ◆ 水泥售价每提升 10 个百分点，粗略估算或将增厚公司 1% 的营收和 11% 的利润。公司拥有稳定的水泥行业地位和市场份额，以及领先的盈利水平，当前市场需求旺盛，未来水泥售价上涨的驱动力包括国内三年去产能计划提升集中度和国外西里厂投产。基于 2018 年业务数据测算，水泥销售单价每提升 10pct，将增厚公司整体 1% 的营收、5% 的毛利、11% 的利润额和 10% 的归母净利润；
- ◆ 水泥在湖北市场份额每提升 1 个百分点，粗略估算或将增厚公司 2% 的归母净利润。2015-2018 年公司在湖北水泥市场份额由 18% 提升至 22%，稳居市场第二，未来市场份额提升的驱动力主要为《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》推动压减熟料产能和提升龙头集中度（省内 CR₁₀ 由 59% 增加至 65%）。基于 2018 年业务数据测算，公司在湖北水泥市场份额每提升 1 个 pct，将增厚公司整体 2% 的归母净利润；
- ◆ 民爆市场份额每提升 1 个百分点，粗略估算或将增厚公司 0.7% 的归母净利润。民爆市场年规模约 350~400 亿，公司牢据全国前三，2018 年市占率约 6.3%，未来市占率提升的驱动力系《关于推进民爆行业高质量发展的意见》等一系列政策推动。基于 2018 年业务数据测算，民爆市占率每提升 1pct，将增厚整体 0.7% 的归母净利润；

- 基础设施投运规模每增加 10%，粗略估算或将增厚公司 3%的利润额。公司基础投运业务近 15 年收入及毛利高达 32%/30%，未来规模增长驱动力包括高速、水电、水务、管廊等项目建成投运。基于 2018 年业务数据测算，基础投运业务规模每增加 10%，将增厚公司整体 0.3%的营收、2.7%的毛利以及 3%的利润额；
- 环保业务毛利率每提升 1 个百分点，粗略估算或将增厚公司 1.2%的毛利。公司 2018 年环保（不含水务）业务毛利率仅 1.5%，远低于申万环保工程及服务板块平均水平（32%），亦低于港股再生资源回收代表企业齐合环保（8%），后者主营黑色及有色金属回收，2018 年营收 184 亿，近三年毛利率位于 6~13%区间。未来公司环保业务毛利率或有一定提升空间。基于 2018 年业务数据测算，环保业务毛利率每提高 1 个 pct，将增厚公司整体 1.2%的毛利

6.3 投资建议：看好市值成长性，上调至“强烈推荐”评级

我们对公司多元化业务结构进行分项估值，看好 2021 年公司市值增加至约 541 亿规模，较当前市值有 90% 成长空间。采用相对及绝对估值法，综合推算公司合理股价为 8.25 元/股，对应 2019-2021 年 PE 值分别为 7 倍、5.9 倍和 5 倍。较当前股价有 33% 成长空间。

我们认为公司具有长期发展潜力：八大业务立足多个高潜力市场，在水利水电、环保、特种水泥、民爆等行业占据头部地位，在泛基建、国际承包、水务运营、绿色建筑、管廊等领域占据十强地位，在水泥、高速和水电运营等领域进入前二十强，打造了深耕一二线核心战略前沿、高端绿色的地产百强品牌，在能源和环保装备领域打造了核心技术产品处于领先地位的高端制造品牌，并持续完善产业链布局、强化海外投资平台。

基于公司在多个高潜力市场的优质资产业务布局、积极的海外战略、开放的经营心态、聚焦高质量发展的战略路线，以及国内逆周期调控力度有望加大、多个下游领域投资复苏、中美达成阶段性经贸协议的外部环境，我们看好公司短期经营韧性和中长期多元化优势，看好公司协同竞争优势和结构转型潜力，上调至“强烈推荐”评级。

6.3.1 多元业务分项估值，看好市值规模成长性

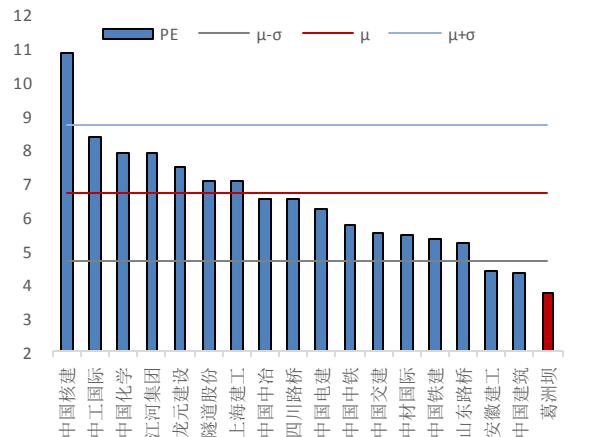
我们估算公司 2021 年归母净利润将达到 76.8 亿，其中建筑/水泥/民爆/地产/高速/环保/装备板块贡献归母比例约为 47%: 30%: 6%: 9%: 3%: 5% :1%，对各业务板块选取相应合理对应标的进行分项估值，看好公司市值到 2021 年增加至约 541 亿规模，较当前市值有约 90% 成长空间。

表 27：测算公司未来业务结构变化及 2021 年各板块估值

业务	2018		2019E	2020E	2021E				
	收入	估算 归母占比	收入	收入	收入	估算 归母占比	估算 归母/百万	合理 PE	对应估值 /百万
1. 建筑业务板块：对标 A 股百亿以上房基建企业									
	54%	62%	56%	53%	48%	47%	3,622	6.5	23,540
2. 水泥业务板块：对标 A 股熟料产能 5~20 名水泥企业									
	9%	28%	11%	12%	13%	30%	2,294	6	13,762
3. 民爆：对标宏大爆破									
	3%	6%	3%	4%	4%	6%	478	13	6,212
4. 地产业务板块：A/H 股营收规模在 100~200 亿上下的开发商									
	7%	5%	9%	10%	11%	9%	660	6	3,960
5. 高速业务板块：对标 A 股高速公司									
	2%	3%	2%	2%	2%	3%	194	8	1,555
6. 环保业务板块：对标 A/H 股营收超 20 亿规模的环保/再生资源公司									
	19%	-4%	13%	15%	17%	5%	353	10	3,531
7. 高端装备制造业务板块：对标 A 股营收规模在百亿上下的高端装备制造公司									
	1%	-1%	1%	1%	1%	1%	70	23	1,610

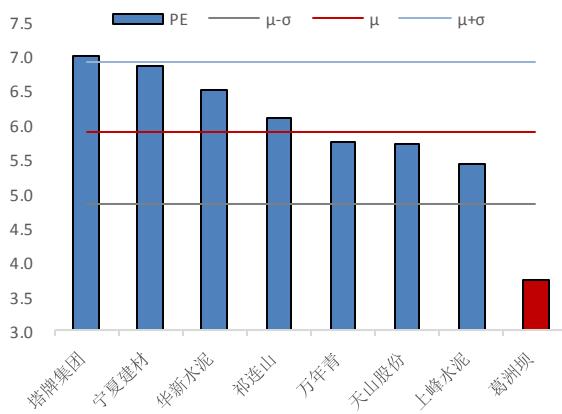
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 89：预测 2021 年公司及可比建筑公司 2021 年 PE



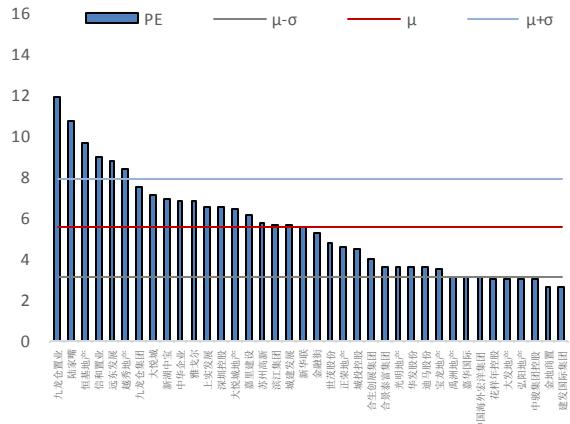
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 90：预测 2021 年公司及可比水泥公司 PE 分布



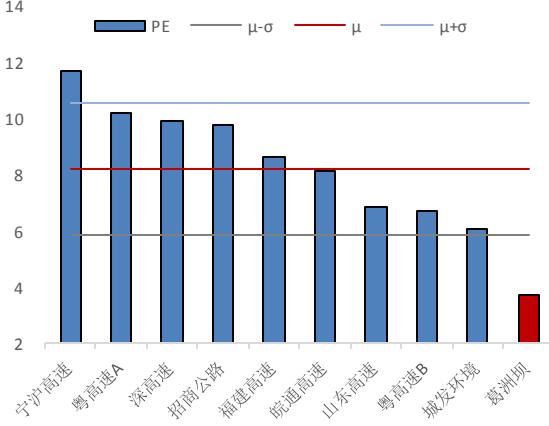
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 91: 预测 2021 年可比地产公司 PE 分布



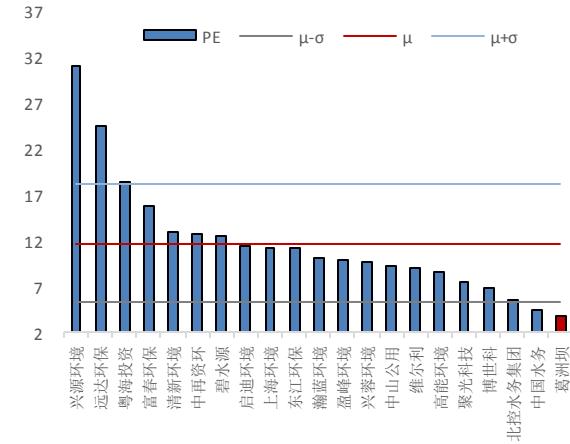
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 92: 预测 2021 年公司及可比高速公司 PE 分布



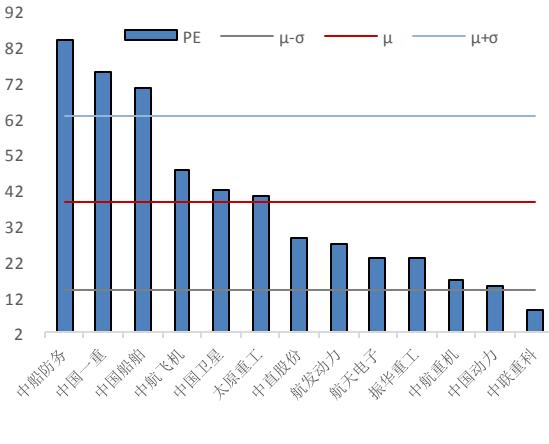
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 93: 预测 2021 年公司及可比环保公司 PE 分布



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 94: 预测 2021 年可比高端装备制造公司 PE 分布



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 28: 公司民爆业务与宏大爆破对比

公司	2021 年 预测 2021 年 PE	2018 许可 产能/万吨	产能 利用率	销售 毛利率	利润率	公司 负债率	2014-2018 收入 CAGR
葛洲坝	3.7	27.5	84%	24.3%	9.7%	74%	5%
宏大爆破	21.1	25.6	70%	21.5%	6.6%	49%	7.7%

估值建议：公司民爆资产产能、利用率、盈利能力更强，成长性略有不如。按 60% 折价，给予 2021 年 13 倍估值

资料来源：Wind、东兴证券研究所

6.3.2 相对和绝对估值法的合理区间在 8.25~8.32 元/股

我们选取与公司最具可比性的 9 家头部建筑央企，测算当前股价对应 2019 年 PE 的平均值为 7.9 倍。保守给予公司 7 倍估值，对应的相对估值为 8.25 元/股。

我们采用 DCF 模型对公司估值，对应的绝对估值为 8.32 元/股。

综上，我们认为公司的合理股价为 8.25 元/股，较当前股价有 33% 成长空间，上调至“强烈推荐”评级。

表 29: 公司与头部建筑央企估值对比

公司	市值/亿	股价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中国建筑	2,309	5.50	0.87	1.00	1.11	1.23	6.3	5.5	4.9	4.5
中国交建	1,271	8.74	1.15	1.34	1.48	1.63	7.6	6.5	5.9	5.4
中国铁建	1,310	10.02	1.26	1.51	1.68	1.85	8.0	6.6	6.0	5.4
中国中铁	1,380	5.89	0.72	0.80	0.90	1.00	8.2	7.4	6.6	5.9
中国电建	632	4.13	0.48	0.54	0.59	0.66	8.5	7.6	6.9	6.3
中国中冶	534	2.74	0.26	0.35	0.39	0.42	10.5	7.8	7.0	6.6
中国化学	317	6.42	0.39	0.54	0.67	0.81	16.5	11.9	9.6	7.9
中材国际	117	6.71	0.78	0.91	1.06	1.20	8.6	7.3	6.3	5.6
中工国际	117	9.49	1.08	0.90	0.97	1.14	8.8	10.5	9.8	8.4
合计							9.2	7.9	7.0	6.2
葛洲坝	285	6.19	0.89	1.18	1.39	1.67	7.0	5.3	4.4	3.7

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 30: DCF 模型 WACC 参数取值

指标		取值
增长	第二阶段(2019-2023)年数	5
	第二阶段增长率	8%
	长期增长率	0%
股权成本	无风险利率 Rf	1.50%
	β	1.27
	Rm	7.12%
债务成本	Ke	8.64%
	应付债券利率	4%
	税率	23.00%
资本结构/百万	Kd	5.42%
	Ve	28,504
	Vd	89,657
WACC		6.27%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 31: DCF 模型估值敏感性测试

指标		长期增长率(g)						
	取值范围	-1.50%	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%
WACC	4.78%	11.10	12.34	13.82	15.62	17.82	20.62	24.27
	5.28%	9.12	10.13	11.31	12.71	14.41	16.51	19.16
	5.78%	7.42	8.25	9.20	10.32	11.65	13.27	15.26
	6.28%	5.95	6.63	7.42	8.32	9.39	10.65	12.18
	6.78%	4.67	5.24	5.89	6.63	7.49	8.50	9.70

7.28%	3.54	4.02	4.56	5.18	5.88	6.70	7.66
7.78%	2.55	2.95	3.41	3.92	4.50	5.17	5.95

资料来源：Wind、东兴证券研究所

7. 风险提示

海外业务风险，投资不及预期风险，项目落地不及预期风险，地产政策调控风险，资产运营风险，再生资源行情波动风险，市场竞争风险，财务风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
流动资产合计	123189	129777	123045	134527	156044	营业收入	106807	100626	115227	130289	147118			
货币资金	18981	19548	17908	14544	14199	营业成本	92843	84192	96203	108541	122391			
应收账款	16486	15271	17363	20703	23781	营业税金及附加	1227	1117	1331	1303	1471			
其他应收款	11640	10702	12255	13857	15647	营业费用	1065	1301	1498	1694	1913			
预付款项	6986	7870	11042	8014	8649	管理费用	5426	4455	5185	5863	5885			
存货	64117	52198	56667	68693	83829	财务费用	2079	2488	2641	2928	3524			
其他流动资产	1382	2579	2725	2876	3044	研发费用	51	453	498	548	603			
非流动资产合计	63735	88432	105279	113048	121673	资产减值损失	0.00	418.39	137.66	185.35	247.13			
长期股权投资	6959	14160	21239	24425	28089	公允价值变动收益	1,353	1,141	1,247	1,247	1,212			
固定资产	14290	17094	18119	19206	20359	投资净收益	7287	7709	9256	10844	12791			
无形资产	15316	16683	18351	19269	20232	加：其他收益	255	86	128	156	123			
其他非流动资产	371	93	106	122	141	营业利润	56	50	53	53	52			
资产总计	186924	218209	228324	247574	277717	营业外收入	7486	7744	9331	10947	12862			
流动负债合计	91364	117964	122472	133072	154172	营业外支出	1638	1785	2146	2518	2958			
短期借款	14420	29614	30614	35614	45614	利润总额	5847	5960	7185	8429	9903			
应付账款	35519	35920	38218	41335	46944	所得税	1164	1302	1758	2022	2224			
预收款项	10012	14556	18013	21916	27071	净利润	4684	4658	5427	6408	7680			
一年内到期的非流动	9490	12196	12196	12196	12196	少数股东损益	24733	26976	13614	15500	18054			
非流动负债合计	44465	45161	48766	49753	55804	归属母公司净利润	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67			
长期借款	27782	31783	36783	36783	41783	主要财务比率								
应付债券	11650	9150	10065	11072	12179		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
负债合计	135828	163125	171237	182826	209976	成长能力								
少数股东权益	10064	12281	14039	16060	18284	营业收入增长	6.54%	-5.79%	14.51%	13.07%	12.92%			
实收资本（或股本）	4605	4605	4605	4605	4605	营业利润增长	59.76%	5.79%	20.06%	17.16%	17.95%			
资本公积	7616	7511	7511	7511	7511	归属于母公司净利	37.94%	-0.55%	16.51%	18.07%	19.85%			
未分配利润	10760	13391	11018	9534	7719	获利能力								
归属母公司股东权益	41032	42804	43048	48689	49457	毛利率(%)	12.04%	15.91%	16.51%	16.69%	16.81%			
负债和所有者权益	186924	218209	228324	247574	277717	净利率(%)	5.47%	5.92%	6.24%	6.47%	6.73%			
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润(%)	15.31%	2.51%	2.13%	2.38%	2.59%			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.41%	10.88%	12.61%	13.16%	15.53%			
经营活动现金流	-824	1278	2428	2787	3338	偿债能力								
净利润	5847	5960	7185	8429	9903	资产负债率(%)	73%	75%	75%	74%	76%			
折旧摊销	15367	16778	18448	20331	22407	流动比率	1.35	1.10	1.00	1.01	1.01			
财务费用	2079	2488	2641	2928	3524	速动比率	0.65	0.66	0.54	0.49	0.47			
应收账款减少	-5887	1215	-2092	-3340	-3077	营运能力								
预收帐款增加	1571	4545	3457	3903	5155	总资产周转率	0.63	0.50	0.52	0.55	0.56			
投资活动现金流	-9160	-13894	-9172	-4784	-5530	应收账款周转率	7.89	6.34	7.06	6.85	6.61			
公允价值变动收益	0	418	138	185	247	应付账款周转率	3.68	2.82	3.11	3.28	3.33			
长期投资减少	-5376	-14383	-9739	-5309	-5981	每股指标(元)								
投资收益	1353	1141	1247	1247	1212	每股收益(最新摊	0.89	0.89	1.18	1.39	1.67			
筹资活动现金流	7459	12949	-1956	-2707	5615	每股净现金流(最新	-0.55	0.07	-1.89	-1.02	0.74			
应付债券增加	-150	-2500	915	1007	1107	每股净资产(最新摊	8.91	9.30	9.35	10.57	10.74			
长期借款增加	1629	4001	5000	0	5000	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	6.94	6.98	5.25	4.45	3.71			
资本公积增加	31	-105	0	0	0	P/B	0.69	0.67	0.66	0.59	0.58			
现金净增加额	-2525	332	-8700	-4705	3423	EV/EBITDA	2.95	3.40	7.36	7.07	6.98			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	葛洲坝（600068）2018 年报点评：净利率连续 5 年提升抵达 2002 年以来最高，现金流大幅改善回正	2019-04-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，大周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。本科及硕士毕业于清华大学土木工程系，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。