

信用等级公告

联合[2016]645号

中国葛洲坝集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国葛洲坝集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年可续期公司债券进行综合分析和评估，确定：

中国葛洲坝集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国葛洲坝集团股份有限公司拟公开发行的 2016 年可续期公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：丁华伟
二零一六年六月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国葛洲坝集团股份有限公司

公开发行 2016 年可续期公司债券信用评级报告

本次债券信用等级: AAA

公司主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 100 亿元 (含 100 亿元)

本次债券期限: 本次债券基础期限不超过 5 年 (含 5 年), 分两个品种, 品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期, 在每个周期末, 发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期 (即延长 3 年), 或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券; 品种二以每 5 个计息年度为 1 个周期, 在每个周期末, 发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期 (即延长 5 年), 或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。

还本付息方式: 按年付息

评级时间: 2016 年 6 月 16 日

主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	863.30	1,049.00	1,276.30	1285.89
所有者权益 (亿元)	158.76	241.59	281.01	286.24
长期债务 (亿元)	234.41	231.60	253.34	--
全部债务 (亿元)	342.84	404.18	538.93	--
营业收入 (亿元)	595.28	716.05	822.75	168.17
净利润 (亿元)	18.71	28.03	34.31	7.40
EBITDA (亿元)	52.41	66.11	75.31	--
经营性净现金流 (亿元)	46.98	11.46	-47.50	-33.41
营业利润率 (%)	3.85	4.78	4.89	--
净资产收益率 (%)	12.51	14.01	13.13	2.61
资产负债率 (%)	81.61	76.97	77.98	77.74
全部债务资本化比率 (%)	68.35	62.59	65.73	--
流动比率 (倍)	1.19	1.15	1.14	1.18
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.16	0.14	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.59	2.85	3.36	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.52	0.66	0.75	--

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2016 年一季报财务报表未经审计, 相关指标未年化;

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对中国葛洲坝集团股份有限公司 (以下简称“公司”或“葛洲坝”) 的评级反映了公司作为水利电力工程建设行业龙头企业之一, 以建筑施工、房地产、环保、水泥、民爆、装备制造、投资、金融八大板块为支柱, 在资产规模、业务多元化、客户资源、管理经验, 以及品牌知名度等方面具有的优势。近年来, 公司营业收入及利润水平呈不断增长的态势。同时, 联合评级也关注到建筑板块市场竞争日趋激烈, 公司海外业务风险, 较重的债务负担等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司战略性投资和并购的推进、多业务经营协同效益的提升, 以及内部管理的持续优化, 公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次可续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 受益于宏观经济的持续发展和国家大力推进城镇化建设, 建筑业和房地产开发仍具有较大的发展空间, 为公司未来的发展创造了良好条件。

2. 作为水利电力工程建设行业龙头企业, 公司除具有水利水电工程施工总承包特级资质以外, 还拥有市政公用工程、公路工程、港口与航道工程、电力工程施工总承包一级资质, 以及矿山工程施工总承包二级资质等, 在业务资质、生产装备、作业技术、人员配置等方面具有极强的竞争优势。

3. 公司已形成建筑施工、房地产、环保、水泥、民爆、装备制造、投资、金融八大板块, 多元化市场格局有效带动了上下游业务向好

发展，产业协同与规模效应显著。

4. 近年来，公司营业收入及利润水平呈不断增长的态势。

5. 公司间接控股股东中国能源建设集团有限公司资本实力雄厚，拥有总承包、勘测、设计和施工一体化完整产业链，尤其是在能源建设领域综合优势明显，可以为公司提供多方面的支持。

关注

1. 建筑行业竞争激烈，原材料及人工成本近年来持续上升，行业利润水平较低，原材料价格的波动有可能影响公司运营成本，进而对公司盈利水平的影响较大。

2. 公司目前工程施工项目规模较大，加之项目开发周期较长，对应结算周期也较长，资金回笼速度较慢，上述因素对公司资金的流动性及充足性有较大影响。

3. 公司海外业务占比较大，且易受当地政治、经济、文化等因素影响，国际政治局势的不稳定给公司带来较大的经营风险。

4. 公司有息债务规模较大，债务负担较重。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

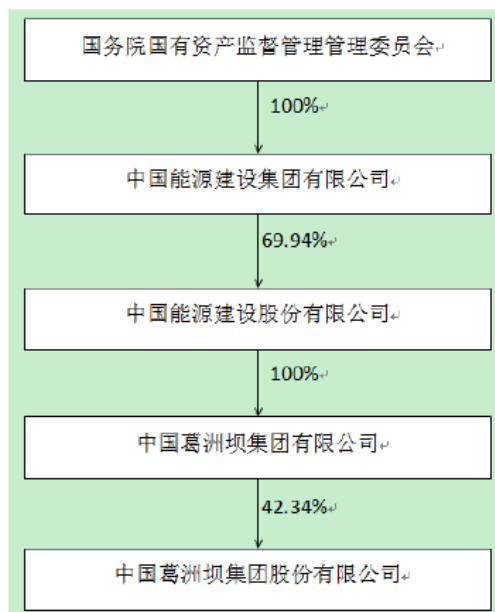


一、主体概况

中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“公司”或“葛洲坝”）原名为葛洲坝股份有限公司，是经原电力工业部[电政法（1996）907号文]和原国家体改委[体改生（1997）34号文]批准，由原中国葛洲坝水利水电工程集团公司（以下简称“水电工程公司”）独家发起，通过募集方式设立的股份公司。经中国证监会证监发字（1997）186、188号文批准，公司于1997年5月8日首次公开发行股票19,000万股，并于同年5月26日在上海证券交易所挂牌交易，上市后公司总股本为49,000万股（股票简称：葛洲坝；股票代码：600068）。经中国证监会[证监公司字（2007）149号文]核准，2007年9月公司吸收合并水电工程公司，总股本增至166,540万股，控股股东变更为原中国葛洲坝集团公司（已在2014年12月改制更名为中国葛洲坝集团有限公司，以下简称“葛洲坝集团”），同时公司名称变更为中国葛洲坝集团股份有限公司。经过历年的分红送股、转增股本、增资配股等，截至2013年末公司总股本已增至348,746万股。2014年3月，经中国证券监督管理委员会[证监公司字（2014）175号文]批复同意，公司向包括葛洲坝集团在内的7名认购对象非公开发行新股111,731.84万股，扣除发行费用后共募集资金39.71亿元。非公开发行完成后，公司总股本上升至460,477.74万股。

截至2015年底，公司注册资本460,477.74万元，葛洲坝集团持有公司股份42.34%，为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：按国家核准的资质等级范围、全过程或分项承包国内外、境内国际招标的水利水电、公路、铁路、市政公用、港口与航道、房屋建筑工程的施工总承包、工程总承包和项目管理业务；及起重设备安装工程专业承包、堤防、桥梁、隧道、机场、公路路基工程、地质灾害治理工程、输电线路、机电设备制作安装和其他建筑工程的勘察设计及施工安装，船舶制造修理，低压开关柜制造，电力工程施工；上述工程所需材料、设备的出口；对外派遣本行业工程、生产的劳务人员；生产销售和出口水泥；经营和代理本系统机械、电器设备等商品和技术进出口业务；建筑安装设备的购销和租赁；房地产开发、建设项目及工程的投资开发；房屋租赁；经营

本企业自产产品及技术的进出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；煤炭批发经营，金属结构压力容器制作安装，汽车改装与维修，运输及旅游服务（限分支机构持证经营）；普通货运（限分公司经营）。

截至 2015 年底，公司下设综合管理部、企业管理部、生产管理部、财务产权部、资金结算中心、安全质量环保部等 23 个职能部门（见附件 1）；合并财务报表范围内二级控股子公司 26 家，拥有在职员工 39,858 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1,276.30 亿元，负债合计 995.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 281.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 202.41 亿元。2015 年公司实现营业收入 822.75 亿元，净利润（含少数股东损益）34.31 亿元，其中归属于母公司净利润 26.83 亿元；经营活动现金流量净额为 -47.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 66.74 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 1,285.89 亿元，负债合计 999.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 286.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 206.65 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 168.17 亿元，净利润（含少数股东损益）7.40 亿元，其中归属于母公司净利润 0.94 亿元；经营活动现金流量净额为 -33.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 -41.68 亿元。

公司注册地址：湖北省武汉市解放大道 558 号；法定代表人：聂凯。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2016 年可续期公司债券”。本次债券发行规模不超过人民币 100 亿元（含人民币 100 亿元），分期发行。本次债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券设定两个品种，品种一（3+N）：以每 3 个计息年度为一个周期，附发行人在每一周期期满时的续期选择权。品种二（5+N）：以每 5 个计息年度为一个周期，附发行人在每一周期期满时的续期选择权。公司依照发行条款的约定决定是否行使发行人续期选择权：选择续期的，则该次发行的可续期公司债券继续存续；选择不续期的，则到期兑付。具体各期限品种发行规模授权董事会根据公司资金需求和发行时市场情况，在前述范围内确定。本次债券仅面向符合相关法律法规规定的合格投资者公开发行，不向公司原股东优先配售。

本次债券为浮动利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由发行人与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。

首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，第二个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 200 个基点，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 400 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

基准利率的确定方式：基准利率的选择为中债银行间固定利率国债收益率或上海银行间同业拆放利率，具体由发行人与主承销商根据市场情况在发行公告日前协商，由发行人确定，并在募集说明书和发行公告中明确。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除相关发行费用后，拟用于偿还银行借款和补充流动资金。

三、行业分析

公司以建筑施工业务、房地产开发业务和环保行业为主，分别属于建筑行业、房地产行业和环保行业。

（一）建筑行业

1. 行业概况

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50%以上的固定资产要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。近年来我国政府不断加快转变经济发展方式，调整经济结构，全社会固定资产投资保持了平稳较快增长。2002 年以来，与建筑行业密切相关的全社会固定资产投资总额增速持续在 15%以上高位运行，尤其 2007 年到 2010 年，全社会固定资产投资总额增速维持在 23%以上。2011 年后，由于受国外欧债危机、国内通货膨胀的影响，国家加大了宏观调控力度，全社会固定资产投资总额增速有所下降，但目前仍维持在 20%以上的高位。进入 2013 年，国内经济发展速度回落，固定资产投资增速下降，2014 年为 15.30%。2015 年，全年固定资产投资（不含农户）551,590 亿元，比上年名义增长 10.0%，扣除价格因素实际增长 12.0%，实际增速比上年回落 2.9 个百分点。三次产业投资同比分别增长 31.8%、8.0%和 10.6%。

在投资驱动的影响下，近十年来我国建筑业总产值亦保持了逐年增长的态势。2014 年达到 176,713.40 亿元，是 2005 年的 5.11 倍。但建筑业总产值在经过 2006 年至 2011 年连续 6 年超过 20%的高速增长后，增速步入下行区间，降到 20%以下，且呈持续下降趋势，2014 年增速为 10.9%，仅为 2011 年的一半左右，下行趋势更加明显。

2015 年以来，房地产投资增速及新开工面积增速明显下滑；公路、水利水电、冶金工程建设领域在 2015 年也均延续了增速下降的趋势，导致 2015 年全国建筑业总产值达 180,757 亿元，比去年同期增长了 2.3%，增速自 2013 年以来持续下滑，2015 年，全年国内生产总值 676,708.00 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.9%，增速创近几年新低；面对不断下行的经济压力，国内经济下行对建筑业发展影响较大。

表 1 建筑业总产值占 GDP 的比重（单位：亿元，%）

年份	国内生产总值	增长率	建筑业总产值	增长率	占 GDP 比重
2007 年	268,019.40	14.20	51,043.71	22.80	19.04
2008 年	316,751.70	9.60	62,036.81	21.50	19.59
2009 年	345,629.20	9.20	76,807.74	23.80	22.22
2010 年	408,903.00	10.60	96,031.13	25.00	23.49
2011 年	484,123.50	9.50	116,463.32	22.60	24.06
2012 年	534,123.00	7.70	137,217.86	17.80	25.69
2013 年	588,018.80	7.70	160,366.06	16.87	27.27
2014 年	636,462.70	7.40	176,713.40	10.19	27.76
2015 年	676,708.00	6.90	180,757.00	2.29	26.71

资料来源：Wind 资讯

2007~2015年，建筑业企业个数由62,074家增长到80,911家，总产值由62,036.81亿元攀升到180,757.00亿元。近年来，建筑业行业总利润呈增长态势，除2008年受全球金融危机影响建筑行业利润增长速度减慢外，建筑行业利润均保持增长（见下表）。

表 2 2008~2015 年建筑行业企业个数及主要经营指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
企业个数（个）	71,095	70,817	71,863	72,280	75,280	78,919	81,141	80,911
总产值（亿元）	62,036.81	76,807.74	96,031.13	116,463.32	137,217.86	160,366.06	176,713.40	180,757.00
总利润（亿元）	2,201.84	2,718.76	3,409.07	4,168.20	4,776.14	6,079.25	6,292.57	--

资料来源：Wind 资讯

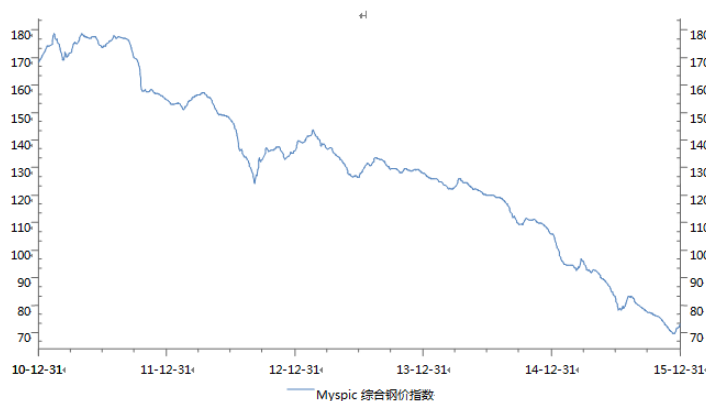
总体看，我国建筑业产值在投资驱动的影响下保持了逐年增长的态势，但近年来增速面临下滑压力，建筑行业逐渐向施工领域及经营领域的多元化发展转变。

2. 上游原材料

建筑业上游行业主要是为建筑企业生产提供原材料的行业，如钢铁行业、水泥行业等。

钢铁方面，行业产能处于过剩状态，钢价指数不断下滑。具体来看，2008 年，伴随金融危机后基建方面的大幅度扩张，钢价指数不断上升；2010 年受欧洲债务危机、美国经济增速放缓、国内房地产行业调控等因素影响，钢材价格上涨动力疲软，钢价指数波动下滑。2011 年钢材价格呈现震荡下跌走势。2012 年以来，国民经济发展疲软，加之钢材产能严重过剩，中国钢材市场基本呈现波动下滑的走势，截至 2015 年底，Myspic 综合钢价指数跌至 73.03 点（见下图）。

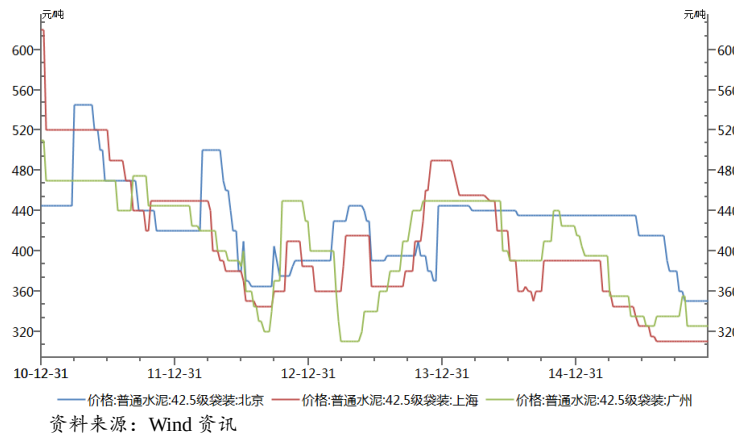
图 2 近年来 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind 资讯

水泥行业作为周期性很强的行业，其产品价格与整个经济周期关系密切。近年来，国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高。受原材料价格波动和产能充分释放等因素的影响，水泥价格整体波动幅度较大。2011年以来，由于水泥需求总体依然偏弱，水泥供过于求的局面依然明显。2013年底，水泥价格有所波动上升，但2015年，水泥价格延续了波动下降的态势。整体上看，2010年以来，中国水泥平均价格基本呈现波动下滑的态势（见下图）。

图 3 2010 年以来全国普通水泥价格走势（单位：元/吨）



总体上看，受建筑行业上游原材料供应比较充足的影响，上游原材料价格整体呈平稳下降的趋势，有利于建筑企业控制成本。

3. 经营模式

受单纯建设施工利润较低的内在驱动，建筑行业的经营模式由施工承包、施工总承包到设计施工总承包、BT¹、BOT²项目运营承包方式演变，建筑行业的横向分割被打破，综合性的 EPC³、BOT、BT、BOOT⁴、PPP⁵等模式在建筑业市场的比重逐步上升，利润重心向前端的项目开发和后端的运营转移。

中国基础设施的大举兴建以及公用事业的发展有力推动了建筑业生产方式变革。以工程总承包（EPC）为主流模式延伸至 BT、BOT 模式。自 20 世纪 80 年代中国第一个 BOT 项目（深圳沙角 B 电厂项目）实施建设以来，经过多年发展，BOT 融资模式已被业内所熟悉和普遍应用。BT 模式作为 BOT 模式的一种演变，也逐渐作为政府公共工程的投融资模式。采用 BOT、BT、PPP 等工程建设管理方式，不仅能够创新项目融资模式、项目管理模式和政府监管模式，而且通过强势政府与实力雄厚的企业之间强强联合、优势互补，能够实现投资效益和社会效益最大化。

总体看，近年来建筑行业原有的建设模式被打破，以 PPP 为代表的新建设模式兴起，建筑行业逐渐向施工领域及经营领域的多元化发展转变。

4. 行业竞争

建筑行业是改革开放后市场经济化较早的行业，进入壁垒较低，企业规模分布呈现“金字塔”状，即极少量大型企业、少量中型企业和众多小型微型企业并存。截至 2015 年底，全国建筑业企业 80,911 个，比上年下降 0.28 个百分点。国有及国有控股建筑企业 6,789 个，占建筑企业总数的 8.39%，比上年下降了 0.06 个百分点。

从各业务领域的竞争情况来看，普通房屋建筑工程市场集中度最低，竞争极其激烈；公共建筑及高层、超高层建筑工程市场，整体集中度适中，存在一定区域性垄断；矿山建筑工程市场，集中度较高，存在部门垄断；铁路、公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程，集中度高，

¹ “建设-转让模式”（Build-Transfer）

² “建设—经营—转让”（Build-Operate-Transfer）

³ “设计-采购-施工总承包模式”（Engineer-Procure-Construct）

⁴ “建设-拥有-经营-转让模式”（Build-Own-Operate-Transfer）

⁵ “公私合营模式”（Public-Private partnership）

存在部门和寡头垄断；而建筑安装工程与装饰装修工程，市场集中度较低，竞争较为激烈。

总体看，建筑行业企业数量众多，行业竞争激烈，但各领域竞争程度存在差异。

综合以上，建筑行业在投资驱动的影响下保持了逐年增长的态势，但是增长速度有所放缓，行业内竞争激烈，建筑行业逐渐向施工领域及经营领域的多元化发展转变。

5. 行业政策

2014年9月，住建部下发《工程质量治理两年行动方案》（以下简称“方案”），方案计划通过两年治理行动，规范建筑市场秩序，落实工程建设五方主体项目负责人质量终身责任，遏制建筑施工违法发包、转包、违法分包及挂靠等违法行为多发势头。随着方案的推出，全国工程质量总体水平有望得到提升

2015年3月，住建部印发《住房城乡建设部关于开展建筑业改革试点工作的通知》（以下简称“通知”）。通知重点强调将原有的“重审批，轻监管”转变为“淡化前置管理，重视事中和事后监管”，宽进严管。坚决消除市场壁垒，废除各种不合理的规定和要求，坚决取缔没有法律法规依据的各类保证金。随着通知的出台，建筑市场市场化程度进一步提高。

2015年10月，住建部印发《关于推动建筑市场统一开放的若干规定》（以下简称“规定”），规定要求各级住房城乡建设主管部门将按照简政放权、方便企业、规范管理的原则，简化前置管理，强化事中事后监管，给予外地建筑企业与本地建筑企业同等待遇，实行统一的市场监管，推动建筑市场统一开放。该规定已于2016年1月1日开始实施。

总体看，近年来建筑行业主要政策侧重于在保证工程质量的情况下，激发市场活力，提高市场化程度，有利于建筑行业健康发展。

6. 行业关注

流动资金压力大

工程建设、特别是大型工程施工建设，具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，对施工企业资金储备及现金流要求较高。

经济效益不显著

工程施工建设，特别是基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业景象较大。

行业竞争激烈

截至2015年底，全国建筑业企业共80,911个，数量较多，行业竞争激烈，部分企业为抢占市场，不得不使用价格战或加大垫资施工力度的方式参与市场竞争，企业利润明显受到挤压、企业资金被占用严重，对企业经营造成较大压力。

7. 行业发展

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。特别是近年

来，PPP 模式的兴起，为基础设施建设提供了新的解决途径。

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施投资建设继续增长

截至 2015 年底，中国城镇化率为 56.10%，较上年提高 1.33 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，随着城镇化的持续推进，相关配套基础设施建设施工市场仍然较大。

总体看，受益于城镇化进程的逐步推进，基础设施需求仍然较大，建筑施工行业有望在城镇化的过程中持续受益；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全由政府主导向 PPP 等模式转变。

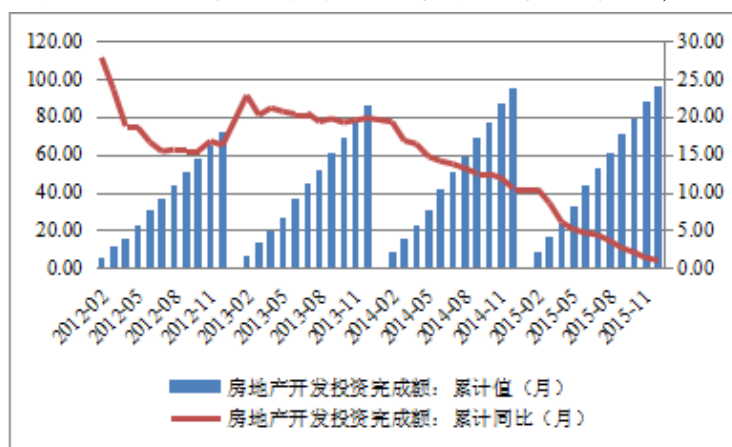
（二）房地产行业

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。2011 年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012 年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入 2013 年，我国房地产市场景气度有所回升，2013 年全年房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资 64,595.24 亿元，同比增长 0.38%；办公楼投资 6,210.00 亿元，同比增长 10.1%；商业营业用房投资 14,607.00 亿元，同比增长 1.82%。

图 4 2012~2015 年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元，%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自 2014

年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。近年来主要房地产政策如下表所示。

表 3 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 9 月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015 年 9 月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015 年 10 月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015 年 10 月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015 年 11 月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016 年 2 月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点
2016 年 2 月	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016 年 2 月	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

3. 行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有

所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存不乐观。

房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的土地成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司以建筑工程及相关工程技术研究、勘测、设计、服务，水电投资建设与经营，房地产开发经营为主业，是隶属于国务院国资委的国有大型企业，是实行国家计划单列的国家首批 56 家大

型试点企业集团之一，享有省级对外工程承包权和进出口贸易权，拥有国家特批的企业财务公司，是国家创新型试点企业。公司经营规模大、盈利水平高，2015 年公司实现营业收入 822.75 亿元、利润总额 43.98 亿元。

公司拥有多家产值规模过百亿、专业实力领先的大型建筑企业，广泛涉足铁路、公路、核电、机场、港口、风电、桥梁、轨道交通等领域，建筑板块呈现大建安格局。凭借独家承建葛洲坝工程形成的核心竞争优势，公司完成了标志当今世界建筑施工最高水平的工程——三峡工程 65% 以上的工作量，建成了世界最高面板堆石坝——水布垭大坝、世界最高双曲拱坝——锦屏一级大坝、世界最高碾压混凝土大坝——龙滩大坝等一系列世界顶尖级工程。截至 2015 年底，公司及成员企业共具有建筑业企业资质 111 项，其中施工总承包 52 项（特级资质 5 项，一级 22 项，二级 14 项，三级 11 项）；专业承包资质 59 项（专业承包资质中一级 39 项，二级 9 项，三级 9 项，不分等级 2 项），房地产开发一级资质 2 项，物业管理一级资质 2 项，园林绿化一级企业资质 1 项。历年来，公司获得优质工程奖 103 项，其中鲁班奖 13 项，国家优质工程奖 24 项，詹天佑奖 7 项。资质及技术能力在行业内处于绝对领先地位。

除工程施工外，公司积极稳健拓展产业链相互依托的投资业务，拥有资产规模达 200 亿元的专业投资公司，积极介入水务等环保领域，向高附加值、资源型业务延伸，形成上下游一体化、业务之间紧密关联的产业链；公司房地产开发业务是国务院国资委确定的 16 家以房地产为主业的央企之一，拥有数千亩房地产土地储备，上海浦东“葛洲坝大厦”、华中第一高楼——武汉“葛洲坝国际广场”及武汉“葛洲坝世纪花园”、宜昌“锦绣天下”等一系列商用、民用 300 多万平方米的高档楼盘已经或正在建设与销售中。公司水泥板块拥有全国最大特种水泥基地，水泥年产能达 2,100 万吨，业界技术领先，产量位列全国前十强；凭借科技优势积极介入矿渣处理、垃圾处理等节能环保产业，发展前景广阔；民爆板块既拥有民用爆炸物品生产、销售、进出口资质，又拥有完整工程施工类资质，工业炸药年产能 20 万吨，通过引进海外技术提升产品附加值，实现跨区域增长，行业排名稳居前三。

公司实行国际业务优先发展战略，建筑承包业务率先实现了“走出去”，业务遍及东南亚、南亚、中东、非洲等 40 多个国家和地区，承接的合同总价 120 多亿元的巴基斯坦尼鲁姆·杰卢姆水电站，成为中国海外优质工程典范，承接的合同总价 287 亿元的阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站项目是迄今为止中国企业在海外获得的最大水电工程项目之一，承建的非洲马里巴马科第三大桥，是中国政府援非最大工程项目。2015 年，公司海外项目新签合同总额达 695.15 亿元。

整体来看，公司作为隶属于国务院国资委的国有大型企业，经营规模较大，资质及技术能力强，经营业务范围广，各业务板块在国内均处于领先水平。

2. 人员素质

截至 2015 年底，公司现有董事、监事、高级管理人员共 31 名，其中，董事长、总经理各 1 名、监事会主席 1 名、副总经理 6 名，总经理助理 7 名，全部在公司任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的企业管理经验。

公司董事长聂凯先生，1958 年 4 月出生，硕士研究生学历，中共党员，高级工程师。历任葛洲坝集团第一工程有限公司副董事长、总经理，中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司董事、副总经理，中国葛洲坝集团公司党委副书记、中国葛洲坝集团股份有限公司党委副书记、副总经理、董事，中国葛洲坝集团国际工程有限公司总经理、副董事长（兼），中国葛洲坝集团公司总经理，中国能源建设集团有限公司党委常委、副总经理。2013 年 6 月起任公司董事长、党委常委。

公司总经理和建生先生，1964年2月出生，硕士研究生学历，中共党员，教授级高级工程师。历任葛洲坝集团第五工程有限公司副总经理，葛洲坝集团第四工程有限公司董事长、总经理、党委副书记，葛洲坝集团第一工程有限公司董事长、总经理、党委副书记，中国葛洲坝集团股份有限公司副总经理。2013年6月起任公司总经理、党委常委、董事。

截至2015年底，公司在职员工39,858人，从文化程度看，本科及以上学历占比34.56%；大专占27.57%；中专及以下占37.87%。从专业上看，生产人员占41.43%，销售人员占1.63%，技术人员占26.87%，财务人员占4.13%，行政人员占16.95%，其他人员占9.00%。

总体看，公司管理层具备多年的相关业务经历和企业管理经验，综合素质较高；公司员工学历和岗位构成能够满足公司经营需要。

3. 外部环境

股东支持

按照国家深化电力体制改革和中央企业布局结构调整的要求，2011年葛洲坝集团与中国电力工程顾问集团公司以及国家电网公司和南方电公司所属部分省（区、市）公司勘测设计企业、火电施工企业、水电施工企业和修造企业组建了中国能源建设集团有限公司（简称“中国能建”）。中国能建拥有集项目总承包、工程管理、规划、勘测、设计、施工、修造、投资运营于一体的完整业务链。除施工外，中国能建旗下电力规划研究、勘测设计业务处于国内领先地位，承担了多项国家电力工业发展战略和规划研究、西电东送和全国联网研究、电力发展产业和技术政策研究等工作，以及全国90%以上的电力勘测设计科研、标准化任务。2014年中国能建与其全资子公司电力规划总院有限公司（简称“电规总院公司”）发起设立了中国能源建设股份有限公司（简称“中国能源建设”，03996.HK）。2015年12月，中国能源建设首次公开发行股票92.62亿股，并于同年12月在香港联合交易所主板上市成功，上市后总股本为300.20亿股。

中国能源建设全资控股公司控股股东葛洲坝集团，成为公司的间接控股股东。截至2014年末，中国能源建设资产总额达2,202.13亿元，2014年全年营业收入为1,838.24亿元，规模优势明显。公司作为中国能源建设旗下核心的施工企业之一，在业务开展等方面能够得到中国能源建设的有力支持。

税收优惠

公司控股子公司葛洲坝当阳水泥有限公司、葛洲坝宣城水泥有限公司、葛洲坝老河口水泥有限公司、葛洲坝新疆工程局（有限公司）、葛洲坝集团试验检测有限公司、中国葛洲坝集团第五工程有限公司、中国葛洲坝集团基础工程有限公司、中国葛洲坝集团第二工程有限公司、中国葛洲坝集团机电建设有限公司、中国葛洲坝集团国际工程有限公司、中国葛洲坝集团电力有限责任公司、中国葛洲坝集团第一工程有限公司、中国葛洲坝集团易普力股份有限公司，目前被认定为高新技术企业，企业所得税按15%税率计提并缴纳。

根据“关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知”（财税【2015】78号）规定文件，公司及其所属各子公司综合利用废渣生产的PC42.5及以上等级的水泥，原料20%以上来自废渣资源，其他水泥、水泥熟料40%以上来自废渣资源，符合资源综合利用增值税即征即退优惠政策的规定，享受增值税即征即退70%的优惠政策。

总体看，中国能建作为公司间接控股股东，资本实力雄厚，可以为公司提供多方面支持；公司多家子公司具备高新技术企业证书，享受国家所得税税收优惠；公司及其所属各子公司综合利用废渣生产水泥还享受增值税即征即退优惠政策。

五、管理分析

1. 治理结构

公司现行《公司章程》及《股东大会议事规则》对公司股东的权利和义务、股东大会的职权、股东大会的召集、提案与通知、召开以及表决和决议等事项进行了规定。全体股东依法履行职权，对公司重大事项作出决策。

公司主要采取逐级授权、分级管理的方式对下属子公司进行管理和控制。公司通过选派、推荐董事、监事、高级管理人员、财务主管等对下属子公司实施管理和监控。

截至 2015 年底，公司董事会由 9 名董事组成，包括 5 名独立董事。公司董事会下设审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会，按照各董事会专门委员会议事规则履行职责，为董事会科学决策提供支持。

公司监事会由 7 名监事组成，其中包括 3 名职工代表监事。监事会对董事会和董事、高级管理人员履行监督职能。公司监事会按照《监事会议事规则》等制度组织召开监事会会议，对公司定期报告、内部控制评价报告、利润分配、募集资金使用、关联交易、会计报表相关项目作出变更或调整等进行审议、发表审核意见，并按规定进行公告。

总体看，公司治理结构完善，运行规范。

2. 管理水平

截至 2015 年底，公司下设综合管理部、企业管理部、生产管理部、财务产权部、资金结算中心、安全质量环保部等 23 个职能部门（见附件 1）。合并财务报表范围内二级控股子公司 26 家。

在工程管理方面，公司主要采用分层管理方式，由公司本部、一级子公司和二级子公司等项目进行逐级管理。公司严格执行符合国家、国际标准的质量安全环保管理体系，加强工程项目质量管理。每年年初公司对各工程项目进行危险源辨识，确定重点监控项目，要求相关项目组定期汇报生产建设情况，并在后期体系检查以及安全月检查过程中对其进行重点审核与整改。公司一般为一个项目配备 2 名专职安全员，安全员通过国家相关部门的资格认证后方可上岗。目前公司拥有专职安全员近 1,300 人。

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

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

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

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

在内部审计方面，公司实行董事会监管的三级审核机制。公司董事会下设审计委员会、公司

及下属子公司均设有专门的审计部门。审计内容主要包括年度经济责任审计、任期经营审计、工程审计、财务审计、专项审计等多方面内容，侧重对公司经营风险的控制。

总体看，公司管理运作较规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营以水利工程施工为主的工程施工业务，此外公司环保、房地产等业务也具有一定规模。2013~2015 年，公司各板块业务均呈增长态势，公司营业收入随之增长，三年复合增长率为 17.56%，2015 年为 822.75 亿元；同期，公司营业利润和净利润也呈增长态势，三年复合增长率分别为 32.45% 和 35.44%，2015 年分别为 39.96 亿元和 34.31 亿元。

表 4 2013~2015 年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元，%）

营业收入	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	478.82	80.44	9.62	522.60	72.98	8.65	553.22	67.24	10.35
环保	--	--	--	--	--	--	65.60	7.97	3.06
房地产	12.55	2.11	33.09	62.54	8.73	30.75	64.63	7.86	26.12
水泥	47.54	7.99	26.20	49.85	6.96	30.43	51.35	6.24	30.31
民用爆破	22.54	3.79	34.67	27.12	3.79	33.51	27.46	3.34	30.36
装备制造	0.99	0.17	5.96	3.02	0.42	22.67	4.43	0.54	18.22
投资	10.26	1.72	54.16	11.57	1.62	56.36	15.56	1.89	57.63
其他	18.38	3.09	11.65	31.42	4.39	18.67	34.23	4.16	13.67
其他业务收入	4.20	0.71	20.13	7.93	1.11	-187.58	6.27	0.76	12.98
合计	595.28	100.00	13.29	716.05	100.00	14.27	822.75	100.00	14.01

资料来源：公司年报

从收入构成看，工程施工板块是公司的传统业务，近三年，工程施工板块营业收入平稳增长，但由于公司其他板块收入的增加，工程施工营业收入在总营业收入中的占比呈下降趋势，近三年分别为 80.44%、72.98% 和 67.24%，但仍是公司主要收入来源。2015 年，公司新增环保板块业务，主要从事再生资源加工，2015 年该板块营业收入占公司营业收入的 7.97%。房地产板块业务收入也是公司重要收入来源之一，2014 年以来，随着公司开发项目陆续达到收入确认条件，该板块在营业收入中的占比明显提升，近三年分别为 2.11%、8.73% 和 7.86%。2013~2015 年，公司水泥板块营业收入规模呈增长态势，但由于其他板块收入的增长，其在总营业收入中的占比呈下降趋势，近三年分别为 7.99%、6.96% 和 6.24%。此外，公司收入构成中还包括民用爆破、装备制造、投资等板块营业收入，近三年此类业务在公司营业收入中占比较小，且所占比例基本保持稳定。

毛利率方面，近三年，公司综合毛利率呈波动上升趋势，三年分别为 13.29%、14.27% 和 14.01%，其中 2014 年综合毛利率增长主要系毛利较高的房地产板块占比增长所致，2015 年毛利率略有下降主要系新增毛利率较低的环保板块所致。分板块来看，工程施工方面，公司近三年毛利率波动较小，分别为 9.62%、8.65% 和 10.35%，其中 2015 年较 2014 年增长的主要原因是公司部分项目，如重庆三环高速公路江津至綦江段项目和重庆龙洲湾项目毛利率较上年增长所致。受房地产项目受所在区域、所处销售阶段等因素影响，2013~2015 年，公司房地产板块毛利呈下降趋势，分别为 33.09%、30.75% 和 26.12%，其中 2015 年下降较多，主要系葛洲坝置业在售楼盘进入尾盘，售价下调所致。近三年，公司水泥板块通过生产管理精细化和技术革新，在行业产能过剩的情况下

仍保持了较高的毛利率，三年分别为 26.20%、30.43%和 30.31%。公司环保板块业务系 2015 年新增，当年毛利率为 3.06%，处于较低水平。

整体看，公司各板块发展状况较好，营业收入呈逐年增长态势，毛利率保持在较好水平，净利润也随之增长。公司运营状况良好。

2. 工程施工业务

公司所从事的工程施工业务涉及：全过程或分项承包水利水电建设工程及航道、堤防、桥梁、机场、输电线路等其他建筑工程的勘察设计及施工安装等，公司具有水利水电工程施工总承包特级资质，是水利电力工程建设行业的龙头企业；此外，公司所属子公司还具有水利、电力行业共 4 个工程施工总承包特级资质；同时，公司还拥有市政公用工程、公路工程、港口与航道工程、电力工程施工总承包一级资质，矿山工程施工总承包二级资质等。

运营模式方面，目前公司国内在建项目主要模式以施工总承包为主，但由于国内建筑市场发生了重大变化，传统招投标项目大幅减少，公司紧跟国家政策，围绕公路、市政、水利、水务、环保、停车场、海绵城市、城市地下综合管廊等重点领域和自贸区、京津冀一体化、一带一路、长江经济带、国家批准的开发区等重点区域大力发展 PPP 业务。此外，公司有部分国际工程业务，国际在建项目以工程总承包、EPC 等模式为主，由中国葛洲坝集团国际工程有限公司（以下简称“葛洲坝国际”）运营。工程项目一般情况下是按照月度或者季度进行结算。

公司采购由总部集中管理，总部负责平台搭建、业务监管，具体采购事宜由各子公司集中采购中心负责。目前公司国内采购上线率控制在 90%以上；国外采购并没有上线率控制。2015 年，公司采购上线规模为 168 亿元。

工程质量控制方面，公司执行 GB/T19001-2008/ISO9001:2008 和 GB/T50430-2007 质量管理体系；此外，公司还建立了以分类管理、分级负责的原则，以法定代表人（主要负责人）为第一责任人的责任体系，逐级分解质量目标并落实。近三年，公司在建项目完成单元工程约 35 万个，合格率 100%，评定单元工程约 15 万个，优良率达 94.5%。

2013~2015 年，公司工程施工业务合同签订情况保持良好，国内及国外业务均呈逐年增长态势，合计分别为 1,190.73 亿元、1,375.70 亿元和 1,815.98 亿元。2015 年度合同签约额为 1,815.98 亿元，较 2014 年增长 32.00%，其中国内工程签约 1,120.83 亿元，国际工程签约 695.15 亿元。截至 2015 年末，公司在手订单数量 1,092 个，余额为 4,180.91 亿元，其中工程施工总承包项目 60 个，剩余合同金额 485.90 亿元(国内 PPP 项目 9 个，剩余合同金额 322.29 亿元)；工程施工项目 1,032 个，剩余合同金额 1,559.42 亿元，公司在手订单量充裕。

表 5 2013~2015 年公司工程施工合同签订情况（单位：亿元，%）

项目类别	2013 年	2014 年	2015 年
国内工程	682.34	807.56	1,120.83
国际工程	508.39	568.14	695.15
合计	1,190.73	1,375.70	1,815.98

资料来源：公司提供

PPP 项目投资方面，截至 2015 年底，公司 PPP 项目总金额达 535.78 亿元。规模较大的项目主要有六盘水市机场高速公路项目、苏州中环快速路项目、福建连江县可门港工业园区二期项目、重庆三环高速公路项目、贵阳综合保税区建设项目、唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目和盘县保障房及市政工程。目前，苏州中环快速路项目已经完成建工开始运营；其余项目均处

于建设期。其中，贵阳综合保税区建设项目主要是由公司与贵阳综合保税区管委会以 PPP 模式合作投资建设贵阳综合保税区部分基础设施项目，投资金额为 130 亿元，房建约占 25%、市政约占 25%、土地一级开发约占 50%。截至 2015 年底，该项目已完成总进度 4.34%，累计投入资金 5.58 亿元。唐山市丰南区基础设施建设及棚户区改造项目是由公司与唐山市丰南建设投资有限公司以 PPP 模式合作投资的项目，投资金额为 139 亿元，按单个项目分步实施，单个项目建设期约为 2 年，截至 2015 年末，该项目已完成总进度 1.48%，累计投入 2.04 亿元，项目预计将于 2020 年 12 月全部完工。

表 6 截至 2015 年底公司国内重大在建 PPP 项目情况（单位：亿元，%）

项目名称	业务模式	项目金额	工期	完工百分比	2015 年 确认收入	累计确 认收入
贵阳综合保税区 总承包 PPP 项目	PPP	130.00	2015.8~ 2018.7	4.34	5.64	5.64
唐山市丰南区基础设 施建设及棚户区改造	PPP	139.00	2015.12~ 2020.12	1.48	2.06	2.06
合计		269.00			7.70	7.70

资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司国际业务发展良好，分别实现境外收入 112.54 亿元、136.92 亿元和 175.84 亿元。截至 2015 年底，公司国际在建项目共 90 个，合同总金额为 1,209.95 亿元。其中规模较大的项目主要包括巴基斯坦 N-J 水电工程项目⁶、阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目⁷、安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目⁸和喀麦隆 Nyong 河 Mouila Mogue 水电站 EPC 项目等。截至 2015 年末，公司承建的巴基斯坦 N-J 水电工程项目已完工 71.66%，累计投入成本 128.82 亿元，受设计变更及自然灾害等原因影响，该项目工期需延长，目前还在与业主、工程师商谈；2015 年，阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目已完成场内道路施工、营地建设、地质补助及部分边界土石方开挖，目前正在进行第一地阶段执行设计审批、施工技术方案的完善、设备和物资材料的招标采购等。截至 2015 年末，该项目已完工 13.30%，已累计投入成本 42.25 亿元，预计将于 2020 年 8 月正式完工。随业务国际化进程的加快，公司工程管理难度加大。此外，公司项目所在地的政治、经济环境等的波动，也可能对项目的履约造成一定负面影响。

表 7 截至 2015 年底公司海外重大在建项目情况（单位：亿元，%）

项目名称	业务模式	项目金额	工期	完工百分比	本期确 认收入	累计确 认收入
阿根廷基塞 水电站项目	EPC	341.96	2015.2.15~ 2020.8.15	13.30	45.47	45.47
巴基斯坦尼鲁姆-杰 鲁姆水电工程项目	施工总承包	200.53	2008.1.30~ 2016.8.29	71.66	36.07	143.71
合计		542.49			81.54	189.18

资料来源：公司年报

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

⁷ 公司、阿根廷 Electroingenieria SA 及 Hidrocuyo SA 三家公司按 54%、36% 和 10% 的份额组成的联营体，与阿根廷联邦计划、公共投资和服务部签订了阿根廷圣克鲁斯河总统电站和省长电站水电站项目合同。合同金额为 287.82 亿元，由公司和 Electroingenieria SA 按 60% 和 40% 的份额完成。

⁸ 该公司、BOREAL INVESTMENTS LIMITED 及 CGGC&NIARA-HOLDING,LDA 三家公司组成的联营体与安哥拉能源水利部宽扎河中游开发办公室于 2015 年 6 月签订了安哥拉卡古路卡巴萨水电站项目。联营体中，公司占比为 60%，BOREAL INVESTMENTS LIMITED 占比为 37.5%，CGGC&NIARA-HOLDING,LDA 占比为 2.5%。项目总金额为 281.44 亿元，开工日以业主正式发布开工令为准，开工后 80 个月内完工。

2013~2015 年公司新签国际工程承包合同分别为 508.39 亿元、568.14 亿元和 695.15 亿元，呈上升趋势。公司国际工程承包业务发展趋势良好。

总体来看，公司建筑施工业务在国内及国外业务规模均较大，公司在手订单量充足，可为公司未来发展提供有力支撑；考虑到 PPP 项目对资金需求较大，对公司资金可能形成一定占用；另外海外业务也面临一定当地政治风险。

3. 房地产开发

公司是国务院国资委确定的首批 16 家以房地产为主业的央企之一，具有房地产开发一级资质。公司房地产业务的经营主体为中国葛洲坝集团房地产有限公司（以下简称“房地产公司”）和中国葛洲坝集团置业有限公司（以下简称“置业公司”），主要从事房地产项目开发和销售自行开发的商品房。公司房地产项目开发原以自主开发为主，后随着业务规模的扩大，部分项目也采取合作开发的形式，合作方包括融创、龙湖、绿城、华润、招商、保利和金茂等。

公司土地储备方面，公司主要通过“招拍挂”方式拿地，拿地前公司会进行项目审查，并组织上会，根据拿地价格是否合理、是否符合市场预期等因素综合进行判断。近三年，公司分别成功竞得 2 块、3 块和 5 块土地，公司拿地计容规划建筑面积分别为 10.19 万平方米、56.56 万平方米和 89.82 万平方米，合计 156.57 万平方米，其中可售建筑面积分别为 10.19 万平方米、39.8 万平方米和 76.2 万平方米，合计 126.19 万平方米；土地成本支出分别为 1.33 亿元、71.03 亿元和 122 亿元。从拿地区域看，近三年公司拿地区域主要在北京地区、上海地区和南京地区，以一线城市为主。截至 2015 年底，公司尚未开发土地计容规划面积合计 55.4 万平方米。整体看，近年来公司拿地势头较为强势，所拿土地主要集中在一线城市和经济状况发展较好的二线城市；公司目前尚未开发的土地储备面积略显单薄，但考虑到公司资金优势明显，近年来扩张较快，未来公司土地储备有望持续增长。

表 8 2013~2015 年公司拿地情况（单位：亿元，万平方米，元/平方米）

获得时间	地块数量	获得价格	计容规划建筑面积	计容建筑面积 (可售)	楼面均价	楼面均价 (可售)
2013 年	2	1.33	10.19	10.19	1,309	1,309
2014 年	3	71.03	56.56	39.8	12,557	17,848
2015 年	5	122	89.82	76.2	13,583	16,010
合计	10	194.37	156.57	126.19	12,414	15,402

资料来源：公司提供

从公司房地产开发建设情况看，2013~2015 年，公司房地产开发新开工面积呈上升趋势。2015 年，公司新开工面积 124.81 万平方米，较上年上升。近三年，随着项目建设进度推进，公司竣工面积呈增长趋势，2015 年公司竣工面积为 46.45 万平方米。近三年，公司期末在建面积呈上升趋势，2015 年公司期末在建项目为 218.17 万平方米，规模较大。公司主要在开发项目包括合肥玖珑府、上海徐泾、上海青浦、海南海棠福湾。

表 9 2013~2015 年公司主要开发数据情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
新开工面积（万平方米）	86.96	48.41	124.81
竣工面积（万平方米）	38.08	69.81	46.45
期末在建面积（万平方米）	179.45	205.39	218.17

资料来源：公司提供

注：由于规划动态调整，期末在建面积可能与实际在建面积存在差异。

房地产销售方面，近三年，公司签约销售情况受到国内房地产行业整体波动影响，签约销售面积和销售金额呈波动增长态势；伴随 2015 年房地产市场景气度回升，公司签约销售情况大幅提升，2015 年公司签约销售面积和金额分别达 33.63 万平方米和 78.27 亿元，均较上年明显增长。签约均价上看，公司房屋销售平均价格也呈上升态势，由 2013 年的 16,492.41 元/平方米上升至 2015 年的 22,835.87 元/平方米，主要原因是公司所开发项目的区位及品质持续提升，同时，市场整体行情较好，导致公司房屋销售平均房价上升。

表 10 2013~2015 年公司项目销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	25.34	26.18	33.63
签约销售金额（亿元）	50.92	50.13	78.27
签约销售均价（元/平方米）	16,492.41	16,832.24	22,835.87
结转收入面积（万平方米）	15.83	35.34	31.12
结转收入（亿元）	14.36	61.5	64.91

资料来源：公司提供

整体看，公司房地产板块近年来发展较快，从拿地、在建还是销售来看，公司都保持了良好的发展势头。由于公司资金实力雄厚，公司在一线城市及经济发展较快的二线城市拿地时具有一定优势，公司房地产板块未来发展前景较好。

4. 环保业务

2015 年公司加强与民营资本的合作，通过兼并重组，切入治土、固废、再生资源等环保领域，新增环保业务板块，当年实现营业收入 65.6 亿元。

再生资源业务是公司环保板块收入的主要来源。公司再生资源业务主要通过葛洲坝环嘉（大连）再生资源有限公司⁹（以下简称“葛洲坝环嘉”）运营，经营业务包括废旧钢材、塑料、纸张、玻璃、有色金属等废旧物资的回收加工、循环利用。

葛洲坝环嘉工艺技术较为先进，废塑料处理方面，公司使用德国“整瓶色选机和碎片色选机”，产能与精度为国内同类设备 7 倍。废铜及废有色金属业务方面，公司拥有 2,500 吨级的龙门剪切机；废纸业务方面，公司精细化分选 4 大类 12 个子类，均在行业内处于领先水平。自 2015 年 7 月设立以来，葛洲坝环嘉实现营业收入 65 亿元，利润总额 1.55 亿元，运营状况良好。

具体来看，葛洲坝环嘉废塑料销量 62.11 万吨，营业收入为 26.25 亿元；废纸销量为 154.16 万吨，营业收入为 16.81 亿元；废钢销量为 112.15 万吨，营业收入为 13.44 亿元；废有色金属销量为 14.1 万吨，营业收入为 7.39 亿元；废玻璃瓶销量为 27,482.17 万个，营业收入为 1.39 亿元。

未来葛洲坝环嘉将通过建立回收网络体系，控制源头回收网点、建立区域集中型商业模式和

⁹ 2015 年，公司全资子公司中国葛洲坝集团绿园科技有限公司与大连环嘉集团实际控制人王金平先生签署了合作协议，共同出资设立葛洲坝环嘉再生资源有限公司。葛洲坝环嘉再生资源有限公司注册资本为 10 亿元，中国葛洲坝集团绿园科技有限公司以货币出资 5.5 亿元，持股 55%。

参编行业标准及产业政策、法律法规的方式，进一步扩大发展，力争在五年内实现营业收入 300 亿元，利润总额 25 亿元的目标。

公司环保板块其他业务还包括：

(1) 污土、污泥处理业务。

该业务由公司控股的葛洲坝中固科技股份有限公司（以下简称“中固公司”）运营，主要从事土壤固化剂、淤泥改性剂等产品的研发、生产，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。中固公司目前正在实施的项目有滇池外海主要入湖河口及重点区域底泥疏浚（三期）宝象河和外海北部疏浚底泥脱水工程，项目金额 9,777.9 万元。截至 2015 年底，中固公司拥有国内领先的专利技术 2 项；2015 年实现营业收入 0.54 亿元，利润总额 0.03 亿元。

(2) 新型道路材料。

该业务由公司控股的葛洲坝武汉道路材料公司运营（以下简称“道路材料公司”）。道路材料业务是将钢渣集料产品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。2015 年，公司道路材料业务申报省部级及以上级别创新计划项目 3 项，专利 5 项。全年累计销售钢渣混合材 28 万吨、钢渣集料 1.2 万吨。

(3) 固废垃圾处理。

公司控股子公司老河口水泥公司（简称“老河口公司”）主要开展固体废弃物、城市生活垃圾的处理。老河口公司于 2013 年 9 月被认定为高新技术企业，期限为 3 年，企业所得税按 15% 税率计提并缴纳。目前，老河口公司首条生活垃圾处理示范线已成功投入运行，2015 年全年累计处置生活垃圾 12,640 吨。

总体看，在环保问题已经成为社会关注焦点及国家相关政策为环保产业带来巨大的发展机遇的背景下，公司积极发展环保业务，未来环保业务收入将大幅提高。

5. 其他业务

水泥

公司是国内主要的特种水泥生产企业之一，为我国水利水电工程的主要水泥供应商。目前公司水泥生产销售的经营主体是葛洲坝集团水泥有限公司。

表 11 2013~2015 年公司水泥业务产能及产销量情况（单位：万吨，%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
产能	2,100.00	2,500.00	2,200.00
产量	1,702.16	1,805.00	1,939.07
产能利用率	81.06	72.20	88.14
销量	1,840.93	1,894.58	1,966.73

资料来源：公司提供

近年来，为应对水泥行业产能过剩、市场需求萎缩、同业竞争日趋激烈等严峻形势，公司在不断加强技术创新、优化工艺，以降低能耗的同时，还新建商混、骨料生产线以完善业务链条。2013 年，公司通过异地技改，推进环保节能型水泥生产线建设；继续加大并购重组，并购了一批商业混凝土站，介入骨料生产领域；发展矿渣利用技术，生产新型环保建筑材料；利用水泥窑协同垃圾处理技术，以获得新的商机和经济增长点。2014 年，公司完成了对湖北钟厦水泥有限责任

公司（简称“钟厦水泥”）和湖南石门特种水泥有限公司（以下简称“石门水泥”）的并购重组，分别增加产能 280 万吨和 100 万吨。2015 年，公司大力推进产能置换建设项目，关闭了三条旧生产线，新建钟祥、当阳及松滋三条新生产线，由于新生产线尚未完工，2015 年公司水泥产能较 2014 年有所下降，为 2,220 万吨/年。截至 2015 年底，公司已在湖北钟祥、老河口、当阳、荆门、嘉鱼、宜城、兴山、松滋及湖南石门拥有水泥生产线 13 条，水泥产能为 2,220 万吨/年。公司水泥熟料产能为 1,224.5 万吨，位居全国排名第 21 位。产能利用率方面，2013~2015 年，虽然公司水泥产量逐年上升，但受公司产能变化影响，公司产能利用率呈波动上升态势，但总体仍处于较高水平。

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

民用爆破

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

表 12 2013~2015 年公司民爆业务产能及产销量情况（单位：万吨）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
产能	20.00	23.55	25.50
产量	19.36	20.96	20.17
销量	19.36	20.96	20.14

资料来源：公司提供

近年来，易普力公司收购了山东泰山民爆器材有限公司（简称“泰山民爆”），建设了年产 0.40 万吨的混装乳化炸药生产系统，并将胶状乳化炸药生产线扩能至 1.50 万吨/年。2014 年，易普力公司完成了对宁夏天长民爆器材有限公司（简称“天长民爆”）的并购重组，公司产能进一步扩大。2015 年，易普力公司与辽源矿业（集团）有限责任公司合作，收购了其子公司辽源卓力化工有限公司 80% 的股权，增加 1.1 万吨炸药生产许可能力。截至 2015 年末，易普力公司的工业炸药产能达到 25.50 万吨/年，位列行业第五。同时，易普力公司加强技术研发，2015 年获得专利授权 33 项。2015 年度，公司炸药产量较 2014 年相比略有下滑，当年实现工业炸药销售 20.14 万吨，实现民爆业务收入 27.46 亿元，较上年小幅增长。

截至 2015 年末，公司工程合同储备达 200 亿元，为民爆业务的发展打下了基础。

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

装备制造

公司通过对下属子公司中国葛洲坝集团机械船舶有限公司（以下简称“机船公司”）改革重组，推进装备制造业务的开展。机船公司与民营资本合资设立葛洲坝能源重工有限公司（简称“能源重工”），进入高端装备制造和分布式能源领域。2014 年是能源重工设立后运行的第一年，实现签约 14 亿元，实现收入 1.74 亿元。当年度公司签订了肯尼亚阿西河 81 千瓦重油发电厂工程项目柴油发电机组、锅炉、汽轮机及其辅助设备供货合同和运行维护合同，该项目为能源重工东非及非洲市场的拓展打下了基础。目前项目已安装完毕并调试合格，为期 10 年的运行维护合同已经开始实施。2015 年，能源重工成功签约了卡洛特重油电站项目、安哥拉 NC 项目重油电站设备供货合同、当雄县羊易乡 30MW 光伏电站项目设备销售合同等，实现市场签约 24.38 亿元。能源重工与德国 MAN 公司签订了合作协议，后续将在全球电站项目上加强合作。具体在中国市场上，公司将开始推介德国 MAN 公司的双燃料和燃气机产品、核电站应急柴油机组产品。能源重工与众多国际知名企业签订了代销、授权、技术合作协议，已是美国卡特彼勒的售前合作与全球服务伙伴、芬兰瓦锡兰采购平台共享合作方。此外，能源重工大力开拓光伏发电市场，目前已获得西藏当雄光伏项目发电系统设备采购订单，并积极研究介入储能项目。

另外，葛洲坝集团机械船舶有限公司（以下简称“机船公司”）控股组建了葛洲坝机械工业有限公司（以下简称“机械工业公司”），并拟将其打造为公司高端装备配套生产基地。目前其发电机组生产车间改造已完成，实现了分布式能源发电机组组装调试的自主化和标准化、工序化生产。机械工业公司还通过签约金额为 6,000 万元的中船重工江西鹰潭有机废弃物资源化处置项目进入环保工程施工领域，并与电阳国际签署了 500 兆瓦分布式光伏项目 EPC 合作协议，从而延伸新兴业务产业链。

投资业务

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

（1）高速公路

目前，公司高速公路业务主要涉及襄荆高速公路、大广北高速公路湖北北段和内遂高速公路三条高速公路。公司于 2015 年上半年成立公路事业部，对 3 条高速公路进行集约管理。

襄荆高速公路是湖北省高速公路大三角主骨架的重要组成部分，全长 185 公里，收费年限为 2006 年 6 月 1 日至 2035 年 12 月 31 日。2015 年襄荆高速公路实现通行费收入 5.77 亿元，较 2014 年增加 1.24 亿元；实现净利润 1.59 亿元，较 2014 年增加 0.35 亿元。

大广北高速公路湖北北段全长 147 公里，总投资 54.48 亿元，项目于 2009 年 4 月 17 日通车，收费年限为 2009 年 4 月 1 日至 2039 年 3 月 31 日。2010 年大广北高速公路顺利实现了与武英公路、麻武公路、鄂东长江公路大桥三次大联通，并在联通后升级了收费系统，车流量及收费额得到了较大提升。2015 年大广北高速公路湖北北段实现通行费收入 4.01 亿元，较 2014 年增加 0.76 亿元；当年净亏损 0.19 亿元、较 2014 年减少 0.66 亿元，亏损面收窄。

内遂高速公路全长 119.76 公里，收费年限为 2012 年 5 月 9 日至 2042 年 5 月 8 日。2015 年内遂高速公路实现通行费收入 1.84 亿元，较 2014 年增加 0.28 亿元；当年亏损 2.30 亿元，较 2014 年减少 0.01 亿元。

此外，公司以现金 16 亿元出资参股了沪汉蓉铁路湖北有限责任公司（简称“沪汉蓉公司”），参股比例为 10.11%。沪汉蓉公司主要负责全长 448.10 公里的沪汉蓉铁路湖北段的投资建设，具体

包括合（肥）武（汉）铁路湖北段和（武）汉宜（昌）铁路两段。其中合武铁路湖北段于 2009 年开通；汉宜铁路于 2012 年 7 月正式通车。沪汉蓉铁路是连接上海、南京、合肥、武汉、重庆和成都等长江流域主要城市的重要铁路，覆盖人口多，客流量较有保障。2012 年，公司出资 4.82 亿元参股了江蓁高速公司，持股比例为 40.00%。公司以 EPC+BOT 方式参与重庆三环高速公路江津至蓁江段项目的投资。该项目路线全长 47.68 公里，总投资估算 48.20 亿元，项目于 2012 年开工，预计 2016 年 10 月完工通车。

（2）水利发电

公司的水力发电业务主要依托下属全资或参股的电厂进行。公司运营的水电站主要有湖北南河过渡湾电站（2.55 万 KW）、重庆大溪河鱼跳水电站（4.80 万 KW）、湖北南河寺坪水电站（6 万 KW）、湖北张家界木龙滩水电站（1.50 万 KW），新疆阿克牙孜河斯木塔斯水电站（11 万 KW）。公司主要通过向电网售电取得收入。2015 年，公司主要水电站合计实现收入 2.18 亿元，实现利润 0.11 亿元，实现净利润-0.04 亿元。

（3）水务业务

2015 年，公司以 4.725 亿元收购了凯丹水务国际集团（香港）有限公司（简称“凯丹水务”）75%的股权，并于 2015 年 4 月 1 日完成收购款支付和股权交割，为拓展水务领域奠定了基础。目前凯丹水务分别在天津、定州、淄博、宣化、达州等地拥有 10 座水处理厂，污水处理能力为 42.5 万吨/日，工业供水能力 10 万吨/日。自 2015 年 4 月到年底，凯丹水务旗下 9 个水务项目公司运营平稳，实现收入 1.23 亿元，利润总额 0.13 亿元。同时公司还借助国家大力推进 PPP 项目的有利机遇，成功以 PPP 方式获取海口南渡江引水项目的建设运营权。未来，公司将以凯丹水务为平台，大力培养专业人才，培育创新技术，加强与行业龙头和世界名企合作，积极开拓国内及国外水务市场。

（4）金融业务

金融业务方面，2014 年公司在上海自贸区设立了中国葛洲坝集团融资租赁有限公司（简称“租赁公司”），公司金融业务将主要通过租赁公司和财务公司开展。2015 年，财务公司实现利润同比实现大幅增长 37%；同期租赁公司全年筹集资金 15.75 亿元。另外，经董事会决议通过，公司分别与建信（北京）投资基金管理有限公司、农银国际企业管理有限公司及中证城市发展（深圳）产业投资基金管理有限公司共同出资设立 3 家基金公司，为新兴高端业务提供资金支持。

（5）海外投资业务

公司投资的利比里亚邦矿重油电站项目位于利比里亚首都蒙罗维亚东北方向的中部邦州西南地区，总装机容量为 17.40 万 KW，总投资额为 9.91 亿元人民币。经测算，项目全投资内部收益率为 13.50%，投资回收期（含建设期）为 9.70 年。项目一期已于 2014 年 3 月投入运营，装机 2.3 万 KW，项目二期正在推进中，预计于 2016 年底投产发电。

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

6. 经营效率

公司属于建筑施工企业，资产周转速度较慢，但受益于公司管理能力提高，2013~2015 年，

公司整体经营效率有所提高。近三年公司应收账款周转率分别为 6.10 次、6.52 次和 7.45 次，主要系公司加大了账款回收力度所致；由于公司营业成本增长速度大于存货增长速度，公司存货周转率呈上升趋势，分别为 2.21 次、2.39 次和 2.56 次；公司总资产周转率在公司总资产规模不断扩大的情况下波动下降，近三年分别为 0.73 次、0.75 次和 0.71 次。

从同行业上市公司相比，公司的各项指标均处于行业中游水平。

表 13 建筑施工类上市公司 2015 经营效率指标（单位：次）

证券代码	股票简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
002051.SZ	中工国际	2.92	2.01	0.43
601789.SH	宁波建工	3.01	3.58	1.14
600170.SH	上海建工	2.53	8.98	0.95
000961.SZ	中南建设	0.26	3.36	0.25
600068.SH	葛洲坝	2.56	7.33	0.71

资料来源：Wind 资讯；联合评级整理

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

整体看，近三年公司经营效率有所提升，在行业中处于中游水平。

7. 经营关注

流动资金占用风险

公司目前工程施工项目规模较大，公司在施工开始阶段垫资规模较大；加之公司项目开发周期较长，对应结算周期也较长，资金回笼速度较慢，上述因素对公司资金的流动性及充足性有较大影响。

国际业务风险

近年来，公司国际业务发展较快，但项目主要集中在发展中国家，由于部分地区政治局势不稳定、相关法律法规不健全，随着公司国际工程施工业务的持续增加，公司受项目地政治、经济等风险的影响程度逐步加深，国际工程承包业务所面临的风险及管理压力较大，国际政治局势不稳定给公司的境外经营活动造成一定不利影响。

PPP 项目风险

近年来，公司参与 PPP 项目较多，PPP 项目一般规模较大，对资金量需求较高，且招标阶段选定中标者，政府与中标者草签特许权协议后，中标者要凭草签的特许权协议在规定的融资期限内完成融资，对公司资金的占用较大。此外，若审批流程冗杂，速度较慢或项目收益不及预期，均会对公司经营造成较大影响。

工程质量和安全生产风险

公司承担的主要建筑工程项目为国内外重要的水利、能源、交通等基础设施工程，对工程的质量有较高的要求。如果公司在工程施工中出现质量问题，可能对公司信誉、项目进度、经营成本和效益产生重大影响。

8. 未来发展

近年来，公司积极推进转型升级，随着 2015 年环保板块业务初具规模，八大板块业务布局基本完成，公司未来发展将主要围绕八大板块展开。

工程施工方面，公司在参与传统建筑市场的同时，将积极稳妥推进 PPP 业务，围绕公路、市政、水利、水务、环保、停车场、海绵城市、城市地下综合管廊等重点领域和自贸区、京津冀一

体化、一带一路、长江经济带、国家批准的开发区等重点区域加大PPP业务开拓力度。此外，公司将继续大力发展国际业务，紧跟国家“一带一路”政策，按照“一国一策、一点一策”的原则，调整和创新项目实施模式，优化资源配置，提高国际化和属地化程度，提升国际经营能力和水平。

房地产开发方面，公司继续深耕市场饱和度低、去化周期快的一线城市和核心二线城市，谨慎发展非核心二线城市，严格禁入三四线城市；同时在未来合适时机启动海外房地产投资项目。

环保业务方面，公司致力于构建集规划、设计、研发、制造、施工、运营为一体的全产业链环保企业，未来将通过投资并购迅速抢占污土、再生资源等环保业务的技术制高点和市场制高点，同时在新型建材、新材料等业务领域，加大钢渣处理技术的全国复制，形成放量发展。

水泥板块方面，在当前市场产能过剩的情况下，公司将以增强区域控制能力、巩固区域龙头地位和特种水泥行业领先地位为经营目标；同时坚持水泥行业环保领跑者的思路，力争将水泥生产的节能环保水平达到行业标杆；此外，公司未来将加大对海外水泥市场的布局力度。

投资业务方面，公司未来将围绕水务、能源、交通、基础设施投资和矿产进行投资。具体来看，水务方面，公司将采取并购为主、新建为辅的策略，加快推进原水、污水处理、海水淡化、水环境综合治理、水务一体化、再生水等水务项目投资运营业务，壮大水务资产规模；能源方面，公司将重点关注印度、东南亚等“一带一路”沿线国家投资机会，以及非洲、南美洲的火电、水电项目；交通方面，公司将积极参与国内地理区位优势明显、经济发展较快区域的高速公路、高速铁路建设；基础设施投资方面，公司将抢抓国家“三个战略”（一带一路、京津冀协同发展、长江经济带）与“四大板块”（西部大开发、东北振兴、中部崛起、东部率先发展）战略带来的基础设施建设市场机遇；矿产方面，公司在国际大宗商品价格持续低迷的情况下，将积极跟进境外的矿产资源投资项目，储备战略性和稀缺性资源。

民爆业务方面，公司将通过转型升级、技术革新、一体化服务，延伸业务链条，实现工程承包商向资源运营商的转变；积极拓展地下矿山开采爆破等新业务，形成新的经济增长优势；加大走出去步伐，实现国际业务突破。

装备制造方面，公司在巩固传统水工机械与金属结构业务的基础上，未来将着力拓展分布式能源装备、环保装备及精密钢构业务，积极研发高端定型产品，打造系列高端加工基地，支撑板块发展，建设国内一流、国际知名的高端装备制造企业。

金融业务方面，公司未来将加大资本市场直接融资力度，采取股权和债权相结合的融资方式，提高直接融资比例；充分发挥企业财务公司，融资租赁公司和三家产业基金的融资功能，综合运用证券市场和银行间市场等平台，拓宽融资渠道，降低融资成本。

总体看，公司根据自身情况，对八大板块做出了明确的未来战略规划，各板块发展战略清晰明确，侧重点突出，有利于公司继续做大做强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013~2015年度财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行2006年2月15日颁布的《企业会计准则——基本准则》和38项具体会计准则、其后颁布的企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。2014年财政部颁布了部分新会计准则并对部分原会计准则进行了修订，公司按照财政部规定起始日期进行执行，未变更部分仍执行2006年相关准则。

从合并范围看，2014年度，公司通过非同一控制下企业合并纳入合并范围的子公司包括葛洲坝中固科技股份有限公司、宁夏天长民爆器材有限责任公司、葛洲坝钟祥水泥有限公司、葛洲坝特种水泥（石门）有限公司，减少的主要有葛洲坝中葛湖北建筑工程有限公司。2015年度，公司纳入合并范围的二级子公司共26家，与2014年相比，通过非同一控制下企业合并纳入合并范围的子公司包括辽源卓力化工有限责任公司、广东葛洲坝房地产开发有限公司、凯丹水务国际集团（香港）有限公司及四川华气建设工程有限公司，减少的主要有重庆市葛兴建设有限公司。公司合并范围增减的子公司规模相对公司较小，对合并财务报表可比性影响较小。公司会计政策连续，主营业务未发生变化，合并财务报表可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额1,276.30亿元，负债合计995.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计281.01亿元，其中归属于母公司所有者权益合计202.41亿元。2015年公司实现营业收入822.75亿元，净利润（含少数股东损益）34.31亿元，其中归属于母公司净利润26.83亿元；经营活动现金流量净额为-47.50亿元，现金及现金等价物净增加额66.74亿元。

截至2016年3月31日，公司合并资产总额1,285.89亿元，负债合计999.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计286.24亿元，其中归属于母公司所有者权益合计206.65亿元；2016年1~3月，公司实现营业收入168.17亿元，净利润（含少数股东损益）7.40亿元，其中归属于母公司净利润0.94亿元；经营活动现金流量净额为-33.41亿元，现金及现金等价物净增加额-41.68亿元。

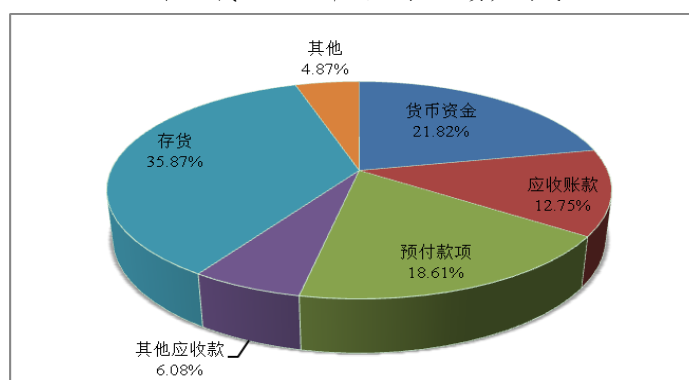
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额快速增长，年均复合增长21.59%，流动资产和非流动资产增长幅度类似。截至2015年底，公司资产总额1,276.30亿元，较年初增长了21.67%，其中流动资产占比62.35%、非流动资产占比37.65%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

流动资产方面，2013~2015年，公司流动资产增长较快，三年复合增长22.68%，主要系货币资金、存货和预付账款增长较快所致。截至2015年底，公司流动资产合计795.77亿元，主要由货币资金（占21.82%）、应收账款（占12.75%）、预付账款（占18.61%）、其他应收款（占6.08%）和存货（占35.87%）构成。

图5 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015年，公司货币资金快速增长，三年复合增长44.09%；截至2015年底，公司货币资金173.61亿元，较年初增长61.59%，主要系公司预收工程款及外部融资增加所致。公司货币资金以现金和银行存款为主。其中受限制的货币资金1.43亿元，主要系开具银行承兑汇票保函等，

受限资金规模小。

2013~2015 年公司应收账款保持平稳，三年复合增长 0.64%；截至 2015 年底，公司应收账款 101.49 亿元，从账龄上看，应收账款账龄在半年以内的占比 77.25%（未计提坏账准备）、在半年至 1 年以内的占比 8.14%（坏账计提比例 4.98%）、1 至 2 年的占比 9.68%（坏账计提比例 7.99%）、2 至 3 年的占比 2.99%（坏账计提比例 10.00%），3~4 年的占比 0.71%（坏账计提比例 20.00%），4~5 年的占比 0.43%（坏账计提比例 30.00%），5 年以上的占比 0.80%（坏账计提比例 80.00%），截至 2015 年底，公司按账龄百分比法共计提坏账准备 1.47 亿元，坏账计提比例 2.39%，计提较为充分。截至 2015 年末，按欠款方归集的期末余额前五名应收账款合计为 109,943.76 万元，占应收账款总额的比例为 10.64%。

2013~2015 年公司预付账款快速增长，三年复合增长 69.72%；截至 2015 年底，公司预付账款 148.12 亿元，较年初增长 205.94%，主要系房地产企业预付土地出让款增加所致。公司预付账款绝大部分预付款性的账龄为一年以内，预付账款坏账风险较小。公司预付款项主要由预付工程款构成。

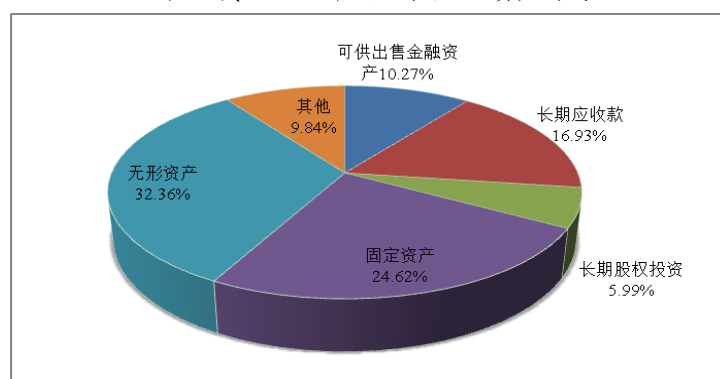
2013~2015 年，公司其他应收款呈波动增长趋势，年均复合增长 33.17%，主要系房地产板块为参股房地产企业提供项目资金增加所致；截至 2015 年底，公司其他应收款 48.37 亿元，较年初降幅为 10.92%。公司其他应收款账龄结构以短期为主，2015 年 1 年以内的其他应收款占比 89.92%。

2013~2015 年，公司存货平稳增长，三年复合增长 7.93%。截至 2015 年底，公司存货 285.43 亿元，较年初增长 6.65%，主要由开发成本（60.68%）、开发产品（7.41%）和建造合同形成的已完工未结算的资产（24.84%）构成，开发成本主要是在建房地产项目，公司房地产业务发展态势较好，房地产项目无减值迹象，因此并未计提减值；存货跌价准备共计提 2,937.20 万元，主要是工程施工板块 2012 年计提的三个海外停工项目存货跌价准备，计提方法是停工项目全额计提，且以后发生的成本直接计入当期损益。工程施工板块 2014 年度、2015 年度收入及毛利率均有增长，无停工项目，存货没有减值迹象，因此未计提坏账准备。存货中用于贷款抵押的金额为 104.49 亿元，占比 36.61%。

非流动资产

非流动资产方面，2013~2015 年，公司非流动资产增长较快，年均复合增长 19.84%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 480.53 亿元，主要由可供出售金融资产（占 10.27%）、长期应收款（16.93%）、长期股权投资（占 5.99%）、固定资产（占 24.62%）和无形资产（占 32.36%）构成。

图 6 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司可供出售金融资产增长快速，三年复合波动增长 21.30%。可供出售的金

融资产主要是按成本计量的可供出售金融资产，主要包括沪汉蓉铁路湖北有限责任公司等。截至 2014 年底公司可供出售金融资产 51.81 亿元，较 2013 年底增幅为 54.54%，主要系可供出售金融资产中公司股权公允价值上升所致。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产 49.33 亿元，较 2014 年底降幅为 4.78%。

2013~2015 年，公司长期应收款增长快速，三年复合增长 115.73%。公司 2014 年长期应收款增幅为 240.28%，主要系公司 BT 项目投资增加、子公司中国葛洲坝集团房地产开发有限公司委托贷款及葛洲坝集团水泥有限公司应收拆迁补偿款增加所致。公司 2015 年末长期应收款余额 81.36 亿元，较 2014 年底增加 36.77%，主要系公司 BT 项目投资增加、子公司中国葛洲坝集团置业有限公司委托贷款增加所致。

2013~2015 年，公司固定资产较为稳定，三年复合增加 6.81%。截至 2015 年底，公司固定资产 118.29 亿元，主要是房屋及建筑物（占固定资产净值的 53.50%）和机器设备（占固定资产净值的 37.38%），固定资产成新率为 65.22%，累计折旧 62.88 亿元，公司固定资产成新率一般。公司固定资产主要是公司经营主业所必需的房屋建筑物、施工设备，分布于母公司及从事工程施工、高速公路运营、水力发电等各项业务的子公司。

2013~2015 年，公司无形资产较为稳定，三年复合增长 0.81%。截至 2015 年底，公司无形资产 155.49 亿元，主要为土地使用权和特许权，分别占比 10.31%和 88.38%；其中特许权由襄荆高速公路和大广北高速公路的收费权等构成，累计摊销 17.76 亿元。无形资产中受限使用的金额为 79.37 亿元，为高速公路收费权质押。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额较年初增长 0.75%，结构变化不大。

总体看，公司资产以流动资产为主，其中货币资金规模较大，且持有部分上市公司股票，虽有部分资产为受限资产，但资产流动性仍较好。公司资产质量较高。

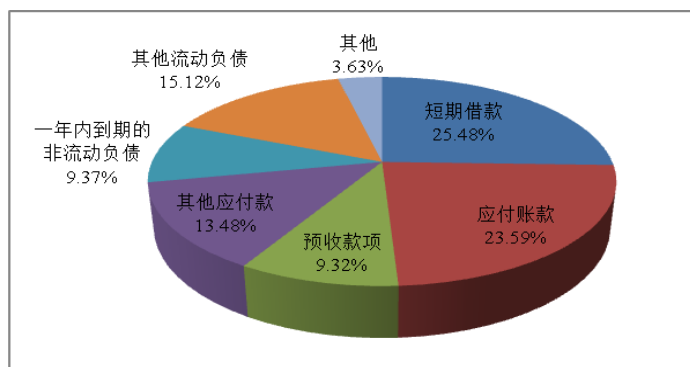
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模逐年增长，三年复合增长 18.86%。截至 2015 年底，公司负债合计 995.29 亿元，较年初增长了 23.27%，其中流动负债占比 70.07%，非流动负债占比 29.93%。

2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 25.05%；截至 2015 年底，公司流动负债合计 697.41 亿元，主要由短期借款（占 25.48%）、应付账款（占 23.59%）、预收款项（占 9.32%）、其他应付款（占 13.48%）、一年内到期的非流动负债（占 9.37%）和其他流动负债（占 15.12%）构成。

图 7 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司短期借款快速增长，三年复合增长 85.02%，主要系借款增加所致，截至 2015 年底，公司短期借款 177.71 亿元，较年初增长 116.23%，分别是信用借款（占比 95.72%）和保证借款（占比 4.28%）。

2013~2015 年，公司应付账款增长较快，三年复合增长 20.49%，主要系公司开工建设的项目不断增加，公司所属工程施工企业采购额大幅增长导致。截至 2015 年底，公司应付账款 164.54 亿元，较年初增长 7.30%，其中 1 年以内的占比 89.02%。

2013~2015 年，公司预收款项下降较快，三年复合下降 25.92%，主要为已收但尚未办理竣工结算的款项和预收的房地产项目销售款，预收款项将随着工程和商品房的交付使用而结转为收入。截至 2015 年底，公司预收款项 65.03 亿元，较年初减少 30.43%，主要为工程和商品房结转至收入所致。

2013~2015 年，公司其他应付款增长较快，三年复合增长 26.75%，主要系公司开工建设的工程项目不断增加所致。公司其他应付款中金额最大的款项主要为应付保证金，其余部分包括有息拆借资金、应付长期资产购置款和应付代收代付款。截至 2015 年底，公司其他应付款 94.01 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 87.77%。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债三年复合增长 42.67%，主要是一年内到期的长期借款增长所致。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 65.32 亿元，主要为一年内到期的长期借款，占比 86.10%。

2013~2015 年，公司其他流动负债三年复合增长 36.31%，其他流动负债主要由公司发行的短期融资券以及中国葛洲坝集团公司委托葛洲坝集团财务有限责任公司向公司及下属子公司发放委托贷款所形成的债务。截至 2015 年末，公司其他流动负债为 105.47 亿元，较年初增长 58.71%，主要系主要系中国能建集团公司、葛洲坝集团公司及其子公司在财务公司存款、委托投资、委托贷款增加所致。

2013~2015 年，公司非流动负债增长较快，年均复合增长 7.33%；截至 2015 年底，公司非流动负债合计 297.88 亿元，主要由长期借款（占 80.56%）和长期应付款（占 5.01%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款稳步增长，三年复合增长 4.96%，截至 2015 年底，公司长期借款 239.97 亿元。其中保证借款 52.22 亿元，抵押借款 29.64 亿元，质押借款 45.16 亿元、信用借款 110.95 亿元。从长期借款的偿还计划来看，公司 1~2 年到期的长期借款占比 23.86%；2~3 年到期的长期借款占比 28.09%；3~4 年到期的长期借款占比 8.99%；4~5 年到期的长期借款占比 2.75%；5 年以上到期的长期借款占比 36.31%。

2013~2015 年，公司应付债券下降较快，三年复合下降 16.64%，主要系归还中期票据所致。截至 2015 年底，公司应付债券余额 11.50 亿元。

2013~2015 年，公司长期应付款增长快速，三年复合上升 2,655.80%，主要系售后融资租回增长所致。截至 2015 年底，公司长期应付款 14.92 亿元，其中售后融资租回 14.88 亿元，应付融资租赁款 1.87 亿元。

近三年，公司有息债务规模较大且整体呈上升趋势，年均增长 28.23%。截至 2015 年底，公司全部债务为 538.93 亿元。从债务结构看，短期债务 285.59 亿元，长期债务 253.34 亿元，占比分别为 52.99%和 47.01%，债务结构合理。从债务指标看，2013~2015 年，公司资产负债率逐年下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈先降后升态势，主要原因是 2014 年公司增发扩股；2015 年较 2014 年有所回升，2015 年底三项指标分别为 77.98%、65.73%和 47.41%，主要原因是 2015 年公司有息债务增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债较年初增长 0.44%，结构变化不大。

总体看，公司负债结构与资产结构较为匹配；公司全部债务，尤其是短期债务快速增长，债务负担重。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益持续快速增长，年均复合增长 33.04%，主要是 2014 年公司增发扩股所致。截至 2015 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）281.01 亿元，较年初增长 16.32%，增长主要来自未分配利润、资本公积和实收资本的增加。

截至 2015 年底，公司归属于母公司的所有者权益合计 202.41 亿元，主要由股本（占 22.75%）、资本公积（占 37.12%）和未分配利润（占 28.74%）构成。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益较年初增长 1.86%，结构变化不大，

整体看，公司所有者权益中资本公积占比较大，所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司建筑工程承包施工业务收入保持稳定增长，公司通过更高层次、更大范围的产业规划和市场布局，积极推动企业向新兴业务、高端业务、国际业务和投资业务转型，建筑板块在产能过剩、市场萎缩的形势下，大力实施国际业务优先发展战略，国际业务投标签约和营业收入均位前列，支持了公司建筑板块继续保持稳定增长。公司营业收入年均复合增长达 17.56%，同期，公司营业成本年均复合增长 17.07%，低于主营业务收入增幅。2013~2015 年，公司净利润呈上升趋势，年均复合增长率为 35.44%，主要系公司签约量飙升，业务结构根本改善原因导致；其中归属于母公司所有者的净利润分别为 14.98 亿元、21.29 亿元和 26.83 亿元。2015 年，公司实现营业收入 822.75 亿元，实现净利润 34.31 亿元。其中归属于母公司所有者的净利润为 26.83 亿元。

2013~2015 年，公司投资收益分别为 0.58 亿元、2.48 亿元和 3.13 亿元，2014 年度，公司投资收益比上年末增加 326.62%，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产取得的投资收益增加。2015 年，公司投资收益增幅为 25.91%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产处置收益增加所致。

2013~2015 年，公司营业外收入分别为 2.77 亿元、4.21 亿元和 4.44 亿元，主要系政府补贴，公司营业外收入对其利润总额的贡献较小。

2013~2015 年，公司期间费用总额复合增加 17.65%。2015 年，管理费用为 37.98 亿元，近三年复合增加 26.75%，增长较快的主要原因是公司员工工资和研发支出增加导致管理费用快速上涨，近三年管理费用占营业收入的比重分别为 3.97%、4.39%和 4.62%。财务费用为 14.02 亿元，近三年复合增加 1.91%。近三年财务费用占营业收入的比重分别为 2.27%、1.99%和 1.70%。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 7.14%、7.22%、7.15%，公司费用控制能力尚可。

从盈利指标来看，近三年，公司主营业务毛利率呈波动上升趋势，2013~2015 年分别为 13.24%、14.37%、14.02%，主要系业务结构根本改善导致；总资本收益率波动上升，2015 年为 6.68%；总资产报酬率和净资产收益率均呈波动上涨趋势，2015 年分别为 5.04%和 13.13%。公司各项盈利指标在同业中处于较高水平。

表 14 建筑施工类上市公司 2015 年盈利能力指标（单位：次）

证券代码	股票简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
002051.SZ	中工国际	5.23	18.79	20.98
601789.SH	宁波建工	3.63	8.53	9.48
600170.SH	上海建工	2.58	9.35	9.02
000961.SZ	中南建设	1.09	3.94	21.58
600068.SH	葛洲坝	4.86	13.09	14.01

注：Wind资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind资讯数据。

2016年1~3月，公司营业收入较上年同期增长7.64%，净利润较上年同期增长4.63%，变化不大。

总体看，近三年，公司经营规模扩大，业务结构得到改善，费用控制能力尚可，盈利能力呈稳定波动上升趋势，整体盈利水平高。

5. 现金流

从经营活动现金流看，2013~2015年，随着经营规模的扩大，公司经营活动产生的现金流入量逐年增长，年复合增长10.68%，主要系各项业务回款较好所致，2015年经营活动产生的现金流入为739.35亿元，主要包括销售商品提供劳务所收到的现金658.51亿元；经营活动现金流出方面，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流出量年复合增长18.90%，主要系房地产板块购地及建设支出和BT项目投资较大导致；2015年经营活动产生的现金流出为786.84亿元，主要由购买商品接受劳务支付的现金602.64亿元构成。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为46.98亿元、11.46亿元和-47.50亿元，波动较大。收入实现质量方面，近三年公司现金收入比分别为93.00%、84.57%、80.04%，近三年公司收入质量一般。

投资活动方面，2013~2015年，公司投资活动产生的现金流入量增长幅度较大，三年复合增长192.53%，主要系收回投资收到的现金增加所致。近三年投资活动现金流出量增长幅度较大，三年复合增长53.66%，主要系房地产企业对联营企业投资增加、投资并购增加及水泥板块新建生产线投资增加所致。同期，投资活动产生的现金流净额分别为-29.67亿元、-45.64亿元和-49.72亿元，均为大额净流出状态。

从筹资活动来看，2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流入增长幅度较大，三年复合增长37.71%，主要为吸收投资、取得借款收到的现金；近三年公司筹资活动产生的现金流出年复合增长11.95%，低于现金流入增长，使得近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为1.28亿元，56.63亿元和162.71亿元。

总体看，近年来公司投资活动较为活跃，投资活动净现金流呈大规模流出状态，同时在房地产板块购地、建设支出规模扩大，BT项目投资大的影响下，公司经营活动净现金流转为净流出，公司存在一定的资金缺口，需要通过融资活动满足资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015年，公司流动比率呈下降态势，三年分别为1.19倍、1.15倍、1.14倍，速动比率呈上升趋势，三年分别为0.64倍、0.66倍、0.73倍。近三年，公司现金短期债务比和经营现金流动负债比呈下降态势。2015年底公司现金短期债务比0.67倍，较年初下降幅度很大，公司现金类资产对短期债务覆盖能力一般；2015年公司经营现金流动负债比为-6.81%，经营净现金流对流动负债的保护能力较弱；考虑到公司短期有息债务规模持续扩大，公司短期偿债压

力较大。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBITDA持续增长，分别为52.41亿元、66.11亿元和75.31亿元；2015年公司EBITDA构成情况为利润总额占比58.40%、计入财务费用的利息支出19.41%、折旧占比16.12%和摊销占比6.07%。同期，公司EBITDA全部债务比有所波动，分别为0.15倍、0.16倍和0.14倍，EBITDA对全部债务的保障能力一般；公司EBITDA利息倍数上升，分别为2.59倍、2.85倍、3.36倍，EBITDA对利息的覆盖能力一般。

截至2015年底，公司对外提供担保余额3.20亿元，为重庆江綦高速公路有限公司。鉴于公司对外担保金额较小，公司或有负债风险较小。

截至2015年底，公司无重大诉讼。

截至2015年底，公司获得的商业银行授信额度为1,798.56亿元，其中尚未使用授信额度为1,472.84亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司短期偿债压力较大，长期偿债能力一般，或有负债风险较小，间接融资渠道畅通，考虑到公司在手合同规模大、盈利水平高等因素，公司整体偿债能力很强。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2016年6月6日，公司未结清正常类贷款523笔、关注类3笔，已结清正常类贷款420笔、关注类1笔，所有贷款记录中无不良类、违约类贷款。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年底，公司负债合计995.29亿元，本次拟发行债券规模为不超过100亿元，相对于目前公司负债规模，占公司2015年全部负债的10.05%，对公司现有负债负担有一定的影响。

截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.98%、66.73%、48.92%，以公司2015年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至79.58%、70.26%、56.78%，公司债务负担有所加重，但仍可控。考虑到公司拟将本次公司债券募集的资金在扣除发行费用后用于补充流动资金和调整债务结构，故公司实际债务负担将轻于上述测算值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2015年的相关财务数据为基础，公司2015年EBITDA为75.31亿元，为本次公司债券拟发行额度（100.00亿元）的0.75倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较高；2015年经营活动产生的现金流入为739.35亿元，为本次公司债券发行额度（100.00亿元）的7.39倍，对本次债券覆盖程度高。

综合以上因素，并考虑到公司在经营规模、行业地位、在手合同、盈利水平等方面的显著优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为水利电力工程建设行业龙头企业之一，以建筑施工、房地产、环保、水泥、民爆、装备制造、投资、金融八大板块为支柱，在资产规模、业务多元化、客户资源、管理经验，以及

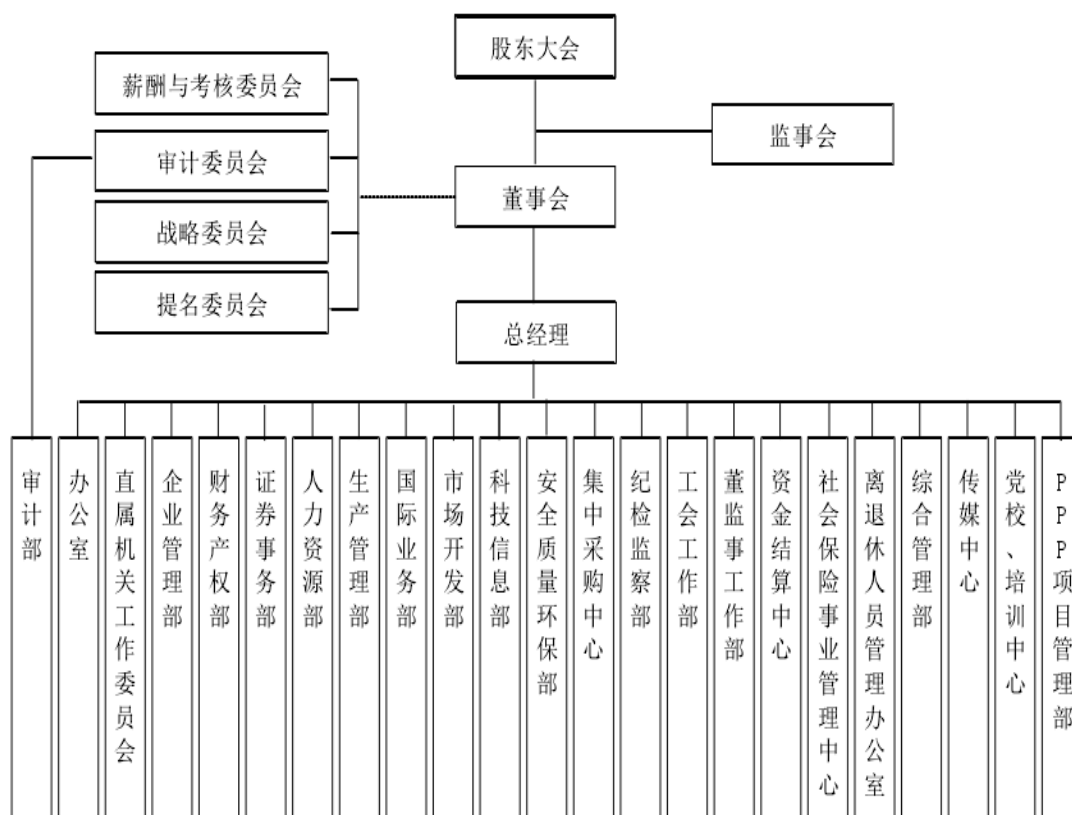
品牌知名度等方面具有的优势。近年来，公司营业收入及利润水平呈不断增长的态势。同时，联合评级也关注到建筑板块市场竞争日趋激烈，公司海外业务风险，较重的债务负担等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司战略性投资和并购的推进、多业务经营协同效益的提升，以及内部管理的持续优化，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中国葛洲坝集团股份有限公司

公司组织结构图



附件 2 中国葛洲坝集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	863.30	1,049.00	1,276.30	1285.89
所有者权益（亿元）	158.76	241.59	281.01	286.24
短期债务（亿元）	108.43	172.59	285.59	--
长期债务（亿元）	234.41	231.60	253.34	--
全部债务（亿元）	342.84	404.18	538.93	--
营业收入（亿元）	595.28	716.05	822.75	168.17
净利润（亿元）	18.71	28.03	34.31	7.40
EBITDA（亿元）	52.41	66.11	75.31	--
经营性净现金流（亿元）	46.98	11.46	-47.50	-33.41
应收账款周转次数（次）	6.06	6.45	7.39	--
存货周转次数（次）	2.19	2.37	2.54	--
总资产周转次数（次）	0.73	0.74	0.70	--
现金收入比率（%）	93.00	84.57	80.04	100.07
总资本收益率（%）	6.44	7.08	6.53	--
总资产报酬率（%）	4.67	5.26	5.04	0.73
净资产收益率（%）	12.51	14.01	13.13	2.61
营业利润率（%）	3.85	4.78	4.89	-
费用收入比（%）	7.14	7.22	7.14	8.10
资产负债率（%）	81.61	76.97	77.98	77.74
全部债务资本化比率（%）	68.35	62.59	65.73	--
长期债务资本化比率（%）	59.62	48.84	47.41	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.59	2.85	3.36	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.16	0.14	--
流动比率（倍）	1.19	1.15	1.14	1.18
速动比率（倍）	0.64	0.66	0.73	0.60
现金短期债务比（倍）	0.92	0.70	0.67	--
经营现金流动负债比率（%）	10.53	2.10	-6.81	-4.95
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.52	0.66	0.75	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2016 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 企业主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2016 年可续期公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国葛洲坝集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国葛洲坝集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国葛洲坝集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国葛洲坝集团股份有限公司的相关状况，如发现中国葛洲坝集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国葛洲坝集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国葛洲坝集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国葛洲坝集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年六月十六日