

建筑装饰

央企低估值性价比优，新能源及产业链延伸促估值提升

新能源快速发展给建筑行业带来新机遇。建筑央企作为行业主力军，未来有望获得新成长动力，估值或有望修复：

屋顶分布式光伏带来新需求，央企优势突出。近期国家能源局发文开展整县屋顶分布式光伏开发试点，政策支持下 BIPV/BAPV 有望迎来加快发展。我们估算每年新增空间约 1400 亿元。部分建筑央企承接过大型屋顶分布式光伏项目，具备较强的安装技术和经验；工业及政府客户丰富，屋面资源渠道广泛；资金实力雄厚，供应商资源整合能力强。未来建筑央企有望在 BIPV/BAPV 等领域获取相当比例市场份额，考虑到央企业务体量，预计边际盈利带动有限，但短期对估值或有明显促进作用。

新能源工程快速增长，成为电源投资主力。2020 年新增装机中非化石能源占比约为 70%，风电、光伏等已经成为投资主力，带动电源投资快速增长，长期仍有很大发展空间。建筑央企积极把握新能源工程发展机遇，凭借资金、技术等优势，在大型光伏、风电、核电等项目上有望占据领先地位。

部分电力央企布局新能源电站运营潜力大。部分电力央企资金实力雄厚，凭借投资、设计、施工、运营一体化的产业链优势，未来持续布局新能源电力投资运营潜力大，目前已经有较好基础。中国电建 20 年底控股并网装机容量 16GW，80%是清洁能源，行业领先；中国能建 20 年控股装机容量 2.9GW，同比大幅增长 87%。两公司均计划十四五加大投资力度。

“新材料”、“矿业”、“双碳”等其他潜能待挖掘。除新能源亮点外，央企其他潜能待充分挖掘。**中国化学：**“技术+实业”化工新材料转型加速，己二腈项目突破卡脖子技术；化工减碳龙头，承接国内最大燃煤电厂碳捕集示范工程。**中国中冶：**镍钴矿资源丰富，镍价有望保持高位，贡献业绩弹性；是钢铁“碳中和”主力军。**中国中铁：**铜、钼等矿储量国内领先，大宗涨价贡献业绩。**中国铁建：**拆分铁建重工上市，申报板块首个基建“REITs”。

基本面稳健，估值处于历史低位。当前 8 大建筑央企板块整体估值 PE (ttm) 5.10 倍，较最低点高出 2%。2021H1 已出数据的 6 大央企合计新签订单 4.0 万亿，同比增长 23.8%，增速持续创新高。中国建筑上半年业绩预增 24%-36% 略超预期；中国交建业绩预增 110%到 139%，基本面趋势良好。

投资建议：当前央企基本面稳健，整体估值处于历史低位，新能源、新材料、矿业、双碳等新业务方向有望带来估值弹性。重点关注**中国电建** (PB0.57X，新能源发电运营潜力大)、**中国化学** (PB1.25X，化工新材料实业潜力大)、**中国中冶** (PB0.97X，镍钴资源丰富)、**葛洲坝** (PB1.1X，中国能建拟吸收合并)，以及其他低估值央企**中国中铁** (PB0.59X，铜钴储量较丰富)、**中国铁建** (PB0.52X)、**中国建筑** (PB0.66X)、**中国交建** (PB0.42X)等。此外继续重点推荐**苏文电能** (民营配网 EPCO 龙头)、**中材国际** (水泥行业“碳中和”龙头)、**华铁应急** (建筑机械化先锋)等建筑转型升级核心标的。

风险提示：疫情反复风险，政策变动风险，应收账款风险，海外经营风险，新业务不达预期等

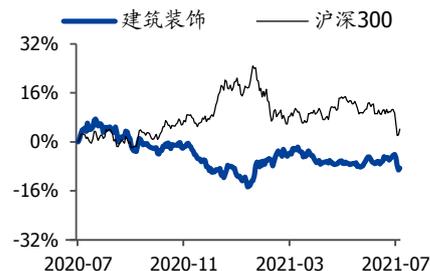
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601669.SH	中国电建	--	0.52	0.57	0.63	0.77	8.5	7.8	7.0	5.8
601117.SH	中国化学	买入	0.74	0.90	1.05	1.21	11.8	9.7	8.3	7.2
601618.SH	中国中冶	--	0.38	0.44	0.50	0.57	9.6	8.4	7.4	6.5
600068.SH	葛洲坝	--	0.93	1.29	1.49	1.66	8.7	6.2	5.4	4.8
601390.SH	中国中铁	买入	1.03	1.16	1.27	1.38	4.9	4.3	3.9	3.6
601186.SH	中国铁建	买入	1.65	1.88	2.10	2.29	4.4	3.9	3.5	3.2
601668.SH	中国建筑	买入	1.07	1.18	1.30	1.41	4.1	3.7	3.4	3.1
601800.SH	中国交建	--	1.00	1.20	1.33	1.46	6.5	5.4	4.9	4.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所（中国电建、中国中冶、葛洲坝、中国交建盈利预测取自 Wind 一致预期）

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
分析师 夏天
执业证书编号：S0680518010001
分析师 杨涛
执业证书编号：S0680518010002
分析师 程龙戈
执业证书编号：S0680518010003
分析师 廖文强
执业证书编号：S0680519070003

相关研究

- 《建筑装饰：建筑央企估值或迎修复，看好碳中和及建筑产业升级龙头》2021-07-26
- 《建筑装饰：看好碳中和与转型升级双主线，推荐苏文电能、华铁应急与中材国际》2021-07-18
- 《建筑装饰：淡化总量，继续看好绿色智能转型升级龙头机会》2021-07-11

内容目录

1. 新能源为建筑央企带来新机遇，有望带动估值修复	4
1.1. 屋顶分布式光伏迎发展良机，央企有望扮演重要角色	4
1.1.1. 能源局积极推动，各省市纷纷发文开展屋顶分布式光伏试点	4
1.1.2. 建筑央企在客户渠道、安装技术、资源整合方面优势突出	6
1.2. 新能源工程快速增长，布局新能源电力运营潜力大	6
1.2.1. 电力供应结构变化，新能源发电投资快速增长	6
1.2.2. 布局新能源发电运营潜力大	8
2. “新材料”、“矿业”、“双碳”多亮点待充分挖掘	10
2.1. 新材料：中国化学化工新材料实业转型潜力大	10
2.2. 矿业：中冶镍钴矿、中铁铜矿保有量领先	10
2.2.1. 中国中冶资源情况	10
2.2.2. 中国中铁资源情况	11
2.3. 双碳：中冶、中化分别为钢铁、化工行业碳减排龙头	12
2.4. 其他：分拆上市、基建 REITs 申报等积极推进	13
3. 央企估值处历史低位，基本面趋势良好	13
4. 投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 各省市整县屋顶分布式光伏开发试点方案通知汇总	4
图表 2: 每年新增屋顶分布式光伏市场规模测算	5
图表 3: 建筑央企屋顶分布式光伏部分代表项目	6
图表 4: 全国电力总装机结构变化	7
图表 5: 2015 年新增装机各类型占比	7
图表 6: 2020 年新增装机各类型占比	7
图表 7: 2011-2020 年风电投资及增速	8
图表 8: 2011-2020 年水电和火电以外类别电源投资占比	8
图表 9: 中国电建与三峡能源装机及收入对比（装机单位万千瓦，收入与利润单位亿元）	9
图表 10: 中国电建电力运营收入及增速	9
图表 11: 中国能源建设控股新能源发电相关指标	9
图表 12: 中国化学目前在建新材料实业项目基本情况	10
图表 13: 中国中冶矿产资源情况	11
图表 13: 中国中冶资源板块经营情况	11
图表 14: 中国中铁矿产资源储量及产量	12
图表 15: 我国各行业二氧化碳排放量占比	12
图表 16: 中国中冶冶金订单及增速	13
图表 17: 8 大建筑央企 PE 估值	14
图表 18: 8 大建筑央企 PB 估值	14
图表 19: 8 大建筑央企 PE 与沪深 300PE 比值	14
图表 20: 8 大建筑央企 PB 与沪深 300PB 比值	14
图表 21: 建筑央企 PB 估值情况	14

图表 22: 6大建筑央企新签订单年度值及同比增速 (不含中国交建、中国中铁)	15
图表 23: 央企新签订单及增速.....	15
图表 24: 8大央企营收/建筑业总产值	16
图表 25: 建筑央企部分新业务亮点	16

1. 新能源为建筑央企带来新机遇，有望带动估值修复

1.1. 屋顶分布式光伏迎发展良机，央企有望扮演重要角色

1.1.1. 能源局积极推动，各省市纷纷发文开展屋顶分布式光伏试点

推广分布式光伏意义重大，国家能源局已发文积极试点。建设屋顶分布式光伏有利于整合资源集约开发、削减电力尖峰负荷、落实 3060 双碳目标，我国建筑屋顶资源丰富，开发建设屋顶分布式光伏空间大。据证券时报，国家能源局综合司 6 月 20 日发文拟在全国开展整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点，以加快推进屋顶分布式光伏发展，文件明确了申报试点地区的党政机关、学校、医院、工商业厂房、农村居民屋顶可安装光伏发电面积最低比例，强调要按“宜建尽建”的原则进行建设，并提出“屋顶分布式光伏由电网企业保障并网消纳”、“财政补贴、整合乡村振兴各类项目资金”、“开展分布式发电市场化交易”等支持政策，如若未来大面积推广，有望大幅带动相关产业链投资。

各省市均积极申报屋顶分布式光伏试点，分布式光伏建设迎发展良机。在 6 月 20 日国家能源局综合司下发《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》后，当前已有约 20 个省市发布整县推广屋顶分布式光伏通知文件，我们对目前各省市文件总结来看：

- 1) 各省市一般原则上要求每个区/市上报 1 个代表性试点，部分省市对于上报县（市、区）的日照资源做出了细化规定；
- 2) 对于配电网的升级改造提出全新要求，普遍要求各地电网企业要切实保障试点地区分布式光伏的大规模接入需求，做到“应接尽接”；
- 3) 部分省市明确提出储能建设的主张，如宁夏要求各县（市、区）分布式光伏开发储能配置比例不低于 10%。

图表 1: 各省市整县屋顶分布式光伏开发试点方案通知汇总

省市	发文时间	标题	内容摘要
江苏省发改委	2021/6/25	《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	各区原则上选取不少于 1 个有代表性的县（市、区），提出试点方案。请电网企业高度重视，密切配合各设区市开展试点方案编制工作，统筹做好配电网升级改造，满足试点分布式光伏大规模接入需求，为分布式光伏提供便捷、及时、高效接网服务。
辽宁省发改委	2021/6/25	《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	原则上每个市上报一个试点项目。要积极协调落实屋顶资源，电网企业要密切配合各地试点方案编制工作，加强对配电网的升级改造，切实保障试点地区分布式光伏的大规模接入需求，做到“应接尽接”。
河南省发改委	2021/6/29	《关于申报整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点的通知》	电网企业要加强配电网的升级改造，切实保障试点地区分布式光伏的大规模接入需求，做到“应接尽接”。
上海市发改委	2021/6/25	《关于转发〈国家能源局综合司关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知〉的通知》	积极申报项目试点，原则上浦东新区及非中心城区每个区应报送不少于一个试点项目。相关供电公司要密切配合试点方案编制工作，加强对配电网的升级改造，切实保障试点地区分布式光伏的大规模接入需求。试点地区分布式光伏由电网企业保障并网消纳。
内蒙古能源局	2021/6/25	《关于报送整旗县推进屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	试点域内配电网开展分布式光伏发电系统配电网承载能力分析，明确系统运行模式，确保屋顶分布式光伏发电系统具备规模化接入配电网的条件。
山西省能源局	2021/6/25	《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	原则上每个市优选不超过 2 个县（市、区）。申报试点要认证落实国家有关配电网改造、营商环境、光伏接网、项目备案等整县推进工作措施。
新疆发改委	2021/6/25	《关于组织申报整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	试点政府要积极协调落实屋顶资源，电网企业要密切配合各地试点方案编制工作，加强对配电网的升级改造，切实保障试点地区分布式光伏的大规模接入需求，做好“应接尽接”。分布式光伏由新疆电力有限公司保障并消纳。
安徽省能源局	2021/6/30	《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	重点做好四类（党政机关、公共建筑、工商业厂房、农村居民屋顶）可开发利用面积的摸查。试点方案应科学合理确定建设规模、运行模式、进度安排、接网消纳、运营维护、收益分配、政策支持和保障措施等相关内容。
陕西省发改委	2021/6/4	《关于开展分布式光伏整县推进试点工作的通知》	请电网企业配合各省市分布式光伏整县推进试点工作，统筹做好配电网升级改造，保障试点县（区）分布式光伏具备大规模接入条件，为分布式光伏提供便

省份/机构	日期	文件名称	主要内容
福建省发改委	2021/5/20	《关于开展户用光伏整县集中推进试点工作的通知》	捷、及时、高效并网服务，实现分布式光伏发电高效利用。优先支持光照资源好的地区开展试点，根据地方意愿推动“一企包一县”等建设模式，协调具备实力的大型企业参与建设。
江西省发改委	2021/6/11	《关于开展户用光伏整体推进试点工作的通知》	各地可在辖区范围选取1-2个有意愿的试点参与申报，鼓励大型能源企业与(市、区)加强对接。请各级电网企业加大对试点地区的支持力度，在农网改造项目安排和试点项目并网等方面给予倾斜，并积极帮助户用光伏申报本年度光伏发电补贴。
甘肃省发改委	2021/6/16	《关于开展分布式光伏整县推进试点工作的通知》	重点推动可利用屋顶面积充裕、电网接入和消纳条件好的工业园区、大型公共建筑等发展分布式光伏发电。请省电力公司积极配合相关市县分布式光伏整县整乡推进试点工作，统筹做好配套电网省级改造，保障试点县、乡具备大规模接入条件。
和别省发改委	2021/6/26	《转发国家能源局综合司关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	各级电网公司要积极配合各地试点方案编制工作，对方案并网消纳提出初步意见。
广东省能源局	2021/6/3	《关于报送整县(市、区)推进户用和屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	具备条件的地市原则上选取一个有代表性的县(市)，提出整县(市)试点方案。
山东省能源局	2021/6/2	《发改委副主任连维良在山东召开整县分布式光伏规模化开展试点工作座谈会》	一致表示将抢抓重大机遇，全力参与和推进试点工作。
浙江省发改委	2021/6/30	《整县(市、区)推进分布式光伏规模化开发试点工作方案(讨论稿)》	到2025年末，将全省分布式光伏装机从“十四五”可再生能源规划中“十四五”新增500万千瓦的目标，提高到新增600万千瓦。并对现有建(构)筑物、新建(构)筑物屋顶安装比例做出明确目标。电网公司要加强对配电网的升级改造，切实保障试点地区分布式光伏的大规模接入需求，确保大量分布式光伏并网后的安全稳定运行。
宁夏发改委	2021/6/29	《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	对照四类屋顶资源条件积极落实电网接入消纳，原则上各市择优报送1-2个县(市、区)试点方案。请电网企业密切配合试点方案并网消纳部分的编制工作，并加强对配电网的升级改造。明确要求各县(市、区)分布式光伏开发储能配置比例不低于10%。
湖南省发改委	2021/7/1	《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	每个市(州)报送的试点县(市、区)原则上不超过1个。试点电网企业要密切配合各地区试点方案编制工作，加强对配电网的到“应接尽接”。

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

BIPV 经济性持续提升，行业有望加速发展。BIPV（光伏建筑一体化）是屋顶分布式光伏的一种重要实现形式，兼具建材与发电性能。“十二五”以来 BIPV 系统造价持续下降，从 40 元/w 左右下降至目前的 4-6 元/w，随着光伏集成技术持续提升以及行业规模持续扩大，根据中国 BIPV 联盟的预测，“十四五”末有望降至 2.5 元/w，投资回收期显著缩短，BIPV 经济性有望进一步凸显。

不考虑存量更新，我国屋顶分布式光伏每年增量市场可达 1400 亿元。近年我国年均房屋建筑竣工面积约为 38 亿平方米，其中住宅 26 亿平，厂房建筑 4.4 亿平，商业建筑 2.7 亿平，公共类等建筑 4.9 亿平。如果不考虑存量建筑更新，仅考虑厂房、商业、公共三类建筑新竣工面积，假设三类建筑平均层数分别为 2/5/5 层，光伏屋顶渗透率分别为 60%/30%/40%，则累计屋顶资源面积为 1.87 亿平米。如果按每平米光伏板荷载 150W、造价为 5 元/W 来估算，则对应年增的屋顶装机总潜力 28GW，对应年增潜在市场空间 1400 亿元。

图表 2：每年新增屋顶分布式光伏市场规模测算

房屋类型	竣工面积 (亿平米)	平均层数	屋顶面积 (亿平米)	渗透率	每平方米光伏负荷 (W)	潜在装机容量 (GW)	单位造价 (元/W)	市场规模 (亿元)
厂房建筑	4.4	2	2.2	60%	150	19.8	5	990
商业建筑	2.7	5	0.5	30%	150	2.4	5	122
公共及其他类	4.9	5	1.0	40%	150	5.9	5	294
合计	12		3.7		150	28.1	5	1406

资料来源：统计局，国盛证券研究所

1.1.2. 建筑央企在客户渠道、安装技术、资源整合方面优势突出

客户渠道方面：建筑央企在大型厂房、交通枢纽、政府办公楼项目众多，工业及政府客户丰富，屋面资源渠道广泛；**安装技术方面：**部分建筑央企已承接过大型屋顶分布式光伏项目，具备较强的安装技术和经验。如中国中冶、中国电建、中国建筑等都承接过单个项目投资超过 10 亿的屋顶分布式光伏项目。中国建筑旗下的中建科技还当选为中国光伏行业协会光电建筑专业委员会第一届副主任委员单位（隆基股份等其他几家公司也当选为副主任委员单位），显示在此领域的强大实力；**资源整合方面：**央企普遍资金实力雄厚，对于供应商资源整合能力强。

整体看建筑央企在屋顶分布式光伏领域具备明显竞争优势，未来有望在分布式光伏发展中扮演重要角色。但考虑到央企业务体量，预计边际盈利带动有限，短期对估值或有明显促进作用。

图表 3: 建筑央企屋顶分布式光伏部分代表项目

公司名称	承接子公司	中标日期	项目名称	项目规模
中国中冶	中冶赛迪	2021/4/26	宝武韶钢屋顶光伏（一期）总承包项目	投标报价 5996 万元，装机量 28.9MW
中国中冶	中冶武勘	2021/3/14	芜湖市城南污水厂等六座污水厂分布式光伏项目 EPC 总承包工程	投标报价 7580 万元，规划总装机规模 17.47MWp，预计年发电量约 1753 万度
中国中冶	中冶天工	2020/10/29	山西省运城市临猗县、万荣县 440MW 屋顶分布式光伏发电总承包	合同金额 14.1 亿元
中国电建	水电十二局	2020/8/12	山东省菏泽市成武县机电产业园 17.78 兆瓦屋顶分布式光伏发电项目和成武县家具产业园 17.63 兆瓦屋顶分布式光伏发电项目	项目金额合计 6000 万元，合计容量 35MW
中国电建	中国电建	2021/6	山西旺达新能源有限公司屋顶分布式光伏发电项目	合同金额 14.72 亿元
中国电建	水电十二局	2019 年	山东青岛特钢厂屋顶 23 兆瓦光伏项目	装机容量 23MW
中国电建	中国电建江西电力设计院	2019/10/16	江西东鹏卫浴有限公司光伏发电项目 EPC 总承包工程	投标报价 1023 万元，屋顶面积约 5.5 万平方米，总装机容量 4.4MW
中国能建	中国能建天津电建	2021/6/8	新奥(北京)电力服务有限公司 2021 年度分布式光伏发电 EPC 总承包项目	装机容量约 270MW
中国能建	葛洲坝	2021/3/9	埃及 35.7 兆瓦分布式光伏电站项目	4 个屋顶项目和 4 个地面项目，总容量 35.7MW
中国能建	中国能建广东火电	2020/8/19	安徽芜湖朱家桥污水处理厂一期 2 兆瓦分布式光伏 EPC 项目	总规划装机容量 22.9MW
中国铁建	中铁建电气化局集团轨道交通器材有限公司	2017 年	1.66MW 屋顶分布式光伏发电项目	项目总投资 1030 万元，项目容量 1.7MW
中国铁建	中铁十七局电气化公司	2015 年	援巴基斯坦国会大厦太阳能光伏发电项目	总装机容量为 1MW，包括国会大厦建筑物屋顶光伏 0.35MW 和新建钢结构停车场屋顶光伏 0.65MW
中国建筑	中建一局	2021 年	国家能源集团光伏建筑一体化中心项目	北京首座光伏一体化绿色建筑
中国建筑	中建三局二公司安装公司	2020 年 7 月	山西省运城市盐湖区、闻喜县、芮城县 600MW 屋顶分布式光伏发电项目 EPC 总承包工程	合同金额为 19.3 亿元，将安装 150 余万块 400W 光伏板，占用屋顶面积 300 余万平方米；项目建成后可实现年发电 12.6 亿千瓦时

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

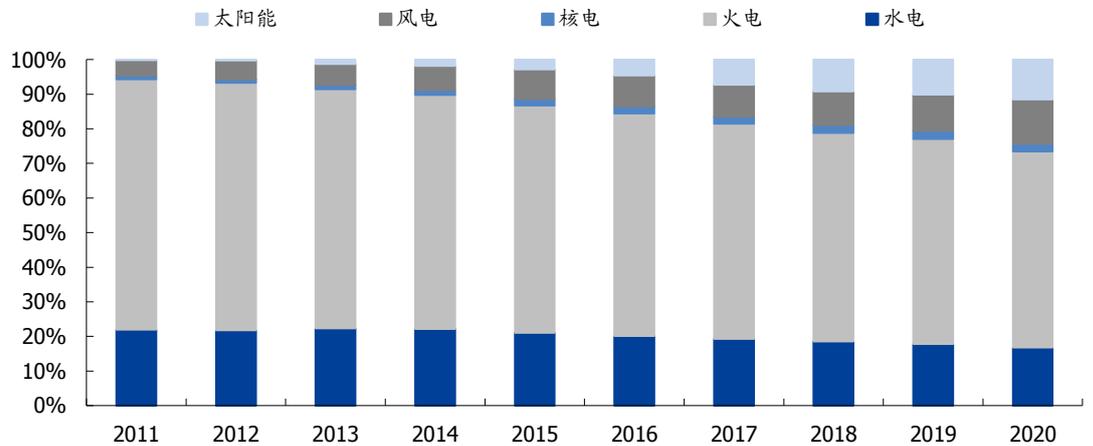
1.2. 新能源工程快速增长，布局新能源电力运营潜力大

1.2.1. 电力供应结构变化，新能源发电投资快速增长

非化石能源发电装机容量占比持续上升。从总装机容量上看，2020 年全国全口径非化石能源发电装机容量合计 9.8 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 44.8%。煤电装机容量

10.8 亿千瓦，占比为 49.1%，首次降至 50% 以下。“十三五”时期，全国全口径发电装机容量年均增长 7.6%，其中非化石能源装机年均增长 13.1%，占总装机容量比重从 2015 年底的 34.8% 上升至 2020 年底的 44.8%，提升 10 个百分点；煤电装机容量年均增速为 3.7%，占总装机容量比重从 2015 年底的 59.0% 下降至 2020 年底的 49.1%，下降近 10 个百分点。

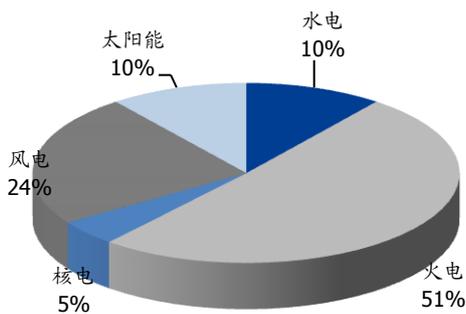
图表 4: 全国电力总装机结构变化



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

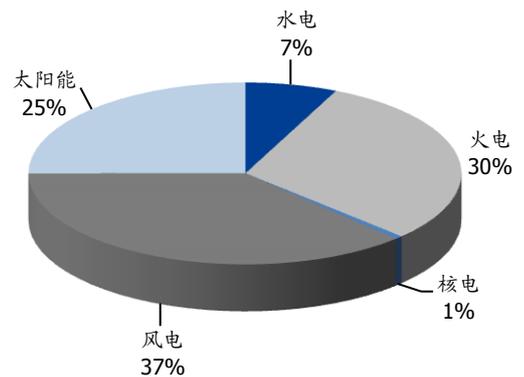
新能源新增装机成为主力。2020 年新增装机中火电占比约为 30%，非化石能源装机占比约为 70%，其中风电为 37%，太阳能为 25%，合计约 62%，新能源装机已经成为主力。相较于 2015 年，风电和太阳能合计新增装机占比提升约 29 个 pct，火电新增装机占比则下降 21 个 pct。

图表 5: 2015 年新增装机各类型占比



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年新增装机各类型占比

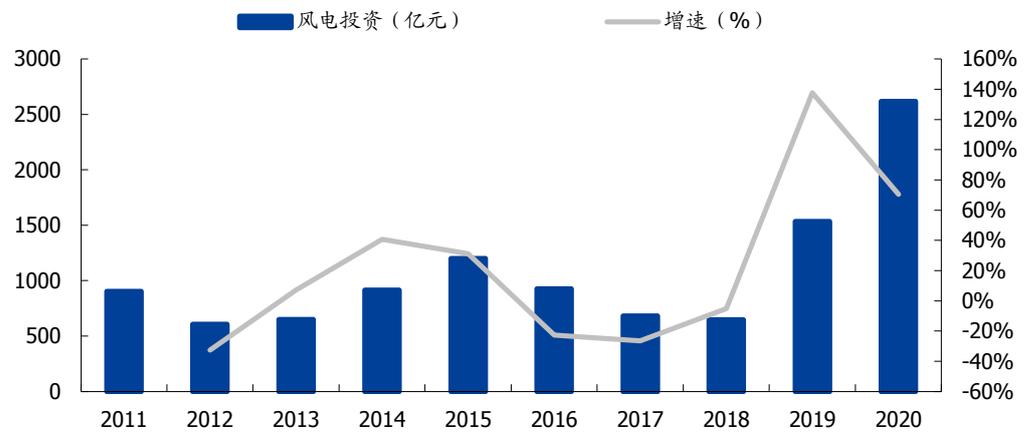


资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

新能源发电投资快速增长，风电爆发成为最大电源投资类别。十三五期间，以风电和太阳能发电为代表的新能源电源投资快速增长，特别是风电投资在 2019-2020 年出现爆发。2019-2020 年风电投资分别为 1535/2618 亿元，同比分别增长 138%/71%。风电投资已成为每年电源投资中最大类别，2020 年占据电源投资量的 50%。新能源发电投资占比较 2015 年提升近 20 个 pct。风电等新能源投资的快速增长推动电源投资在 2019-2020 年出现明显回升。根据国家能源局预计到“十四五”末，可再生能源发电装机占我国电力总装机的比例将超过 50%，可再生能源在全社会用电量增量中的占比将达到 2/3 左右，

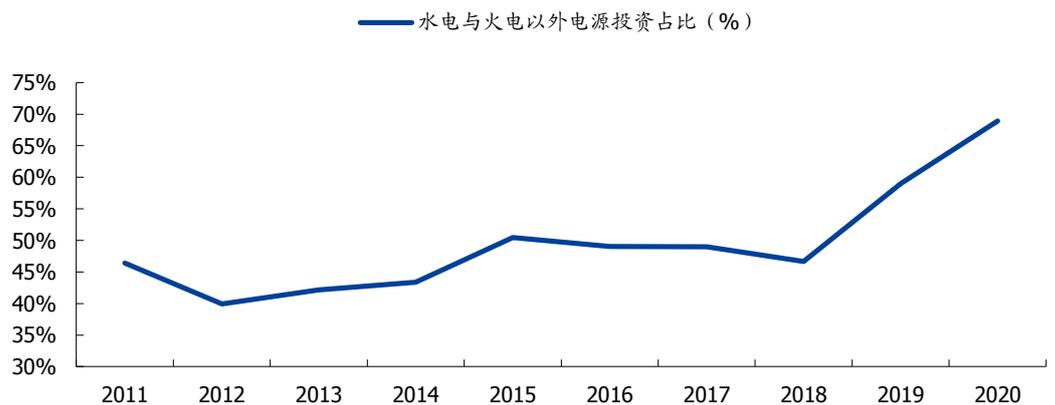
未来风电、光伏为代表的新能源发电投资将继续保持快速增长。

图表 7: 2011-2020 年风电投资及增速



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

图表 8: 2011-2020 年水电和火电以外类别电源投资占比



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

1.2.2. 布局新能源发电运营潜力大

电力工程企业对于电力项目建设各环节都比较熟悉, 资源整合能力强, 并且部分央企国企资金实力雄厚, 凭借投资、设计、施工、运营一体化的产业链优势, 除了获取新能源电力工程订单外, 未来切入新能源电力投资运营市场潜力较大。中国电建与中国能建两家电力建设的龙头企业就是其中典型代表, 两企业已经投资运营了规模较大的清洁能源电力项目。

中国电建: 电力投资与运营业务是公司的重要业务, 与工程承包及勘测设计业务紧密相连, 是公司产业链的延伸。截至 2020 年底, 公司控股并网装机容量 1,613.85 万千瓦, 其中: 太阳能光伏发电装机 129.16 万千瓦, 同比增长 7.77%; 风电装机 528.34 万千瓦, 同比增长 6.12%; 水电装机 640.36 万千瓦, 同比增长 9.19%; 火电装机 316 万千瓦, 同比持平。清洁能源占比达到 80.42%。截至 2020 年底, 公司累计投运和在建装机容量达 2,008.85 万千瓦。公司 2020 年实现电力运营收入 189 亿元, 同比增长 11%, 占总收

入的比例为 4.69%；毛利率达到 47.85%，占毛利润总额的 15.8%。

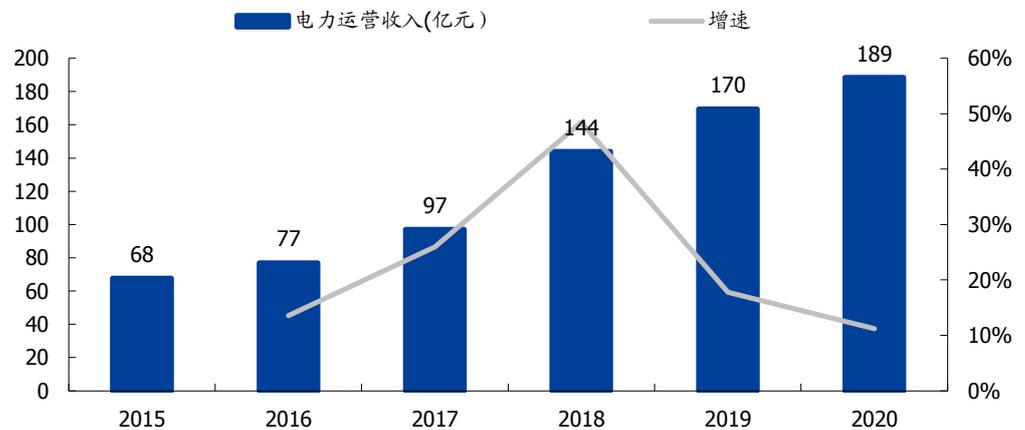
中国电建清洁能源运营电力装机行业领先。近期上市三峡能源是新能源发电龙头，截至 2020 年 9 月底，控股风电装机 690 万千瓦，光伏装机 477 万千瓦，水电装机 23 万千瓦，合计 1190 万千瓦，小于中国电建 1298 万千瓦的清洁能源装机规模。2020 年，三峡能源实现净利润 39 亿元，目前市值 1754 亿元，Wind 一致预测 21 年 PE 为 35 倍。中国电建电力运营净利润约为 24 亿元，目前总市值仅 698 亿元。

图表 9: 中国电建与三峡能源装机及收入对比 (装机单位万千瓦, 收入与利润单位亿元)

公司	风电 装机	光伏 装机	水电 装机	清洁能源 合计装机	电力收入	净利润
中国电建	528	129	640	1297.9	189	24
三峡能源	690	477	23	1189.8	113	39

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 三峡能源数据截止至 2020 年 9 月底

图表 10: 中国电建电力运营收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中国能建: 公司下属清洁能源业务包括清洁高效的火电、水电、风电、光伏等电源的投资和运营, 2020 年清洁能源运营收入实现 14.57 亿元, 同比增长 3.7%。控股装机容量 2866 兆瓦, 同比大幅增长 87%。根据公司近期发布的战略白皮书, 公司计划在十四五期间加大对清洁能源的投资力度, 提升清洁能源运营收入在总收入中的占比。

图表 11: 中国能源建设控股新能源发电相关指标

新能源发电指标	2018 年	2019 年	2020 年
控股装机 (兆瓦)	1420	1533	2866
在建装机 (兆瓦)	2400	2687	2034
年发电量 (亿千瓦时)	38.23	39.16	45.13

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. “新材料”、“矿业”、“双碳”多亮点待充分挖掘

2.1. 新材料：中国化学化工新材料实业转型潜力大

公司在高端化工新材料领域研发投入大，技术储备丰厚，技术向实业转化重估潜力巨大。经过多年研发，公司突破“卡脖子”己二腈技术，该项目一期 20 万吨己二腈等产品预计 2022 年投产试运行，计划投资 104 亿，税后财务内部收益率可达 16.82%，回报良好，如果顺利投产且达到预期目标，可对明年贡献较大业绩弹性。除己二腈外，公司还有一期 5 万吨硅基气凝胶、10 万吨/年 PBAT 项目等在建；POE、尼龙 12、MCH 储氢运氢等多个技术储备进行小试/中试，后续向化工新材料实业转型潜力大。第二成长曲线有望打开，公司价值将迎来重估。

图表 12: 中国化学目前在建新材料实业项目基本情况

投资子公司	项目	投资金额	一期内容
天辰公司	100 万吨尼龙 66 新材料（己二腈）	104 亿元	一期计划建设 20 万吨/年己二腈、20 万吨尼龙 66 切片、30 万吨丙烯腈联产氢氰酸等装置
华陆公司	硅基气凝胶项目	40 亿元	一期 5 万吨/年硅基气凝胶
东华科技	PBAT 项目	一期投资 6.5 亿元	一期 10 万吨 PBAT 项目

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.2. 矿业：中冶镍钴矿、中铁铜矿保有量领先

2.2.1. 中国中冶资源情况

中国中冶镍钴矿资源储量领先，镍价高位有望贡献业绩弹性。公司从事的资源开发业务主要集中在镍、钴、铜、锌、铅等金属矿产资源的采矿、选矿、冶炼等领域。目前旗下主要矿产资源有：1) 巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目，是全球现有已投产红土镍矿中达产率和运营水平最高的矿山，年产氢氧化镍钴折合镍 33,659 吨、钴 2,941 吨。2) 巴基斯坦杜达铅锌矿项目，全年累计生产锌精矿含锌 35,054 吨、铅精矿含铅 7,094 吨。3) 巴基斯坦山达克铜金矿项目，全年累计生产粗铜 13,200 吨。4) 阿富汗艾娜克铜矿项目，世界级特大型铜矿床，铜金属量达 1,108 万吨，目前与阿富汗政府就继续开展采矿合同谈判进行磋商。

图表 13: 中国中冶矿产资源情况

项目	2020年产量
巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿	镍 3.4 万吨, 钴 2915 吨
巴基斯坦山达克铜金矿	粗铜 1.3 万吨
阿富汗艾娜克铜矿	暂未开采
巴基斯坦杜达铅锌矿	锌精矿 35054 吨, 铅精矿 7094 吨

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2020 年公司资源板块实现营业收入 43.84 亿元, 同比下降 15%, 实现净利润 3.47 亿元, 同比增长 57.7%, 占公司总净利润的 3.7%。去年上半年由于疫情影响, 主要金属价格如镍出现大幅下跌, 下半年镍价出现回升, 资源业务盈利情况大幅改善。随着下游新能源汽车行业对高镍三元动力电池需求的持续扩大释放, 预计镍价将继续高位运行, 有望为公司贡献业绩弹性。

图表 14: 中国中冶资源板块经营情况

单位 (亿元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入	42.64	30.15	37.89	56.65	52.80	51.80	43.84
净利润	-13.15	-31.15	-9.15	2.17	2.52	2.20	3.47

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2.2. 中国中铁资源情况

公司铜、钴、钼保有量国内领先。公司矿产资源业务以矿山实体经营开发为主, 目前在境内外全资、控股或参股投资建成 5 座现代化矿山, 分别为黑龙江鹿鸣钼矿, 刚果(金)绿纱铜钴矿、MKM 铜钴矿、华刚 SICOMINE 铜钴矿以及蒙古乌兰铅锌矿。生产和销售的主要矿产品包括铜、钴、钼、铅、锌等品种的精矿、阴极铜和氢氧化钴。前述矿山保有资源/储量主要包括铜约 844 万吨、钴约 64 万吨、钼约 66 万吨, 其中, 铜、钴、钼保有储量在国内同行业处于领先地位, 矿山自产铜、钼产能已居国内同行业前列。2020 年公司资源板块实现铜金属产量 21.18 万吨, 同比增加 5.35%; 钴金属产量 2567 吨, 较去年基本持平; 钼金属产量 7963 吨, 同比减少 48.72%; 铅金属产量 1.43 万吨, 同比减少 16.31%; 锌金属产量 2.14 万吨, 同比增加 31.47%; 银金属产量 43.32 吨, 同比增加 0.07%。

2020 年公司资源板块实现收入 39.46 亿元, 同比下降 28%, 实现毛利润约 15 亿元, 占公司总毛利润的 1.5%。20 年收入下降主要因疫情影响, 钴、钼、铅、锌等产品价格全年均价下行。随着全球大宗商品价格上涨, 预计 21 年资源板块盈利将迎来大幅上升。

图表 15: 中国中铁矿产资源储量及产量

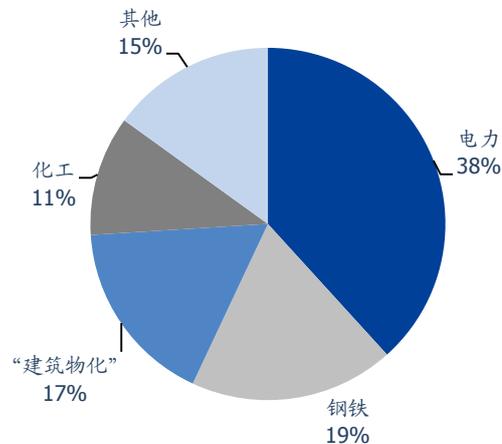
金属种类	储量 (万吨)	产量
铜	844	21.18 万吨
钴	64	2567 吨
钼	66	7963 吨
铅		1.43 万吨
锌		2.14 万吨
银		43.32 吨

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3. 双碳: 中冶、中化分别为钢铁、化工行业碳减排龙头

“碳中和”目标下制造业节能减排需求有望持续增长, 钢铁和化工行业属于高排放行业。根据《“十三五”主要部门和重点行业二氧化碳排放控制目标建议》核算数据显示, 以部门划分, 2015 年工业部门直接排放二氧化碳 37 亿吨, 占全国总排放的 40%, 工业部门碳排放占比巨大。在碳中和发展目标下, 预计未来高污染、高耗能的水泥、冶金与化工等传统制造业碳减排要求将持续收紧、能效要求不断提升, 相关节能减排、提标改造、智能升级等需求有望持续增加。

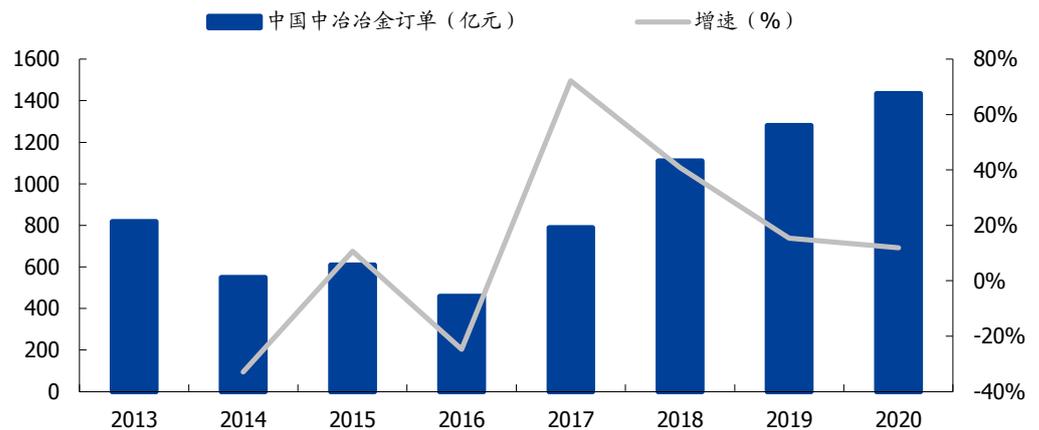
图表 16: 我国各行业二氧化碳排放量占比



资料来源: 《“十三五”主要部门和重点行业二氧化碳排放控制目标建议》, CEADS, 国盛证券研究所

中国中冶全国冶金工程市占率 90%, 技术领先, 是钢铁行业碳减排龙头。中国中冶作为全球最大最强的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商, 紧跟国内钢铁行业绿色转型和智能制造的步伐, 稳占国内 90%、全球 60% 的冶金市场, 将在钢铁行业碳减排中发挥重要作用。在绿色化方面, 公司中标全球首例氢能源开发利用示范项目——河钢氢能源开发和利用工程示范项目设计, 显示技术实力。据中国钢铁工业协会测算, 全行业超低排放改造投资约需 2600 亿元, 有望给公司带来绿色改造相关订单。

图表 17: 中国中冶冶金订单及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中国化学: 化工行业减排龙头, 承建国内最大规模燃煤电厂碳捕集示范工程。公司在国内化工领域占据较大市场份额, 承建了国内 90%以上大中型合成氨和尿素项目、磷酸和磷铵项目、纯碱项目, 在技术和客户方面竞争优势领先。根据公司年报披露, 未来化工行业将继续大力推进清洁生产, 对传统产业实施清洁生产技术改造, 有望给公司带来相关绿色改造订单。此外, 公司在碳捕集方面也具备项目经验, 据国资委网站消息, 近日, 由中国化学工程十四公司承建的国内最大规模燃煤电厂碳捕集示范工程——国华锦能 CCUS 项目一次通过 168 小时连续满负荷试运行, 正式投入运营。该项目是目前全球设计性能指标最优的 CO₂捕集利用项目, 是我国燃煤电厂低碳绿色发展示范引领项目。

2.4. 其他: 分拆上市、基建 REITs 申报等积极推进

中国铁建分拆铁建重工上市, 积极申报基建 REITs 项目。6月22日, 中国铁建分拆旗下先进装备制造子公司铁建重工于科创板成功上市, 募资总金额 42.4 亿元, 最新市值为 293 亿元, 占中国铁建市值为 31.2%。子公司拆分成功上市有利于央企旗下资产的价值重估, 加快专业板块的发展, 补充了权益资金, 降低了母公司整体资产负债率, 实现多重收益。此外, 中国铁建还积极申报了基建 REITs 项目, 据公司公告国金铁建重庆渝遂高速公路 REITs 项目已获证监会、交易所受理, 成为建筑板块首单申报基建 REITs 项目。

中国中铁拟分拆下属中铁高铁电气装备股份有限公司在科创板上市。7月6日中国证监会同意高铁电气在科创板首次公开发行股票注册申请。高铁电气收入主要来源于电气化铁路接触网产品、城市轨道交通供电设备的研发、设计、制造和销售。2020 年实现收入 13.55 亿元, 实现净利润 1.64 亿元, 拟募集资金 7.8 亿元。

3. 央企估值处历史低位, 基本面趋势良好

当前 8 大建筑央企整体估值处于历史底部。当前 8 大建筑央企板块整体估值 PE (ttm) 5.10 倍, 较最低点高出 2%; PB 为 0.52 倍, 较最低点高出 2%, 处于历史最低区间。横向对比来看, 建筑板块与沪深 300 的相对估值也处于历史最低区间。当前 8 大建筑央企板块整体 PE/PB 与沪深 300 的比值分别为 0.37/0.32 (历史最低分别为 0.32/0.27)。从

个股的角度看，目前8大建筑央企中除了中国化学与葛洲坝外均破净，其中中国建筑、中国铁建、中国中铁当前PB已与历史最低值重合。

图表 18: 8大建筑央企 PE 估值



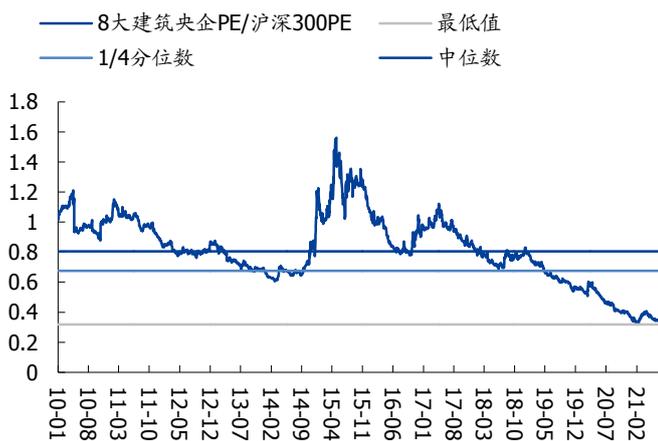
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 8大建筑央企 PB 估值



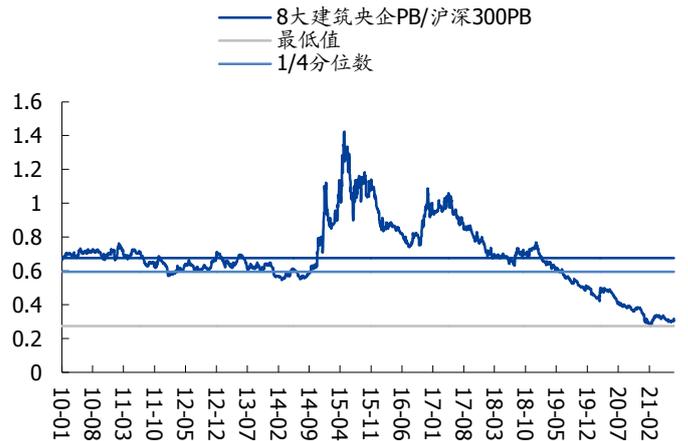
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 8大建筑央企 PE 与沪深 300PE 比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 8大建筑央企 PB 与沪深 300PB 比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

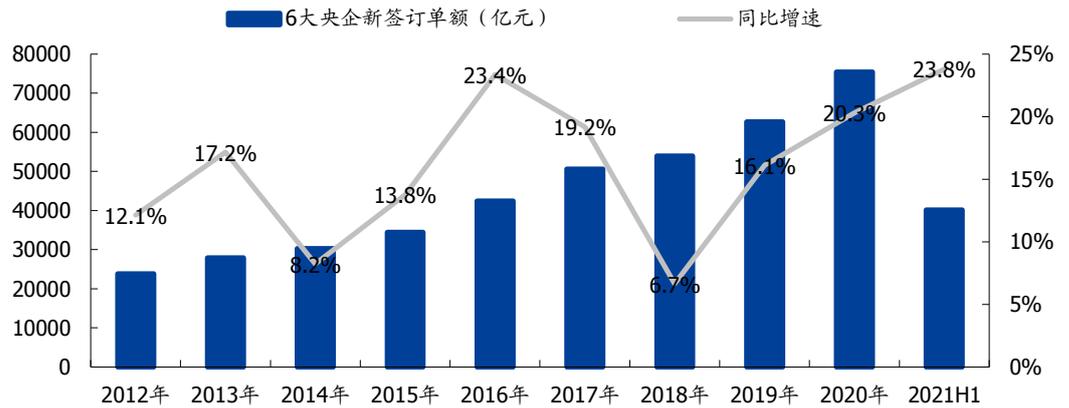
图表 22: 建筑央企 PB 估值情况

公司	最低 PB	出现时间	历史 PB 中位数	目前 PB	与最低点比较(%)
中国建筑	0.66	2021/7/29	1.13	0.66	0%
中国铁建	0.52	2021/7/19	1.02	0.52	0%
中国中铁	0.59	2014/3/10	1.07	0.59	0%
中国交建	0.40	2021/7/19	1.06	0.42	5%
中国电建	0.49	2021/7/7	1.08	0.57	15%
中国中冶	0.60	2020/7/17	1.09	0.97	61%
葛洲坝	0.90	2019/10/30	1.35	1.10	23%
中国化学	0.80	2021/2/3	1.35	1.25	56%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

央企上半年订单与业绩增长趋势良好。2021年建筑央企经营情况延续2020年恢复趋势，新签订单在万亿规模上继续快速增长，表现亮眼。2021H1已出数据的6大央企合计新签订单4.0万亿，同比增长23.8%，增速续创新高。其中葛洲坝、中国化学订单增长40%以上，中国中冶、中国铁建与中国建筑增长20%以上，表现突出。从公布的业绩预告来看，中国建筑上半年业绩预增24%-36%略超预期，较19年同期复合增速为10%-15%；中国交建上半年业绩预增110%-139%，较19年同期业绩复合增速为0%-7%，整体实现快速恢复。

图表 23: 6大建筑央企新签订单年度值及同比增速 (不含中国交建、中国中铁)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 央企新签订单及增速

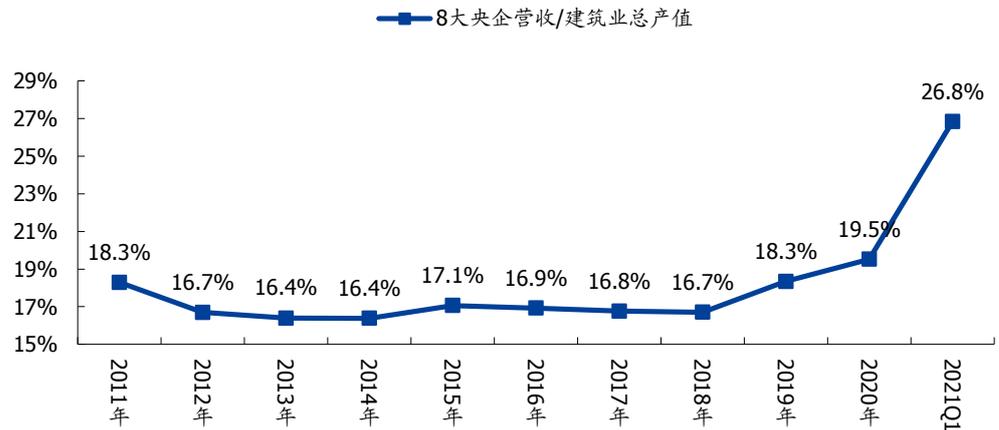
金额单位: 亿元	2017年	2018年	2019年	2020年	2021H1
中国建筑	22216	23233	24821	27705	16070
增长	19.4%	4.6%	6.6%	11.6%	20.9%
葛洲坝	2260	2231	2520	2712	2252
增长	5.8%	-1.3%	13.0%	7.6%	53.7%
中国电建	4068	4558	5118	6733	3823
增长	12.7%	12.1%	12.3%	31.5%	13.7%
中国中冶	6028	6657	7878	10197	6151
增长	20.0%	10.4%	18.3%	29.4%	32.2%
中国化学	951	1450	2272	2512	1319
增长	34.9%	52.5%	56.7%	10.5%	44.9%
中国铁建	15083	15845	20069	25543	10546
增长	23.7%	5.1%	26.7%	27.3%	20.4%
6大央企新签订单额 (亿元)	50606	53974	62678	75402	40159
增长	19.2%	6.7%	16.1%	20.3%	23.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

建筑央企市占率加速提升。近年来在反腐、营改增、金融监管、原材料价格波动、疫情冲击等诸多因素影响下行业集中度已持续提升，经营不规范、实力弱的小企业已然逐渐退出行业。2019年至今行业整体增速低迷，而建筑央企新签订单增长在20%左右，市占率持续提升。特别在去年疫情冲击下，行业供给侧出清加快，建筑央企营收占建筑行业产值比例接近20%，今年Q1则迅速提升至27%，市占率提升加速趋势明显。未来多个因素有望加速龙头市占率提升。1) 央企等大型企业集采规模逐步加大，产业链定价权

增强，在原材料及劳务成本上升背景下，成本端规模优势将更明确地体现。2) 项目大型化、综合化、融资化趋势加速，小企业无力承接，而龙头企业具备全产业链综合服务能力，各方面资源可以更好匹配。3) 装配式浪潮已来，央企等龙头企业凭借着政府客户、土地、资金、技术等优势竞争实力更加突出，同时装配式制造属性增强，减少对现场人工的依赖，将更具规模效应，促强者更强。4) “碳中和”政策约束，建筑行业绿色化技术标准将构筑更高壁垒，龙头在技术、研发、资质等方面更具优势。以上多因素将促龙头市占率持续提升，在低增长的新时代加速行业供给侧改革。

图表 25: 8 大央企营收/建筑业总产值



资料来源: 公司公告, 统计局, 国盛证券研究所

4. 投资建议

投资建议: 当前央企基本面稳健，整体估值处于历史低位，新能源、新材料、矿业、双碳等新业务方向有望带来估值弹性。重点关注**中国电建** (PB0.57X, 新能源发电运营潜力大)、**中国化学** (PB1.25X, 化工新材料实业潜力大)、**中国中冶** (PB0.97X, 镍钴资源丰富)、**葛洲坝** (PB1.1X, 中国能建拟吸收合并), 以及其他低估值央企**中国建筑** (PB0.66X)、**中国中铁** (PB0.59X, 铜钴储量较丰富)、**中国铁建** (PB0.52X)、**中国交建** (PB0.42X) 等。此外我们继续重点推荐**苏文电能** (民营配网 EPCO 龙头)、**中材国际** (水泥行业“碳中和”龙头)、**华铁应急** (建筑机械化先锋) 等建筑转型升级核心标的。

图表 26: 建筑央企部分新业务亮点

公司	部分业务亮点
中国化学	己二腈卡脖子技术突破; 硅基气凝胶等项目在建, 多个储备技术在小试/中试, 新材料实业转型潜力大。化工行业碳减排龙头, 承接国内最大燃煤电厂碳捕集示范工程。
中国电建	新能源工程全球龙头, 在风电、光伏(含屋顶分布式)、水电等具备强大优势。在手清洁能源电力装机 1298 万千瓦, 行业领先, 十四五拓展潜力大。
中国中冶	海外拥有全球储量大运行最好的红土镍钴矿之一, 镍价高位有望贡献业绩弹性。钢构龙头, 屋顶资源渠道丰富, 具备承接大型屋顶分布式光伏经验。钢铁冶金行业碳减排龙头。
中国中铁	铜、钴、钼保有储量在国内同行业处于领先地位, 矿山自产铜、钼产能已居国内同行业前列。
中国铁建	分拆铁建重工上市, 申报板块内首个 REITs 项目。具备分布式光伏项目经验, 具备较多车站、厂房客户资源。
中国建筑	旗下中建科技当选光伏行业协会光电建筑专业委员会第一届副主任委员单位, 技术实力领先。房

建龙头，屋顶资源丰富。

葛洲坝

中国能建拟吸收合并葛洲坝。全球电力工程龙头，新能源工程潜力大。清洁能源装机十四五有望快速发展。中国能建与宁德时代签署储能合作协议。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5. 风险提示

疫情反复风险，政策变动风险，应收账款风险，海外经营风险、新业务不达预期等。

疫情反复风险

当前国内疫情基本处于受控状态，但近期海外疫情有复燃趋势，若后续再度爆发，则对建筑企业经营情况将产生不利影响。

政策变动风险

建筑板块估值与盈利预期都受到政策预期影响，而投资相关的政策具有不确定性。

应收账款风险

建筑公司资产端具有较多应收帐款，如若不能如期收回，可能对建筑公司盈利造成不利影响。

海外经营风险

国际汇率波动将可能对海外工程公司业绩造成不利影响。此外海外市场不确定因素较多，可能对相关公司造成潜在负面影响。

新业务不达预期

屋顶分布式光伏、新能源、实业、矿业、双碳绿色业务等新业务方向可能进展不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用
 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com