

中国能建 (601868.SH) / 中国能源建设 (3996.HK)

能源电力综合服务龙头, “回A” 开启 “双碳” 新篇章

全球能源电力综合服务龙头, 合并葛洲坝理顺机制加快发展。公司成立于2011年, 由原葛洲坝、中国电力工程顾问集团和国网、南网所属部分电力勘测设计、工程建设和装备制造企业组建而成, 2015年在港股上市。公司是一家可为全球能源电力、基础设施等行业提供整体解决方案、全产业链服务的综合特大型集团, 在电力系统整体规划设计、火电、电网、核电常规岛等领域设计施工市占率位居第一, 水电市占率30%, 风电、光伏、储能等技术领先。本次公司吸收合并葛洲坝, 实现A+H两地上市, 可以消除同业竞争, 理顺管理机制, “十四五”有望加速发展。2021H1, 公司实现营收1415亿元, 同增34% (两年复合增速为14%); 实现归母净利润24亿元, 同增166% (两年复合增速7%), 基本走出疫情影响, 经营趋势向好。

以新能源为主体的新型电力系统加快构建。经济稳健发展驱动我国电力行业投资长期保持稳定增长。2020年电力基本建设投资完成额9943亿元, 同比增长11.5%, 近10年复合增速为3%。电力行业是碳排放主体行业之一, 加快建设以新能源为主体的新型电力系统对于实现“双碳”极为重要。具体看, 电源侧: 新能源未来将成为主体电源, 2020年新增装机中风电占比37%, 太阳能25%, 合计约62%。电网端: “大电网”与“分布式”系统相互兼容互补, 特高压与配网建设有望保持较快增长。此外抽水蓄能、化学储能等储能系统不断完善, 未来电力系统将呈现源网荷储深度融合的新局面。

公司主要竞争优势: 1) 电力系统综合设计规划龙头。公司旗下电规总院作为“能源智囊、国家智库”, 是“国家电力规划中心”的依托单位, 深度参与我国能源整体战略规划, 在电力系统综合设计领域优势明显。2) 电网、火电、核电常规岛领域设计施工市占率第一, 新能源领域参与设计累计装机超过1.7亿千瓦, 执行施工任务累计装机超过1.1亿千瓦 (全国新能源装机容量约5.3亿千瓦), 在风光储一体化等综合性清洁能源项目上能力突出。3) 全产业链布局综合服务能力强。业务覆盖电力设计、投资、施工、制造、运维全产业链, 可提供系统化一站式解决方案。

未来成长驱动因素: 1) 依托公司整体优势加大新能源电力工程承接力度, 特别是大型综合性能能源项目。2) 特高压与配网不断完善, 公司在电网端优势明显, 有望显著受益。3) 切入新能源运营潜力大。公司2020年在手电力装机2.9GW, 规划2025年在手电力装机不低于20GW, 是20年7倍, 年复合增速达到47%。4) 新型储能、抽水蓄能、氢能等关键领域加快布局。公司公告与宁德时代签署战略协议在储能领域合作; 水电施工能力突出, 抽水蓄能项目经验丰富, 受益抽水蓄能未来快速增长; 拟成立专业氢能子公司开拓氢能业务。4) 非电力领域业务提供进一步成长动力。

投资建议: 我们预计公司在完成对葛洲坝的吸收合并后, 2021-2023年的归母净利润(备考)分别为84.5/95.8/107.4亿元, 同比增长81%/13%/12% (可比口径同比增长27%/13%/12%), 对应增发后最新股本摊薄EPS分别为0.20/0.23/0.26元。公司港股对应21-23年PE分别为5.3/4.7/4.2倍, 首次覆盖给予“买入”评级。A股参考可比公司估值, 合理价格区间为2.4-2.8元 (对应21PE12-14X)。

风险提示: 新能源建设不达预期、基建投资增长不达预期、新业务进展不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	246,917	269,922	312,552	346,021	378,349
增长率 yoy (%)	10.3	9.3	15.8	10.7	9.3
归母净利润 (百万元)	5,112	4,671	8,449	9,578	10,743
增长率 yoy (%)	8.7	-8.6	80.9	13.4	12.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.12	0.11	0.20	0.23	0.26
净资产收益率 (%)	8.5	6.3	7.4	7.7	8.0
P/E (倍)	8.7	9.6	5.3	4.7	4.2
P/B (倍)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.4

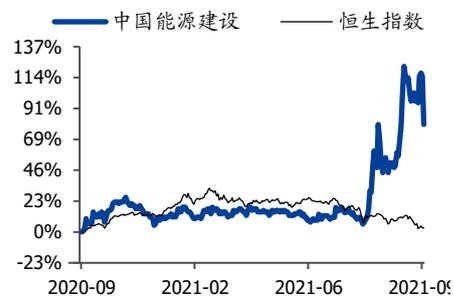
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年9月27日港股收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	建筑工程
9月27日收盘价(港元)	1.29
总市值(百万港元)	11,948.54
总股本(百万股)	9,262.44
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	80.24

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	263459	288151	331562	325551	364281
现金	49135	56435	55227	54467	49988
应收票据及应收账款	52727	59678	70480	73616	83943
其他应收款	17268	16922	22667	21162	26762
预付账款	24760	25258	32660	31460	38651
存货	61953	61529	82200	76518	96609
其他流动资产	57616	68329	68329	68329	68329
非流动资产	158212	187901	204182	220226	235902
长期投资	21877	28954	34608	40298	44915
固定资产	31853	33243	37582	40277	42425
无形资产	28294	61738	67421	74778	83521
其他非流动资产	76187	63966	64570	64873	65040
资产总计	421670	476052	535744	545777	600183
流动负债	224353	253102	287668	283902	323380
短期借款	13042	11423	16762	17843	17812
应付票据及应付账款	104391	113564	140128	140020	165562
其他流动负债	106919	128115	130778	126040	140006
非流动负债	84027	85021	87502	88863	89838
长期借款	70969	72970	75452	76812	77788
其他非流动负债	13058	12050	12050	12050	12050
负债合计	308380	338123	375171	372765	413218
少数股东权益	55146	69512	54039	56900	60109
股本	30020	30020	41691	41691	41691
资本公积	8102	8106	8106	8106	8106
留存收益	16421	20109	31082	43521	57474
归属母公司股东权益	58145	68417	106533	116112	126855
负债和股东权益	421670	476052	535744	545777	600183

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10964	6490	13341	19863	18152
净利润	9634	8637	10973	12439	13952
折旧摊销	4548	3778	4916	5731	6533
财务费用	3542	3793	2920	3093	3085
投资损失	-3419	-559	-972	-1008	-934
营运资金变动	-4821	-9435	-4246	-77	-4190
其他经营现金流	1479	276	-250	-316	-295
投资活动现金流	-14513	-20192	-19975	-20452	-20980
资本支出	13741	15004	10626	10355	11059
长期投资	-4927	-8418	-5654	-5690	-4616
其他投资现金流	-5699	-13606	-15003	-15787	-14537
筹资活动现金流	-1974	22136	5425	-170	-1651
短期借款	-16947	-1620	5339	1080	-31
长期借款	15133	2001	2482	1360	975
普通股增加	0	0	11671	0	0
资本公积增加	118	5	0	0	0
其他筹资现金流	-278	21750	-14067	-2611	-2596
现金净增加额	-5019	7237	-1208	-759	-4479

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	246917	269922	312552	346021	378349
营业成本	213591	233089	271308	299601	326801
营业税金及附加	1626	1695	2159	2330	2507
营业费用	2384	1941	2840	3160	3317
管理费用	11748	11555	13752	15225	17026
研发费用	5512	6785	7501	8304	9080
财务费用	3542	3793	2920	3093	3085
资产减值损失	-229	-326	313	346	378
其他收益	1398	1281	1482	1387	1384
公允价值变动收益	41	571	250	316	295
投资净收益	3419	559	972	1008	934
资产处置收益	70	433	0	0	0
营业利润	12378	12520	14462	16672	18767
营业外收入	622	263	442	353	398
营业外支出	193	743	326	346	362
利润总额	12807	12040	14579	16678	18803
所得税	3173	3403	3606	4239	4851
净利润	9634	8637	10973	12439	13952
少数股东损益	4522	3966	2524	2861	3209
归属母公司净利润	5112	4671	8449	9578	10743
EBITDA	21355	19633	22103	25330	28421
EPS (元/股)	0.12	0.11	0.20	0.23	0.26

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	10.3	9.3	15.8	10.7	9.3
营业利润 (%)	10.6	1.2	15.5	15.3	12.6
归属母公司净利润 (%)	8.7	-8.6	80.9	13.4	12.2
获利能力					
毛利率 (%)	13.5	13.6	13.2	13.4	13.6
净利率 (%)	2.1	1.7	2.7	2.8	2.8
ROE (%)	8.5	6.3	7.4	7.7	8.0
ROIC (%)	7.9	6.3	6.4	6.8	7.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.1	71.0	70.0	68.3	68.8
净负债比率 (%)	47.3	39.8	35.4	35.0	35.6
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.6	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.11	0.20	0.23	0.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.26	0.16	0.32	0.48	0.44
每股净资产 (最新摊薄)	1.32	1.41	2.05	2.28	2.53
估值比率					
P/E	8.7	9.6	5.3	4.7	4.2
P/B	0.8	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.1	8.5	6.7	6.1	5.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 27 日港股收盘价

内容目录

1. 公司概况：全球能源电力综合服务领军者	5
1.1. 公司简介与历史沿革	5
1.2. 吸收合并葛洲坝，理顺机制加速发展	5
1.3. 能源建设主业特色突出，多元业务全产业链布局	7
2. 行业分析：新能源为主体的新型电力系统加快构建	10
2.1. 电力投资长期稳定增长，新型电力系统加快构建	10
2.2. 电源端：主体电源逐渐向新能源转变	11
2.3. 电网端：电力系统调节保障能力提升，配网与特高压加快发展	16
3. 竞争优势：电力系统设计引领，全产业链布局优势显著	19
3.1. 国家能源智库，电力系统整体规划设计能力突出	19
3.2. 火电、核电、电网建设龙头，综合性新能源项目翘楚	21
3.3. 电力全产业链一体化优势显著，持续优化业务布局	22
4. 未来成长驱动因素	24
4.1. 新能源发电工程建设空间广阔	24
4.2. 配网与特高压工程持续增长	25
4.3. 切入新能源运营潜力大，计划 25 年底控股装机 20GW 以上	26
4.4. 新型储能、抽水蓄能、氢能等关键领域加快布局	26
4.4.1. 新型储能迎来快速发展，与宁德时代强强联合	26
4.4.2. 公司水电施工领域技术领先，抽水蓄能提供机遇	27
4.4.3. 加大力度布局氢能领域	29
4.5. 非电业务提供进一步增长动力	29
5. 盈利预测、估值与投资建议	30
5.1. 盈利预测	30
5.2. 估值与投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 吸收合并葛洲坝前公司股权结构	6
图表 3: 吸收合并葛洲坝后公司股权结构	6
图表 4: 公司历年营收及变动趋势	7
图表 5: 公司历年归母净利润及变动趋势	7
图表 6: 公司历年主营业务构成	7
图表 7: 勘测设计及咨询业务营业收入构成	8
图表 8: 工程建设业务营业收入构成	8
图表 9: 2016-2020 年公司工程建设业务板块收入及同比增速	8
图表 10: 迪拜 950 兆瓦光热光伏混合电站项目	9
图表 11: 浙江温岭牧屿污水处理厂 PPP 项目	9
图表 12: 中国能源建设控股新能源发电相关指标	9
图表 13: 全国电力基本建设投资及增速	10
图表 14: 新型电力系统的特征	11
图表 15: 电源基本建设投资及增速	11
图表 16: 2015 年新增装机各类型占比	12

图表 17: 2020 年新增装机各类型占比	12
图表 18: 2011-2020 年新增装机情况 (单位: 万千瓦)	12
图表 19: 2011-2020 年火电投资及增速	12
图表 20: 2011-2020 年水电投资及增速	13
图表 21: 2011-2020 年风电投资及增速	13
图表 22: 2011-2020 年水电和火电以外类别电源投资占比	14
图表 23: 火电建设市场各公司市场份额	14
图表 24: 水电建设市场各公司市场份额	14
图表 25: 中国风电制造企业累计装机各公司市场份额	15
图表 26: 中国风电投资运营各公司市场份额	15
图表 27: 2019 年中国光伏非住宅市场 EPC 安装市占率	15
图表 28: 电网基本建设投资及增速	16
图表 29: 电网与电源建设投资结构	16
图表 30: 2015-2025 年我国特高压累计线路长度及预测	17
图表 31: 330kv 以上输电线路市场各公司市场份额	18
图表 32: 特高压市场各公司市场份额	18
图表 33: 苏文电能历年营收及同比增速	18
图表 34: 苏文电能历年归母净利润及同比增速	18
图表 35: 火电勘测设计市场竞争格局	19
图表 36: 330kV 及以上输电线路勘测设计市场格局	19
图表 37: 特高压输电线路勘测设计市场格局	20
图表 38: 核电站常规岛勘测设计市场格局	20
图表 39: 电力规划设计总院主要项目成果	20
图表 40: 火电建设市场竞争格局	21
图表 41: 公司在各类能源建设领域的市占率及重大项目	22
图表 42: 公司在电力领域的全产业链布局	23
图表 43: 公司电力相关业务与非电领域业务比例	23
图表 44: 公司在非电领域的业务布局	24
图表 45: 公司近年来新签的部分新能源相关工程订单情况	25
图表 46: 公司电力业务新签合同额及增速	25
图表 47: 中国能源建设控股新能源发电相关指标	26
图表 48: 我国电化学储能市场规模测算	27
图表 49: 我国抽水蓄能累计装机规模	28
图表 50: 公司参与建设或设计的部分抽水蓄能电站项目	28
图表 51: 公司近期签订的氢能相关的项目或战略协议	29
图表 52: 公司非电力工程订单及增速	30
图表 53: 公司电力工程及非电力工程订单增速对比	30
图表 54: 公司盈利收入预测 (单位亿元)	30
图表 55: 公司分业务收入增速预测	31
图表 56: 公司分业务毛利率预测	31
图表 57: 可比公司估值情况	32

1. 公司概况：全球能源电力综合服务领军者

1.1. 公司简介与历史沿革

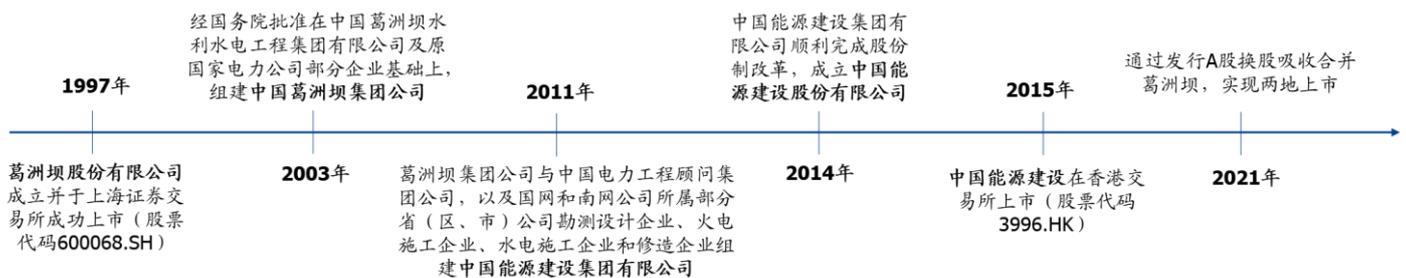
公司简介

全球特大型能源建设集团公司，产业链一体化优势显著。公司是一家为中国乃至全球能源电力、基础设施等行业提供整体解决方案、全产业链服务的综合特大型集团公司，主营业务横向覆盖能源电力、水利水务、铁路公路、港口航道等领域，纵向涉及设计、制造、建设、运营等多产业链条。公司是全球领先的电力和能源规划研究、勘测设计企业，承担了我国90%以上的电力勘测、设计、科研和行业标准制定任务以及20多个国家和地区的200多项重大工程勘测设计业务，在百万千瓦级超超临界机组、三代核电常规岛、清洁燃煤发电、特高压交直流输变电、柔性交直流输电、风电、太阳能发电等勘察设计技术领域具有国际领先优势。电力工程领域，公司先后承接了世界首个“三百”火电工程、世界首个AP1000、CAP1400核电工程、世界最大风光储输工程，世界首个多端柔性直流输电工程等重大项目，打造了多项世界第一，技术水平领先。

历史沿革

中国能建成立于2011年9月，由中国葛洲坝集团公司、中国电力工程顾问集团公司和国网、南网所属15个省（市、区）的电力勘测设计、工程建设和装备制造企业组建而成。2014年，中国能源建设集团有限公司顺利完成股份制改革，成立中国能源建设股份有限公司，并于2015年在香港交易所上市（股票代码3996.HK）。2021年，公司发布公告，拟通过向除葛洲坝集团以外的葛洲坝上市公司股东发行A股换股吸收合并葛洲坝，此次合并完成后，葛洲坝将终止上市，中国能建因本次合并发行的A股将申请在上交所主板上市流通，原内资股转换为A股并上市流通，实现“A+H”两地上市。

图表1：公司历史沿革

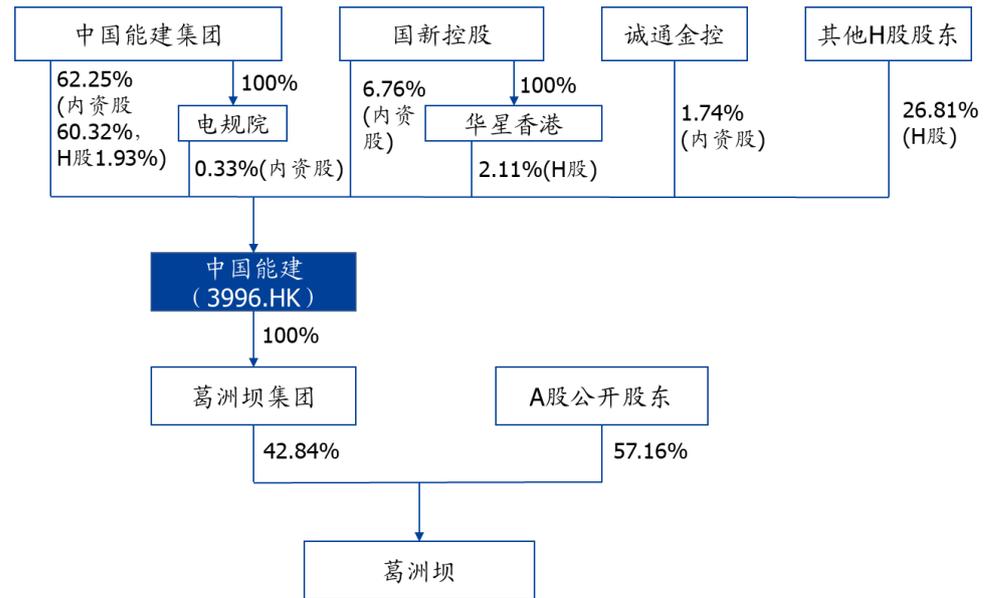


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2. 吸收合并葛洲坝，理顺机制加速发展

吸收合并前，中国能建第一大股东为中国能源建设集团，A+H股累计持股比例为62.25%。中国能建通过全资子公司葛洲坝集团间接持有葛洲坝43%股权，是葛洲坝的间接控股股东。原港股上市的中国能建除葛洲坝以外资产主要是从事电力勘察设计的中国能建规划设计公司，以及原国家电网与南方电网旗下的电力相关施工企业。2020年，公司公告，拟通过向除葛洲坝集团以外的葛洲坝上市公司股东发行A股换股吸收合并葛洲坝，发行价格为1.96元/股，葛洲坝原股东换股价格8.69元/股，交换比例4.42:1。

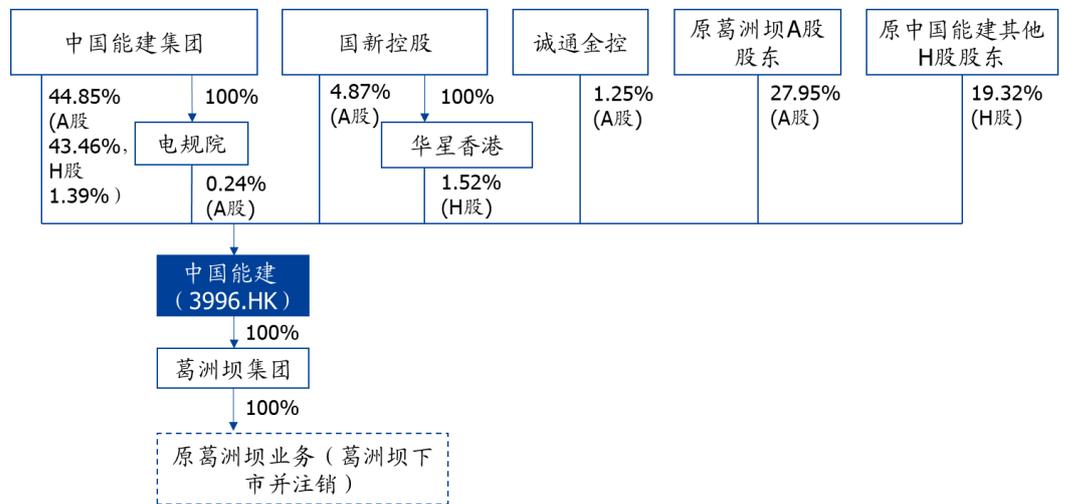
图表 2: 吸收合并葛洲坝前公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

重组完成后股权结构。此次重组完成后, 原葛洲坝股东所持有的 A 股将转换为 116.7 亿股中国能建股份, 持股比例约 28%, 中国能建集团累计持股比例将被稀释至 44.82% (其中 A 股持股比例 43.43%, H 股 1.39%)。中国能建集团仍为公司控股股东。

图表 3: 吸收合并葛洲坝后公司股权结构



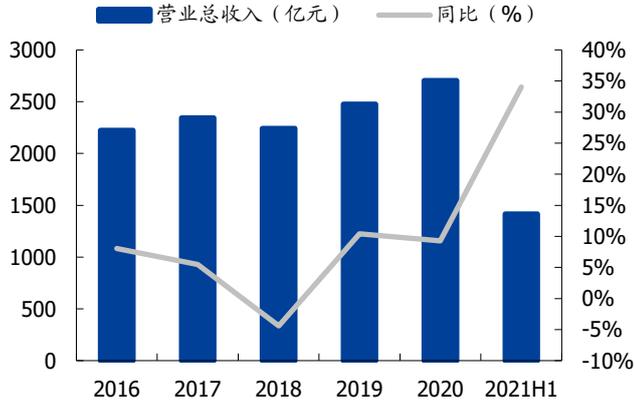
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中国能建吸收合并葛洲坝影响: 1) 解决同业竞争问题, 除葛洲坝外的电力相关企业从事非电业务与葛洲坝存在潜在同业竞争, 吸收合并葛洲坝后将解决同业竞争问题。2) 理顺能建集团与葛洲坝的关系, 有助于全集团整合资源, 提升效率。由于历史原因, 葛洲坝独立上市地位导致与集团其他电力相关企业的发展存在潜在竞争冲突, 吸收合并后, 中国能建可以对全集团发展进行统一规划, 整合归并资源, 有望提升经营效率。3) 提升整体市值形象, 拓宽融资渠道。吸收合并后, 中国能建实现 A+H 两地上市。A 股估值显著高于港股, 公司整体市值得到大幅提升, 进一步拓宽公司在 A 股的股权融资渠道。

1.3. 能源建设主业特色突出，多元业务全产业链布局

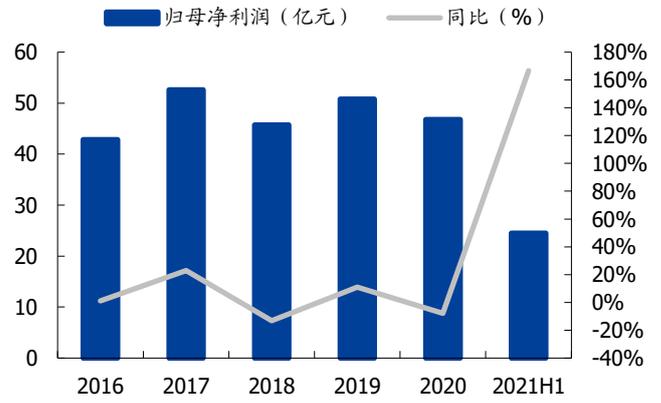
营收稳健增长，中期业绩强劲反弹。2020年，公司实现营业收入2703亿元，同增9%，疫情下仍实现了增长，彰显了较强的经营韧性；实现归母净利润46.7亿元，同降8.6%，主要因上年同期非经项目基数较高。2021H1，公司实现营收1415亿元，同增34%（相较19年同期增长29%，两年复合增速为14%）；实现归母净利润24亿元，同增166%（相较19年同期增长14%，两年复合增速为7%），经营已逐步恢复至疫前水平。

图表4：公司历年营收及变动趋势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

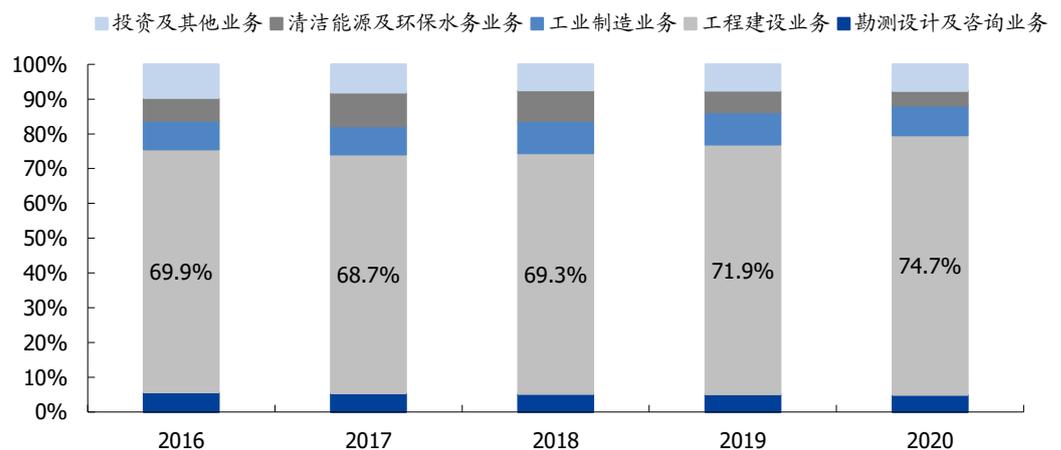
图表5：公司历年归母净利润及变动趋势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

全产业链多元化布局，工程建设业务为第一大收入来源。从业务构成看，公司主营业务包括勘测设计及咨询、工程建设、工业制造、清洁能源及环保水务、投资及其他业务五大板块，2020年各板块占营收的比例分别为5%/75%/8%/4%/8%。工程建设业务为公司核心收入来源，近五年该业务的营收占比逐年提升。未来，公司将重点聚焦于传统业务领域延伸发展、开发新能源及综合能源、非电基础设施领域及城市建设三大业务增量，持续优化业务布局。

图表6：公司历年主营业务构成



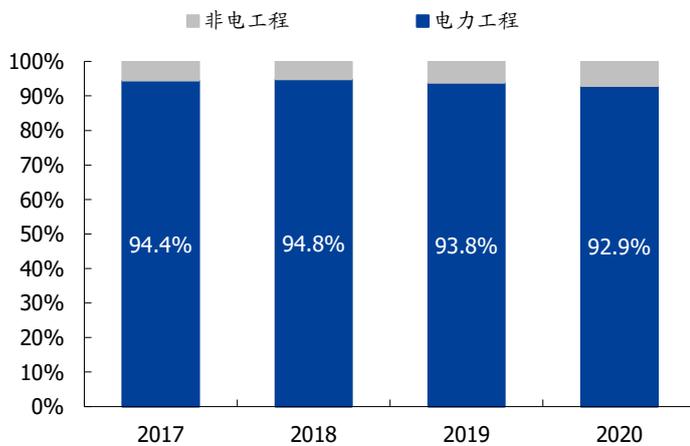
资料来源：Wind，国盛证券研究所

1) 勘测设计及咨询：公司勘测设计及咨询业务主要承接能源及基础设施领域规划研究、咨询、评估、工程勘察、设计、监理等业务。2020年勘测设计及咨询板块实现营业收入141亿元，同比增长7%，其中电力工程和非电力工程的营收分别为131/10亿元，同比

增长6%/22%；新签合同额为113亿元，电力工程和非电工程分别为103/10亿元，近五年电力工程新签合同额占比均在90%左右。作为行业领先的能源一体化方案解决商，公司在能源电力领域产业政策和发展规划研究上处于引领地位，在百万千瓦级超超临界机组、三代核电常规岛、清洁燃煤发电、特高压交直流输变电、柔性交直流输电、海上风电、太阳能热发电等领域具有国际领先优势。

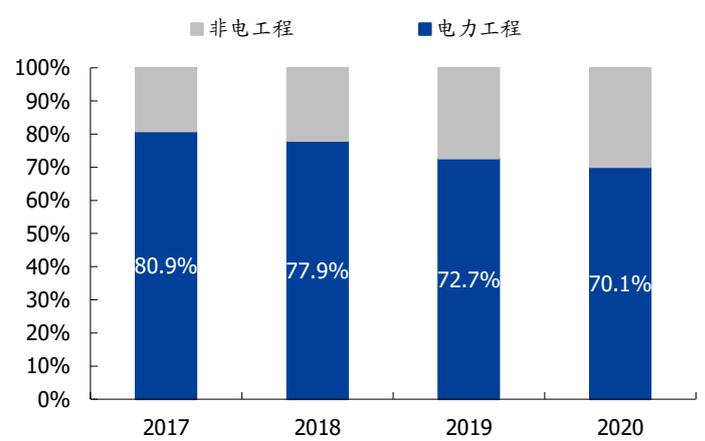
2) 工程建设：公司工程建设业务主要承接国内外大型常规发电项目、新能源发电项目、输变电项目和各类基础设施、民用建筑建设项目等，在电力和大型基础设施投资建设领域具有较强的核心竞争力。2020年工程建设板块实现营业收入2115亿元，其中电力工程和非电力工程的营收分别为1482/633亿元，同比增长10%/25%，电力主业稳健增长的同时非电力工程业务快速发展，带动整体板块增长在19-20年显著提速，分别实现同比增速13.6%/14.1%。

图表7：勘测设计及咨询业务营业收入构成



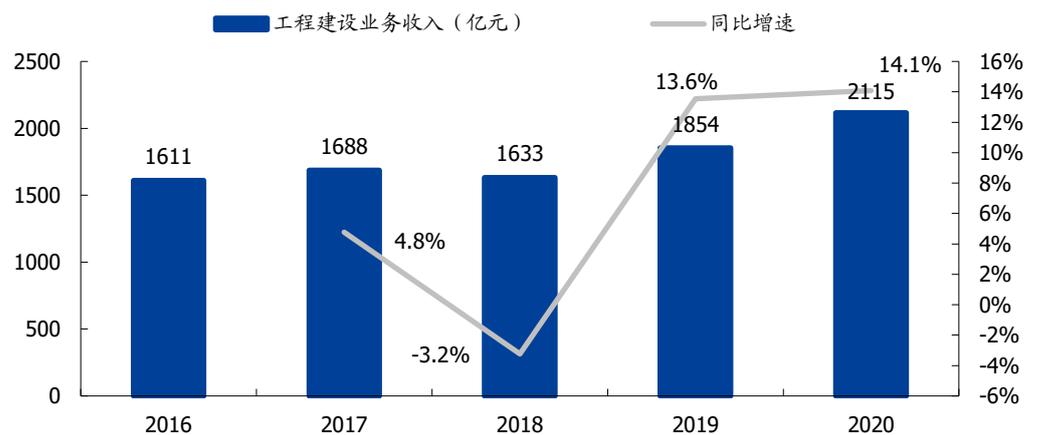
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表8：工程建设业务营业收入构成



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表9：2016-2020年公司工程建设业务板块收入及同比增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3) 工业制造：公司工业制造业务板块主要由水泥生产、民用爆破和装备制造三部分组成。其中装备制造业务主要为设计、制造及销售用于电力产业各领域的装备，包括电站辅机设备、电网设备、钢结构及节能环保设备。2020年工业制造板块实现营业收入241亿元，同比增长2%；其中水泥生产/民用爆破/装备制造实现营收分别为86/47/108亿

元，分别同比变动-12%/18%/8%。

4) 清洁能源及环保水务: 公司清洁能源业务包括清洁高效火电、水电、风电、光伏、光热、生物质发电等电源投资、建设与运营，在国内多地以及越南、巴基斯坦开发建设了一批清洁能源项目，业务规模及竞争力持续提升；生态环保业务涵盖水环境治理、土壤修复、污土污泥治理、园林绿化等细分领域；水务业务聚焦供水、污水处理业务，拥有国内为数不多的地表水四类标准污水处理厂，掌握了污水深度处理、水环境修复、智慧水务等领域的关键技术，并成功应用于雄安新区、海南海口、北京通州等项目中。

图表 10: 迪拜 950 兆瓦光热光伏混合电站项目



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 11: 浙江温岭牧屿污水处理厂 PPP 项目



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2020 年公司清洁能源运营收入实现 14.6 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，有望打造新增长点。

图表 12: 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

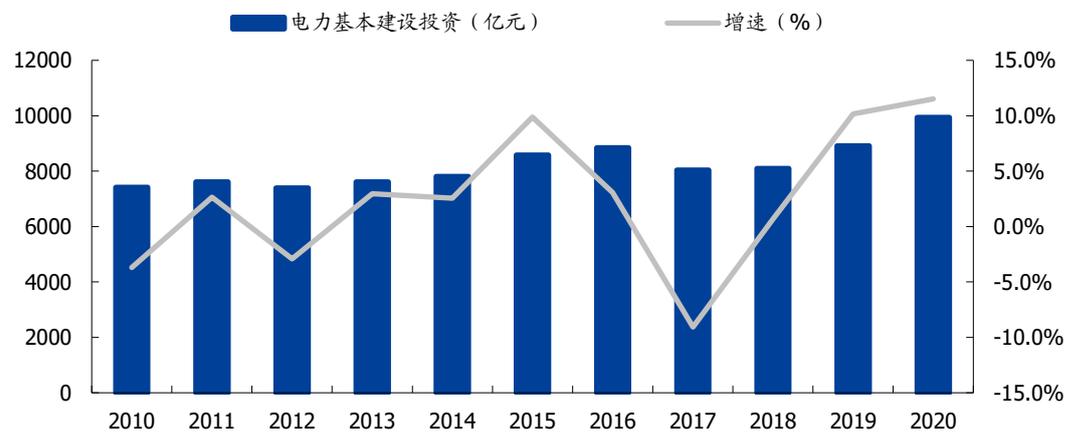
5) 投资及其他业务: 公司投资业务主要包括房地产投资开发，高速公路投资运营、金融服务等。公司房地产业务坚持高质量定位和差异化发展，锁定绿色、健康、科技住宅细分市场。高速公路业务领域，公司具备投资、建设、运营和资本运作的全产业链优势。金融服务业务包括财务公司金融业务等，为公司加强资金集中管理、丰富融资手段、节约融资成本提供了有力支持。2020 年，投资及其他业务实现营业收入 217 亿元，同比增长 11%。

2. 行业分析：新能源为主体的新型电力系统加快构建

2.1. 电力投资长期稳定增长，新型电力系统加快构建

电力工程的核心驱动是电力行业的投资。电力投资主要包括电源投资与电网投资两部分，分别对应电源工程与电网工程。我国电力投资随着经济的发展持续增长，根据国家统计局数据，2020年我国电力基本建设投资完成额9943亿元，同比增长11.5%，近10年复合增速为3%。其中电源基本建设投资5244亿元，同比增长29%，增速较快。电网基本建设投资为4699亿元，同比下滑3.2%，连续两年出现下滑，主要因特高压等电网建设进度放缓，以及35千伏及以下电网投资下滑。预计未来随着“新基建”战略推进，特高压与电力物联网建设有望加快，电网建设投资有望出现反弹。展望十四五期间，我国经济持续稳定增长趋势不变，电力供应结构中风电、光伏等新能源占比持续上升，电网系统中特高压及配电网不断完善，多因素将驱动电力投资保持持续稳定增长。

图表 13：全国电力基本建设投资及增速



资料来源：统计局，国盛证券研究所

新型电力系统加快构建。电力行业是碳排放的主体行业之一，电力行业的节能减碳是完成“双碳”目标的核心着力点。根据中国能建发布的《践行碳达峰、碳中和“30·60”战略目标行动方案（白皮书）》中观点：新型电力系统是适应极高比例新能源接入的绿色低碳电力系统，是源网荷储深度融合的电力系统。新型电力系统的特征可以概括为：在结构上，新能源成为主体电源，依托技术创新提供可靠电力支撑；在形态上，源网荷储融合互动，“大电源”、“大电网”与“分布式”系统相互兼容互补；在技术上，系统各环节全面数字化，调度运营体系高度智能化；在机制上，主动适应公平、灵活、高效的电力市场体系，充分发挥市场在电力资源配置中的决定性作用。

图表 14: 新型电力系统的特征

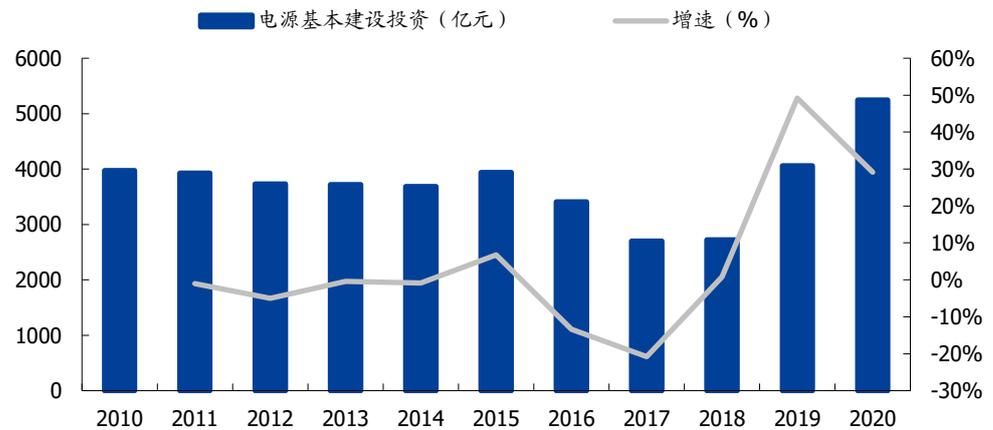
项目	内容
结构	新能源成为主体电源，依托技术创新提供可靠电力支撑
形态	源网荷储融合互动，“大电源”、“大电网”与“分布式系统相互兼容互补
技术	系统各环节全面数字化，调度运营体系高度智能化
机制	主动适应公平、灵活、高效的电力市场体系，充分发挥市场在电力资源配置中的决定性作用

资料来源：能建《践行碳达峰、碳中和“30·60”战略目标行动方案（白皮书）》，国盛证券研究所

2.2. 电源端：主体电源逐渐向新能源转变

2020 年我国电源建设基本投资为 5244 亿元，创出近 10 年新高，同比增长 29%。2010-2015 年我国电源建设投资基本保持稳定，在 3700-4000 亿元之间。2016-2018 年由于宏观去杠杆，经济发展降速，新能源补贴退坡等多因素影响，电源建设投资连续下滑。2019 年-2020 年融资环境宽松，新能源政策预期稳定，光伏风电等快速发展，整体电源投资增长加速，2019/2020 年增速分别为 49%/29%。

图表 15: 电源基本建设投资及增速

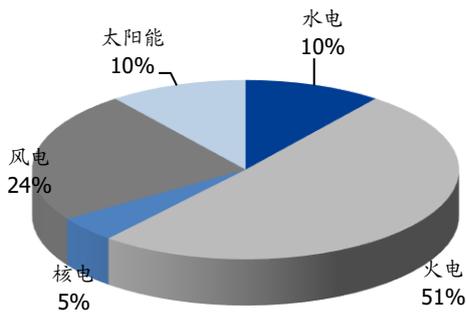


资料来源：统计局，国盛证券研究所

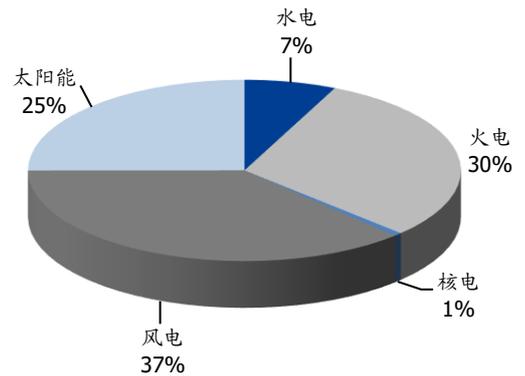
非化石能源发电装机容量占比持续上升。从总装机容量上看，2020 年全国全口径非化石能源发电装机容量合计 9.8 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 44.8%。煤电装机容量 10.8 亿千瓦，占比为 49.1%，首次降至 50% 以下。“十三五”时期，全国全口径发电装机容量年均增长 7.6%，其中非化石能源装机年均增长 13.1%，占总装机容量比重从 2015 年底的 34.8% 上升至 2020 年底的 44.8%，提升 10 个百分点；煤电装机容量年均增速为 3.7%，占总装机容量比重从 2015 年底的 59.0% 下降至 2020 年底的 49.1%，下降近 10 个百分点。

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 16: 2015 年新增装机各类型占比



图表 17: 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

资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

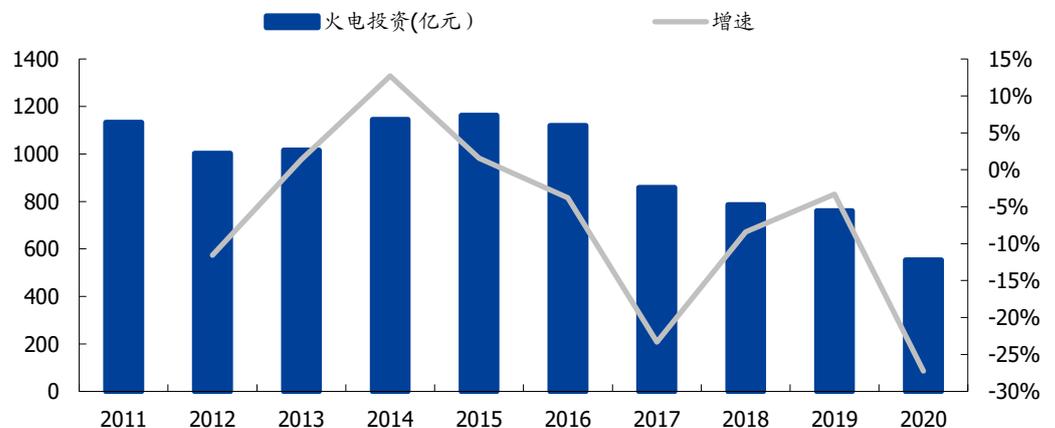
图表 18: 2011-2020 年新增装机情况 (单位: 万千瓦)

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
水电	1283	1676	3096	2180	1375	1179	1287	859	445	1323
火电	6241	5236	4175	4791	6678	5048	4453	4380	4423	5837
核电	175	0	221	547	612	720	218	884	409	112
风电	1528	1296	1487	2101	3139	2024	1720	2127	2572	7167
太阳能	196	107	1243	825	1380	3171	5341	4525	2652	4820

资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

火电投资连续五年下滑, 预计未来仍处于下降通道。2020 年火电投资额为 553 亿元, 同比大幅下滑 27%, 创出近 10 年新低。自 2016 年起, 火电投资已经连续 5 年出现下滑, 目前仅为 2015 年高峰时的 47.5%。未来火电投资可能在低基数上出现小幅反弹, 但展望十四五期间, 由于“碳中和”政策的约束, 新能源装机的快速增长, 火电投资整体预计仍处于下降通道中。

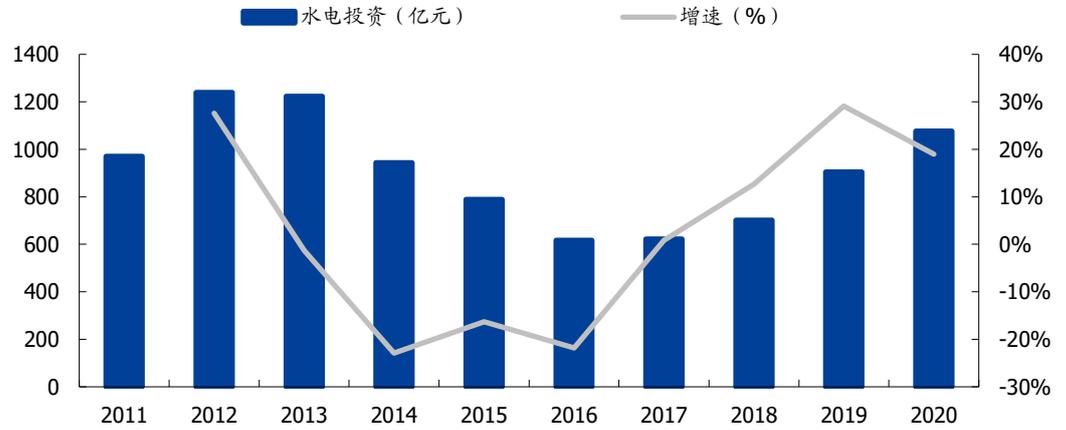
图表 19: 2011-2020 年火电投资及增速



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

水电投资存在波动，预计后续平稳。2020年我国水电投资1077亿元，同比增长19%。水电投资整体看存在一定波动，2013-2016年连续四年出现下滑。2016年水电投资仅为617亿元，为高峰2012年的50%。2016年后，水电投资呈现持续回升的态势，2017-2020年连续四年正增长，2020年已经重回1000亿元以上。由于水电属于清洁能源，仍有一定开发需求潜力，但受限于优质水利水电资源的稀缺性，后续整体投资预计保持平稳。

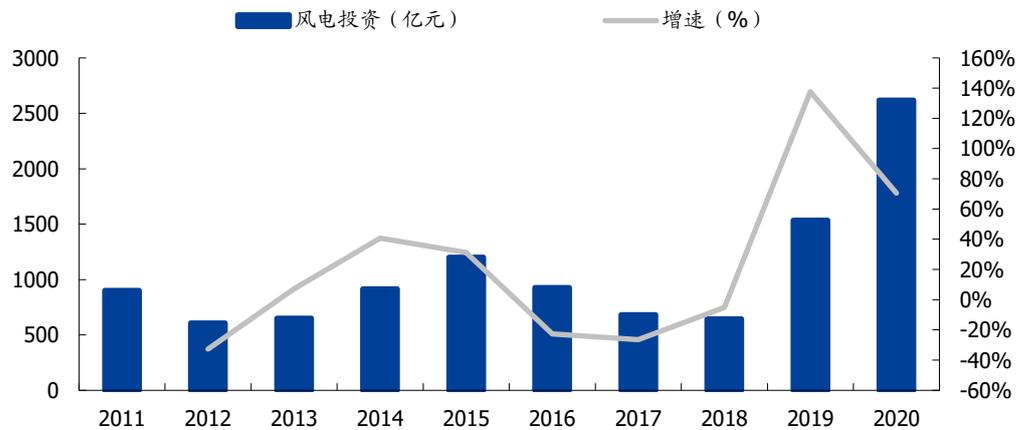
图表 20: 2011-2020 年水电投资及增速



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

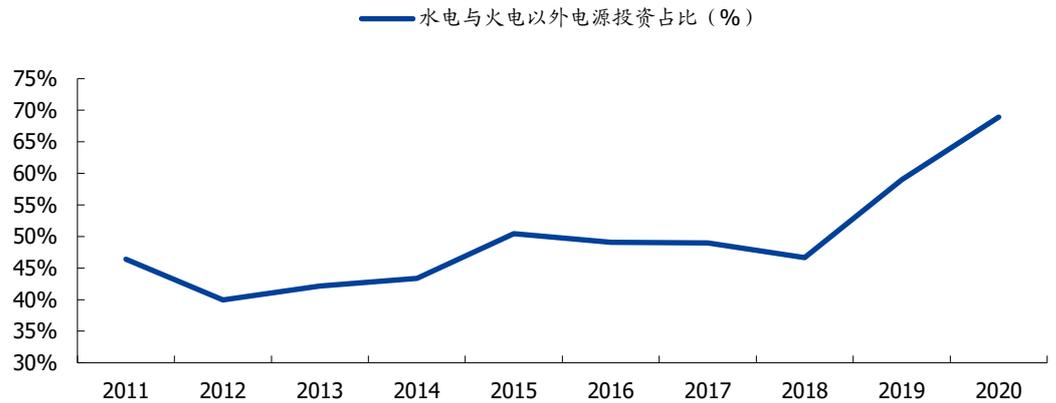
新能源发电投资快速增长，风电爆发成为最大电源投资类别。十三五期间，以风电和太阳能发电为代表的新能源电源投资快速增长，特别是风电投资在2019-2020年出现爆发。2019-2020年风电投资分别为1535/2618亿元，同比分别增长138%/71%。风电投资已成为每年电源投资中最大类别，2020年占据电源投资量的50%。新能源发电投资占比较2015年提升近20个pct。风电等新能源投资的快速增长推动电源投资在2019-2020年出现明显回升。根据国家能源局预计到“十四五”末，可再生能源发电装机占我国电力总装机的比例将超过50%，可再生能源在全社会用电量增量中的占比将达到2/3左右，未来风电、光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

图表 21: 2011-2020 年风电投资及增速



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

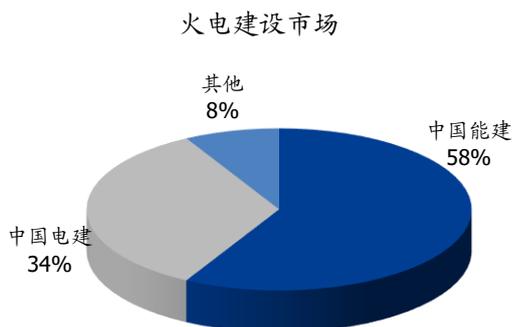
图表 22: 2011-2020 年水电和火电以外类别电源投资占比



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

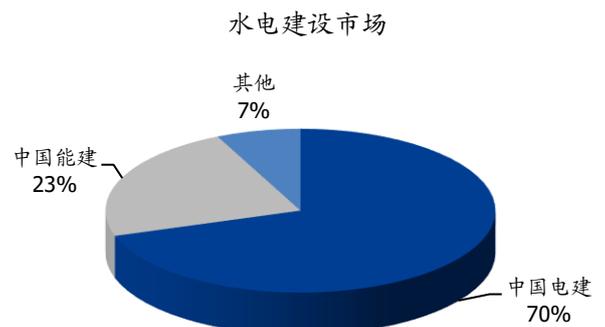
水电和火电建设领域呈现双寡头局面, 中国能建与中国电建两家央企合计占据 90%以上份额。由于历史的原因, 水电和火电两大主要电源建设市场由两家央企中国电建与中国能建主导, 呈现双寡头竞争局面, 其余少部分 (低于 10%) 市场由省属国有电力施工企业参与建设。以完成的合同额计算, 火电建设市场中中国能建市占率为 58%, 中国电建市占率为 34%, 两者合计市占率为 92%, 其余企业市占率合计仅为 8%; 水电建设市场中中国电建市占率为 70%, 中国能建市占率为 23%, 两者合计市占率为 93%, 其余企业合计市占率仅为 7%。由于水电和火电项目一般投资较大, 技术难度较高, 投资业主也较为集中, 另一方面中国电建和中国能建直接承接了原计划经济体制下电力建设与设计的最核心资产, 技术实力领先, 也拥有央企的资金和规模优势, 因此其他企业难以与这两家央企竞争, 行业竞争格局预计很难发生变化。

图表 23: 火电建设市场各公司市场份额



资料来源: 中国能建招股书, 国盛证券研究所

图表 24: 水电建设市场各公司市场份额

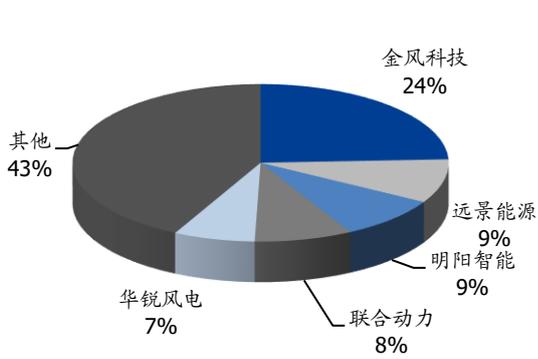


资料来源: 中国能建招股书, 国盛证券研究所

风电整机制造商与投资业主集中度高, 风电施工市场大型国企优势较为明显, 市场份额较高。风电设备成本在投资中占 50%-70%, 占据产业链价值核心, 该环节集中度较高。根据 CWEA 的数据显示, 截止 2019 年底, 中国风电有装机的整机制造企业近 70 家, 金风科技市占率排名第一, 达 24.3%, 前五大合计市占率 57.5%。投资风电运营的厂商众多, 主要参与者为中央电力集团、中央能源企业、国有地方电力能源企业、民企及外资

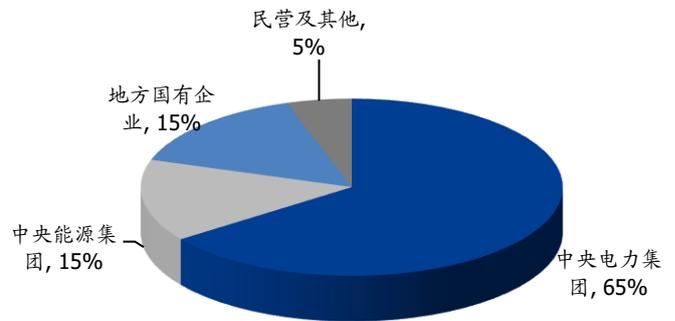
等。其中中央电力集团为最主要参与者，据前瞻产业研究院不完全统计，2019年底中央电力集团投资风电装机占比65%左右。参与风电项目施工的企业主要分为中国电建旗下子公司、中国能建旗下子公司、大型国企旗下公司、主机厂、民企 EPC 公司五个类别，由于风电投资业主集中在大型发电集团手中，因此大型风电 EPC 项目也基本由央企、国企及实力强大的主机厂商拿到，而由民营企业投资或者较小型的风电施工市场竞争较为激烈，民营风电 EPC 企业有更多机会参与。

图表 25: 中国风电制造企业累计装机各公司市场份额



资料来源: CWEA, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

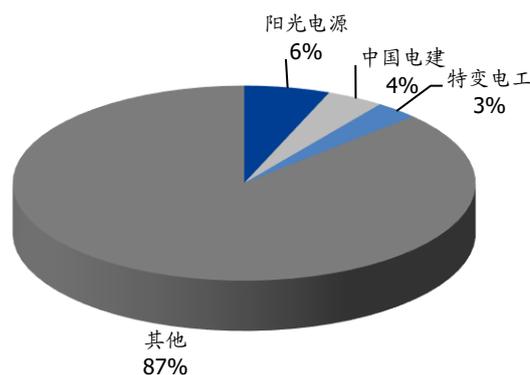
图表 26: 中国风电投资运营各公司市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

光伏 EPC 市场相对分散。由于光伏发电行业投资主体更加多元，且单个项目体量较小，导致光伏电站 EPC 市场相对于火电与水电等传统电源建设市场来说相对分散，央企、国企、民企均有较多机会参与，竞争比较激烈。根据 IHS Markit 统计的全球光伏 EPC 和集成商排名，2019 年中国非住宅光伏 EPC 市场中，阳光电源安装量市占率约 6%，中国电建约 4%，新疆特变电工约 3%，前三名合计市占率约 13%，行业整体来说相对分散。

图表 27: 2019 年中国光伏非住宅市场 EPC 安装市占率

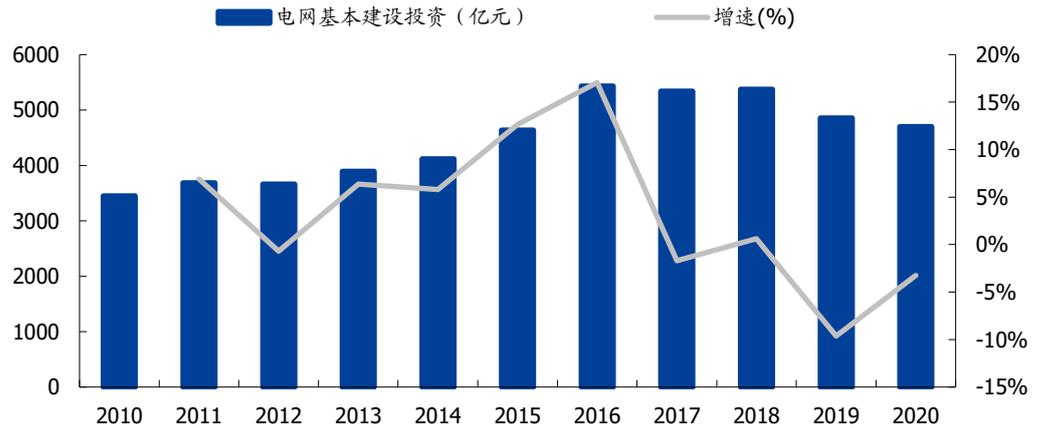


资料来源: IHS Markit, 国盛证券研究所

2.3. 电网端：电力系统调节保障能力提升，配网与特高压加快发展

2020年我国电网基本建设投资为4699亿元，同比下滑3.2%，连续两年出现下滑，主要因特高压等电网建设进度放缓，以及35千伏及以下电网投资下滑。预计未来随着“新基建”战略推进，特高压与电力物联网建设有望加快，配网建设不断完善，电网建设投资有望出现反弹。

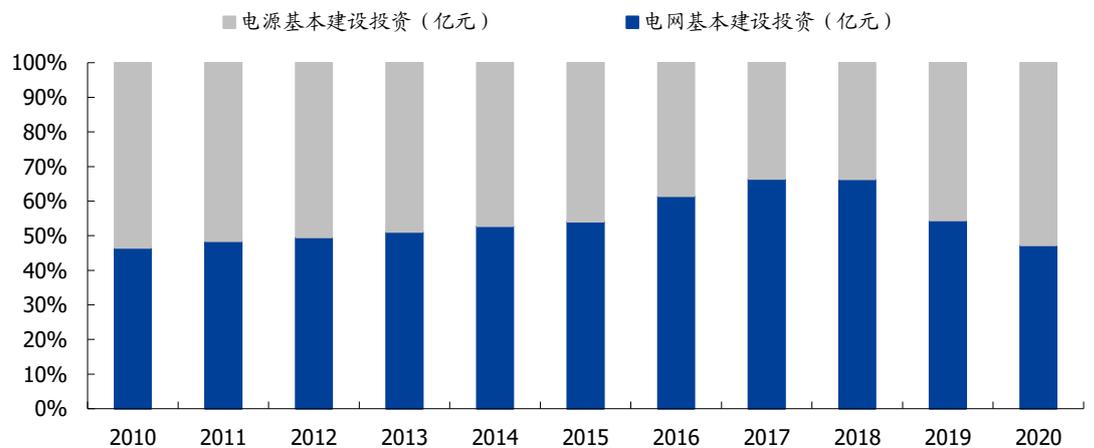
图表 28: 电网基本建设投资及增速



资料来源：中电联，国盛证券研究所

近10年来电力投资结构发生较大变化。2010-2012年电网投资大于电源投资，但两者相差不大，2013年起电网投资开始较快增长，占比不断上升。2017-2018年电网投资占整个电力投资的比例达到66%，几乎是电源投资的两倍。但后续电网投资在2019-2020年出现连续下滑，电源投资则在风电等清洁能源带动下实现了较快增长。2020年，电网投资占比下降至47%，较2019年下滑7个pct。

图表 29: 电网与电源建设投资结构



资料来源：中电联，国盛证券研究所

分布式能源快速发展，配电网建设是电网建设投资重点方向。配网作为电力系统中与电力用户联系最为紧密的最终环节，在电网中占据重要作用，海外发达国家配网投资一般超过输网投资。我国早期电网投资注重电源及输网方向，配网发展相对滞后，难以保障供电的可靠性，另外分布式新能源的发展也对配网建设提出更高要求，因此配电网建设是电网投资建设的重点方向。国家能源局 2015 年发布《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，从 7 大方面对配电网建设改造任务提出目标。《行动计划》明确提出，2015—2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元，年均投资为 3400 亿元。据此计算十三五配电网建设占电网投资的比例达三分之二（2015 年配网建设占比 58%），是电网投资的重点方向，增速高于电网投资整体。

特高压被列入新基建方向之一，投资有望加快。特高压由 1000 千伏及以上交流和 ±800 千伏及以上直流输电构成，是目前世界上最先进的输电技术，具有远距离、大容量、低损耗、少占地的综合优势。由于中国能源分布不均，特别是新能源风光资源集中在中西部地区，用电集中在东部，而特高压正好可以通过搭建远距离高效的能源运输网来解决这一问题。我国特高压建设大致可分四个阶段。第一阶段为试验阶段（2006-2008 年），第二阶段为特高压发展第一轮高峰（2011-2013 年），第三阶段为特高压发展的第二轮高峰（2014-2016 年），此前三阶段累计投资规模达到 5012 亿元。2020 年特高压被列入国家新基建重点方向之一，未来建设有望加快。至 2020 年，我国共建成投运 30 条特高压线路。其中，国网共 26 条特高压，分为 14 条交流特高压和 12 条直流特高压；南网有 4 条直流特高压。

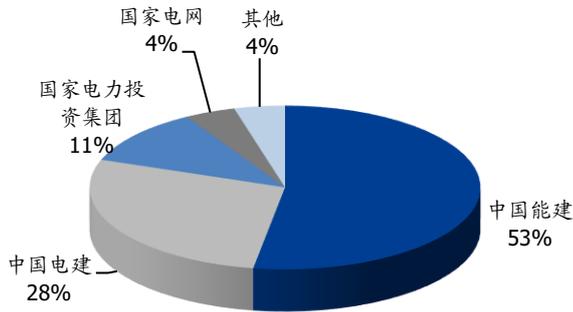
图表 30: 2015-2025 年我国特高压累计线路长度及预测



资料来源：国家电网，国家能源局，赛迪顾问，国盛证券研究所

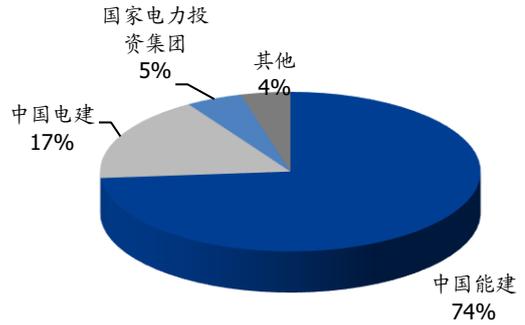
输电网等大型项目主要由中国能建、中国电建及部分国企承担。由于输电网属于电网中的骨干支柱，一般投资较大，且技术难度较高，如特高压等项目，因此输电网的建设主要由第一梯队中的中国能建、中国电建及部分大型国企参与设计和施工。在 330Kv 以上的输电线路设计市场中，中国能建市占率为 53%，中国电建市占率为 28%，国家电力投资集团市占率为 11%，国家电网附属单位市占率为 4%。在特高压市场中，中国能建市占率为 74%，中国电建为 17%，国家电力投资集团市占率 5%。

图表 31: 330kv 以上输电线路市场各公司市场份额



资料来源: 中国能建招股书, 国盛证券研究所

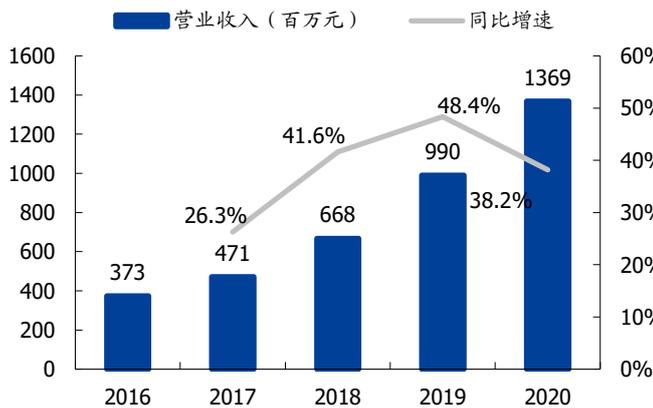
图表 32: 特高压市场各公司市场份额



资料来源: 中国能建招股书, 国盛证券研究所

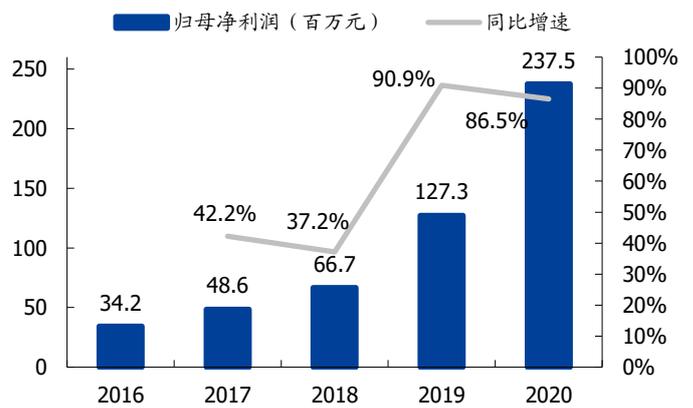
配电网建设市场化程度逐步提高, 民营企业参与机会增加。由于配电网投资主体较多元, 涉及电压等级多、覆盖面广、项目繁杂、单个工程规模小, 同时又直接面向社会, 与城乡发展规划、用户多元化需求、新能源和分布式电源发展密切相关, 市场更加分散, 因此, 配电网建设需要精细化规划和精益化管理, 民营企业凭借着灵活的特性可以充分发挥相对优势, 为用户提供差异化的建设和运营服务, 从而获取更大的市场份额, 享受市场化程度逐步提升带来的改革红利, 有望迎来更快增长。以民营配网 EPCO 龙头苏文电能为例, 公司主要市场在江苏省, 近三年业务实现高速增长, 2018-2020 年实现营收增长 42%/48%/38%, 归母净利润增长 37%/91%/87%, 预计随着外省市场拓展, 未来配网设计及施工业务有望继续保持快速发展。

图表 33: 苏文电能历年营收及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 苏文电能历年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

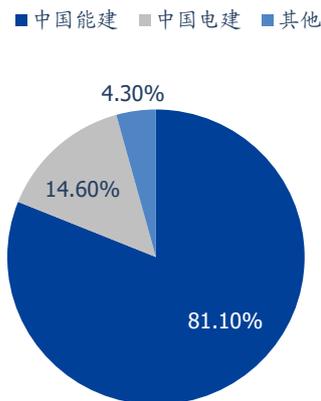
3. 竞争优势：电力系统设计引领，全产业链布局优势显著

3.1. 国家能源智库，电力系统整体规划设计能力突出

电力规划咨询与勘测设计能力突出，行业龙头地位显著。公司在境内电力规划咨询、火力发电、核电常规岛、骨干电网等行业勘测设计市场占有率超过70%，在行业中占据主导地位。细分来看，根据公司招股说明书，公司在火电设计领域的市占率约为81%，330kV以上输电线路设计领域的市占率约为53%，特高压输电线路设计领域的市占率约为74%，核电常规岛设计领域的市占率约为91%。公司承建的49项工程获评2021年度中国电力优质工程，占获奖工程总数（86项）的57%，充分彰显了企业实力。

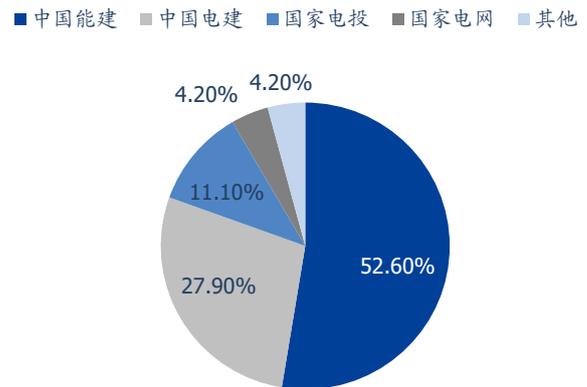
在业务资质方面，公司持有综合甲级工程设计资质8项、行业甲级设计资质19项（其中电力13项），业务资质完备丰富。在2021年度“全球工程设计企业150强”及“国际工程设计公司225强”榜单中，中国能建位列全球工程设计公司第3位、国际工程设计公司第27位，在上榜的中国企业中均名列第2位。作为国家能源电力建设的主力军，中国能建下设23家电力设计企业，代表着我国电力设计领域的最高水平，其中包括6家大型区域性电力设计院，14家省级电力设计院和1家境外设计企业。

图表 35: 火电勘测设计市场竞争格局



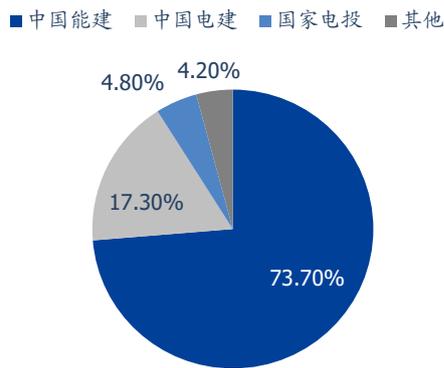
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 36: 330kV及以上输电线路勘测设计市场格局



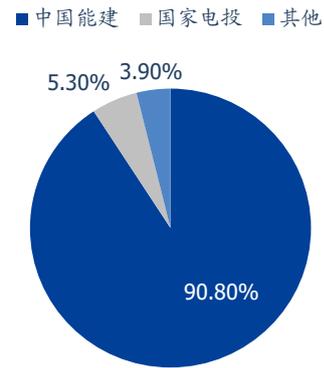
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 37: 特高压输电线路勘测设计市场格局



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 38: 核电站常规岛勘测设计市场格局



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

国家能源发展智库, 电力系统服务综合能力强。中国能建下属电力规划设计总院作为“能源智囊、国家智库”, 是“国家电力规划中心”的依托单位, 主要为政府部门、金融机构、能源及电力企业提供产业政策、发展战略、发展规划、新技术研究以及工程项目评审、咨询和技术服务。电力规划设计总院先后完成国家“十三五”能源发展规划、电力发展规划、能源国际合作专项研究和雄安新区能源发展规划等重大规划研究, 目前正在开展能源“十四五”规划、电力“十四五”规划、能源科技创新“十四五”规划研究等工作, 为建设绿色低碳、安全高效的现代能源体系提供了高质量的智库研究支持。截至 2019 年 5 月, 电力规划设计总院累计开展科研项目 208 项, 获得各类科技奖和工程奖 253 项, 获得专利 176 项, 软件著作权 70 项; 发表论文 187 篇。

图表 39: 电力规划设计总院主要项目成果

项目成果	获得奖项
特高压交流输电关键技术、成套设备及工程应用	国家科技进步特等奖
特高压±800kV 直流输电工程	国家科技进步特等奖
电力系统接地基础理论、关键技术及工程应用	国家科技进步二等奖
云南至广东±800kV 直流输电示范工程	国家优质工程奖金奖
皖南电东送淮南至上海特高压交流输电示范工程	国家优质工程奖金奖
锦屏-苏南±800 千伏特高压直流输电工程	国家优质工程奖金奖
“十一五”期间投产电力工程项目造价情况	全国优秀工程咨询成果一等奖
哈密-郑州±800kV 特高压直流工程可行性研究报告	全国优秀工程咨询成果一等奖
大气污染防治行动计划重点输电通道研究论证	全国优秀工程咨询成果一等奖
我国智能电网发展模式及规划研究	全国优秀工程咨询成果一等奖
藏中电力联网工程项目	菲迪克工程项目优秀奖

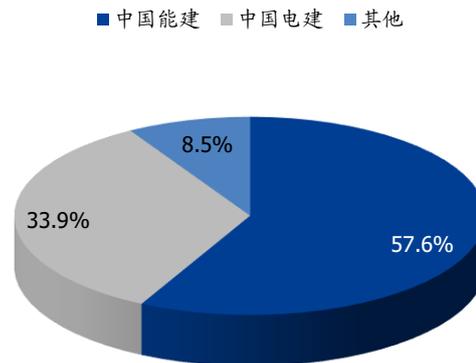
资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

科技创新成果丰硕, 具备行业较强的技术话语权。公司深入实施创新驱动发展战略, 围绕低碳产业领域规划设计等核心业务开展技术攻关, 在光伏电站设计、GIL 综合管廊输变电工程设计技术等方面处于国际领先地位; 在太阳能热发电、风电设计方面处于国际先进地位; 在核电常规岛设计方面处于国内领先地位。公司主编的《海上风力发电厂设计标准》及《塔式太阳能光热发电站设计标准》成功填补了国内相关领域设计标准的空白, 在电力勘测设计领域具有较强的技术话语权。

3.2. 火电、核电、电网建设龙头，综合性新能源项目翘楚

公司在火电及核电建设领域具有稳固的龙头地位。根据公司发布的《践行碳达峰、碳中和“30·60”战略目标行动方案（白皮书）》，（简称战略白皮书）公司在火电建设领域代表着世界最高水平，从市占率来看火电设计环节市占率在80%以上，建设环节市占率约58%。核电领域，截至2021年6月，公司累计执行国内常规岛勘察设计业务7000万千瓦以上，其中已投运4500万千瓦以上，占全国已投运核电总装机容量的90%以上；累计执行常规岛工程建设超过3300万千瓦，占全国66%。市占率大幅领先。

图表 40: 火电建设市场竞争格局



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

依托火电优势，大力发展清洁高效火电、水电等清洁能源领域建设。近年来，公司依托在电力勘察设计、施工建设方面的绝对优势，大力推动煤电清洁高效发展，尤其在大容量、高参数煤电建设上作出突出贡献。截至2021年6月，公司主导或参与建设的百万千瓦级煤电机组达到100台（全国共约140台）。水电站建设方面，公司累计参与建设的水电站项目总装机容量约1.9亿千瓦（全国总装机容量为3.7亿千瓦，含抽水蓄能），在水电工程领域施工市场份额超过30%，其中大型水电工程领域施工市场份额超过50%。此外，依托其在电网勘察设计领域强大的竞争力，公司承担了几乎所有的大型清洁能源输电通道工程的勘察设计任务，包括三峡水电站送电江苏、上海、广东输变电工程、云南至广东特高压直流输电示范工程、四川锦屏水电站送电江苏特高压直流输电等。

积极开拓新能源业务，承接多个重点大型综合性新能源项目。根据公司公告及战略白皮书披露，截至2021年6月，公司执行勘察设计任务的新能源项目累计装机容量已超过1.7亿千瓦，执行施工任务的新能源项目累计装机容量超过1.1亿千瓦（全国新能源装机容量约5.3亿千瓦）。公司为全国第一个采用EPC总承包模式建设海上风电的承包商，建设了粤电湛江外罗海上风电项目。在大型光热发电站领域，公司技术储备全球领先，建设了新疆哈密50兆瓦熔盐塔式光热发电项目、亚洲首座兆瓦级太阳能塔式热电项目、世界首个高温熔盐槽式光热电站、世界首个线性菲涅尔熔盐光热电站等一批项目，已探索出成熟的光热发电项目技术实施方案。

图表 41: 公司在各类能源建设领域的市占率及重大项目

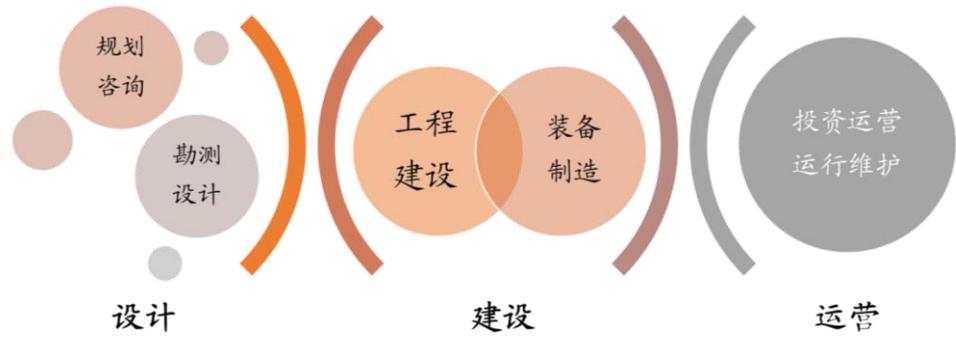
领域	设计环节市占率	建设环节市占率	典型工程业绩
火电	81%	58%	世界首个“三百”（百万千瓦机组、百万伏等级变压器、百万伏线路）火电工程
			安徽铜陵发电厂六期 2*1000 兆瓦机组扩建工程（中国首次以 EPC 模式承接的 1000 兆瓦燃煤电厂）
			天津北疆电厂 4*1000 兆瓦机组工程（全球首次应用发电-海水淡化-浓海水制盐-土地节约整理-废物再利用）
清洁高效火电	-	71%	华能玉环电厂一期工程（国内首个百万千瓦超超临界燃煤发电项目）
			国电泰州电厂二期工程（世界首个百万千瓦超超临界二次再热燃煤发电项目）
核电常规岛	90%	66%	中广核阳江 5、6#核岛工程建设（全国一次核准规模最大核电项）
水电	-	30%	万里长江第一坝——葛洲坝水电站
			世界最薄的 300 米级双曲拱坝的乌东德水电站工程
清洁能源输电通道	接近 100%		三峡水电站送电江苏、上海、广东输变电工程
			云南至广东特高压直流输电示范工程（世界首条特高压直流工程）
			四川锦屏水电站送电江苏特高压直流输电工程
新能源	累计 1.7 亿千瓦	累计 1.1 亿千瓦	粤电湛江外罗海上风电项目（全国首个采用 EPC 总承包模式建设的海上风电项目）
			新疆哈密 50 兆瓦熔盐塔式光热发电项目
			亚洲首座兆瓦级太阳能塔式热电项目
			世界首个高温熔盐槽式光热电站
			世界首个线性菲涅尔熔盐光热电站

资料来源:《中国能源建设集团有限公司践行碳达峰、碳中和“30·60”战略目标行动方案(白皮书)》,国盛证券研究所

3.3. 电力全产业链一体化优势显著,持续优化业务布局

业务覆盖电力工程建设全产业链,可提供系统化一站式解决方案。公司是中国乃至全球电力行业最大的全面解决方案提供商,拥有集电力和能源规划咨询、勘测设计、工程建设、装备制造、投资运营、运行维护为一体的完整产业链,能够提供系统化、定制化的一站式解决方案和全生命周期的综合服务。全产业链布局大幅提升了公司的大型项目承接能力,同时,基于公司在产业链前端设计领域的龙头优势,公司可充分发挥勘测设计对于工程建设业务的协同带动作用,助力孵化大型优质电力投资项目,为产业链后端业务引流,带动整体业务规模扩张。

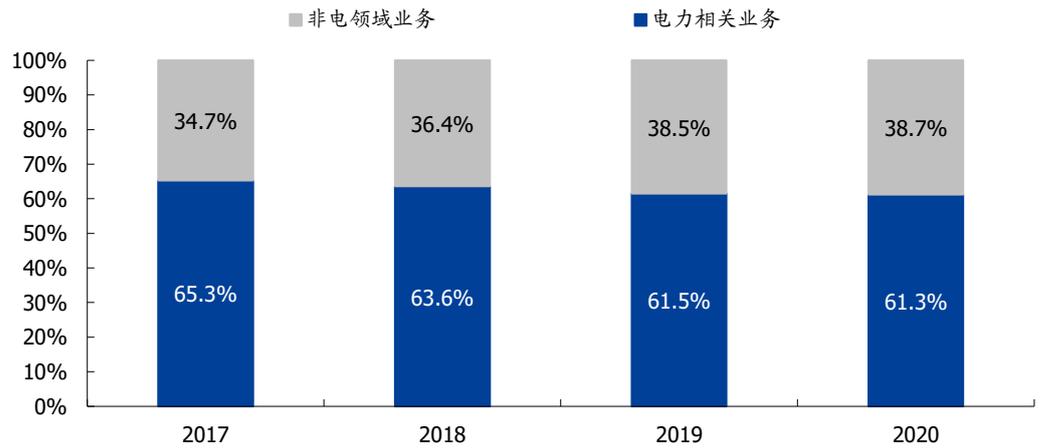
图表 42: 公司在电力领域的全产业链布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

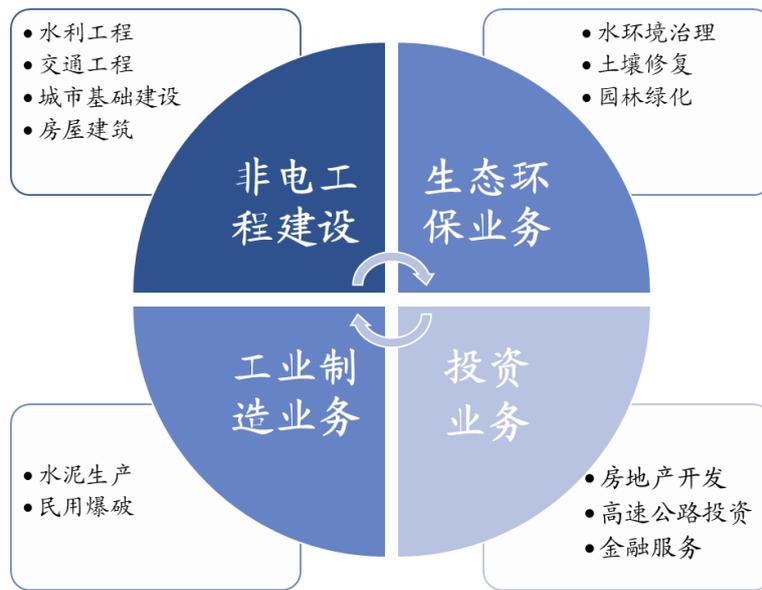
开拓非电业务, 提供增长动力。近年来, 公司立足电力主业, 积极开拓了非电工程建设、生态环保、工业制造、投资开发等各类新业务, 业务体系逐步向多元化发展。从业务结构看, 非电业务占比提升, 为公司提供新的增长动力。

图表 43: 公司电力相关业务与非电领域业务比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 公司在非电领域的业务布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 未来成长驱动因素

4.1. 新能源发电工程建设空间广阔

新能源新增发电装机成为主力, 投资快速增长。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。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。

公司新能源电力建设领域优势突出, 未来有望充分把握新能源工程快速发展机遇。公司在传统火电优势基础上, 紧紧围绕新能源电力工程领域加速布局, 根据公司公告, 公司目前在水利水电施工技术、光伏电站设计施工等技术方面处于国际领先地位, 在太阳能热发电、风电设计施工技术方面处于国际先进地位, 在核电常规岛设计和安装方面也处于国内领先地位。例如公司主编的《海上风力发电场设计标准》是我国首部海上风电场国家标准, 主编的《塔式太阳能光热发电站设计标准》填补了国内外太阳能光热发电设计标准的空白。

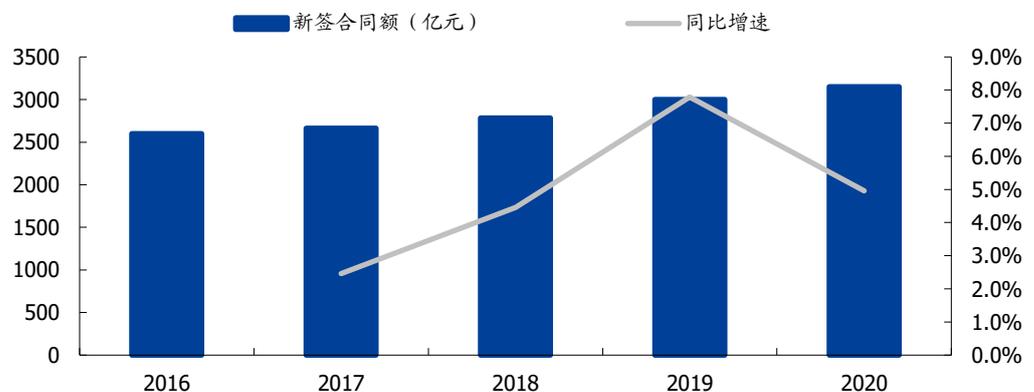
凭借着优势技术, 公司近年来加大新能源电力工程承接力度, 根据公司公告和战略白皮书披露, 公司目前执行勘察设计任务的新能源项目累计装机容量超过 1.7 亿千瓦, 在执行施工任务新能源项目累计装机达 1.1 亿千瓦。通过新能源工程的大力开拓, 在一定程度上抵消了火电投资下滑的影响, 未来公司电力工程领域订单有望保持稳步增长。

图表 45: 公司近年来新签的部分新能源相关工程订单情况

项目名称	时间	项目规模	项目类型
青海西洲 4000 兆瓦风光储氢一体化项目	2021 年	总投资 214 亿元	综合能源
新疆胡杨河市 4000 兆瓦“风光水火储一体化”综合能源基地项目	2021 年	总投资 180 亿元	综合能源
阿根廷丘布特省埃尔埃斯格丽阿尔风电项目	2021 年	合同金额 2.89 亿美元	风电
尼日利亚拉各斯 360 兆瓦光伏电站项目 EPC 合同	2021 年	合同金额 2.44 亿美元	光伏
乌克兰佐菲亚风电项目勘察设计合同	2021 年	装机容量 750MW	风电
沙特拉比格 300 兆瓦光伏电站 EPC 项目	2021 年	合同金额 12 亿元	光伏
广东华电阳江青洲三海上风电场项目可研和勘测设计技术服务	2020 年	装机容量 500MW	风电
墨西哥蒂华纳和索诺拉光伏电站项目	2020 年	合同金额 6.5 亿美元	光伏
乌干达 500 兆瓦光伏发电项目	2020 年	合同金额 5 亿美元	光伏
珠海金湾海上风电场项目 EPC 总承包工程合同	2019 年	合同金额 44.9 亿元	风电
越南槟榔 125MW 海上风电项目勘测设计合同	2019 年	装机容量 125MW	风电
广东阳江南鹏岛 400 兆瓦海上风电	2018 年	合同金额 28 亿元	风电
山西繁峙县风电供暖	2018 年	装机容量 200MW	风电
内蒙古幸福 7 号风电场（化德）电站工程	2018 年	合同金额 44.6 亿元	风电

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 公司电力业务新签合同额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2. 配网与特高压工程持续增长

新型电力系统加快构建，配网与特高压工程是未来电网建设重点。新型电力系统是适应极高新能源接入的绿色低碳电力系统，需要源网荷储深度融合，对电网侧的建设提出了更高的要求。首先，由于风光等资源分部不均，需要提升存量跨省区输电通道利用率，稳步推进跨省区输电通道，特高压正好可以通过搭建远距离高效的能源运输网来解决清

洁能源资源分布不均的问题，未来建设有望提速。其次，大量分布式新能源的建设也需要相适应的配网系统来消化衔接。未来居民生活品质和电气化程度不断提高，用能需求也越来越个性化、多样化、智能化，配电网是保障和改善民生的重要基础设施，也需要跟随全社会的用电需求不断升级和完善。特高压和配网工程预计将是未来电网建设的重点。

电网设计及施工龙头，大型清洁能源输送通道占据领先优势。公司在电网设计及施工领域具备强大优势，电网设计领域市占率达到70%以上。根据公司公告，公司几乎承担了国内几乎所有大型清洁能源输电通道工程的勘察设计任务，其中代表性项目包括三峡水电站输电江苏、上海、广东的输变电工程，云南至广东特高压直流输变电工程（世界首条特高压直流工程），乌东德送点广东广西特高压多端直流输电工程（世界首条多端特高压直流工程）等大型水电输送电网工程，以及酒泉送电湖南特高压直流输电、哈密至郑州特高压直流输电工程等新能源输电工程。此外公司还参与了大部分大型清洁能源输变电通道的建设任务。公司在电网系统总体规划方面是国内的权威和国家智囊支柱，设计规划市场竞争实力突出，大型电网工程施工技术和能力也处于国际领先，未来有望持续受益电网特高压建设加快，配网系统完善的大趋势。

4.3. 切入新能源运营潜力大，计划25年底控股装机20GW以上

计划2025年控股新能源装机20GW以上，是2020年底装机的7倍。公司对于电力项目建设各环节都比较熟悉，资源整合能力强，同时资金实力雄厚，凭借投资、设计、施工、运营一体化的产业链优势，未来切入新能源电力投资运营市场潜力较大。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2.87GW，同比大幅增长87%。

根据公司战略白皮书战略规划披露，公司在十四五期间将加大新能源“投建营一体化”项目开发力度，孵化开发以新能源为主的新型综合能源基地项目，到2025年控股新能源装机容量力争达到20GW以上，是2020年底装机的7倍，2020-2025年5年CAGR为47%。如果按照2020年底运营收入估算，预计2025年清洁能源运营收入有望达到102亿元。

图表 47: 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

4.4. 新型储能、抽水蓄能、氢能等关键领域加快布局

4.4.1. 新型储能迎来快速发展，与宁德时代强强联合

2021年7月，国家能源局发改委发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，明确提出到2025年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，实现储能3000万千瓦的发展目标。此外储能的发展也被写入“十四五”规划，国家层面鼓励在氢能、储能等前沿科技领域，组织实施未来产业孵化和加速计划、谋划布局一批未来产业，提升清

洁能源消纳和储存能力。各地方政府也纷纷出台细化政策，落实顶层规划要求，内蒙古、新疆、辽宁等地发布支持储能建设的文件，建议或者鼓励风电光伏可以适配储能电站来配合电网调度。在政策的支持和引导下，储能需求有望迎来快速发展。

截止至 2020 年底，我国累计储能装机 35.6GW，除抽水蓄能以外的储能装机为 3.81GW，锂电池储能装机为 2.9GW。根据本文件规划，如果最终文件与征求意见稿一致，2021-2025 年我国新型储能装机有望迎来 10 倍增长，空间广阔。假设储能系统投资（包含施工）从 2020 年的 2 元/WH 下降至 2025 年的 1.5 元/WH，则每年电化学储能投资由 2020 年的 125 亿元增加至 2025 年的 650 亿元，年复合增长率为 40%。

图表 48: 我国电化学储能市场规模测算

年份	电化学储能累计装机量(MW)	同比增速	当年新增电化学储能装机量(MW)	储能系统投资成本(元/WH)	4 小时放电情况下当年电化学储能投资规模(亿元)	当年用户侧电化学储能投资规模(亿元)
2019 年	1709.6	61%	649.0	2.00	51.9	24.1
2020 年	3269.2	91%	1559.6	2.00	124.8	58.0
2021E	5100.0	56%	1830.8	1.90	139.1	64.7
2022E	7955.9	56%	2856.0	1.80	205.6	95.6
2023E	12411.2	56%	4455.3	1.70	303.0	140.9
2024E	19361.5	56%	6950.3	1.60	444.8	206.8
2025E	30204.0	56%	10842.5	1.50	650.5	302.5
未来 5 年 CAGR	56%		47%		39%	39%

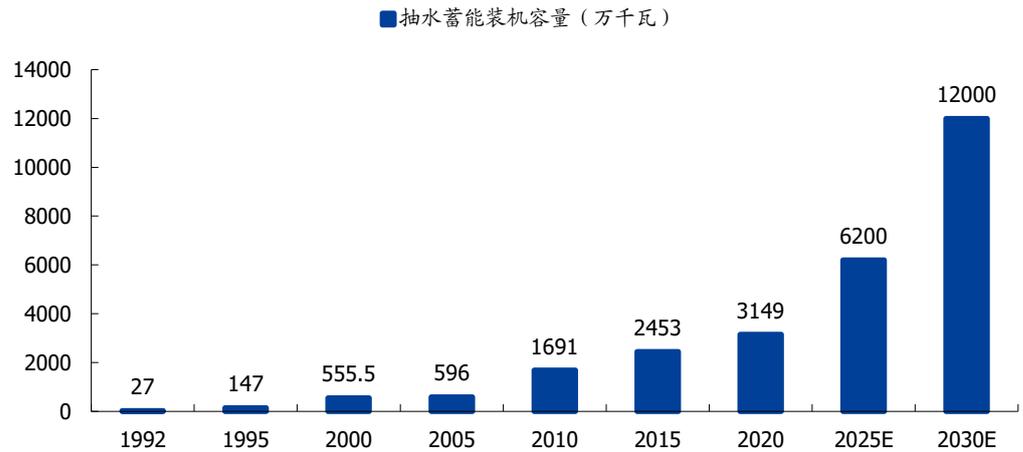
资料来源:《储能产业研究白皮书 2021》，《关于加快推动新型储能发展的指导意见（征求意见稿）》，国盛证券研究所

2021 年 6 月，公司公告与宁德时代签署战略合作协议，双发拟在储能系统开发、设备制造、储能电站运营等方面发挥各自优势，进行战略合作。公司在储能市场也面临诸多机遇，未来将发挥自身在客户资源、渠道、项目信息、施工集成、电力系统技术等优势，与储能系统供应商进行充分合作，既可以快速获取更多储能相关工程收入，也可以凭借资金等优势切入储能电站的投资运营，扩展盈利空间和业务模式。

4.4.2. 公司水电施工领域技术领先，抽水蓄能提供机遇

抽水蓄能中长期规划落地，2025 年规划累计装机翻倍，2030 年装机规划达到 1.2 亿千瓦。近期国家能源局发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，文件提出到 2025 年，抽水蓄能投产总规模较“十三五”翻一番，达到 6200 万千瓦以上；到 2030 年，抽水蓄能投产总规模较“十四五”再翻一番，达到 1.2 亿千瓦左右；到 2035 年，形成满足新能源高比例大规模发展需求的，技术先进、管理优质、国际竞争力强的抽水蓄能现代化产业，培育形成一批抽水蓄能大型骨干企业。

图表 49: 我国抽水蓄能累计装机规模



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

公司水电施工领域技术领先, 受益抽水蓄能快速发展。根据公司战略白皮书披露, 截止至 2021 年 6 月, 公司累计参与建设的水电站项目总装机达到 1.9 亿千瓦, 在水电工程领域施工市场份额 30%, 大型水电工程施工份额超过 50%, 代表性工程包括万里长江第一坝葛洲坝水电站、承担了三峡水电站 65% 的施工份额。在抽水蓄能电站方面, 承建了土耳其埃利迪尔抽水蓄能电站、广东清远抽水蓄能电站等项目, 凭借水利水电施工领域的技术优势和经验, 有望充分受益抽水蓄能电站投资的快速增长。

图表 50: 公司参与建设或设计的部分抽水蓄能电站项目

项目名称	项目规模
土耳其埃利迪尔抽水蓄能电站	装机容量 100 万千瓦
南宁抽水蓄能电站勘测设计项目	装机容量 120 万千瓦
广东清远抽水蓄能电站	装机容量 128 万千瓦
河北张河湾抽水蓄能电站	装机容量 100 万千瓦
安徽绩溪抽水蓄能电站	装机容量 180 万千瓦
安徽金寨抽水蓄能电站	装机容量 120 万千瓦
湖北白莲河抽水蓄能电站	装机容量 120 万千瓦
江苏宜兴抽水蓄能电站	装机容量 100 万千瓦
河北丰宁抽水蓄能电站	装机容量 360 万千瓦
山东文登抽水蓄能电站	装机容量 120 万千瓦
湖南黑麋峰抽水蓄能电站	装机容量 120 万千瓦
江西红屏抽水蓄能电站	装机容量 240 万千瓦
广东深圳抽水蓄能电站	装机容量 120 万千瓦
山西西龙池抽水蓄能电站	装机容量 120 万千瓦
内蒙古呼和浩特抽水蓄能电站	装机容量 120 万千瓦
江苏句容抽水蓄能电站	装机容量 135 万千瓦

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.4.3. 加大力度布局氢能领域

公司在战略白皮书中提出，将进军氢能等战略新兴行业，规划成立专业化氢能公司，开展氢能前端技术研究，探索氢能商业模式，全面布局氢能产业链，推进氢能在工业、建筑、交通的领域的低碳化应用。公司还计划在多地投资建设氢能相关大型项目，如张掖市光储氢热产业化示范项目，项目总投资 44 亿元，主要建设电解水制氢、光伏电站，配套布局建设油、电、气、氢一体化加注站，并逐步引进制氢、用氢相关产业，建成制氢全产业链项目。

图表 51: 公司近期签订的氢能相关的项目或战略协议

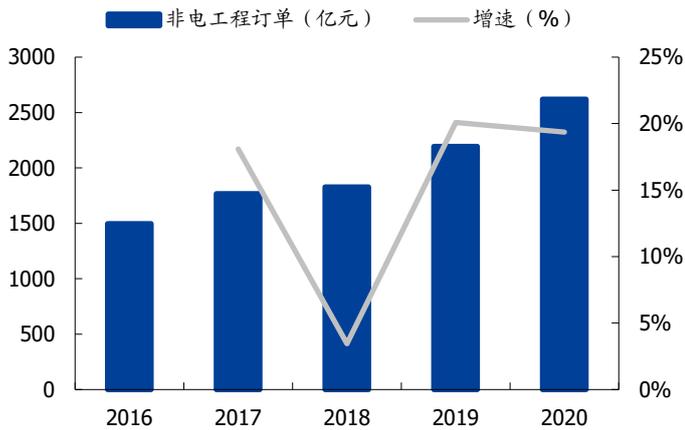
项目名称	时间	项目概况
山东潍坊风光储氢一体化项目	2021 年 7 月	总投资约 500 亿元，项目涉及光伏发电、电化学储能、氢能及海上风力发电等建设内容
张掖市光储氢热产业化示范项目	2021 年 6 月	项目总投资 44 亿元，主要建设电解水制氢、光伏电站，配套布局建设油、电、气、氢一体化加注站，并逐步引进制氢、用氢相关产业，建成制氢全产业链项目。项目全容量投产后，全部运营期内预计产生地区生产总值约 176 亿元
与湖北省宜昌市签署全面战略合作框架协议	2021 年 6 月	双方将围绕“十四五”、氢能、储能、综合能源规划、综合交通、新型城镇化、乡村振兴、公园社区、生态环境治理、水利设施等多领域，采用多元化方式，实行体系化、表单化、机制化、项目化合作，力争未来 3 至 5 年内合作规模超 500 亿元
与氢阳新能源控股有限公司签订合作协议	2021 年 5 月	双方将以设立合资公司的形式，在氢能技术研发、投资、建设管理、装备制造、运维运营等方面深化合作，合力打造中国能建氢能产业链和投建营一体化发展平台
青海 4000 兆瓦风光储氢一体化项目	2021 年 4 月	项目涉及光伏发电、风力发电、电化学储能、氢能等建设内容，总投资额 214 亿元。项目全容量建成后，年均发电量 65 亿千瓦时
黑龙江肇东百万千瓦能源基地、基础设施及生态领域战略合作	2021 年 3 月	中国能建投资公司将在黑龙江肇东市推进百万千瓦综合能源基地（包括 500 兆瓦光伏、500 兆瓦风电、储能、充电桩、氢能等一体化项目）的开发建设，推进中国（肇东）国际农产品加工产业园等基础设施类项目的开发建设，总投资约 120 亿元

资料来源：公司公告，北极星氢能网，国盛证券研究所

4.5. 非电业务提供进一步增长动力

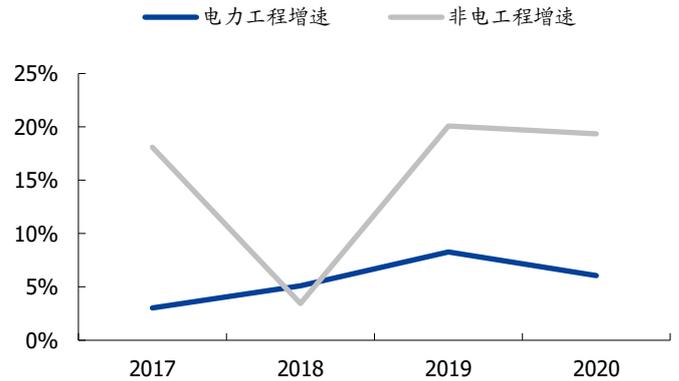
除了电力相关业务的重大机遇，公司在基础设施、新型城镇化、片区开发、城市更新、环保工程等非电领域竞争优势也较为显著。公司 2016-2020 年非电力工程新签订单从 1496 亿元增长至 2619 亿元，复合增速为 15%，高于电力工程业务。未来非电力工程业务的发展也将为公司提供进一步增长空间。在吸收合并葛洲坝后，潜在同业竞争消除，公司有望统筹全公司资源，非电业务发展有望进一步加速。

图表 52: 公司非电力工程订单及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 公司电力工程及非电力工程订单增速对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 盈利预测

收入预测: 根据公司在手订单情况及未来战略规划, 我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 3125/3460/3783 亿元, 同比分别增长 15.8%/10.7%/9.3%。

毛利率预测: 根据公司各项业务发展情况, 我们预计公司 2021-2023 年综合毛利率分别为 13.2%/13.4%/13.6%。

少数股东损益影响: 由于公司 2021 年完成对葛洲坝的吸收合并, 葛洲坝变成公司全资子公司, 少数股东损益占比将出现明显下降。根据公司公告的 2020 年备考财务报表中少数股东损益占比情况, 我们假设 2021 年起少数股东损益占比由以往年度的平均 45% 左右下降至 23%。

综上, 我们预计公司在完成对葛洲坝的吸收合并后, 2021-2023 年的归母净利润(备考)分别为 84.5/95.8/107.4 亿元, 同比增长 81%/13%/12%(公司 2020 年可比口径归母净利润为 66 亿元, 因此可比口径同比增长 27%/13%/12%), 对应增发后最新股本摊薄 EPS 分别为 0.20/0.23/0.26 元。

图表 54: 公司盈利收入预测 (单位亿元)

	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
营业收入	2469	2699	3125	3460	3783
勘测设计及咨询	132	141	148	155	163
工程建设	1854	2115	2538	2843	3127
工业制造	237	241	248	260	274
清洁能源及环保水务	162	119	100	101	110
投资及其他	195	217	239	263	289

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 公司分业务收入增速预测

	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4.93%	9.32%	15.79%	10.71%	9.34%
勘测设计及咨询	7.68%	7.15%	5.00%	5.00%	5.00%
工程建设	13.55%	14.08%	20.00%	12.00%	10.00%
工业制造	8.67%	1.58%	3.00%	5.00%	5.00%
清洁能源及环保水务	-22.34%	-26.26%	-16.01%	1.22%	8.05%
投资及其他	11.55%	11.22%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 公司分业务毛利率预测

	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
综合毛利率	13.08%	13.35%	13.20%	13.42%	13.62%
勘测设计及咨询业务	35.33%	33.97%	34.00%	34.20%	34.50%
工程建设业务	8.37%	8.59%	8.80%	8.90%	9.00%
工业制造业务	27.28%	26.91%	26.00%	27.00%	27.00%
清洁能源及环保水务业务	3.07%	8.41%	15.07%	22.35%	29.53%
投资及其他业务	27.61%	25.18%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.2. 估值与投资建议

公司港股最新收盘价(9月27日)为1.29港元,按照汇率折算为人民币1.07元,当前股价对应21-23年PE分别为5.3/4.7/4.2倍,估值显著低于A股专业工程公司。

A股合理估值区间: 公司主业为能源电力工程、基础设施工程等业务,属于专业工程公司。中国中冶、中国化学等专业工程公司21年平均PE为12倍,公司是我国能源建设龙头企业,在电网建设及电力系统整体规划方面优势突出,考虑到目前新能源电力相关公司整体估值较高,我们认为可以参考专业工程央企估值给与一定溢价。

公司在电力建设和运维方面部分业务与中国电建相似。中国电建目前股价对应21PE为15倍。因公司2020年末在手电力运营装机2.9GW,低于中国电建在手的16GW,因此我们认为可以参考中国电建估值给予一定折价。

综上,我们认为公司A股合理价格区间在2.4-2.8元,对应21年PE为12-14倍。

投资建议: 我们预计公司在完成对葛洲坝的吸收合并后,2021-2023年的归母净利润(备考)分别为84.5/95.8/107.4亿元,可比口径同比增长27%/13%/12%,对应增发后最新股本摊薄EPS分别为0.20/0.23/0.26元。公司港股对应21-23年PE分别为5.3/4.7/4.2倍,首次覆盖给予“买入”评级。A股参考可比公司估值,合理价格区间为2.4-2.8元(对应21PE12-14X)。

图表 57: 可比公司估值情况

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
中国化学	11.08	0.60	0.78	1.13	1.36	18.5	14.2	9.8	8.1	1.39
中国中冶	4.52	0.38	0.45	0.52	0.60	11.9	10.0	8.7	7.5	1.16
中国电建	8.51	0.52	0.58	0.66	0.77	16.3	14.8	12.9	11.0	1.36
平均						15.6	13.0	10.5	8.9	1.31

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (股价取 9 月 27 日收盘价, 中国中冶、中国电建取 Wind 一致预期)

6. 风险提示

新能源建设不达预期、基建投资增长不达预期、新业务进展不达预期。

新能源建设不达预期: 新能源是未来电力系统建设的主要方向, 但其受到政策、技术等多因素影响, 可能存在建设进度低于预期的情况。公司未来业绩增长依赖新能源工程与运维的持续增长, 如果新能源建设不达预期, 可能增长受到影响。

基建投资增长不达预期: 公司除电力外还有基建等非电力业务, 如果基建投资低于预期, 非电力工程业务可能增长较慢, 拖累整体业绩表现。

新业务进展不达预期: 公司积极布局储能、氢能等业务, 这些业务部分处于早期, 可能因为技术变化等导致发展不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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