

粤水电 (002060)

传统水利水电龙头，清洁能源发电打造新增长极

水利水电区域龙头，新能源业务转型加快

公司传统主业受益于水利发展黄金时期，清洁能源发电和氢能业务创造新的增长极。我们认为公司看点有三：1) 22年计划投产1.2GW清洁能源，较21年规划值增加1GW，我们测算未来三年公司清洁能源装机有望超3GW，潜在装机近10GW；2) 传统水利工程具备独特的区域和施工优势，政策驱动下抽水蓄能电站建设有望提速；3) 水利、轨交投资提速，稳增长投资主线下，公司显著受益。我们预计22-24年归母净利润为4.0/5.2/6.8亿元，对应PE为25.2/19.3/14.8倍，近期公司公告拟发行股份收购建工集团100%股权并募集不超过20亿配套资金，23-24年对赌业绩不低于10.46/10.95亿元，若考虑100%股权交易价格105亿以及20亿定增金额，以当前市值计算，预计公司23-24年归母净利润不低于15.71/17.79亿元，对应PE为14.4/12.7倍，中长期来看估值性价比更高，具备显著投资价值。

工程建设业务先行，水利+抽水蓄能+轨道交通三轮驱动

21年公司工程施工板块营收占比80.30%，水利水电营收占比近60%，而广东省内业务占比高达79.56%，我们统计十四五期间各省水利工程规划投资额合计可达3.9万亿元，较十三五同比+60.8%，其中广东十四五规划投资额达4050亿元，较十三五同比+124.6%，计划投资额和增速均位于全国前列。轨交方面，广东十四五轨道交通规划投资8800亿元，同比+29.4%；此外，政策驱动下抽水蓄能电站建设有望提速，十四五末达62GW（较21年末增加25.61GW），公司具备抽水蓄能电站施工资质、先进技术及丰富经验，先后参与6个抽水蓄能电站建设，合计装机规模达9.08GW，我们预计公司后续有望依托省内区位优势，提高项目承接量。

布局清洁能源发电，打造第二成长曲线

公司积极寻求业务转型，22Q1末累计投产清洁能源装机总量达1.57GW，21年底水风光分别263/673/606MW。同时拥有大批储备项目，21年底在建0.2GW，计划22年投产1.2GW。我们测算公司主要风光项目所在地广东+新疆十四五期间规划新增装机容量合计达89GW，而至2025年公司清洁能源发电业务营收有望超35亿元，装机规模超3GW。此外，公司装备制造（风电塔筒）产能主要集中于新疆、广东，共有4个厂区、16条生产线，我们预计风光项目订单加快落地和技术突破也有望对该业务形成补充。公司还公告与内蒙乌海市政府、江苏兴邦能源科技签订《战略合作框架协议》，设立零碳氢能科创中心并建设2个碳中和氢能产业园，进军氢能领域。

中长期成长性较强，给予“买入”评级

公司在手订单充裕，商业模式改善为中长期业绩提供保障，预计公司22-24年归母净利润4.0/5.2/6.8亿元，根据分部估值法，我们认为公司23年合理市值125亿元，对应目标价10.43元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：水利工程投资不及预期，疫情影响超预期，债务扩张超预期，收购及定增完成进度不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,583.02	14,361.31	16,929.51	19,602.74	22,570.64
增长率(%)	12.92	14.13	17.88	15.79	15.14
EBITDA(百万元)	1,623.90	1,917.26	2,020.54	2,295.19	2,658.65
净利润(百万元)	263.58	328.02	401.68	524.77	683.83
增长率(%)	12.64	24.45	22.45	30.64	30.31
EPS(元/股)	0.22	0.27	0.33	0.44	0.57
市盈率(P/E)	38.41	30.86	25.20	19.29	14.80
市净率(P/B)	2.76	2.58	2.46	2.23	2.02
市销率(P/S)	0.80	0.70	0.60	0.52	0.45
EV/EBITDA	6.00	8.10	10.03	8.95	8.22

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.42元
目标价格	10.43元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,202.26
流通A股股本(百万股)	1,201.85
A股总市值(百万元)	10,123.05
流通A股市值(百万元)	10,119.60
每股净资产(元)	3.04
资产负债率(%)	86.99
一年内最高/最低(元)	10.31/3.25

作者

鲍荣富	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
王雯	分析师
SAC执业证书编号：S1110521120005 wangwena@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《粤水电-季报点评:扣非净利润增长较快, PPP模式打开市场新空间》2017-10-20
- 《粤水电-半年报点评:工程施工、新能源双轮驱动, 订单充足增长有望提速》2017-08-23
- 《粤水电-首次覆盖报告:加大新能源布局, 订单充足增长可期》2017-04-05

内容目录

1. 粤水电：双主业发展的水利水电区域性龙头	5
1.1. 公司概况：区域基建龙头，清洁能源与氢能产业前景广阔.....	5
1.2. 业务分析：积极布局全国市场，品牌优势不断凸显.....	7
1.3. 财务分析：业绩稳定增长，费用控制能力持续改善.....	10
2. 工程建设先行，水利+抽水蓄能+轨道交通三轮驱动	14
2.1. 水利工程项目建设有望提速.....	14
2.2. 抽水蓄能电站迎来政策暖风.....	17
2.3. 轨交十四五政策频出加码，市场大有可为.....	21
3. 清洁能源项目储备丰富，政策利好促进业务发展	23
3.1. 发电业务布局全面，进军氢能产业发展.....	23
3.2. “十四五”推动能源结构转型，风光基地项目加快建设.....	26
3.3. 预计公司 2025 年发电营收有望突破 35 亿元，装机规模超 3GW.....	29
4. 盈利预测与投资建议	31
5. 风险提示	33

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（定增完成前）.....	6
图 3：公司股权结构（定增完成后）.....	6
图 4：2017-2021 年公司研发投入及占比.....	7
图 5：2017-2021 年公司研发人员数量及占比.....	7
图 6：2017-2021 年公司广东地区营收及同比增速.....	8
图 7：2017-2021 年公司分地区营收占比.....	8
图 8：2017-2021 年公司前五大客户销售金额及占比.....	9
图 9：2017-2022 年公司营业收入目标增速及完成情况.....	9
图 10：2017-2022 年公司归母净利润目标增速及完成情况.....	9
图 11：2017-2021 年新签工程项目数量及金额.....	10
图 12：2017-2021 年已签约未完工工程项目数量及金额.....	10
图 13：2017-2021 年公司营业总收入及同比增速.....	10
图 14：2017-2021 年公司归母净利润及同比增速.....	10
图 15：2017-2021 年公司分行业收入占比.....	11
图 16：2017-2021 年公司分产品收入占比.....	11
图 17：2017-2021 年公司毛利率和净利率情况.....	11
图 18：2017-2021 年公司现金流及净现比.....	11
图 19：2017-2021 年公司分行业毛利率情况.....	12
图 20：2017-2021 年公司分产品毛利率情况.....	12

图 21: 2017-2021 年公司期间费用情况.....	12
图 22: 2017-2021 年公司期间费用率情况.....	12
图 23: 2014-2021 年公司资产负债率情况.....	13
图 24: 2014-2021 年公司 ROE 与总资产周转率情况.....	13
图 25: 2004-2021 年我国水利建设投资完成额及增速.....	14
图 26: 2014-2020 年水利投资项目数量及增速.....	14
图 27: 各省“十四五”期间水利工程投资规划情况.....	15
图 28: 十四五期间 15 个省市水利投资额分类.....	15
图 29: 抽水蓄能电站原理.....	17
图 30: 丰宁抽水蓄能电站.....	17
图 31: 抽水蓄能产业链.....	18
图 32: 我国抽水蓄能电站资源区域分布情况.....	18
图 33: 抽水蓄能电站装机规模 (GW).....	19
图 34: 2021 年抽水蓄能电站分地区装机规模.....	19
图 35: 2021 年各类电源装机占比情况.....	19
图 36: 2020 年全球储能市场累计装机规模结构分布情况.....	20
图 37: 我国在建抽水蓄能电站装机分布情况.....	20
图 38: 我国在运抽水蓄能电站装机分布情况.....	20
图 39: 广州地铁十四号线二期项目.....	22
图 40: 广州地铁十四号线二期项目.....	22
图 41: 2015-2022Q1 公司清洁能源装机总容量.....	24
图 42: 2021 年底公司各类清洁能源项目装机量及占比.....	24
图 43: 我国清洁能源发电装机容量.....	26
图 44: 2016-2021 年广东省风光新增装机容量.....	27
图 45: 2016-2021 年广东省风光累计装机容量.....	27
图 46: 2016-2021 年新疆风光新增装机容量.....	28
图 47: 2016-2021 年新疆风光累计装机容量.....	28
表 1: 公司资质类别及等级.....	6
表 2: 公司主要在研项目.....	7
表 3: 公司主要业务模式.....	8
表 4: 近年来公司中标粤东三江连通、兴粤水利部分项目统计.....	9
表 5: 《“十四五”水安全保障规划》目标.....	14
表 6: 广东省水利发展“十三五”规划投资汇总表.....	16
表 7: 广东省水利发展“十四五”规划投资汇总表.....	16
表 8: 150 项重大水利工程中广东省内工程.....	17
表 9: 公司参与抽水蓄能电站建设情况.....	20
表 10: 各省交通基础设施投资“十三五”及“十四五”规划.....	21
表 11: 广东省综合交通运输体系“十三五”及“十四五”规划投资情况.....	22

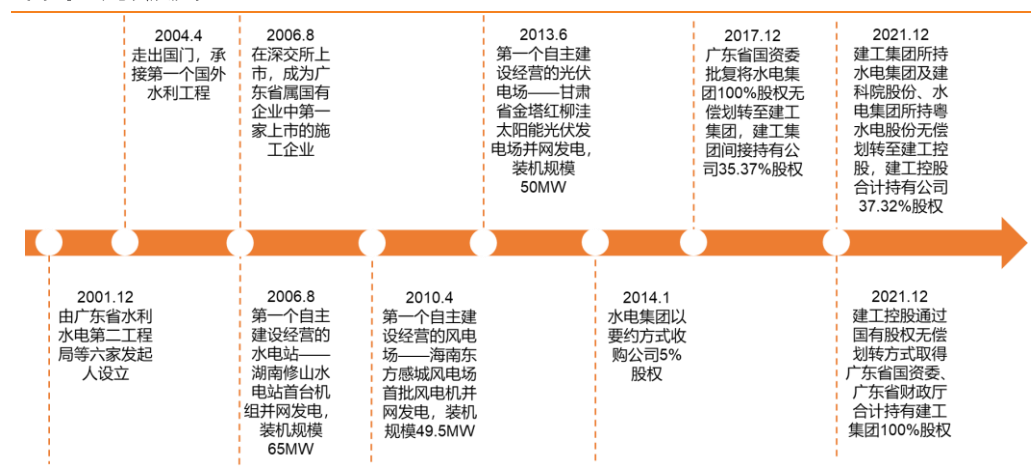
表 12: 2018 年以来重要风电项目统计	23
表 13: 2018 年以来重要光伏发电项目统计	23
表 14: 内蒙古乌海市氢能项目内容	25
表 15: 公司 1 亿元以上风电项目采购合同	26
表 16: 部分地区“十四五”清洁能源发展规划	26
表 17: 2022-2025 年清洁能源发电市场容量测算	28
表 18: 2022-2025 年公司发电业务收入及装机规模测算	29
表 19: 2022-2025 年公司水风光发电业务收入及装机规模测算	30
表 20: 粤水电分业务收入预测	31
表 21: 可比公司估值情况	32
表 22: 粤水电分部估值情况	32

1. 粤水电：双主业发展的水利水电区域性龙头

1.1. 公司概况：区域基建龙头，清洁能源与氢能产业前景广阔

工程建设和清洁能源业务双轮驱动，广东省水利水电区域性龙头。粤水电（全称：广东水电二局股份有限公司）成立于 2001 年，于 2006 年在深交所上市。公司由广东省水利水电第二工程局作为主发起人设立，创立初期专注水利水电、市政工程、地基与基础工程、公路工程及机电安装工程等的施工业务，并于 2004 年承接了第一个国外水利工程，积累了丰富的施工经验，形成了较高的品牌影响力。随着工程建设业务不断成熟，公司积极拓展水力、风力、太阳能光伏清洁能源发电以及风电塔筒、光伏支架装备制造领域。2006-2013 年，公司先后实现了首个自主建设运营的水电站、风电场及光伏电站并网，至今已形成工程建设和清洁能源“双轮驱动”的业务模式，是区域水利水电工程建设的龙头企业和国内风电装备制造产业第一梯队企业。此外，2022 年 2 月公司与内蒙古自治区乌海市人民政府、江苏兴邦能源科技有限公司签订《战略合作框架协议》，设立 1 个国际院士未来零碳氢能科创中心并建设 2 个碳中和氢能产业园，进军氢能领域。

图 1：公司发展历程

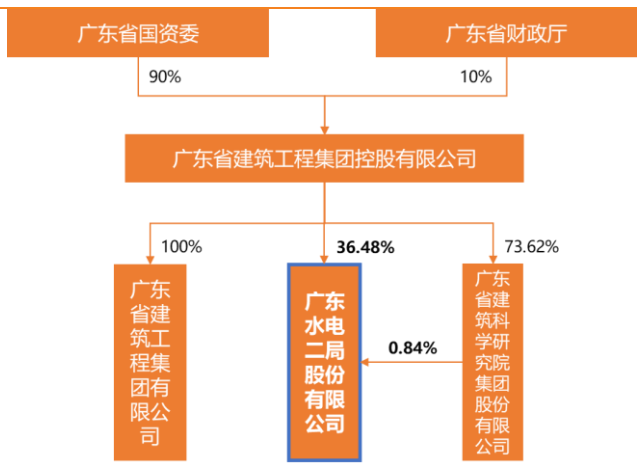


资料来源：公司公告，粤水电官方公众号，天风证券研究所

控股股东建工控股间接控制 37.32% 股份，实际控制人为广东省国资委。公司控股股东为广东省建筑工程集团控股有限公司，并直接持有公司 36.48% 的股权，并通过建科院持有公司 0.84% 的股权；实际控制人为广东省人民政府国有资产监督管理委员会，持有建工控股 90% 的股权。公司下辖多家子公司，其中主要的全资子公司为东南粤水电投资有限公司和中南粤水电投资有限公司，分别从事风光发电项目投资和实业项目投资、能源投资开发、工程建设等，2021 年分别实现净利润 2.23 亿元和 4,652 万元。

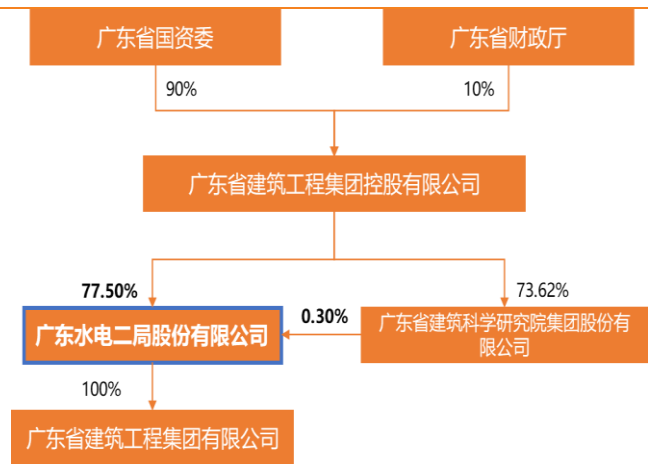
拟定增购买建工集团股权，提质增效巩固龙头地位。公司近期公告，拟发行股份购买建工控股持有的建工集团 100% 股权。交易完成后，建工控股对公司持股比例将从 36.48% 提高至 77.50%，建科院持股比例将从 0.84% 降低至 0.30%。公司同时筹划非公开发行股份募集配套资金不超过 20 亿元，用于补充流动资金。根据公司与建工控股签署的《业绩补偿协议》，建工控股承诺若本次定增在 2022 年实施完毕，则建工集团 2022-2024 年实现归母扣非净利润分别不低于 9.56、10.46、10.95 亿元；若本次定增在 2023 年实施完毕，则建工集团 2023-2025 年实现归母扣非净利润分别不低于 10.46、10.95、11.33 亿元。本次国有资本重组有望提升增强公司独立性，实现科研、设计、施工一体化，促进公司核心竞争力持续提升，解决同业竞争的问题，成为横向上跨越大建筑业、纵向上贯穿项目整个生命周期和全价值链、具有核心竞争力的新型城乡建设综合服务运营商，成为大湾区一体化经济中的建设龙头，在粤港澳大湾区建设中发挥主力军作用。

图 2：公司股权结构（定增完成前）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司股权结构（定增完成后）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

工程资质齐全，具备水利水电工程施工总承包特级资质，区域性竞争优势显著。工程建设业务为公司的传统优势经营项目，上市时已具备水利水电工程、公路工程、市政公用工程、房屋建筑工程和机电安装工程共 5 项总承包壹级资质和多项专业承包资质，有助于公司积极开拓市场，承接多项质量优良的工程项目。2017 年，公司取得水利水电工程施工总承包特级资质，成为广东省首家也是唯一一家具备该资质的企业，进一步增强区域性竞争优势。此外，公司拥有水利行业专业设计资质和国外承包工程经营资格，为公司不断拓展业务领域、承建国内外大中型水利水电工程奠定了坚实基础。

表 1：公司资质类别及等级

资质序列	资质类别及等级
施工总承包资质	水利水电工程施工总承包特级
	水利水电工程施工总承包壹级
	市政公用工程施工总承包壹级
	公路工程施工总承包壹级
	房屋建筑工程总承包壹级
专业承包资质	机电安装工程总承包壹级
	地基与基础工程专业承包壹级
	隧道工程专业承包壹级
	建筑装修装饰工程专业承包贰级
	水工金属结构制作与安装工程专业承包贰级
	城市轨道交通工程专业承包资质

资料来源：公司公告，天风证券研究所

关键技术纵深布局，研发水平持续提高。公司科技创新实力雄厚，形成了现代筑坝技术、大型隧道施工技术、复杂地质条件下基础处理技术、大江大河截流技术、跨流域调水工程施工技术、大型金属结构制安技术、公路及桥梁施工技术 7 大核心技术。近年来，公司完成超深竖井盾构渣料垂直运输施工关键技术、水库工程碾压混凝土施工技术等多项技术的研究，适应各类复杂地形条件与水文水力条件，有助于提升工程质量和形成优质的品牌形象。目前公司具有深埋高压输水盾构隧洞衬砌施工关键技术、复杂地层长距离深埋输水隧洞盾构施工关键技术等多项在研项目，未来有望提供强大的技术支撑。

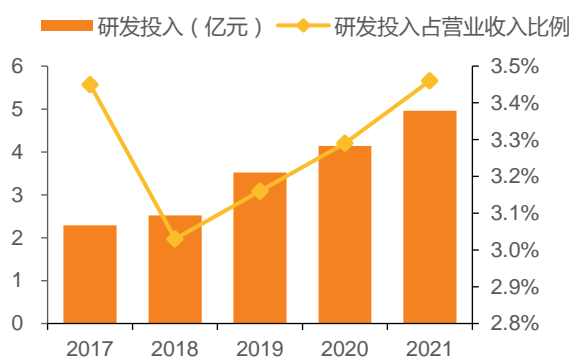
表 2：公司主要在研项目

主要研发项目名称	项目目的	预计对公司未来发展的影响
深埋高压输水盾构隧洞衬砌施工关键技术研究	有效解决珠三角水资源配置项目施工技术难题，实现优质、高效、经济的项目建设。	推动跨流域、长距离、大埋深、高内水压地下输水隧道工程建设技术发展。
复杂地层长距离深埋输水隧洞盾构施工关键技术研究	针对珠三角水资源配置工程复杂地层长距离深埋输水隧洞盾构施工技术开展研究，以突破各项技术难点，保障施工安全。	掌握深埋高地下水压复杂地层掘进施工关键技术，提高公司核心技术竞争力。
复杂环境条件地铁车站施工关键技术研究	解决复杂环境条件地铁车站桩基托换、永临结合方案和半盖法方案等关键技术，保障工程建设安全、优质、高效完成。	推动轨道交通工程建设技术发展。
复杂环境下城际轨道交通项目施工技术研究	克服不良工况影响，将工程安全风险控制在可接受水平，保障工程建设安全、优质、高效完成。	提高工程质量，保障施工安全，为类似工程提供技术支持。
珠三角 A1 标复杂条件下高水位深基坑施工关键技术研究	研究复杂地质条件下高水位深基坑施工关键技术，解决泵站基坑深厚岩石开挖、地下连续墙施工等技术难题。	提高公司复杂地质条件下高水位深基坑施工技术水平。

资料来源：公司 2021 年年报，天风证券研究所

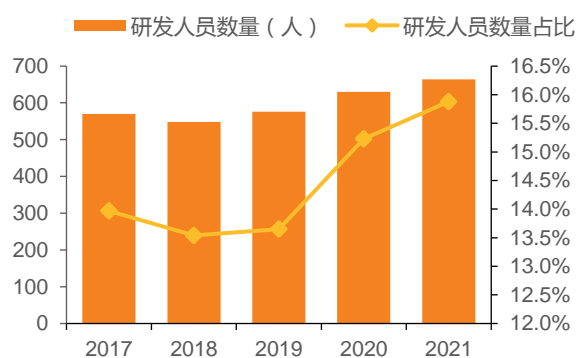
研发投入不断提高，打造高端创新人才团队。公司重视技术创新，多年来研发投入占营业收入比例保持在 3%-3.5%。2017-2021 年，公司研发投入从 2.29 亿元增长至 4.96 亿元，年均复合增速为 21.39%。截至 2021 年底，公司拥有高新技术企业 9 家，省级企业技术中心、广东省水利水电工程技术研究中心等省级技术研发平台 8 个，广州市企业研究开发机构 2 个，市级工程技术研究中心 3 个，累计有效发明专利 92 项、有效实用新型专利 188 项。同时，公司不断提升技术设备力量，现拥有水利水电、市政、轨道交通等施工设备 3000 多（台）套，其中包括世界知名品牌盾构设备 18 台（套）。此外，公司创新人才培养机制，通过开展校企合作、建立培养基地引进优秀人才，打造了工程建设和清洁能源投资建设的高素质专业团队。2021 年，公司拥有研发人员 664 人，占员工数量比例提升至 15.88%。

图 4：2017-2021 年公司研发投入及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2017-2021 年公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 业务分析：积极布局全国市场，品牌优势不断凸显

业务布局完善，集设计、施工、建设、运营、管理全过程服务于一体。公司业务包括工程施工、发电、产品销售和勘测设计与咨询服务，核心业务为工程建设和清洁能源发电、装备制造。工程建设方面，公司主要业务模式包括单一施工模式、PPP 模式和 EPC 模式，承包水利水电、轨道交通等项目。清洁能源方面，公司从事水、风、光伏电站项目投资建设，并在运营期将所发电力销售给电力公司；同时，公司将制造的风电塔筒等装备对外销售，以装备货款为收入来源。

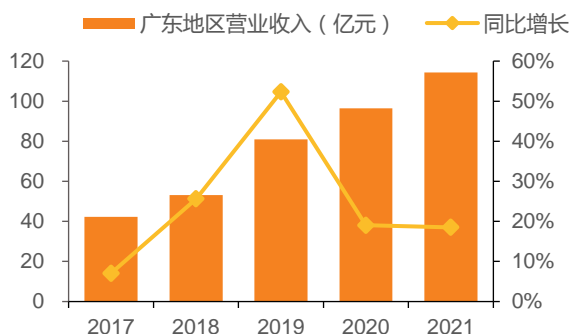
表 3：公司主要业务模式

业务板块	业务模式（收入来源）	业务介绍
工程建设业务	单一施工模式	公司在拥有的工程承包资质范围内提供施工总承包服务以及工程专业承包服务
	PPP 模式	公司向建设发包单位提供投融资、建设、施工及运营整体服务
	EPC 模式	公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包
清洁能源发电业务	投资、建设、运营（售电）	公司通过项目可行性研究，在取得有关政府机构下发的清洁能源项目批复或备案证后，对项目进行投资建设；项目运营期，公司将所发电力销售给电力公司，通过其电网线路实现电力上网，按照上网电量和上网电价确认公司电力销售收入
装备制造业务	承接项目、材料采购、加工制造、运输发货（装备货款）	承接项目后，公司采购生产原材料，加工制造成约定的成品，运输至合同约定的地点交货，收取货款

资料来源：公司公告，天风证券研究所

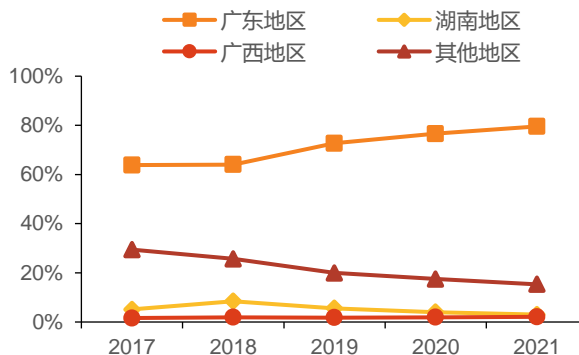
经营范围广阔，以广东省为主要发力点。公司工程建设业务布局以广东、四川、湖南等地为主，并覆盖全国大部分地区，承建了广东飞来峡水利水电枢纽工程、北江航道扩能升级项目，四川省通济堰渠、珠三角水资源配置工程等多个项目。公司作为第一批参建广州地铁、珠三角轨道交通的企业，是广东省轨道交通的主要施工单位，同时也参与了南昌、武汉、无锡、宁波等地的地铁建设，具备较强的市场竞争力。公司清洁能源发电业务主要分布在新疆、甘肃等西北地区及广东、山东等东南沿海地区，项目建设经验丰富。从公司分地区营业收入来看，广东地区为公司第一大收入来源。2017-2021 年，广东地区收入从 42.33 亿元提升至 114.26 亿元，年均复合增速 28.18%，占公司营业收入比例从 63.84% 提升至 79.56%，是公司重要的业绩增长支撑点。

图 6：2017-2021 年公司广东地区营收及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

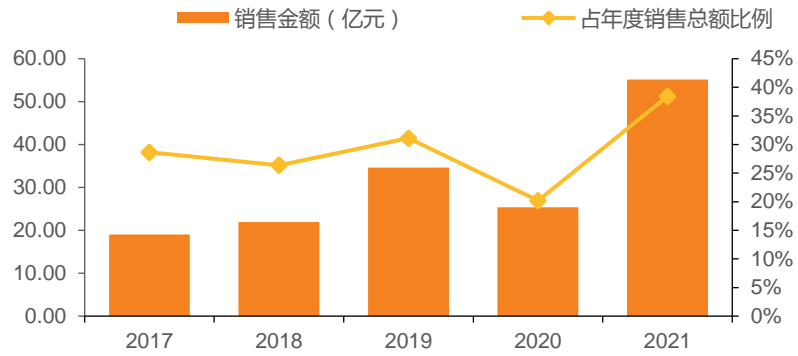
图 7：2017-2021 年公司分地区营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

客户集中度不断提升，母公司资源导入助力公司业绩增长。2017-2021 年，公司客户集中度逐渐提升，前五名客户销售金额占比从 28.65% 提升至 38.41%。其中，第一大客户销售占比较高，2021 年销售占比达到 11.19%。公司客户广东省粤东三江连通建设有限公司、广东省兴粤水利投资有限公司（已更名为广东省兴粤投资有限公司）为控股股东建工控股的全资子公司，项目资源丰富，2019 年兴粤为公司提供收入 4% 以上，助力公司业绩持续稳定增长。

图 8：2017-2021 公司前五大客户销售金额及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

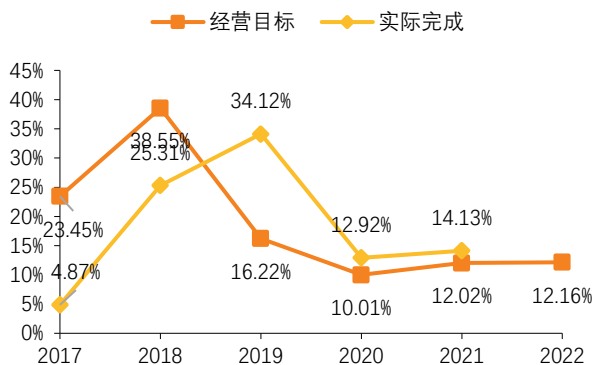
表 4：近年来公司中标粤东三江连通、兴粤水利部分项目统计

项目名称	公告时间	交易对方	项目类型	工程施工金额 (亿元)
韩江鹿湖隧洞引水工程施工项目	2018 年	广东省粤东三江连通建设有限公司	工程施工	1.40
2018 年度河源市连平县隆街镇、田源镇河角坪垦造水田项目 EPC 总承包	2018 年	广东省兴粤水利投资有限公司	EPC 总承包	1.60
潮水溪疏浚工程与乌石拦河闸引水工程设计施工总承包项目	2018 年	广东省粤东三江连通建设有限公司	施工总承包	1.67
2019 年度河源市紫金县龙窝 (等 5 个) 镇垦造水田项目 EPC 总承包 (第五批)	2019 年	广东省兴粤水利投资有限公司	EPC 总承包	0.42
榕江关埠引水工程施工总承包	2019 年	广东省粤东三江连通建设有限公司	工程施工	5.15
2019 年度汕头市澄海区溪南镇东社 (等 3 个) 村垦造水田项目 EPC 总承包 (第六批)	2020 年	广东省兴粤水利投资有限公司	EPC 总承包	0.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

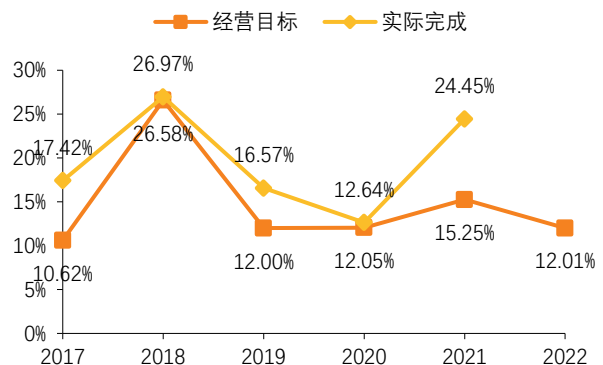
经营目标完成情况较好，业绩仍具弹性支撑。公司近五年经营计划完成度较高，营业收入除 16、17 年未达预定增速目标以外，其余年份均完成较好，而近五年归母净利润则全部达成既定目标。公司计划 2022 年营业收入增速 12.16%，归母净利润增速 12.01%，此外还要求完成承接工程任务量不低于 178 亿元 (21 年目标为 176 亿元)，并完成清洁能源投产 1.2GW (21 年目标为 0.2GW)，业绩仍具备较强的弹性。

图 9：2017-2022 年公司营业收入目标增速及完成情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

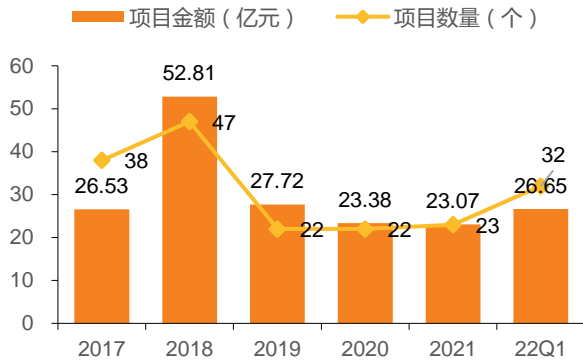
图 10：2017-2022 年公司归母净利润目标增速及完成情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

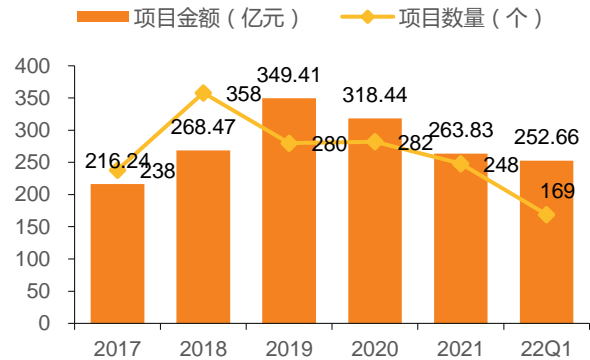
公司在手订单仍较为充足。截止 22Q1 末，公司新签工程施工项目 32 个，合计金额 26.65 亿元，在手未完工项目仍有 169 个，合计金额 252.66 亿元。我们认为公司在手订单充足，中长期来看有望支撑业绩增长。

图 11：2017-2021 年新签工程项目数量及金额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2017-2021 年已签约未完工工程项目数量及金额

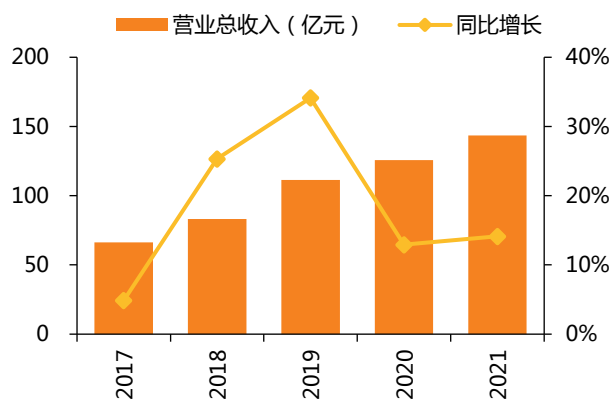


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析：业绩稳定增长，费用控制能力持续改善

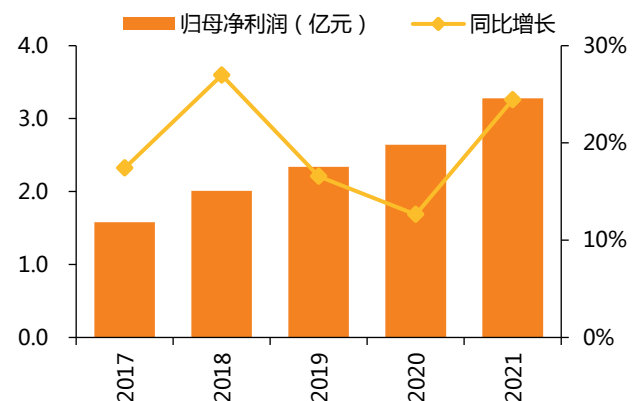
收入持续提升，净利润增速稳定。2017-2021 年，公司营业总收入从 66.30 亿元增长至 143.61 亿元，年均复合增速 21.31%；归母净利润从 1.58 亿元增长至 3.28 亿元，年均复合增速 20.03%。2022Q1，公司实现营业总收入 33.03 亿元，同比下降 5.31%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比下降 4.55%。一季度公司营收和净利润同比均有下滑，主要受各地疫情和春节长假影响，导致公司工程进度部分放缓。2022 年，公司计划实现营业收入同比增长 12.16%，归母净利润同比增长 12.01%，未来随着疫情防控进一步改善，施工工程和清洁能源项目加快落地，盈利能力有望逐渐恢复。

图 13：2017-2021 年公司营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

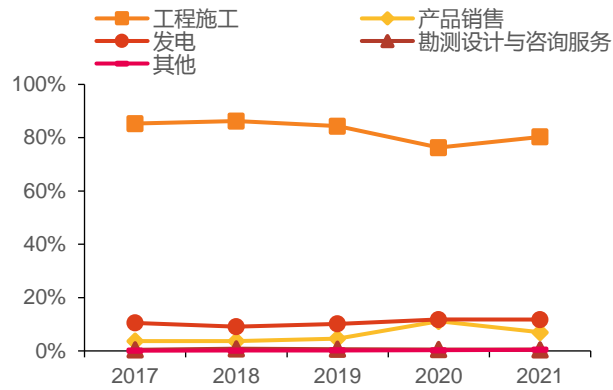
图 14：2017-2021 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

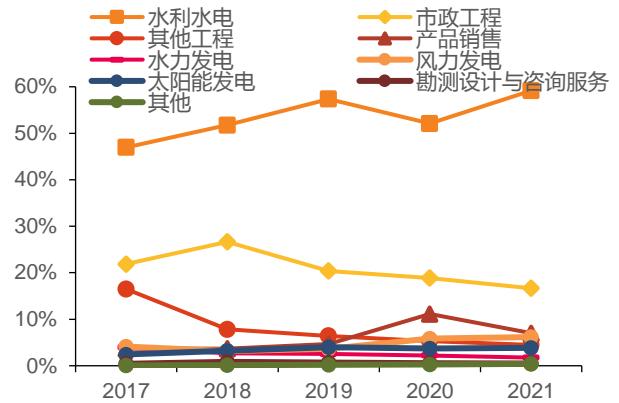
21 年工程施工板块营收占比 80.30%，发电业务占比有所提升。分行业来看，公司工程施工板块营收占比最高，2021 年工程施工板块实现营收 115.33 亿元，占比 80.30%（同比 +3.99%）。近年来发电板块营收占比略有提升，2021 年发电板块实现营收 16.90 亿元，占比 11.77%（同比 +0.01%），比 2017 年的 10.49% 提升了 1.28 个百分点。分产品来看，水利水电施工和市政工程施工分别为公司第一、二大收入来源，2017-2021 年，水利水电施工收入从 31.13 亿元提升至 84.96 亿元，年均复合增速 28.53%，占公司营业收入比例从 46.95% 提升至 59.16%；市政工程收入从 14.50 亿元提升至 23.93 亿元，年均复合增速 13.34%，占公司营业收入比例从 21.87% 下降至 16.66%。

图 15：2017-2021 年公司分行业收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2017-2021 年公司分产品收入占比

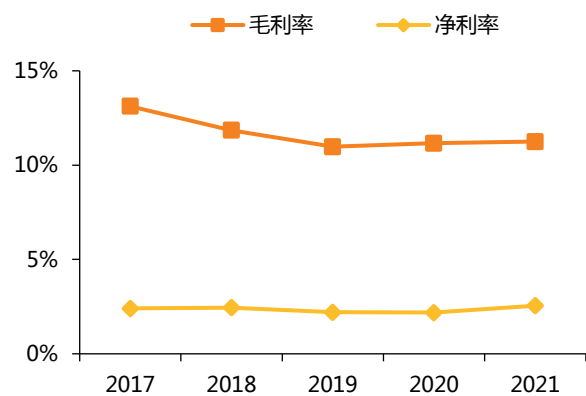


资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率略有下滑，净利率水平相对稳定。2017-2021 年，公司毛利率受工程施工业务影响呈下行趋势，从 13.12%降低至 11.25%。2022Q1，公司毛利率为 10.90%，同比提升 2.50 个百分点，盈利能力有所改善。公司净利率水平相对稳定，2017-2021 年维持在 2.2%-2.6% 的区间。2022Q1，公司净利率为 1.62%，同比提升 0.07 个百分点。

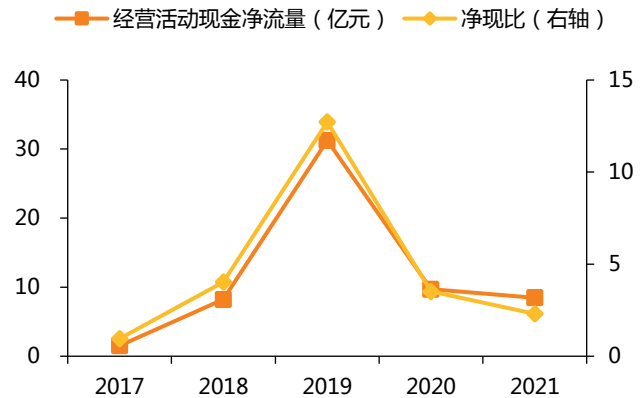
现金流处于优良水平，回款表现较好。截止 21 年末，公司实现经营性现金流净额 8.47 亿元，较 20 年小幅减少 1.24 亿元，但仍处于较好水平。2019 年受益于业务量增长和预收款项大幅增加，公司现金流增长较快，随后呈现逐步回归的态势。此外，公司净现比水平较高，随 CFO 净额呈现出波动趋势。2019 年，公司净现比达到 12.72，体现了较高的回款能力。我们预计随着疫情好转和项目建设加快推进，公司现金流仍将保持稳中向好。

图 17：2017-2021 年公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

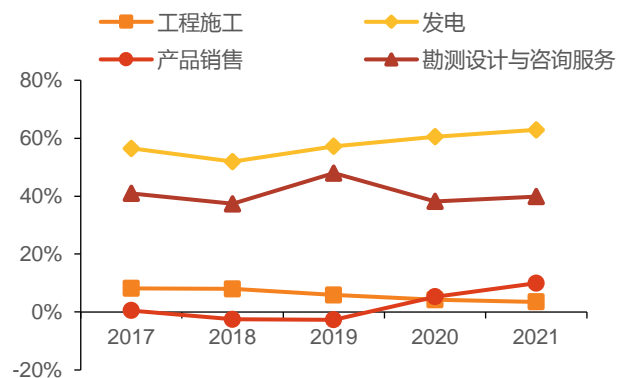
图 18：2017-2021 年公司现金流及净现比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

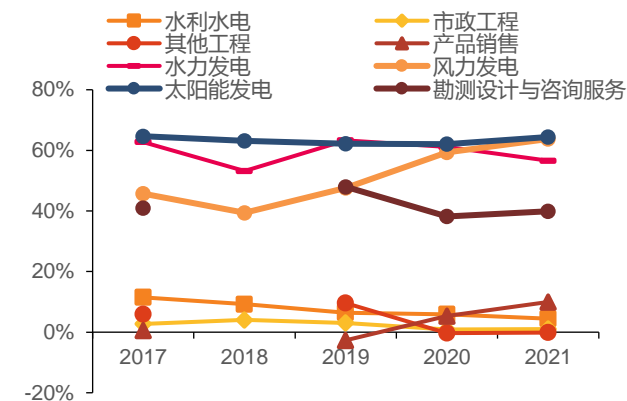
工程施工毛利率较低，发电业务毛利率超 60%。2021 年，公司工程施工、发电、产品销售、勘测设计与咨询服务毛利率分别为 3.48%、62.90%、9.96%、39.87%，同比分别 -0.73%/+2.36%/+4.66%/+1.69%。2017-2021 年，公司工程施工业务毛利率偏低，从 8.16% 下降至 3.48%，主要因市场竞争激烈、工程单价较低。此外，原材料、人工费用上涨较快，业主提高标准导致管理成本增大也对毛利率造成较大影响。公司发电业务毛利率较高，2021 年水力发电、风力发电、太阳能发电毛利率分别为 56.55%、63.75%、64.43%，对公司整体毛利率的改善起到良好的作用。

图 19：2017-2021 年公司分行业毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

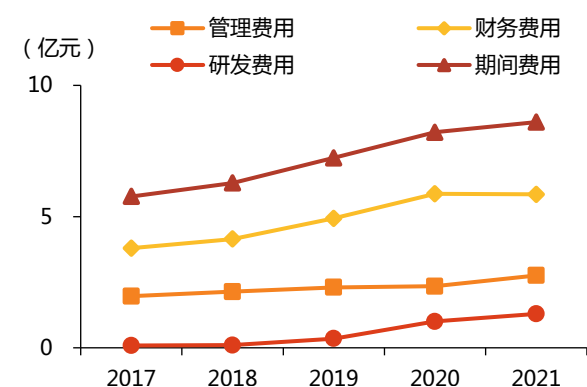
图 20：2017-2021 年公司分产品毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

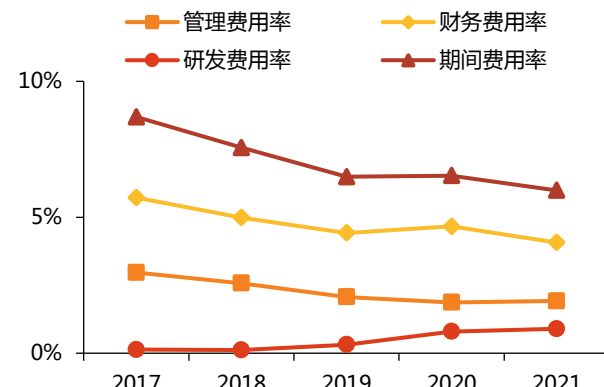
费用控制能力不断增强，研发费用率有所提升。2017-2021 年，公司费用控制能力不断提高，管理费用率从 3.1% 下降至 1.92%，财务费用率从 5.73% 下降至 4.07%，期间费用率从 8.69% 下降至 5.99%。未来随着公司加强管理水平建设，费用率有望进一步改善。公司近年来研发费用率略有上升，主要因公司加大工程施工、勘测设计等项目的研发投入，助力公司技术水平不断提升。

图 21：2017-2021 年公司期间费用情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：2017-2021 年公司期间费用率情况

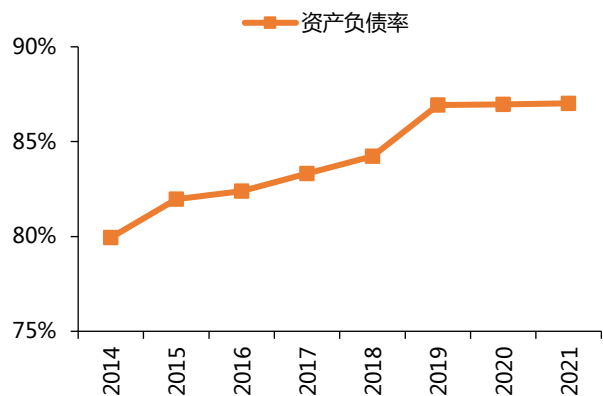


资料来源：公司公告，天风证券研究所

资产负债率偏高，拟定增优化资本结构。公司资产负债率多年来保持较高水平，2014-2018 年从 79.94% 提升至 84.23%，2019 年以来维持 85% 以上，主要因清洁能源项目及 PPP 项目投资所致。公司拟以发行股份方式购买建工集团股权并募集配套资金不超过 20 亿元，鉴于加期审计相应数据更新工作无法在 2022 年 6 月 30 日前完成，公司决定申请暂时中止审核本次重组事项。我们预计未来定增方案实施后将有效补充公司流动资金，优化资本结构，并进一步拓宽融资渠道，为公司充分发挥市场优势、扩大主营业务规模夯实基础。

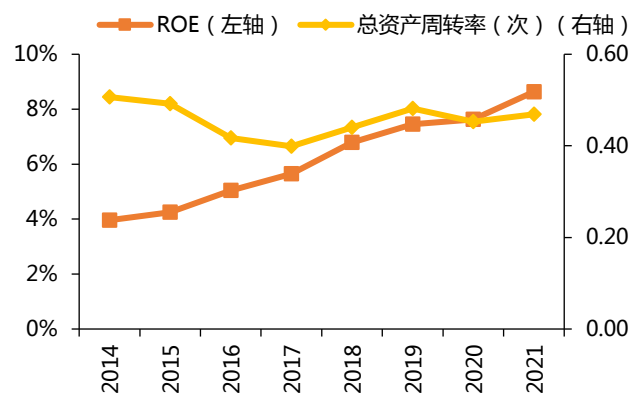
ROE 水平逐年提升，盈利能力持续加强。近年来，公司总资产周转率基本平稳维持在 0.45 左右，ROE 水平逐年上升主要受到资产负债率持续走高的影响。2014-2021 年，公司 ROE 从 3.96% 提升至 8.64%，盈利能力不断加强。未来若资产负债率情况得到改善，将有效降低公司经营风险，提高盈利增长的可持续性。

图 23：2014-2021 年公司资产负债率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2014-2021 年公司 ROE 与总资产周转率情况



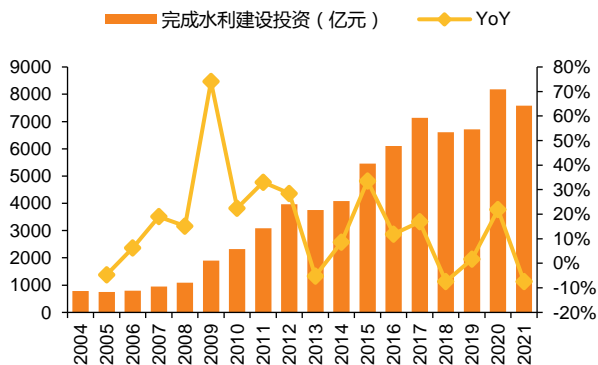
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 工程建设先行，水利+抽水蓄能+轨道交通三轮驱动

2.1. 水利工程项目建设有望提速

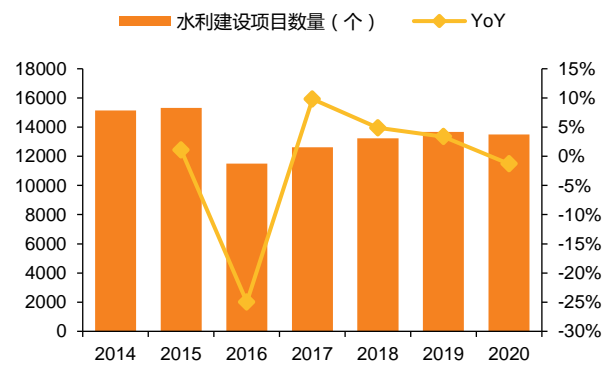
水利投资或成为稳增长重要抓手。水利投资作为基建投资的一部分，也是政府逆周期调节的重要变量，在经济下行压力较大时能够起到一定的对冲作用。近年来我国水利工程建设明显提速，2010-2021 年全国完成水利投资由 2320 亿元增加至 7576 亿元，10-21 年 CAGR 为 11.36%。6 月 17 日，在水利部召开推进“两手发力”助力水利高质量发展有关情况新闻发布会上，水利部副部长魏山忠表示，今年全国水利建设投资完成要超过 8000 亿元，争取达到 1 万亿元。而从实际情况来看，22 年 1-5 月全国已完成水利建设投资 3108 亿元，较去年同期增加 1090 亿元，同比增长 54%。按照 4 月 8 日魏山忠在国务院政策例行吹风会上的表示，重大水利工程每投资 1000 亿元，可以带动 GDP 增长 0.15 个百分点，新增就业岗位 49 万。若按照 22 年完成 8000 亿元的水利投资估算，可拉动 GDP 增长 1.2 个百分点，新增就业岗位 392 万。我们认为水利投资目标的不断加码，显示出水利项目将在今年稳增长、稳增长中发挥重要的提振作用。

图 25：2004-2021 年我国水利建设投资完成额及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：2014-2020 年水利投资项目数量及增速



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

政策驱动下，水利工程建设亦具备明确的现实需求。从政策角度来看，水利部印发《关于实施国家水网重大工程的指导意见》指出，要建成一批重大引调水和重点水源工程，新增供水能力 290 亿立方米。2020 年国务院常务会议正式确定到 2022 年推进 150 项重大水利工程，包括防洪减灾工程 56 项、水资源优化配置工程 26 项、灌溉节水和供水工程 55 项、水生态保护修复工程 8 项、智慧水利工程 5 项，总投资规模达 1.29 万亿元，有望带动间接投资约 6.6 万亿元。截止到 2021 年，150 项重大水利工程已批复 67 项，累计开工 62 项。我们认为在十四五保障“防洪安全、供水安全、粮食安全、生态安全”的主基调下，防洪减灾、水资源优化配置和水生态保护修复，使得我国水利工程建设亦具备更为明确的现实需求。

表 5：《“十四五”水安全保障规划》目标

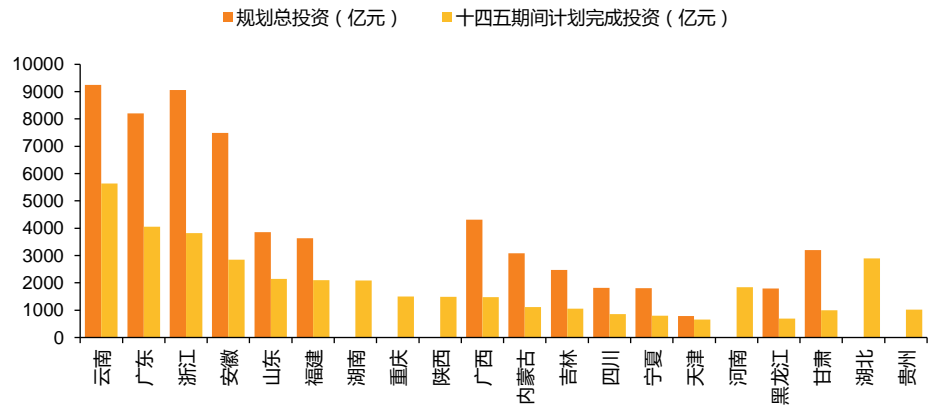
规划目标	具体内容
防洪减灾	大江大河干流 3 级以上堤防基本实现达标，中小河流治理河段达到规划的防洪标准，全国 5 级及以上堤防达标率由现状的 73% 提高到 77%。流域控制性枢纽有序建设，新增防洪库容 40 亿立方米。
水资源节约集约安全利用	全国用水总量控制在 6400 亿立方米以内，万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量均较 2020 年下降 16% 左右，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.58。水资源配置工程体系更加完善，新增水利工程供水能力 290 亿立方米，地级及以上城市应急备用水源基本建立，农村自来水普及率达到 88%，万亩以上灌区灌溉面积达到 5.14 亿亩。
水生态保护	江河湖库水源涵养与保护能力明显提升，重点河湖基本生态流量达标率达

到 90%以上,人为水土流失得到基本控制,重点地区水土流失得到有效治理,全国水土保持率提高到 73%以上。

资料来源:《“十四五”水安全保障规划》,天风证券研究所

十四五期间计划完成投资额超 3.9 万亿元。我们对十四五期间水利投资规划进行了统计,当前我国已有 20 个省和直辖市对“十四五”期间水利工程投资额做出了相关规划部署,预计十四五水利工程规划总投资额合计可达 6.1 万亿元,十四五期间计划完成投资额达 3.9 万亿元,相较“十三五”期间规划 2.43 万亿元投资额增加近 1.5 万亿元,同比增加 60.8%。

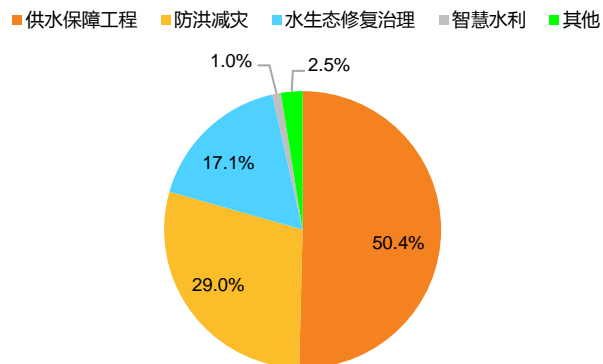
图 27: 各省“十四五”期间水利工程投资规划情况



资料来源:各省市水利厅,各省市人民政府网等,天风证券研究所

供水工程和防洪减灾仍占据主流,智慧水利重要性有所提升。从已披露十四五规划的具体投资分类上来看,十四五期间水利投资主要聚焦四个大方向:防洪减灾、供水保障工程、水生态修复、智慧水利。而供水工程和防洪减灾工程仍是十四五水利工程投资的主基调,分别占当前水利投资规划总额的 50.4%/29.0%。此外,智慧水利被提及较多,个别省份如浙江、广东已将智慧水利单独列为水利工程的投资类别,虽然目前占整个十四五期间投资额的比例较低,但我们预计在水利数字化、信息化加持下,智慧水利工程作为新兴领域,未来重要程度有望持续提升。

图 28: 十四五期间 15 个省市水利投资额分类



资料来源:各省市水利厅,各省市人民政府网等,天风证券研究所

注:不包括上文提及的 20 个省中的河南、黑龙江、甘肃、湖北、贵州

广东省水利工程计划投资总额和增速均位于前列。从投资额来看，广东“十四五”期间水利工程建设投资完成额达 4050 亿元，相较“十三五”规划增加 2247 亿元，同比增长 124.6%，在 20 个已公布十四五期间水利投资规划的省市当中仅次于云南。截止到 22 年 5 月，广东全省已完成水利投资 363.3 亿元，占年度计划完成投资 800 亿元的 45.4%，比去年同期增加 82.5 亿元。目前全省已储备近千亿元的水利投资项目，后续开展大规模水利建设仍有较大空间。

表 6：广东省水利发展“十三五”规划投资汇总表

项目类型	总投资 (亿元)	十三五期间投资 (亿元)	总投资占比
水利防灾减灾建设	1205	622	30.5%
水资源保障建设	1129	340	28.5%
农村水利建设	482	471	12.2%
水生态文明建设	1096	327	27.7%
水利信息化及行业能力建设	44	43	1.1%
合计	3956	1803	100.0%

资料来源：《广东省水利发展“十三五”规划》，天风证券研究所

表 7：广东省水利发展“十四五”规划投资汇总表

项目类型	总投资 (亿元)	十四五期间投资 (亿元)	总投资占比
防洪能力提升建设项目	2163	908	26.4%
水资源配置建设项目	2802	1283	34.2%
农村水利保障建设项目	1171	739	14.3%
河湖健康保障建设项目	1837	929	22.4%
水文现代化建设项目	38	30	0.5%
广东智慧水利工程项目	40	26	0.5%
水利行业强监管及能力提升项目	150	135	1.8%
合计	8201	4050	100.0%

资料来源：《广东省水利发展“十四五”规划》，天风证券研究所

在 150 项重大水利工程当中，广东省有 4 个项目，规划总投资额约 951 亿元。2022 年我国将重点推进 55 项重大水利项目，水利部出台了 19 项具体工作举措帮助水利项目加快建设，截止 22 年 5 月底，55 个重大项目当中已开工 12 项，6 月底前将再开工 6 项。而环北部湾（粤西）水资源配置工程也是 55 项加快推进的重大水利工程之一，水利部部长李国英 6 月 18 日实地调研该工程时也指出，要积极推动重大水利工程尽早实施。

公司资质优势叠加经验丰富，水电工程业务承接较多。在水利水电工程建设上，公司施工经验丰富，专业技术成熟，具备水利水电工程施工总承包特级资质，承建了包括广东飞来峡水利水电枢纽工程、广东省韩江高陂水利枢纽工程、北江航道扩能升级项目，四川省通济堰渠、沙湾水电站、引韩济饶等大中型水利水电工程。

上述广东省内 4 个重大项目中，除西江干流治理工程以外的其他 3 个项目，粤水电均有所参与。公司 2019 年 1 月公告参与建设韩江粤东灌区续建配套与节水改造工程半洋隧洞引水工程，签约合同价 5.27 亿元，其中公司承担工程部分 3.95 亿元。公司还分别于 2019 年 5 月、6 月公告签署珠三角水资源配置工程 A2 标及 B3 标合同，合同金额分别为 16.4/21.0 亿元。此外，公司也承接了环北部湾广东水资源配置工程合江支洞试验段项目，规划总投资 1.47 亿元。我们认为在十四五政策驱动下，公司有望凭借自身技术和资质优势，在水利工程加快投资的步伐中持续收益。

表 8：150 项重大水利工程中广东省内工程

项目名称	规划总投资额	粤水电参与投资额
广东省西江干流治理工程	24.66 亿元	-
环北部湾（粤西）水资源配置工程	540 亿元	1.47 亿元
珠三角水资源配置工程	353.99 亿元	16.4 亿元
东莞粤东灌区续建配套与节水改造工程	32.55 亿元	3.95 亿元

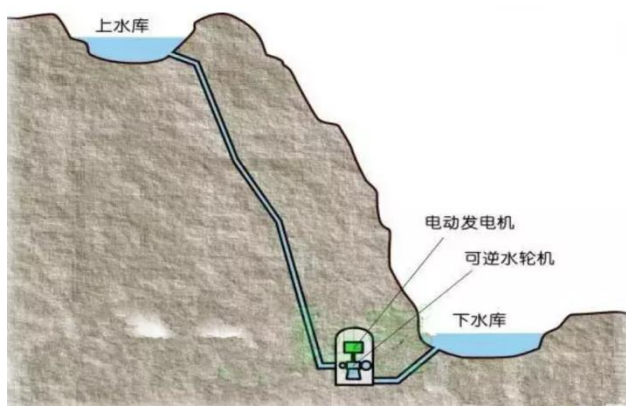
资料来源：广东省水利厅，中国水利，公司公告，天风证券研究所

2.2. 抽水蓄能电站迎来政策暖风

抽水蓄能是当前技术最成熟、经济性最优、最具大规模开发条件的电力系统绿色低碳清洁灵活调节电源。抽水蓄能电站是利用电力负荷低谷时的电能抽水至上水库，在电力负荷高峰期再放水至下水库发电的水电站，又称蓄能式水电站。抽水蓄能电站枢纽建筑物稍不同于常规水电站，通常包括上水库、下水库、输水系统、厂房系统、开关站及出线场、补水工程、场内与对外交通工程等。

根据能源部 2018 年发布的《抽水蓄能电站设计规范》，按照布置方式分类，抽水蓄能电站的输水管道可采用地下埋管、明管，以及地下埋管与明管结合的方式。按照材料分类、可采用钢筋混凝土管、预应力混凝土管、和压力钢管等。根据输水方式分类可以分为，单元供水（一洞一机）和联合供水（一洞多机，通过一根主管和若干岔管向多个机组供水）。

图 29：抽水蓄能电站原理



资料来源：广东省电机工程学会公众号，天风证券研究所

图 30：丰宁抽水蓄能电站

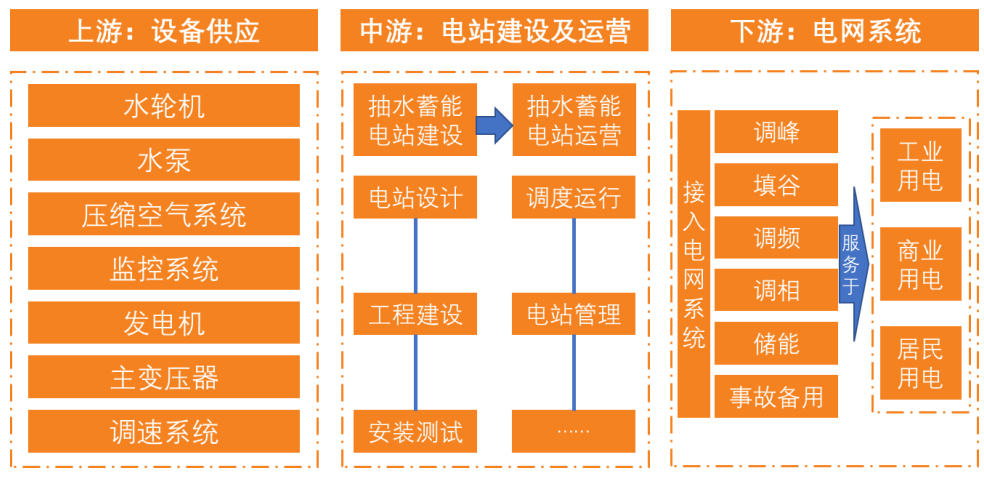


资料来源：国家电网公众号，天风证券研究所

抽水蓄能电站产业链建设。抽水蓄能电站产业链上游主要为水轮机、水泵、发电机、变压器等设备供应商，中游则主要为承接电站设计建设以及运营工作的建筑设计公司，电站建设完成后对接给下游实现并网发电。

抽水蓄能电站中，建安工程及设备采购合计占项目投资比例的 60%左右。以荒沟抽水蓄能电站为例，该项目总投资 58 亿元，其中建筑安装工程投资 20.7 亿元，占比 35.6%，永久设备工程投资 14.0 亿元，占比 24.4%。

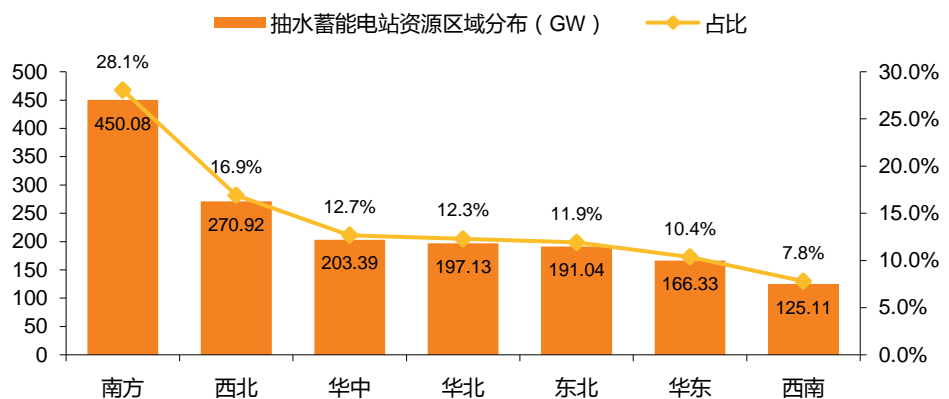
图 31：抽水蓄能产业链



资料来源：水电水利规划设计总院《抽水蓄能产业发展报告》，天风证券研究所

电站资源分散使得区域性龙头公司仍具备一定的竞争优势。根据 2020 年 12 月国家能源局组织的普查工作显示，我国适合建设抽水蓄能电站的资源站点有 1529 个，总装机规模达 1604GW，其中南方地区拥有 450GW，占比为 28.1%，其余分布在西北、华中等全国各地。值得注意的是，由于电站资源分布较分散，因为我们认为区域内部具有较高资质的电站建设公司可以依托在当地的渠道资源，从而形成竞争壁垒，获得一定的市场份额。

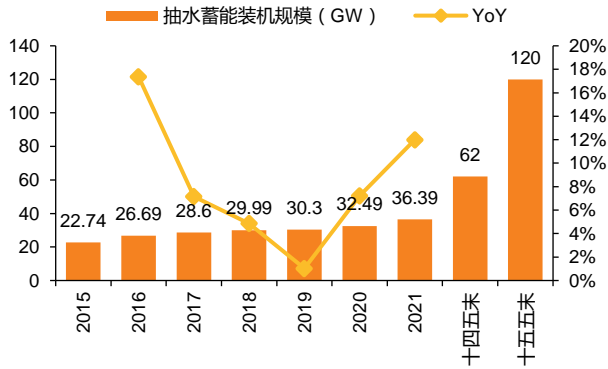
图 32：我国抽水蓄能电站资源区域分布情况



资料来源：水电水利规划设计总院《抽水蓄能产业发展报告》，天风证券研究所

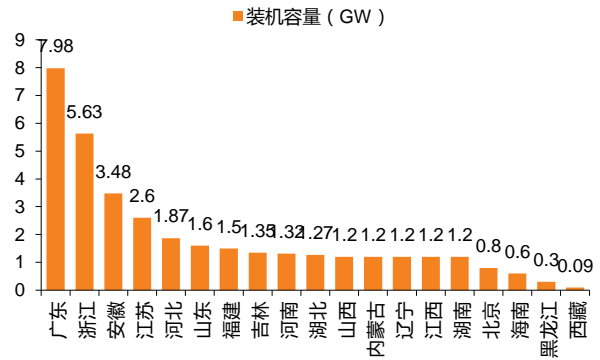
抽水蓄能电站建设迎来政策暖风。2021 年 8 月，国家能源局发布《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035 年)》，到 2025 年，抽水蓄能投产总规模较“十三五”翻一番，达 62GW 以上，十四五期间 CAGR+14.3%；到 2030 年，抽水蓄能投产总规模较“十四五”再翻一番，达 120GW 左右，十五五期间 CAGR+14.1%；到 2035 年，形成满足新能源高比例大规模发展需求的，技术先进、管理优质、国际竞争力强的抽水蓄能现代化产业，培育形成一批抽水蓄能大型骨干企业。

图 33：抽水蓄能电站装机规模 (GW)



资料来源：国家能源局，北极星储能网，天风证券研究所

图 34：2021 年抽水蓄能电站分地区装机规模

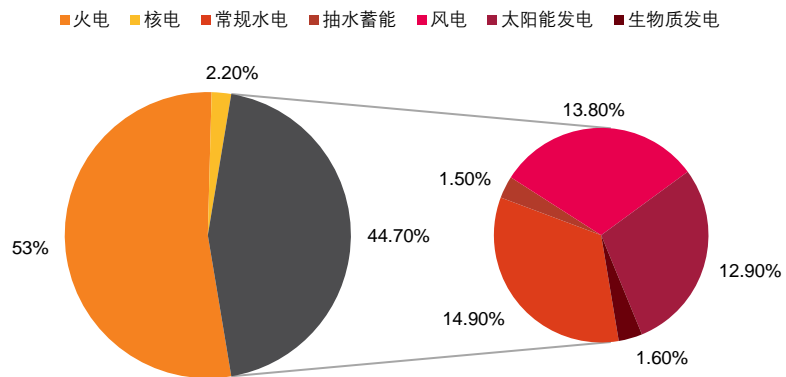


资料来源：水电水利规划设计总院《抽水蓄能产业发展报告》，天风证券研究所

根据《抽水蓄能产业发展报告》数据，截止 21 年底，我国核准在建的抽水蓄能电站装机规模为 61.53GW，预计 22 年有望投产 9GW，至年底我国抽水蓄能电站装机规模有望达 45GW 左右，且 22 年核准新开工规模有望超过 50GW。抽水蓄能电站建设期约为 4-6 年（勘测设计 1-2 年，施工周期 3-4 年），按照 5 年计算并参考征求意见稿口径（十四五、十五五、十六五期间分别开工 180GW、80GW、40GW，累计投运 62GW、200GW、300GW），我们认为十五五末累计 120GW 左右总装机新增将集中于 2020-2025 年新开工。

抽水蓄能占我国能源消费结构的比例较低，提升空间较大。截止到 2021 年末，我国抽水蓄能装机规模为 36.39GW，如按十四五末达成 62GW 装机容量来算，仍有 25.61GW 的空间。考虑到当前我国能源消费结构中抽水蓄能占比仅 1.5%，且十四五、十五五期间开工+装机量仍远低于已发现的电站资源总额，我们认为后续仍有较大的提升空间。

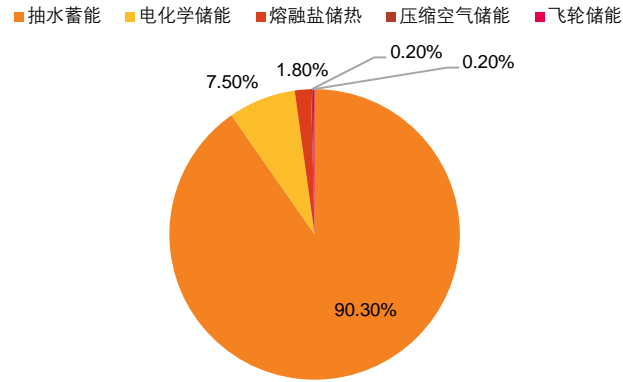
图 35：2021 年各类电源装机占比情况



资料来源：水电水利规划设计总院《抽水蓄能产业发展报告》，天风证券研究所

抽水蓄能在储能市场中占据绝对领先地位。在全球储能市场中，抽水蓄能的累计装机规模最大，截止 2020 年占比为 90.3%；电化学储能的装机规模紧随其后，占比为 7.5%；熔融盐储热装机规模占比为 1.8%；压缩空气储能和飞轮储能装机规模占比均小于 1%。

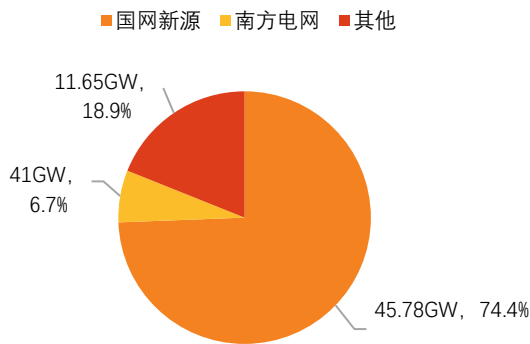
图 36：2020 年全球储能市场累计装机规模结构分布情况



资料来源：CNESA，前瞻产业研究院，天风证券研究所

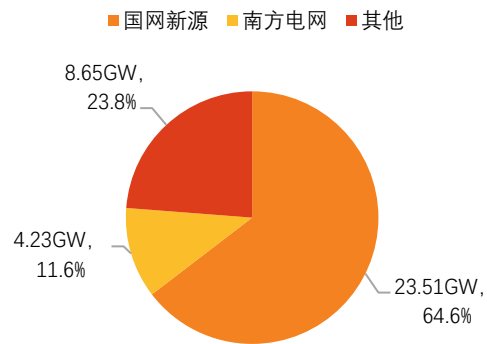
抽水蓄能电站建设运营以国网新源为主。截止 21 年底，国网新源在运和在建抽水蓄能电站规模分别为 23.51GW、45.78GW，占比分别约 64.6%和 74.4%，在抽水蓄能开发建设和运营市场中占据大多数份额。

图 37：我国在建抽水蓄能电站装机分布情况



资料来源：水电水利规划设计总院《抽水蓄能产业发展报告》，天风证券研究所

图 38：我国在运抽水蓄能电站装机分布情况



资料来源：水电水利规划设计总院《抽水蓄能产业发展报告》，天风证券研究所

粤水电抽水蓄能电站建设仍具备一定空间。公司具备抽水蓄能电站上下水库土建、水库库岸防护等工程施工资质、先进技术及丰富经验，先后参与了广东及海南省等 6 个抽水蓄能电站的建设，合计装机规模达 9.08GW，业主方均为南方电网。公司在全国尤其是在广东、四川、湖南等地区具备较高的品牌影响力，是区域水利水电工程建设的龙头企业。南方电网董事长在 2021 年 10 月底表示未来十年将建成投产 21GW 抽水蓄能电站，考虑到南方电网是当前仅次于国网新源的第二大抽水蓄能电站建设运营主体，我们认为公司后续有望凭借技术和区位优势，以广东省内为支点，不断承接南方电网的新订单。

表 9：公司参与抽水蓄能电站建设情况

电站名称	装机规模 (MW)	发电量 (亿千瓦时)	金额 (亿元)	建设年份	项目状态
惠州抽水蓄能电站	2400	45.63	81.34	2004	2011 年全面投产发电
清远抽水蓄能电站	1280	23.32	49.98	2009	2016 年全面投产发电
阳江抽水蓄能电站	2400	12	76.27	2017	2021 年 12 月 10 日首台机组投产
深圳抽水蓄能电站	1200	15.11	59.79	2011	2018 年全面投产发电
琼中抽水蓄能电站	600	10.02	41.1	2012	2018 年全面投产发电
肇庆抽水蓄能电站	1200	16	64.7	2020	在建
合计	9080	122.08	373.18	-	-

资料来源：公司公告，北极星农电网，北极星水力发电网，易事特官网，凤凰网，中国新闻网，阳江日报，中国能建公众号，肇庆发布公众号，天风证券研究所

2.3. 轨交十四五政策频出加码，市场大有可为

全国大中城市轨道交通建设仍将大规模展开。城市群和都市圈一体化建设使未来城市轨道交通基础设施的需求还将进一步加大，轨道交通工程建设市场前景广阔。根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》以及《交通强国建设纲要》，我国将进一步加快城际铁路、市域（郊）铁路建设，构建高速公路环线系统，有序推进城市轨道交通发展。到“十四五”末基本建成京津冀、粤港澳大湾区、长三角轨道交通网。预计未来 5 年，地铁将新增运营里程 3000 公里。

十四五轨交投资仍有较大增量。从我们梳理的各省十三五及十四五交通基础设施规划情况来看，十三五期间合计规划投资 11.7 万亿元，实际完成投资 11.3 万亿元，完成度 96.65%。十四五期间合计规划投资 15.3 万亿元，相较十三五增加 3.6 万亿元，同比增长 30.9%。

表 10：各省交通基础设施投资“十三五”及“十四五”规划

	十三五规划（亿元）	十三五完成（亿元）	完成度	十四五规划（亿元）
河南	6650	4400	66.17%	9000
广东	14600	14300	97.95%	20020
四川	10300	13000	126.21%	12000+
江苏		6293		10000
福建	7500	7230	96.40%	8300
陕西	5000	4600	92.00%	
内蒙古	4460	4485	100.56%	
云南	11500	11500	100.00%	13000+
重庆	4000	4312	107.80%	5000
河北	6000			6000
江西	5300	4484	84.60%	6173
黑龙江	1300	2190	168.46%	4000
广西	6088	6000	98.55%	15000
浙江	10000	14000	140.00%	20000
安徽	3000	4240	141.33%	5000+
宁夏	850	868	102.12%	
湖北	7000	6964	99.49%	8200
吉林		1200		2200
湖南	3483			5000
青海	3000	1850	61.67%	2104
海南		1200		2200
甘肃	7000			
合计	117031	113116	96.65%	153197

资料来源：各省发改委，各省人民政府，各省交通运输厅，天风证券研究所

从广东省内来看，十四五轨交投资额显著增加。根据《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》，到 2025 年，城市轨道交通运营里程达 1700 公里，“十四五”时期，全省共安排交通基础设施重大建设项目投资约 20020 亿元，同比增长 37.1%。其中轨道交通 8800 亿元，同比增长 29.4%，并增加了 980 亿元交通枢纽投资。此外，根据《广州市交通运输“十四五”规划》，广州市“十四五”期间，轨道交通计划投资 1889 亿元，至“十四五”期末，城市轨道交通（地铁+有轨电车）通车里程超过 900 公里，其中地铁通车里程力争达到 860 公里以上。公司作为第一批参建广州地铁、珠三角轨道交通的施工单位，历经了广州市、珠三角轨道交通建设行业的发展和变化，也参与了南昌、武汉、无锡、宁波等地的地铁建设，有望在市场扩容中抢占份额。

表 11: 广东省综合交通运输体系“十三五”及“十四五”规划投资情况

项目类别	十三五 (亿元)	十四五 (亿元)	同比增长
轨道交通	6800	8800	29.4%
公路	6200	8130	31.1%
航港设施	600	650	8.3%
民航	730	1140	56.2%
油气管网	270	320	18.5%
交通枢纽	-	980	
合计	14600	20020	37.1%

资料来源:《广东省综合交通运输体系“十三五”发展规划》,《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》,天风证券研究所

在轨道交通建设市场,公司积累了丰富的轨道交通建设施工经验。目前公司拥有世界知名品牌盾构设备 18 台(套),1 台 TBM 硬岩掘进机和 2 台连续墙铣槽机等大型专用施工设备,掌握了各种复杂地层中盾构掘进施工技术,在珠三角、江西及湖北等省市轨道交通市场累积了较好的行业口碑和专业经验。目前公司已经承接了广州地铁 22 号线和 14 号线二期、东莞地铁 1 号线、广佛环东线等,未来仍有望进一步拓展市场。

图 39: 广州地铁十四号线二期项目



资料来源:粤水电公众号,天风证券研究所

图 40: 广州地铁十四号线二期项目



资料来源:粤水电公众号,天风证券研究所

3. 清洁能源项目储备丰富，政策利好促进业务发展

3.1. 发电业务布局全面，进军氢能产业发展

清洁能源布局全面，市场竞争力有望持续加强。公司自 2003 年起寻求业务转型，经过多年投资布局，积累了丰富的清洁能源开发、建设、运营经验。公司清洁能源发电业务种类齐全，风、光、水项目质量优良，形成以新疆、广东为重点领域，山东、河南、湖南、贵州多点分散的广泛布局。目前公司在手订单充足，风电项目装机规模高，运营实力较强；光伏项目数量众多，涵盖光伏发电、光储一体化、农光互补、林光互补等多种项目类别。

2022 年公司在建风电项目合计装机 50MW，光伏项目 260MW，2018 年以后签署合作协议并进行前期准备的项目装机规模合计达 9.31GW。未来随着新疆哈密、巴楚县，广东遂溪县等在建项目并网发电，公司清洁能源装机规模将进一步提升，市场竞争力持续加强。此外，公司积极响应国家“碳达峰、碳中和”战略部署，加强储能领域技术创新，风光项目配储 10%以上，包括洛浦县新能源发电项目规划配储不低于 15%，新疆巴楚县光储一体化项目配储规模 22.5MW/45MWh 等，助力建设清洁低碳的能源体系。

表 12：2018 年以来重要风电项目统计

项目名称	地点	总投资（亿元）	装机容量（MW）	公告日期	项目进度
滨州粤水电能源有限公司沾化滨海二期 36MW 风电项目	山东滨州	3.18	36	2018.3.28	2019.9.30 并网
葫芦岛市南票区风电项目	辽宁葫芦岛	16	200	2019.4.17	前期准备
奇台县粤水电北塔山风力发电场一期 50MW 项目	新疆	3.73	50	2019.12.28	2020.12.23 并网
新疆维吾尔自治区阿勒泰地区布尔津县风电项目（一期）	新疆	13	200	2020.5.7	前期准备
新疆维吾尔自治区阿勒泰地区布尔津县风电项目（二期）	新疆	20	300	2020.5.7	前期准备
新疆生产建设兵团第十二师 104 团风电项目	新疆	3.5	50	2020.7.29	前期准备
新疆维吾尔自治区塔城地区额敏县风电项目	新疆	30	500	2020.8.19	前期准备
东南粤水电钦南区风电开发项目	广西钦州	14.46	300	2020.9.22	前期准备
新疆哈密十三间房一期 50MW 风电场项目	新疆	2.97	50	2021.8.31	在建
威宁县新能源发电项目	贵州毕节	60(含集中式光伏项目)	200	2022.3.17	前期准备
合计	-	166.84	1886	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 13：2018 年以来重要光伏发电项目统计

项目名称	地点	项目类别	总投资（亿元）	装机容量（MW）	公告日期	项目进度
西藏腾能曲水县 40MWp 并网光伏发电项目	拉萨曲水	光伏发电	4	40.33	2018.3.28	2018.10.17 并网
五家渠粤水电六师北塔山 50MWp 光伏发电项目	新疆北塔山	光伏发电	2.87	50	2019.8.30	2020.11.8 并网
新疆喀什疏附县 20MWp 光伏发电项目	新疆喀什	光伏发电	0.78	20	2020.9.15	2020.12.31 并网
新疆阿克苏阿瓦提 20MWp 光伏发电项目三期	新疆阿克苏	光伏发电	0.72	20	2020.9.15	2020.12.18 并网
新疆喀什莎车县 20MWp 光伏发电项目	新疆喀什	光伏发电	0.72	20	2020.9.15	2020.12.29 并网
广东湛江遂溪县官田水库 50MWp 光伏发电项目	广东湛江	光伏发电	1.95	50	2020.9.15	2021.6.30 并网
新疆喀什巴楚县 20MWp 光伏发电	新疆喀什	光伏发电	0.72	20	2020.9.15	2020.12.28 并网

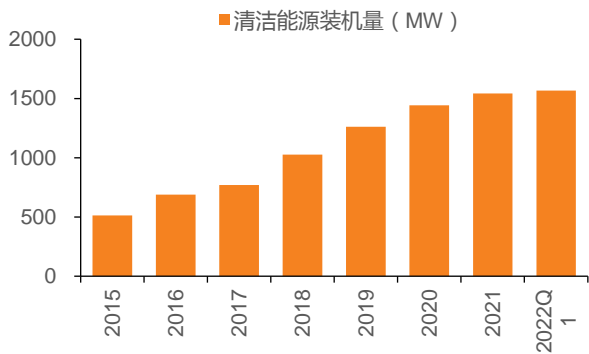
电项目

粤水电钦南区那思镇 200MW 农光互补项目	广西钦州	农光互补	8	200	2020.9.22	前期准备
新疆生产建设兵团第十二师 221 团光伏发电项目	新疆	光伏发电	25	700	2021.3.6	前期准备
洛浦县新能源发电项目	新疆洛浦	光储一体化	60	1500	2021.3.25	前期准备
500MW 集中式农光互补光伏发电项目	河南南阳	农光互补	25	500	2021.5.13	前期准备
300MW 林光互补光伏发电项目	湖南益阳	林光互补	12.86	300	2021.7.10	前期准备
新疆巴楚县 150 兆瓦光储一体化项目	新疆喀什	光储一体化	7.31	150	2021.8.31	在建
河南省罗山县 150MW 农光复合光伏能源基地项目	河南信阳	农合光伏	6	150	2021.9.11	前期准备
湖南省邵阳市光伏发电开发建设项	湖南邵阳	光伏发电	20	500	2021.11.10	前期准备
富山工业园源网荷储一体化综合能源管理项目	广东珠海	源网荷储一体化	15	350	2021.11.19	前期准备
海南省临高县粤水电波莲镇 60MW 农（菜篮子工程）光复合项目	海南临高	光伏+农业	3.56	60	2022.1.14	在建
湖南省郴州市安仁县平背乡光伏农业综合开发项目	湖南郴州	光伏+农业	4	100	2022.2.10	前期准备
威宁县新能源发电项目	贵州毕节	光伏发电	63（含风电项目）	850	2022.3.17	前期准备
广东遂溪县官田水库二期 50MWp 光伏发电项目	广东遂溪	光伏发电	2.28	50	2022.3.30	在建
新疆维吾尔自治区喀什地区巴楚县 2021-2022 年新增 10 万千瓦保障性光伏并网发电项目	新疆喀什	光伏发电	-	100	2022.4.30	项目中标
新疆阿瓦提县 200 万千瓦“光伏+”示范园区项目	新疆阿瓦提	光伏发电	100	2000	2022.5.31	前期准备
合计	-	-	363.77	7730.33	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

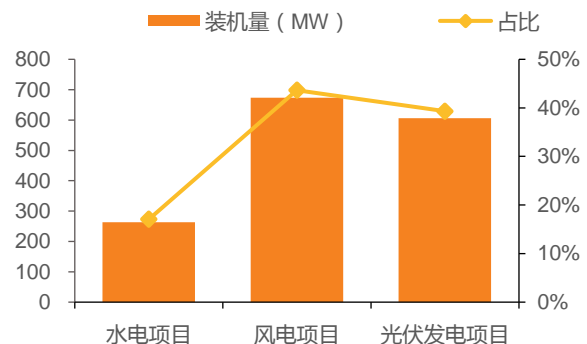
全力发展清洁能源业务，装机规模持续提升。近年来，公司清洁能源装机规模不断扩大。2015-2021 年，公司累计已投产发电的清洁能源装机总容量从 0.51GW 提升至 1.54GW。截至 2022Q1 末，装机总规模已达到 1.57GW。2017-2021 年，水电项目装机量从 0.21GW 提升至 0.26GW，风电项目装机量从 0.33GW 提升至 0.67GW，光伏发电项目装机量从 0.23GW 提升至 0.61GW。目前公司拥有一大批风光储备项目，21 年底在建项目 0.2GW，预计 2022 年将完成清洁能源投产 1.2GW。

图 41：2015-2022Q1 公司清洁能源装机总容量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：2021 年底公司各类清洁能源项目装机量及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

氢能助力新型电力系统发展，政策暖风指明产业方向。氢能作为 21 世纪的理想能源，一方面通过可再生能源制氢，氢气再转化为终端能源的方式有助于促进可再生能源消纳，另一方面推行绿氢替代可促进绿色化工、绿色交通的快速发展。在技术、成本、政策等推动下，氢能作为电力介质和纽带成为可能，在高渗透率可再生能源电力系统中扮演着越来越重要的角色。《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》为氢能产业中长期发展指明方向，明确到 2025 年，初步建立以工业副产氢和可再生能源制氢就近利用为主的氢能供应体系，可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年；到 2030 年形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，产业布局合理有序，可再生能源制氢广泛应用；到 2035 年形成氢能产业体系，构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态。《“十四五”现代能源体系规划》中指出，适度超前部署一批氢能项目，推动氢能技术发展和示范应用。《广东“十四五”规划和 2035 年远景目标建议》中提出，积极发展风电、核电、氢能等清洁能源，建设清洁低碳、安全高效、智能创新的现代化能源体系。伴随行业政策频出，氢能产业将迎来蓬勃生机。

前瞻性布局氢能赛道，有望形成新的业绩增长点。公司规划氢能领域项目，2022 年 2 月与内蒙古自治区乌海市人民政府、兴邦科技签订《战略合作框架协议》，在内蒙古乌海市合作投资打造氢电产业链，项目预计总投资规模达 168-188 亿元，预计形成 1 万台（套）氢燃料电池模组、氢燃料电池重卡和公交环卫车辆等应用，并形成满足 1 万台氢燃料电池车辆所需制氢、加氢供给服务能力。目前项目已进入前期评估阶段，落地后有望形成新的业绩增长点。

表 14：内蒙古乌海市氢能项目内容

序号	内容
1	设立 1 个国际院士未来零碳氢能科创中心。组建国际顶尖标准高端材料及氢能装备实验室，突破氢能领域“卡脖子”技术的研发攻关。组织与加拿大 WATRELOO 大学等国际知名院校、科研机构在乌海市建立国际合作与交流产学研基地。
2	建设 2 个碳中和氢电产业园（风光绿氢制储运加产业园和氢燃料电池发动机及其核心部件产业园），发挥龙头企业的引领和带动作用，早日实现 3060 目标。
3	打造上中下游 3 个产业集群：上游风光发电、绿氢制储运加；中游燃料电池发动机及其核心部件研发生产制造；下游绿氢及其燃料电池在交通运输、建筑、公用设施、军事、船舶及航空航天领域的应用。
4	推动氢能在公交、环卫等各类公共用车，推动城市居民体验零碳清洁交通领域的发展。各方将合作拓展氢燃料电池在工业、建筑、商业、负碳排放领域中的全方位应用示范，研发生产氢热电住宅一体化设备、氢电储能及应急供电设备、燃料电池特种装备、燃料电池低碳建筑等民用、公用、商用社会各业态、各领域的应用，在乌海市打造氢能交通社区、氢能旅游景区、氢能小镇等示范项目。
5	各方联合引进央企、地方国企、金融机构与社会资本，共同设立氢能绿色金融服务平台，规划投资 20 亿元完善氢能产业金融服务体系。支持氢燃料电池领域核心关键技术创新和成果转化、氢能汽车运营推广、产业发展平台建设以及扶持重点企业成长。
6	氢电发展规划将紧扣一体化、高标准分三年完成整体产业链落地，预计总投资 168~188 亿元。项目预计形成 1 万台（套）氢燃料电池模组、氢燃料电池重卡和公交环卫车辆等应用，并形成满足 1 万台氢燃料电池车辆所需制氢、加氢供给服务能力。推动光伏风能电站和电解水制氢耦合及规模化发展，逐步建立绿色、安全、高效的氢能供应体系，打造国内重要的绿氢生产基地。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

装备制造产能集中于新疆、广东，新订单为业绩形成有力补充。公司装备制造业务主营陆地风电塔筒、海上风电塔筒及管桩、光伏支架等，在广州增城、广东阳江、新疆昌吉奇台县、新疆喀什巴楚县设有 4 个厂区共 40 万平方米、16 条生产线的新能源装备制造产业园，年制造产能约 22 万吨。2022 年 5 月，公司与中能建广东电力院签订供货协议，2022 年 10 月至 2023 年 7 月分批提供塔筒及其附属设备 46 套，合同总价 4.27 亿元，将有效提升 22、23 年经营业绩。目前公司自动化生产水平仍待提高，规模体量相对较小，订单加快落地和技术突破有望助力公司从中低端层次迈入更高行列。

表 15：公司 1 亿元以上风电项目采购合同

合同名称	交易对手方	供货数量（套）	合同价格（亿元）
新疆华电木垒大石头 200MW 风电项目风电机组塔筒采购合同	新疆华电木垒新能源有限公司	61	1.29
明阳阳江沙扒 300MW 科研示范项目风电机组塔筒设备采购第一标段（TT1）商务合同	阳江明阳海上风电开发有限公司	24	1.63
明阳阳江沙扒 300MW 科研示范项目风电机组塔筒设备采购第二标段（TT2）商务合同	阳江明阳海上风电开发有限公司	22	1.44
粤电阳江青洲一、二海上风电场项目 EPC 总承包工程青洲一塔筒及其附属设备	中国能源建设集团广东省电力设计研究院有限公司	46	4.27

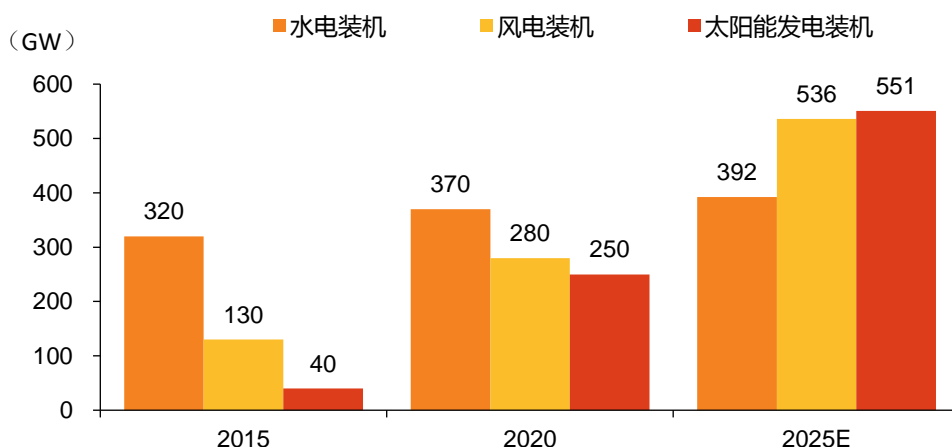
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. “十四五”推动能源结构转型，风光基地项目加快建设

能源转型加快风光基地建设，政策密集释放利好行业发展。“十四五”时期为能源结构调整的关键时期，为力争实现“碳达峰”、“碳中和”，我国加快推进能源结构优化转型。2022 年 1 月 29 日，国家发改委和能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，提出加快负荷中心及周边地区分散式风电和分布式光伏建设，加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目建设。同时因地制宜开发水电，到 2025 年常规水电装机容量达到 380GW 左右，抽水蓄能装机容量达到 62GW 以上。2022 年 6 月 1 日，国家发改委等九部门印发《“十四五”可再生能源发展规划》，目标 2025 年可再生能源发电量达到 3.3 万亿千瓦时，“十四五”期间风电和太阳能发电量实现翻倍。

截至 2020 年底，我国可再生能源发电装机达到 934GW，占发电总装机的 42.5%，风电、光伏发电、水电装机分别达到 280、250、340GW。可再生能源发电量 2.2 万亿千瓦时，占全部发电量的 29.1%，主要流域水电、风电、光伏发电利用率分别达到 97%、97%、98%，可再生能源非电利用量约 5000 万吨标准煤。根据全球能源互联网发展合作组织发布的《中国“十四五”电力发展规划研究》，预计 2025 年我国风电、光伏发电、水电装机有望分别达到 536、551、392GW。

图 43：我国清洁能源发电装机容量



资料来源：国家发改委，全球能源互联网发展合作组织，天风证券研究所

表 16：部分地区“十四五”清洁能源发展规划

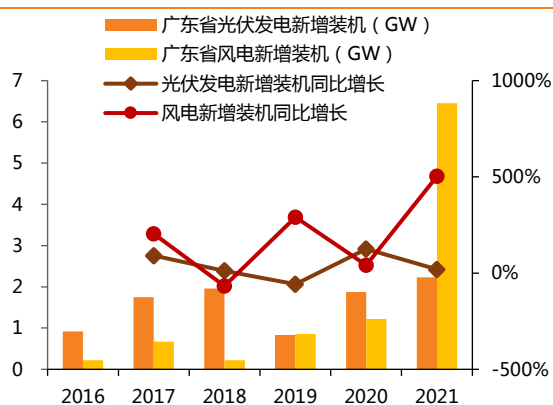
地区	政策	规划内容
广东省	《广东省能源发展“十四五”规划》	“十四五”时期新增海上风电装机容量约 17GW；新增陆上风电装机容量约 3GW；新增光伏发电装机容量约 20GW；新增抽水蓄能电站装机容量 2.4GW。

山东省	《山东省能源发展“十四五”规划》	到 2025 年，可再生能源发电装机规模达到 80GW 以上，风电装机规模达到 25GW；光伏发电装机规模达到 57GW。
甘肃省	《甘肃省“十四五”能源发展规划》	到 2025 年，可再生能源发电装机占电力总装机超过 65%。其中，水电装机规模达到 10GW；风电装机规模达到 38.53GW；光伏发电装机规模达到 41.69GW。
新疆	《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	到 2025 年新能源装机占比稳定在 40%以上。推进风能、光伏发电进行电解水制氢。
河南省	《河南省“十四五”现代能源体系和碳达峰碳中和规划》	到 2025 年，新增太阳能发电并网容量 10GW 以上；新增风电项目并网容量 10GW 以上。

资料来源：广东省人民政府，山东省人民政府，甘肃省人民政府，新疆维吾尔自治区发展改革委，河南省人民政府，天风证券研究所

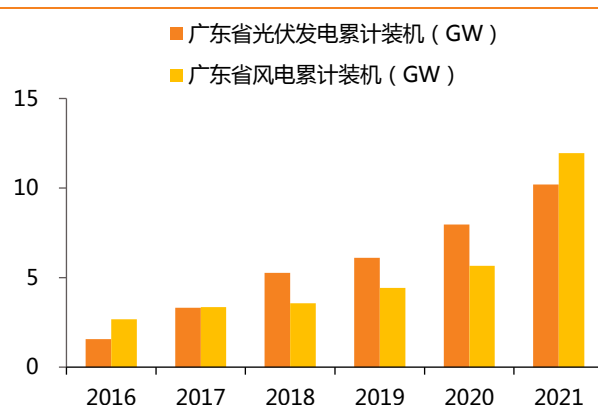
广东省风光发展持续提速，新增装机潜力巨大。近年来，广东省清洁能源发电装机规模快速提升。2016-2020 年，光伏发电新增装机容量从 0.92GW 提升至 1.87GW，年均复合增速 19.40%，风电新增装机容量从 0.22GW 提升至 1.22GW，年均复合增速 48.50%。进入“十四五”时期，广东省风光发电发展提速，2021 年光伏发电新增装机 2.23GW，同比增长 19.25%，风电新增装机 6.45GW，同比高增 502.80%。截至 2021 年底，广东省光伏发电、风电累计装机规模分别达到 10.20、11.95GW。伴随风光持续高速发展，到 2025 年广东省光伏发电、风电分别新增装机 20GW 的目标有望实现。

图 44：2016-2021 年广东省风光新增装机容量



资料来源：国家能源局，广东省太阳能协会，全国新能源消纳检测预警中心，Wind，天风证券研究所

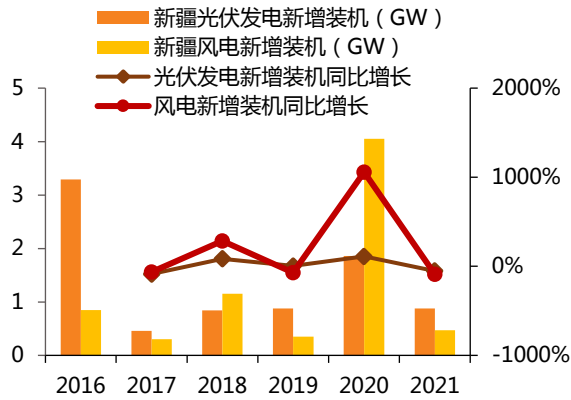
图 45：2016-2021 年广东省风光累计装机容量



资料来源：国家能源局，广东省太阳能协会，全国新能源消纳检测预警中心，Wind，天风证券研究所

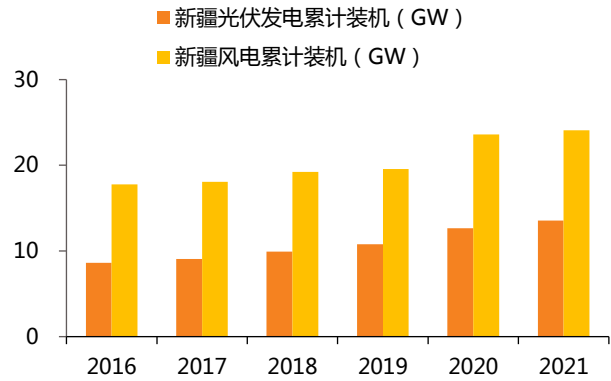
新疆资源优势突出，风光发展前景广阔。新疆地区风能资源储量丰富，太阳能年辐射照度总量居国内第二，清洁能源装机规模多年来位于全国前列。2016-2021 年，新疆地区光伏发电累计装机规模从 8.62GW 增长至 13.54GW，风电累计装机规模从 17.76GW 增长至 24.08GW，光伏、风电年均新增装机容量分别为 1.37、1.20GW。“十四五”时期，新疆地区将继续聚焦“双碳”目标，规划建成和推进建设 3 个 10GW 级新能源基地，促进可再生能源规模稳定增长。

图 46：2016-2021 年新疆风光新增装机容量



资料来源：国家能源局，电缆网，中国电力知库，全国新能源消纳检测预警中心，Wind，天风证券研究所

图 47：2016-2021 年新疆风光累计装机容量



资料来源：国家能源局，电缆网，中国电力知库，全国新能源消纳检测预警中心，Wind，天风证券研究所

考虑到公司清洁能源发电业务主要集中于广东等东南沿海地区及新疆等西北地区，我们测算新疆+广东十四五期间规划新增风光项目装机规模合计达 89GW。

根据《广东省能源发展“十四五”规划》，“十四五”期间光伏发电、风电新增装机容量分别约 20GW，预计到 2025 年，光伏发电、风电累计装机容量分别达到 27.97、25.50GW。按照 2022-2025 年光伏发电累计装机 CAGR 为 28.68%计算，年新增装机容量分别为 2.93/3.76/4.84/6.24GW，同比分别+31.18%/+28.68%/28.68%/28.74%。按照 2022-2025 年风电累计装机 CAGR 为 20.86%计算，年新增装机容量分别为 2.49/3.01/3.64/4.40GW，同比分别-61.35%/+20.86%/+20.86%/+20.93%。

根据《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，到 2025 年全区可再生能源装机规模达到 82.40GW，预计“十四五”期间风光合计新增装机容量 49GW。以新疆地区光伏：风电累计装机约 0.36：0.64 为基准，假设到 2025 年光伏、风电新增装机容量分别为 17.64、31.36GW。按照 2022-2025 年光伏发电累计装机 CAGR 为 22.31%计算，年新增装机容量分别为 3.02/3.69/4.52/5.53GW，同比分别+243.27%/+22.31%/+22.31%/+22.27%。按照 2022-2025 年风电累计装机 CAGR 为 22.92%计算，年新增装机容量分别为 5.52/6.78/8.34/10.25GW，同比分别+1074.28%/+22.92%/+22.92%/+22.89%。

表 17：2022-2025 年清洁能源发电市场容量测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
广东地区						
光伏发电累计装机容量 (GW)	7.97	10.20	13.13	16.89	21.73	27.97
累计同比	30.66%	27.98%	28.68%	28.68%	28.68%	28.68%
风电累计装机容量 (GW)	5.65	11.95	14.44	17.46	21.10	25.50
累计同比	27.54%	117.27%	20.86%	20.86%	20.86%	20.86%
光伏发电新增装机容量 (GW)	1.87	2.23	2.93	3.76	4.84	6.24
新增同比	125.30%	19.25%	31.18%	28.68%	28.68%	28.74%
风电新增装机容量 (GW)	1.22	6.45	2.49	3.01	3.64	4.40
新增同比	41.86%	502.80%	-61.35%	20.86%	20.86%	20.93%
新疆地区						
光伏发电累计装机容量 (GW)	12.66	13.54	16.56	20.26	24.77	30.30
累计同比	17.22%	6.95%	22.31%	22.31%	22.31%	22.31%
风电累计装机容量 (GW)	23.61	24.08	29.60	36.38	44.72	54.97

累计同比	20.71%	1.99%	22.92%	22.92%	22.92%	22.92%
光伏发电新增装机容量 (GW)	1.86	0.88	3.02	3.69	4.52	5.53
新增同比	111.36%	-52.69%	243.27%	22.31%	22.31%	22.27%
风电新增装机容量 (GW)	4.05	0.47	5.52	6.78	8.34	10.25
新增同比	1057.14%	-88.40%	1074.28%	22.92%	22.92%	22.89%

资料来源：国家能源局，广东省太阳能协会，电缆网，中国电力知库，全国新能源消纳检测预警中心，Wind，天风证券研究所

3.3. 预计公司 2025 年发电营收有望突破 35 亿元，装机规模超 3GW

22 年清洁能源发电业务收入有望达近 20 亿，25 年有望超 35 亿。根据我们测算，2022-2025 年公司发电业务总收入分别为 19.9/23.8/28.8/35.3 亿元，同比分别 +17.7%/+19.7%/+21.0%/+22.6%，年均复合增速 21.1%。2022-2025 年公司清洁能源发电总装机分别为 1.9/2.3/2.8/3.4GW，年度新增装机分别为 0.34/0.41/0.49/0.61GW。

重要假设：

1) **上网电价：**2021 年 6 月 7 日，国家发改委发布《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》，指出 2021 年起，新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目实行平价上网。根据公司发展战略，未来发电业务将全力争取西北地区集中式地面光伏、陆地风电项目，及东南地区分布式光伏项目。考虑到新建项目具有一定建设周期，我们假设，公司 2021 年及以前并网的项目延续补贴，2022 年起新增并网的项目按照平价上网电价执行。2022 年新疆地区的新能源发电平价上网电价为 0.262 元/度，考虑到新疆地区上网电价普遍低于市场价，假设公司平价上网电价为 0.3 元/度。

2) **装机规模：**截止 2022 年 7 月，公司在建的风电/光伏发电项目规划装机容量分别为 50/260MW，考虑到公司 18 年以来在手未建的 9.31GW 的风/光储备项目，并结合项目平均建设周期 0.5-1 年来看，我们预计 22-25 年公司风电项目装机增速分别为 12%/20%/23%/23%，光伏发电项目增速为 42%/30%/25%/25%，对应 22-25 年新增风光装机容量合计 1.8GW。由于水电站建设周期较长，我们预计 22-25 年公司水力发电装机规模保持不变。

3) **发电厂利用小时数：**我们依据新疆地区发电厂利用小时数计算公司风电和光伏发电厂利用小时数。2017-2021 年，新疆地区风力发电厂利用小时数 CAGR 为 7.7%，光伏发电厂利用小时数 CAGR 为 6.7%。假设 2022-2025 年公司风力/光伏发电厂利用小时数每年同比增速为 7.7%/6.7%，预计未来四年公司风力发电厂利用小时数分别为 2539/2735/2947/3175 小时，光伏发电厂利用小时数分别为 1691/1804/1925/2054 小时。我们依据全国水力发电平均利用小时数计算公司水力发电厂利用小时数，2022-2025 年分别取过去五年平均值，预计未来四年公司水力发电厂利用小时数分别为 3673/3692/3708/3705 小时。

表 18：2022-2025 年公司发电业务收入及装机规模测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
风力发电收入 (亿元)	2.62	4.05	7.35	8.87	10.17	12.19	14.97	18.57
同比增长	-3.68%	54.58%	81.50%	20.64%	14.67%	19.90%	22.81%	24.01%
光伏发电收入 (亿元)	2.69	4.45	4.64	5.53	7.19	9.07	11.29	14.20
同比增长	66.05%	65.43%	4.19%	19.17%	30.08%	26.15%	24.52%	25.79%
水力发电收入 (亿元)	2.25	2.80	2.81	2.51	2.54	2.56	2.57	2.57
同比增长	-13.79%	24.44%	0.42%	-10.77%	1.42%	0.51%	0.43%	-0.10%
发电业务总收入 (亿元)	7.57	11.3	14.80	16.90	19.90	23.82	28.83	35.33
同比增长	8.76%	49.27%	30.96%	14.21%	17.74%	19.68%	21.06%	22.56%
风力发电装机 (MW)	387.00	623.00	673.00	673.00	754	905	1113	1368
其中：新增装机 (MW)	61.50	236.00	50.00	0.00	81	151	208	256

光伏发电装机 (MW)	426.33	426.33	556.38	606.38	861	1119	1399	1749
其中:新增装机 (MW)	195.00	0.00	130.05	50.00	255	258	280	350
水力发电装机 (MW)	213.00	213.00	213.00	263.00	263	263	263	263
其中:新增装机 (MW)	0.00	0.00	0.00	50.00	0	0	0	0
清洁能源发电总装机 (MW)	1026.33	1262.33	1442.38	1542.38	1877.82	2286.89	2774.77	3380.46
其中:新增装机 (MW)	256.50	236.00	180.05	100.00	335	409	488	606
总上网电量 (亿度)	20.95	27.39	31.50	35.00	43.36	54.65	69.48	89.11
平均上网电价 (元/度)	0.36	0.41	0.47	0.48	0.46	0.44	0.41	0.40

资料来源:公司公告,天风证券研究所

表 19: 2022-2025 年公司水风光发电业务收入及装机规模测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
风力发电收入 (亿元)	2.62	4.05	7.35	8.87	10.17	12.19	14.97	18.57
风力发电装机 (MW) (1)	387	623	673	673	673	673	673	673
风力发电装机 (MW) (2)					81	232	440	695
年新增装机 (MW)	61.50	236.00	50.00	0.00	81	151	208	256
上网电量 (亿度) (1)	7.55	13.38	15.08	15.86	17.09	18.41	19.83	21.36
上网电量 (亿度) (2)					2.05	6.33	12.95	22.08
上网电价 (元/度) (1)	0.35	0.30	0.49	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
上网电价 (元/度) (2)	-	-	-	-	0.3	0.3	0.3	0.3
发电厂利用小时数 (h)	1951	2147	2241	2357	2539	2735	2947	3175
光伏发电收入 (亿元)	2.69	4.45	4.64	5.53	7.19	9.07	11.29	14.20
光伏发电装机 (MW) (1)	426.33	426.33	556.38	606.38	606.38	606.38	606.38	606.38
光伏发电装机 (MW) (2)					255	513	793	1143
年新增装机 (MW)	195	0	130.05	50	255	258	280	350
上网电量 (亿度) (1)	5.70	6.08	8.27	9.61	10.25	10.94	11.67	12.46
上网电量 (亿度) (2)					4.31	9.26	15.26	23.47
上网电价 (元/度) (1)	0.47	0.73	0.56	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57
上网电价 (元/度) (2)	-	-	-	-	0.3	0.3	0.3	0.3
发电厂利用小时数 (h)	1337	1425	1486	1585	1691	1804	1925	2054
水力发电收入 (亿元)	2.25	2.80	2.81	2.51	2.54	2.56	2.57	2.57
水力发电装机 (MW)	213	213	213	263	263	263	263	263
年新增装机 (MW)	0	0	0	50	0	0	0	0
上网电量 (亿度)	7.70	7.94	8.15	9.53	9.66	9.71	9.75	9.74
上网电价 (元/度)	0.29	0.35	0.34	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
发电厂利用小时数 (h)	3613	3726	3827	3622	3673	3692	3708	3705

资料来源:公司公告,国家能源局,国家电报网,新能源和可再生能源处,索比光伏网,中国新能源网,天山网,天风证券研究所

注 1: (1) 表示 2021 年及以前并网的项目, (2) 表示 2022 年起开始平价上网的项目

注 2: 2017-2021 年,公司风电、光伏发电上网电价 (1) 为当年发电收入与上网电量计算得出; 2017-2025 年公司水电上网电价参考广东地区上网电价

4. 盈利预测与投资建议

营业收入：分业务来看，受益于十四五期间水利工程投资规划步伐加快，预计公司传统水利水电业务 22-24 年增速分别为 25%/20%/18%；清洁能源发电业务当中，预计 22-24 年风电业务收入增速分别为 15%/20%/23%，太阳能发电业务收入增速则分别为 30%/26%/25%，水力发电收入增速为 1.4%/0.5%/0.4%，而包括市政工程、产品销售等在内的其他相关业务收入增速将保持稳定。

毛利率：我们预计十四五期间水利工程业务毛利率延续小幅下滑趋势，22-24 年毛利率分别为 4.5%/4.2%/4.0%，而清洁能源发电业务在新增项目投产后，毛利率将保持稳定，其中预计风力发电和太阳能发电 22-24 年毛利率均为 63%，水力发电则为 56%/54%/53%，其余业务毛利率将基本保持稳定。

费用率：预计 22-24 年公司销售费用率仍将保持为 0%，管理费用率受益于国企提质增效和内部管理优化，预计 22-24 年有望保持 2%，我们认为十四五期间轨交、水利工程、发电业务对公司技术研发能力提出了更高要求，预计 22-24 年公司研发费用率有所上升，分别为 1.0%/1.1%/1.2%。

表 20：粤水电分业务收入预测

业务	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	收入（亿元）	125.83	143.61	169.30	196.03	225.71
	YOY	12.92%	14.13%	17.88%	15.79%	15.14%
	毛利率	11.16%	11.25%	11.27%	11.35%	11.63%
水利水电	收入（亿元）	65.56	84.96	106.20	127.44	150.38
	YOY	2.58%	29.58%	25.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	5.88%	4.45%	4.50%	4.20%	4.00%
市政工程	收入（亿元）	23.77	23.93	24.17	24.41	24.65
	YOY	3.63%	0.69%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	0.89%	1.03%	1.50%	1.50%	1.50%
风力发电	收入（亿元）	7.35	8.87	10.17	12.19	14.97
	YOY	81.37%	20.64%	14.67%	19.90%	22.81%
	毛利率	59.37%	63.75%	63.00%	63.00%	63.00%
太阳能发电	收入（亿元）	4.64	5.53	7.19	9.07	11.29
	YOY	4.27%	19.17%	30.08%	26.15%	24.52%
	毛利率	62.05%	64.43%	63.00%	63.00%	63.00%
水力发电	收入（亿元）	2.81	2.51	2.54	2.56	2.57
	YOY	0.38%	-10.77%	1.42%	0.51%	0.43%
	毛利率	61.10%	56.55%	56.00%	54.00%	53.00%
产品销售	收入（亿元）	14.01	10.06	11.06	12.17	13.39
	YOY	170.63%	-28.22%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	5.30%	9.96%	10.00%	10.00%	10.00%
其他工程	收入（亿元）	6.70	6.44	6.44	6.44	6.44
	YOY	-6.43%	-3.83%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-0.32%	-0.12%	0.30%	0.30%	0.30%
其他	收入（亿元）	1.00	1.33	1.53	1.76	2.02
	YOY	4.15%	33.39%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	29.65%	38.08%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司业务主要分为工程施工、清洁能源发电、装备制造（风电塔筒）三个板块，我们采用分部估值法来对公司不同业务进行估值。针对工程施工业务，我们选取了三峡水利、中国能建、中国电建作为可比公司，清洁能源发电业务可比公司为龙源电力、新天绿能、南网新源，装备制造业务主要选取了大金重工、天顺风能、泰胜风能，上述三类可比公司对应 23 年平均 PE 分别为 11.5/23.7/19.1 倍。

表 21：可比公司估值情况

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
工程施工业务											
600116.SH	三峡水利	211.10	11.04	0.45	0.58	0.74	0.88	24.41	18.93	15.02	12.52
600502.SH	中国能建	971.40	2.33	0.16	0.20	0.23	0.26	14.94	11.70	10.17	8.94
600820.SH	中国电建	1152.61	7.61	0.57	0.70	0.82	0.95	13.35	10.81	9.30	7.99
	平均							17.56	13.81	11.50	9.82
清洁能源发电业务											
600905.SH	龙源电力	1792.06	21.38	0.76	0.93	1.11	1.36	27.98	23.06	19.30	15.70
600956.SH	新天绿能	569.03	13.59	0.52	0.56	0.72	0.93	26.34	24.18	18.86	14.56
600023.SH	南网能源	260.23	6.87	0.13	0.17	0.21	0.26	54.91	41.26	33.00	26.10
	平均							36.41	29.50	23.72	18.79
装备制造业务（风电塔筒）											
002487.SZ	大金重工	297.83	53.60	1.04	1.45	2.35	2.96	51.58	36.86	22.86	18.14
002531.SZ	天顺风能	333.10	18.48	0.73	0.81	1.10	1.37	25.44	22.89	16.80	13.50
300129.SZ	泰胜风能	93.30	9.98	0.28	0.45	0.57	0.60	36.09	22.32	17.55	16.76
	平均							37.70	27.36	19.07	16.13
002060.SZ	粤水电	101.23	8.42	0.27	0.33	0.44	0.57	30.86	25.20	19.29	14.80

注：数据截至 20220722 收盘，除粤水电 22-24 年为天风预测外，其余公司 22-24 年为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 4.0/5.2/6.8 亿元，参考可比公司相关业务净利率水平，我们合理预计 22 年工程施工业务净利率为 0.5%，清洁能源发电业务净利率为 15.6%，装备制造业务为 6%。参考可比公司估值情况，我们认为 23 年公司工程施工/清洁能源发电/装备制造业务对应净利润分别为 0.8/3.7/0.7 亿元，对应市值分别为 10/100/15 亿元，合计共 125 亿元，对应 23 年目标价 10.43 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 22：粤水电分部估值情况

2023 年	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	可比公司平均 PE	给予 PE	总市值 (亿元)
工程施工及其他	160.04	0.80	0.50%	11.50	13	10.40
清洁能源发电	23.82	3.72	15.61%	23.72	27	100.37
产品销售（风电塔筒）	12.17	0.73	6.00%	19.07	20	14.60
合计	196.03	5.25	2.68%		23.89	125.37

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5. 风险提示

水利工程投资进度不及预期：水利工程资金来源主要依托于政府的财政支出，并且本文分析主要基于十四五期间的水利投资规划，可能会存在投资进度不及预期、政策转变等风险。

疫情对施工项目影响超预期：水利、轨交、抽水蓄能、清洁能源发电项目的建设可能会由于项目所在地发生疫情，从而拖累项目建设进度。

公司债务规模增长超预期：公司 19 年以来资产负债率高于 85%以上，若后续债务规模增长过快，利息支出过多，可能会对利润端带来一定的侵蚀，同时也对现金流造成影响。

收购及定增完成进度不及预期：公司定向增发收购建工集团 100%股权，可能存在收购进度不及预期以及定增募集资金不及预期的情况。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,876.66	2,855.12	1,354.36	1,568.22	1,805.65
应收票据及应收账款	5,691.05	6,814.17	8,422.40	8,457.74	6,589.35
预付账款	548.89	423.86	827.90	620.20	1,041.89
存货	618.99	658.94	2,679.09	989.44	2,888.78
其他	597.54	680.13	8,117.54	8,886.25	12,529.86
流动资产合计	10,333.14	11,432.21	21,401.29	20,521.85	24,855.53
长期股权投资	315.74	419.43	486.74	547.49	624.73
固定资产	9,239.84	9,632.33	9,689.76	9,934.14	10,394.52
在建工程	726.22	301.20	434.84	556.39	669.47
无形资产	252.26	1,909.09	2,434.60	2,976.76	3,388.19
其他	5,422.46	4,604.16	4,486.41	4,691.45	4,407.03
非流动资产合计	15,956.53	16,866.21	17,532.36	18,706.23	19,483.95
资产总计	29,491.66	31,732.32	38,933.65	39,228.08	44,339.48
短期借款	5,255.46	6,255.76	7,233.32	7,990.85	9,197.50
应付票据及应付账款	3,677.82	4,779.81	4,823.59	6,412.16	6,548.64
其他	2,557.81	2,987.14	13,828.79	11,385.15	14,649.61
流动负债合计	11,491.09	14,022.71	25,885.70	25,788.16	30,395.75
长期借款	7,645.73	8,764.01	7,568.58	7,511.87	7,576.53
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,381.24	797.65	1,143.06	1,107.32	1,016.01
非流动负债合计	9,026.98	9,561.66	8,711.64	8,619.19	8,592.54
负债合计	25,648.33	27,612.05	34,597.34	34,407.35	38,988.29
少数股东权益	171.48	194.86	228.79	272.97	330.74
股本	1,202.26	1,202.26	1,202.26	1,202.26	1,202.26
资本公积	647.15	647.15	647.15	647.15	647.15
留存收益	1,476.59	1,718.93	2,008.13	2,380.72	2,862.82
其他	345.84	357.06	249.97	317.62	308.22
股东权益合计	3,843.32	4,120.27	4,336.31	4,820.73	5,351.19
负债和股东权益总计	29,491.66	31,732.32	38,933.65	39,228.08	44,339.48

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	276.13	366.19	401.68	524.77	683.83
折旧摊销	571.31	608.04	673.42	741.92	825.10
财务费用	579.49	617.35	650.56	680.14	727.33
投资损失	(0.36)	(0.25)	(1.89)	(0.83)	(0.99)
营运资金变动	(1,863.88)	(835.32)	(688.11)	(88.48)	(594.07)
其它	1,408.29	90.85	47.12	62.22	81.94
经营活动现金流	970.99	846.86	1,082.78	1,919.73	1,723.14
资本支出	777.69	2,901.78	1,044.59	1,685.74	1,901.31
长期投资	11.25	103.69	67.31	60.75	77.25
其他	(2,601.28)	(4,086.78)	(2,500.01)	(3,395.66)	(3,787.57)
投资活动现金流	(1,812.35)	(1,081.32)	(1,388.11)	(1,649.17)	(1,809.01)
债权融资	951.67	1,647.08	(962.67)	45.87	558.60
股权融资	220.68	(82.55)	(232.76)	(102.57)	(235.31)
其他	(59.56)	(1,412.09)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,112.79	152.44	(1,195.43)	(56.71)	323.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	271.42	(82.02)	(1,500.76)	213.86	237.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,583.02	14,361.31	16,929.51	19,602.74	22,570.64
营业成本	11,178.61	12,745.74	15,021.14	17,377.24	19,945.11
营业税金及附加	52.71	47.83	71.10	80.37	92.54
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	234.78	275.56	338.59	392.05	451.41
研发费用	100.51	129.15	169.30	215.63	270.85
财务费用	586.72	584.42	650.56	680.14	727.33
资产/信用减值损失	(86.41)	(171.65)	(129.12)	(137.75)	(146.17)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.36	0.25	1.89	0.83	0.99
其他	164.25	323.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	351.49	426.39	551.59	720.39	938.21
营业外收入	0.32	0.80	0.72	0.61	0.71
营业外支出	5.47	5.02	4.99	5.16	5.06
利润总额	346.34	422.17	547.32	715.84	933.87
所得税	70.21	55.97	98.52	128.85	168.10
净利润	276.13	366.19	448.80	586.99	765.77
少数股东损益	12.55	38.17	47.12	62.22	81.94
归属于母公司净利润	263.58	328.02	401.68	524.77	683.83
每股收益(元)	0.22	0.27	0.33	0.44	0.57

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	12.92%	14.13%	17.88%	15.79%	15.14%
营业利润	13.60%	21.31%	29.36%	30.60%	30.24%
归属于母公司净利润	12.64%	24.45%	22.45%	30.64%	30.31%
获利能力					
毛利率	11.16%	11.25%	11.27%	11.35%	11.63%
净利率	2.09%	2.28%	2.37%	2.68%	3.03%
ROE	7.18%	8.36%	9.78%	11.54%	13.62%
ROIC	7.91%	9.29%	7.71%	8.06%	9.12%
偿债能力					
资产负债率	86.97%	87.02%	88.86%	87.71%	87.93%
净负债率	286.04%	321.50%	332.89%	310.06%	298.92%
流动比率	0.81	0.82	0.83	0.80	0.82
速动比率	0.78	0.79	0.72	0.76	0.72
营运能力					
应收账款周转率	2.78	2.30	2.22	2.32	3.00
存货周转率	6.55	22.48	10.14	10.69	11.64
总资产周转率	0.45	0.47	0.48	0.50	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.27	0.33	0.44	0.57
每股经营现金流	0.81	0.70	0.90	1.60	1.43
每股净资产	3.05	3.27	3.42	3.78	4.18
估值比率					
市盈率	38.41	30.86	25.20	19.29	14.80
市净率	2.76	2.58	2.46	2.23	2.02
EV/EBITDA	6.00	8.10	10.03	8.95	8.22
EV/EBIT	8.98	11.71	15.04	13.23	11.92

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com