

粤水电（002060.SZ）

区域水利工程龙头，发电业务引领价值重估

增持

核心观点

区域水利水电投建营一体化龙头，发电业务打造新增长点。公司是两广地区唯一一家拥有水利水电工程施工总承包特级资质的工程企业，在广东地区深耕多年，具备丰富的工程施工经验，在区域内具有较强的品牌影响力。公司坚持工程建设和清洁能源投资双主业发展，清洁能源发电业务近三年营收复合增长率达到 30.7%，毛利占比突破 65%，成为公司高质量发展重要推动力。

工程施工：政策支持水利基础设施建设，抽蓄电站和轨道交通潜能可观。政策对水利建设的重视程度显著提升，2022 年国家部署推进的 55 项重大水利工程，上半年已开工 18 项，下半年随着天气转凉和疫情稳定，重大工程有望进入集中开工期。广东省规划“十四五”期间完成水利投资 4050 亿元，相较“十三五”完成额大幅增长 117%。同时，储能需求推动抽水蓄能电站建设加速，粤港澳大湾区城市群发展带动区内轨交建设需求，公司专业技术成熟，承建了一系列重大水利水电工程，在抽水蓄能电站、城市轨道交通领域具有丰富的施工经验，是广东地区工程建设龙头企业，有望持续受益于基建投资力度持续加强。

清洁能源发电：风光发电成本持续下降，利用率显著提升，装机空间再释放。预计“十四五”期间风电、光伏新增装机量复合增速分别为 13.8%和 16.7%，随着风机大型化和风电光伏组件产能扩张，风光装机成本仍然具备持续下降的潜力。新疆 2020 年风电、光伏预警由红转橙，弃风/弃光率由 2016 年的 38%/32%下降至 2020 年的 6.2%/1.9%，装机空间重新释放。公司清洁能源发电项目为自行建设，建设成本优势突出，公司与各地政府探索新能源发电项目合作机会，在手框架协议涉及装机规模超过 10GW，后续随着项目审批和可研工作持续推进，公司在未来 1-2 年有望落地大批新能源发电项目。

投资建议：坚实的本土客户资源和丰富的项目经验铸就公司工程领域的品牌护城河，预计未来公司工程业务品牌影响力将进一步巩固；公司清洁能源发电项目储备丰富，西部地区消纳能力提升释放新装机空间，未来发电业务规模有望快速扩张。预测公司 2022-2024 年营收增速为 13.24%/9.96%/9.08%，净利润增速为 22.7%/18.8%/14.7%，对应 EPS 为 0.33/0.40/0.46 元，对应市盈率为 22.8/18.8/16.4。相对估值法估算 2023 年合理估值 8.01-9.52 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：基础设施投资不及预期，清洁能源发电政策调整，发电项目框架协议落地不及预期，建筑行业竞争加剧，发电项目框架协议落地不及预期，经营区域相对集中的风险，融资成本上升，重组和定增失败的风险。

公司研究·深度报告

建筑装饰·基础建设

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

联系人：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	8.01 - 9.52 元
收盘价	7.10 元
总市值/流通市值	8871/8871 百万元
52 周最高价/最低价	10.31/4.44 元
近 3 个月日均成交额	488.01 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,583	14,361	16,263	17,883	19,506
(+/-%)	12.9%	14.1%	13.2%	10.0%	9.1%
净利润(百万元)	264	328	403	478	549
(+/-%)	12.6%	24.5%	22.7%	18.8%	14.7%
每股收益(元)	0.22	0.27	0.33	0.40	0.46
EBIT Margin	8.1%	8.1%	8.2%	8.4%	8.5%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	8.4%	9.5%	10.4%	10.9%
市盈率 (PE)	32.4	26.0	21.2	17.8	15.6
EV/EBITDA	22.0	20.6	20.1	19.2	18.1
市净率 (PB)	2.32	2.17	2.01	1.85	1.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况：区域水利水电投建营一体化龙头	6
1、公司简介：“工程+能源”打造工程建设综合服务运营商	6
2、经营分析：“一体化”、“专业化”优势凸显	7
3、财务分析：业务转型加速，管理效能持续释放	10
拟整合建工集团，工程业务实力有望提升	16
工程行业：水利建设高景气，轨交潜能可观	18
1、水利工程：政策暖风频吹，水利建设迈向高质量发展阶段	18
2、抽水蓄能工程：储能需求推动抽水蓄能电站建设加速	21
3、轨道交通工程：粤港澳大湾区城轨建设空间广阔	24
4、竞争格局：水利水电工程集中度高，轨交工程央企主导	26
发电行业：消纳能力提升，绿电潜力巨大	28
粤水电：工程基本盘稳固，发电规模加速扩张	31
1. 区域龙头地位稳固，工程业务有望稳健增长	31
2. 平价时代成本优势凸显，发电业务空间广阔	32
3. 清洁能源发电打造第二增长极，预计发电收入持续增长	35
盈利预测：预测 2022-2024 年 EPS 为 0.33/0.40/0.46 元	39
投资建议：首次覆盖给予增持评级，2023 年合理估值 8.01-9.52 元	41
风险提示	44
附表：财务预测与估值	46
免责声明	47

图表目录

图 1: 粤水电发展历程	6
图 2: 公司“十四五”发展战略	6
图 3: 公司股权结构变更示意	7
图 4: 公司营业收入结构（单位：亿元）	7
图 5: 公司毛利结构（单位：亿元）	7
图 6: 公司省内经营区域示意	9
图 7: 公司全国经营区域示意	9
图 8: 公司投资开发的安江水电站获得“大禹奖”	9
图 9: 公司投资运营的新疆达坂城风电场获得中国风电产业 50 强“十佳风电场”称号	9
图 10: 公司智慧新能源运营管理平台	10
图 11: 公司盾构机用于广州地铁建设	10
图 12: 公司新签合同额及累计增速（单位：亿元，%）	10
图 13: 公司清洁能源发电业务总装机容量（单位：MW）	10
图 14: 公司营业收入与及增速变化（单位：亿元，%）	11
图 15: 公司在手订单金额与营收变化（单位：亿元，倍）	11
图 16: 公司毛利率变化（单位：%）	11
图 17: 公司主营业务毛利率变化（单位：%）	11
图 18: 公司员工学历结构（单位：%）	12
图 19: 公司员工专业结构（单位：%）	12
图 20: 公司研发和行政财务人员占比变化（单位：%）	12
图 21: 公司人效与中国电建对比（单位：亿元）	12
图 22: 公司期间费用率变化（单位：%）	12
图 23: 公司管理费用率和财务费用率变化（单位：%）	12
图 24: 公司与可比公司管理费用率对比（单位：%）	13
图 25: 公司与可比公司财务费用率对比（单位：%）	13
图 26: 近五年公司减值损失计提（单位：亿元）	13
图 27: 2021 年末公司应收账款账龄结构（单位：%）	13
图 28: 公司资产负债率变化（单位：%）	14
图 29: 公司融资成本估算与可比公司对比（单位：%）	14
图 30: 公司近五年现金流情况（单位：亿元）	14
图 31: 公司近五年收付现比情况（单位：%）	14
图 32: 公司 2021 年经营性现金流拆分（单位：亿元）	15
图 33: 整合对 2021 年公司财务报表的影响（单位：亿元，%）	16
图 34: 建工集团主营业务结构（单位：%）	16
图 35: 预计建工集团十四五营收复合增长率为 10%（单位：亿元，%）	16
图 36: 建工集团工程毛利率较高（单位：%）	16
图 37: 重组和定增后公司资产负债率将有所下降（单位：亿元，%）	17

图 38: 2020 年水利投资按用途分类	18
图 39: 中央水利项目和地方水利项目投资额 (单位: 亿元)	18
图 40: 中央和地方政府对水利项目资金投入 (单位: 亿元)	18
图 41: 2020 年水利工程投资来源结构 (单位: %)	19
图 42: 中央项目投资额占比和中央政府投入占比 (单位: %)	19
图 43: 国家统计局口径水利投资 (单位: 亿元, %)	20
图 44: 水利部口径水利投资 (单位: 亿元, %)	20
图 45: 广东省水利投资规划与实际完成额 (单位: 亿元)	21
图 46: 广东省水利投资增速与预测 (单位: %)	21
图 47: 水电工程投资额 (单位: 亿元)	21
图 48: 水电站装机容量和水力发电量 (单位: GW, 亿千瓦)	21
图 49: 2021 年中国储能装机结构 (单位: %)	22
图 50: 抽水蓄能电站电价模式示意图	23
图 51: 销售电价结构 (单位: %)	23
图 52: 抽水蓄能建设资源与已实施装机规模 (单位: %)	24
图 53: 抽水蓄能电站可研阶段项目规模分布 (单位: 万 kW)	24
图 54: 中国抽水蓄能累计装机规模及增速 (单位: GW, %)	24
图 55: 典型的抽水蓄能电站项目成本构成 (单位: %)	24
图 56: 全国轨道交通投资额 (单位: 亿元, %)	25
图 57: 全国城市轨道交通建成里程 (单位: 公里, %)	25
图 58: 粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图	26
图 59: 部分建筑公司 2022 上半年水利水电工程新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	27
图 60: 部分建筑公司 2022 上半年轨道交通工程新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	27
图 61: 中国电源工程单月投资完成额 (单位: 亿元)	28
图 62: “十四五”期间各发电类型新装机规模预测 (单位: GW)	28
图 63: “十四五”期间各发电类型年利用小时数净增长预测 (单位: h)	28
图 64: 2010-2020 年全球可再生能源发电度电成本与相应装机规模 (单位: USD/kWh, MW)	29
图 65: 新疆弃风弃光率持续下降 (单位: %)	30
图 66: 部分上市公司清洁能源发电装机容量 (单位: MW)	31
图 67: 风光发电运营行业市场集中度较低 (单位: %)	31
图 68: 广东水利投资增速和公司省内市占率 (单位: %)	31
图 69: 公司水利水电收入预测 (单位: 亿元, %)	31
图 70: 全国市政公用固定资产投资及增速 (单位: 万亿元, %)	32
图 71: 公共设施固定资产投资增速 (单位: %)	32
图 72: 市政工程细分领域投资额占比 (单位: 亿元, %)	32
图 73: 公司市政与其他工程收入及增速预测 (单位: 亿元, %)	32
图 74: 公司新疆地区部分风电项目利用小时数 (单位: 小时)	33
图 75: 公司新疆地区部分光伏项目利用小时数 (单位: 小时)	33
图 76: 公司近两年清洁能源发电并网情况 (单位: MW)	34
图 77: 公司近五年清洁能源发电装机情况 (单位: MW)	34
图 78: 公司协议约定投资及装机规模 (单位: 亿元, MW)	34

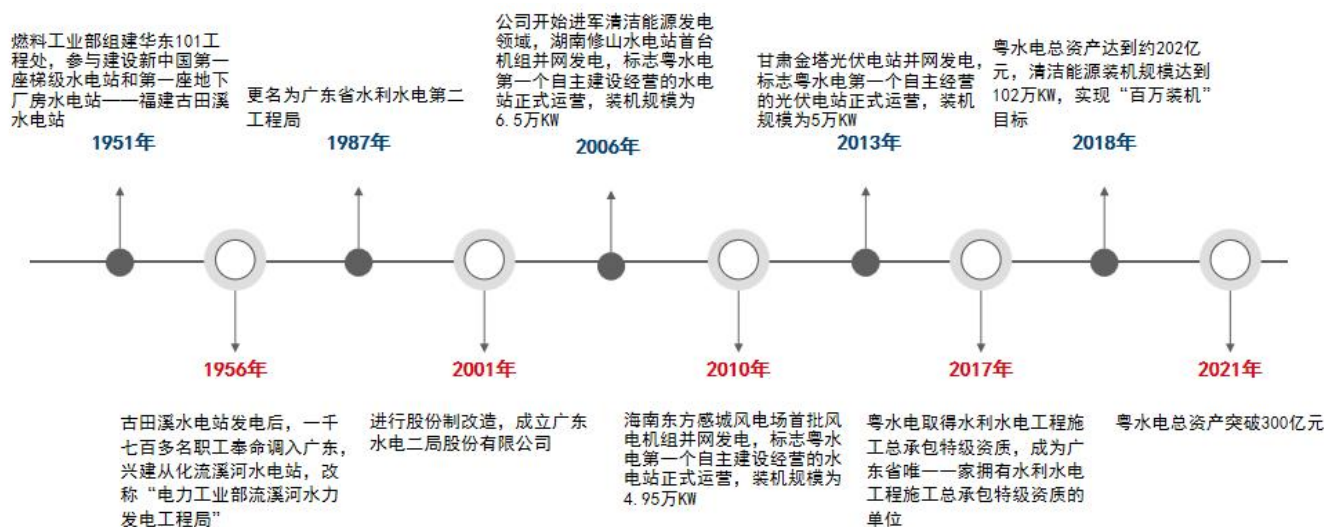
图 79: 按投资额分公司协议约定发电项目进展 (单位: %)	34
图 80: 公司近年来应收补贴款情况 (单位: 亿元)	35
图 81: 粤水电与中国电建收益率走势一致性较高 (单位: %)	42
图 82: 粤水电 2022H1 毛利结构 (单位: %)	42
图 83: 中国电建 2022H1 毛利结构 (单位: %)	42
表 1: 全国 32 家水利水电施工总承包特级资质名单	8
表 2: 近年水利工程相关支持政策和建设规划	19
表 3: 2017 年与 2035 年风电、光伏最大波动率对比 (单位: 万千瓦)	22
表 4: 2018 年后城市地铁申报要求变化	25
表 5: 不同发电技术单位投资和运营维护成本参考值	29
表 6: 公司新并网风电项目建筑部分成本优势明显 (单位: 元/kW)	33
表 7: 近期公司清洁能源发电项目并网情况	34
表 8: 各地区平均清洁能源平价上网电价估算	36
表 9: 公司风力发电业务经营预测	36
表 10: 公司光伏发电业务经营预测	36
表 11: 公司水力发电业务经营预测	36
表 12: 公司 2020 年至今清洁能源发电签订合作协议汇总	37
表 13: 公司主营业务收入预测 (单位: 亿元)	39
表 14: 公司主营业务毛利率预测	40
表 15: 公司费用率预测	40
表 16: 粤水电水利工程业务增速敏感性分析	40
表 17: 绿电溢价对粤水电 2023 年发电业务收入的敏感性分析	40
表 18: 可比公司估值情况	41
表 19: 可比公司中国电建分部估值测算	42
表 20: 公司分部估值	43

公司概况：区域水利水电投建营一体化龙头

1、公司简介：“工程+能源”打造工程建设综合服务运营商

历史沿革：起源于“新中国水电人才的摇篮”，历史积淀深厚。粤水电全称广东水电二局股份有限公司，公司起源于上世纪 50 年代的华东水力发电工程局 101 工程处，在建成了新中国自主设计和施工的第一座梯级水电站——福建古田溪水电站后，奉命南下承担起广东水利建设重任；2001 年实行股份制改造并设立粤水电，总部设在广州市；2006 年在深交所上市（股票名称：粤水电，股票代码：002060）。

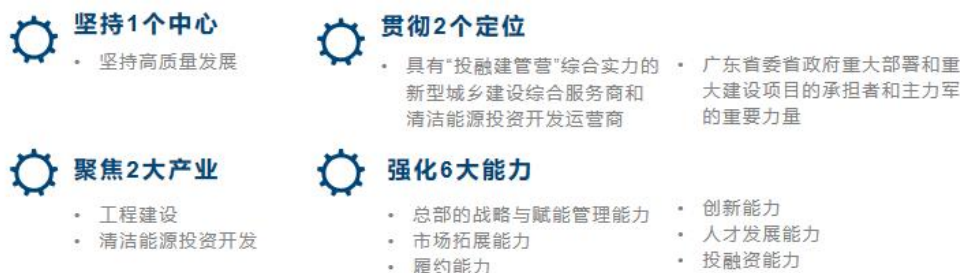
图1：粤水电发展历程



资料来源：公司官网，公司公众号，国信证券经济研究所整理

发展战略：双主业发展，打造投建营一体化的综合服务商。公司主营业务包括工程施工、勘测设计与咨询、发电、产品销售等。公司坚持工程建设和清洁能源投资双主业发展，着力打造“一专多能”的城乡综合建设实力和“投、融、建、管、营”全产业链，努力成为具有核心竞争力的工程建设综合服务运营商。

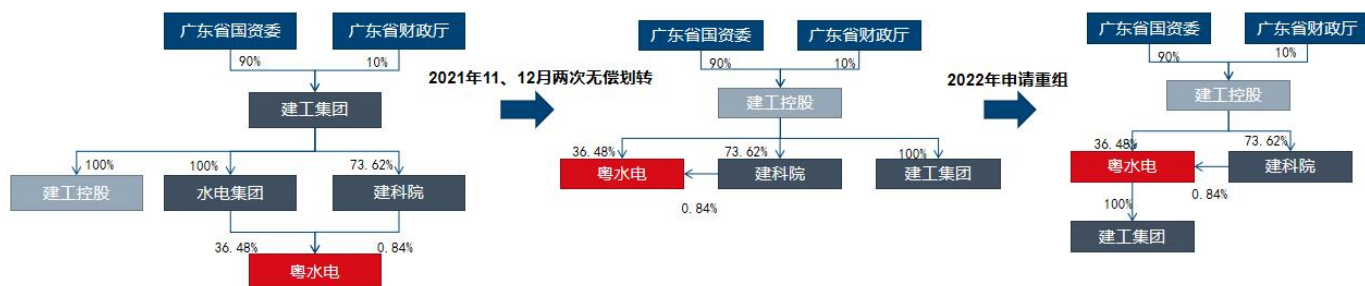
图2：公司“十四五”发展战略



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

股权结构：实控人为广东国资委，拟推动省属建筑龙头整合。公司控股股东为广东省建筑工程集团控股有限公司（简称“建工控股”），直接持有公司 36.48% 的股份，并通过建科院（300675.SZ）间接持有公司 0.84% 的股份，实际控制人为广东省国资委。目前公司拟通过发行股份方式购买建工控股持有的建工集团 100% 股权，若交易完成，建工集团将成为公司的全资子公司，上市公司将构建“建筑设计、技术研发、投资开发、施工建筑、运营维护”全产业链，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3：公司股权结构变更示意

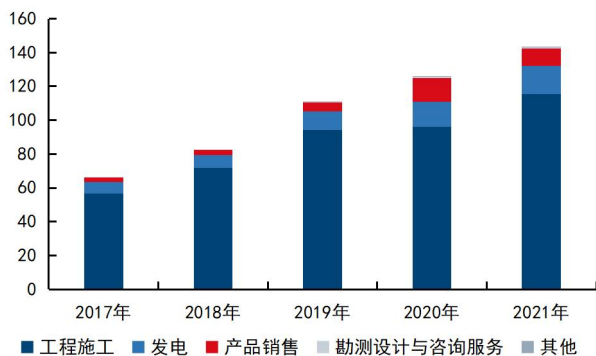


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、经营分析：“一体化”、“专业化”优势凸显

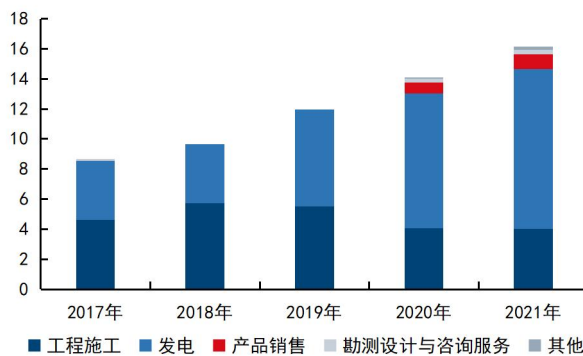
业务发展：工程施工基本盘扎实，发电业务快速增长。2021 年公司三大主营业务工程施工/发电/产品销售分别实现营业收入 115.3/16.9/10.1 亿元，营收占比分别为 80.3%/11.8%/7.0%，三大业务分别实现毛利 4.0/10.6/1.0 亿元，毛利占比分别为 24.9%/65.8%/6.2%。近三年发电业务营收复合增长率达到 30.7%，毛利占比突破 65%。

图4：公司营业收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

专业资质：两广地区唯一水利水电特级资质。公司是两广地区唯一一家拥有水利水电工程施工总承包特级资质的工程企业，另外公司还拥有房屋建筑、公路、市政公用及机电安装四项工程施工总承包壹级资质，地基基础工程及隧道工程两项专业承包壹级和多项专业承包资质等，水利行业专业设计资质和国外承包工程经营资格。建工集团还另外拥有建筑工程施工总承包特级资质，合并后公司资质更加齐全，区域工程建设龙头优势有望持续凸显。

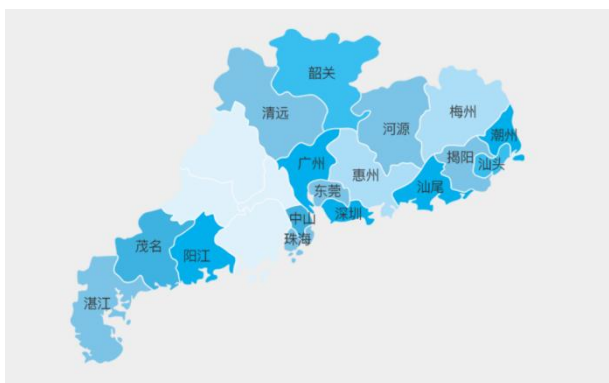
表1：全国 32 家水利水电施工总承包特级资质名单

序号	归属上市公司	公司名称	注册地
1	粤水电	广东水电二局股份有限公司	广东省-广州市
2	中国电建	中国水利水电第七工程局有限公司	四川省-成都市
3		中国水利水电第十六工程局有限公司	福建省-福州市
4		中国水利水电第三工程局有限公司	陕西省-西安市
5		中电建建筑集团有限公司	北京市
6		中国水电建设集团十五工程局有限公司	陕西省-西安市
7		中国水利水电第十四工程局有限公司	云南省-昆明市
8		中国水利水电第十工程局有限公司	四川省-成都市
9		中国电力建设股份有限公司	北京市
10		中国水利水电第五工程局有限公司	四川省-成都市
11		中国水利水电第六工程局有限公司	辽宁省-沈阳市
12		中国水利水电第十二工程局有限公司	浙江省-杭州市
13		中国水电基础局有限公司	天津市
14		中国水利水电第九工程局有限公司	贵州省-贵阳市
15		中国水利水电第十一工程局有限公司	河南省-三门峡市
16		中国水利水电第四工程局有限公司	青海省-西宁市
17		中国水利水电第八工程局有限公司	湖南省-长沙市
18		中国水利水电第一工程局有限公司	吉林省-长春市
19		中国电建市政建设集团有限公司	天津市
20	中国能建	中国葛洲坝集团第一工程有限公司	湖北省-宜昌市
21		中国葛洲坝集团第二工程有限公司	四川省-成都市
22		中国葛洲坝集团第三工程有限公司	陕西省-西安市
23		中国葛洲坝集团股份有限公司	湖北省-武汉市
24		中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司	湖北省-宜昌市
25		中国葛洲坝集团路桥工程有限公司	湖北省-宜昌市
26	中国铁建	中铁十八局集团有限公司	天津市
27	央企，未上市	中国安能建设集团有限公司	北京市-市辖区
28		中国安能集团第二工程局有限公司	江西省-南昌市
29		中国安能集团第三工程局有限公司	四川省-成都市
30	民营，未上市	浙江省第一水电建设集团股份有限公司	浙江省-杭州市
31	地方国企，未上市	安徽水安建设集团股份有限公司	安徽省-合肥市
32		云南建投第一水利水电建设有限公司	云南省-昆明市

资料来源：住建部，国信证券经济研究所整理

区域品牌：工程经验丰富，“投-建-营”一体化优势突出。公司在广东地区深耕多年，具备丰富的工程施工经验，专业技术成熟，水利水电业务在全国尤其是在广东、四川、湖南等地区具备较强的品牌影响力。公司具备较强的清洁能源发电“投-建-营”能力，发电项目由公司自行负责投融资、施工、设备生产安装、运营，充分发挥一体化成本优势和管理效率优势，项目收益良好，在新疆、甘肃等西北地区及广东、山东等东南沿海地区具有较强的影响力。

图6：公司省内经营区域示意



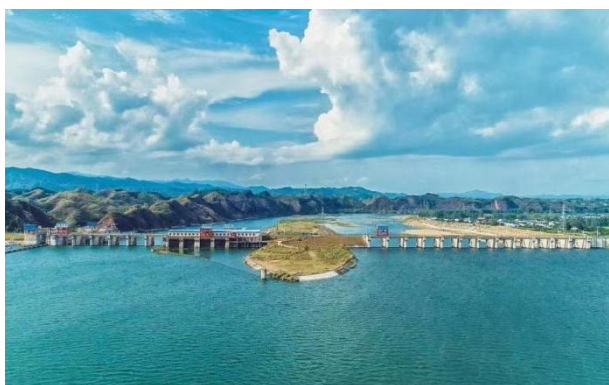
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图7：公司全国经营区域示意



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图8：公司投资开发的安江水电站获得“大禹奖”



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

图9：公司投资运营的新疆达坂城风电场获得中国风电产业50强“十佳风电场”称号



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

技术装备：工程技术领先，装备精良。公司掌握先进的筑坝、河道疏浚等技术，拥有在复杂地形条件与水文水力条件下，建设各类水库坝型的成熟技术，在多年的工程积累中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等7大核心技术，累计有效发明专利92项、有效实用新型专利188项，有效省部级工法63项，承建了多项国内外大中型水利水电工程。公司施工设备精良，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18台盾构机、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。

图10: 公司智慧新能源运营管理平台



资料来源: 公司公众号, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司盾构机用于广州地铁建设

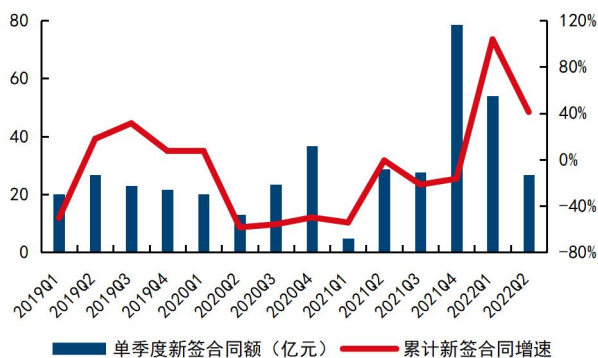


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

3、财务分析：业务转型加速，管理效能持续释放

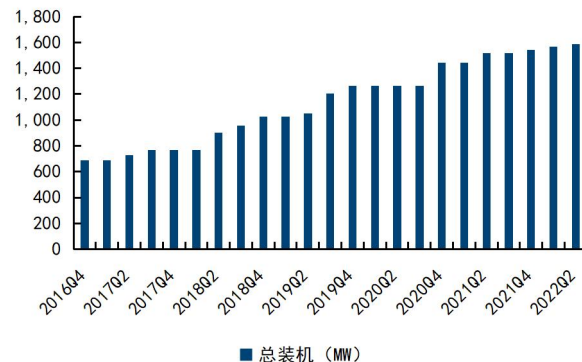
新签：新签订单与新投产装机高增，全年目标实现可期。2022 年上半年公司新签工程订单 46.7 亿元，同比增长 41.0%，1-7 月公司发电业务新投产装机容量 26 万千瓦，比去年全年装机量多增 16 万千瓦。上半年新签工程订单和装机量的高速增长有望在下半年转化为营收和利润的增长，全年 12.16%的营收增长目标和 12.08%的归母净利润增长目标实现可期。

图12: 公司新签合同额及累计增速（单位：亿元，%）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司清洁能源发电业务总装机容量（单位：MW）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

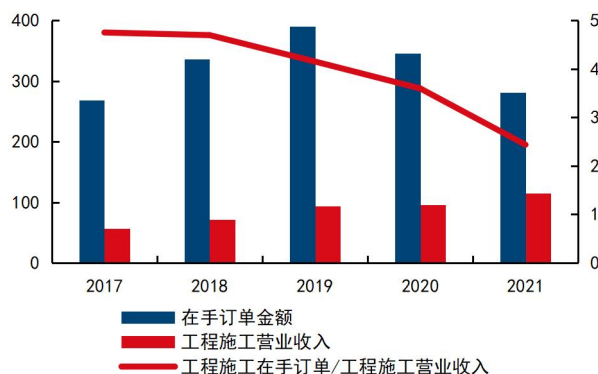
营收：营收稳步增长，业务转型加速。2022 年 H1 公司实现营业收入 62.6 亿元，同比-7.9%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比+16.0%。公司营业收入连续四年保持 10%以上的增速，工程施工业务 2017-2021 年复合增速达到 19.5%，对营业收入增长支撑作用明显。公司工程施工订单保障倍数显著降低，反映对外承接工程施工业务减少，投建营一体化业务占比边际上升。公司在手订单金额连续两年降低，工程施工订单保障倍数(工程施工在手订单/工程施工营业收入)由 2017 年的 4.75 下滑至 2021 年的 2.44。

图14：公司营业收入与及增速变化（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

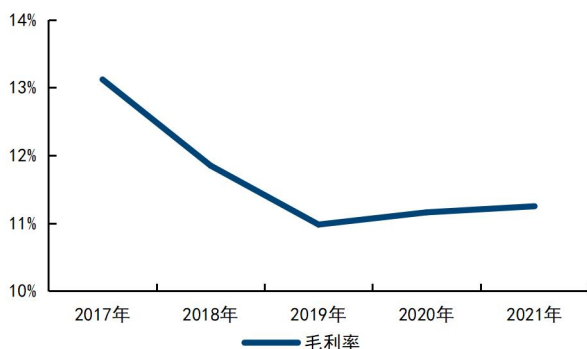
图15：公司在手订单金额与营收变化（单位：亿元，倍）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

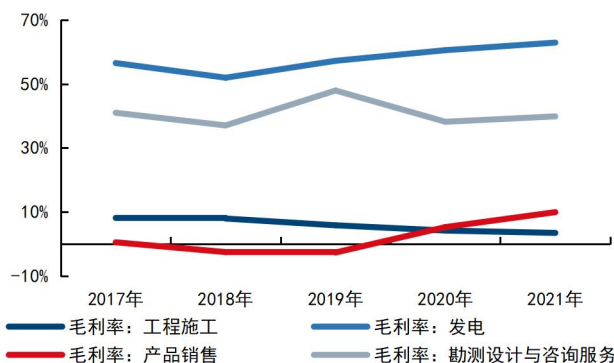
毛利率：发电和产品销售支撑整体毛利率触底回升。受到工程施工市场竞争日趋激烈、工程建设的区域壁垒弱化等因素的影响，公司工程施工业务毛利率持续下滑，由2017年的8.2%下滑至2021年的3.5%，导致公司整体毛利率在2017-2019年明显下滑。2018年后发电和产品销售（风电塔筒制造）毛利率显著提升，分别由2018年的51.9%/-2.5%提升至2021年的62.9%/10.0%，支撑公司整体毛利率触底回升。

图16：公司毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

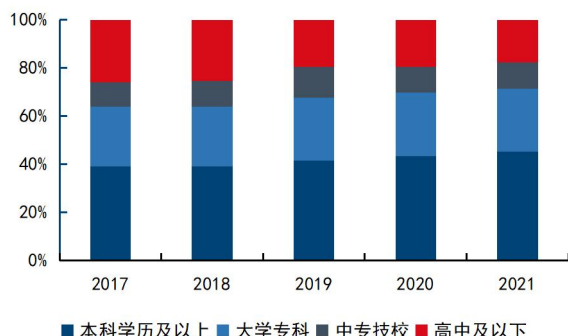
图17：公司主营业务毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

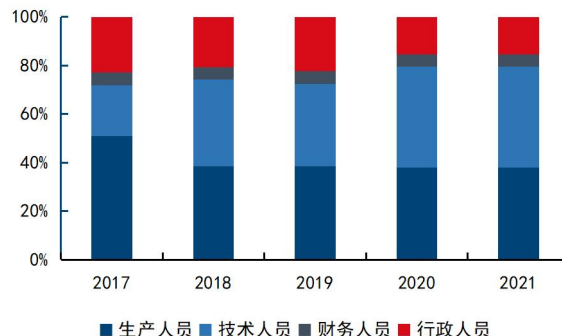
人效：人才结构不断优化，人效显著提升。公司员工学历结构显著优化，近五年本科及以上学历员工占比提升6.2个百分点。公司管理效率提升推动非生产人员比例明显降低，近五年行政人员缩减31%。人均创收和人均创利快速提升，赶超央企水利水电龙头中国电建，2021年公司人均创收343.5万元（中国电建：337.1万元），人均创利7.9万元（中国电建6.5万元）。

图18：公司员工学历结构（单位：%）



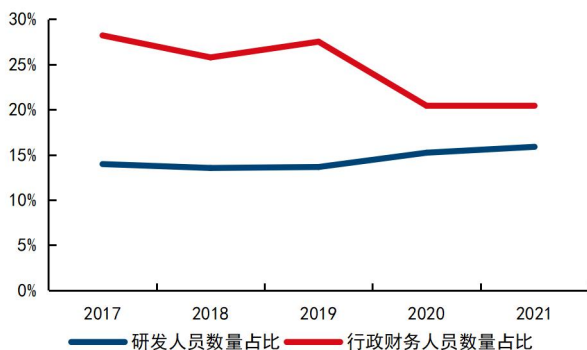
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19：公司员工专业结构（单位：%）



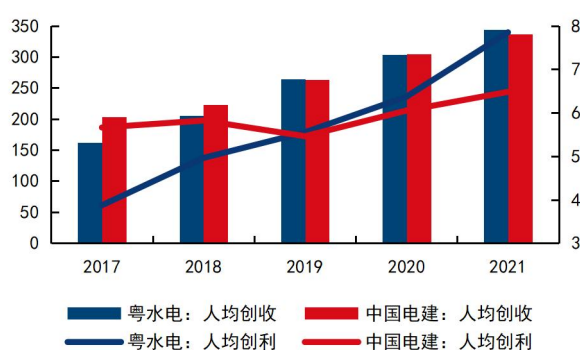
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：公司研发和行政财务人员占比变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

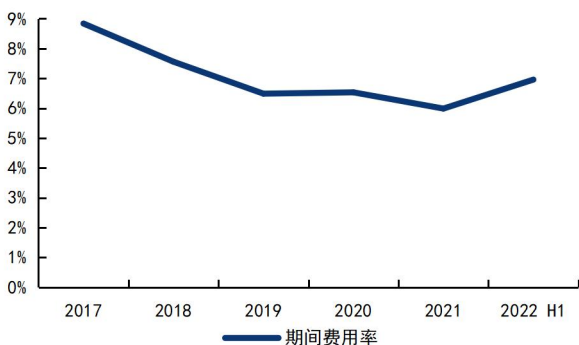
图21：公司人效与中国电建对比（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

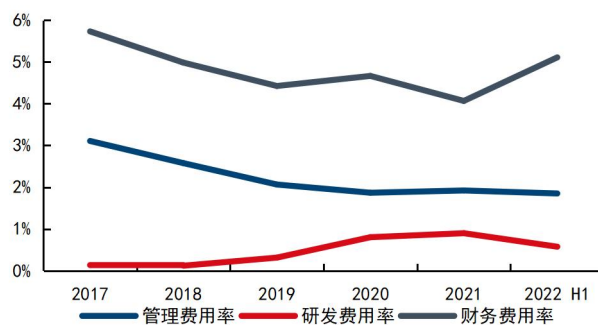
费用：费用压降成效显著，研发费用明显增加。公司近年来发力转型升级和提质增效，期间费用率控制取得良好成效，期间费用率由2017年的8.8%下降到2021年的6.0%。公司加大研发投入力度，研发费用率明显提升。由2017年的0.1%提升至2021年的0.9%。

图22：公司期间费用率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

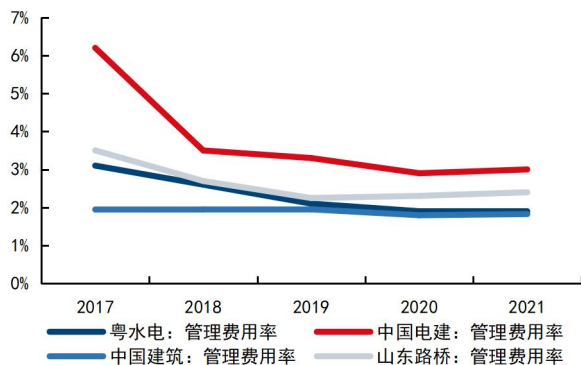
图23：公司管理费用率和财务费用率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

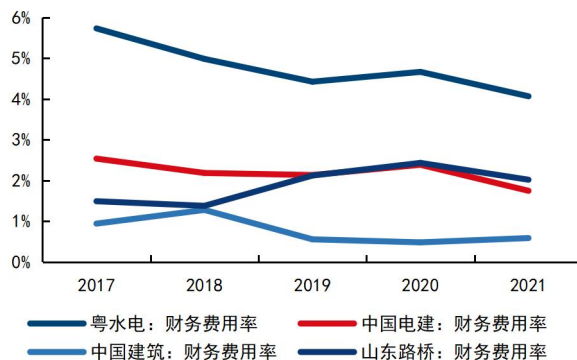
管理费用控制能力强，财务费用压降仍有较大空间。管理费用率从 2017 年的 3.1% 大幅压降到 2021 年的 1.9%，从费用率维度看，公司管理效率已经接近行业领先水平。公司财务费用率相比行业水平明显偏高，但近五年在发力清洁能源投资业务的同时，财务费用率仍有所降低，由 2017 年的 5.7% 压降到 2021 年的 4.1%。

图24：公司与可比公司管理费用率对比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

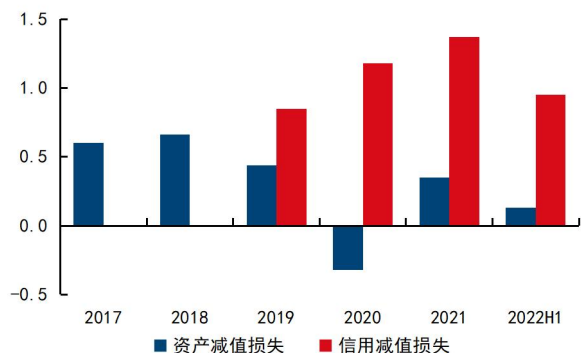
图25：公司与可比公司财务费用率对比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

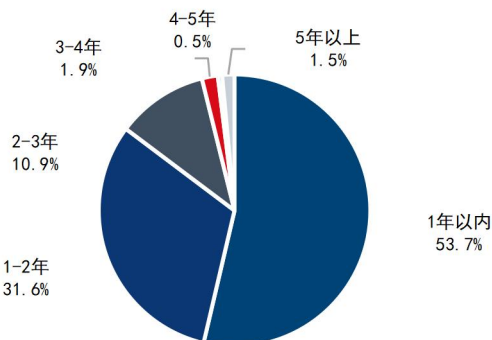
减值：资产减值压力较小，应收账款账龄结构健康。2021 年公司计提资产减值准备 3463 万元，仅占计提减值准备资产的 0.93%，反映公司合同资产和在建工程资产质量较好。2021 年公司账龄 2 年以内的应收账款占比 85.3%，3 年以内应收账款占比 96.2%，公司主要客户大为政府机构、大型国有企业等，这些客户具有可靠及良好的信誉，信用减值风险可控。

图26：近五年公司减值损失计提（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

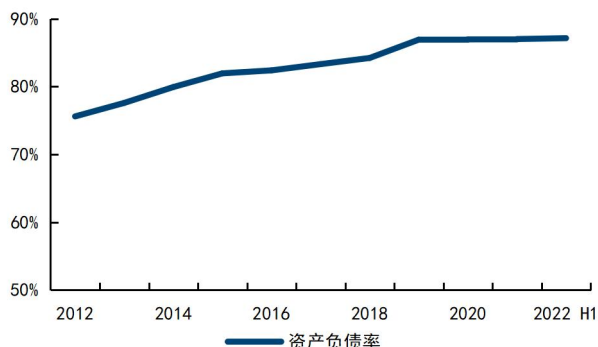
图27：2021 年末公司应收账款账龄结构（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

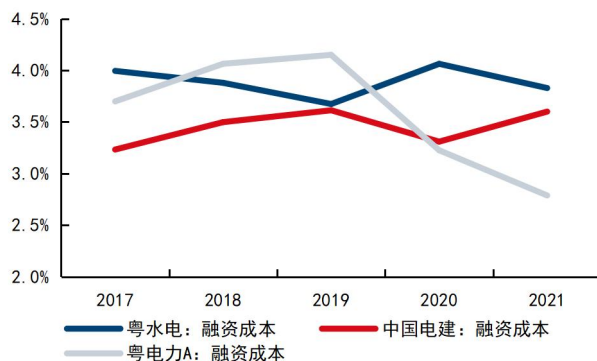
负债与利息：资产负债率较高，融资成本压力可控。公司持续加大清洁能源发电项目投资开发力度，资产负债率持续上升，到 2022 年 H1 末公司资产负债率为 87.15%，达到较高水平。假设有息债务包含短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款五项，在该口径下公司 2021 年末有息债务规模为 164.0 亿元，利息支出 6.3 亿元，即融资成本估算为 3.8%。对标可比公司，公司融资成本略高，但总体差别不大，待后续注入建工集团资产后公司资产规模大幅提升，融资渠道有望进一步拓宽，融资成本有望进一步下降。

图28：公司资产负债率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

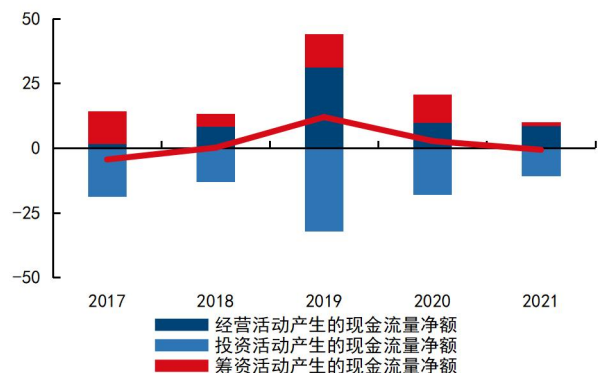
图29：公司融资成本估算与可比公司对比（单位：%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

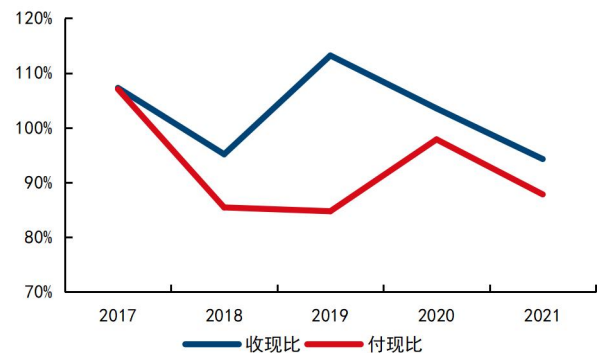
现金流：公司现金流受业务回款影响大，业务转型有望推动现金流改善。2021年公司经营活动现金净流量/投资活动现金净流量/筹资活动现金净流量分别为8.47/-10.81/1.52亿元。工程施工依然是公司营业收入的主要部分，公司经营性现金流受工程回款影响较大。2019年预收款项高增，现金流明显改善，近两年受行业环境影响收现比和付现比均明显下滑，导致经营性现金流净额下降。未来随着清洁能源投资运营业务占比提升，清洁能源发电补贴缺口改善，公司回款能力有望增强，带动现金流改善。

图30：公司近五年现金流情况（单位：亿元）



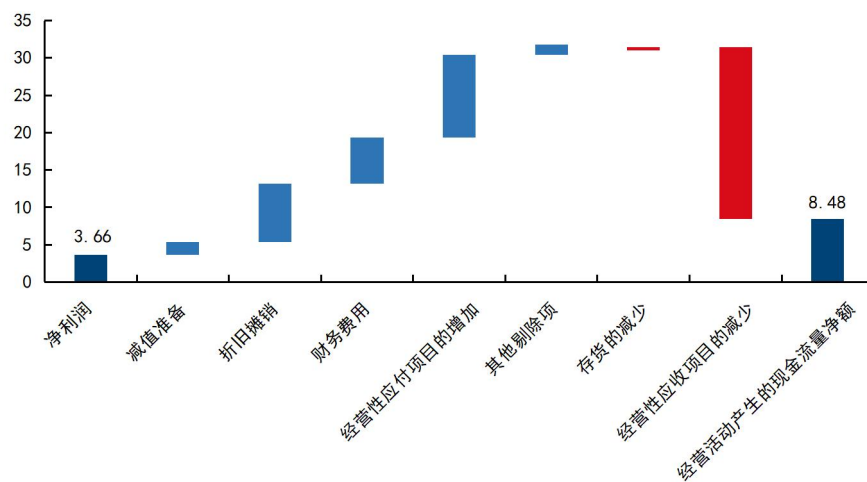
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：公司近五年收付现比情况（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 32: 公司 2021 年经营性现金流拆分 (单位: 亿元)



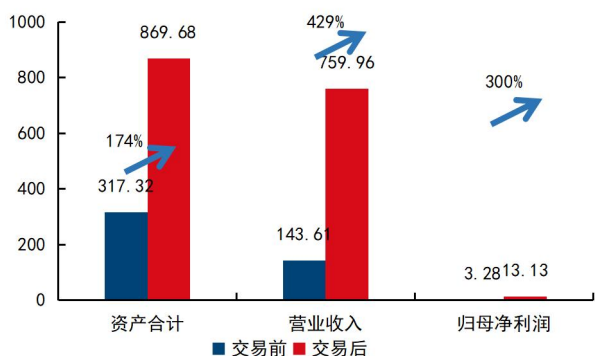
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

拟整合建工集团，工程业务实力有望提升

公司拟发行股份收购广东建工集团，并定增募集配套资金不超过 20 亿元。2022 年 3 月 18 日，公司第七届董事会第二十三次会议决议通过发行股份购买资产方案，拟通过发行股份方式收购建工集团 100% 股份，交易价格确定为 105 亿元，对应 2021 年底估值水平为 10.7x。同时，公司拟向 35 名以内的投资者非公开发行股票募集配套资金不超过 20 亿元，用于补充流动资金。其中，发行股份购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，但募集配套资金以发行股份购买资产的成功实施为前提和实施条件。

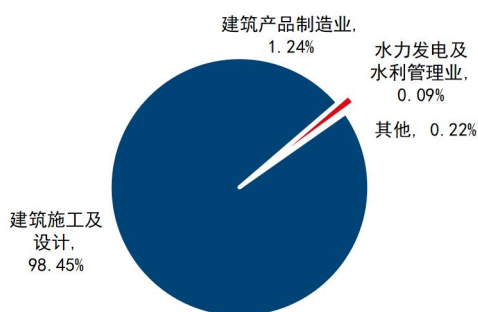
若收购成功，公司工程业务实力有望提升。建工集团是广东地区建筑工程龙头企业，主营建筑施工及设计业务。2021 年建工集团实现营业收入 618.2 亿元，归母净利润 9.8 亿元，若交易完成，上市公司 2021 年资产/营收/归母净利将分别上升 174%/429%/300%。公司整合建工集团一方面将大幅提升资产规模，整合客户资源和供应商资源，公司工程施工业务毛利率有望得到提升；另一方面此次整合在很大程度上解决了建工集团与粤水电在市政、轨交、水利水电工程等领域的同业竞争问题，在整合后有望发挥良好的协同效应。

图 33：整合对 2021 年公司财务报表的影响（单位：亿元，%）



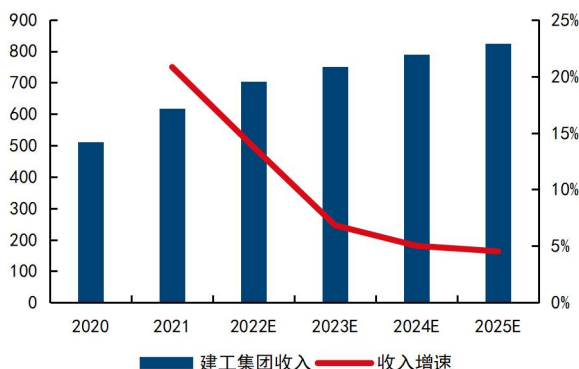
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34：建工集团主营业务结构（单位：%）



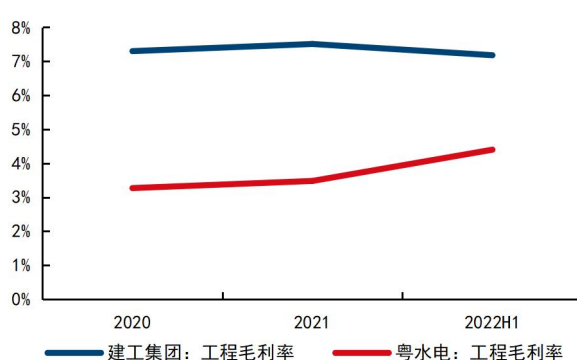
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 35：预计建工集团十四五营收复合增长率为 10%（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

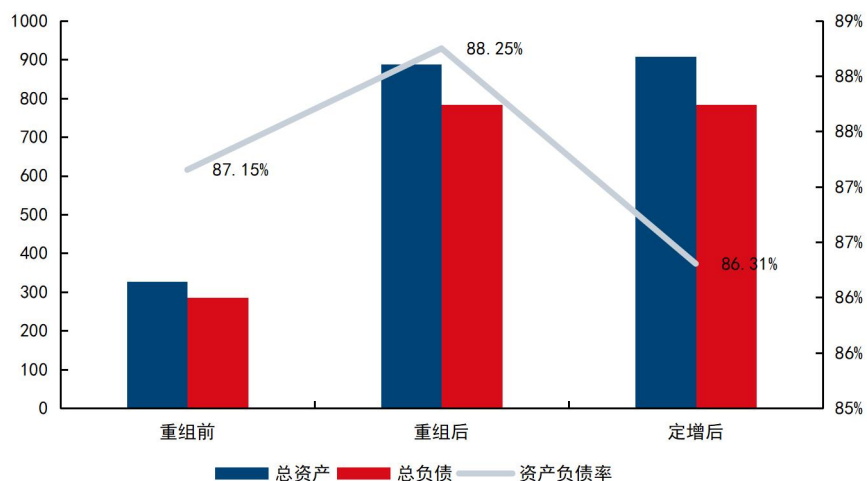
图 36：建工集团工程毛利率较高（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

若定增募集配套资金成功，将有效降低公司资产负债率，为发电业务扩张提供资金支持。若重组和定增顺利完成，公司总资产将由 328 亿元增加至 908 亿元，总负债将由 285 亿元增加至 783 亿元，资产负债率由 87.15% 下降至 86.31%，资产规模的增加和资产负债率的下降将有望显著提升公司的融资能力。另外，定增募集的不超过 20 亿元的流动资金将对公司清洁能源发电项目投资计划提供有力支撑，支持发电收入持续增长。

图 37：重组和定增后公司资产负债率将有所下降（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

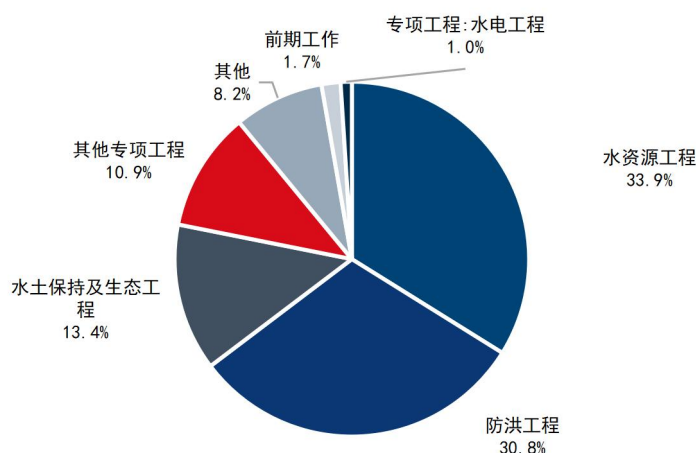
此次交易将显著提升公司市值，预计对每股价值不会产生重大影响。截止 9 月 16 日，粤水电收盘价 7.38 元，对应市值 89 亿元，加上建工集团估值 105 亿元，预计定向增发 20 亿元，待收购完成后公司市值将超过 200 亿元。发行股份收购价格不低于市场参考价的 90%，最终以中国证监会核准的发行价格为准，预计此次交易不会对每股价值产生重大影响。

工程行业：水利建设高景气，轨交潜能可观

1、水利工程：政策暖风频吹，水利建设迈向高质量发展阶段

水利工程主要包括水资源管理、防洪抗旱、水土保持、水利枢纽、水力发电等基础设施的建设，其中水资源工程、防洪工程、水土保持及生态工程投资额占比较高，合计投资额占比超过 75%，水电工程占比约 1%。

图 38：2020 年水利投资按用途分类



资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

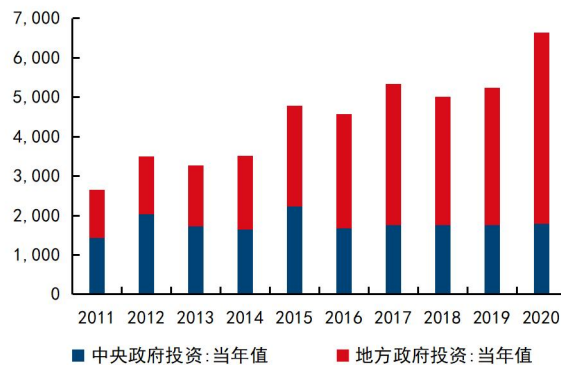
水利基建财政参与度高，政府投资主导行业发展。水利工程一般具有公益性强、投资规模大、回报周期长的特点，主要由政府主导投资，行业的发展与国家水利建设政策高度相关。水利工程建设资金 8 成以上都来源于政府投资，2014 年以后中央项目减少，主要由地方政府作为水利项目的发起人，但中央政府资金占比仍然稳定在 20%以上。

图 39：中央水利项目和地方水利项目投资额（单位：亿元）



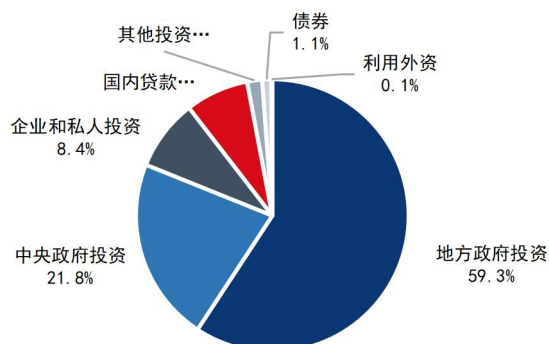
资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

图 40：中央和地方政府对水利项目资金投入（单位：亿元）



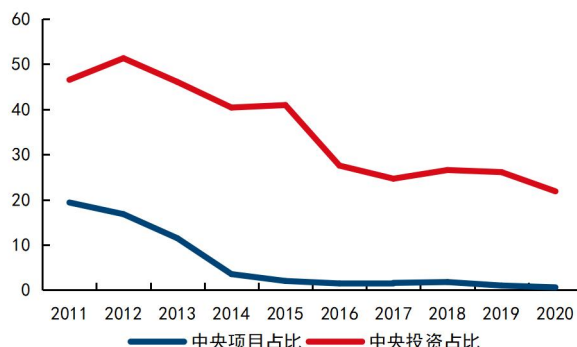
资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

图41：2020年水利工程投资来源结构（单位：%）



资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

图42：中央项目投资额占比和中央政府投入占比（单位：%）



资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

政策大力支持水利基础设施建设，重大项目进入集中开工期。2020年以来，政策对水利工程建设的重视程度显著提升。2020年7月，国务院常务会议正式确定了150项重大水利工程。在政策导向层面将水利作为基础设施重点领域，在实施落地层面水利部联合多部门全力推进用地预审、环评审批和可行性研究审批，为工程尽早开工创造条件。2022年国家部署推进的55项重大水利工程，上半年已开工18项，下半年随着天气转凉和疫情稳定，重大工程有望进入集中开工期。

表2：近年水利工程相关支持政策和建设规划

时间	部门	文件/会议	主要内容
2020.7	国务院	国务院常务会议	2020年7月8日，国务院常务会议正式确定了150项重大水利工程。 150项重大水利工程有五大类型，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。 150项重大水利工程匡算总投资是1.29万亿元，超过500亿元项目5个，300亿元到500亿元的项目4个，100亿元到300亿元的项目18个。
2020.7	中央政治局常务委员会	中央政治局会议	中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署防汛救灾工作，要求将此纳入“十四五”规划中考虑。 会议强调，要全面提高灾害防御能力，坚持以防为主、防抗救相结合，把重大工程建设、重要基础设施补短板、城市内涝治理、加强防灾减灾体系和能力建设等纳入“十四五”规划中统筹考虑。
2021.3	全国人大	《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》	构建现代能源体系。推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系，提高能源供给保障能力。 加快西南水电基地建设，加快抽水蓄能电站建设。加强水利基础设施建设。加强跨行政区河流水系治理保护和骨干工程建设，提升水资源优化配置和水旱灾害防御能力。 完善水资源配置体系，加强重点水源和城市应急备用水源工程建设。实施防洪提升工程，全面推进堤防和蓄滞洪区建设。加强水源涵养区保护修复，加大重点河湖保护和综合治理力度，恢复水清岸绿的水生生态系统。
2021.12	水利部	《关于实施国家水网重大工程的指导意见》	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，水资源承载能力与经济社会发展适应性明显增强；城乡供水保障水平进一步提高，农村自来水普及率达到88%；大中型灌区灌排骨干工程体系逐步完善，新增、恢复有效灌溉面积1500万亩；数字化、网络化、智能化和精细化调度水平有效提升。
2022.1	国家发改委、水利部	《“十四五”水安全保障规划》	到2025年，水旱灾害防御能力、水资源节约集约安全利用能力、水资源优化配置能力、河湖生态保护治理能力进一步加强，国家水安全保障能力明显提升。
2022.4	国家发改委	新闻发布会	按照适度超前开展基础设施投资的要求，推进水利、交通、能源等基础设施建设， 加快城市燃气管道等老化更新改造和排水防涝设施建设，加强新型基础设施建设；指导督促地方加快专项债券项目建设进度，尽快形成实物工作量。同时，协调加大重点项目融资支持力度，推动制造业中长期贷款保持较快增长。
2022.4	中央财经委员会	中央财经委员会第十一次会议	要强化基础设施发展对国土空间开发保护、生产力布局和国家重大战略的支撑，加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平；要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的设施，同时把握好超前建设的度； 要加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设，把联网、补网、强链作为建设的重点，着力提升网络效益； 要加强信息、科技、物流等产业升级基础设施建设，布局建设新一代超算、云计算、人工智能平台、宽带基础网络等设施，推进重大科技基础设施布局建设。
2022.5	央行、银保监会	全系统货币信贷形势分析会	金融系统要用好用足各种政策工具，从扩增量、稳存量两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展。要聚焦重点区域、重点领域和重点行业，围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、

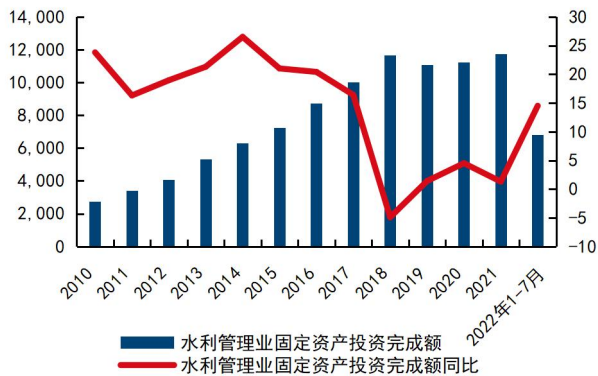
能源保供、水利基建等，加大金融支持力度。

2022.5	国务院	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	明确要求稳投资促销费， 加快推进论证并投资建设一批重大项目 ，涵盖水利工程、交通基础设施、城市管网、农村公路等各方面，并要求加大财政政策与货币金融机构对基础设施建设与重大项目的支持力度。
2022.5	水利部	《关于加快推进省级水网建设的指导意见》	《指导意见》明确了加快推进省级水网建设的指导思想和主要目标。 到2025年，省级水网建设规划体系全面建立，水网工程建设取得积极进展，水利基础设施薄弱环节建设得到加强，水资源集约节约安全利用水平得到提高 ，体制机制法治进一步健全，初步形成一批可借鉴、可推广的典型经验。 到2035年，省级水网体系基本建成，水旱灾害防御能力、水资源集约节约利用能力、水资源优化配置能力、河湖生态保护治理能力、水网智慧化水平、体制机制法治管理水平明显提高，水安全保障能力显著增强。
2022.6	国家发改委、能源局等9部门	《“十四五”可再生能源发展规划》	在中东部及西部地区，适应新能源的大规模发展， 对已建、在建水电机组进行增容改造 。科学推进金沙江、雅砻江、大渡河、乌江、红水河、黄河上游等主要水电基地扩机。
2022.7	农业发展银行	公司公告	7月20日，农发行成立农发基础设施基金有限公司，并于7月21日投放全国首笔农发基础设施基金5亿元，用于支持重庆市云阳县建全抽水蓄能电站项目建设，助力撬动水利基础设施建设投资。

资料来源：中国政府网，国务院，水利部，发改委，农发行，国信证券经济研究所整理

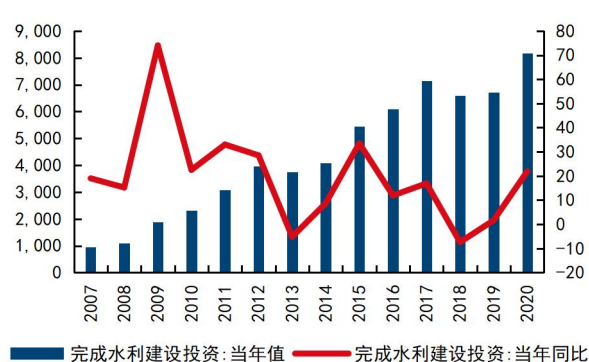
水利建设迈向高质量发展阶段。2007-2017年全国水利工程投资迎来高速增长期，水利建设投资由995亿元增至7132亿元（水利部统计口径），复合增长率达到22.4%。到“十三五”中后期，全国水利基础设施建设已取得重大进展，防灾减灾能力显著提升，水资源集约利用水平不断提高，治水的工作重点转变为水利工程补短板与水利行业强监管。2018-2021年，水利投资增速明显下滑，但仍然维持较高的投资力度。2022年1-7月，水利管理业固定资产投资完成6800亿元，同比增长14.5%，是基建投资中增速最快的领域之一。

图43：国家统计局口径水利投资（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

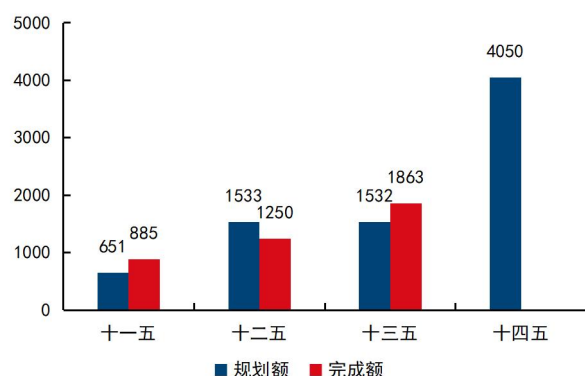
图44：水利部口径水利投资（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

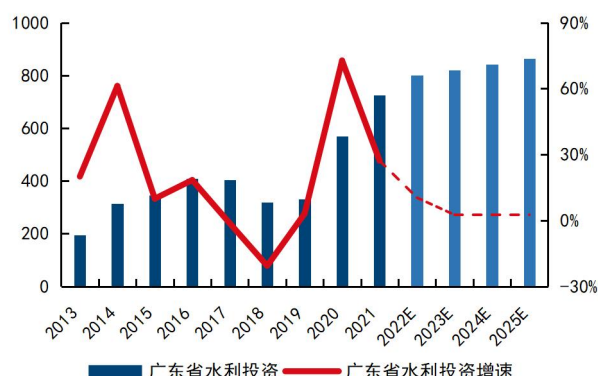
广东省“十四五”重点发力水利投资，建设目标大幅提升。2021年10月中共广东省印发《关于推进水利高质量发展的意见》，规划总投资8000亿元以上的重大项目，“十四五”期间完成水利投资4050亿元，相较“十三五”完成额大幅增长117%。截至6月30日，全省水利项目已开工2695个，开工率为67.3%，上半年已落实水利投资663.6亿元，占年度投资计划的77.6%；已完成水利年度投资456.9亿元，占年度计划完成投资目标的57.1%。

图45：广东省水利投资规划与实际完成额（单位：亿元）



资料来源：广东省政府办公厅，广东省水利厅，国信证券经济研究所整理

图46：广东省水利投资增速与预测（单位：%）



资料来源：国家统计局，广东省水利厅，国信证券经济研究所整理

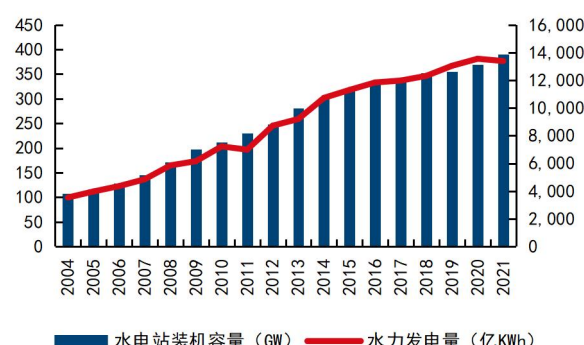
国内水电建设开发难度逐渐增大，投资整体回落，发电量稳步增长。水电发电是全球最传统和规模最大的可再生能源渠道，具有投资规模大、使用寿命长、运营成本低的特点，目前国内尚未开发的水电业务多集中在开发条件较差、难度较高的大江大河上游，比如金山江、雅砻江和大渡河等。这意味着，未来国内水电进一步开发的难度将增大，竞争格局会更加激烈，盈利将会面临更大挑战。

图47：水电工程投资额（单位：亿元）



资料来源：iFinD，水利部，国信证券经济研究所整理

图48：水电站装机容量和水力发电量（单位：GW，亿千瓦）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2、抽水蓄能工程：储能需求推动抽水蓄能电站建设加速

新能源发电装机规模快速扩张，消纳压力持续增加。根据国家电网预测，2035年前风电、光伏装机规模将分别达到7亿千瓦和6.5亿千瓦，相应的最大功率波动将达到1.56亿千瓦和4.16亿千瓦，大大超过当前电源调节能力，调峰储能设施建设改造必须加速推进，否则将面临较为严重的弃风弃光压力。

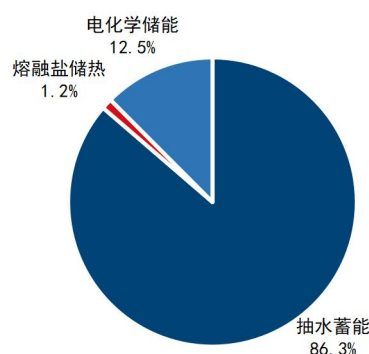
表3: 2017 年与 2035 年风电、光伏最大波动率对比（单位：万千瓦）

	2017 年				2035 年			
	5 分最大波动	15 分最大波动	1 小时最大波动	日最大波动	5 分最大波动	15 分最大波动	1 小时最大波动	日最大波动
风电	818	778	944	3179	3024	2876	3489	11750
光伏	347	547	1800	4920	2437	3847	12659	34600

资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

抽水蓄能是目前储能的主流模式，技术成熟度高，应用广泛。抽水蓄能是全球储能的主要力量，装机规模占比近 90%，相对于煤电的单向调峰，抽水蓄能还可以在低负荷、风光发电过剩的情况下把过剩的电能储存起来，实现双向调控。截至 2021 年底，全国已建抽水蓄能装机容量 3639 万 kW，同比增长 15.6%，在电力总装机的占比为 1.5%，较上年装机占比上升 1.5 个百分点。

图 49: 2021 年中国储能装机结构（单位：%）

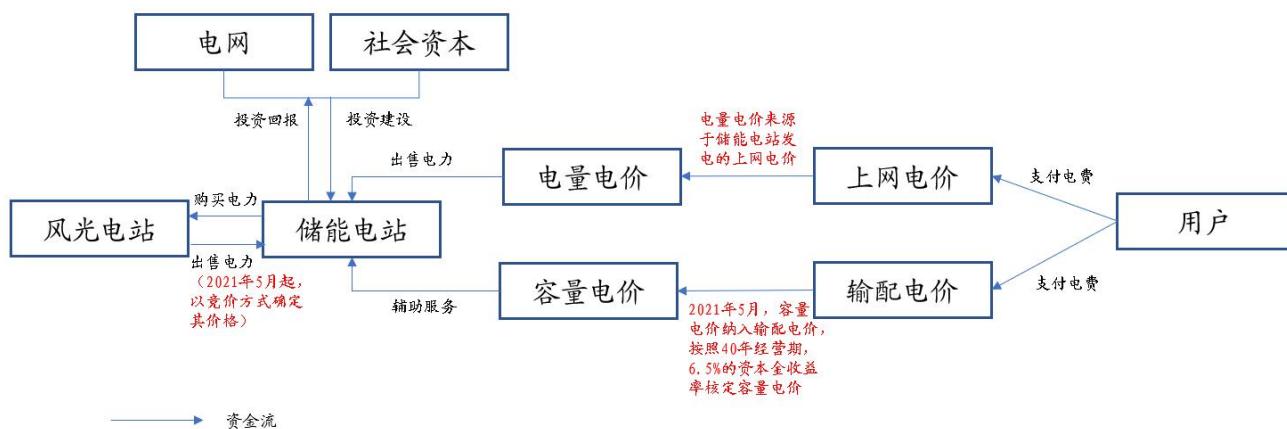


资料来源：CNESA，国信证券经济研究所整理

抽水蓄能电价制度长期不完善，建设成本难传导。在发改委 2014 年发布《关于完善抽水蓄能电站价格形成机制有关问题的通知》（以下简称《通知》）之前，抽蓄电站基本由电网投资建设，其建设成本全部纳入电网运行费用。在《通知》发布后，“两部制电价”确立，抽蓄电站的电价拆分为容量电价和电量电价两部分，其中容量电价是体现抽蓄调频、调压等辅助功能，电量电价体现抽蓄电站发电功能，容量电价纳入当地电网运行费用统一核算，电量电价按照当地煤电上网电价执行。在这样的背景下，抽蓄电站的建设成本计入电网运行费用通过上调销售电价进行疏导，由电网和用户承担，一方面缺少对抽蓄创造价值的明确考核细则，另一方面受益的电源方也并未充分承担调峰成本。

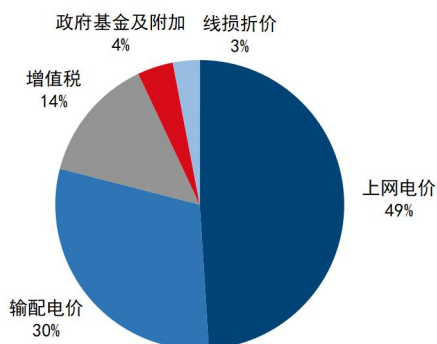
新规下成本传导机制理顺，价格机制完善重新激发投资动力。2021 年 5 月发改委发布《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》，要求坚持以两部制电价为主体，进一步完善抽水蓄能价格的形成机制，以竞争性方式形成电量电价，将容量电价纳入输配电价回收。在容量电价方面，按照 40 年经营期，6.5%的资本金收益率核定容量电价，大大增强了抽蓄电站投资建设回报的可预期性。在电量电价方面，以竞争性方式形成电量电价，即在风光发电过剩的时段，风光发电厂出售电力时将向下竞价，抽蓄电站吸收的电力成本将会更低，其抽放电价之差的利润空间将得到释放。随着后续配套措施的出台，抽水电站成本传导机制将有望持续改善，抽水蓄能电站投资价值将逐步回归。

图50：抽水蓄能电站电价模式示意图



资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

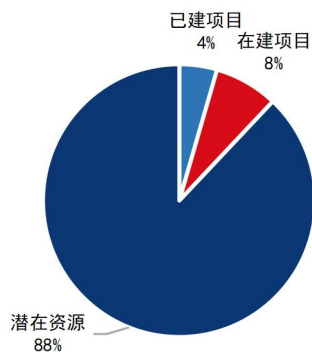
图51：销售电价结构（单位：%）



资料来源：智汇光伏，国信证券经济研究所整理

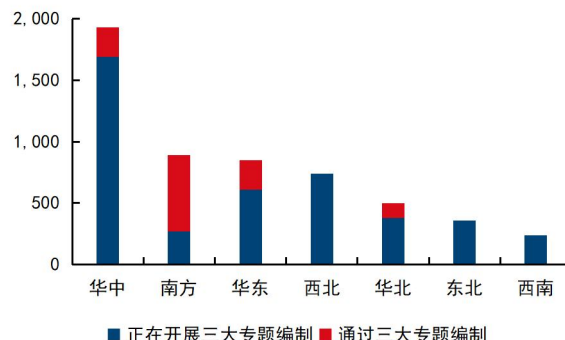
抽水蓄能电站建设资源丰富，项目可研申报加速推进。截至2021年底，我国已纳入规划的抽水蓄能站点资源总量约8.14亿kW，已建项目总装机规模3639万kW，核准在建项目总装机规模6453万kW。截止2021年末，正在开展科研工作的抽水蓄能电站项目共40个，装机容量合计5508万kW，华中、南方、华东地区项目规模较大，其中南方地区已有620kW通过三大专题审查（《枢纽布置格局比选专题研究报告》、《正常蓄水位选择专题报告》、《施工总布置规划专题报告》），预计能够较快落地。

图52：抽水蓄能建设资源与已实施装机规模（单位：%）



资料来源：水电总院，水电学会抽蓄分会，国信证券经济研究所整理

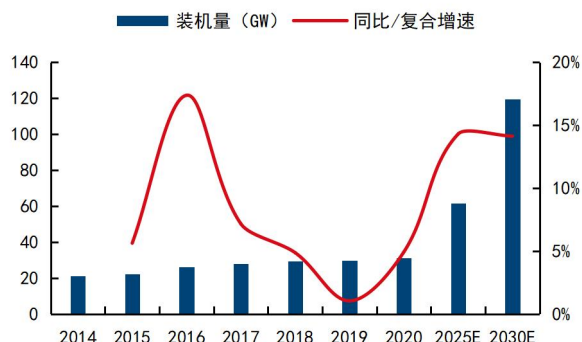
图53：抽水蓄能电站可研阶段项目规模分布（单位：万 kW）



资料来源：水电总院，水电学会抽蓄分会，国信证券经济研究所整理

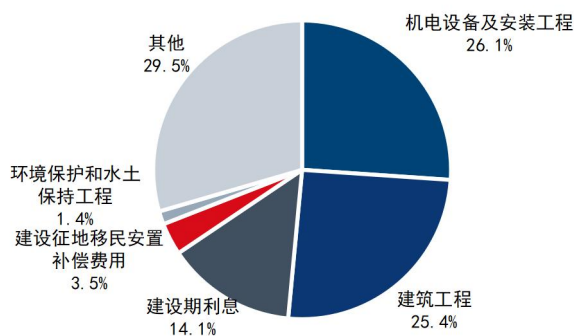
规划加持，抽水蓄能有望持续释放增长潜能。根据国家能源局《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，“十四五”期间抽水蓄能电站投资规模约为 9000 亿元，开工 180GW，2025 年投产总规模 62GW，规划详细列举了规划项目，可执行度和可追踪性高。

图54：中国抽水蓄能累计装机规模及增速（单位：GW，%）



资料来源：CNESA，前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图55：典型的抽水蓄能电站项目成本构成（单位：%）

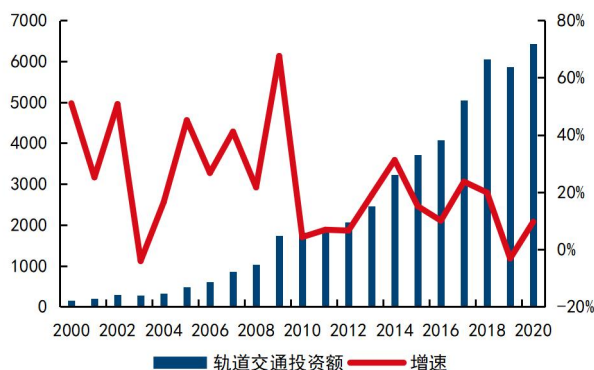


资料来源：水电总院，水电学会抽蓄分会，国信证券经济研究所整理

3、轨道交通工程：粤港澳大湾区城轨建设空间广阔

城市轨交投资和里程持续增长，市场潜力较大。2020 年，全国城市轨道交通投资 6421 亿元，同比增长 9.7%，全国城市轨道交通里程达到 7598 公里，同比增长 25.4%。截至 2020 年末，国家发展改革委批复城市轨道交通项目投资额约 4 万亿元，全国规划城市轨道交通待建里程 1.4 万公里。“十四五”时期，城市轨道交通市场总投资额预计达到 3.5 万亿元，将新增城市轨道交通运营里程 3400 公里，到 2025 年，开通运营城市轨道交通的城市预计将达到 50 个左右。未来城市轨道交通市场一线和强二线城市的地铁和市域快轨项目加速发展。

图56: 全国轨道交通投资额 (单位: 亿元, %)



资料来源: 住建部, 国信证券经济研究所整理

图57: 全国城市轨道交通建成里程 (单位: 公里, %)



资料来源: 住建部, 国信证券经济研究所整理

未来城轨建设向经济发达城市和城市群集中。2018年受“包头事件”影响，发改委暂停城市轨道交通建设审批，随后发布的《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发【2018】52号），提高了城轨建设申报门槛，预计未来财力较强的一二线城市以及核心城市群将成为城轨投资的主战场。

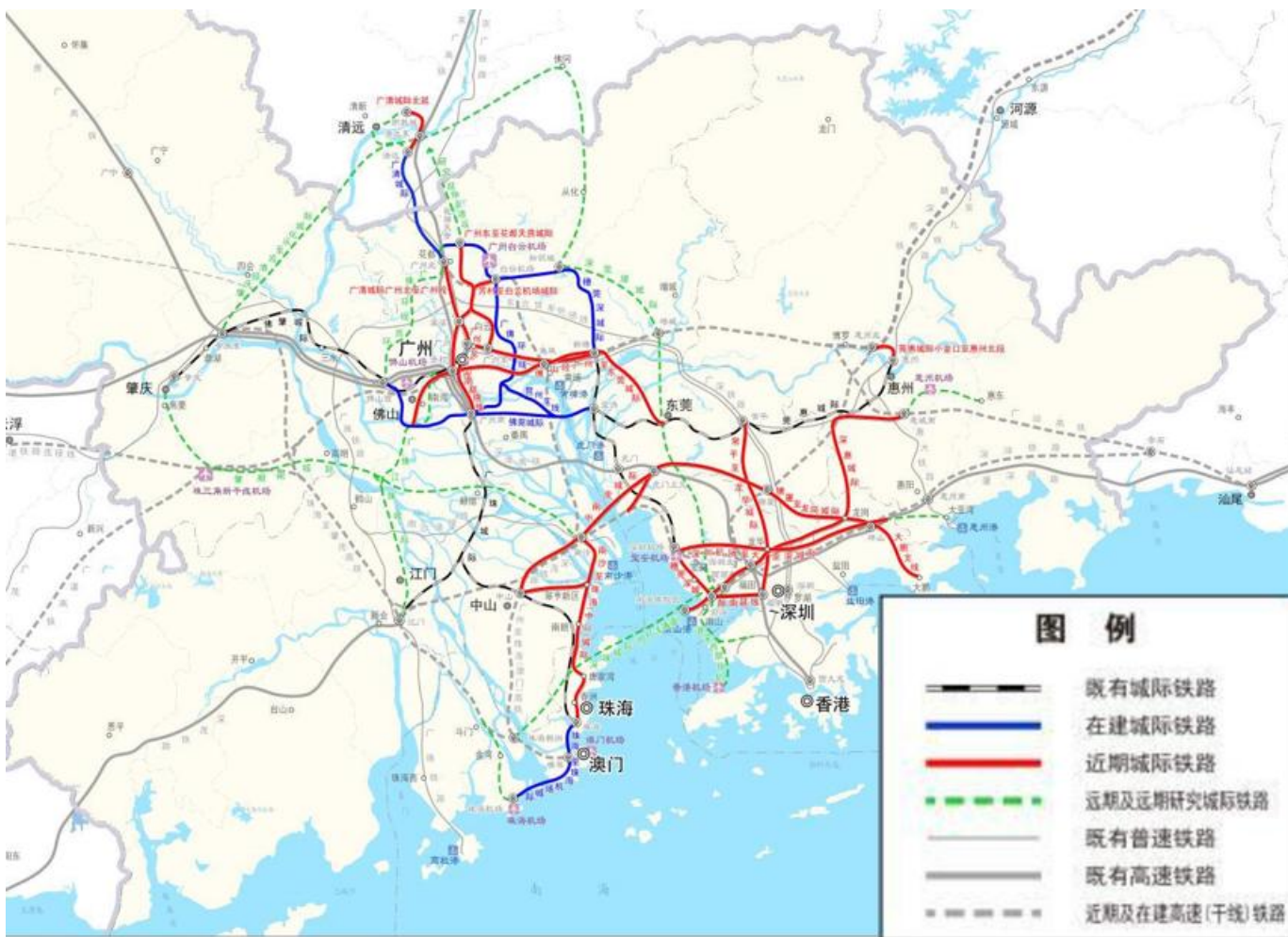
表4: 2018年后城市地铁申报要求变化

	一般公共预算	GDP	人口	客流负荷强度
新52号文	不少于3000亿元	不少于3000亿元	市区常住人口不少于300万人	初期客运强度不低于每日每公里0.7万人次, 远期客流规模达到单向高峰小时3万人次以上
旧81号文	不少于1000亿元	不少于1000亿元	城区人口不少于300万人	单向高峰小时3万人次以上

资料来源: 国家发改委, 国信证券经济研究所整理

粤港澳大湾区城市群发展带动区内轨交建设需求。根据《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》，到2025年，城市轨道交通营运里程达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20,020亿元，其中轨道交通8,800亿元。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（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。

图58：粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图



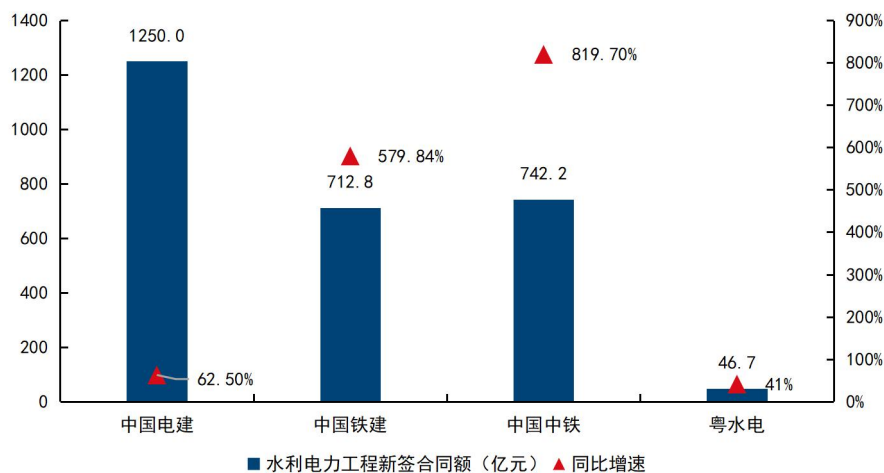
资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

4、竞争格局：水利水电工程集中度高，轨交工程央企主导

央企主导大型水利水电项目建设。水利建设施工行业的技术要求高，各类技术集成度大，施工技术装备要求高，施工难度大，具有较高的行业壁垒，中国电建和中国能建旗下的葛洲坝集团竞争力较强，中国中铁、中国铁建等央企也具备较强影响力。其中中国电建承担了国内大中型水电站 80%以上的规划设计任务、65%以上的建设任务，约占有全球 50%以上的大中型水利水电建设市场，在国内抽水蓄能规划设计方面的份额占比约 90%。

基建大年央企水利水电工程成倍增长，地方工程企业亦有较好表现。2022 年国家部署推进的 55 项重大水利工程，水利投资快速增长，上半年中中国电建“水利和水资源与环境”业务新签合同额 1250 亿元，同比高增 62.5%，中国铁建水利水电工程新签合同额 713 亿元，同比增长 579.8%，中国中铁水利水电工程新签合同额 742 亿元，同比增长 819.7%；粤水电上半年新签合同额 46.7 亿元，同比增长 41%，规模和增速均弱于建筑央企，但也有较好的表现。

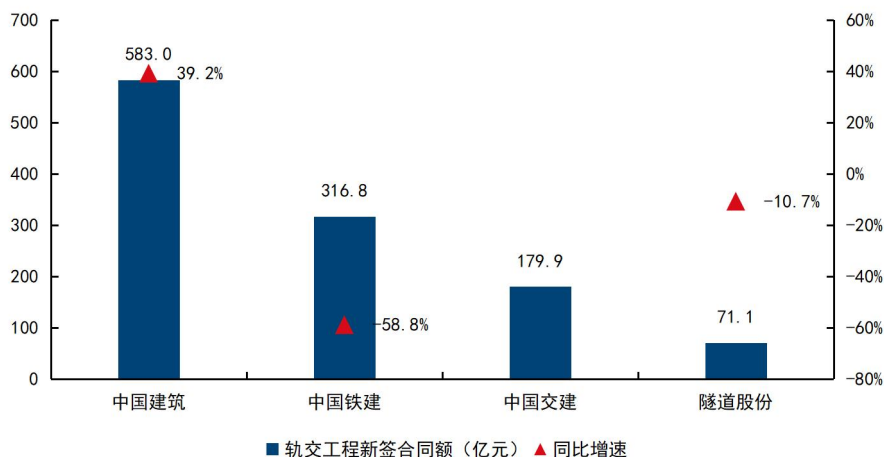
图 59: 部分建筑公司 2022 上半年水利水电工程新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

轨交工程市场央企占据较大份额，地方国企在区域内有一定影响力。以中国中铁和中国铁建为代表的大型央企依托资金、品牌、技术优势进入城轨市场，占据较大的市场份额，中国铁建建设了全国 40% 以上的城市轨道交通工程。2022 年上半年中国建筑轨道交通业务新签合同 583 亿元，同比增长 39.2%，中国铁建新签轨交合同额 317 亿元，同比下降 58.83%，地方国企隧道股份新签轨交合同额 71.8 亿元，同比下降 10.7%。

图 60: 部分建筑公司 2022 上半年轨道交通工程新签合同额及增速（单位：亿元，%）

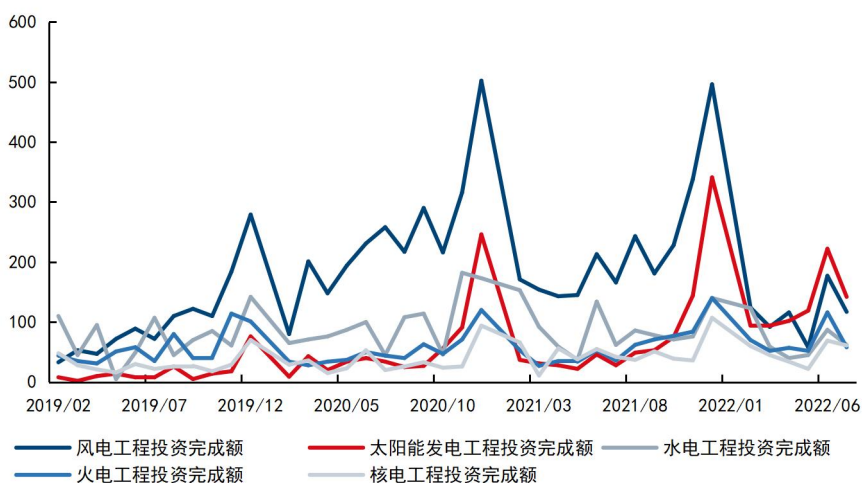


资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

发电行业：消纳能力提升，绿电潜力巨大

新能源投资加码，政策导向确定性高。根据国务院发布的《2030 年碳达峰行动方案》，中国将争取时间实现新能源的逐渐替代，推动能源低碳转型平稳过渡，到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20% 左右，到 2030 年非化石能源消费比重达到 25% 左右，到 2060 年非化石能源消费比重超 80%。根据国家能源局数据，2021 年全国电源工程建设完成投资 5530 亿元，同比增长 4.5%。其中，水电、火电、核电合计投资额占比 39.7%，连续两年低于 40%，风光发电完成投资额合计占比达到 60.3%，同比提升 2.3 个百分点。

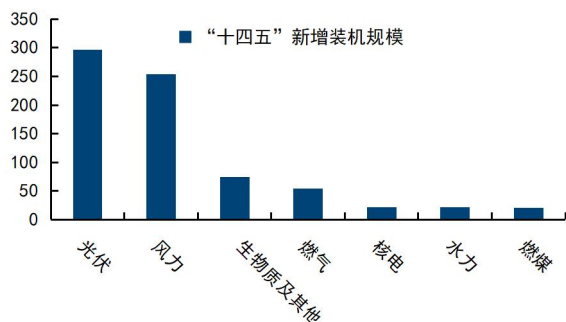
图 61：中国电源工程单月投资完成额（单位：亿元）



资料来源：中国电力企业联合会，国信证券经济研究所整理

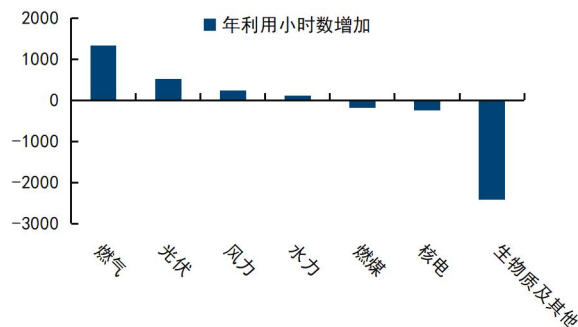
新能源发电装机规模快速增长，利用率持续提升。根据全球能源互联网发展合作组织预测，“十四五”期间风电、光伏新增装机规模将分别达到 254.5GW 和 256.9GW，装机量复合增速分别为 13.75% 和 16.74%。“十四五”期间，存量电源出力时间结构将持续调整，新能源利用率显著提升。预计煤电、核电年利用小时数分别下降 184 小时和 251 小时，风力、光伏年利用小时数分别提升 244 小时和 515 小时。

图 62：“十四五”期间各发电类型新装机规模预测（单位：GW）



资料来源：全球能源互联网发展合作组织，国信证券经济研究所整理

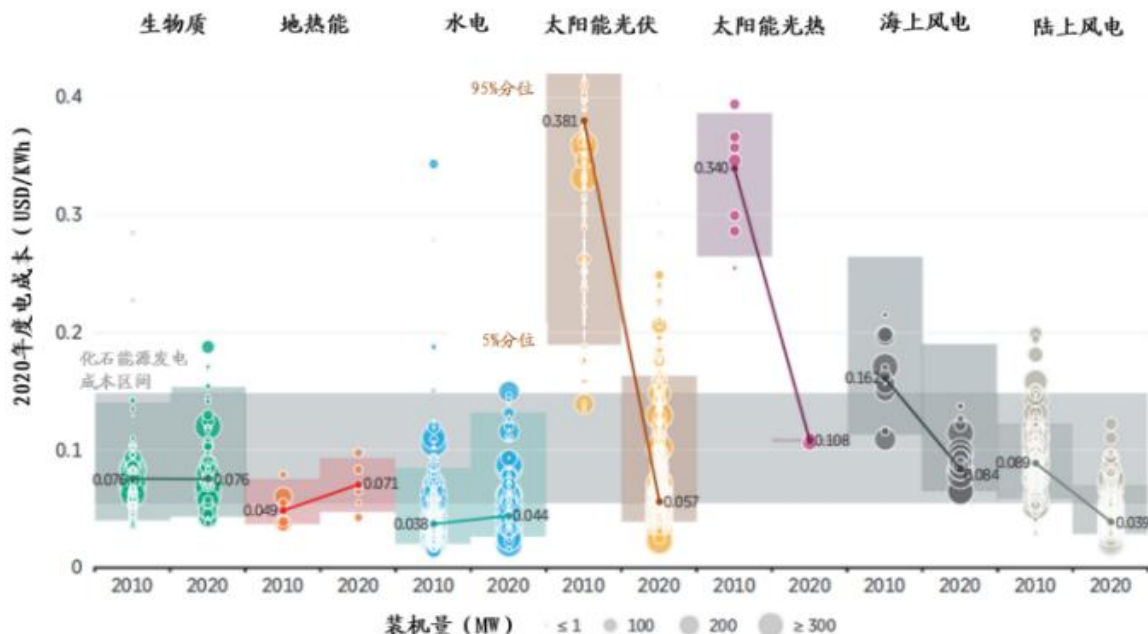
图 63：“十四五”期间各发电类型年利用小时数净增长预测（单位：h）



资料来源：全球能源互联网发展合作组织，国信证券经济研究所整理

随着技术日趋成熟，风光发电成本已进入传统发电成本区间。根据 IRENA 发布报告，2020 年太阳能光伏、陆上风电的加权平均度电成本分别下降至 0.359 元/kWh 和 0.221 元/kWh，相对于传统化石能源发电成本区间 0.315-0.945 元/kWh，成本竞争力显著提升。

图 64：2010-2020 年全球可再生能源发电度电成本与相应装机规模（单位：USD/kWh，MW）



资料来源：国际可再生能源署（IRENA），国信证券经济研究所整理

风光装机成本仍具备下降潜力。当前传统的燃气发电和煤电单位装机成本仍然具有优势，分别为 2723 元/kW 和 3384 元/kW。2010 年至 2020 年，太阳能光伏装机成本从 29812 元/kW 下降到 5248 元/kW，下降 85%；陆上风电装机成本从 12417 元/kW 下降到 8537 元/kW，下降 31%；海上风电装机成本从 29648 元/kW 下降到 20066 元/kW，下降 32%，未来随着风机大型化和风电光伏组件产能扩张，风光装机成本仍然具备持续下降的潜力。

表 5：不同发电技术单位投资和运营维护成本参考值

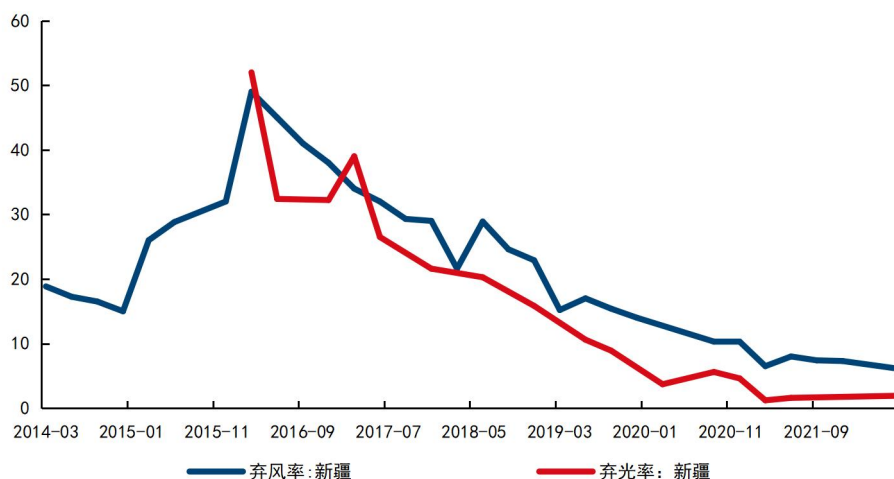
发电技术类型	单位投资成本（元/KW）	单位投资年下降率（%）	度电成本（元/KWh）	上网电价（元/kWh）	运维成本占投资成本比例（%）	平均设计年限（年）
燃气发电	2,723	1.0	0.250	0.35	3.7	40
煤电	3,384	0.5	0.210	0.35	1.8	40
分布式光伏	6,606	5.0	0.320	0.40	1.0	20
集中式光伏	7,258	5.0	0.300	0.35	1.0	30
陆上风电	7,719	2.5	0.221	0.35	2.9	20
生物质发电	11,186	1.0	0.611	0.65	2.0	20
水电	11,360	-0.1	0.315	0.35	0.9	50
海上风电	16,233	3.0	0.529	0.85	4.0	20
核电	16,720	0.8	0.382	0.43	2.7	40

资料来源：IEA，清华大学气候变化与可持续发展研究院，Energy Intelligence，国信证券经济研究所整理

新疆风光发电消纳问题明显缓解，装机空间重新释放。新疆地区光照和风能资源丰富，但是由于当地电力需求较低，由于前期风光发电基地的大规模开发，弃光弃风问题相对严重，2016 年新疆弃风率和弃光率分别达到 38%和 32%。2016 年和

2017 年，国家能源局相继启动风电和光伏投资预警机制，监测评价结果为红色的地区，能源局将暂停下达装机指标，风光发电项目暂缓备案。随后新疆风电光伏项目建设降速，各电压等级网架建设持续推进，弃风弃光率明显降低，2020 年风电、光伏预警均由红转橙，到 2022 年 6 月，新疆弃风率和弃光率已经下降到 6.2% 和 1.9%。根据规划，新疆“十四五”时期电力外送电量达到 1800 亿千瓦时。全区可再生能源装机规模达到 82.4GW，建成全国重要的清洁能源基地。

图 65: 新疆弃风弃光率持续下降（单位：%）

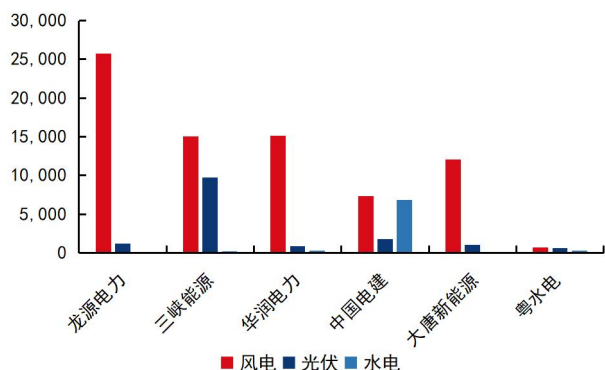


资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

绿电交易接力国补，平价时代开启。2021 年 9 月，《绿色电力交易试点工作方案》正式批复，首次明确绿色电力产品初期为风电和光伏发电企业上网电量。随后首次绿色电力交易启动，共 17 个省份 259 家市场主体参与，达成交易电量 79.35 亿千瓦时，体现环境价值的交易价格在风电、光伏现价基础上平均提高了 0.027 元 / kWh。2022 年 8 月，新疆电力交易中心发布关于征求《新疆绿色电力交易方案（征求意见稿）》意见的通知，提出绿色电力交易初期，市场主体按照发电侧上网绝对价进行申报，申报价格下限为 0.262 元/kWh，高于煤电标杆电价的溢价为 0.012 元/kWh。随着绿电交易机制不断完善，绿电上网溢价有望持续提升，在平价时代支撑绿电项目收益率。

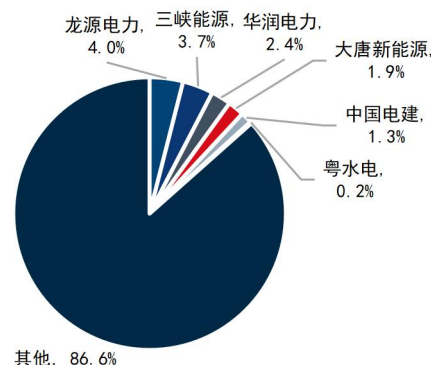
清洁能源发电运营行业集中度较低，粤水电装机规模相对较小。截至 2022 年 6 月底，全国累计风力发电装机容量 342GW，光伏发电装机容量 337GW，水力发电装机容量 403GW，与龙头发电运营商相比，粤水电装机规模相对较小，水/风/光发电装机容量分别为 288/683/616MW，风光发电装机容量市场份额仅占 0.2%。与同样由工程施工转型发电运营的中国电建相比，粤水电水风光发电装机容量仅为中国电建的 10%，仍有较大的发展空间。

图66：部分上市公司清洁能源发电装机容量（单位：MW）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图67：风光发电运营行业市场集中度较低（单位：%）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

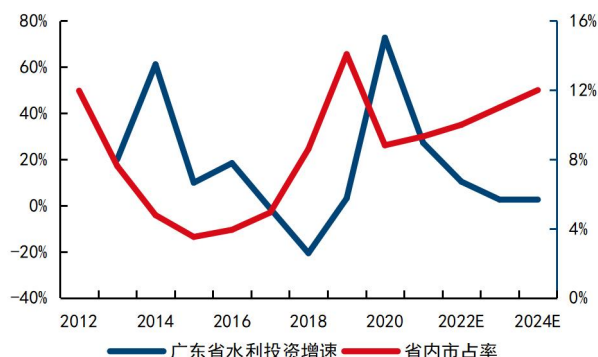
粤水电：工程基本盘稳固，发电规模加速扩张

1. 区域龙头地位稳固，工程业务有望稳健增长

在水利水电工程建设上，公司专业技术成熟，承建了一系列重大水利水电工程，在抽水蓄能电站方面具有丰富的施工经验，是广东地区水利水电工程的龙头企业，且在四川、湖南等全国多地拥有较强的品牌力影响力。坚实的本土客户资源和丰富的项目经验铸就公司工程领域的品牌护城河，预计未来公司工程业务品牌影响力有望进一步巩固。

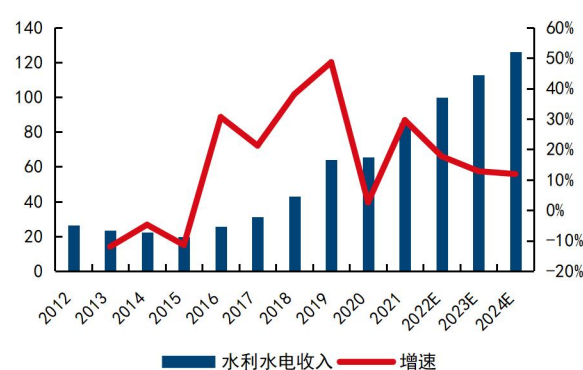
以营收口径粗略测算，2021 年公司水利水电工程在广东省内市占率约为 9.3%。当重大项目集中开工推动水利投资增速抬升，全国性水利建设企业在广东省内业务规模提升，公司市占率相应下降。十四五期间广东省规划水利投资 4050 亿元，2022 年计划投资 800 亿元，则 2023-2024 年水利投资增速将下降至约为 2.6%，相应的公司市占率有望回升，基于此假设预测公司 2022-2024 年水利水电工程收入为 100/113/126 亿元。

图68：广东水利投资增速和公司省内市占率（单位：%）



资料来源：广东省水利厅，公司公告，国信证券经济研究所整理

图69：公司水利水电收入预测（单位：亿元，%）

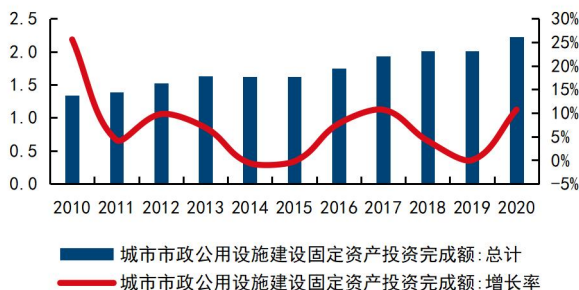


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

市政工程的市場处于高基数、低增长阶段，未来投资增速具有较强韧性。根据统

计局口径，2021 年公共设施固定资产投资完成额为 6.83 万亿元，同比增长 1.3%，2022 年 1-7 月，公共设施固定资产投资同比增长 11.7%，预计全年保持较快增速。

图 70：全国市政公用固定资产投资及增速（单位：万亿元，%）



资料来源：住建部，国信证券经济研究所整理

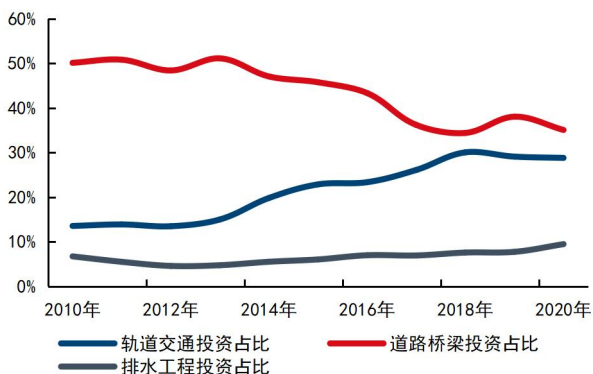
图 71：公共设施固定资产投资增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

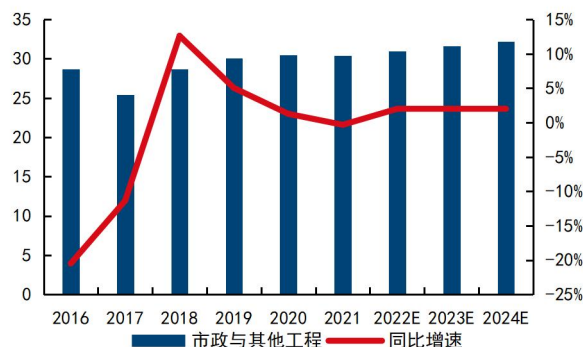
从市政工程细分领域看，随着城镇化速度放缓，道路桥梁投资额占比逐年降低，轨道交通和排水工程等“品质提升”工程仍有空间，投资占比持续提升。公司长期深耕广东地区，当地项目资源充足，履约能力强，有望长期保持区域内优势地位，预测公司 2022-2024 年市政和其他工程收入为 31.0/31.6/32.2 亿元。

图 72：市政工程细分领域投资额占比（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 73：公司市政与其他工程收入及增速预测（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

2. 平价时代成本优势凸显，发电业务空间广阔

建筑底色加持，发电投资成本优势凸显。公司清洁能源发电项目为自行建设，工程质量优良，建设速度快，经过方案优化、成本控制，建设成本优势突出。根据 NWE 西勘院规划研究中心的国内风电项目成本统计数据，典型的陆上风电项目初始投资成本为 5100-7100 元/kW，公司最新并网发电的两个项目“新疆巴楚县 150 兆瓦光储一体化项目”和“新疆哈密十三间房风电场一期 20MW 风电项目”初始投资成本测算分别为 4829 元/kW 和 5838 元/kW，处于较低成本水平，其中建筑工程成本为 334 元/kW 和 450 元/kW，明显低于典型陆上风电项目 600-1300 元/kW 的成本区间；设备及安装工程成本为 3508 元/kW 和 4325 元/kW，也处于较低成本水平。

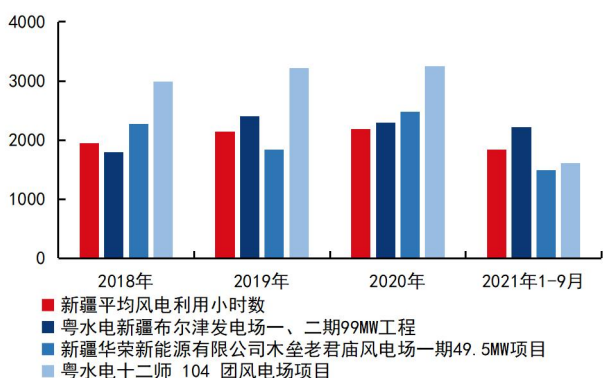
表6: 公司新并网风电项目建筑部分成本优势明显 (单位: 元/kW)

	典型陆上风电项目	新疆巴楚县 150 兆瓦光储一体 化项目	新疆哈密十三间房风电场一期 50MW 风电项目
设备及安装工程	4050-4800	3508	4325
建筑工程	600-1300	334	450
其他	450-1000	987	1062
合计	5100-7100	4829	5838

资料来源: NWE 西勘院规划研究中心, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

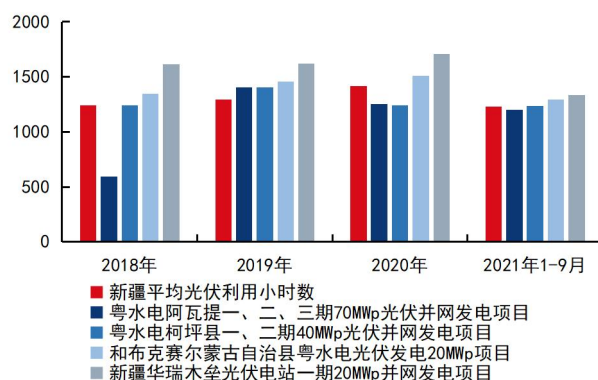
消纳能力增强, 利用小时数存在提高空间。2020 年, 22 条特高压线路年输送电量 5318 亿千瓦时, 其中可再生能源电量 2441 亿千瓦时, 同比提高 3.8%, 可再生能源电量占全部输送电量的 45.9%。“十四五”期间, 国网规划建设特高压工程“24 交 14 直”, 涉及线路 3 万余公里, 变电换流容量 3.4 亿千伏安, 总投资 3800 亿元, 其中 2022 年国网计划开工“10 交 3 直”共 13 条特高压线路。公司新疆地区风光发电项目利用小时数与新疆地区平均风光发电利用小时数接近, 随着特高压输电网加快建设, 公司在新疆地区的发电业务有望受益于西部地区新能源发电消纳能力进一步增强。

图 74: 公司新疆地区部分风电项目利用小时数 (单位: 小时)



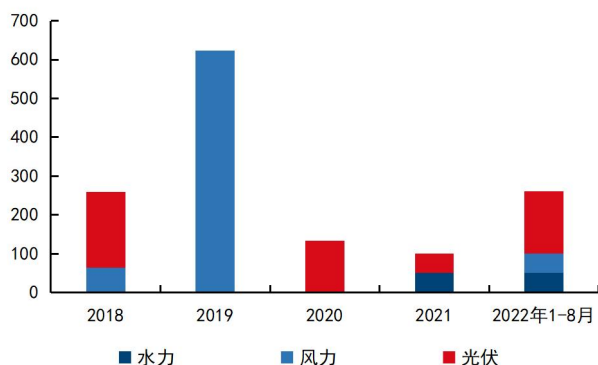
资料来源: 公司公告, 新疆发改委, 国际能源网, 国信证券经济研究所整理

图 75: 公司新疆地区部分光伏项目利用小时数 (单位: 小时)



资料来源: 公司公告, 新疆发改委, 国际能源网, 国信证券经济研究所整理

清洁能源发电并网加速, 装机规模持续上升。2022 年 1-8 月, 公司清洁能源发电业务累计并网 260MW, 较 2020 年、2021 年呈现明显加速趋势。截至 2022 年 8 月, 公司累计已投产发电的清洁能源项目总装机 1,802MW, 其中水力发电 313MW, 风力发电 723MW, 光伏发电 766MW。

图76：公司近两年清洁能源发电并网情况（单位：MW）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图77：公司近五年清洁能源发电装机情况（单位：MW）

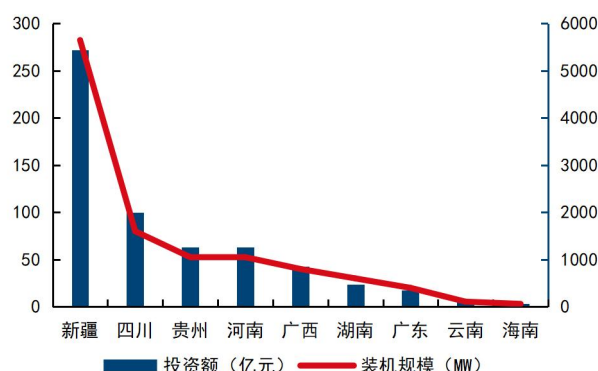

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7：近期公司清洁能源发电项目并网情况

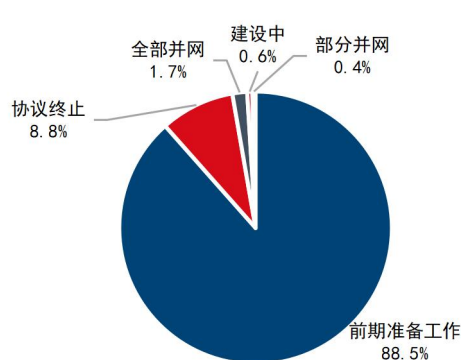
时间	项目	发电类型	并网装机规模 (MW)
6月29日	新疆哈密十三间房一期 50MW 风电场项目	风电	10
6月30日	广东遂溪县官田水库二期 50MWp 光伏发电项目	光伏	10
7月17日	韩江高陂水利枢纽（龙湖水电站）	水电	25
7月22日	新疆哈密十三间房一期 50MW 风电场项目	风电	40
7月29日	新疆巴楚县 150 兆瓦光储一体化项目	光伏	150

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

与地方政府深度合作，框架协议指引发电项目加速开工。2020 年至今，公司与各地政府探索新能源发电项目合作机会，与全国多地政府签订框架协议 17 项，中标投资建设项目未签约 1 项，正式开始投资建设项目 6 项，共涉及装机规模约 11.3GW，投资额约 590 亿元。截至目前，已有超过 200MW 的发电项目并网发电，超过 10GW 装机规模的项目处于前期准备工作阶段，后续随着项目审批和可研工作持续推进，公司在未来 1-2 年有望落地一批新能源发电项目。

图78：公司协议约定投资及装机规模（单位：亿元，MW）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

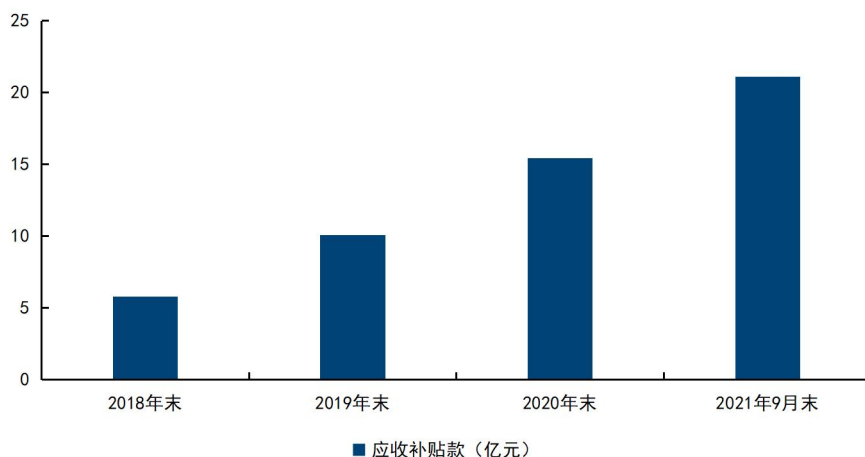
图79：按投资额分公司协议约定发电项目进展（单位：%）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

补贴拖欠问题缓解，资产质量有望改善。2021 年底公司已累计了 22.9 亿元的电力销售应收账款，根据此前公告披露，其中应收补贴款占比达到 95%以上。2022

年 5 月，李克强总理主持召开国务院常务会议时提出确保能源供应，在前期支持基础上，再向中央发电企业拨付 500 亿元可再生能源补贴，支持煤电企业纾困。7 月，国家电网发布《国家电网有限公司关于 2022 年年度预算第 1 次可再生能源电价附加补助资金拨付情况的公告》，下发第一批补贴资金合计约 399 亿元。8 月，南方电网设立广州可再生能源公司，承担可再生能源补贴资金管理业务。多项支持新能源发电补贴的政策措施落地，此前拖欠的发电补贴问题有望得到缓解，公司现金流状况有望得到改善。

图 80: 公司近年来应收补贴款情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3. 清洁能源发电打造第二增长极，预计发电收入持续增长

预测 2022 年发电业务收入同比增长 17%，2022-2025 年新增装机超 1.5GW。根据测算，2022-2025 年公司发电业务将实现收入 19.78/21.89/24.05/26.61 亿元，同比增长 17.0%/10.7%/9.9%/10.7%。预测 2022-2025 年新增清洁能源装机规模 366/363/406/448MW，到 2025 年末总装机规模有望超过 3GW。

装机规模：预计公司风光装机规模快速扩张，公司目前电力投资开发项目中 10.3GW 处于项目前期准备阶段，100MW（光伏）处于建设阶段，假设项目建设期 0.5-1 年，后续部分框架协议项目相继落地建设，公司 2022-2025 年风力发电新装机规模为 86/100/110/120MW，光伏发电新装机规模为 230/263/296/328MW，水力发电 2022 年新增装机 50MW，2023-2025 年无新增装机。

上网电价：公司 2021 年平均上网电价为 0.543 元/kWh，主要系是发电项目补贴电价较高的影响，根据公司发电业务收入结构推估算，公司 2022 年以前风电/光伏/水电存量项目的上网电价分别为 0.59/0.64/0.31 元/kWh。随着风力发电和光伏发电全面进入平价时代，预计未来公司新装机清洁能源发电均为平价上网项目，同时受益于绿电交易机制的持续完善，享受一定的绿电溢价。按照公司在手框架协议结构，未来公司新装机项目将主要分布在新疆、四川、贵州等地，其中新疆占比较大，因此总体上网电价相对较低。假设 2022-2025 年公司风电和光伏平价上网项目的平均上网电价为 0.32 元/kWh。

表8：各地区平均清洁能源平价上网电价估算

地区	标杆上网电价（元/kWh）	绿电溢价（元/kWh）	清洁能源上网电价（元/kWh）
新疆	0.25	0.012	0.262
四川	0.4012	0.03	0.4312
贵州	0.3515	0.03	0.3815
河南	0.3779	0.03	0.4079
广西	0.4207	0.03	0.4507
湖南	0.45	0.03	0.48
广东	0.453	0.06	0.513
云南	0.3358	0.03	0.3658
海南	0.4298	0.03	0.4598

资料来源：国家电网，智汇光伏，国信证券经济研究所整理

利用小时数：公司发电项目利用小时数与项目所在地相关性较高，此前利用小时数较低主要系受到西北地区弃风弃光率较高的影响，随着特高压工程和储能工程建设推进，西北地区消纳能力增强，未来利用小时数有望持续提升。假设2022-2025年风电和光伏年利用小时数同比增长5.12%/5.53%/6.01%/6.41%，水力发电年利用小时数同比增长10.12%/2.21%/2.34%/3.46%。

表9：公司风力发电业务经营预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
年初存量装机规模（MW）	673	673	673	673	673
存量装机电价（元/kWh）	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59
成熟期平价上网装机规模（MW）	0	0	86	186	296
平均平价上网电价（元/kWh）	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
年内新装机（MW）	0	86	100	110	120
年利用小时数（h）	2235	2349	2479	2628	2797
发电收入（亿元）	8.87	9.65	10.93	12.47	14.30
发电收入增速	20.64%	8.77%	13.20%	14.12%	14.69%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表10：公司光伏发电业务经营预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
年初存量装机规模（MW）	556.38	606.38	606.38	606.38	606.38
存量装机电价（元/kWh）	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64
成熟期平价上网装机规模（MW）	0	50.00	279.85	542.53	838.05
平均平价上网电价（元/kWh）	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
年内新装机（MW）	50	230	263	296	328
年利用小时数（h）	1517	1593	1673	1757	1844
发电收入（亿元）	5.53	6.78	7.24	7.77	8.38
发电收入增速	19.17%	22.70%	6.85%	7.32%	7.71%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表11：公司水力发电业务经营预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
期初装机规模（MW）	213	263	313	313	313
期末装机规模（MW）	263	313	313	313	313
电价（元/kWh）	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
年利用小时数（h）	3407	3752	3835	3924	4060
发电收入（亿元）	2.51	3.35	3.72	3.81	3.94
发电收入增速	56.55%	33.25%	11.08%	2.34%	3.46%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 12: 公司 2020 年至今清洁能源发电签订合作协议汇总

公告日期	地区	公告名称	项目类型	装机规模 (MW)	投资额 (亿元)	项目进展	备注
2020.5.7	新疆	新疆阿勒泰布尔津县风电项目	风电	500	33	前期准备工作。	
2020.5.28	广西	广西贵港市平南县风电项目	风电	300	20	未取得核准, 协议自行终止。	在东南粤水电按照协议约定的进度推进项目的前提下, 平南县人民政府不接受其他公司在协议规定范围内进行风电开发活动或可能导致东南粤水电无法继续开发投资项目的其他开发项目 (区域范围内已有规划项目的除外)。
2020.7.29	新疆	新疆生产建设兵团第十二师 104 团风电项目	风电	50	3.5	前期准备工作	乌鲁木齐粤水电选择区域经过国土、林业、环保等部门套图确认可以使用后, 认定乌鲁木齐粤水电区域锁定, 新疆第十二师 104 团有义务优先保证乌鲁木齐项目的开发及经营权。
2020.8.19	新疆	新疆塔城地区额敏县风电项目	风电	500	30	前期准备工作	
2020.9.3	河南	河南省鲁山县风力发电项目	风电	400	32	未能落实项目用地等预定工作, 协议自行终止。	
2020.9.22	广西	广西钦南区风电开发项目	风电	300	14.46	前期准备工作	
2020.9.22	广西	广西钦南区那思镇 200MW 农光互补项目	光伏	200	8	前期准备工作	
2021.3.6	新疆	新疆生产建设兵团第十二师 221 团光伏发电项目	光伏	700	25	前期准备工作	若与十二师 221 团签订投资框架协议的第三方企业先于新疆粤水电获得国网新疆电力公司接入系统的批复意见, 本框架协议自动终止。
2021.3.25	新疆	新疆洛浦县新能源发电项目	光伏	1500	60	前期准备工作	
2021.5.13	河南	河南南阳市合作开发光伏发电项目	光伏	500	25	前期准备工作	
2021.8.31	新疆	新疆巴楚县 150 兆瓦光储一体化项目	光伏	150	7.31	于 2022 年 7 月 29 日 20 时实现全容量并网发电	场址工程代表年辐射总量为 1615.2kWh/m ² , 属于太阳能资源很丰富地区。本项目首年发电量为 31688 万 kWh, 年平均上网电量 28963 万 kWh。该项目上网电价 0.25 元/kWh (含税)。全部投资财务内部收益率为 6.31%, 投资回收期为 12.39 年, 财务评价可行。
2021.8.31	新疆	新疆哈密十三间房一期 50MW 风电场项目	风电	50	2.97	于 2022 年 7 月 22 日实现全部机组并网发电	目前, 新疆区域由红色预警转为橙色, 该项目作为存量项目, 直接纳入 2021 年保障性并网规模。项目规划装机容量为 50MW, 该项目上网电价 0.25 元/kWh (含税)。全部投资财务内部收益率为 6.59%, 投资回收期为 11.46 年, 财务评价可行。
2021.9.11	河南	关于全资子公司签订河南省罗山县 150MW 农光复合光伏能源基地项目投资框架协议书公告	光伏	150	6	前期准备工作	
2021.11.10	湖南	湖南省邵阳市光伏发电开发建设项目	光伏	500	20	前期准备工作	
2021.11.19	广东	广东省珠海市富山工业园源网荷储一体化综合能源管理项目	光伏	350	15	前期准备工作	
2022.1.14	海南	海南省临高县粤水电波莲镇 60MW 农 (菜篮子工程) 光复合项目	光伏	60	3.56	项目正在建设中, 已完成升压站主体、部分基础桩等施工作业。	该项目上网电价 0.4298 元/kWh (含税)。全部投资财务内部收益率为 6.21% (税后), 资本金财务内部收益率为 8.63% (税后), 投资回收期为 12.73 年, 财务评价可行。
2022.2.10	湖南	湖南省郴州市安仁县平背乡光伏	光伏	100	4	前期准备工作	项目示范成功后, 平背乡政府负责协助东南粤水电在安仁县大力推广项目模式, 并协助东南粤水电落地农光互补延伸发

		农业综合开发项目					展。
2022.3.17	贵州	贵州省威宁县新能源发电项目	光伏+风电	1050	63	前期准备工作	项目计划于 2022 年起分期开工建设（以分布式光伏项目和配套产业项目优先的原则；最终规模以获得贵州省批复建设指标为准），于 2022-2025 年全容量建设完成并网投产。
2022.3.30	广东	广东遂溪县官田水库二期 50MWp 光伏发电项目	光伏	50	2.28	于 2022 年 6 月 30 日实现首批并网发电（容量 10MWp），其余容量将陆续并网。	该项目上网电价 0.453 元/kWh（含税）。全部投资财务内部收益率为 7.26%（税后），资本金内部收益率为 11.7%（税后），投资回收期为 11.54 年，财务评价可行。
2022.5.31	新疆	新疆阿瓦提县 200 万千瓦“光伏+”示范园区项目	光伏	2000	100	前期准备工作	于 2022 年 7 月 7 日获得备案
2022.7.1	四川	四川白岩滩水库抽水蓄能电站项目	抽水蓄能	1600	100	前期准备工作	本项目经四川省发改委、水利厅等审批完毕，获立项通过，取得工程建设许可证后，3 个月内正式开工建设，五年内完成工程建设任务并验收通过，正式发电并网。
2022.8.10	新疆	新疆粤水电巴楚三期 100 兆瓦光储发电项目	光伏	100	4.88	前期准备工作	该项目上网电价 0.262 元/千瓦时（含税）。项目投资财务内部收益率为 6.12%，资本金财务内部收益率为 8.54%，投资回收期为 12.75 年，财务评价可行。
2022.8.10	新疆	新疆粤水电乌什一期 100 兆瓦光储发电项目	光伏	100	5.12	前期准备工作	该项目上网电价 0.262 元/千瓦时（含税）。项目投资财务内部收益率为 6.09%（税后），资本金财务内部收益率为 8.41%（税后），投资回收期为 12.77 年，财务评价可行。
2022.8.19	云南	云南蒙自市整县屋顶分布式光伏试点项目	光伏	107	4.73	前期准备工作	项目中标价为投标人将本项目每年营业收入的 5%支付给招标人作为收益，工期为中标后 13 个月，运营期限 25 年。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：预测 2022-2024 年 EPS 为 0.33/0.40/0.46 元

预测公司 2022-2024 年营收增速为 13.24%/9.96%/9.08%，净利润增速为 22.7%/18.8%/14.7%，对应 EPS 为 0.33/0.40/0.46 元。盈利预测相关关键假设如下：

营业收入：公司预计未来公司工程业务品牌影响力有望进一步巩固，受益于水利建设政策支持力度增强，大湾区城市建设投资持续景气，预测公司 2022-2024 年工程施工业务营收增长 13.59%/10.38%/9.41%。在清洁能源发电领域，公司与各地政府深入合作，签订了诸多发电项目框架协议，在未来装机规模有望快速扩张，在“平价时代”发电收入仍有望持续增长，预测公司 2022-2024 年发电业务收入增长 17.04%/10.67%/9.87%。产品销售、勘测设计与咨询服务等其他业务收入体量较小，市场竞争力优势不明显，预计将保持低速平稳增长。预测 2022-2024 年公司营业收入增长 13.24%/9.96%/9.08%。

表 13：公司主营业务收入预测（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
工程施工	115.3	131.0	144.6	158.2
YOY	20.10%	13.59%	10.38%	9.41%
其中：水利水电工程	85.0	100.0	113.0	126.0
YOY	29.58%	17.70%	13.00%	11.50%
其中：市政和其他工程	30.3	31.0	31.6	32.2
YOY	0.33%	2.21%	1.94%	1.90%
发电	16.9	19.8	21.9	24.1
YOY	14.21%	17.04%	10.67%	9.87%
产品销售	10.1	10.4	10.8	11.2
YOY	-28.22%	3.74%	3.58%	3.41%
勘测设计与咨询服务	0.7	0.8	0.9	1.0
YOY	8.99%	12.12%	13.54%	11.08%
其他	0.6	0.6	0.6	0.6
YOY	85.25%	1.10%	0.90%	0.70%
营业收入	143.6	162.6	178.8	195.1
YOY	14.13%	13.24%	9.96%	9.08%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

毛利率：公司在工程领域上龙头地位稳固，整合建工集团解决同业竞争问题后，工程领域竞争力有望大幅增强，预测未来工程施工业务毛利率将稳步提升 2022-2024 年分别为 3.70%/3.94%/4.22%。受清洁能源发电退补影响，公司发电电价预计有所下降，预计将导致毛利率在未来若干年呈下降趋势，预计 2022-2024 年发电业务毛利率为 61.22%/61.20%/58.90%。假设产品销售、勘测设计与咨询服务、其他业务毛利率保持稳定。高毛利的发电业务保持增长态势，公司整体销售毛利率预计稳步增长，2022-2024 年分别为 11.34%/11.43%/11.52%。

表 14: 公司主营业务毛利率预测

	2021	2022E	2023E	2024E
工程施工	3.48%	3.70%	3.94%	4.22%
发电	62.90%	61.22%	60.20%	58.90%
产品销售	9.96%	9.00%	9.00%	9.00%
勘测设计与咨询服务	39.87%	39.87%	39.87%	39.87%
其他	35.84%	35.84%	35.84%	35.84%
销售毛利率	11.25%	11.34%	11.43%	11.52%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

费用率: 公司发力转型升级和提质增效, 加大研发投入力度, 管理费用率持续压降, 研发费用率显著上升, 预测 2022-2024 年管理费用率维持较低水平, 研发费用保持稳定投入。

表 15: 公司费用率预测

	2021	2022E	2023E	2024E
管理费用率	1.75%	1.74%	1.73%	1.72%
研发费用率	0.90%	1.00%	0.90%	0.93%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表 16: 粤水电水利工程业务增速敏感性分析

		省内工程市场占有率				
2021-2025 年公司水利工程业务复合增速		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
	3.5%	15.21%	16.15%	17.06%	17.95%	18.81%
广东省水利投资增速	3.0%	14.87%	15.81%	16.72%	17.61%	18.47%
	2.5%	14.54%	15.48%	16.38%	17.27%	18.12%
	2.0%	14.20%	15.14%	16.04%	16.92%	17.78%
	1.5%	13.86%	14.80%	15.70%	16.58%	17.43%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表 17: 绿电溢价对粤水电 2023 年发电业务收入的敏感性分析

绿电溢价 (元/kWh)	2023 年发电业务收入 (亿元)
0	21.77
0.015	21.86
0.021	21.89
0.030	21.94
0.050	22.05
0.100	22.33
0.200	22.89

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

投资建议：首次覆盖给予增持评级，2023 年合理估值 8.01–9.52 元

公司核心主业为工程施工和清洁能源发电，采用分部估值的方法，在工程施工领域选取以水利工程、能源工程为主营业务的工程公司作为可比公司，选取中国电建、中国能建、安徽建工。在清洁能源发电领域选取以水电、风电、光伏等清洁能源发电为主的电力企业作为可比公司，选取三峡能源、龙源电力、太阳能。在产品销售和其他业务领域选取风电设备生产销售公司金风科技、天顺风能、大金重工作为可比公司。工程施工领域可比公司 2023 年 PE 平均为 9.72x，发电领域可比公司 2023 年 PE 平均为 16.6x，产品销售与其他业务可比公司 2023 年 PE 平均为 19.66%。

表 18: 可比公司估值情况

公司简称	收盘价	市值（亿元）	EPS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
工程施工						
中国电建	7.88	1194	0.50	0.72	10.81	8.91
中国能建	2.45	1021	0.19	0.22	13.36	10.89
安徽建工	5.90	102	0.77	0.93	7.66	6.34
平均					10.61	8.71
发电						
三峡能源	6.02	1723	0.30	0.39	20.12	15.68
龙源电力	21.78	1464	0.93	1.16	23.46	18.91
太阳能	7.91	309	0.41	0.52	19.70	15.40
平均					21.09	16.66
产品销售与其他						
金风科技	12.30	519.7	0.91	1.13	14.35	11.66
天顺风能	13.36	240.8	1.16	1.61	39.79	28.60
大金重工	41.79	232.2	0.42	0.79	34.79	18.72
平均					29.64	19.66

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

注：发电业务可比公司估值来源于 iFind 一致预期

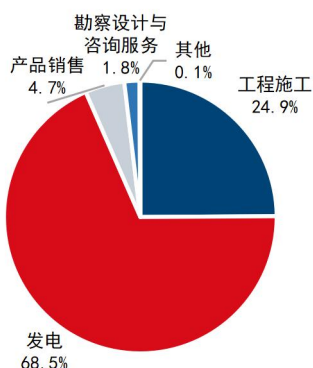
在可比公司估值的基础上，还需要综合考虑工程施工和清洁能源发电的协同效应，对比业务模式相似的中国电建，发电业务估值包含“建筑+能源运营”的估值溢价。可比公司中国电建工程业务毛利占比 70%左右，发电业务毛利占比 15%左右，其市盈率范围在 12–13x，明显高于中国铁建（4x），中国中铁（5x），中国交建（7x）的市盈率水平。

图81：粤水电与中国电建收益率走势一致性较高（单位：%）



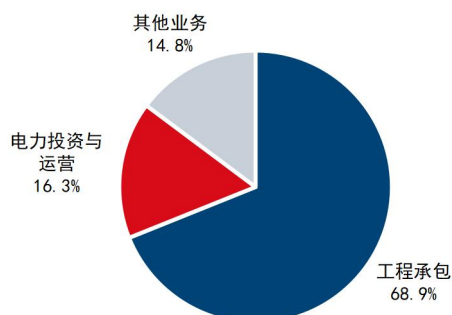
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图82：粤水电 2022H1 毛利结构（单位：%）



资料来源：iFind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图83：中国电建 2022H1 毛利结构（单位：%）



资料来源：iFind，公司公告，国信证券经济研究所整理

预测中国电建 2023 年发电业务部分估值水平 25-27x。假设中国电建净利率占比与毛利率相同进行粗略测算，预测中国电建 2023 年发电业务净利润为 22.11 亿元，对应大约可给予 25-27x，估值为 552.7-663.2 亿元，明显高于新能源运营公司的平均估值水平（平均 16.66x），体现出市场对“建筑+能源运营”模式的估值溢价。

表 19：可比公司中国电建分部估值测算

中国电建	毛利占比	2023E 净利润（亿元）	给予 PE	估值（亿元）
工程施工	68.92%	93.59	6-7	561.6-655.2
发电	16.28%	22.11	25-27	552.7-663.2
其他	14.80%	20.10	12-18	241.2-361.8
合计	100%	135.8	10.0-11.9	1355.4-1613.8

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

注：数据来源于 iFind 一致预期

粤水电估值亦适用于“建筑+能源运营”估值逻辑。粤水电以工程施工业务为核心主业，2022 年 H1 工程施工收入占比 77%，毛利占比 25%，公司“投建营一体化”模式对发电业务建造和运营成本有明显加持，且由于发电业务毛利占比较高，公司发电业务估值较中国电建更具弹性。考虑到公司整合建工集团解决同业竞争问题，工程施工力量将有望大幅增强，在手发电框架协议充足，预计装机容量可持续快速扩张，给予公司工程施工部分 8-11 倍 PE，发电部分 24-28 倍 PE，产品销售与其他部分 18-22 倍 PE。

表 20：公司分部估值

粤水电	2023E 净利润	给予 PE	估值
工程施工	1.02	8-11	8.16-11.2
发电	3.40	24-28	81.5-95.1
其他业务	0.37	18-22	6.6-8.1
合计	4.78	20.1-23.9	96.3-114.4

资料来源：iFind，公司公告，国信证券经济研究所整理

根据各业务板块所属行业特点和利润占比，估算 2023 年工程施工/发电/其他业务净利率分别为 0.71%/15.52%/2.11%，对应 2023 年预计分别实现净利润 1.02/3.40/0.37 亿元，对应总市值 96.3-114.4 亿元，2023 年合理估值 8.01-9.52 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

- ◆ 本报告对公司的估值主要采取了相对估值法，参考可比公司盈利和估值的一致预期确定公司估值水平，该估值方法建立在可比公司估值合理、市场一致预期合理的假设前提下，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。
- ◆ 公司的估值附加了“建筑+能源运营”的估值溢价，该溢价体现了市场对建筑企业“投建营”转型的乐观预期，可能存在市场风格转换，溢价过高的风险。
- ◆ 产品销售及其他业务估值参考了风电设备龙头公司估值水平，可能存在公司该业务竞争力不足导致份额缩减，估值与可比公司不匹配的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长13.2%/10.0%/9.1%，可能存在对公司市场开拓、投资项目落地预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为11.34%/11.43%/11.52%，可能存在对公司成本估计偏低、对毛利估计偏高，从而产生对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司未来三年新增清洁能源装机规模366/363/406GW，可能存在对公司投资建设项目落地率估计偏高，对未来公司新签约清洁能源建设项目进度估计偏乐观，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计未来3年公司风电和光伏年利用小时数同比增长5.12%/5.53%/6.01%，水力发电年利用小时数同比增长10.12%/2.21%/2.34%。风力发电和光伏发电存在发力不稳定的特点，如果调峰储能设施建设不达预期，新能源消纳问题突出，可能存在年利用小时数增长缓慢的风险，从而存在高估未来3年业绩的风险。

政策风险

基础设施投资不及预期的风险。公司工程施工业务主要由政府投资推动，水利工程和城市基础设施相关“十四五”规划的投资规模存在实际落地的不确定性，将对公司工程施工业务产生较大不确定影响。

清洁能源发电政策调整的风险。清洁能源发电是新时期国家能源发展战略的重要组成部分，是国家政策支持的重点领域。预计国家将持续支持清洁能源发电行业发展，如果相关政策出现重大变化，将可能对公司的经营业绩造成不利影响。

市场风险

宏观经济下行的风险。在疫情和全球经济进入衰退周期的情况下，宏观经济景气度可能进一步下滑，存在市场需求收缩，工程进度被迫延期，应收账款账期拉长的风险，从而对公司业绩产生负面影响。

建筑行业竞争加剧的风险。建筑行业进入门槛较低，竞争相对激烈，央企实力雄厚竞争力较强，地方民企业管理灵活，报价较低。未来公司所处行业的市场竞争可能进一步加剧，如果公司无法加快转型步伐，擦亮工程品牌，提高管理运营效率，可能面临经营业绩和市场份额下降的风险。

房地产行业深度调整的风险。近年来地产调控政策加强，房地产开发企业风险事件频出，导致商品房交易量受到冲击，房地产投资增速快速下滑，给房地产建设需求带来较大不确定性，公司及拟收购资产部分的房屋建设相关业务可能受到不利影响。

经营风险

发电项目框架协议落地不及预期的风险。公司与全国多地政府签订发电场投资建设项目框架协议 17 项，中标投资建设项目未签约 1 项，正式开始投资建设项目 6 项，共涉及装机规模约 11.3GW，投资额约 590 亿元，超过 10GW 装机规模的项目仍处于前期准备阶段，后续存在项目未取得核准审批或其他因素导致的协议终止的风险。

重大安全事故的风险。建筑工程行业属于安全事故风险较高的行业，建筑施工作业环境相对恶劣，存在由于操作不当、设备检修不及时、极端天气等因素导致的重大安全事故的风险，如若发生，可能对公司工程项目进度、公司品牌信誉、经营业绩造成不良影响。

原材料价格波动的风险。公司经营生产所使用的主要原材料包括建筑施工业务的水泥、钢材、沥青等和发电业务的风电塔筒、叶片、线缆、光伏面板、支架等，原材料短期价格波动会对公司经营业绩产生一定影响。

经营区域相对集中的风险。公司工程施工业务以广东省内市场为主，发电业务以新疆市场为主，广东省建筑市场环境对公司建筑施工业务的影响较大，新疆风光发电市场环境对公司发电业务影响较大，若公司主要经营区域市场环境发生重大变化，则可能对公司经营业绩产生较大影响。

财务风险

应收账款风险：2022 年 6 月底，公司应收账款余额 72.1 亿元，占总资产的 22%，如果公司客户资信情况出现恶化或者客户结构发生变动，可能出现标的公司应收账款的账龄和回收周期延长、回款难度增加的风险。

资产负债率和融资成本过高的风险：2022 上半年公司资产负债率为 87.15%，达到较高水平。根据测算，公司融资成本高于可比公司。如果公司定向增发募集资金失败，资产负债率进一步提高，将可能面临一定的偿债风险。

其他风险

重组交易被暂停、终止或取消的风险。公司拟通过发行股份方式购买建工控股持有的建工集团 100% 股权，若整合完成后将解决同业竞争问题，大大增强公司工程施工业务竞争力，扩大资产规模，增强融资能力。若本次重组被暂停、中止或取消，可能对公司未来经营预期产生重大影响。

业务与战略整合的风险。如果本次整合建工集团的交易顺利完成，建工集团将作为粤水电的全资子公司，公司的业务规模和人员规模将大幅提升，在组织管控、风险管控、资金管理和人员安排等方面都带来了一系列的挑战，上市公司如不能快速建立起统一的战略导向，妥善安排好各个业务的协同机制和管控模式，将可能对公司的生产运营早场较大影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2877	2855	2745	4481	4826	营业收入	12583	14361	16263	17883	19506
应收款项	5975	7161	8020	8721	9406	营业成本	11179	12746	14391	15806	17226
存货净额	619	659	762	835	908	营业税金及附加	53	48	54	59	64
其他流动资产	4064	4191	4749	5222	5696	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	13535	14866	16276	19258	20836	管理费用	235	276	321	348	374
固定资产	9966	9934	11230	12057	12695	研发费用	101	129	163	161	182
无形资产及其他	252	1909	1871	1833	1795	财务费用	587	584	641	709	747
投资性房地产	5422	4604	4604	4604	4604	投资收益	0	0	3	3	3
						资产减值及公允价值变动	(86)	(172)	(129)	(129)	(143)
长期股权投资	316	419	469	519	569	其他收入	(93)	(110)	(163)	(161)	(182)
资产总计	29492	31732	34450	38271	40499	营业利润	351	426	567	674	773
短期借款及交易性金融负债	6224	7338	6011	6524	6625	营业外净收支	(5)	(4)	0	0	0
应付款项	3678	4780	5086	5585	6206	利润总额	346	422	567	674	773
其他流动负债	6719	5933	6669	7226	7778	所得税费用	70	56	113	135	155
流动负债合计	16621	18050	17766	19336	20608	少数股东损益	13	38	51	61	70
长期借款及应付债券	7646	8764	11412	13243	13716	归属于母公司净利润	264	328	403	478	549
其他长期负债	1381	798	798	798	798	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	9027	9562	12210	14041	14514		2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	25648	27612	29976	33376	35122	净利润	264	328	403	478	549
少数股东权益	171	195	235	282	337	资产减值准备	(76)	66	5	3	2
股东权益	3672	3925	4239	4612	5040	折旧摊销	538	590	577	674	756
负债和股东权益总计	29492	31732	34450	38271	40499	公允价值变动损失	86	172	129	129	143
关键财务与估值指标						财务费用	587	584	641	709	747
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1389)	(736)	(473)	(187)	(58)
每股收益	0.22	0.27	0.33	0.40	0.46	其它	85	(36)	35	45	52
每股红利	0.06	0.06	0.07	0.09	0.10	经营活动现金流	(492)	384	676	1141	1444
每股净资产	3.05	3.27	3.53	3.84	4.19	资本开支	(733)	(429)	(1969)	(1594)	(1501)
ROIC	2.15%	2.81%	3%	3%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	7.18%	8.36%	9%	10%	11%	投资活动现金流	(744)	(532)	(2019)	(1644)	(1551)
毛利率	11%	11%	12%	12%	12%	权益性融资	(3)	3	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	8%	9%	负债净变化	(214)	1118	2648	1831	473
EBITDA Margin	12%	12%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(78)	(72)	(89)	(105)	(121)
收入增长	13%	14%	13%	10%	9%	其它融资现金流	2116	(1968)	(1326)	513	100
净利润增长率	13%	24%	23%	19%	15%	融资活动现金流	1528	127	1233	2239	452
资产负债率	88%	88%	88%	88%	88%	现金净变动	292	(22)	(110)	1736	345
股息率	0.9%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	货币资金的期初余额	2585	2877	2855	2745	4481
P/E	32.4	26.0	21.2	17.8	15.6	货币资金的期末余额	2877	2855	2745	4481	4826
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7	企业自由现金流	(1584)	435	(797)	99	525
EV/EBITDA	22.0	20.6	20.1	19.2	18.1	权益自由现金流	318	(415)	12	1876	500

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032