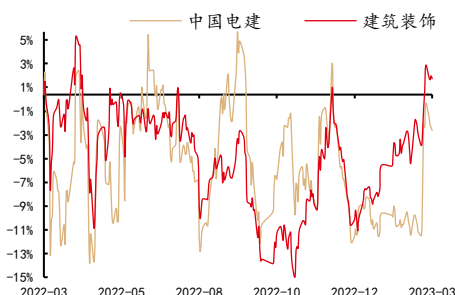


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.59
总股本/流通股本(亿股)	172.26 / 109.91
总市值/流通市值(亿元)	1,307 / 834
52 周内最高/最低价	8.33 / 6.79
资产负债率(%)	76.0%
市盈率	15.24
第一大股东	中国电力建设集团有限 公司
持股比例(%)	58.9%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsec.com
研究助理: 刘依然
SAC 登记编号: S1340122090020
Email: liuyiran@cnpsec.com

中国电建 (601669.SH)

全球清洁能源龙头，绿电运营+抽水蓄能潜力巨大

● 公司概况：全球清洁能源建设龙头

公司是全球清洁低碳能源和环境建设的领军企业，背靠大股东中国电建集团，业绩增长稳健，21 年营收 4489.80 亿元，归母净利润 86.32 亿元，其中电力投资运营盈利能力瞩目。公司在手订单丰厚，22 年新签合同 10091.9 亿元，YOY+29.3%。22 年公司剥离房地产板块，与电建集团优质电网辅业进行资产置换，加快清洁能源发电项目进展。23 年公司募集资金 134 亿元用于支持海上风电及抽水蓄能业务。未来公司将继续以新能源和抽水蓄能为核心主业，积极构建清洁能源业务布局。

● 新能源建设提速，业务增长注入动力

经济增长促进社会用电规模提升，22 年国内用电/发电量分别为 8.6/8.4 万亿 kWh，预计 25 年将增至 9.5/9.4 万亿 kWh。用电需求刺激国内电力工程建设持续发力，22 年电源/电网工程投资分别增至 7208/5012 亿元，电源投资增速迅猛，占比已升至 59%，电网工程投资近年稳定在 5000 亿元左右。电力工程建设的发展拉动国内装机容量扩充，22 年发电装机总规模增至 25.6 亿 KW，其中风光装机为 7.6 亿 KW，预计“十四五”末期有望突破 17 亿 KW。借助行业东风，公司以能源电力工程为基，逐渐向电力投资和运营业务延伸。截至 21 年末，公司控股并网装机的风光规模 774 万 KW，预计 25 年将增至 5650 万 KW。风光运营业务毛利率高，随着公司持续推进新能源业务，有望带动公司整体盈利水平提升。

● 抽水蓄能迎来发展期，水利建设投资增长可期

国内终端能源电气化成为趋势，但随着清洁能源渗透率提升，反调峰问题日益突出，亟需储能系统保证电网稳定性。抽水蓄能作为最成熟的储能技术，具有使用寿命长、转换效率高、持续发电时间长的优点，2021 年国内抽水蓄能装机容量为 3640 万 KW，预计 2030 年将升至 1.2 亿 KW，市场前景广阔。22 年我国水利建设投资 10893 亿元，创历史新高，同时近年政策频发利好水利工程建设，公司在水利建设各环节均有优势，17 年以来新签订单持续走高，21 年已增至 3104 亿元。作为国内水利水电龙头，公司有望凭借技术优势和政策加持实现业务扩张。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 22-24 年收入分别为 4834.12/5405.47/6095.35 亿元，归母净利润 102.40/135.08/179.89 亿元。按照 23 年 3 月 9 日收盘价计算，22-24 年 PE 为 12.8/9.7/7.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

新能源投资建设不及预期；新能源装机不及预期；宏观经济下行。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	448,980.31	483,412.53	540,547.30	609,534.66
增长率(%)	11.70%	7.67%	11.82%	12.76%
EBITDA（百万元）	37,635.55	43,348.97	52,163.22	62,463.82
归属母公司净利润（百万元）	8,632.10	10,239.72	13,507.81	17,989.05
增长率(%)	8.1%	18.62%	31.92%	33.18%
EPS(元/股)	0.50	0.59	0.78	1.04
市盈率(P/E)	15.15	12.77	9.68	7.27
市净率(P/B)	1.05	0.98	0.81	0.73
EV/EBITDA	10.11	9.66	8.42	7.48

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

目录

1 公司概况：全球清洁能源建设龙头	6
1.1 定位世界一流企业，全产业链优势显著	6
1.2 经营稳健增长，盈利能力稳定	7
1.3 募资 150 亿支持抽水蓄能、海上风电业务发展	10
1.4 剥离房地产开发板块，置换优质电网辅业资产	11
2 新能源建设提速，业务增长注入动力	11
2.1 国内电力投资规模大，新能源发电占比大幅提升	11
2.2 双碳政策充分赋能，风光发电迎来春天	14
2.3 工程+运营双管齐下，打造新能源建设领军企业	15
3 国内储能需求增高，抽水蓄能迎来发展期	17
3.1 中长期规划落地，抽水蓄能前景广阔	17
3.2 国内抽水储能龙头，行业技术领先	20
4 水利投资增长可期，借力优势有望扩张	20
4.1 政策利好频发，投资创历史新高	20
4.2 水利勘测技术优越，全球行业地位领先	22
5 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 估值与投资建议	24
6 风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司股权及业务结构.....	7
图表 3: 2015-2022Q3 公司营业收入及同比.....	7
图表 4: 2015-2022Q3 公司归母净利润及同比.....	7
图表 5: 2021 年公司主营业务收入构成.....	8
图表 6: 2021 年公司主营业务利润构成.....	8
图表 7: 2015-2022 年前三季度公司毛利率及净利率.....	8
图表 8: 2015-2022 年前三季度公司期间费用率.....	8
图表 9: 2015-2021 年公司经营性净现金流.....	9
图表 10: 2015-2021 年公司资产负债率.....	9
图表 11: 2016-2021 年新签合同金额及计划完成率.....	9
图表 12: 2016-2021 年公司存量合同金额及同比.....	9
图表 13: 2022 年公司新签合同分布	10
图表 14: 2017-2022E 年公司投资额及同比.....	10
图表 15: 募集资金用途及金额.....	10
图表 16: 2015-2021 年房地产开发业务营收及占比.....	11
图表 17: 2015-2021 年房地产开发业务毛利及占比.....	11
图表 18: 2016-2025E 年国内发电量及增速.....	12
图表 19: 2016-2025E 年国内用电量及增速.....	12
图表 20: 2016-2025 年国内新能源发电量及占比.....	12
图表 21: 2016-2025 年国内可再生能源发电量及占比.....	12
图表 22: 2016-2022 年国内电力工程投资及增速.....	13
图表 23: 2022 年国内电源工程建设投资分类占比.....	13
图表 24: 2016-2022 年国内发电装机容量及增速.....	13
图表 25: 2016-2022 年国内新增发电装机容量及增速.....	13
图表 26: 2017-2022 年国内发电装机容量结构.....	14
图表 27: 2017-2022 年风光发电装机容量及增速.....	14
图表 28: 我国碳减排相关政策主要内容.....	14
图表 29: 2020 年国内九大清洁能源基地风光发电装机规模	15
图表 30: 国内九大清洁能源基地布局	15
图表 31: 国内 30 省市“十四五”风光发电装机规划.....	15
图表 32: 2020-2022 年公司新签能源电力合同金额.....	16
图表 33: 2021 年公司新签能源电力合同分类.....	16
图表 34: 2021 年公司控股并网装机结构.....	16
图表 35: 2017-2025E 公司新能源装机规模及占比.....	16

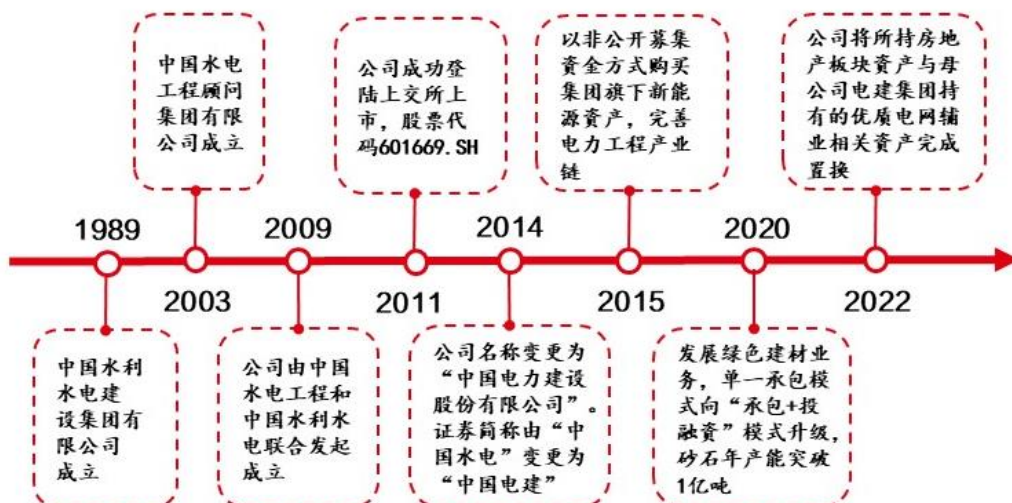
图表 36: 2017-2021 年公司风光发电装机规模及占比	17
图表 37: 2017-2021 年公司新增风光发电装机规模	17
图表 38: 电力投资运营业务收入与利润对比	17
图表 39: 电力投资与运营业务与公司毛利率对比	17
图表 40: 2020 年全球抽水蓄能装机规模 Top10 国家	18
图表 41: 2015-2021 年国内抽水蓄能装机规模	18
图表 42: 2021 年抽水蓄能容量在国内电力总装机中占比	18
图表 43: 2020 年国内储能行业细分领域占比	18
图表 44: 国家对抽水蓄能支持政策	19
图表 45: “十四五”“十五五”国内抽水蓄能装机容量规划	19
图表 46: 各省“十四五”抽水蓄能具体目标	19
图表 47: 公司下属研究院所承建抽水蓄能电站装机规模	20
图表 48: 2016-2022 年国内水利建设投资完成额及增速	21
图表 49: 2022 年中国水利建设投资相关会议内容	21
图表 50: 公司承建的主要水电站项目	22
图表 51: 公司勘探设计技术及相关用途	23
图表 52: 2016-2021 年公司水利水电工程承包收入及占比	23
图表 53: 2017-2021 年公司水利电力合同金额及增速	23
图表 54: 盈利预测与公司估值 (亿元)	24

1 公司概况：全球清洁能源建设龙头

1.1 定位世界一流企业，全产业链优势显著

公司成立于 2011 年，是原中国水利水电建设集团公司、中国水电工程顾问集团公司和国家电网公司、中国南方电网有限责任公司重组而成的综合性特大型央企。公司业务遍及全球 130 多个国家和地区，是全球清洁低碳能源和环境建设的领军企业。公司在工程领域提供投融资、规划设计、施工承包、装备制造、管理运营全产业链一体化服务。公司居 2022 年《财富》世界 500 强第 100 位，连续十年排名上升。在全球电力建设行业中，公司业绩始终位居首位。公司现有工程院院士 1 人，国家级研发机构 9 个，省部级研发平台 116 个；获得国家科学技术奖 112 项，拥有授权专利 28317 项，其中发明专利 3569 项；荣获国家级优质工程荣誉奖项 260 个，其中：国家优质工程金奖 55 个，鲁班奖 62 个，国家优质工程奖 143 个。公司聚焦“水、能、砂、城、数”五大领域，集“投、建、营”全产业链一体化，努力打造世界一流企业。

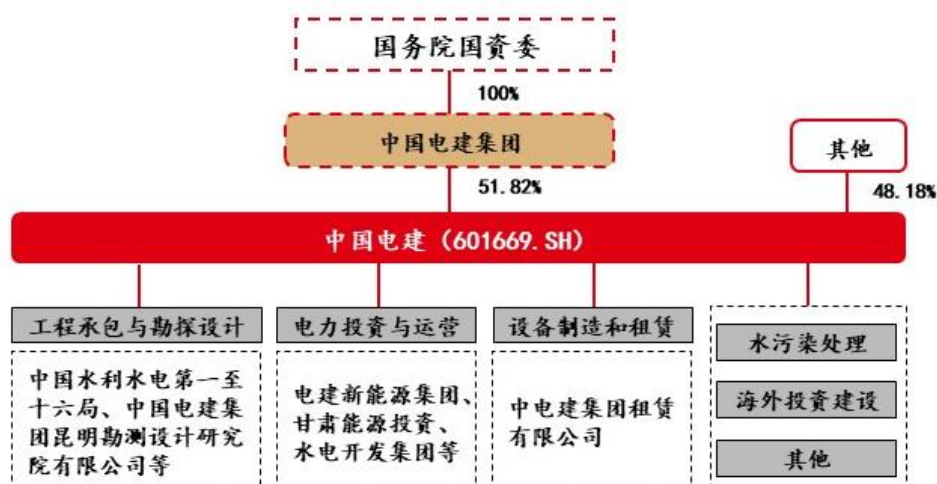
图表1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司控股股东为中国电建集团，持股比例 51.82%，实际控制人为国务院国资委。公司借助电建集团协同优势，加大优质资产注入力度，持续完善投资运营体系，以能源电力、水资源环境、城市基础设施建设为主业，以新能源和抽水蓄能为核心主业，积极构建新能源和抽水蓄能业务布局。

图表2：公司股权及业务结构

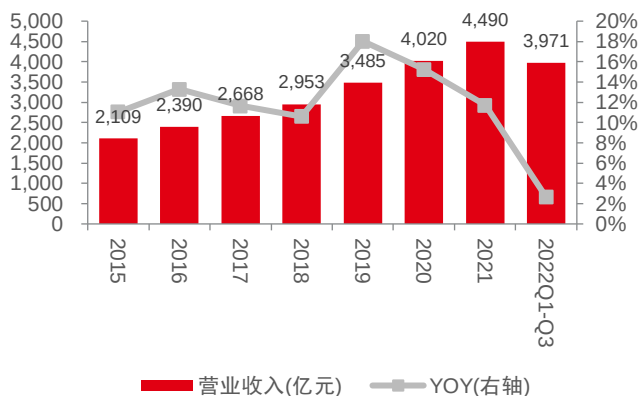


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 经营稳健增长，盈利能力稳定

营收持续增长，盈利能力优异。2021 年公司总营业收入为 4489.80 亿元、YOY+11.7%，2015-2021 年 CAGR 为+13.4%，复合增长率保持较高水平。截至 2022 年 Q3 公司营业收入为 3971 亿元，YOY+2.6%。公司利润水平保持稳健增长，2021 年公司归母净利润为 86 亿元、YOY+8.1%，2015-2021 年 CAGR 为+8.7%。截至 2022 年 Q3 公司归母净利润为 86 亿元，YOY+18.7%。

图表3：2015-2022Q3 公司营业收入及同比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

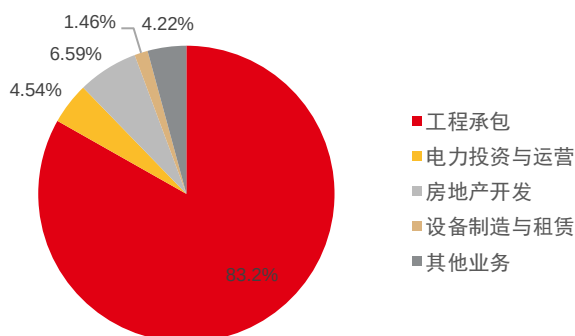
图表4：2015-2022Q3 公司归母净利润及同比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

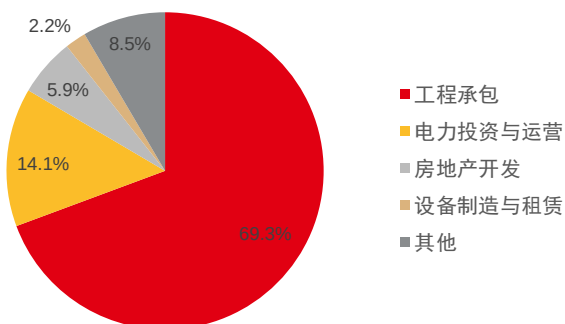
工程承包贡献核心收入，电力投资运营盈利能力强。公司核心业务为工程承包及勘察设计，2021 年工程业务收入占比 83.2%、利润占比 69.3%。房地产业务曾是公司的第二大收入来源，2021 年该板块收入占比 6.59%、利润占比 5.90%。为了聚焦主业，公司在 2022 年完成房地产业务的剥离及集团电网辅业资产的置入，地产业务不再纳入合并报表范围。电力投资运营是公司第三大收入来源，2021 年该板块收入占比 4.54%，由于该板块利润率高，其毛利占比 14.1%，远高于收入占比。

图表5：2021 年公司主营业务收入构成



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

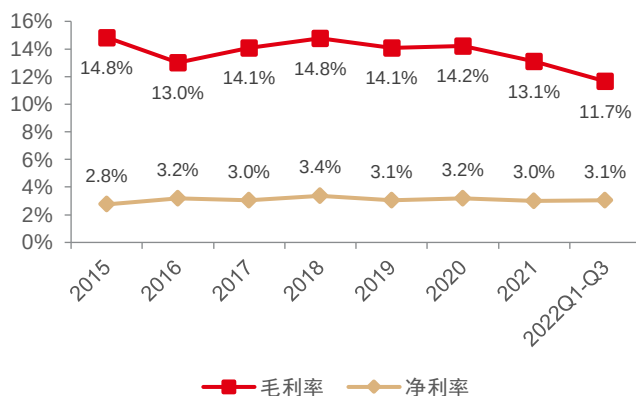
图表6：2021 年公司主营业务利润构成



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

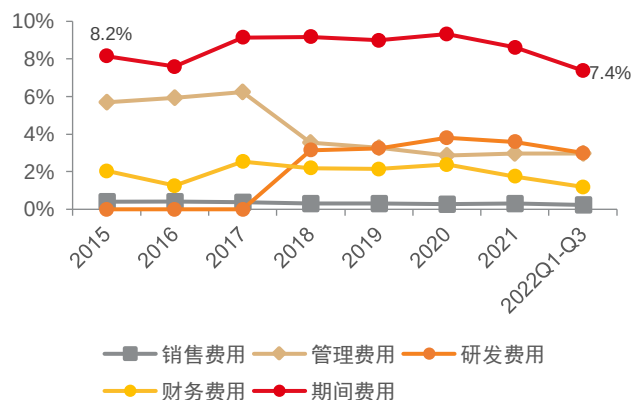
费用控制稳定，盈利水平波动较小。公司期间费用率整体保持平稳，截至 2022 年前三季度，公司期间费率为 7.4%，较 2015 年下降 0.8%。2015-2021 年公司毛利率始终保持在 13% 以上，2022 年前三季度下降至 11.7%，主要因为工程承包业务成本增加。由于公司工程承包业务涉及建筑、水利水电等多个行业，盈利水平受不同行业景气度影响较大。受益于公司对产业链的协调能力，以及降本成果不断凸显，公司净利率稳定在 3% 左右。

图表7：2015-2022 年前三季度公司毛利率及净利率



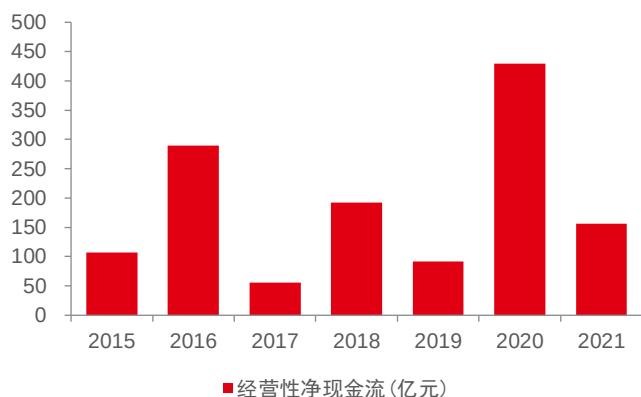
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：2015-2022 年前三季度公司期间费用率

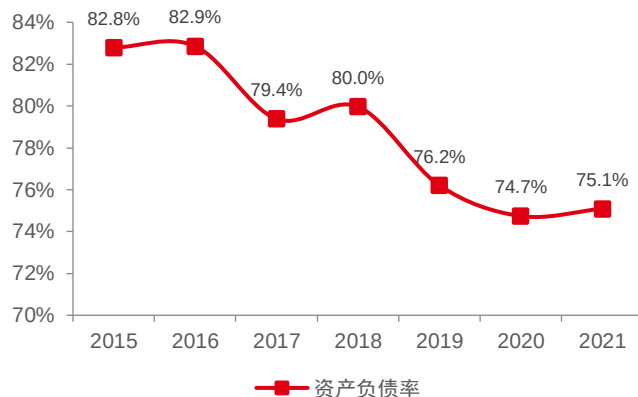


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

经营性现金流稳健，资产负债率持续改善。2015-2021 年公司经营活动现金流均为流入状态，2021 年达到 156.24 亿元。截至 2022 年第三季度，因回款周期拉长、加快供应商支付款项等原因，经营活动净现金流降至-179.29 亿元，预计第四季度资金陆续回笼后现金流情况将得到恢复。2015-2018 年公司资产负债率高达 80%，2019 年以来国资委管控政策日趋严格，公司内部不断加强对工程业务举债以及大规模投资的审查力度，资产负债率不断下降。同时新能源业务的拓展也有利于公司负债结构的改善，截至 2021 年公司资产负债率为 75.1%，较 2015 年下降 7.7 个百分点。

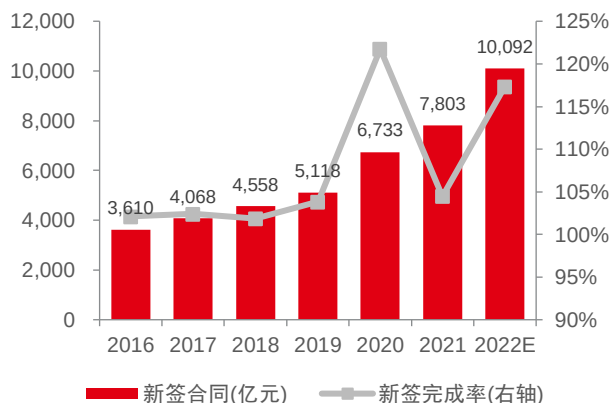
图表9：2015-2021 年公司经营净现金流


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

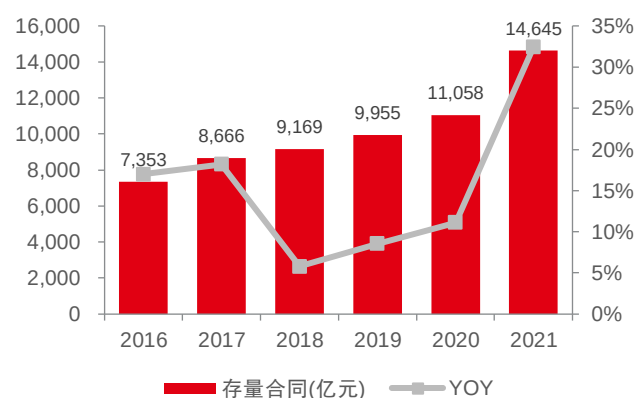
图表10：2015-2021 年公司资产负债率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

在手订单充裕，投资力度稳定。截至 2021 年末公司存量订单总金额高达 1.46 万亿元，YOY+32.44%，其中：当年新签合同金额 7803 亿元，完成签约计划的 104.6%。公司持续加快新能源业务扩张，根据最新公告披露，2022 年公司新签合同突破万亿大关至 1.01 万亿元，其中：能源电力合同 4529.43 亿元，占签约总额 44.88%。2021 年投资总额为 1441 亿元，计划投资完成率仅为 79%。为确保实现 2022 年发展目标，公司严格管控大项投资并调整投资结构，2022 年计划投资缩减至 1308 亿元，其中能源电力板块占比 40%。

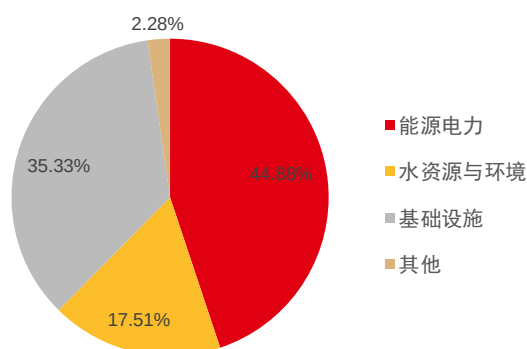
图表11：2016-2021 年新签合同金额及计划完成率


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表12：2016-2021 年公司存量合同金额及同比


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表13：2022 年公司新签合同分布



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表14：2017-2022E 年公司投资额及同比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 募资 150 亿支持抽水蓄能、海上风电业务发展

2023 年 1 月 17 日公司发布《非公开发行 A 股股票发行情况报告书》，募集资金总额为 133.96 亿元，募集资金净额为 133.32 亿元，发行价格为 6.44 元/股，发行股票数量 20.8 亿股。募集资金用于精品工程承包类项目、战略发展领域投资运营类项目、海上风电勘察和施工业务装备采购类项目和补充流动资金及偿还银行贷款。

图表15：募集资金用途及金额

序号	募集资金用途	项目投资总额（亿元）
1	精品工程承包类项目	159.59
1.1	粤港澳大湾区深圳都市圈城际铁路深圳至惠州城际前海保税区至坪地段工程 1 标（前保-五和）施工总承包项目	114.71
1.2	越南金瓯 1 号 350MW 海上风电 EPC 项目	44.881
2	战略发展领域投资运营类项目	90.53
2.1	云阳建全抽水蓄能电站项目	90.53
3	海上风电勘察和施工业务装备采购类项目	13.4
3.1	海上风电施工安装业务装备购路项目	9
3.2	75 米水深海上自升式勘测试验平台购路项目	4.4
4	补充流动资金和偿还银行贷款	45
合计		308.52

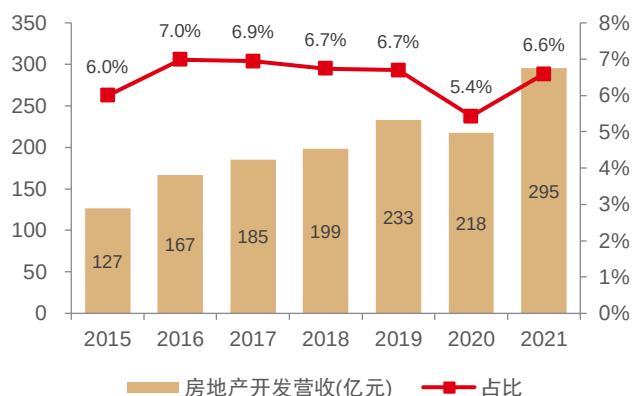
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

本次定增能够为公司工程施工和新能源项目提供资金支持，有望扩大公司控股并网装机规模，加强公司海上风电领域和海洋工程勘察综合作业能力，通过装备优势带动海上工程业务发展，打造未来增长新引擎。

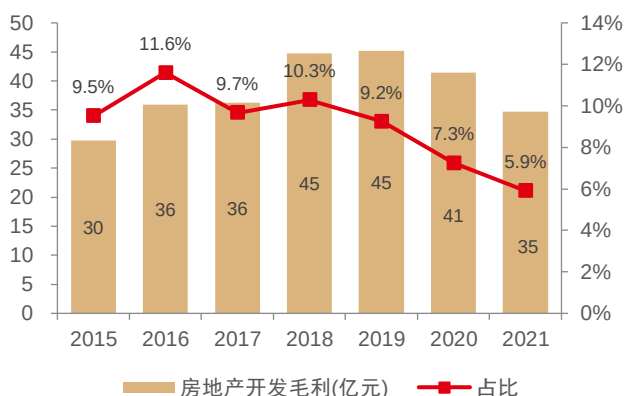
1.4 剥离房地产开发板块，置换优质电网辅业资产

地产业务盈利收窄，拖累业绩增长。公司通过旗下子公司电建地产开展房地产业务，2020 年电建地产营业收入同比下降 11%，导致当年公司地产板块营收同比下降 6%。自 2019 年起公司地产业务盈利水平持续下降，2021 年地产业务毛利为 34.7 亿元，同比下降 16.2%，且地产毛利占比持续下跌，2018-2021 年由 10.3% 降至 5.9%。从业务定位看，地产业务与公司核心主业无显著协同效应。

图表16：2015-2021 年房地产开发业务营收及占比



图表17：2015-2021 年房地产开发业务毛利及占比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

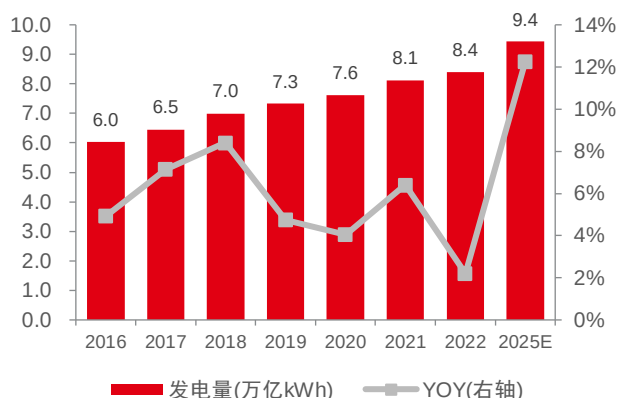
剥离地产板块，置入优质电网辅业资产。2022 年 1 月公司发布公告，为妥善解决同业竞争问题，公司将所持房地产板块资产与控股股东电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，置入资产为电建集团持有的 18 家电网辅业相关企业股权，置出资产为公司持有的 3 家房地产公司股权。置出资产合计 247.2 亿元，置入资产合计 246.5 亿元，其中差额的 0.65 亿元由电建集团以现金方式向公司支付。2022 年 6 月 9 日公司发布公告，以 49.42 亿元向控股股东及其下属子公司出售剩余房地产资产，完成交易后公司完全剥离房地产业务。

2 新能源建设提速，业务增长注入动力

2.1 国内电力投资规模大，新能源发电占比大幅提升

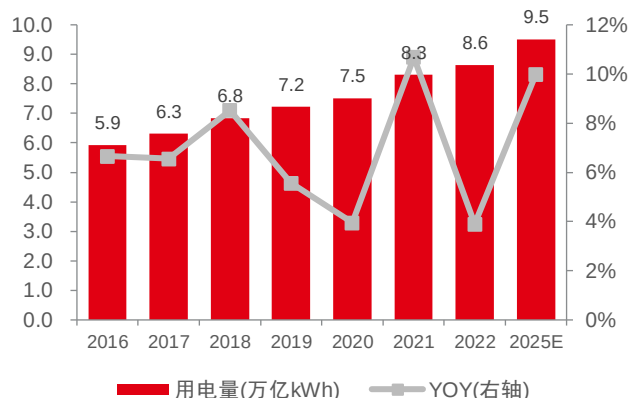
全社会用电需求提升，新能源发电占比提升。2016-2022 年，全社会用电量由 5.9 万亿 kWh 增加至 8.6 万亿 kWh，CAGR 为 6.5%，2022 年同比增速为 3.9%；2016-2022 年，全社会发电量由 6.0 万亿 kWh 增长至 8.4 万亿 kWh，CAGR 为 5.6%，2022 年同比增速为 2.2%。总体上，我国电力需求和供应均保持同步增长的态势。结合中国政府网和《“十四五”可再生能源发展规划》数据分析，预计到 2025 年全社会用电量将增长至 9.5 万亿 kWh，发电量将增长至 9.4 万亿 kWh，新能源发电量和可再生能源发电量将分别增至 1.0/3.3 万亿 kWh。与 2022 年相比，新能源发电量占比从 10.6% 增至 11.1%，可再生能源发电量占比从 26.7% 增至 35%。

图表18：2016-2025E 年国内发电量及增速



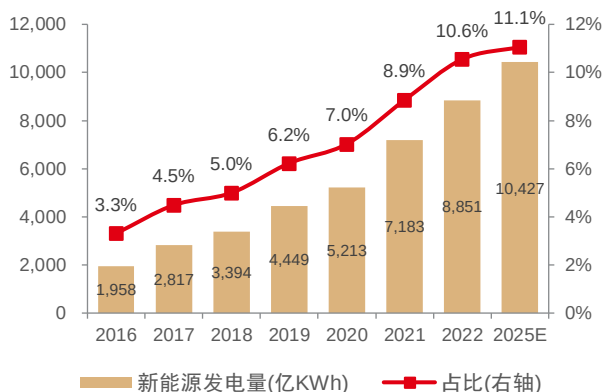
资料来源：产业信息网，国家统计局，人民政府网，中邮证券研究所

图表19：2016-2025E 年国内用电量及增速



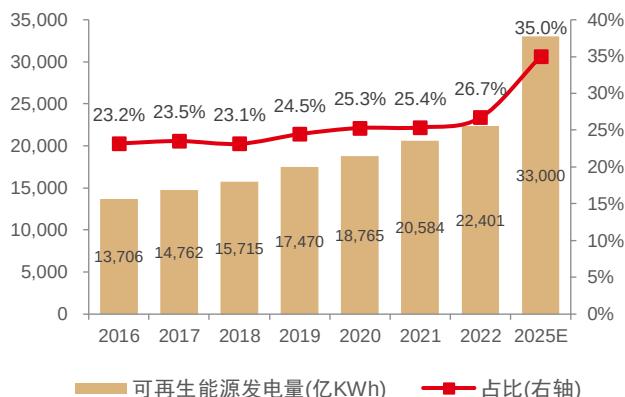
资料来源：产业信息网，北极星储能网，中邮证券研究所

图表20：2016-2025 年国内新能源发电量及占比



资料来源：iFinD，人民政府网，中邮证券研究所

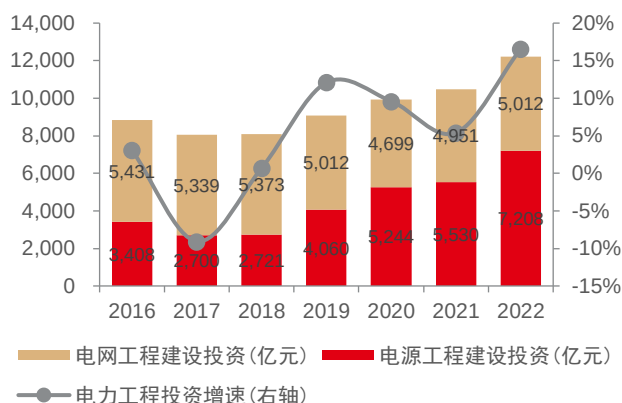
图表21：2016-2025 年国内可再生能源发电量及占比



资料来源：iFinD，人民政府网，中邮证券研究所

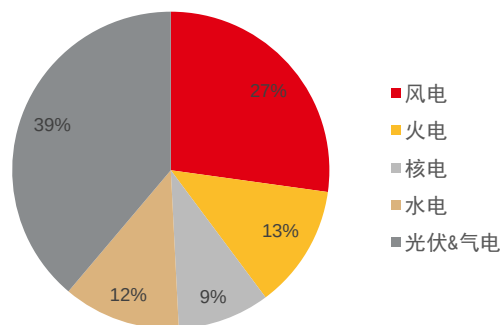
我国电力建设投资有望持续增长。“十三五”期间我国电力工程建设投资额由 8839 亿元增长至 9943 亿元，期间 CAGR 为+3.0%。进入“十四五”阶段后依旧保持较高增速，2022 年投资额已增至 12220 亿元。其中电源工程投资增速较快，2016-2022 年由 3408 亿元增长至 7208 亿元，复合增长率高达 13.3%，占比由 38.6% 上升至 59.0%；电网投资额整体较为稳定，近年投资额均保持在 5000 亿元水平。在 2022 年电源工程投资中，水电、火电、核电、风电、光伏发电分别占比 12%/13%/9%/27%/39%，新能源投资占比 66%。根据国家电网和南方电网规划，预计“十四五”期间两家公司电网计划投资额约 3 万亿元，高于“十三五”和“十二五”期间国内的 2.57 万亿元和 2 万亿元投资额。随着国内电力系统更新迭代，“十四五”期间我国电力建设投资有望继续保持高速增长。

图表22：2016-2022 年国内电力工程投资及增速



资料来源：产业信息网，中国能源网，国家能源局，中邮证券研究所

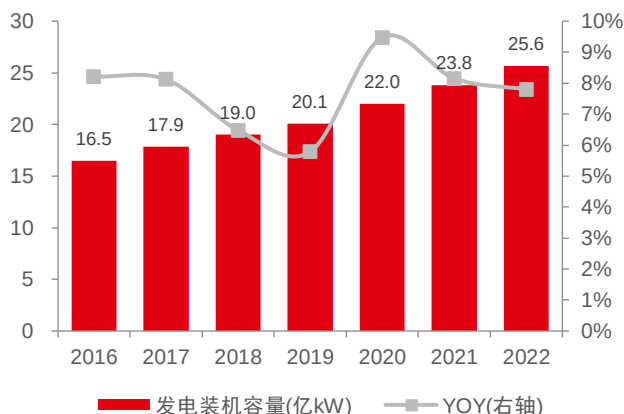
图表23：2022 年国内电源工程建设投资分类占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

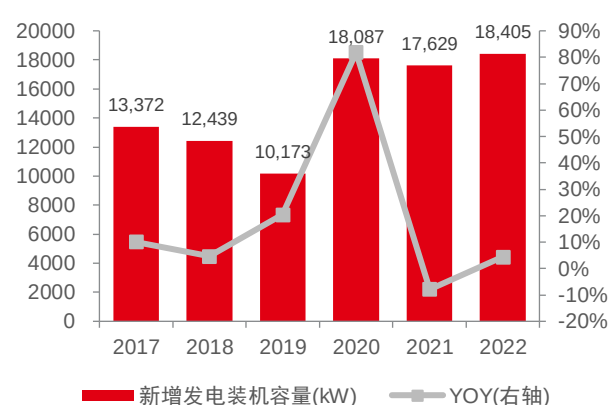
发电装机总量持续看涨，风光能源抢占空间。随着国内电力工程投资持续上涨，我国发电装机容量不断扩充，2016-2022 年由 16.5 亿 KW 增加至 25.6 亿 KW，CAGR 为+7.6%，自 2017 年每年新增容量均在 1 万 KW 以上。其中新能源发电增速明显，2017-2022 年风光发电装机容量由 2.9 亿 KW 增长至 7.6 亿 KW，CAGR 为+20.9%。2022 年光伏发电并网装机容量高达 3.9 亿 KW，近五年 CAGR 高达+23.9%，连续八年居全球首位。随着国家不断深化电力体制改革，2022 年国内新能源装机容量占比已升至 29.6%，较 2017 年上升 13.1%，未来占比有望继续提升。

图表24：2016-2022 年国内发电装机容量及增速



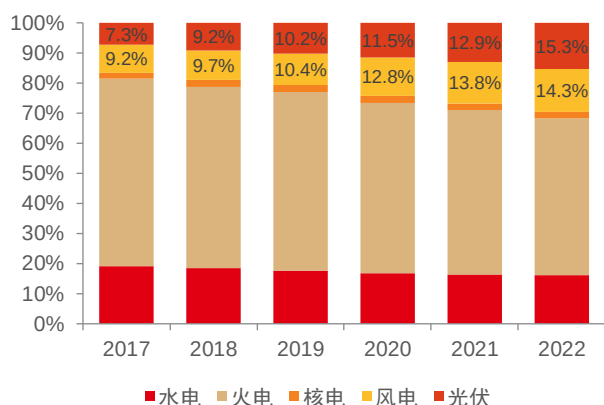
资料来源：产业信息网，国家能源局，中邮证券研究所

图表25：2016-2022 年国内新增发电装机容量及增速

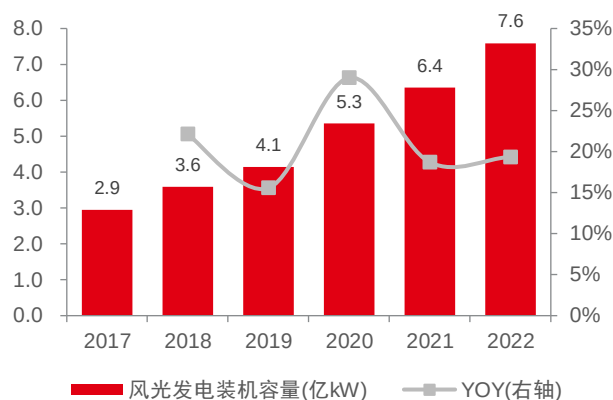


资料来源：产业信息网，国家能源局，中邮证券研究所

图表26：2017-2022 年国内发电装机容量结构



图表27：2017-2022 年风光发电装机容量及增速



资料来源：产业信息网，国家能源局，中邮证券研究所 资料来源：产业信息网，国家能源局，中邮证券研究所

2.2 双碳政策充分赋能，风光发电迎来春天

我国秉承低碳环保理念，对碳减排提出一系列可实施目标。当前全球碳排放量中，电力行业占比超过 40%，位居各行业首位，国家在《中美气候变化联合声明》中明确提出，要在 2030 年实现碳达峰、2060 年实现碳中和。2021 年国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，要求到 2030 年国内单位 GDP 碳排放量较 2005 年下降 65%以上，风光发电装机容量达 12 亿 KW 以上。按此测算，2022-2030 年风光装机的复合增速 6%。《意见》和《方案》提出：到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20%左右，到 2060 年占比提升到 80%以上，建成以非化石能源为主体、安全可持续的能源供应体系。

图表28：我国碳减排相关政策主要内容

政策	主要内容
2030 年前碳达峰行动方案	1) 到 2025 年，单位国内生产总值能耗比 2020 年下降 13.5%；单位 GDP 碳排放比 2020 年下降 18%；非化石能源消费比重达到 20%左右； 2) 到 2030 年，单位 GDP 碳排放比 2005 年下降 65%以上；非化石能源消费比重达到 25%左右，风光发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上； 3) 到 2060 年，非化石能源消费比重达到 80%以上，碳中和目标实现。
关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见	1) 因地制宜开发水电，积极推进水电基地建设，“十四五”、“十五五”期间分别新增水电装机容量 4000 万千瓦左右。 2) 大力发展新能源，加快建设风电和光伏发电基地，到 2030 年，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。

资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

九大风光基地稳步推进，30 省市近 9 亿 KW 装机规模可期。《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》提出，要在国内建设九个大清洁能源基地，共囊括 12 个省份，其中风电和光伏发电均为基地重点发力项目，截至 2020 年九大基地已经建成 1.61 亿 KW 的光伏、风电装机规模。同时，为响应国家新能源发展战略，国内 30 省市先后发布“十四五”期间风、光装机规划目标，计划到 2025 年共新增 8.74 亿 KW。作为新型清洁能源代表，未来国内风电、光伏项目投资力度可期。

图表29：2020年国内九大清洁能源基地风光发电装机规模

基地	省份	2020年风光装机规模(万KW)
松辽清洁能源基地	黑龙江	2244
冀北清洁能源基地	河北	2274
黄河几字弯清洁能源基地	内蒙古/宁夏	5163
河西走廊清洁能源基地	甘肃	1373
新疆清洁能源基地	新疆	2361
黄河上游清洁能源基地	青海	843
金沙江上游清洁能源基地	四川	426
雅砻江流域清洁能源基地	贵州	580
金沙江下游清洁能源基地	云南	881
合计		16145

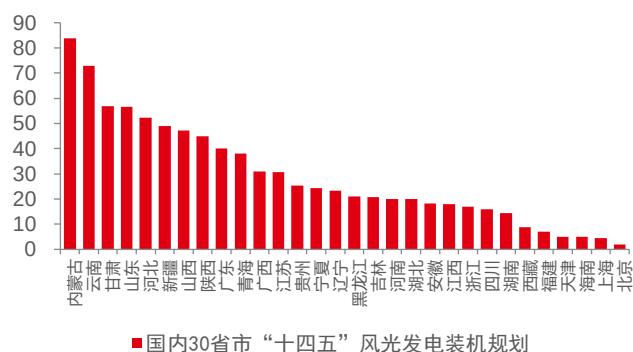
资料来源：中国能源网，中邮证券研究所

图表30：国内九大清洁能源基地布局



资料来源：中国能源网，中邮证券研究所

图表31：国内30省市“十四五”风光发电装机规划

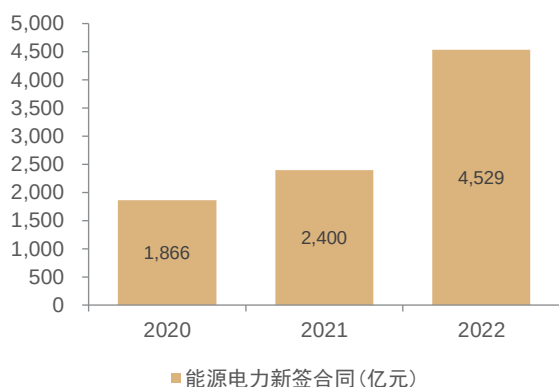


资料来源：国际能源网，中邮证券研究所

2.3 工程+运营双管齐下，打造新能源建设领军企业

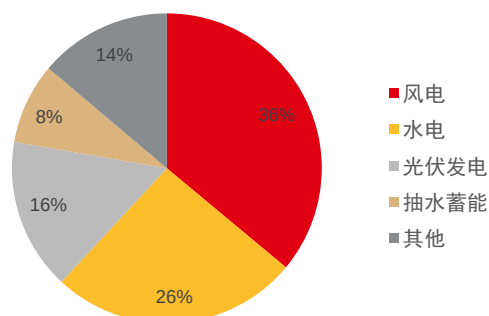
公司大力发展能源电力工程承包业务。公司拥有完整的风电、光伏发电工程的勘察设计、施工及运营核心技术体系，承担了我国65%以上的风力发电及太阳能发电工程的规划设计任务，在新能源建设领域具备强大竞争力。2022年公司新签能源电力工程合同4529亿元，Y0Y+88.7%，占公司新签合同的44.9%。参考2021年数据，风电、光伏发电业务合同分别为865.2/379.8亿元，新能源订单占比51.9%。随着国内新能源建设进程加速，新能源工程有望为公司工程业务打造新增长点。

图表32：2020-2022 年公司新签能源电力合同金额



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表33：2021 年公司新签能源电力合同分类

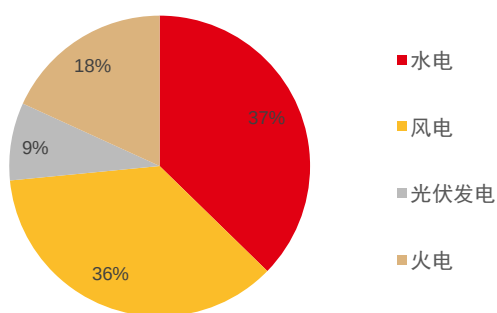


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

立足电力工程承包，向电力投资和运营业务延伸，新能源装机规模快速提升。目前公司控股的在运营发电装机容量规模可观，2021 年公司控股并网装机规模达 1738 万 KW，YOY+7.7%，2017-2021 年复合增长率为+8.8%。从装机结构角度出发，水电和风电装机容量占比最高，2021 年占比分别为 37%/36%。其次为火电和光伏发电，占比分别为 18%/9%。随着公司对电力投资运营板块加码，风光发电装机规模不断上升，2017-2021 年由 491 万 KW 上升至 773 万 KW，装机占比由 39.5% 上升至 44.5%。

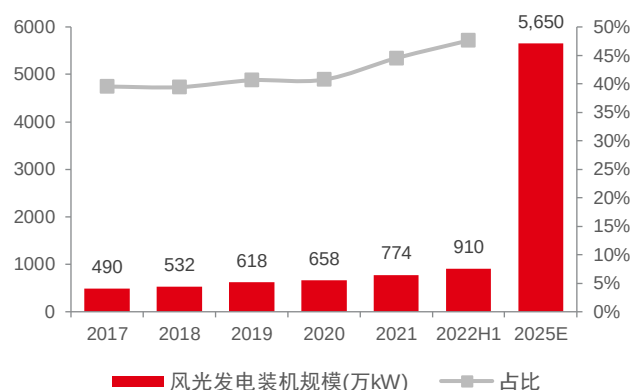
积极响应“十四五”政策，加快推进新能源业务转型。为配合国家“十四五”新能源建设目标，公司发布《中国电力建设集团（股份）有限公司新能源投资业务指导意见》，对下属 28 家子企业分解下达的新能源开发目标，预计“十四五”期间每年投产 1000 万 KW。若下属子公司如期完成目标，预计公司风光发电装机规模将于 2025 年增至 5650 万 KW。按此测算，2022-2025 年公司风光发电装机规模复合增速 64%。

图表34：2021 年公司控股并网装机结构



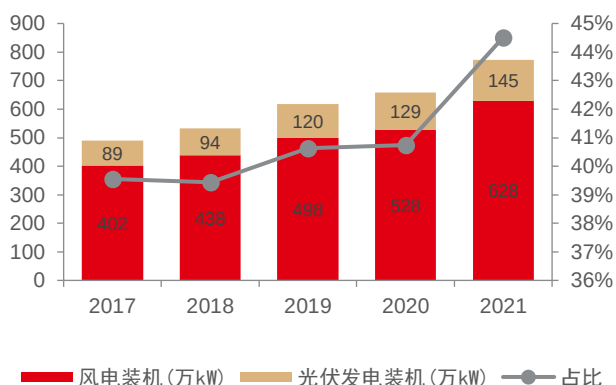
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表35：2017-2025E 公司新能源装机规模及占比

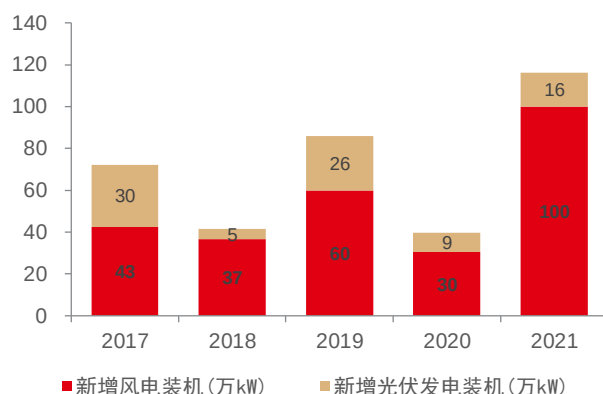


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表36：2017-2021 年公司风光发电装机规模及占比



图表37：2017-2021 年公司新增风光发电装机规模

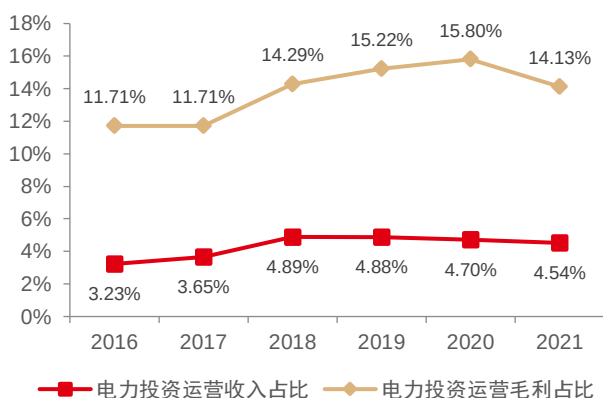


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

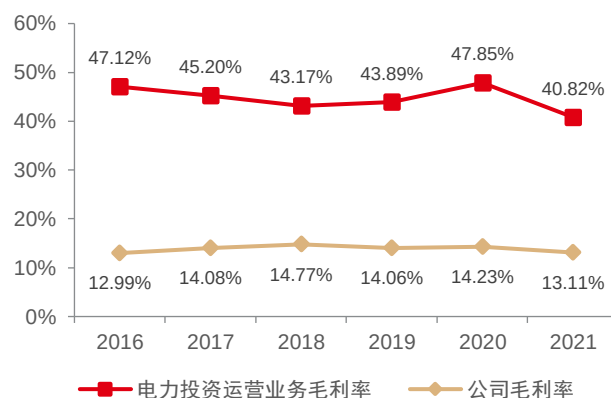
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

电力投资运营业务盈利能力强，有望随规模扩张拉升公司利润水平。公司电力投资运营业务毛利率历年均在 40% 以上，为各业务板块最高。2021 年公司新能源业务的毛利率为 58.14%，高于传统火电和水电 31.3% 的毛利率。随着新能源装机占比的提升，未来公司电力投资与运营业务的盈利能力也将随之提升。

图表38：电力投资运营业务收入与利润对比



图表39：电力投资与运营业务与公司毛利率对比



资料来源：IFinD，中邮证券研究所

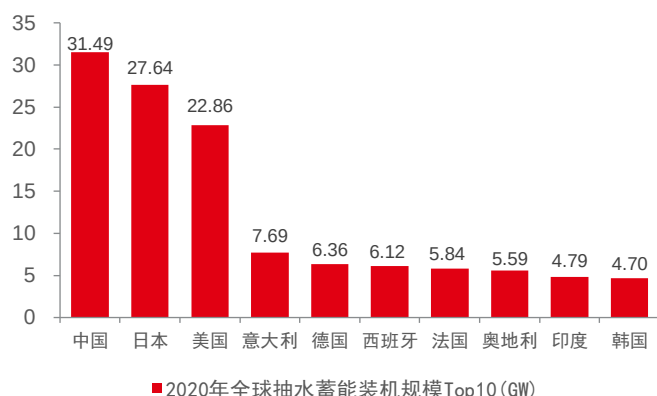
资料来源：IFinD，中邮证券研究所

3 国内储能需求增高，抽水蓄能迎来发展期

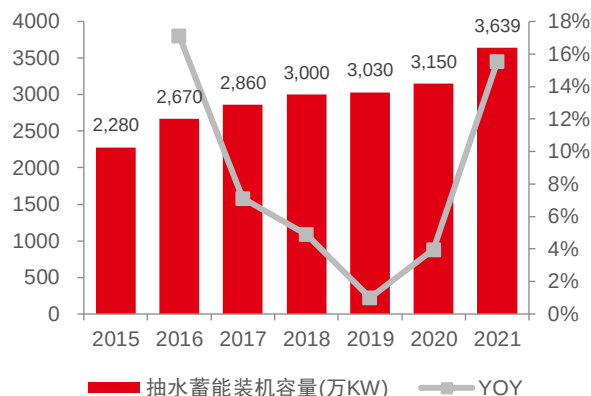
3.1 中长期规划落地，抽水蓄能前景广阔

我国抽水蓄能发展迅速，装机规模领先海外。截至 2021 年，国内抽水蓄能装机容量为 3640 万 KW，YOY+15.5%，2015-2021 期间 CAGR 为+8.1%，总装机规模增长迅速。相较其他国家，中国抽水蓄能装机规模位于全球首位，市场空间广阔。

图表40：2020年全球抽水蓄能装机规模Top10国家



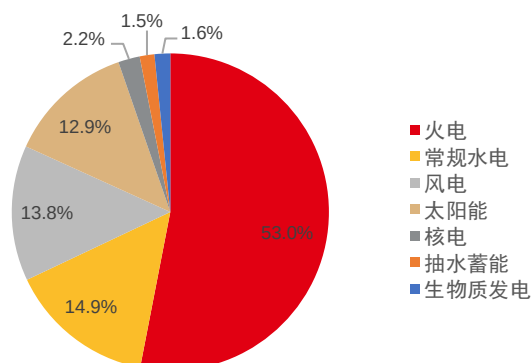
图表41：2015-2021年国内抽水蓄能装机规模



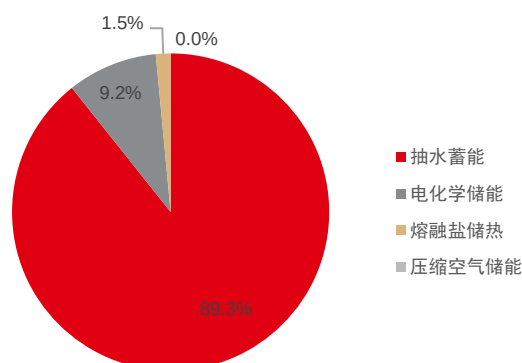
资料来源：《抽水蓄能产业发展报告 2021》，中邮证券研究所 资料来源：中国水力发电工程协会，中邮证券研究所

国内抽水蓄能市场仍有较大上升空间。抽水蓄能已经成为我国储能行业中的重要组成部分，截至2020年，抽水蓄能占国内储能行业89.3%，远高于其他储能方式。但在电力系统中，抽水蓄能装机规模仅占1.5%，与美国、德国、法国、日本等发达国家尚有较大差距。

图表42：2021年抽水蓄能容量在国内电力总装机中占比



图表43：2020年国内储能行业细分领域占比



资料来源：《抽水蓄能产业发展报告 2021》，中邮证券研究所 资料来源：中国水力发电工程协会，中邮证券研究所

多项推进政策密集发布，抽水蓄能迎来发展期。“十四五”以来，国家政府机构出台了一系列政策推动抽水蓄能行业的发展。国务院在2022年政府工作报告中指出，要加强抽水蓄能电站建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力；2021年，国家发改委、国家能源局在《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施》提出要完善抽水蓄能、新型储能参与电力市场的机制，更好发挥相关设施调节作用；同时也在《关于加快推动新型储能发展的指导意见》中表示到2025年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变的目标，加大力度推动抽水蓄能和新型储能加快发展。

图表44：国家对抽水蓄能支持政策

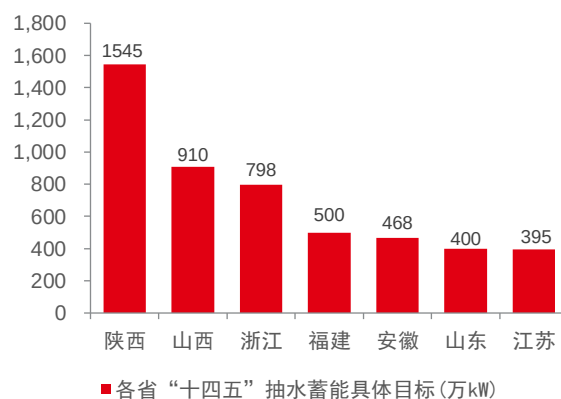
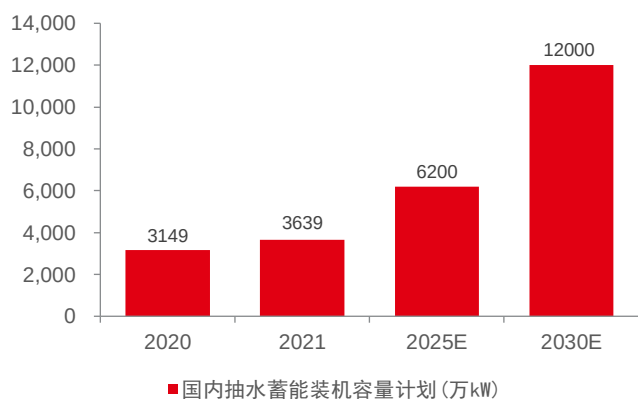
发布机构	政策名称	主要内容
国家发改委	关于开展抽水蓄能定价成本监审工作的通知	通知明确成本监审对象为全国 31 家在运抽水蓄能电站，通知明确成本监审范围和期间。
国务院	2022 年政府工作报告	加强抽水蓄能电站建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。
国家发改委、国家能源局	关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施	积极推动流域控制性调节水库建设和常规水电站扩机增容，加快建设抽水蓄能电站，探索中小型抽水蓄能技术应用，推行梯级水电储能，完善抽水蓄能、新型储能参与电力市场的机制，更好发挥相关设施调节作用。
国家发改委、国家能源局	“十四五”现代能源体系规划	力争到 2025 年，抽水蓄能装机容量达到 6200 万千瓦以上，在建装机容量达到 6000 万千瓦左右。
国家发改委、国家能源局	关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见	鼓励抽水蓄能、储能、虚拟电厂等调节电源的投资建设。
国家发改委、国家能源局	关于加快推动新型储能发展的指导意见	到 2025 年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，要加大力度推动抽水蓄能和新型储能加快发展。

资料来源：产业信息网，中邮证券研究所

抽水蓄能中长期规划落地，发展路径变清晰。在 2021 年 9 月，国家出台《抽水蓄能中长期规划（2021-2035）》中，明确了抽水蓄能的发展方向、计划及任务目标。《规划》提出到 2025 年，抽水蓄能投产总规模 6200 万 KW 以上；到 2030 年，投产总规模 1.2 亿 KW 左右，省级电网基本具备 5% 以上的尖峰负荷响应能力。

在国家大力推动下，多个省份相继出台了促进抽水蓄能和新型储能规模化应用等相关政策，并明确“十四五”期间抽水蓄能的具体目标。其中山西省“十四五”期间开工建设总装机 910 万 KW，8 个抽水蓄能电站；浙江省到“十四五”末，抽水蓄能累计装机 798 万 KW；福建省规划到 2025 年，全省抽水蓄能装机规模 500 万 KW，占总装机规模的 5.9%；安徽省规划到 2025 年，全省累计建成抽水蓄能电站装机容量 468 万 KW。

图表45：“十四五”“十五五”国内抽水蓄能装机容量规划 图表46：各省“十四五”抽水蓄能具体目标



资料来源：产业信息网，中邮证券研究所

资料来源：产业信息网，中邮证券研究所

3.2 国内抽水储能龙头，行业技术领先

公司在国内抽水储能建设领域占据主导地位，是国内最早参与抽水蓄能电站技术研究应用的单位，参与了国内 90%以上抽蓄电站的规划和工程建设，自上世纪 60 年代设计建成国内首座抽水蓄能电站，现已掌握抽水蓄能规划设计、建设等关键核心技术，建立了一整套抽水蓄能电站勘测设计的核心技术标准，形成了完善的抽水储能技术标准。在“十四五”重点实施项目中，中国电建承担了 85%以上的项目勘测设计工作。牵头编制了包括《抽水蓄能电站设计规范》《抽水蓄能电站水能规划设计规范》《抽水蓄能电站工程地质勘察规程》在内的一系列行业标准。目前公司已承建 27 座抽水蓄能电站，项目装机容量超 3480 万 KW。

图表47：公司下属研究院所承建抽水蓄能电站装机规模

设计研究院	装机容量(万 KW)
华东勘测设计研究院	1110
中南勘测设计研究院	930
北京勘测设计研究院	1020
西北勘测设计研究院	410
成都勘测设计研究院	11.25
合计	3480

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

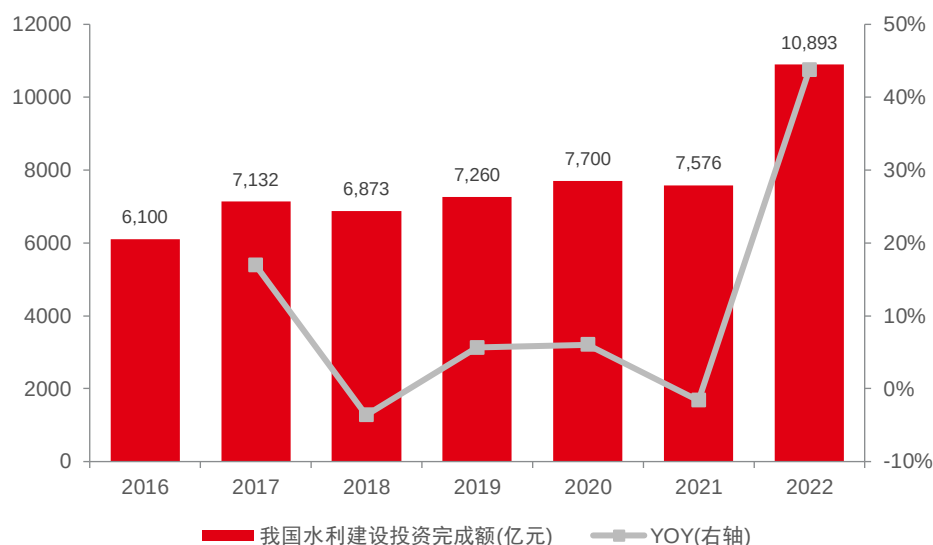
受益国内政策东风，抽水蓄能业务有望扩张。公司旗下七大设计研究院具备丰富的项目经验，曾主导过国内外多项大型项目，且在国内抽水蓄能市占率高达 90%，竞争优势明显。“十四五”期间有望受益国家政策，抽水蓄能业务将迎来较大发展空间。2021 年公司新签抽水蓄能电站业务合同金额 202.4 亿元，同比增长 342.9%。2022 年公司中标了蒙古乌兰巴托抽水蓄能电站项目土建、金属结构制安及机电设备安装施工项目、柬埔寨上达岱水电站项目等。

4 水利投资增长可期，借力优势有望扩张

4.1 政策利好频发，投资创历史新高

水利建设加速落地，投资创历史新高。2022 年我国水利建设完成投资 10893 亿元，较 2021 年增长 44%，投资完成额创历史新高，且连续四年投资完成额均高于 7000 亿元。在推进项目开工方面，2022 年全年开工 47 项，投资规模 4577 亿元，总投资超 100 亿元的有 13 个项目。国家重视水利工程、水环境治理与水生态修复业务，公司水资源环境业务的发展空间预计将迎来持续增长。

图表48：2016-2022 年国内水利建设投资完成额及增速



资料来源：人民政府网，华经产业研究院，中邮证券研究所

水利建设政策频出，有望带动公司订单高增。水利建设是我国“两新一重”建设目标的重要组成部分，2023 年全国水利工作会议指出，未来将以流域为单元，加快完善工程布局并补齐防御短板，加快建设国家水网，完善水资源调配格局。国务院常务会议指出，要开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、灌区建设和改造等工程，加强与“一带一路”共建国家在水利标准领域的对接合作，提升我国水利技术标准国际影响力。公司是水利建设领域的领军企业，具有丰富的工程设计能力和施工经验，在政策的驱动下，有望受益于行业的高速增长，订单增速有望提升。

图表49：2022 年中国水利建设投资相关会议内容

会议	日期	内容
全国水利工作会议	2022. 01	实施国家水网重大工程，提升水资源优化配置能力，加快国家水网建设，推进省级水网建设，打通国家水网“最后一公里”。
2022 年水利工程建设工作要点	2022. 02	加快推进重大水利工程建设，加强组织协调，加快实施进度（以 172 项节水供水重大水利工程和 150 项重大水利工程为重点）；加快工程验收（力争 2022 年完成 20 项以上重大水利工程竣工验收）
国务院常务会议	2022. 03	水利工程师民生工程、发展工程、安全工程，今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、灌区建设和改造等工程，全年可完成投资约 8000 亿元。
2022 年水利工程建设情况国务院政策例行吹风会	2022. 04	通过一般公共预算安排 1507 亿元，其中水利发展资金达到 606 亿元；通过政府性基金安排 572 亿元，为今年扩大水利投资创造有力条件，同时地方政府债券也加大对水利项目的支持力度。
中央财经委员会第十一次会议	2022. 04	要加强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，加快构建国家水网主骨架和大动脉，推进重点水源、灌区、蓄滞洪区建设。

水利部部署推动 2022 年重大水利
工程开工建设

2022. 05 加快推进重大水利工程开工建设，确保 2022 年新开工 30 项以上。

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

4.2 水利勘测技术优越，全球行业地位领先

公司是水利水电行业龙头，规划设计和施工建设一体化能力和业务规模位居全球第一，承担国内 80%以上大中型水电站的规划设计任务。公司在全球大中型水利水电建设市场份额高达 50%，已承接国内 65%以上大中型水电站建设任务，曾参与建设长江三峡水电站、南水北调工程、黄河小浪底水电站、二滩水电站等具有里程碑意义的水电站项目。公司积极响应“走出去”战略，国际经营经验丰富，在海外具有较强的品牌影响力，已承揽了超过 70 个海外的大型电力工程和海水淡化工程项目，如厄瓜多尔最大的装机容量 150 万 KW 科卡可多-辛克雷水电站、老挝最大的装机容量 480 兆瓦南俄 3 水电站、屡获赞誉的加纳布维水电站。

图表50：公司承建的主要水电站项目



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司规划设计实力突出，是中国水利水电和新能源建设技术标准和规范的主要编制单位，承担了我国 80%以上河流及水电站的规划设计任务和 65%以上的风力发电及太阳能发电工程的规划设计任务。同时承担了水电建设工程规划、勘测、施工、安全监测等一整套行业规范的编制，以及新能源开发的勘测、设计和运行管理等标准的编制工作。公司参与勘察设计的多个水电和新能源项目代表着世界在相关技术领域的最高水平。

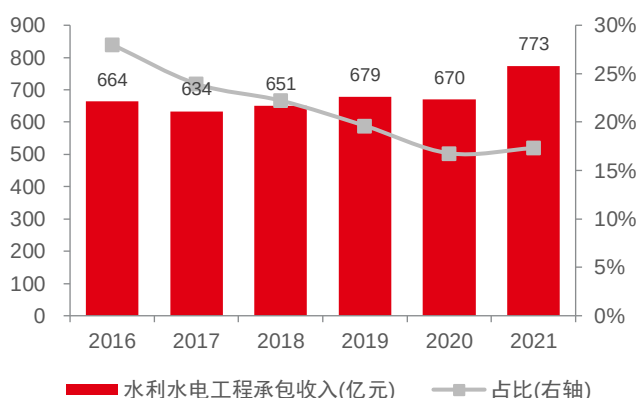
图表51：公司勘探设计技术及相关用途

勘察设计技术	相关用途
西部强震区高混凝土坝抗震安全关键技术及应用	提出了采用随机有限断层模型构建了确定坝址最大可信地震参数的方法，建立了最大可信地震下高混凝土坝-地基体系抗震安全定量评价准则。
河套灌区水循环立体监测与用水生态高效调控	本成果基于生态-水分-产量三元目标协同调控视角，创制了多要素集成的实时灌溉信息采集设备与管理软件，突破了灌溉信息立体监测技术瓶颈。
高寒高海拔地区 300m 级土心墙堆石坝冬季施工关键技术及工程应用	提出了高寒高海拔土心墙堆石坝心墙冬季连续施工冻融防控及土料防冻基本原则和精准防控新标准，并完善冬季土料开采、运输、掺拌、摊铺、碾压成套技术体系。
300m 级特高拱坝安全控制关键技术及工程应用	提出了拱坝基于非线性分析的整体安全控制方法、建基面和体形优化设计技术，突破了特高拱坝结构抗裂和整体稳定的安全控制难题。

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

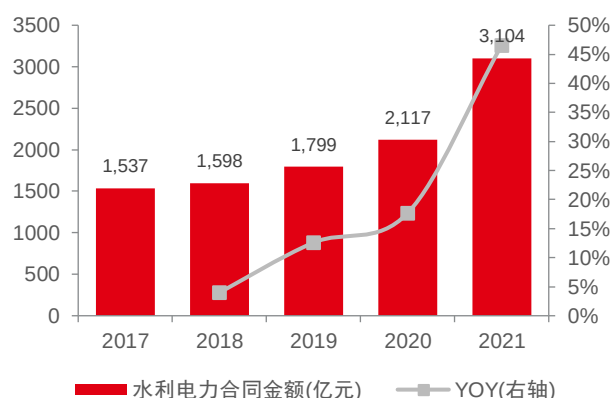
公司在水利水电项目建设各环节都具备相关优势，近年来公司水利水电工程承包收入稳定在 700 亿元左右，2021 年收入为 773 亿元，YOY+17.3%。2017 年以来新签国内外水利水电合同金额持续走高，2021 年已增至 3104 亿元，期间 CAGR 为+19.2%，整体保持较高增速，支撑水利水电收入保持稳定增长。

图表52：2016-2021 年公司水利水电工程承包收入及占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表53：2017-2021 年公司水利电力合同金额及增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入分别为 4834.13/5405.47/6095.35 亿元，YOY+7.67%/+11.82%/+12.76%，毛利率分别为 13.69%/14.33%/15.26%：

1) 工程施工承包：工程施工承包业务预计保持稳健增长，预计 22-24 年营业收入分别为 4289.36/4718.30/5190.13 亿元，YOY+15%/+10%/+10%；工程施工业务毛利率相对稳定，预计 22-24 年毛利率为 11%/11%/11%。

2) 电力投资运营：考虑到公司“十四五”期间将加新能源装机容量、加大电力投资运营板块投资力度，营业收入将与装机规模同步增长。预计 22-24 年营业收入为 266.86/377.46/529.78 亿元，YOY+31%/+41%/+40%；随着利润率高的风光装机的增加，毛利率有望回升，预计 22-24 年毛利率为 41.87%/43.63%/45.78%。

3) 其他：包含设备制造与租赁业务、原房地产开发业务（资产置换后已不产生收入）和其他业务。预计 22-24 年骨料业务营收为 32.20/62.02/125.74 亿元，毛利率为 57%/50%/45%。

图表54：盈利预测与公司估值（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
工程承包	3323.76	3729.88	4289.36	4718.30	5190.13
YOY	17.50%	12.22%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	11.80%	10.92%	11.00%	11.00%	11.00%
电力投资运营	188.56	203.41	266.86	377.46	529.78
YOY	9.16%	7.88%	31.00%	41.00%	40.00%
毛利率	47.85%	40.82%	41.87%	43.63%	45.78%
其他	499.49	549.96	277.90	309.72	375.44
YOY	4.31%	10.10%	-49.46%	11.45%	21.22%
毛利率	17.70%	17.67%	28.13%	29.40%	31.11%
公司营业收入	4011.81	4483.25	4834.13	5405.47	6095.35
YOY	15.38%	11.75%	7.67%	11.82%	12.76%
毛利率	14.23%	13.11%	13.69%	14.33%	15.26%
归母净利润	79.87	86.32	102.40	135.08	179.89
YOY	10.33%	8.07%	18.62%	31.92%	33.18%
EPS（元/股）	0.46	0.50	0.59	0.78	1.04

资料来源：公司数据，中邮证券研究所

5.2 估值与投资建议

预计 22-24 年公司归母净利润为 102.40/135.08/179.89 亿元，同比增长 18.62%/31.92%/33.18%，对应 EPS 为 0.59/0.78/1.04 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.8/9.7/7.3 倍。考虑到公司在电力系统建设中的重要地位以及绿电运营业务增长潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

国内新能源投资建设不及预期：相关政策及规划落实不及预期，或将影响公司在手新能源订单落地节奏。

新能源装机进度不及预期：公司规划“十四五”新能源装机若进展不及预期，或将影响电力运营板块收入增速。

宏观经济下行风险：建筑工程业受国内宏观经济影响较大。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	448,980.3	483,412.5	540,547.3	609,534.7	营业收入	11.70%	7.67%	11.82%	12.76%
营业成本	389,764.5	417,237.3	463,069.9	516,509.	营业利润	2.24%	18.80%	32.17%	33.38%
税金及附加	1,821.08	1,963.60	2,195.68	2,475.90	归属于母公司净利润	8.07%	18.62%	31.92%	33.18%
销售费用	1,371.72	1,479.07	1,653.88	1,864.96	获利能力				
管理费用	13,285.59	14,325.36	16,018.48	18,062.84	毛利率	13.11%	13.69%	14.33%	15.26%
研发费用	16,088.30	17,347.41	19,397.70	23,162.32	净利率	1.93%	2.12%	2.50%	2.95%
财务费用	7,835.61	9,493.71	10,498.77	11,286.26	ROE	6.91%	7.66%	8.41%	10.07%
资产减值损失	-808.92	-999.00	-999.00	-999.00	ROIC	3.37%	4.54%	5.04%	5.74%
营业利润	16,591.69	19,710.94	26,051.94	34,746.82	偿债能力				
营业外收入	412.56	412.56	412.56	412.56	资产负债率	75.09%	74.96%	74.29%	73.76%
营业外支出	255.55	255.55	255.55	255.55	流动比率	1.04	1.01	1.00	0.99
利润总额	16,748.69	19,867.94	26,208.95	34,903.82	营运能力				
所得税	3,290.91	3,903.81	5,149.74	6,858.18	应收账款周转率	6.97	7.09	7.20	7.17
净利润	13,457.78	15,964.13	21,059.21	28,045.65	存货周转率	3.61	3.65	3.69	3.72
归母净利润	8,632.10	10,239.72	13,507.81	17,989.05	总资产周转率	0.48	0.49	0.51	0.52
每股收益(元)	0.50	0.59	0.78	1.04	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.50	0.59	0.78	1.04
货币资金	70,075.54	59,822.48	60,447.68	53,380.19	每股净资产	7.26	7.76	9.32	10.37
交易性金融资产	205.95	205.95	205.95	205.95	估值比率				
应收票据及应收账款	74,768.87	66,914.31	89,309.95	87,490.55	PE	15.15	12.77	9.68	7.27
预付款项	22,705.19	24,317.95	26,989.23	30,103.84	PB	1.05	0.98	0.81	0.73
存货	125,762.0	139,326.	153,991.4	173,407.4	现金流量表				
流动资产合计	424,452.7	430,447.5	481,773.9	511,105.9	净利润	13,457.78	15,964.13	21,059.21	28,045.65
固定资产	109,089.6	121,761.4	142,825.0	162,901.3	折旧和摊销	13,885.78	9,330.22	10,938.43	11,925.76
在建工程	12,903.29	13,903.29	15,903.29	17,903.29	营运资本变动	-23,941.5	-2,638.32	-2,303.60	-4,637.89
无形资产	228,035.4	256,034.4	284,033.4	312,032.4	其他	12,221.46	13,052.32	13,712.28	14,343.19
非流动资产合计	539,524.7	586,095.5	642,058.0	697,033.3	经营活动现金流净额	15,623.53	35,708.35	43,406.33	49,676.70
资产总计	963,977.3	1,016,542	1,123,831	1,208,139	资本开支	-33,691.6	-50,259.1	-61,201.9	-61,132.9
短期借款	5,059.01	6,059.01	7,059.01	8,059.01	其他	-12,735.1	-4,298.94	-4,216.08	-4,116.03
应付票据及应付账款	147,404.6	150,868.3	180,169.3	189,070.8	投资活动现金流净额	-46,426.7	-54,558.1	-65,418.0	-65,248.9
其他流动负债	256,427.2	270,073.1	292,669.7	319,029.9	股权融资	19,362.09	0.00	13,332.16	0.00
流动负债合计	408,890.9	427,000.4	479,898.1	516,159.8	债务融资	33,423.07	21,000.00	21,000.00	21,000.00
其他	32,024.56	32,024.56	32,024.56	32,024.56	其他	-33,054.0	-12,403.3	-11,695.2	-12,495.2
非流动负债合计	314,954.4	334,954.4	354,954.4	374,954.4	筹资活动现金流净额	19,731.13	8,596.69	22,636.94	8,504.78
负债合计	723,845.3	761,954.9	834,852.5	891,114.2	现金及现金等价物净增	-11,681.5	-10,253.0	625.20	-7,067.49
股本	15,299.04	15,299.04	17,379.16	17,379.16	加额				
资本公积金	29,670.77	29,670.77	40,922.81	40,922.81					
未分配利润	54,134.55	61,330.23	72,811.86	88,102.56					
少数股东权益	115,137.1	120,861.5	128,412.9	138,469.5					
其他	25,890.54	27,426.50	29,452.67	32,151.03					
所有者权益合计	240,132.0	254,588.0	288,979.4	317,025.0					
负债和所有者权益总计	963,977.3	1,016,542	1,123,831	1,208,139					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	买入	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048