

粤水电 (002060.SZ)

工程基本盘扎实，发电装机规模快速提升

增持

核心观点

工程施工基本盘扎实，2022年营收增长17.7%，归母净利增长19.2%。公司2022年全年实现营业收入169.0亿元，同比增长17.7%，实现归母净利润3.9亿元，同比增长19.2%，保持快速增长态势。分业务看，公司工程施工业务营收增长20.9%，发电业务营收增长5.5%，受益于基建投资高景气，公司工程施工业务支撑整体收入实现高增长。

在手订单充足，工程施工收入持续增长有保障。截止2022年底，公司已签约未完工工程施工项目施工金额363亿元，已中标尚未签约工程施工项目施工金额35亿元，2022年4季度在手订单增加127亿元，订单保障倍数（年末在手订单/全年工程营收）由244%上升至286%，反映公司当前在手工程订单储备充足，工程施工收入持续增长无虞。.

发电装机规模加速提升，打造公司发展第二增长极。截止2022年底，公司发电业务总并网装机规模为2035MW，截至年报发布日（2023年3月29日），总并网装机规模为2120MW。公司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，2023年公司计划清洁能源投产装机3200WM。

补贴退坡上网电价有所下降，总体发电收入增长趋势不改。2022年公司上网电量37.73亿千瓦时，同比增长7.4%，平均上网电价由0.543元/千瓦时下降至0.473元/千瓦时。但2022年下半年并网项目在2023年集中贡献发电量，2023年新装机容量有望继续高增，公司整体发电量仍保持快速增长趋势，发电收入持续增长具有高确定性。

建工集团资产划转完成，工程主业得以强化。2023年1月6日，公司完成建工集团资产过户和工商变更登记，新增股份于2023年2月13日在深圳证券交易所上市交易。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。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。预测公司2023-2025年营收增速为13.2%/10.0%/9.1%，净利润增速为22.7%/15.2%/15.1%，对应EPS为0.40/0.46/0.53元，对应市盈率为21.2/17.8/15.6。考虑到2023年建工集团资产完成过户，预计估值水平有所下降，调整2023年合理估值区间为7.75-8.89元，维持“增持”评级。

风险提示：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，融资成本上升风险，定增募集配套资金失败风险。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,361	16,904	19,142	21,048	22,960
(+/-%)	14.1%	17.7%	13.2%	10.0%	9.1%
净利润(百万元)	328	391	480	553	636
(+/-%)	24.5%	19.2%	22.7%	15.2%	15.1%
每股收益(元)	0.27	0.33	0.40	0.46	0.53
EBIT Margin	8.1%	7.3%	7.8%	8.0%	8.0%
净资产收益率(ROE)	8.4%	9.9%	11.1%	11.7%	12.1%
市盈率(PE)	25.1	21.1	17.2	14.9	12.9
EV/EBITDA	20.4	23.4	21.9	20.2	18.9
市净率(PB)	2.10	2.09	1.91	1.74	1.57

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

公司研究·财报点评

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(维持)
合理估值	7.75 - 8.89元
收盘价	6.85元
总市值/流通市值	23247/8233百万元
52周最高价/最低价	10.31/6.09元
近3个月日均成交额	109.59百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

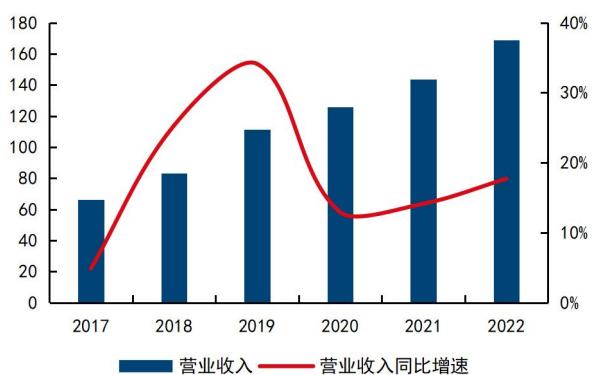
相关研究报告

《粤水电(002060.SZ)-业绩短期承压，工程新签订单和清洁能源装机持续提速》——2022-10-29

《粤水电(002060.SZ)-区域水利工程龙头，发电业务引领价值重估》——2022-09-20

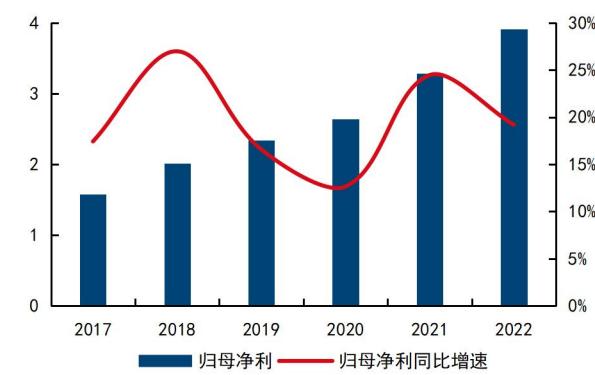
工程施工基本盘扎实，2022年营收增长17.7%，归母净利增长19.2%。公司2022年全年实现营业收入169.0亿元，同比增长17.7%，实现归母净利润3.9亿元，同比增长19.2%，保持快速增长态势。分业务看，公司工程施工业务实现营收139.4亿元，同比增长20.9%，发电业务实现营收17.8亿元，同比增长5.5%，受益于基建投资高景气，公司工程施工业务支撑整体收入实现高增长。

图1: 粤水电营业收入及增速(单位:亿元、%)



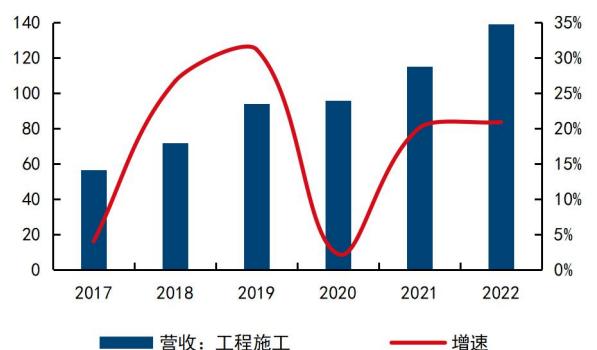
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 粤水电归母净利及增速(单位:亿元、%)



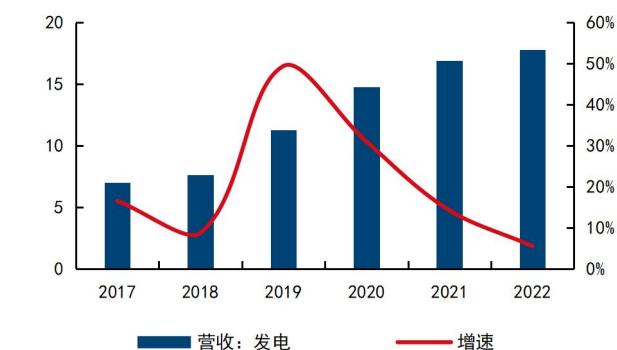
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 粤水电工程施工营业收入及增速(单位:亿元、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 粤水电发电营业收入及增速(单位:亿元、%)

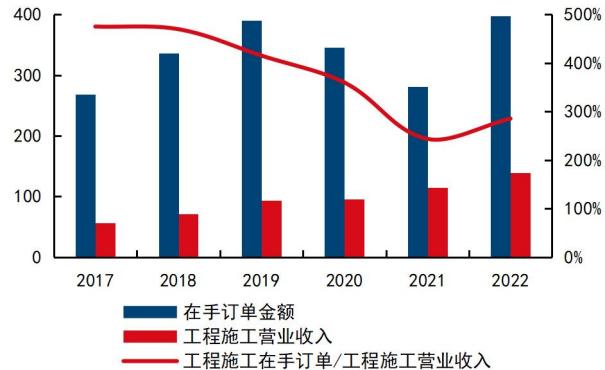


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在手订单充足，工程施工收入持续增长有保障。截止2022年底，公司已签约未完工工程施工项目施工金额363亿元，已中标尚未签约工程施工项目施工金额35亿元，2022年4季度在手订单增加127亿元，订单保障倍数(年末在手订单/全年工程营收)由244%上升至286%，反映公司当前在手工程订单储备充足，工程施工收入持续增长无虞。

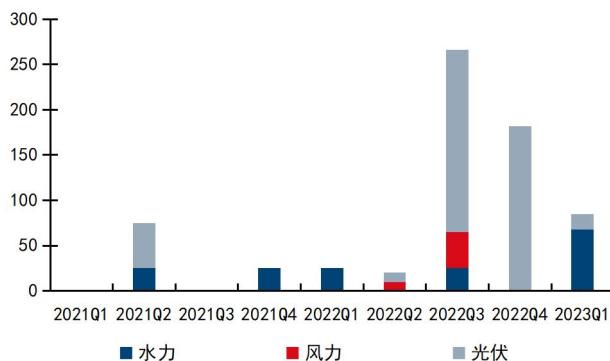
图5: 粤水电单季度在手订单情况 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

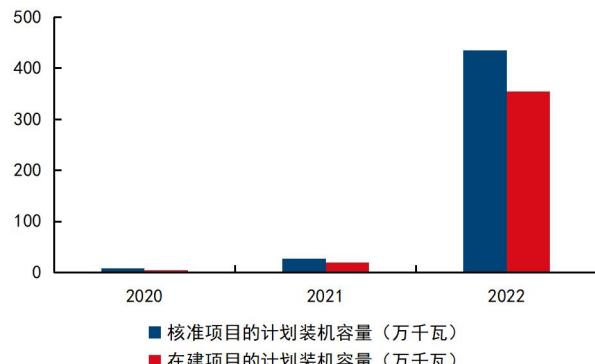
图6: 粤水电在手订单及订单保障倍数 (单位: 亿元, %)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

发电装机规模加速提升，打造公司发展第二增长极。截止 2022 年底，公司发电业务总并网装机规模为 2035MW，截至年报发布日（2023 年 3 月 29 日），总并网装机规模为 2120MW。2022 年公司新并网装机规模 493MW，同比增长 393%，其中水力/风力/光伏新装机规模分别为 50/50/393MW。发电业务装机加速符合预期，打造公司发展第二增长极。公司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，**2023 年公司计划清洁能源投产装机 3200MW。**

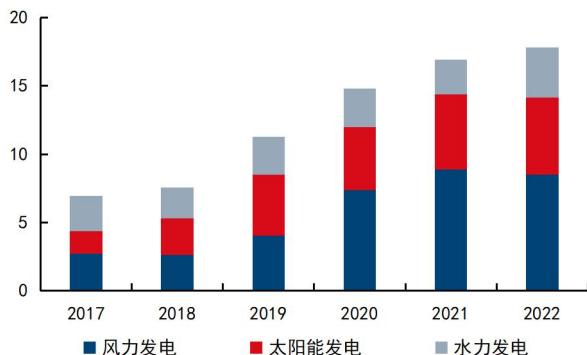
图7: 粤水电单季度新增并网装机规模 (单位: MW)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

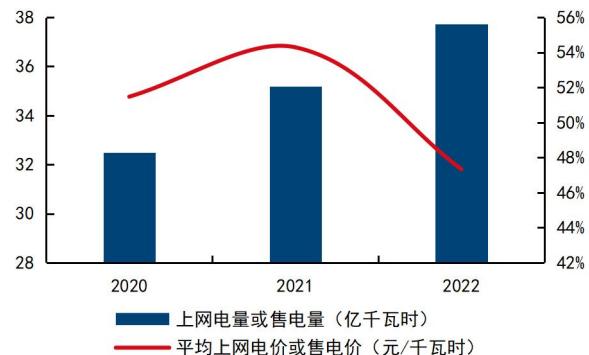
图8: 粤水电储备发电项目情况 (单位: 万千瓦)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

补贴退坡上网电价有所下降，总体发电收入增长趋势不改。公司新增并网发电项目基本均为平价项目，随着装机规模扩大，平均上网电价将有所下降，2022 年公司上网电量 37.73 亿千瓦时，同比增长 7.4%，平均上网电价由 0.543 元/千瓦时下降至 0.473 元/千瓦时。但 2022 年下半年并网项目在 2023 年集中贡献发电量，**2023 年新装机容量有望继续高增，公司整体发电量仍保持快速增长趋势，发电收入持续增长具有高确定性。**

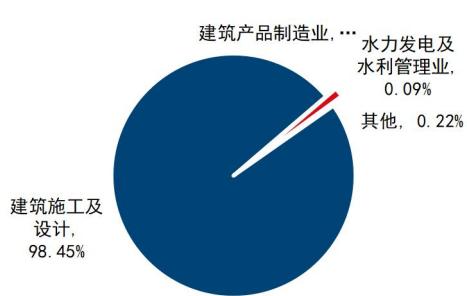
图9: 粤水电发电业务收入结构 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

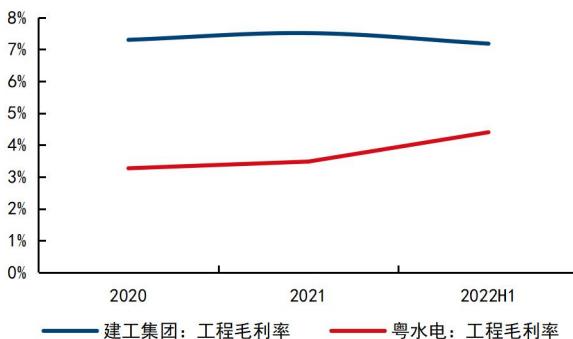
图10: 粤水电上网电量和电价 (单位: 亿千瓦时, 元/千瓦时)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

建工集团资产划转完成，工程主业得以强化。公司发行股份购买建工控股持有的建工集团 100% 股权并向特定对象非公开发行股份募集配套资金事项于 2022 年 11 月 29 日收到中国证监会批复，2023 年 1 月 6 日，公司完成建工集团资产过户和工商变更登记，新增股份于 2023 年 2 月 13 日在深圳证券交易所上市交易。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。

图11: 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12: 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

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。预测公司 2023-2025 年营收增速为 13.2%/10.0%/9.1%，净利润增速为 22.7%/15.2%/15.1%，对应 EPS 为 0.40/0.46/0.53 元，对应市盈率为 21.2/17.8/15.6。考虑到 2023 年建工集团资产完成过户，预计估值水平有所下降，调整 2023 年合理估值区间为 7.75-8.89 元，维持“增持”评级。

表1: 重组完成后公司估值预测

	粤水电 (重组前资产) 归母净利	建工集团归母净利	PE 估值区间	市值区间	股价区间
工程	1.02	10.46	14-16	160.72-183.68	
发电	3.41	0.00	28-32	95.48-109.12	
其他	0.37	0.00	18-24	6.66-8.88	7.75-8.89
合计	4.80	10.46	17.23-19.77	262.86-301.68	

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2855	4090	6049	7348	6775	营业收入	14361	16904	19142	21048	22960
应收款项	7161	8381	9440	10265	11071	营业成本	12746	15159	17015	18691	20386
存货净额	659	469	900	981	1066	营业税金及附加	48	53	63	69	76
其他流动资产	4191	6754	5589	6146	6704	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	14866	19694	21978	24740	25616	管理费用	276	295	373	404	435
固定资产	9934	13417	15116	16791	18856	研发费用	129	160	191	200	222
无形资产及其他	1909	2014	1973	1933	1893	财务费用	584	596	840	909	953
投资性房地产	4604	4893	4893	4893	4893	投资收益	0	7	3	3	3
长期股权投资	419	364	414	464	514	资产减值及公允价值变动	(35)	(76)	(26)	(45)	(49)
资产总计	31732	40381	44374	48820	51771	其他收入	(247)	(248)	(191)	(200)	(222)
短期借款及交易性金融负债	7338	6452	6671	6820	6648	营业利润	426	486	636	732	843
应付款项	4780	9501	7582	8972	10462	营业外净收支	(4)	(12)	0	0	0
其他流动负债	5933	5228	7875	8495	9130	利润总额	422	474	636	732	843
流动负债合计	18050	21181	22129	24287	26240	所得税费用	56	62	127	146	169
长期借款及应付债券	8764	14412	17060	18891	19364	少数股东损益	38	21	29	33	38
其他长期负债	798	644	644	644	644	归属于母公司净利润	328	391	480	553	636
长期负债合计	9562	15057	17705	19536	20009	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	27612	36238	39834	43823	46248	净利润	328	391	480	553	636
少数股东权益	195	204	227	252	282	资产减值准备	66	41	28	12	14
股东权益	3925	3939	4314	4745	5241	折旧摊销	590	659	696	895	1049
负债和股东权益总计	31732	40381	44374	48820	51771	公允价值变动损失	35	76	26	45	49
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	584	596	840	909	953
每股收益	0.27	0.33	0.40	0.46	0.53	营运资本变动	(736)	22	432	558	689
每股红利	0.06	0.06	0.09	0.10	0.12	其它	(37)	(23)	(6)	14	16
每股净资产	3.27	3.28	3.59	3.95	4.36	经营活动现金流	246	1165	1656	2078	2453
ROIC	2.81%	2.71%	2%	3%	3%	资本开支	(566)	(4056)	(2409)	(2587)	(3136)
ROE	8.36%	9.92%	11%	12%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	11%	10%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(669)	(4000)	(2459)	(2637)	(3186)
EBIT Margin	8%	7%	8%	8%	8%	权益性融资	11	22	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	11%	12%	13%	负债净变化	1118	5648	2648	1831	473
收入增长	14%	18%	13%	10%	9%	支付股利、利息	(78)	(72)	(106)	(122)	(140)
净利润增长率	24%	19%	23%	15%	15%	其它融资现金流	(1689)	(7105)	219	149	(172)
资产负债率	88%	90%	90%	90%	90%	融资活动现金流	402	4070	2762	1858	161
股息率	0.9%	0.9%	1.3%	1.5%	1.7%	现金净变动	(22)	1234	1959	1299	(573)
P/E	25.1	21.1	17.2	14.9	12.9	货币资金的期初余额	2877	2855	4090	6049	7348
P/B	2.1	2.1	1.9	1.7	1.6	货币资金的期末余额	2855	4090	6049	7348	6775
EV/EBITDA	20.4	23.4	21.9	20.2	18.9	企业自由现金流	(711)	(2299)	(82)	213	75
						权益自由现金流	(1282)	(3755)	2114	1466	(387)

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 ±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 ±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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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