

## 建筑装饰

2021年11月18日

# 粤水电 (002060)

## ——新能源转型步伐加速，绿电质量兼优蓄势待发

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

市场数据：2021年11月17日

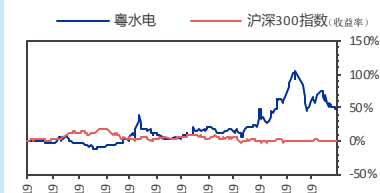
收盘价(元)	4.67
一年内最高/最低(元)	6.77/2.8
市净率	1.5
息率(分红/股价)	1.39
流通A股市值(百万元)	5613
上证指数/深证成指	3537.37/14711.18

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2021年09月30日

每股净资产(元)	3.16
资产负债率%	87.07
总股本/流通A股(百万)	1202/1202
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



#### 证券分析师

李峙屹 A0230517070004  
lizy@swsresearch.com

#### 联系人

李峙屹  
(8621)23297818x7373  
lizy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点：

- **粤水电是广东省水利水电工程龙头企业**，施工经验丰富，同时在珠三角等省市轨道交通市场拥有较好的行业口碑和专业经验，集设计、施工、建设、运营、管理全过程服务于一体。
- **公司能源转型步伐加速，发电业务迅速成长**。公司坚持传统工程建设和发电双主业发展，2020年公司发电业务实现营业收入14.8亿元，同比增长31.0%，占总营收比重同比上升1.62pct至11.8%，毛利占比提升10.9pct至63.8%(21H1提升至71.2%)。截至21年上半年末，公司总装机规模1517MW，较20年末增长5.2%，其中风+光装机容量占比在80%以上。
- **“十四五”期间公司新能源投资力度有望维持高位，带动整体业绩提升**。公司21年计划新增投产200MW装机，新增备案700MW，保守假设十四五期间公司年均新增200MW发电装机，预计总投资50.5亿元，扣减业务自身产生现金流量，公司净投入4.21亿。加强新能源投资对公司营收业绩均有较好推动，我们预计2021-2025年发电业务营收CAGR为8.9%，业绩CAGR为18.0%。
- **风光电获得政策加码，量、质兼优蓄势待发**。公司风光发电项目均位于优势地区，新能源消纳逐步解决，促使处在优质风能、太阳能地区发电项目利用率得到有效提升；与此同时绿电交易溢价贡献弹性，我们测算绿电溢价每提升0.01元/度，保守估计2025年公司发电业务业绩比原假设提升2.09%，可有效推动公司业绩提升。
- **抽水蓄能提供工程增量，头部企业有望优先受益**。2021年9月国家能源局印发《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》，规划指出2025年我国抽水蓄能投产总规模6200万千瓦以上，2030年投产总规模1.2亿千瓦。根据发展规划测算，保守预计2021-2030年累计新投产装机容量8751万千瓦，对应投资金额4973亿元。与其它建设项目不同，水利水电建设具有一定复杂性，资质和项目业绩壁垒突出，粤水电抽水蓄能电站建设经验丰富，营收有望获得推动。
- **工程业务景气度回升，国企改革构成上行催化**。逆周期调节背景下，专项债发行额度有望继续维持高位，公司工程业务景气度回升，2017年公司母公司广东水电集团100%股权被划转至广东省建工集团，划转后，广东省建工集团成为公司间接控股股东，实际控制人仍为广东省国资委，国企改革进行时。
- **首次覆盖，给予“买入”评级**：预计公司21-23年归母净利润分别为3.16亿/3.74亿/4.40亿，增速分别为19.9%/18.2%/17.7%，对应PE分别为18X/15X/13X。采用市盈率估值法，公司业绩构成以发电业务为主，新能源装机体量大且清洁能源比重高，A股上市公司对标三峡能源，选取电力投资运营领域龙头公司国投电力、长江电力、桂冠电力和清洁能源装机占比较高的三峡能源作为可比公司，21年可比公司PE均值约21.8倍，假设按照21年21.8倍PE计算，对应市值68.8亿，当前市值56.1亿，对应空间22.6%，给予“买入”评级。
- **风险提示**：发电装机量不及预期；新能源消纳不及预期；绿电溢价下降；建工集团重组方案进程不及预期

#### 财务数据及盈利预测

	2020	21Q1-Q3	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	12,583	9,902	14,147	15,672	17,184
同比增长率(%)	12.9	15.1	12.4	10.8	9.7
归母净利润(百万元)	264	232	316	374	440
同比增长率(%)	12.6	32.7	19.9	18.2	17.7
每股收益(元/股)	0.22	0.19	0.26	0.31	0.37
毛利率(%)	11.2	11.5	11.3	11.2	11.1
ROE(%)	7.2	6.1	6.6	7.3	8.1
市盈率	21		18	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级：预计公司 21-23 年归母净利润分别为 3.16 亿/3.74 亿/4.40 亿，增速分别为 19.9%/18.2%/17.7%，对应 PE 分别为 18X/15X/13X。采用市盈率估值法，公司业绩构成以发电业务为主，新能源装机体量大且清洁能源比重高，A 股上市公司对标三峡能源，选取电力投资运营领域龙头公司国投电力、长江电力、桂冠电力和清洁能源装机占比较高的三峡能源作为可比公司，21 年可比公司 PE 均值约 21.8 倍，假设按照 21 年 21.8 倍 PE 计算，对应市值 68.8 亿，当前市值 56.1 亿，对应空间 22.6%，给予“买入”评级。

### 关键假设点

公司 2021-2023 年工程类新签订单增速分别为 30%/30%/20%，年新增发电装机规模 200MW。

### 有别于大众的认识

1) 市场认为公司仍是传统工程企业，成长性较低，我们认为当前公司业绩构成以发电业务为主，21H1 发电业务毛利占比 71.2%，随着新能源行业的蓬勃发展，发电业务迅速成长，景气度维持高位。

2) 市场认为公司发电业务业绩弹性较低，我们认为新能源消纳逐步解决，公司在优势地区的发电项目产能有望得到释放，同时在政策的细心呵护下，绿电有望获得一定溢价，增厚新能源项目收益率，综合影响下带来较大业绩弹性。

3) 市场认为抽水蓄能推进难度大，我们认为抽水蓄能是当前解决新能源消纳技术最为成熟、性价比最高的储能方式，之前受制于价格机制等问题行业发展陷入瓶颈，633 号文解决了成本疏导问题，打破了抽水蓄能行业约束，行业有望迎来快速发展阶段。

4) 市场担心公司传统施工业务不具备持续性，我们认为逆周期调节背景下，专项债发行维持高位，下游需求有望得到释放，公司技术实力突出，施工业务久期无虞。

### 股价表现的催化剂

新能源装机核准备案获得通过；新能源消纳程度快速提升；绿电溢价提升

### 核心假设风险

发电装机量不及预期；新能源消纳不及预期；绿电溢价下降；建工集团重组方案进程不及预期

## 目录

<b>1. 公司是广东水利水电工程龙头企业</b>	<b>6</b>
1.1 资质齐备，集多项工程建设服务于一	6
1.2 工程业务稳定提升，发电业务快速成长	6
<b>2. 能源转型步伐加速，发电业务迅速成长</b>	<b>9</b>
2.1 发电业务前景广阔，公司紧密布局	9
2.2 预计 2025 年发电业务实现净利润 4.41 亿	11
2.3 绿电获得政策加码，质量兼优蓄势待发	14
2.3.1 新能源消纳逐步解决，发电装机产能得到有效释放	14
2.3.2 绿电交易增厚项目盈利能力，带来公司价值全面重估	16
2.4 弹性测算：绿电溢价每提升 0.01 元/度，2025 年发电业务业绩比原假设提升 2.09%	17
<b>3. 抽水蓄能为公司工程业务提供增量</b>	<b>18</b>
3.1 抽水蓄能获国家大力推广，南方电网紧密实行	18
3.2 头部工程企业占据抽蓄电站建设主要市场份额	20
<b>4. 工程景气度回升，国企改革构成上行催化</b>	<b>21</b>
4.1 逆周期调节背景下工程投资重获活力	21
4.2 广东建工集团接手水电集团，业务协同加速	22
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
5.1 未来三年公司营业收入 CAGR=10.9%	24
5.2 相对估值：合理市值约 68.8 亿	24
<b>6. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：公司直接控股股东是广东省水电集团 .....	6
图 2：公司实际控制人是广东省国资委 .....	6
图 3：2020 年公司营业收入同比增长 12.9% .....	7
图 4：2020 年公司归母净利润同比增长 12.6% .....	7
图 5：公司深耕广东市场，优势不断提升（单位：亿元） .....	7
图 6：21H1 广东省内业务收入占比 74.8% .....	7
图 7：2020 年工程施工收入占比 76.3%（单位：亿元） .....	7
图 8：2020 年发电业务毛利占比 63.8%（单位：亿元） .....	7
图 9：近几年公司整体盈利能力有所下滑 .....	8
图 10：2020 年公司发电业务毛利率 60.5% .....	8
图 11：21H1 公司发电业务营收占比达 12.5% .....	9
图 12：21H1 公司发电业务毛利占比达 71.2% .....	9
图 13：公司发电收入构成以风光为主（单位：亿元） .....	9
图 14：公司发电装机构成以风光为主（单位：MW） .....	9
图 15：粤水电发电业务毛利率处于高位 .....	13
图 16：粤水电财务费用率较其他公司较高 .....	13
图 17：2021 年 1-9 月全国弃风率 3.1% .....	14
图 18：2021 年 1-9 月全国弃光率 2.0% .....	14
图 19：绿电交易试点方案优先保证平价上网项目 .....	16
图 20：绿电交易赋予风电光电环保属性 .....	17
图 21：《规划（2021-2035 年）》要求 2030 年抽水蓄电站装机投产总规模 1.2 亿千瓦左右 .....	18
图 22：“十四五”期间南方电网计划新增 600 万千瓦抽水蓄能装机（单位：万千瓦） .....	19
图 23：预计 2035 年南方五省抽水蓄能装机规模累计 4388 万千瓦（单位：万千瓦） .....	19
图 24：承担抽水蓄能电站建设的主要有中国电建、中国能建和粤水电 .....	21
图 25：2021 年 1-10 月全国固定资产投资完成额 44.6 万亿，同比增长 6.1% ..	22
图 26：逆周期调节背景下 7 月份开始专项债发行量维持高位（单位：亿元） .....	22
图 27：2018 年开始地方政府债务余额中债券占比逐步提升（单位：万亿） .....	22

图 28 : 2020 年新增地方政府债务中以债券新增为主 (单位 : 万亿) .....	22
图 29 : 划转后广东省建工集团为公司间接控股股东, 实际控制人仍为广东省国资委 23	
图 30 : 2020 年广东建工集团实现营收 694 亿, 同比增长 17.9%.....	23
图 31 : 2020 年广东建工集团实现归母净利润 12.3 亿, 同比增长 32.1%.....	23
表 1 : 公司是广东省水利水电工程龙头企业 .....	6
表 2 : 公司 PPP 项目类型投资少, 施工类型主要以 EPC 等模式为主.....	8
表 3 : 预计 2021-2025 年新能源投资总额 50.5 亿元, 2025 年末公司发电总装机容量为 2442MW .....	10
表 4 : 预计 2021-2025 年公司发电总收入 CAGR 为 8.9% (单位 : 亿元) .....	11
表 5 : 预计 2021-2025 年风力发电收入 CAGR 为 10.9% .....	11
表 6 : 预计 2021-2025 年光伏发电收入 CAGR 为 10.3% .....	12
表 7 : 预计 2021-2025 年水力发电收入保持平稳 .....	12
表 8 : 预计 2021-2025 年发电业务净利润 CAGR 为 18.0%.....	13
表 9 : 公司风力发电项目地域集中在较大风能资源区.....	15
表 10 : 公司多数光伏发电项目位于光能最丰富带, 所在区域的光能质量高.....	15
表 11 : 2016 年以来电力政策持续更迭, 为绿电交易提供制度保障 .....	16
表 12 : 预计 2025 年公司发电装机量 2442MW, 上网电量 54.9 亿度, 较 20 年末提升 70.7%.....	17
表 13 : 绿电溢价提升对发电业务业绩有明显推动 (单位 : 亿元) .....	18
表 14 : 预计 2021-2030 年抽水蓄能电站总投资达 4973 亿元 (单位 : 万千瓦) 19	
表 15 : 抽水蓄能电站建筑安装工程投资占比 35.6%, 永久设备工程占比 24.1% 20	
表 16 : 公司累计参与六座抽水蓄能电站建设 .....	21
表 17 : 预计公司 2021-2023 年营业收入 CAGR 为 10.9% .....	24
表 18 : 粤水电清洁能源发电装机量占总装机比例达 100% (单位 : 万千瓦) .....	25
表 19 : 可比公司 21 年 PE 均值约 21.8X.....	25

# 1. 公司是广东水利水电工程龙头企业

## 1.1 资质齐备，集多项工程建设服务于一体

粤水电是广东省水利水电工程龙头企业，市场地位显著。公司主营业务包括工程建设和实业投资，集设计、施工、建设、运营、管理全过程服务于一体。**工程建设领域**，公司是全国主要的水利水电工程企业之一，同时在珠三角等省市轨道交通市场拥有较好的行业口碑和专业经验；**实业投资领域**，公司大力拓展发电业务，在水力、风力和光伏领域均有布局。

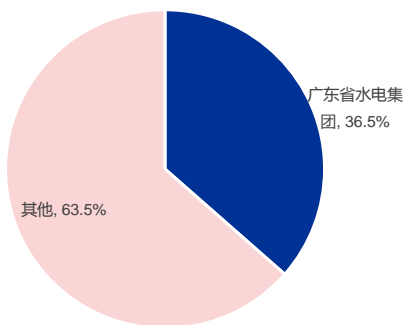
表 1：公司是广东省水利水电工程龙头企业

主营业务	细分构成	具体说明
工程建设	水利	全国主要的水利水电工程企业之一
	市政、轨道交通、公路、机电安装等	
实业投资	水力发电、风力发电、光伏发电	21H1 发电装机 1517MW
	装备制造等	风电塔筒等制造

资料来源：公司官网，申万宏源研究

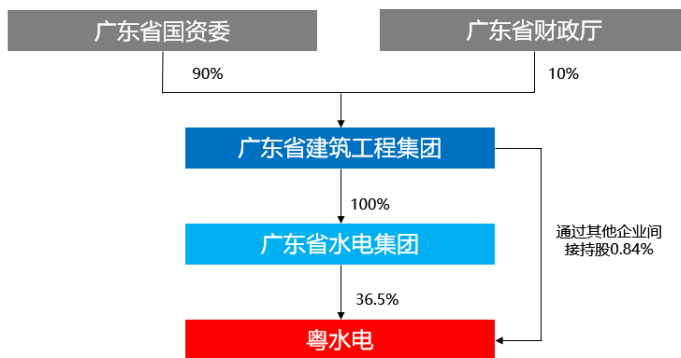
公司直接控股股东为广东省水电集团，直接持股 36.5%，间接控股股东为广东省建筑工程集团，间接持股 37.3%，实际控制人是广东省国资委。截至 2021 年三季度末，广东省水电集团持有公司总股本 4.39 亿股，占公司总股本 36.5%，是公司直接控股股东，实际控制人为广东省国资委。

图 1：公司直接控股股东是广东省水电集团



资料来源：公司公告，申万宏源研究

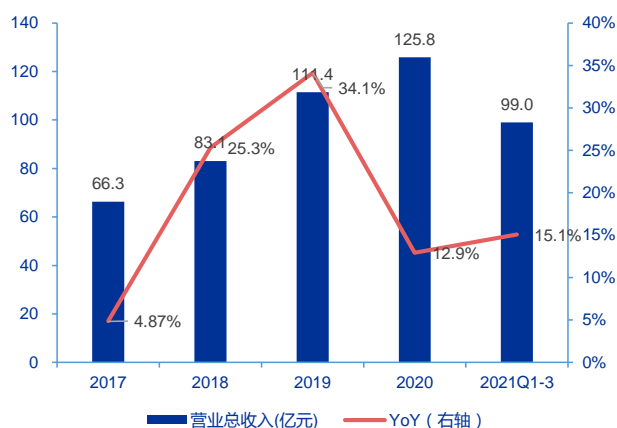
图 2：公司实际控制人是广东省国资委



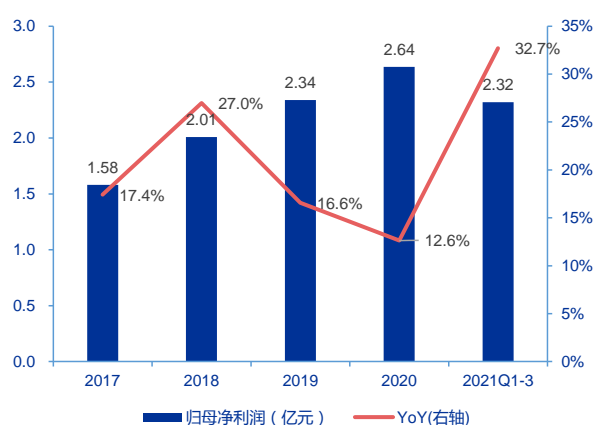
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 工程业务稳定提升，发电业务快速成长

城镇化率提升推动行业需求，公司营收保持较快增长。近几年受益城镇化率提升，下游行业需求稳步提升，推动公司营业收入提升。2020 年受疫情影响，公司实现营业收入 125.8 亿元，同比增长 12.9%，近 3 年 CAGR 仍为 23.8%，实现归母净利润 2.64 亿元，同比增长 12.6%，近 3 年 CAGR 为 18.6%。

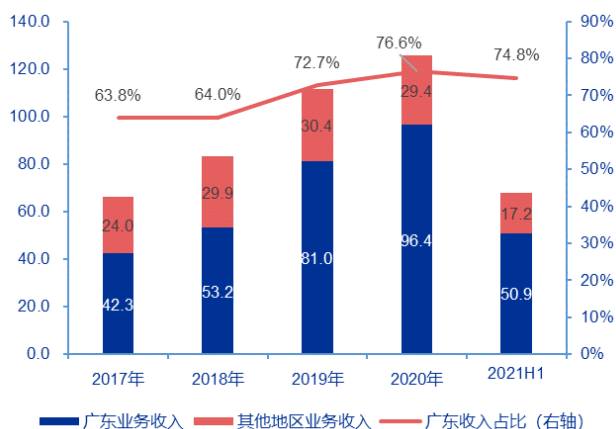
**图 3：2020 年公司营业收入同比增长 12.9%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

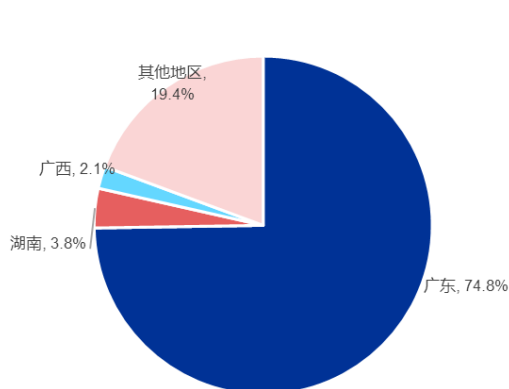
**图 4：2020 年公司归母净利润同比增长 12.6%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司深耕广东市场，省内优势不断提升。**2020 年公司广东省业务收入为 96.4 亿元，同比增长 19.0%，占总营收比重 76.6%（21H1 为 74.8%），同比上升 3.93pct，较 2017 年上升 12.8pct，广东省内业务开拓加深，优势不断提升。

**图 5：公司深耕广东市场，优势不断提升（单位：亿元）**


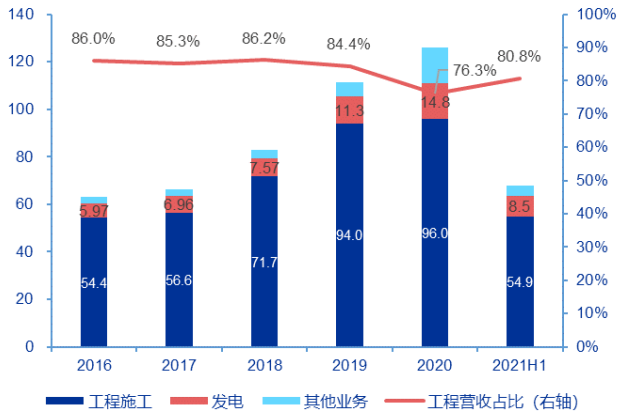
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 6：21H1 广东省内业务收入占比 74.8%**


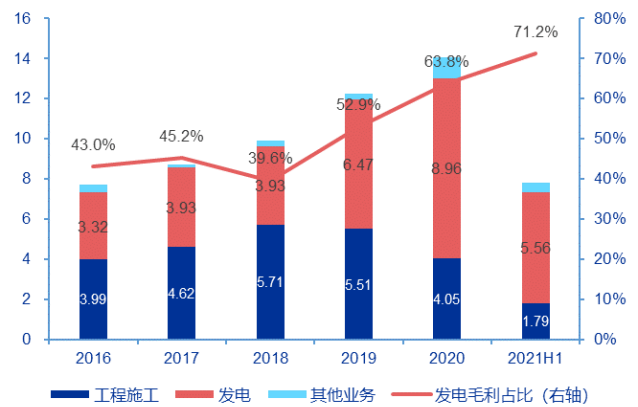
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**工程业务支撑营收，发电业务积淀业绩。**公司工程建设业务包括水利水电和轨道交通工程，2020 年受疫情影响工程业务增速放缓，实现营业收入 96.0 亿元，同比增长 2.2%，营收占比 76.3%，同比下降 8.0pct。**发电业务资产质量高，支撑业绩增长**，2020 年发电业务实现营业收入 14.8 亿，同比增长 31.0%，毛利占比同比上升 10.9pct 至 63.8%（21H1 提升至 71.2%）。

**图 7：2020 年工程施工收入占比 76.3%（单位：亿元）**
**图 8：2020 年发电业务毛利占比 63.8%（单位：亿元）**



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 2：公司 PPP 项目类型投资少，施工类型主要以 EPC 等模式为主**

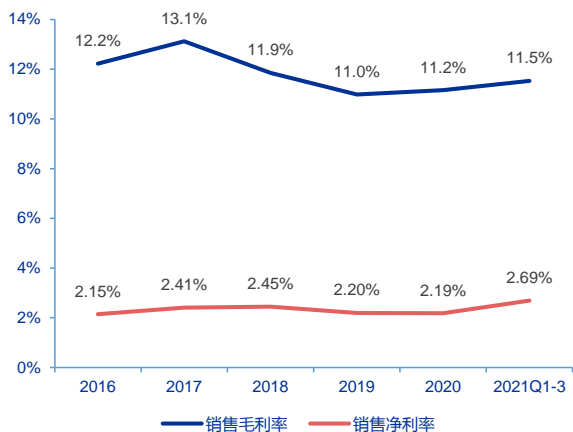
日期	项目名称	项目总投资 (亿元)	是否为联合体	项目公司出资比例	公司持有项目公司股权比例
2021/1	罗定市市政道路升级改造工程、市政基础设施工程、饮水工程 PPP 项目	16.05	是	80%	0.01%
2020/12	粤澳（江门）产业合作示范区澳葡青年创业园基础配套设施工程 PPP 项目	19.44	是	65%	10.0%
2019/12	东莞市轨道交通 1 号线一期工程 PPP 改造项目	329	是	19%	0.37%
2019/8	广东省潮州市潮安区中小河流综合治理工程 PPP 项目	19.63	是	20%	30.0%
2019/3	韶关市翁源县东华山风景区旅游公路改建工程和 X347 线三华至周陂段旅游公路改建工程交通供给侧改革项目	5.20	是	20%	90.2%
2019/1	中山市翠亨新区滨河整治水利工程（北部标段）PPP 项目	34.12	是	20%	27.0%
2018/9	高栏港区海洋和农业局关于开展高栏港经济区十五条河域 PPP 项目社会资本采购项目	6.41	是	80%	1.00%
2018/9	省道 S540 线阳江雅韶至白沙段扩建工程 PPP 项目	14	是	20%	99.0%
2018/6	湖北省恩施州车坝河水库引水工程 PPP 项目	10.40	是	20%	1.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

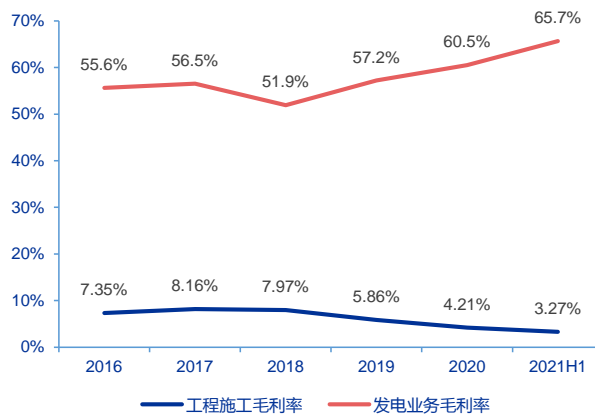
注：仅统计近三年新签项目

**发电业务增长带动公司盈利能力回升。**近几年工程施工市场竞争激烈、工程单价较低，叠加原材料、人工成本上涨和业主要求标准提升，工程施工毛利率逐步下降，2020 年工程施工毛利率 4.21%，同比下降 1.65pct，21H1 进一步下滑至 3.27%。**公司发电业务资产质量较高，带动公司盈利能力回升**，2020 年发电业务毛利率 60.5%，同比上升 3.32pct，21H1 毛利率升至 65.7% 综合影响下，21Q1-3 公司销售净利率同比上升 0.52pct 至 2.69%。

**图 9：近几年公司整体盈利能力有所下滑**
**图 10：2020 年公司发电业务毛利率 60.5%**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

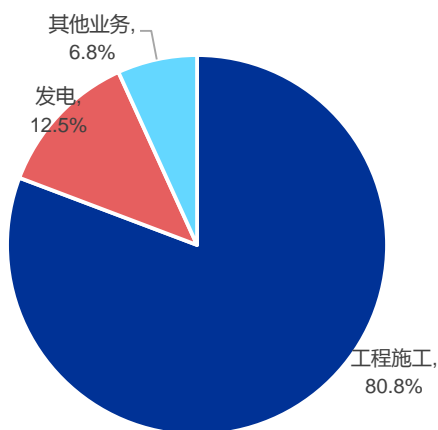


资料来源：公司公告，申万宏源研究

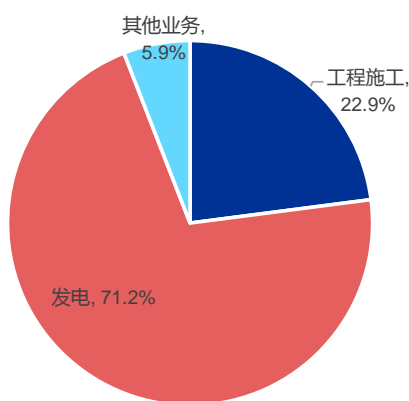
## 2. 能源转型步伐加速，发电业务迅速成长

### 2.1 发电业务前景广阔，公司紧密布局

公司新能源转型步伐加速，2020 年发电业务实现营业收入 14.8 亿元，同比增长 31.0%，占总营收比重同比上升 1.62pct 至 11.8%（21H1 提升至 12.5%），毛利占比同比上升 10.9pct 至 63.8%（21H1 提升至 71.2%）。通过自行建设清洁能源发电项目，公司装机规模快速提升，截至 21 年上半年末，公司总装机规模 1517MW，较 20 年末增长 5.2%，其中风+光装机容量占比在 80%以上。

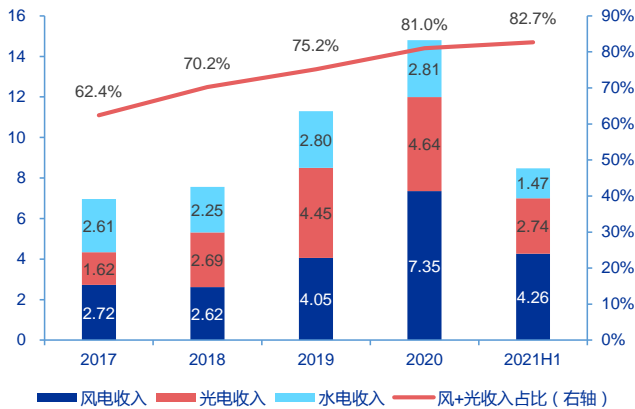
**图 11：21H1 公司发电业务营收占比达 12.5%**


资料来源：Wind，申万宏源研究

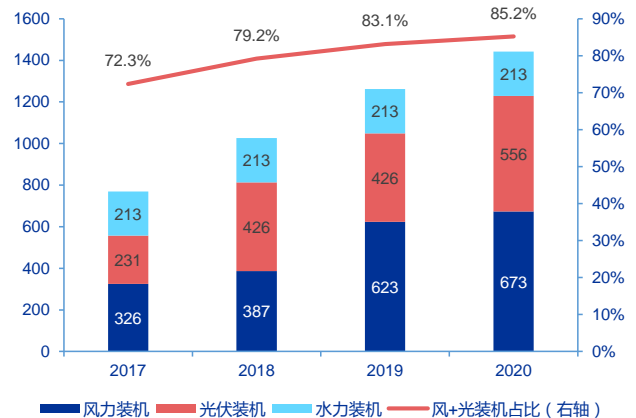
**图 12：21H1 公司发电业务毛利占比达 71.2%**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 13：公司发电收入构成以风光为主（单位：亿元）**
**图 14：公司发电装机构成以风光为主（单位：MW）**



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

“十四五”期间公司新能源投资力度有望维持高位。双控政策下新能源投资景气度维持高位，公司21年计划新增投产200MW装机，新增备案700MW，保守假设十四五期间公司年均新增200MW发电装机，其中新增风电装机100MW、光伏装机100MW。若十四五期间公司完成对应装机规模，预计总投资50.5亿元，其中光伏投资17.9亿元，风电投资32.6亿元，2025年总装机规模提升至2442MW。

#### 核心假设：

- 1) 根据中国光伏协会，2020年我国地面光伏系统初始投资成本约为3.99元/W，同比下降12.3%，预计2025年投资成本降至3.37元/W，假设期间成本逐步下降。
- 2) 根据粤水电签订合作框架协议风电项目投资测算，公司风电初始投资成本约6.78元/W，假设十四五期间公司风电初始投资成本小幅下滑，至2025年投资成本降至6.39元/W。

表3：预计2021-2025年新能源投资总额50.5亿元，2025年末公司发电总装机容量为2442MW

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	十四五累计
累计光伏装机容量	426	426	556	656.4	756.4	856.4	956.4	1056.4	
当年新增光伏装机容量 (MW)	195	0	130	100	100	100	100	100	500
光伏初始投资成本 (元/W)	5.30	4.55	3.99	3.81	3.70	3.58	3.48	3.37	
YoY		-14%	-12%	-5%	-3%	-3%	-3%	-3%	
光伏投资额 (亿元)	10.3	0.0	5.19	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	17.9
累计风电装机容量	387	623	673	773	873	973	1073	1173	
当年新增风电装机容量 (MW)	62	236	50	100	100	100	100	100	500
风电初始投资成本 (元/W)	6.88	6.85	6.78	6.65	6.58	6.51	6.45	6.39	
YoY		-0.4%	-1.0%	-2.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	
风电投资额 (亿元)	4.23	16.17	3.39	6.65	6.58	6.51	6.45	6.39	32.6
当年新能源投资 (亿元)	14.6	16.2	8.6	10.5	10.3	10.1	9.9	9.8	50.5
累计水电装机容量 (MW)	213	213	213	213	213	213	213	213	
总装机容量 (MW)	1026	1262	1442	1642	1842	2042	2242	2442	

资料来源：公司公告，中国光伏协会，申万宏源研究

注：因保留小数点存在尾数差异，下同

## 2.2 预计 2025 年发电业务实现净利润 4.41 亿

新能源消纳问题逐步得到解决以及装机规模提升，公司发电业务营收迎来快速增长，预计 2025 年发电业务收入提升至 22.7 亿，5 年 CAGR 8.94%，其中风力发电实现收入 12.3 亿，光伏发电实现收入 7.58 亿。

### 核心假设：

1) 2021 年发改委下发文件，取消风电、光伏上网补贴，实施上网平价政策，与当地燃煤发电上网价格相当。假设公司风光电装机增量主要集中在新疆，上网电价维持 0.30 元/度。

2) 风电、光伏上网补贴取消不影响此前已装机上网项目补贴，假设“十四五”期间公司已享受上网补贴项目上网电价不发生重大变化，年收入变化主要受上网电量变化影响。

表 4：预计 2021-2025 年公司发电总收入 CAGR 为 8.9% (单位：亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
风力发电收入	2.72	2.62	4.05	7.35	8.31	9.54	10.45	11.38	12.32
光伏发电收入	1.62	2.69	4.45	4.64	5.59	6.12	6.74	7.16	7.58
水力发电收入	2.61	2.25	2.80	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
发电总收入	6.96	7.57	11.30	14.80	16.71	18.47	20.00	21.35	22.71
风力发电收入增速		-4%	55%	81%	13%	15%	10%	9%	8%
光伏发电收入增速		66%	65%	4%	21%	10%	10%	6%	6%
水力发电收入增速		-14%	24%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
发电总收入增速		9%	49%	31%	13%	11%	8%	7%	6%
总上网电量 (亿度)	17.0	17.0	24.5	32.2	36.3	41.5	46.1	50.5	54.9

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：预计 2021-2025 年风力发电收入 CAGR 为 10.9%

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
A=C*D 风力发电收入 (亿元)	2.72	2.62	4.05	7.35	8.31	9.54	10.45	11.38	12.32
风力发电收入 a	2.72	2.62	4.05	7.35	7.93	8.35	8.45	8.54	8.64
风力发电收入 b					0.38	1.19	2.00	2.84	3.69
B 风力发电装机 (MW)	326	387	623	673	773	873	973	1073	1173
风力发电装机 a	326	387	623	673	673	673	673	673	673
风力发电装机 b					100	200	300	400	500
年新增装机 (MW)		62	236	50	100	100	100	100	100

C=B*E	上网电量 (亿度)	5.45	5.34	8.44	15.64	18.13	21.73	24.64	27.62	30.66
	上网电量 a	5.45	5.34	8.44	15.64	16.9	17.8	18.0	18.2	18.4
	上网电量 b					1.25	3.96	6.68	9.45	12.29
D	上网电价 (元/度)									
	上网电价 a	0.50	0.49	0.48	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
	yoy		-2.0%	-2.0%	-2.1%	0%	0%	0%	0%	0%
	上网电价 b					0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	风电应发利用小时数 (h)	2800	2800	2800	2900	2950	3000	3000	3000	3000
E	风电实发利用小时数 (h)		1499	1672	2414	2508	2640	2670	2700	2730
	弃风率		46.4%	40.3%	16.8%	15.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：标注 a 为 2021 年之前上网享受国家补贴项目，标注 b 为 21 年开始平价上网项目，下同

表 6：预计 2021-2025 年光伏发电收入 CAGR 为 10.3%

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
A=C*D	光伏发电收入 (亿元)	1.62	2.69	4.45	4.64	5.59	6.12	6.74	7.16	7.58
	光伏发电收入 a	1.62	2.69	4.45	4.64	5.39	5.51	5.70	5.70	5.70
	光伏发电收入 b					0.20	0.61	1.05	1.46	1.88
B	光伏发电装机 (MW)	231	426	426	556	656	756	856	956	1056
	光伏发电装机 a	231	426	426	556	556	556	556	556	556
	光伏发电装机 b					100	200	300	400	500
	年新增装机 (MW)		195	0	130	100	100	100	100	100
C=B*E	上网电量 (亿度)	2.03	3.45	5.88	6.32	8.00	9.54	11.25	12.64	14.04
	上网电量 a	2.03	3.45	5.88	6.32	7.3	7.5	7.8	7.8	7.8
	上网电量 b					0.66	2.03	3.49	4.88	6.28
D	上网电价 (元/度)									
	上网电价 a	0.80	0.78	0.76	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73
	yoy		-2.5%	-3.0%	-3.0%	0%	0%	0%	0%	0%
	上网电价 b					0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	光伏应发利用小时数 (h)		1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
E	光伏实发利用小时数 (h)		1050	1378	1286	1320	1350	1395	1395	1395
	弃光率		30.0%	8.1%	14.3%	12.0%	10.0%	7.0%	7.0%	7.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：预计 2021-2025 年水力发电收入保持平稳

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
--	------	------	------	------	-------	-------	-------	-------	-------

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

找报告，上“数据理河”

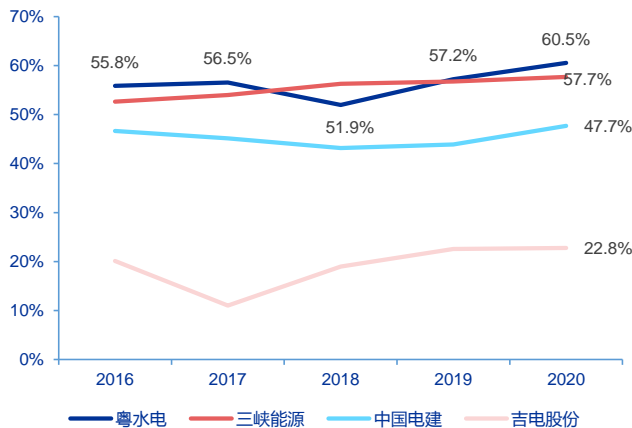
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

A=B*C	水力发电收入(亿元)	2.61	2.25	2.80	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
	水力发电装机(MW)	213	213	213	213	213	213	213	213
B	上网电价(元/度)	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
C	上网电量(亿度)	9.49	8.18	10.17	10.21	10.21	10.21	10.21	10.21

资料来源：公司公告，申万宏源研究

粤水电毛利率处于高位，但受费用影响，净利率相对较低，后续有望持续提升。2020年公司发电业务毛利率60.5%，较三峡能源高2.85pct，较中国电建高12.9pct，但受财务费用等各项费用率影响，粤水电发电业务净利率相对较低，预计2020年净利率仅为13.0%，存在较大提升空间。

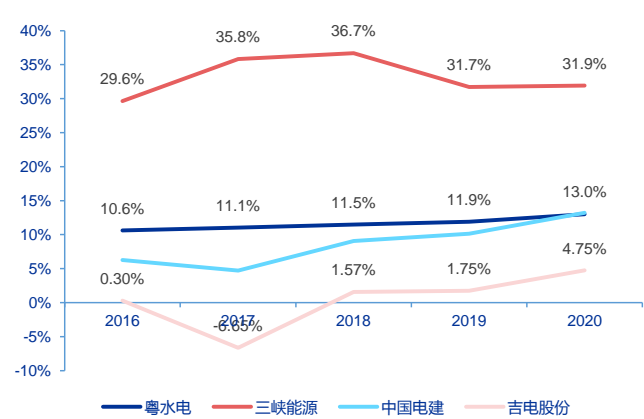
图 15：粤水电发电业务毛利率处于高位



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：中国电建和粤水电均为发电业务情况，下同，中国电建毛利率为预测值

图 16：粤水电财务费用率较其他公司较高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：粤水电历史净利率为预测值

规模效应下发电业务盈利能力提升，随着新能源消纳逐步解决，单位装机发电量提升，叠加投资成本下行，发电业务固定资产折旧摊销和财务费用率逐步下降，提升项目整体盈利能力。预计2025年发电业务实现净利润4.41亿，5年CAGR为18.0%，净利率从2020年13.0%提升至2025年19.4%。随着发电业务逐步成熟，预计自由性现金流2024年由负转正，“十四五”新能源投资总额50.5亿元，扣减运营业务自身产生的现金流，公司净投入4.21亿。

表 8：预计 2021-2025 年发电业务净利润 CAGR 为 18.0%

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
发电业务营收(亿元)	6.96	7.57	11.30	14.80	16.71	18.47	20.00	21.35	22.71
YoY(右轴)	16.5%	8.7%	49.4%	31.0%	12.9%	10.6%	8.3%	6.7%	6.4%
营业成本(亿元)	3.03	3.64	4.83	5.84	6.25	6.93	7.57	8.18	8.78
人工费	0.21	0.28	0.41	0.55	0.62	0.68	0.74	0.79	0.84
人工费率	2.96%	3.76%	3.63%	3.69%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
材料费	0.04	0.05	0.13	0.16	0.17	0.18	0.20	0.21	0.23
材料费率	0.58%	0.67%	1.12%	1.05%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
折旧费	2.33	2.62	3.43	4.15	4.30	4.79	5.28	5.75	6.22
折旧/营业收入	33.4%	34.7%	30.4%	28.0%	25.8%	26.0%	26.4%	26.9%	27.4%

折旧费/发电设备固定资产期初总额	4.70%	4.64%	4.63%	4.70%	4.70%	4.70%	4.70%	4.70%	4.70%
修理费	0.07	0.12	0.14	0.18	0.21	0.23	0.25	0.26	0.27
修理费率	1.04%	1.63%	1.28%	1.21%	1.25%	1.25%	1.25%	1.20%	1.20%
其他直接费	0.29	0.38	0.44	0.49	0.58	0.63	0.66	0.70	0.75
其他直接费率	4.20%	5.08%	3.94%	3.34%	3.50%	3.40%	3.30%	3.30%	3.30%
间接费	0.09	0.17	0.28	0.31	0.37	0.41	0.44	0.47	0.48
间接费率	1.28%	2.26%	2.44%	2.12%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.10%
毛利润	3.93	3.93	6.47	8.96	10.46	11.54	12.44	13.16	13.93
毛利率	56.5%	51.9%	57.2%	60.5%	62.6%	62.5%	62.2%	61.7%	61.3%
财务费用	1.57	1.70	2.61	3.63	4.13	4.35	4.45	4.45	4.31
财务费用率	22.6%	22.5%	23.1%	24.6%	24.7%	23.6%	22.2%	20.8%	19.0%
其他相关费用	1.45	1.21	2.28	3.06	3.51	3.79	4.00	4.16	4.43
其他费用/营业收入	20.9%	15.9%	20.2%	20.7%	21.0%	20.5%	20.0%	19.5%	19.5%
营业利润	0.90	1.02	1.58	2.26	2.82	3.41	3.99	4.55	5.19
营业利润率	13.0%	13.5%	14.0%	15.3%	16.9%	18.4%	19.9%	21.3%	22.8%
所得税费用	0.14	0.15	0.24	0.34	0.42	0.51	0.60	0.68	0.78
所得税税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	0.77	0.87	1.34	1.92	2.40	2.90	3.39	3.87	4.41
净利润率	11.1%	11.5%	11.9%	13.0%	14.4%	15.7%	16.9%	18.1%	19.4%
YoY	21.1%	12.9%	54.9%	43.1%	24.7%	20.7%	17.1%	14.2%	13.9%
发电资产总额(亿元)	56.5	74.2	88.2	91.5	102.0	112.3	122.4	132.3	142.0
经营性现金流*(亿元)	3.23	3.64	5.01	6.41	7.12	8.20	9.27	10.31	11.41
对外投资金额(亿元)		15.0	16.2	8.6	10.5	10.3	10.1	9.9	9.8
自由现金流量(亿元)		(11.31)	(11.15)	(2.17)	(3.33)	(2.08)	(0.83)	0.38	1.65

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：公司未披露发电业务细分费用情况，经营性现金流\*为调整后口径，经营性现金流\*=净利润+所得税+折旧

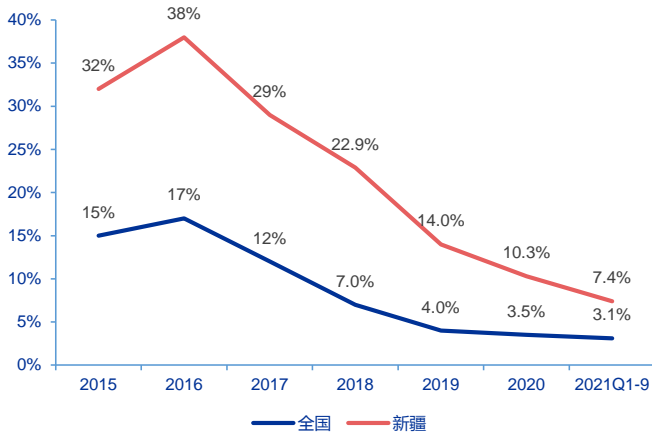
## 2.3 绿电获得政策加码，质量兼优蓄势待发

### 2.3.1 新能源消纳逐步解决，发电装机产能得到有效释放

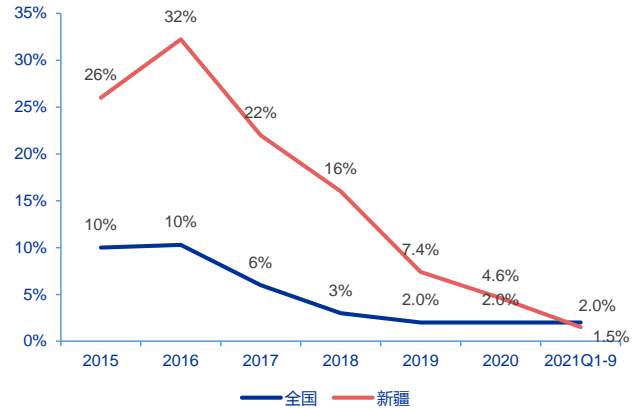
新能源消纳比例提升，处在优质风能、太阳能地区发电项目有望发挥更大价值。此前受新能源系统消纳不足影响，各企业新能源发电项目产能无法得到有效释放，优质风能或太阳能地域优势无法得到有效发挥。随着未来新能源消纳逐步提升，优质地区发电项目价值提升。公司多数发电项目多处于优质风场和光场地域，发电价值有望逐步显现。

图 17：2021 年 1-9 月全国弃风率 3.1%

图 18：2021 年 1-9 月全国弃光率 2.0%



资料来源：国家能源局，申万宏源研究



资料来源：国家能源局，申万宏源研究

**表 9：公司风力发电项目地域集中在较大风能资源区**

类型名称	全年有效风能密度 (W/m <sup>2</sup> )	有效风力出现百分率	主要地区	项目	合计装机容量 (MW)
最大风能资源区	> 300	80%-90%	东南沿海及其岛屿	海南东方感城风力发电项目	50
较大风能资源区	> 150		内蒙古和甘肃北部，黑龙江、吉林东部；青藏高原、三北地区	新疆昌吉奇台塔山、昌吉木垒老君庙、山东滨州沾化滨海项目等项目	519
风能季节利用区	50~100	30%-40%	在较大风能资源区和最小风能资源区以外的广大地区	广西钦州钦南、湖南沅江等项目	-
最小风能资源区	< 50	20%	云贵川，甘肃、陕西南部，河南、湖南西部，福建、广东、广西的山区，塔里木盆地	广东韶关乳源大布、河南平顶山鲁山风力发电等项目	170

资料来源：中国气象局，申万宏源研究

**表 10：公司多数光伏发电项目位于光能最丰富带，所在区域的光能质量高**

类型名称	全年辐射量 (MJ/m <sup>2</sup> )	全年平均辐照度 (W/m <sup>2</sup> )	主要地区	项目	合计装机容量 (MWp)
最丰富带	≥6300	约≥200	西藏 94°E 以西大部分地区、新疆东部边缘地区等	西藏拉萨曲水光伏发电项目	40
很丰富带	5040~6300	约 160~200	山东东部、青海东部边缘、西藏 94°E 以东、四川中西部、云南大部、海南等	新疆喀什巴楚、莎车、疏附光伏发电项目、新疆吐鲁番光伏发电项目等	475
较丰富带	3780~5400	约 120~160	黑龙江大部、吉林中东部、辽宁中东部、山东中西部、陕西中南部、四川中部、云南东部	广东湛江霞山光伏发电项目等	168

边缘、广西、广东、福建等

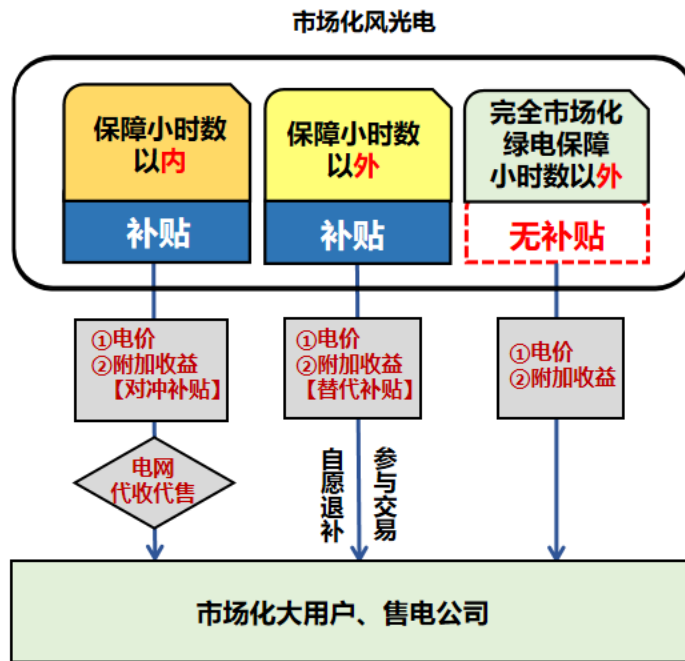
一般带	< 3780	约 < 120	四川东部、重庆大部、贵州中北部、湖北 110°E 以西、湖南西北部	-	-
-----	--------	---------	-----------------------------------	---	---

资料来源：中国可再生能源学会光伏专业委员会，申万宏源研究

### 2.3.2 绿电交易增厚项目盈利能力，带来公司价值全面重估

推行绿电交易，电力系统新能源发电消纳能力有望加强。能耗双控背景下，为构建以新能源为主体的新型电力系统，国家发展改革委、国家能源局于 2021 年 9 月 7 日开展绿色电力交易试点工作。本次绿电交易试点以风电、光伏等绿色电力产品为标的物，在电力中长期市场机制框架内设立交易品种，鼓励电力用户与在建发电企业签订 5-10 年的长期购电协议，且绿电交易优先于其他优先发电计划和市场化交易结算，有望提高电力系统新能源发电消纳能力。

图 19：绿电交易试点方案优先保证平价上网项目



资料来源：发改委，国家能源局，知能能源研究，申万宏源研究

表 11：2016 年以来电力政策持续更迭，为绿电交易提供制度保障

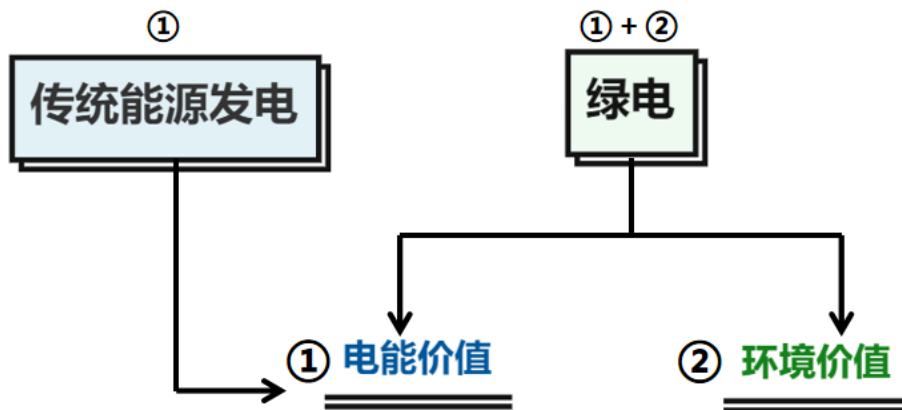
时间	发布单位	文件名称	政策要点
2021/9	国家能源局	《新型储能项目管理规范（暂行）》	推动新型储能积极稳妥健康有序发展，促进以新能源为主体的新型电力系统建设
2021/9	国家发改委、国家能源局	《绿色电力交易试点工作方案》	批复《绿色电力交易试点工作方案》，开展绿色电力交易试点

2019/1	国家发改委、财政部、国家能源局	《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》	全面推行绿色电力证书交易
2017/7	国家发改委、国家能源局	《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》	进一步扩大可核发绿证项目的范围
2017/1	国家发改委、财政部、国家能源局	《关于试行可再生能源绿色电力证书核发及自愿认购交易制度的通知》	正式实行绿色电力证书交易制度
2015/3	中共中央、国务院	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	建立多买多卖、多市场交易平台，实现电价定价机制的市场化

资料来源：政府官网，申万宏源研究

**绿电交易赋予风电光电环保属性，公司价值全面重估。**从能量利用角度来看，电力是同质化产品，在原有价格体系下仅能体现能量价值。此次绿色电力交易通过限制参与交易的电源品种，给予绿色电力“差异化”标签，能够全面反映绿色电力的电能价值和环境价值。当前绿电交易成交价格较当地电力中长期交易价格增加 0.03 至 0.05 元/千瓦时，有望增厚平价项目盈利能力，带来公司价值全面评估。

图 20：绿电交易赋予风电光电环保属性



资料来源：发改委，国家能源局，申万宏源研究

## 2.4 弹性测算：绿电溢价每提升 0.01 元/度，2025 年发电业务业绩比原假设提升 2.09%

绿电溢价提升对公司发电业务业绩有明显推动。绿电交易试点方案优先保证平价上网项目，国家 2021 年开始取消陆地风光电项目上网补贴，保守假设公司仅 2021 年开始新增平价发电项目参与绿电交易，预计 2025 年可参与绿电交易的上网电量为 18.6 亿度；若绿电溢价为 0.01 元/度，预计 2025 年发电业务业绩为 4.50 亿元，较我们此前假设业绩提升 2.09%。

表 12：预计 2025 年公司发电装机量 2442MW，上网电量 54.9 亿度，较 20 年末提升 70.7%

2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
------	------	------	------	-------	-------	-------	-------	-------

发电收入 (亿元)	6.96	7.57	11.30	14.80	16.71	18.47	20.00	21.35	22.71
装机容量 (MW)	770	1026	1262	1442	1642	1842	2042	2242	2442
上网电量 (亿度)	17.0	17.0	24.5	32.2	36.3	41.5	46.1	50.5	54.9
政府补贴上网电量	17.0	17.0	24.5	32.2	34.4	35.5	35.9	36.1	36.3
平价项目上网电量					1.9	6.0	10.2	14.3	18.6
单位装机年发电量 (度/W)	2.20	1.65	1.94	2.23	2.21	2.25	2.26	2.25	2.25
上网电价 (元/度)	0.41	0.45	0.46	0.46	0.46	0.45	0.43	0.42	0.41

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：因小数点保留存在尾数差异

表 13：绿电溢价提升对发电业务业绩有明显推动（单位：亿元）

绿电溢价 (元/度)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
0.00 (稳态)	1.92	2.40	2.90	3.39	3.87	4.41
0.01	1.92	2.41	2.93	3.44	3.94	4.50
业绩较稳态变化幅度	0.00%	0.46%	1.14%	1.58%	1.89%	2.09%
0.03	1.92	2.43	2.99	3.55	4.09	4.69
业绩较稳态变化幅度	0.00%	1.37%	3.43%	4.75%	5.66%	6.28%

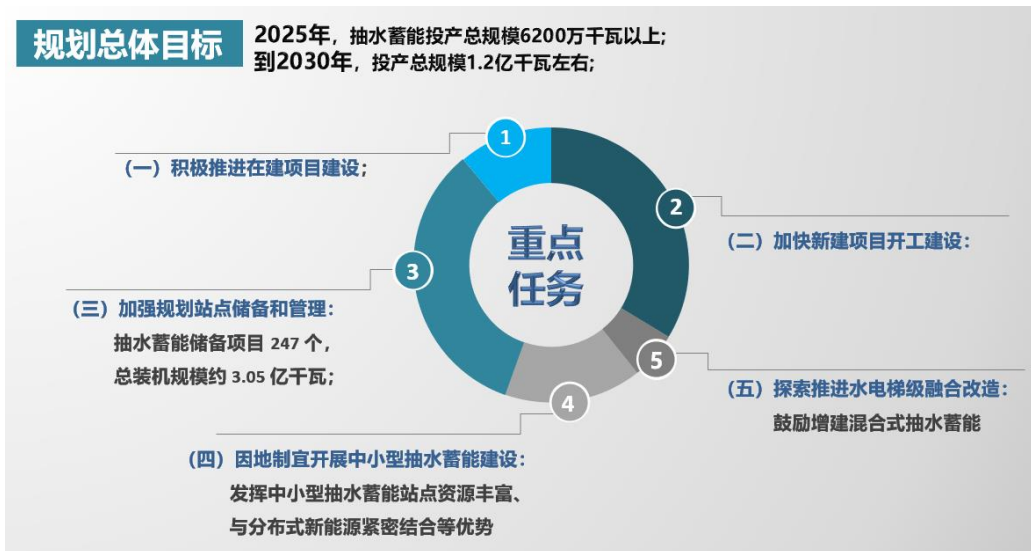
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 3. 抽水蓄能为公司工程业务提供增量

### 3.1 抽水蓄能获国家大力推广，南方电网紧密实行

为适应新型电力系统建设和新能源发展需求，2021年9月17日国家能源局正式印发《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》，提出2025年抽水蓄能投产总规模6200万千瓦以上，2030年投产总规模1.2亿千瓦左右，2035年形成满足新能源高比例大规模发展需求的，技术先进、管理优质、国际竞争力强的抽水蓄能现代化产业，培育形成一批抽水蓄能大型骨干企业的目标。截至20年末，我国已投产抽水蓄能电站总规模3249万千瓦，主要分部在华东、华北、华中和广东地区，在建抽水蓄能电站总规模5393万千瓦，约60%分布在华东和华北，已建和在建规模均居世界首位。

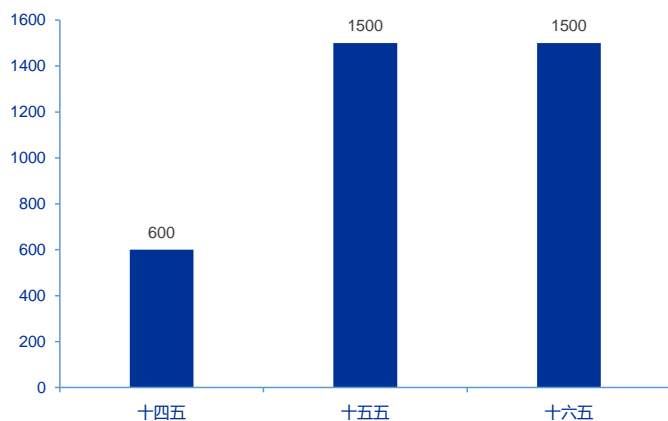
**图 21：《规划(2021-2035年)》要求2030年抽蓄电站装机投产总规模1.2亿千瓦左右**



资料来源：国家能源局，申万宏源研究

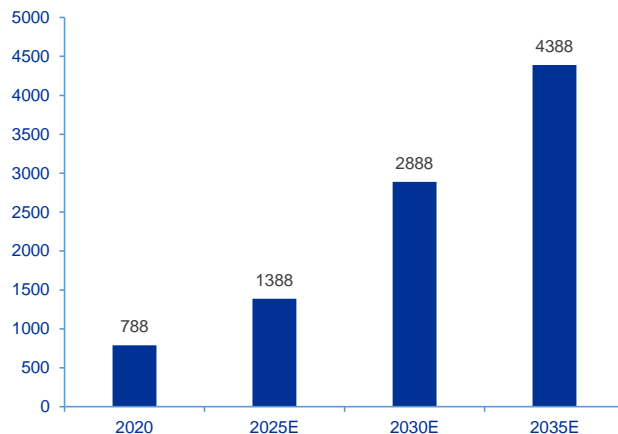
2021年5月南方电网发布《南方电网公司建设新型电力系统行动方案（2021-2030年）白皮书》，明确在“十四五”和“十五五”期间，南方电网将分别投产500万千瓦和1500万千瓦抽水蓄能，在2030年前基本建成新型电力系统。9月14日印发的《南方电网公司关于推动绿色低碳发展转型的意见》提出，将加快抽水蓄能系统建设，未来十五年抽水蓄能装机增长4.6倍，其中：“十四五”将新增装机600万千瓦（比5月发布的白皮书提高100万千瓦），“十五五”“十六五”各新增装机1500万千瓦。

图 22：“十四五”期间南方电网计划新增 600 万千瓦抽水蓄能装机（单位：万千瓦）



资料来源：南方电网官网，申万宏源研究

图 23：预计 2035 年南方五省抽水蓄能装机规模累计 4388 万千瓦（单位：万千瓦）



资料来源：南方电网官网，申万宏源研究

注：保守假设新增装机仅为南方电网新增

根据我们此前发布的《成本疏导灰云散尽，抽水蓄能旭日东升-建筑业“碳中和”系列研究之六》，预计2021-2030年全国抽水蓄能电站投资金额4973亿元，累计投产装机容量8751万千瓦。其中，2025、2030年我国抽水蓄能装机规模分别为6804、12000万千瓦，2021-2025年、2026-2030年分别新增投产装机容量3555万千瓦、5196万千瓦，投资金额分别为2585亿、2389亿。

表 14：预计 2021-2030 年抽水蓄能电站总投资达 4973 亿元（单位：亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	合计
累计装机容量 (万千瓦)	3249	4069	5209	5489	5609	<b>6804</b>	8144	9365	10657	11328	<b>12000</b>	
在建装机容量 (万千瓦)	5393	5245	4776	5168	5719	5196	4528	3978	3358	3358	3358	
新开工装机容量 (万千瓦)		672	672	672	672	672	672	672	672	672	672	<b>6716</b>
当年投产装机容量 (万千瓦)		820	1140	280	120	1195	1340	1222	1292	672	672	<b>8751</b>
当年投资金额 (亿元)		459	425	472	582	646	593	525	447	412	412	<b>4973</b>

资料来源：《荒沟抽水蓄能电站建设项目经济评价研究》，申万宏源研究

注：因小数点保留问题，尾数存在差异

### 3.2 头部工程企业占据抽蓄电站建设主要市场份额

抽水蓄能电站投资费用主要在建筑安装和设备采购，二者合计投资占总投资约 60%。以荒沟抽水蓄能电站为例，荒沟抽水蓄能电站为纯抽水蓄能电站，总装机容量 120 万千瓦，建成后年平均发电量将达到 18.4 亿千瓦时，年发电小时数为 1530 小时，年抽水用电量为 24.1 亿千瓦时，年抽水小时数为 2008 小时，机组综合效率为 76.2%。项目总投资 58 亿元，其中建筑安装工程投资 20.7 亿，占总投资 35.6%，永久设备工程 14.0 亿，占比 24.1%。

表 15：抽水蓄能电站建筑安装工程投资占比 35.6%，永久设备工程占比 24.1%

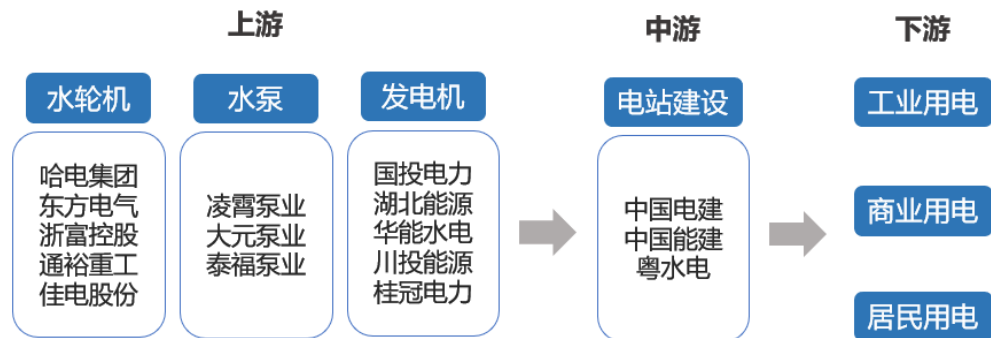
投资类别	所属项目	细分科目	投资(亿元)	占总投资比例
固定资产投资 (84.8%)	静态投资 (78.5%)	建筑安装工程	20.7	35.6%
		施工辅助工程	3.3	5.7%
		建筑工程	13.3	22.9%
		环境保护和水土保持工程	0.8	1.3%
		设备安装工程	3.3	5.7%
		永久设备工程	14.0	24.1%
		建设征地和移民安置补偿费用	1.0	1.7%
		其他费用	6.7	11.6%
		基本预备费	3.2	5.6%
		价差预备费 (6.3%)	3.7	6.3%
		建设期利息 (15.2%)		8.8
工程总投资			58.0	100.0%

资料来源：《荒沟抽水蓄能电站建设项目经济评价研究》，申万宏源研究

抽水蓄能产业链上游主要为设备制造商，包括水轮机、水泵和发电机等设备制造企业，如水轮机主要厂商哈电集团、东方电气；水泵主要生产厂商凌霄泵业、大元泵业；发电机主要厂商国投电力、湖北能源等。抽水蓄能产业链中游为承担电站主体建设环节的公司，主要有中国电建、中国能建和粤水电。

以周宁抽水蓄能电站为例，电站建设单位为华电福新周宁抽水蓄能公司，工程设计单位为中国电建旗下华东勘测设计院，主体施工单位为中国电建下属工程局，哈尔滨电机厂负责电站主体设备设计和制造。

图 24：承担抽水蓄能电站建设的主要有中国电建、中国能建和粤水电



资料来源：北极星电力，申万宏源研究

粤水电在抽水蓄能领域扎根多年，承建多个大型抽水蓄能大型项目，相关建设经验丰富。作为中国水利水电建设龙头之一，公司具备抽水蓄能电站上下水库土建等工程施工资质，先后参与六座抽水蓄能电站建设，其中已建项目总装机容量 548 万千瓦，占全国已建项目 16.9%。随着抽水蓄能受到政策刺激，公司主营业务也将获得推进发展。

表 16：公司累计参与六座抽水蓄能电站建设

抽水蓄能电站名称	建设地区	装机规模 (万千瓦)	年发电量 (亿千瓦时)	总投资金额(亿元)	开始建设年份	项目状态
1 惠州抽水蓄能电站	广东省惠州市	240	46	81	2004	已建
2 清远抽水蓄能电站	广东省清远市	128	23	49	2009	已建
3 深圳抽水蓄能电站	广东省深圳市	120	15	60	2011	已建
4 海南琼中抽水蓄能电站	海南省琼中县	60	10	41	2014	已建
5 阳江抽水蓄能电站	广东省阳江市	240	36	80	2009	在建
6 肇庆抽水蓄能电站	广东省肇庆市	120	-	70	2020	在建
合计	-	908	-	381	-	

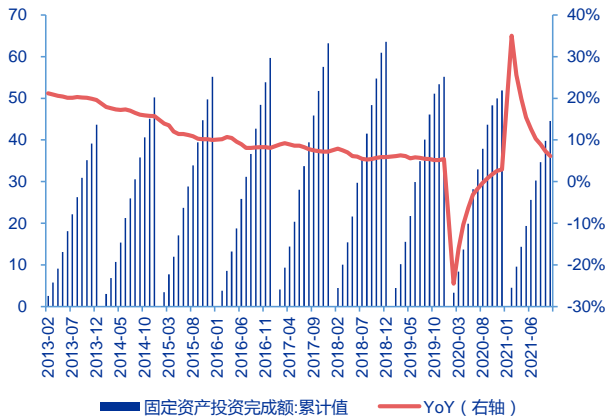
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4. 工程景气度回升，国企改革构成上行催化

### 4.1 逆周期调节背景下工程投资重获活力

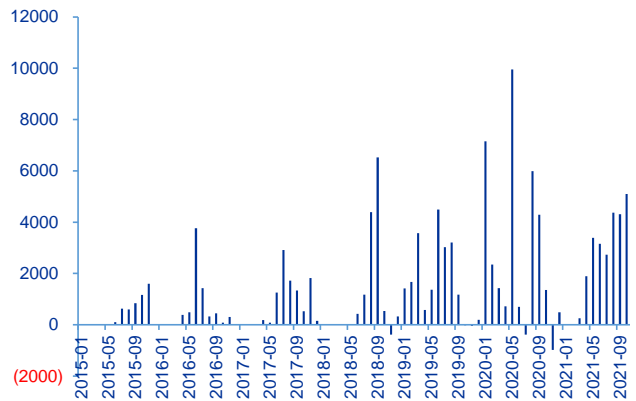
逆周期调节背景下，专项债发行有望维持高位，推动地方政府投资。近几年国家推行去杠杆政策，地方政府融资情况严峻，基础设施投资受到阻碍。2021 年 10 月全国固定资产投资完成额 44.6 万亿，同比增长 6.1%，两年平均增长 3.8%，逆周期调节背景下，专项债发行额度有望继续维持高位，持续推动地方政府投资，公司工程业务景气度回升。

图 25 : 2021 年 1-10 月全国固定资产投资完成额 44.6 万亿, 同比增长 6.1%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

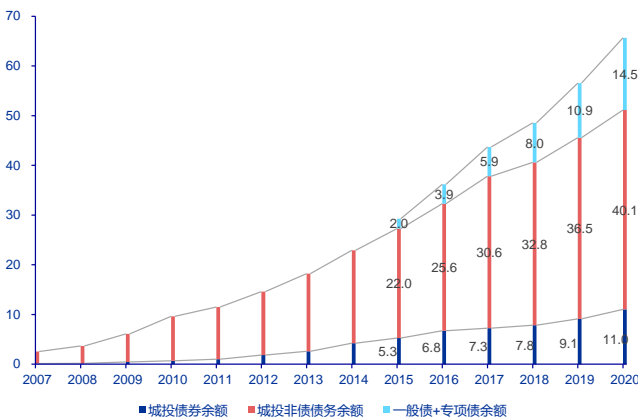
图 26 : 逆周期调节背景下 7 月份开始专项债发行量维持高位 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

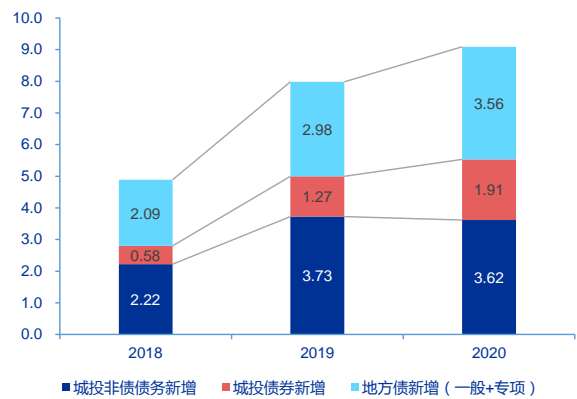
“去杠杆”政策与“形成实物工作量”目标不冲突，市场主体将以表内债券融资为主。去杠杆政策推行至今，隐性债务受到强市场监管，2021 年监管继续加强，**严禁新增地方政府隐性债务、妥善化解存量地方政府隐性债务，强化风险管理**。市场担心严监管下地方政府平台主体融资环境持续恶化，我们认为 18 年后地方政府对于存量债务一直在进行优化，对于新增债务，**低成本债券占比不断增加**，根据我们统计 2020 年全国有发债记录的地方政府（含平台）存量债务新增 9.09 万亿元（2019 年新增 7.98 万亿元），**其中城投债券、地方政府债券新增占比由 53.3%提升至 60.2%**。

图 27 : 2018 年开始地方政府债务余额中债券占比逐步提升 (单位: 万亿)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 28 : 2020 年新增地方政府债务中以债券新增为主 (单位: 万亿)



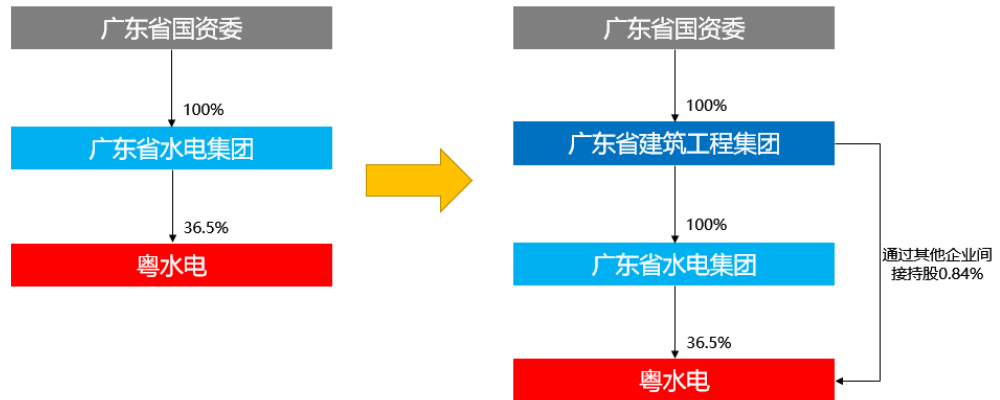
资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 4.2 广东建工集团接手水电集团，业务协同加速

国企改革不断深化，广东建工集团成为公司间接持股股东。2017 年 12 月 29 日，经广东省国资委批复，同意将广东省水电集团 100% 股权无偿划转至广东建工集团。**划转后广东省建工集团成为公司间接控股股东，实际控制人仍为广东省国资委**。2021 年 8 月广东

省国资委将所持广东省建工集团 10% 股权划转至广东省财政厅，广东建工集团股东变更为广东省国资委和广东省财政厅，国企改革进程提速。

图 29：划转后广东省建工集团为公司间接控股股东，实际控制人仍为广东省国资委

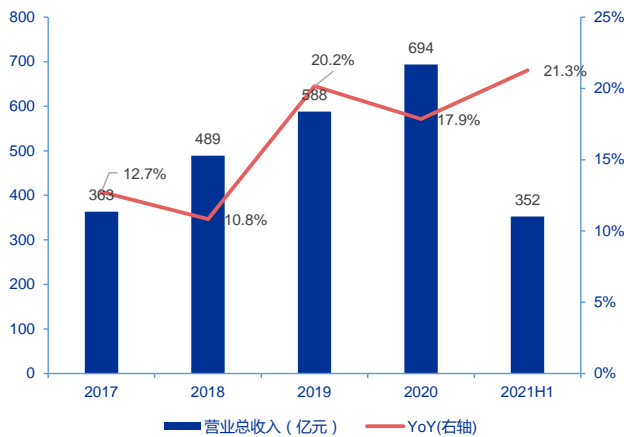


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：以上持股比例仅为 17 年划转前后对比情况

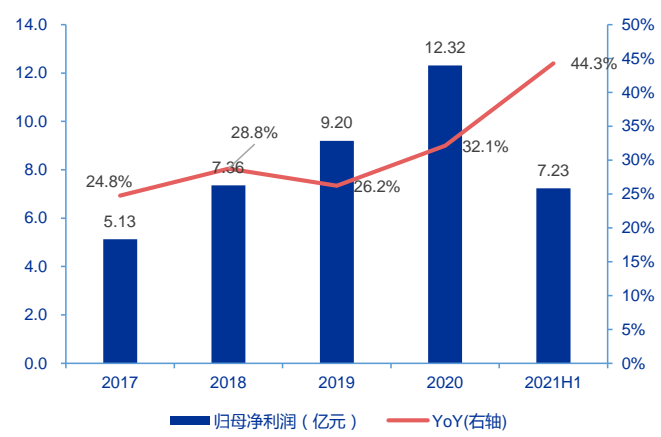
广东建工集团是广东省内重要的省属建筑企业，截至 2021 年上半年末，公司总资产 965 亿，所有者权益合计 255 亿，资产负债率 73.6%，20 年全年实现营业收入 694 亿，实现归母净利润 12.3 亿，业务主要分布于广东省内，品牌知名度较高，在国内建筑市场上竞争实力强。

图 30：2020 年广东建工集团实现营收 694 亿，同比增长 17.9%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：2020 年广东建工集团实现归母净利润 12.3 亿，同比增长 32.1%



资料来源：Wind，申万宏源研究

粤水电是集团旗下唯一一家上市公司，广东省建工集团承诺五年内解决同业竞争问题。2017 年广东水电集团与建工集团重组合并后，粤水电与建工集团旗下其余子公司在工程施工、水力发电、产品销售和勘察设计等领域存在同业竞争问题。2018 年 6 月建工集团承诺五年内结合企业实际情况（包括但不限于委托管理、资产重组、业务整合）逐步减少双方业务重组并最终消除。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 未来三年公司营业收入 CAGR=10.9%

根据新签合同情况和历史财务数据进行预测，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 141 亿/157 亿/172 亿，对应增速 12.4%/10.8%/9.7%，三年 CAGR=10.9%（因小数点保留问题存在尾数差异，下同），其中工程施工营业收入分别为 116 亿/129 亿/142 亿，对应增速 20.4%/11.5%/10.4%，发电收入分别为 16.7 亿/18.5 亿/20.0 亿，对应增速 12.9%/10.6%/8.3%。

表 17：预计公司 2021-2023 年营业收入 CAGR 为 10.9%

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	83.1	111.4	125.8	141.5	156.7	171.8
工程施工	71.7	94.0	96.0	115.6	129.0	142.4
发电	7.6	11.3	14.8	16.7	18.5	20.0
产品销售	3.1	5.2	14.0	8.0	8.0	8.0
勘测设计与咨询服务	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
其他业务	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
营业收入增速(%)	25.3%	34.1%	12.9%	12.4%	10.8%	9.7%
工程施工	26.7%	31.2%	2.2%	20.4%	11.5%	10.4%
发电	8.7%	49.4%	31.0%	12.9%	10.6%	8.3%
产品销售	25.3%	69.2%	170.6%	-42.9%	0.0%	0.0%
勘测设计与咨询服务	151.3%	11.0%	-12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	86.9%	71.0%	71.8%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率(%)	12.0%	11.0%	11.2%	11.3%	11.2%	11.1%
工程施工	7.97%	5.86%	4.21%	4.50%	4.40%	4.35%
发电	51.9%	57.2%	60.5%	62.6%	62.5%	62.2%
产品销售	-2.5%	-2.7%	5.3%	1.0%	1.0%	1.0%
勘测设计与咨询服务	37.4%	48.0%	38.2%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	100.0%	15.2%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：Wind，申万宏源研究

### 5.2 相对估值：合理市值约 68.8 亿

首次覆盖，给予“买入”评级：预计公司 21-23 年归母净利润分别为 3.16 亿/3.74 亿/4.40 亿（其中发电业务归母净利润 2.40 亿/2.90 亿/3.39 亿），增速分别为 19.9%/18.2%/17.7%，对应 PE 分别为 18X/15X/13X。

公司发电业务清洁能源装机占比高，截至 2020 年末公司发电总装机 144.2 万千瓦，清洁能源装机占比 100%，随着新能源消纳能力提高以及绿电交易赋予附加价值，发电业务值得期待。

表 18：粤水电清洁能源发电装机量占总装机比例达 100%（单位：万千瓦）

集团名称	公司名称	2020 年末装机量						风光水/所有装机比例
		总装机	火电	风电	光伏	水电	风光水合计	
广东省水电集团	粤水电	144.2		67.3	55.6	21.3	144.2	100%
中国电力建设集团	中国电建	1613	316	528	129	640	1297	80%
华能集团	华能国际	11326	10225	813	251	37	1101	10%
	内蒙华电	1285	1140	138	7		145	11%
大唐集团	大唐发电	6824	5283	463	158	920	1541	23%
	华银电力	585	524	37	10	14	61	10%
	大唐新能源	1229	7	1117	105		1222	99%
	桂冠电力	1188	133	32		1023	1055	89%
国电投	中国电力	4991	3279	502	627	583	1712	34%
	吉电股份	913	330	252	331		583	64%
	上海电力	1677	1093	294	290		584	35%
国家能源集团	国电电力	8799	6708	633	21	1437	2091	24%
	长源电力	378	359	19			19	5%
	龙源电力	2418	188	2230			2230	92%
中广核	中广核新能源	755	336	296	109	14	419	55%
	华润电力	4337	3213	1040	56	28	1124	26%
	国投电力	3182	1188	214	103	1677	1994	63%
三峡集团	三峡能源	1190		690	477	23	1190	100%
	长江电力	4560				4560	4560	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

采用市盈率估值法，公司业绩构成以发电业务为主，新能源装机体量大且清洁能源比重高，A 股上市公司对标三峡能源，选取电力投资运营领域龙头公司国投电力、长江电力、桂冠电力和清洁能源装机占比较高的三峡能源作为可比公司。21 年可比公司 PE 均值约 21.8 倍。假设按照 21 年 21.8 倍 PE 计算，对应市值 68.8 亿，当前市值 56.1 亿，对应空间 22.6%，给予“买入”评级。

表 19：可比公司 21 年 PE 均值约 21.8X

	收盘价（元/股）	市值（亿元）	2020 年	2020 年	EPS（元/股）			PE		
	2021/11/17	2021/11/17	收入（亿元）	归母净利润（亿元）	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
国投电力	9.47	660	393	55	0.78	0.68	0.92	10.9	13.9	10.3
长江电力	20.06	4,562	578	263	1.19	1.13	1.21	16.6	17.7	16.6
桂冠电力	5.46	430	90	22	0.28	0.29	0.31	16.0	19.1	17.8
三峡能源	6.73	1,923	113	36	0.18	0.18	0.26	-	36.5	25.6
平均								14.5	21.8	17.6
粤水电	4.67	56	126	2.64	0.22	0.26	0.31	15.1	17.8	15.0

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：对比公司业绩预测均来自 Wind 一致预测

## 6. 风险提示

**发电装机量不及预期**：当前各企业纷纷加大新能源布局力度，部分地区由于申报项目远远超过电网可消纳能力，地方政府暂停新能源项目备案工作，若类似事件持续增多，将加大公司新能源备案及建设不确定性。

**新能源消纳不及预期**：新一轮电力体制改革增强电力系统新能源消纳能力，全国“弃风弃光”率下降明显，但后续随着新能源装机规模快速提升，新能源消纳能力能否继续提升存在一定不确定性。

**绿电溢价下降**：当前绿电交易成交价格较当地电力中长期交易价格增加 0.03 至 0.05 元/千瓦时，有望增厚平价项目盈利能力，但仍存在绿电溢价下降风险。

**建工集团重组方案进程不及预期**：2018 年 6 月建工集团承诺五年内结合企业实际情况（包括但不限于委托管理、资产重组、业务整合）逐步减少双方业务重组并最终消除，当前具体方案和时间正在研究制定中，但仍存在一定不确定性。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	11,143	12,583	14,147	15,672	17,184
营业收入	11,143	12,583	14,147	15,672	17,184
营业总成本	10,728	12,153	13,635	15,121	16,576
营业成本	9,920	11,179	12,543	13,909	15,276
税金及附加	49	53	59	66	72
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	230	235	259	290	318
研发费用	35	101	113	125	137
财务费用	493	587	660	731	772
其他收益	13	19	20	5	13
投资收益	5	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-85	-118	-103	-64	-43
资产减值损失	-44	32	-14	-2	-2
资产处置收益	5	-11	0	0	0
营业利润	309	351	415	491	578
营业外收支	-3	-5	0	0	0
利润总额	306	346	415	491	578
所得税	60	70	84	100	117
净利润	246	276	331	391	461
少数股东损益	12	13	15	18	21
归母净利润	234	264	316	374	440

资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	246	276	331	391	461
加：折旧摊销减值	572	540	1,054	1,127	1,230
财务费用	483	579	660	731	772
非经营损失	-27	-3	0	0	0
营运资本变动	1,938	-516	-1,120	-888	-646
其它	-87	95	196	223	227
经营活动现金流	3,125	971	1,120	1,584	2,043
资本开支	3,084	1,864	1,296	1,262	1,156
其它投资现金流	-136	52	0	0	0
投资活动现金流	-3,221	-1,812	-1,296	-1,261	-1,155
吸收投资	11	0	0	0	0
负债净变化	1,708	1,593	671	913	756
支付股利、利息	542	663	738	825	883
其它融资现金流	112	183	900	0	0
融资活动现金流	1,289	1,113	832	89	-126
净现金流	1,193	268	657	411	761

资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并资产负债表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	12,164	13,535	15,697	17,394	19,366
现金及等价物	2,585	2,877	3,533	3,945	4,706
应收款项	6,291	6,688	7,498	8,295	9,022
存货净额	3,220	619	701	777	853
合同资产	0	3,202	3,817	4,228	4,636
其他流动资产	67	149	149	149	149
长期投资	481	500	500	500	500

固定资产	9,596	9,966	10,335	10,545	10,525
无形资产及其他资产	3,806	5,490	5,481	5,472	5,462
资产总计	26,048	29,492	32,014	33,911	35,853
流动负债	13,533	16,621	16,755	17,737	18,804
短期借款	4,472	6,224	5,659	5,955	6,186
应付款项	8,100	3,820	4,219	4,275	4,511
其它流动负债	960	6,577	6,877	7,507	8,106
非流动负债	9,110	9,027	10,263	10,880	11,406
负债合计	22,643	25,648	27,018	28,617	30,209
股本	1,202	1,202	1,202	1,202	1,202
其他权益工具	0	300	1,200	1,200	1,200
资本公积	647	647	647	647	647
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	170	185	202	223	247
未分配利润	1,168	1,292	1,512	1,772	2,076
少数股东权益	170	171	187	204	225
股东权益	3,405	3,843	4,996	5,294	5,644
负债和股东权益合计	26,048	29,492	32,014	33,911	35,853

资料来源：wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。