

## 中国能建

601868.SH

审慎增持 (首次)

## 吸收合并葛洲坝，能源建设龙头再起航

2021年9月29日

## 市场数据

市场数据日期	2021-9-28
收盘价(元)	2.75
总股本(百万股)	41691.16
流通股本(百万股)	20933.20
总市值(百万元)	114650.70
流通市值(百万元)	32094.61
净资产(百万元)	70036.43
总资产(百万元)	499228.94
每股净资产(元)	1.68

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	270328	329507	385586	446769
同比增长	9.3%	21.9%	17.0%	15.9%
净利润(百万元)	4671	5775	6589	7457
同比增长	-8.6%	23.7%	14.1%	13.2%
毛利率	13.8%	13.2%	13.1%	12.9%
净利率	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
净资产收益率(%)	6.8%	6.7%	7.1%	7.5%
每股收益(元)	0.11	0.14	0.16	0.18
每股经营现金流(元)	0.16	-0.25	-0.09	0.00

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

## 投资要点

- **中国能建: 能源电力工程综合服务龙头。**公司是全球性能源电力、基础设施整体解决方案和全产业链服务的综合特大型建筑企业, 主营业务涵盖能源电力、水利水务、铁路工程、港口航道、市政工程等众多领域, 具有集规划咨询、勘察设计、工程建设及管理、运维和投资运营、装备制造等全产业链布局。公司连续7年进入世界500强, 2020年位于世界500强第353位, 2020年ENR“全球最大250家国际承包商”中位列第15位。
- **基建增速中枢下移&加速集中, 建筑央企优势明显。**短期视角: 基建投资下行压力大, 资金面是主要影响因素, 下半年基建投资有望边际改善。中长期视角: 基建投资维持中低速增长, 市场加速向建筑央企集中。一方面参考发达国家发展的历史经验, 另一方面, 资金面收缩, 预计基建市场将加速向头部建筑央企集中, 中国能建作为能源建设龙头, 有望从中受益。
- **政策加码抽水蓄能, 能源建设龙头有望受益。**储能在基建领域的一个重要落脚点为抽水蓄能, 我们初步测算十四五新增投资规模是十三五规划目标的3倍左右。中国能建在新能源工程领域的全产业链优势明显、综合实力强大、项目经验丰富, 公司的新能源运营项目体量有望加速发展。
- **整合优质资产, 换股吸收合并葛洲坝实现“A+H”股上市。**近日中国能建完成对葛洲坝的换股吸收合并, 中国能建通过向葛洲坝除葛洲坝集团以外的股东发行A股股票的方式换股吸收合并葛洲坝。葛洲坝原为建筑板块头部央企之一, 多元化业务结构成熟, 基本面持续改善, 拥有多个优质的业务资产以及众多资质良好的基础设施运营资产, 换股吸收合并实为优质资产整合。
- **盈利预测与估值:**我们对公司首次覆盖, 预计公司2021-2023年的EPS为0.14元、0.16元、0.18元, 9月28日收盘价对应的PE分别为19.9倍、17.4倍、15.4倍, 给予“审慎增持”评级。

**风险提示: 宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、新能源建设投资不及预期风险、新签订单不及预期风险**

## 目 录

1、中国能建：能源电力工程综合服务龙头 .....	- 4 -
1.1、公司简介 .....	- 4 -
1.2、股权结构及历史沿革 .....	- 5 -
1.3、业务结构：电力工程与勘测设计为主，业务多元化布局 .....	- 5 -
2、基建增速中枢下移&加速集中，建筑央企优势明显 .....	- 7 -
2.1、短期视角：基建投资下行压力大，资金面是主要影响因素，下半年基建投资有望边际改善 .....	- 7 -
2.2、中长期视角：基建投资维持中低速增长，市场加速向建筑央企集中 ..	- 11 -
3、政策加码抽水蓄能，能源建设龙头有望受益 .....	- 14 -
3.1、政策加码抽水蓄能，行业成长空间广阔 .....	- 14 -
3.2、战略布局新能源，中国能建优势明显 .....	- 17 -
4、整合优质资产，换股吸收合并葛洲坝实现“A+H”股上市 .....	- 20 -
5、财务分析：毛利率有所提升，应收账款加速周转 .....	- 22 -
6、盈利预测与估值 .....	- 24 -

## 图 目 录

图 1、中国能建换股后股权结构 .....	- 5 -
图 2、中国能建历年分业务收入情况（百万元） .....	- 6 -
图 3、中国能建 2020 年收入结构（%） .....	- 6 -
图 4、中国能建历年分业务毛利率情况（%） .....	- 6 -
图 5、中国能建 2020 年毛利润结构（%） .....	- 6 -
图 6、我国基础设施建设投资情况 .....	- 7 -
图 7、电力、交通和水利细分板块投资增速（%） .....	- 7 -
图 8、我国建筑业新签合同额总体情况 .....	- 12 -
图 9、八大建筑央企单季度新签合同情况 .....	- 12 -
图 10、中国能建单季度新签合同额情况 .....	- 13 -
图 11、中国能建新签合同结构情况 .....	- 13 -
图 12、储能可为新能源实现多重价值 .....	- 14 -
图 13、全球抽水蓄能累计装机规模变化 .....	- 15 -
图 14、中国抽水蓄能装机规模预测 .....	- 15 -
图 15、中国能建主要成员企业 .....	- 18 -
图 16、中国能建承建的新疆哈密塔式太阳能发电项目 .....	- 19 -
图 17、中国能建承建的湖南汝城白云仙风电项目 .....	- 19 -
图 18、中国能建及可比企业毛利率（%） .....	- 22 -
图 19、中国能建及可比企业净利率（%） .....	- 22 -
图 20、中国能建及可比企业总资产周转情况（次） .....	- 22 -
图 21、中国能建及可比公司应收账款周转情况（天） .....	- 22 -
图 22、中国能建及可比企业资产负债率情况（%） .....	- 23 -
图 23、中国能建及可比公司 ROE 情况（%） .....	- 23 -

## 表 目 录

表 1、中国能建 2017-2021H1 主要业绩指标表现 .....	- 4 -
表 2、2020-2021 年专项债相关政策 .....	- 8 -
表 3、各省市 2021 年规划重点项目情况 .....	- 9 -

---

表 4、日本经济发展各历史阶段 GDP 及基建投资复合增速.....	- 11 -
表 5、上市建筑企业按所有制分 2021 年 H1 新签订单情况(亿元)&增速 (%) -	12 -
表 6、我国水电“十三五”规划装机容量目标.....	- 16 -
表 7、水电“十三五”规划抽水蓄能电站重点开工项目 .....	- 16 -
表 8、中国能建施工设计咨询主要资质情况 .....	- 17 -
表 9、中国能建投资的部分风电、光伏电站项目.....	- 19 -
表 10、换股前后中国能建的股份变动情况 .....	- 20 -
表 11、中国能建盈利预测关键假设.....	- 24 -
表 12、中国能建主要财务指标盈利预测结果.....	- 25 -
表 13、中国能建及可比公司估值表.....	- 25 -

## 报告正文

# 1、中国能建：能源电力工程综合服务龙头

## 1.1、公司简介

中国能建（全称：中国能源建设股份有限公司）成立于 2014 年 12 月，由中国能源建设集团与其全资子公司电力规划总院共同发起设立。公司是全球性能源电力、基础设施整体解决方案和全产业链服务的综合特大型建筑企业，主营业务涵盖能源电力、水利水务、铁路工程、港口航道、市政工程等众多领域，具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运维和投资运营、装备制造等全产业链布局。公司连续 7 年进入世界 500 强，2020 年位于世界 500 强第 353 位，2020 年 ENR“全球最大 250 家国际承包商”中位列第 15 位。

从历史数据来看，公司营收和利润规模持续稳定增长，2012 年至 2020 年 8 年间的年化复合增速为 5.0%，归母净利润年化复合增速为 1.3%。2021 年上半年，公司收入和利润规模加速成长，实现营业总收入 1416.52 亿元，同比增长 25.1%；实现归母净利润 22.58 亿元，同比增长 36.2%，营收和利润增速迈上新台阶。

表 1、中国能建 2017-2021H1 主要业绩指标表现

	2017	2018	2019	2020	2021H1
营业总收入（百万元）	234370	224034	247563	270550	141652
YOY（%）	5.4%	-4.4%	10.5%	9.3%	25.1%
营业利润（百万元）	10416	10418	11558	14272	7133
YOY（%）	9.9%	0.0%	10.9%	23.5%	40.7%
归母净利润（百万元）	5261	4571	5072	4517	2258
YOY（%）	22.9%	-13.1%	11.0%	-11.0%	36.2%
毛利率（%）	11.8%	13.3%	13.1%	13.4%	12.0%
净利率（%）	3.9%	3.8%	3.9%	3.2%	3.2%
ROE（%）	10.7%	9.0%	8.7%	6.8%	3.5%

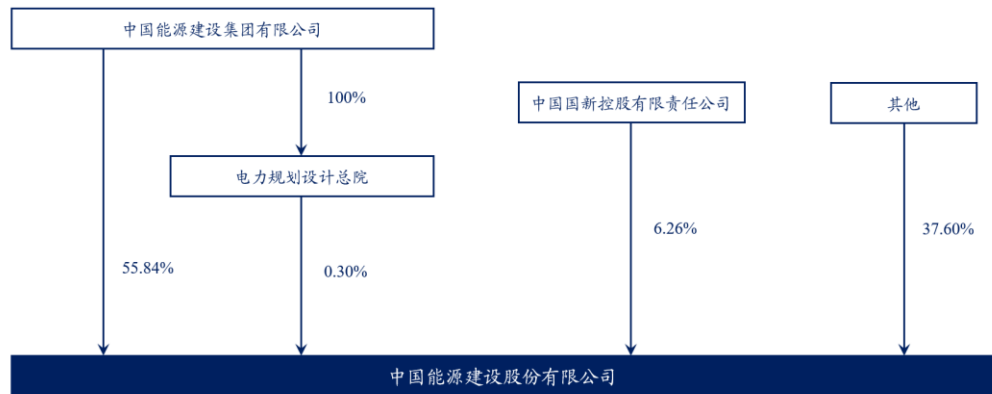
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、股权结构及历史沿革

中国能建的历史可追溯至 1950 年代，公司大部分从事电力勘察设计、工程建设、装备制造子公司前身陆续成立。2003 年，主要子公司葛洲坝集团、中电工程成立，2014 年公司完成整体改制，由中国能建集团作为主发起人设立股份有限公司。2015 年 12 月 10 日，公司首次公开发行 H 股登陆港交所主板。2021 年 9 月，中国能建拟通过定向发行 A 股换股吸收合并葛洲坝，实现 A+H 上市。

从股权结构来看，换股吸收完成后，控股股东中国能源建设集团有限公司直接持有公司股份 55.84%，公司实际控制人仍为国务院国资委。

图 1、中国能建换股后股权结构



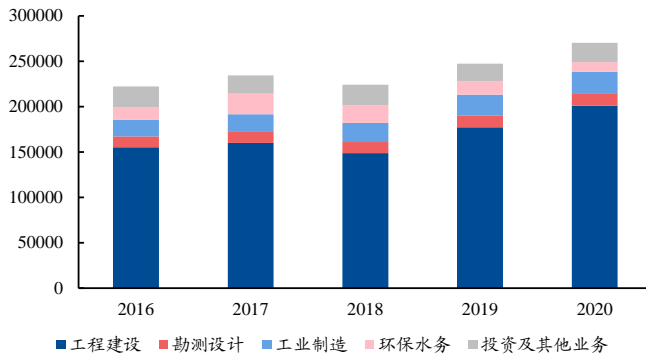
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.3、业务结构：电力工程与勘测设计为主，业务多元化布局

公司主营业务包括工程建设、勘测设计、装备制造、环保水务、投资及其他业务。从 2020 年公司收入结构来看，工程建设实现营收 2008.12 亿元，占总营收比重为 74.3%；勘测设计业务实现营收 139.11 亿元，占营收比重为 5.1%；工业制造业务实现营收 238.57 亿元，占营收比重为 8.8%；环保水务业务实现营收 104.70 亿元，占营收比重为 3.9%；投资及其他业务实现营收 212.77 亿元，占营收比重为 7.9%。

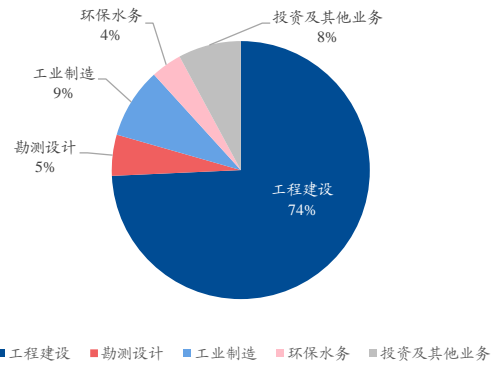
公司核心业务为电力工程勘测设计与工程建设，两项业务占 2020 年总营收比重为 79.4%，利润贡献占比为 64.7%。公司工程建设业务约 70% 的收入来源于电力工程，30% 为非电力工程。公司主要承接国内外大型常规发电项目、新能源发电项目、输变电项目和各类基础设施、民用建筑建设项目等，在电力和大型基础设施投资建设领域具有较强的核心竞争力。公司具有一流的项目管理能力、工程技术创新能力、资源整合能力及日益增强的工程管理信息化能力，为客户提供高水平的全价值链集成、全生命周期管理的工程建设一体化服务。

图 2、中国能建历年分业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

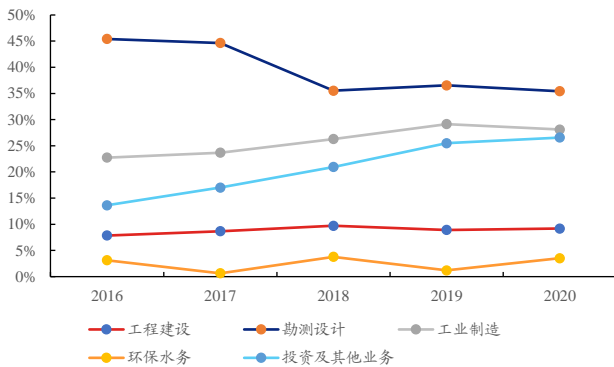
图 3、中国能建 2020 年收入结构（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

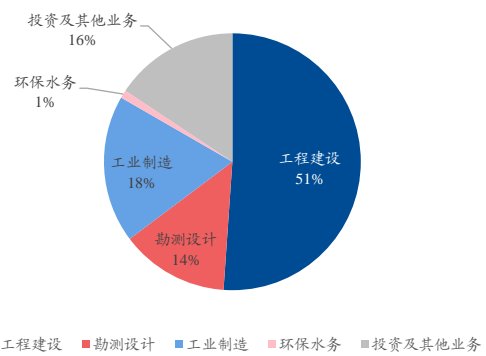
公司在以电力工程建设为核心业务的同时，进行了多元化业务布局。工业制造业务 2020 年占收入端比重为 9%，利润端比重为 18%，有效增厚了公司利润。公司工业制造业务包括水泥制造、民用爆破和装备制造业务，2020 年分别贡献营收 85.86 亿元、46.57 亿元、106.14 亿元，占收入端比重分别为 3.2%、1.7%、3.9%；分别贡献毛利润 38.61 亿元、12.43 亿元、16.02 亿元，占利润端比重分别为 10.7%、3.4%、4.4%。工业制造业务贡献利润较高主要系水泥制造业务供需格局好，利润水平维持高位。

图 4、中国能建历年分业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、中国能建 2020 年毛利润结构（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资及其他业务主要包括房地产投资开发、高速公路投资运营及金融服务等业务。2020 年公司完成房地产投资开发投资额 108.02 亿元，完成高速公路投资额 337.73 亿元，完成 PPP 项目投资额人民币 409.02 亿元。随着地产调控政策趋严，公司房地产业务毛利率连续下滑，2020 年为 22.07%，同比下降约 0.81 个百分点。高速公路运营业务毛利率维持高位，2020 年毛利率为 77.21%，同比提升 7.95 个百分点。

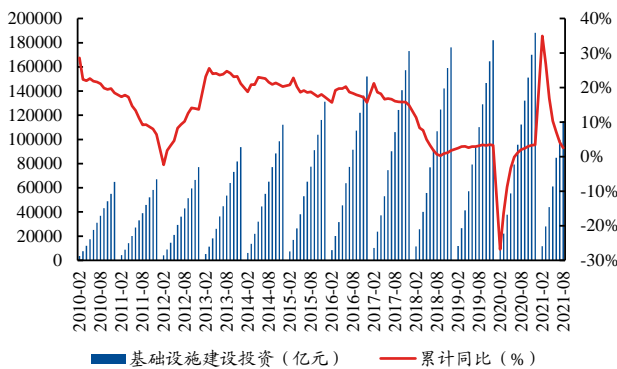


## 2、基建增速中枢下移&加速集中，建筑央企优势明显

### 2.1、短期视角：基建投资下行压力大，资金面是主要影响因素，下半年基建投资有望边际改善

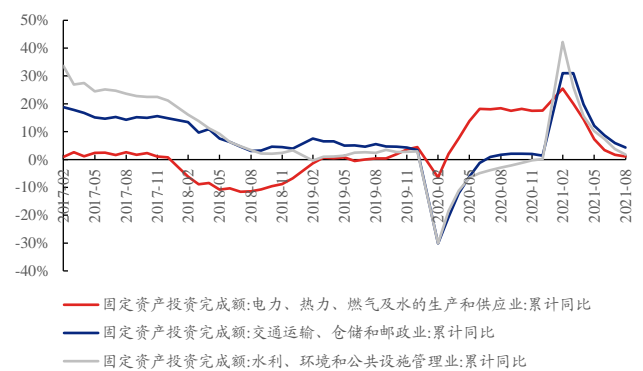
基建投资自 2018 年以来表现较为低迷，预计中长期将维持中低速增长。基建投资主要包含电力、热力、燃气及水的生产和供应业（以下简称“电力”）、交通运输、仓储和邮政业（以下简称“交通”）和水利、环境和公共设施管理业（以下简称“水利”）三个细分板块的固定资产投资。自 2018 年以来，基建投资增速下行明显，2021 年上半年基建投资完成额（不含电力）为 6.96 万亿元，同比增长 7.8%，2 年复合增速 2.2%；还原的全口径基建投资额为 8.49 万亿元，同比增长 7.2%，2 年复合增速 3.5%，基建投资表现较为低迷。

图 6、我国基础设施建设投资情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、电力、交通和水利细分板块投资增速（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从 2021 年上半年的基建投资情况来看，我们认为资金面是基建投资下滑的核心因素。具体来看：1）上半年宏观经济实现稳健发展，出口贡献力度提升，基建“逆周期调节”的边际作用减弱。2）上半年基建项目招投标和建设进度受到原材料等大宗商品涨价的影响，基建新项目投放速度放缓，一定程度上也导致上半年基建投资增速回落。2020 年下半年基建成交金额加速增长，2021 年初项目储备充沛，新项目应加快投放。实际情况来看，1-2 月基建成交金额依然达到较高的增速，但 3-6 月开始增速明显回落，基建项目投放速度放缓。**3）上半年基建资金面较 2020 年有所收缩，是影响上半年基建投资增速放缓的最核心因素。**专项债发行节奏的延迟是上半年基建投资资金面缩减的主要来源，并且 2021 年以来专项债流向基建的比例也在下降。新增一般债规模上半年同比下滑 11.2%，对基建投资形成一定拖累，考虑到地方政府债务水平仍然偏高，预计下半年增量有限。城投债净融资规模上半年进一步收缩，同比下滑 23.5%，虽然 6 月同比呈现上升趋势，但考虑监管政策的加码和 2020 年的高基数，下半年整体将继续负增长。非标规模持续收缩，投向基建比例处于历史低位，持续拖累基建投资。全国一般公共预算支出同比由负转正，但跟基建相关的财政支出弱于整体增速，政策预算倾向教育等民生领域。

我们认为资金面在 2021 年下半年仍然是影响基建投资增速的最主要因素，专项债将成为下半年基建投资增量的主要来源。由于一般债、专项债发行节奏放缓，或将在下半年迎来阶段性增速回升，综合考虑土地出让收入、城投债、非标，以及特别国债的取消等多个角度，我们认为 2021 年下半年资金面较上半年或将有小幅改善。但鉴于上年同期基数位于高位，下半年基建投资整体增速将有所放缓，我们预测 7-12 月基建投资金额将与上年同期小幅增长，即同比增速在 1.5%-2%，而全年同比增速将达到 4%左右。

2021 年新增专项债额度整体较 2020 年小幅下滑，预计下半年新增专项债集中发行或将支撑基建投资增速阶段性回升。2020 年全年新增专项债规模 3.58 万亿元，其中 2020H1 发行占比 61.7%，2020H2 发行规模 1.37 万亿元。2021 年 5 月财政部下达新增地方政府债券限额 4.27 万亿元，其中专项债限额 3.47 万亿元，同比去年专项债发行额度（3.75 万亿）同比下降 7.5%，同比去年实际发行规模（3.58 万亿）下降 3.2%，但由于上半年专项债发行节奏延缓，下半年将是新增专项债发行的重点。目前下半年新增专项债限额仍有约 2.45 万亿元，如全部发行则同比去年增长 71.9%，短期内或将支撑基建投资增速阶段性回升。并且，7 月政治局会议提出“积极的财政政策要提升政策效能，合理把握预算内投资和地方政府债券进度”，地方债将成为积极财政政策的重要环节，实际发行量或将达到发行额度上限。

**表 2、2020-2021 年专项债相关政策**

发布时间	相关会议/文件	政策内容
2020 年 11 月 4 日	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》	地方财政部门应当根据发债进度要求、财政支出使用需要、库款水平、债券市场等因素，科学设计地方债发行计划，合理选择发行时间窗口，适度均衡发债节奏；地方财政部门应当严格专项债券项目合规性审核和风险把控，加强对拟发债项目的评估，切实保障项目质量，严格落实收支平衡有关要求。
2020 年 12 月 8 日	“锚定高质量服务双循环——新格局下政府债可持续发展研讨政府债研讨会”	要优化债务结构，提高地方一般债占比，降低地方专项债占比，从总体规模看，2020 年末我国地方政府债务余额将达 26 万亿，债务率接近警戒区间下限、在宏观经济好转后，法定债务，特别是专项债务规模要逐步“退坡”，防止形成路径依赖和债务风险持续累积。
2021 年 1 月 20 日	全国财政会议	要按照“资金跟着项目走”的原则，适当放宽发行时间限制，合理扩大使用范围，提高债券资金使用绩效。债券资金主要用于党中央、国务院确定的重点领域项目，优先支持在建工程后续融资。
2021 年 2 月 1 日	《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》	新增专项债券必须用于建设项目，不得用于偿还债务。2021 年新增专项债券重点用于交通基础设施，能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施，市政和产业园区基础设施，国家重大战略项目，保障性安居工程等领域；不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目。
2021 年 3 月 5 日	《政府工作报告》	今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优先支持在建工程，合理扩大使用范围。
2021 年 6 月 7 日	《关于 2020 年中央决算的报告》	用好地方政府专项债券，指导地方加强项目储备，适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏，提高债券资金使用绩效。
2021 年 7 月 30 日	2021 年 7 月政治局会议	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券进度，推动今年底明年初形成实物工作量。

资料来源：中国政府网，兴业证券经济与金融研究院整理



从需求端来看，上半年虽然基建成交金额增速回落，但主要受到专项债发行滞后导致的资金供给不足、原材料涨价等的影响，下半年在专项债资金改善、原材料涨价得到有效遏制的前提下，前期的项目储备或将得到有效释放，带来基建新项目的增长。当前我国基建项目招投标和工程施工等生产活动有望保持正常，同时上半年原材料等大宗商品涨价的幅度也得到有效遏制，之前未释放的项目储备或许能加快释放，但最后落地情况依然要根据疫情走向和资金情况而定。

➤ **2020H2 和 2021 年初基建成交金额持续增长，增加 2021 年基建项目储备。** 2020H2 新投放的基建项目明显增加，招投标金额持续正增长、多个月份实现双位数增长。2020 年 7-12 月基建中标金额分别同比变动 18.0%、11.2%、6.5%、29.0%、8.0%、49.2%。这一增长趋势一直持续到 2021 年初，2021 年 1-2 月基建中标金额同比增长 18.5%、191.2%。连续 8 个月的正增长将推动 2021 年项目储备处于较高的位置。

➤ **地方政府基建项目规划热情未减，新开工项目需求充沛。** 截止 2021 年 3 月底，全国大部分省市已经明确了 2021 年重点建设投资计划，其中河南省共申报 1371 个省级重大项目，总投资金额 4.4 万亿，2021 年计划完成投资 1.1 万亿。上海共安排市重大工程正式项目 166 项，年度计划投资 1730 亿元，达到近年来最高水平，其中计划新开工项目 18 项，建成项目 20 项，预备项目 47 项。广西 2021 年度新开工项目 206 项，年度计划投资 224.1 亿元，续建项目 926 项，年度计划投资 2581.3 亿元。虽然各省之间的基建竞赛没有去年明显，但重大项目规划投资的热情仍未衰减，2021 年新开工项目的需求依然充沛。并且，7 月政治局会议强调“加快推进‘十四五’规划重大工程项目建设”，“合理把握预算内投资和地方政府债券进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，我们预计下半年的节奏将较上半年有所加快。

**表 3、各省市 2021 年规划重点项目情况**

省份	重点投向领域和内容
北京市	2021 年“3 个 100”北京市重点工程项目总投资超 1.3 万亿元，包括 100 个重大基础设施项目、100 个重大民生改善项目、100 个科技创新及高精尖产业项目，当年计划完成投资约 2780 亿元、建安投资约 1256 亿元，支撑全市投资三成以上。
上海市	2021 年上海市共安排市重大工程正式项目 166 项，年度计划投资 1730 亿元，达到近年来最高水平。其中，计划新开工项目 18 项，建成项目 20 项，安排预备项目 47 项。
天津市	2021 年安排重点建设、重点储备项目共 702 个，总投资 17706.48 亿元，年度投资 2098.09 亿元，涵盖产业科技创新、基础设施、农林生态、社会民生和其他等五大重点领域，投资规模达到近年来最高水平。
重庆市	2021 年重庆市级重大建设项目 894 个，总投资约 2.8 万亿元，年度计划完成投资 3532 亿元；重大前期规划研究项目 258 个，总投资约 1.5 万亿元；重大招商项目 100 个，总投资约 4349 亿元。
广西省	广西壮族自治区 2021 年第一批重点项目共 1724 项，总投资 34965.3 亿元，年度计划投资 3135.9 亿元，其中：新开工项目 206 项，总投资 3659.8 亿元，年度计划投资 224.1 亿元；续建项目 926 项，总投资 20084.1 亿元，年度计划投资 2581.3 亿元；竣工投产项目 158 项，总投资 1945.3 亿元，年度计划投资 330.5 亿元；预备项目 434 项，总投资 9276.1 亿元
安徽省	2021 年，安徽省将精准扩大有效投资，计划全年新开工亿元以上重点项目 1800 个以上、竣工 700 个以上。
福建省	2021 年初步安排省重点项目 1557 个、年度投资 5239 亿元。将推进兴泉铁路、浦梅铁路(建宁至冠豸山段)、莆炎高速公路、古雷炼化一体化一期、省委党校、省妇产医院等重大项目建设投用，加快建设福厦客专、福州和厦门地铁、江阴万华 MDI 等在建重点项目，积极争取厦门新机场等重大项目建设，加快温福高铁等项目前期工作。

四川省	2021年四川省将新开工211个重点项目,包括81项基础设施项目、99项产业项目、25项民生工程及社会事业项目和6项生态建设及环境保护项目。许多涉及民生的机场、高速、铁路项目,都被列入2021年四川省新开工重点项目名单。
云南省	云南省2021年将实施“四个一百”重点建设项目共计805个,总投资4.8万亿元,年度计划完成投资5778.2亿元。其中,竣工类项目91个、在建类项目227个、新开工类项目323个、前期类项目164个。
广东省	2021年,广州市重点建设正式项目共666个,年度计划投资3417亿元。同时强化重大项目储备,重点建设预备项目共111个,年度投资计划186亿元。今年重点建设项目数量多、质量优,将形成开工一批、建设一批、投产一批、储备一批的滚动发展格局。
海南省	2021年海南省共安排省重点(重大)项目129个,总投资3810亿元,年度计划投资782亿元。项目类别涵盖三大主导产业(旅游业、现代服务业、高新技术产业)等5大类,五网基础设施提质升级和产业发展类项目年度投资体量最大。
山东省	2021年省级重点项目1600个,总投资3.1万亿元。其中,省重大项目500个,总投资1.8万亿元;省重点项目1100个,总投资1.3万亿元。从建设阶段看,先期项目867个,总投资1.46万亿元;新开工项目592个,总投资8698亿元;准备项目141个,总投资7685亿元。
贵州省	2021年共安排省重大工程项目4071个,年度计划完成投资7400.7亿元。
江苏省	2021年江苏省初步安排项目240个,其中实施项目220个、储备项目20个,年度计划投资5530亿元,较2020年初增加120亿元。
河北省	2021年共安排省重点项目682项,总投资11896.5亿元,年度预计投资2810.6亿元,其中,新开工项目252项、续建项目318项、建成投产项目112项,涵盖战略性新兴产业、产业链现代化提升、数字基础设施及应用、现代服务业、基础设施、民生补短板等多个领域。
河南省	2021年河南省重点项目清单包含:呼南高铁焦作经洛阳至平顶山段项目、京港台高铁阜阳至黄冈段项目、安阳豫东北机场项目等1371个项目。项目总投资4.4万亿元,2021年计划完成投资1.1万亿元。
湖北省	2021年湖北力争新开工4274个亿元以上重大项目,加快推进4881个亿元以上续建项目建设。按照“增密、互通、提质”的要求,加快完善铁路、公路、水运、航空网络,全力加快“4+2”重大铁路、武汉长江中游航运中心、湖北国际物流核心枢纽等重大项目建设。
湖南省	2021年省重点建设项目总投资1.89万亿元,年度计划投资4194亿元。其中,今年新开工项目100个,包括长赣铁路、益阳至常德高速公路扩容等;续建201个,包括常益长铁路等。
江西省	2021年度计划投资3371亿元。其中,建成投产项目77项,续建项目201项,计划新开工项目169项,预备项目14项。铁路方面,“建成投产项目”4项:赣深高铁、兴泉铁路、安九高铁和九江城西港区铁路专用线;“续建项目”1项:昌景黄高铁;“新开工项目”2项:昌九客专和瑞梅铁路;“预备项目”1项:长赣铁路,将力争在2021年开工建设。
陕西省	2021年初步安排省级重点建设项目542个,总投资2.19万亿元,年度投资4295亿元。
辽宁省	辽宁省谋划储备2021年总投资“两万亿”项目,其中新开工项目和储备项目各1万亿元。

资料来源:各地方政府网站,兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、中长期视角：基建投资维持中低速增长，市场加速向建筑央企集中

### ● 基建投资预计维持中低速增长

1) 从基建投资金额占 GDP 的比重来看，我国基建投资占 GDP 的比重远高于美国和日本，未来基建投资的占比大概率会有所下降。美、日基建投资占 GDP 的比例分别约 1.8%、4%。一方面，过去多年我国对于基建需求的持续透支，基建投资从 1996-2017 年的年化复合增速为 18.3%，明显高于 GDP 增速 12.3%；另一方面，从发达国家的情况来看，我国的基建投资占 GDP 的比重偏高，基建投资拉动经济增长的模式造成了日益庞大的地方政府债务，在中央严控地方政府债务的大背景下，我们预计未来基建投资将维持中低速增长。

2) 从基建投资增速与 GDP 增速来看，我国基建投资增速大概率向 GDP 增速回归。1996 年至 2017 年，我国基建投资复合增速 18.3% > GDP 复合增速 12.3%，22 年间的基建复合增速大幅高于 GDP 增速、高出 6 个 pct；对比美国和日本，美国基建投资复合增速 3.2% < GDP 复合增速 4.3%，日本基建投资复合增速 -1.9% < GDP 复合增速 0.2%。美国和日本基建增速均小于 GDP 增速而且二者的差值在 2 个 pct 左右。参照美国和日本经验，长期来看，我国基建投资增速大概率向 GDP 增速回归。

3) 从发达国家经济发展的历史规律来看，我国基建投资进入中低速增长阶段的可能性较大。以日本为例，日本经济进入中低速增长阶段后，基建投资增速亦随之放缓。因此，随着我国经济增速由高速增长转入中低速增长（2000-2011 的 15.5% VS 2012-2017 的 8.9%），我国基建投资增速也将趋势性放缓。

表 4、日本经济发展各历史阶段 GDP 及基建投资复合增速

时期划分	时间范围	GDP 增速	基建投资	民间投资
高速增长时期	1960-1973	16.20%	19.30%	21.20%
中低速增长期	1974-1992	7.30%	6.50%	5.70%
下行期	1993-2010	0.20%	-3.50%	-3.70%
复苏期	2011-2017	1.80%	3.60%	4.90%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 市场有望加速向头部央企集中

考虑到一方面未来资金面仍是影响基建项目的重要因素，另一方面，建筑央企具有融资能力强、融资成本低的优势，我们判断由资金面带来的行业加速向头部央企及地方国企集中的趋势将持续。从建筑行业总体新签订单情况来看，2021 年上半年新签订单总额为 14.41 万亿元，同比增长 14.41%，2 年平均增速 9.5%。而建

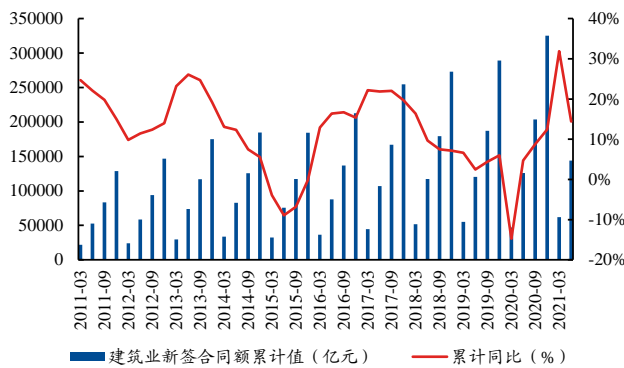
建筑央企上半年新签合同额 58575.5 万亿元，占建筑行业新签合同额的比重为 40.6%，新签合同额同比增长 23.6%，2 年平均增速为 18.3%，远高于行业总体水平。八大头部建筑央企订单增长持续高位，Q1、Q2 分别同比增长 39.3%、26.6%。上市地方建筑国企 2021 年上半年新签合同增速为 45.3%，2 年平均增速为 20.7%，略高于上市建筑央企。

表 5、上市建筑企业按所有制分 2021 年 H1 新签订单情况(亿元)&增速 (%)

	2021H1	2020H1	2019H1	20H1-21H1 YOY (%)	19H1-21H1 两年复合 增速	2021Q2	2020Q2	YOY (%)	2021Q1	2020Q1	YOY (%)
建筑央企	58575.5	47403.4	41863.4	23.6%	18.3%	31848.5	28202.5	12.9%	26726.9	19200.9	39.2%
地方国企	3942.4	2713.4	2705.6	45.3%	20.7%	2239.3	1698.8	31.8%	1703.1	1014.6	67.9%
民企	1182.8	1030.2	1190.9	14.8%	-0.3%	642.0	636.7	0.8%	540.8	393.5	37.4%
上市建筑企业	63700.7	51147.1	45759.9	24.5%	18.0%	34729.8	30538.0	13.7%	28970.9	20609.1	40.6%
建筑行业	144134.0	125992.1	120305.7	14.4%	9.5%	82057.2	78928.8	4.0%	62076.9	47063.3	31.9%

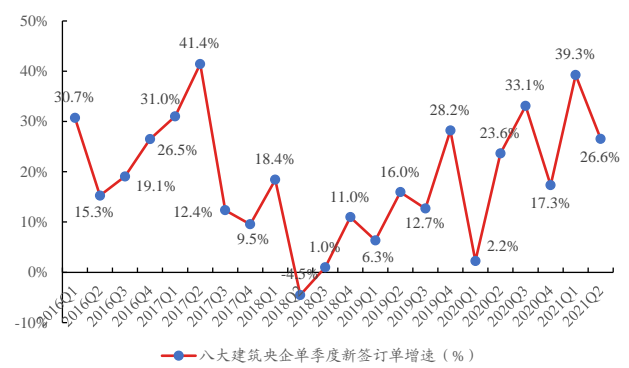
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、我国建筑业新签合同额总体情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

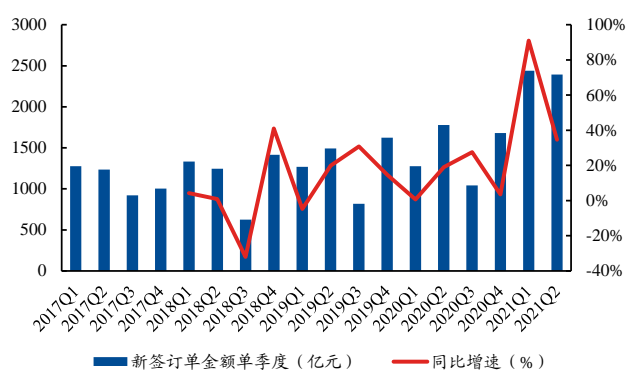
图 9、八大建筑央企单季度新签合同情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

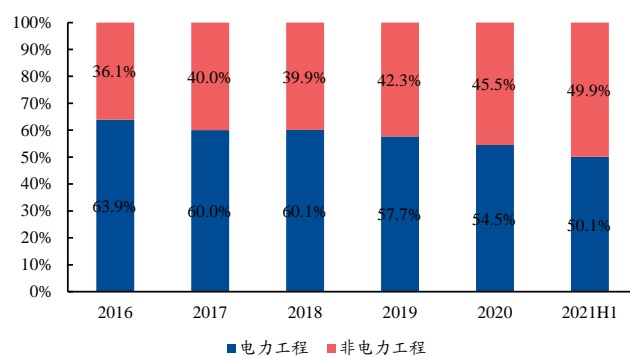
具体看中国能建，自 2019 年以来季度新签订单持续快速增长。2021 年上半年实现新签合同额 4832.9 亿元，同比增长 58.20%。分季度来看，Q1、Q2 分别同比增长 91.0%、34.7%，2 年平均增速分别达 38.6%、26.6%，增速高于八大央企总体水平。从订单结构来看，电力与非电力工程分别新签合同额 2421.6 亿元、2411.3 亿元，分别占比 50.1%和 49.9%，同比分别增长 56%、65%，电力和非电工程业务均实现快速增长。

图 10、中国能建单季度新签合同额情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、中国能建新签合同结构情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

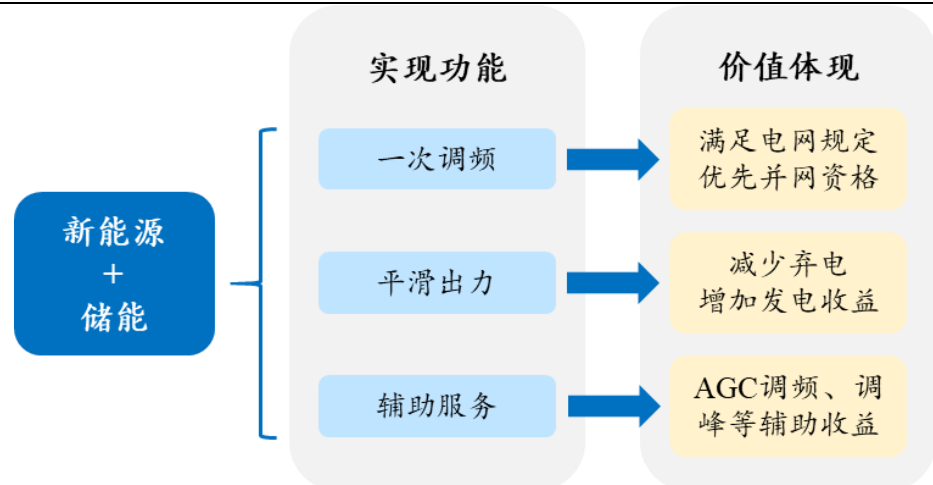


### 3、政策加码抽水蓄能，能源建设龙头有望受益

#### 3.1、政策加码抽水蓄能，行业成长空间广阔

“双碳”目标下，**储能是更优质的灵活性资源**。电力灵活性资源的供应主体较少，传统意义上的主体为煤电、燃机，近年来出现了新的主体——电储能。相对于前两种资源，储能更环保，且具备优异的调节性能、灵活的安装方式和高质量的调节能力等多种优势，必将成为未来最主要的灵活性资源。储能的加入可以使得新能源提升为电网友好型的优质电源，同时帮助新能源实现多种价值，包括满足电网硬性要求、平滑出力曲线、提供辅助服务等。

图 12、储能可为新能源实现多重价值



资料来源：国网研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

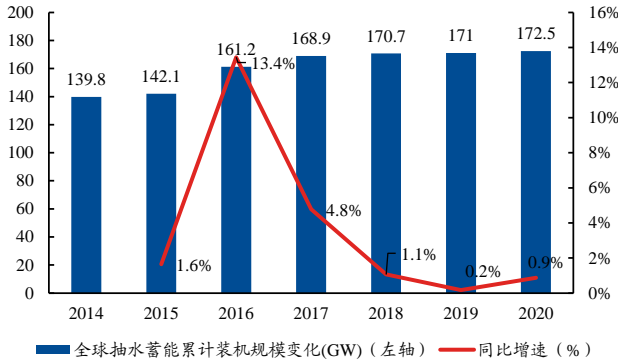
**抽水蓄能是目前装机量最大的储能形式**。根据 CNESA 统计，截至 2020 年底，中国已投运储能项目累计装机规模 35.6GW，占全球市场总规模的 18.6%，同比增长 9.8%。其中，抽水蓄能的累计装机规模最大，为 31.8GW，同比增长 4.9%。我国抽水蓄能电站在运 32 座，总装机容量达到 31.49GW，在运容量世界第一；目前在建 34 座，预计建成总装机容量达到约 4600 万 KW，总体占电源总装机约为 2%，预计 2025 年达到 3% 左右。抽水蓄能水电站利用电力负荷低谷时的电能抽水至上水库，在电力负荷高峰期再放水至下水库发电的水电站。抽水蓄能以水的重力势能形式储存能源，将水从低位储水池抽到高位储水池，两个水池之间的高度差在 70 m-600 m，其效率在 70%-80%。抽水所用的能量来自于核电站、燃气电站和可再生能源电站等其它能量来源，在电力需求高峰期，储蓄的水将会通过水轮发电机组进行发电，以满足临时用电高峰的调节负荷需求。

抽水蓄能电站是目前唯一具有规模性和经济性的电能贮存形式、是解决电网调峰调频及事故备用的最成熟工具，加快发展抽水蓄能是可再生能源大规模发展的重要保障和构建以新能源为主体的新型电力系统的迫切要求。抽水蓄能电站定义为

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

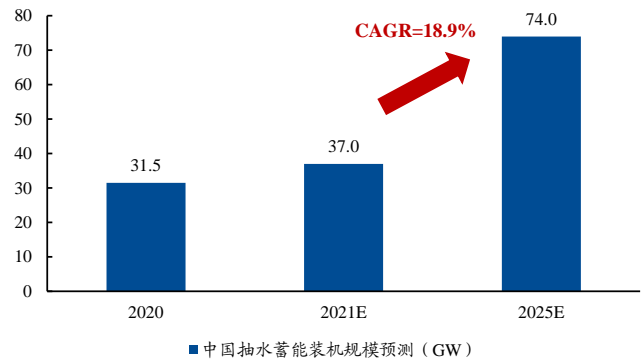
利用电力负荷低谷时的电能抽水至上水库，在电力负荷高峰期再放水至下水库发电的水电站。又称蓄能式水电站。它可将电网负荷低时的多余电能，转变为电网高峰时期的高价值电能，还适于调频、调相，稳定电力系统的周波和电压，且宜为事故备用，还可提高系统中火电站和核电站的效率。

图 13、全球抽水蓄能累计装机规模变化



资料来源：CNESA，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、中国抽水蓄能装机规模预测



资料来源：前瞻经济学人，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年我国新增抽水蓄能电站装机容量仅 0.23 亿千瓦、占比仅 1.5%，远低于法国的 13%、日本的 9.8%，其规模亟待增加。“十二五”期间全国新开工抽水蓄能电站仅 2090 万 KW，仅占新开工常规水电的 26%，而“十三五”期间规划新开工 6000 万 KW，与计划新开工常规水电持平，其中重点开工项目合计高达 5875 万 KW。

根据国家能源局综合司近日下发的《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》：

- 目前我国已投产抽水蓄能电站总规模 3249 万千瓦，在建规模 5393 万千瓦，已建和在建规模均居世界首位。但随着电力负荷持续增长，预计到 2035 年我国电力系统最大峰谷差超过 10 亿千瓦，电力系统灵活调节电源需求大。在碳达峰、碳中和目标下，到 2030 年风电、太阳能发电总装机容量 12 亿千瓦以上，大规模的新能源并网迫切需要大量调节电源提供优质的辅助服务。
- 规划提出：到 2035 年，抽水蓄能电站投产总规模将达到 3 亿千瓦。其中：（1）“十四五”期间开工 1.8 亿千瓦，2025 年投产总规模 6200 万千瓦；（2）“十五五”期间开工 8000 万千瓦，2030 年投产总规模 2 亿千瓦；（3）“十六五”期间开工 4000 万千瓦。该文件还给出了各省份在“十四五”至“十六五”时期的重点规划实施项目。按照这一中长期规划发展规模，澎湃测算新增投资规模约 18000 亿元，其中“十四五”期间约为 9000 亿元。我们初步测算：十四五、十五五、十六五每个五年内新增投资规模分别约为 9000 亿元、4000 亿元、2000 亿元，合计新增投资规模约为 1.5 万亿元，十四五新增投资规模是十三五规划目标的 3 倍左右。
- 此前，国内抽水蓄能的规模低于预期，上一轮全国抽水蓄能选点规划提出，2020 年抽水蓄能总装机规模为 1.1 亿千瓦，但当前建成规模尚不足该目标

的 1/3。随着双碳工作部署持续推进，抽水蓄能加快发展势在必行。今年 5 月，国家发改委印发《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》，完善抽水蓄能价格形成机制，明确了抽水蓄能电价定价和疏导政策，影响抽蓄快速发展的制约因素逐渐解除。

表 6、我国水电“十三五”规划装机容量目标

项目	新增投产规模 (万千瓦)	2020 年目标装机容量 (万千瓦)	2020 年目标年发电量 (亿千瓦时)
一、常规水电站	4349	34000	12500
1.大中型水电	3849	26000	10000
2.小水电	500	8000	2500
二、抽水蓄能电站	1697	4000	-
合计	6046	38000	12500

资料来源：《水电发展十三五规划》，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、水电“十三五”规划抽水蓄能电站重点开工项目

所在区域	项目名称	总装机容量 (万千瓦)
东北电网	清原、庄河、兴城、尚志、五常、蛟河、桦甸、芝瑞	960
华东电网	句容、连云港、厦门、周宁、永泰、云霄、桐城、宁国、宁海、缙云、磐安、衢江	1595
华北电网	抚宁、易县、尚义、莱芜、潍坊、泰安二期、垣曲、浑源、美岱、乌海	1220
华中电网	大鱼沟、花园沟、宝泉二期、洪屏二期、奉新、五岳、安化、平江、栗子湾、大幕山、上进山	1340
西北电网	阜康、哈密天山、镇安、牛首山、昌马	580
南方电网	新会、三亚	126
<b>总计</b>		<b>5875</b>

资料来源：《水电发展十三五规划》，兴业证券经济与金融研究院整理

储能基建领域的一个重要落脚点为抽水蓄能。抽水蓄能电站目前仍是解决电网调峰调频及事故备用的最成熟工具。近期能源局下发抽水蓄能中长期发展规划，提出到 2035 年抽水蓄能电站投产总规模将达到 3 亿千瓦。我们初步测算，“十四五”、“十五五”、“十六五”每个五年内新增投资规模分别约为 9000 亿元、4000 亿元、2000 亿元，合计新增投资规模约为 1.5 万亿元，十四五新增投资规模是十三五规划目标的 3 倍左右。

### 3.2、战略布局新能源，中国能建优势明显

中国能源建设集团于 2021 年 6 月发布《践行碳达峰、碳中和“30·60”战略目标行动方案（白皮书）》，指出加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系和以新能源为主体的新型电力系统是实现碳达峰、碳中和的内在要求和必由之路；中国能建则立足自身制定的“146”发展战略，全面进军新能源、储能、氢能等相关产业，积极推动所属工程企业转型发展。

#### ● 中国能建的全产业链优势明显

1) **业务范围覆盖能源电力建设运维全产业链。**从业务范围来看，中国能建是为全球能源电力和基础设施等行业提供整体解决方案、全产业链服务的综合性特大型集团，主营业务涵盖能源电力、水利水务、铁路公路、港口航道、市政工程、城市轨道交通、生态环保、水泥、民爆和房地产等领域，具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链。

2) **拥有各细分领域最高级别资质。**从资质方面来看，中国能建及所属企业资质涉及勘察、设计、咨询、施工、装备制造等方面近 1500 项。在施工领域，持有工程施工总承包特级资质 12 项（水利水电 6 项、电力 2 项、建筑 2 项、公路 2 项），各类工程施工承包一级资质 173 项（总承包一级 78 项、专业承包一级 95 项），涵盖能源电力及基础设施建设各个领域；在勘察设计领域，持有综合甲级工程设计资质 8 项、行业甲级设计资质 19 项（电力 13 项、公路 1 项、水利 4 项、建筑 1 项）、工程勘察综合甲级 20 项、海洋工程勘察甲级 1 项；此外，还持有房地产开发一级资质、金融许可证、水泥产品生产许可证、民用爆炸物品生产许可证、特种设备制造许可证（压力容器、压力管道）等多种资质证书。

表 8、中国能建施工设计咨询主要资质情况

资质名称	资质级别	资质数量
工程施工总承包资质	行业特级	12
工程施工承包资质	行业或专业一级	173
工程设计资质	综合甲级	8
工程设计资质	行业甲级	19
工程勘察资质	综合甲级	21
工程咨询单位资格	甲级	22
水土保持方案编制资格	甲级	8
测绘资质	甲级	14
地质灾害治理工程勘查单位资质	甲级	5
地质灾害治理工程设计单位资质	甲级	7
地质灾害危险性评估单位资质	甲级	6
建设项目环境影响评价资质	甲级	6
特种设备设计许可、工程建设监理	专业类甲级或其他	28
<b>合计</b>		<b>329</b>

资料来源：中国能建招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

● **中国能建的综合实力强大**

中国能建部分成员企业是新中国成立之初组建的,是国家能源电力建设的主力军,全程参与和见证了我国电力工业的发展历程。目前,中国能建旗下有 23 家电力设计企业,代表着我国电力设计领域的最高水平,其中包括 6 家大型区域性电力设计院,14 家省级电力设计院和 1 家境外设计企业;有 30 多家工程建设企业,业务范围涵盖工程建设各个领域的施工建设,在大型水利水电、火电工程施工领域具有绝对优势。中国能建所属电力规划设计总院定位为“能源智囊、国家智库”,是“国家电力规划研究中心”的依托单位。公司已通过换股吸收合并葛洲坝,成功实现“A+H”股上市。

图 15、中国能建主要成员企业



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

● **中国能建的大型新能源发电项目经验丰富**

中国能建在水电、新能源、清洁高效火力发电等大型项目建设方面经验丰富。截止 2021 年 6 月,中国能建累计参与建设水电站项目总装机容量约 1.9 亿千瓦,而全国总装机容量为 3.7 亿千瓦,在水电工程领域施工市场份额超 30%,大型水电工程领域施工市场份额超 50%;累计参与勘察设计的的新能源项目装机容量超过 1.7 亿千瓦,执行施工任务的新能源项目装机容量达 1.1 亿千瓦,代表项目为新疆哈密 50 兆瓦熔岩塔式光热发电项目;累计参与全国 140 台百万千瓦级煤电机组中 100 台的建设,包括国内首个百万千瓦超超临界燃煤发电项目——华能玉环电厂一期,以及成为全球煤电节能降耗标杆的国电泰州电厂二期项目。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



投资公司已建成投产 16 个风电项目和 11 个太阳能发电项目，新能源装机容量达 170 万千瓦，在建和已决策待开工的新能源装机容量超 70 万千瓦。预计全年新能源发电量达 35 亿千瓦时。目前已与黑龙江肇东市、新疆胡杨河市、甘肃张掖市、广东阳江市、苏州中方财团等签订了“源网荷储一体化”、“风光储一体化”综合项目投资协议，涉及装机容量约 1000 万千瓦，总投资约 600 亿元，一体化规模化发展步伐不断加快。

图 16、中国能建承建的新疆哈密塔式太阳能发电项目



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、中国能建承建的湖南汝城白云仙风电项目



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、中国能建投资的部分风电、光伏电站项目

项目名称	装机容量（兆瓦）	并网发电时间
云南永胜光伏电站一期项目	45	2015 年 12 月 30 日
云南永胜光伏电站二期项目	15	2016 年 12 月 23 日
广东南雄风电项目	50	2016 年 12 月 19 日
广东南雄工业园光伏电站项目	20	2016 年 3 月 20 日
安徽太和光伏电站项目	40	2016 年 12 月 31 日
湖南白云仙风电场	46	2017 年 10 月 17 日
康平三台子水库光伏电站项目	200	2017 年 12 月 28 日
陕西黄龙风电场	50	2020 年 11 月 9 日
陕西柳池光伏电站项目	100	2021 年 3 月 30 日

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

根据公司发布的《白皮书》，规划“十四五”期间新增控股新能源装机 20GW 以上，而预测目前公司权益装机仅为 4.5GW。公司在电力建设领域拥有从前期规划、设计、施工、项目运营到投融资的一体化经营优势，随着“十四五”战略布局新能源，我们预计公司新能源运营业务有望加速发展，运营光伏、风电项目有望持续落地。

#### 4、整合优质资产，换股吸收合并葛洲坝实现“A+H”股上市

近日中国能建完成对葛洲坝的换股吸收合并，中国能建通过向葛洲坝除葛洲坝集团以外的股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并葛洲坝。换股比例为 1: 4.4337，即每 1 股葛洲坝股票转换为 4.4337 股中国能建 A 股股票，中国能建为本次合并发行的股份数量合计为 11,670,760,553 股，发行价格为 1.96 元/股，葛洲坝换股价格为 8.76 元/股。中国能源建设因本次合并所发行的 A 股股票，以及原内资股转换形成的 A 股，均将在上交所主板上流通。

表 10、换股前后中国能建的股份变动情况

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
中国能建集团	18,107,684,022	60.32%	18,107,684,022	43.43%
国新控股	2,029,378,794	6.76%	2,029,378,794	4.87%
诚通金控	522,354,897	1.74%	522,354,897	1.25%
电规院	98,542,651	0.33%	98,542,651	0.24%
原葛洲坝其他股东	-	-	11,670,767,272	27.99%
<b>内资股 (A 股) 合计</b>	<b>20,757,960,364</b>	<b>69.15%</b>	<b>32,428,727,636</b>	<b>77.78%</b>
中国能建集团	578,884,000	1.93%	578,884,000	1.39%
其他 H 股股东	8,683,552,000	28.93%	8,683,552,000	20.83%
<b>H 股合计</b>	<b>9,262,436,000</b>	<b>30.85%</b>	<b>9,262,436,000</b>	<b>22.22%</b>
<b>总股本</b>	<b>30,020,396,364</b>	<b>100.00%</b>	<b>41,691,163,636</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 本次交易旨在贯彻落实中央国企改革决策部署，将消除中国能建集团内部潜在同业竞争，促进内部资源配置集约化与业务发展协同化，进一步增强集团全产业链优势和核心竞争力。(1) 利于消除潜在同业竞争和关联交易。中国能源建设部分资产经营业务与葛洲坝经营范围相同或相似，形成潜在同业竞争，通过此次合并，其在勘测设计、装备制造、运维检修等环节的业务组织与资源，可与葛洲坝的国际经营、施工承包、投资运营等环节的业务组织与资源更有效地融合，有助于提高资源配置效率和业务协同能力，真正实现产业链纵向一体化，发挥全产业链服务作用和价值链整合优势。(2) 利于缩短管理链条、提升管理效率。此前中国能源建设为葛洲坝间接控股股东，双方拥有独立管理层，激励机制和利益目标存在不完全一致情形。通过此次合并，将有效完善治理架构和决策机制，有利于中国能源建设进一步优化资源配置，提升管理效率，增强公司盈利能力。(3) 利于发展壮大支柱业务，推动业务转型升级。此前中国能源建设旗下的水泥、民爆、高速、水务等业务主要在葛洲坝内部经营，法人层级较低，在政策支持、资源投入、市场认同等方面存在一定不足，其发展壮大受到一定限制。通过此次合并，中国能源建设将能对上述业务板块实施更加有效的支持，进一步加快业务转型与结构调整。

- 本次交易后中国能建控股股东及实控人身份不变，实现 A 股和 H 股两地上

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

市，进一步拓宽融资渠道，葛洲坝退市。本次换股吸收合并完成后，中国能建新增约 116 亿股 A 股股票，剔除收购请求权、现金选择权行权影响，中国能建控股股东仍是中国能建集团（预计 A+H 合计持股比例将为 45.08%）。国务院国资委持有中国能建集团 90% 股权，仍为中国能建的实际控制人。中国能源建设实现 A+H 两地上市，在两大市场同时开展资本运作活动，充分受益 A 股投融资工具创新，为未来业务发展和兼并收购提供有力资本支持。另一方面，葛洲坝，资产、负债、业务、合同、资质、人员及其他一切权利与义务将通过中国能源建设指定的接收方承继，葛洲坝将注销。

- **葛洲坝原为建筑板块头部央企之一，多元化业务结构成熟，基本面持续改善，拥有多个优质的业务资产以及众多资质良好的基础设施运营资产，换股吸收合并实为优质资产整合。**

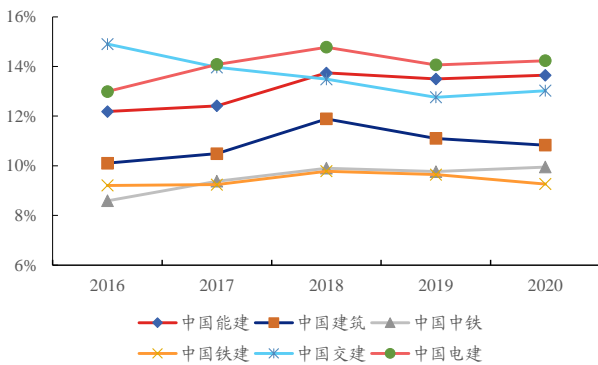
1) 葛洲坝系中国能源建设下属公司，是建筑板块头部上市公司之一，当前多元化的业务结构趋于成熟。葛洲坝成立于 1997 年并于同年登陆上交所，独家承建过葛洲坝工程、主力承建三峡工程，并承担了一大批世界顶尖级水利水电工程建设，在全球水电建设领域具有较强的品牌影响力和技术优势，当前业务覆盖四大板块：工程建设（电力、交通、市政、环保、水利等基建建设）、工业制造（水泥、民爆、环保、高端装备制造等）、投资运营（地产、公路运营、水务等）和综合服务（金融及其他）。

2) 葛洲坝拥有多个优质的业务资产以及众多资质良好的基础设施运营资产，有望受益集团业务整合和 REITs 市场发展。一方面，葛洲坝在基建、水泥、民爆、环保、绿色地产等领域均处于行业领先地位，通过此次合并，受益于集团内部资源配置优化和业务协同优势的进一步放大，其业务核心竞争力有望进一步增强。另一方面，葛洲坝当前旗下拥有高速、铁路、水电、水务、管廊等多类优质运营资产，其中在手高速路产规模估算超过 1000km，路产分布在山东、广东、四川、湖北等高潜力市场，近年收入规模和盈利能力接近高速板块上市公司中游以上水平，未来随着 REITs 试点落地和市场模式成熟，这部分沉淀资产存在一定估值提升空间，有望驱动市场对公司整体价值重估。

## 5、财务分析：毛利率有所提升，应收账款加速周转

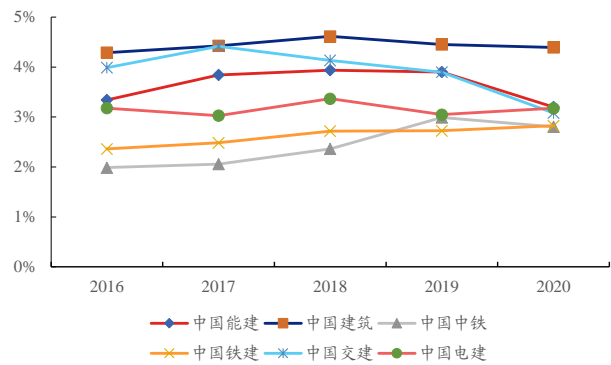
毛利率逐年提升，净利率 2020 年有所下滑。2017 年以来公司毛利率逐年上升，在同业中领先。2020 年毛利率为 13.65%，同比上升 0.15 个百分点。我们认为主要是工程建设和工业制造两大主业毛利率提升所致。公司净利率从 2016 年起处于上升状态，但 2020 年净利率为 3.20%，下滑 0.7 个百分点，我们认为主要系本年科技投入的增加导致研发费用率上升。

图 18、中国能建及可比企业毛利率 (%)



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

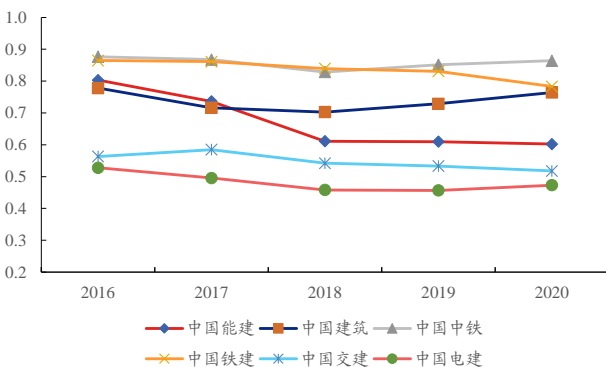
图 19、中国能建及可比企业净利率 (%)



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

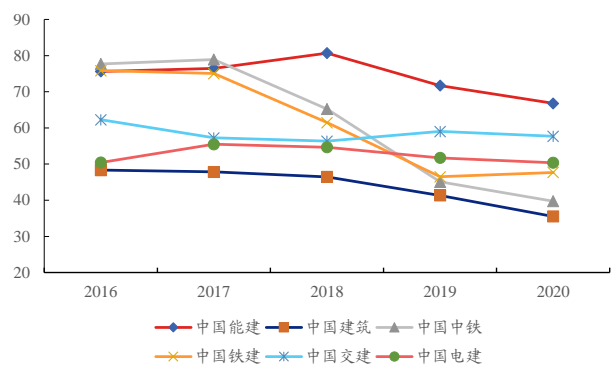
资产周转平稳，应收账款周转略有加速。2016 至 2018 年，公司总资产周转率有所下降，但随后保持平稳，2020 年总资产周转次数为 0.60，处于可比企业中游。公司应收账款周转天数 2016 至 2018 年起增加，2018 年后明显下降，2020 年为 67 天，但在可比企业中仍然偏高。

图 20、中国能建及可比企业总资产周转情况 (次)



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、中国能建及可比公司应收账款周转情况 (天)

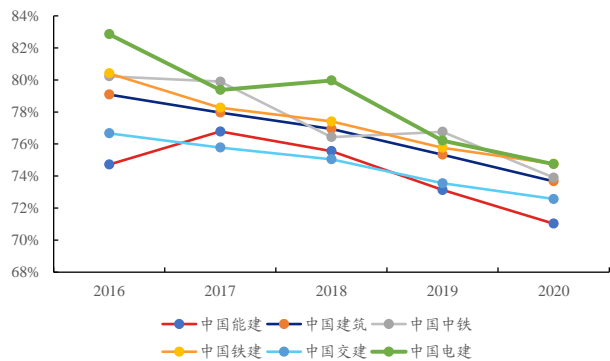


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资产负债率持续下降，ROE 有所下滑。自 2017 年起公司资产负债率逐年下降，财务杠杆降低，资产结构得到改善，至 2020 年下降到 71.03%，在可比企业中最

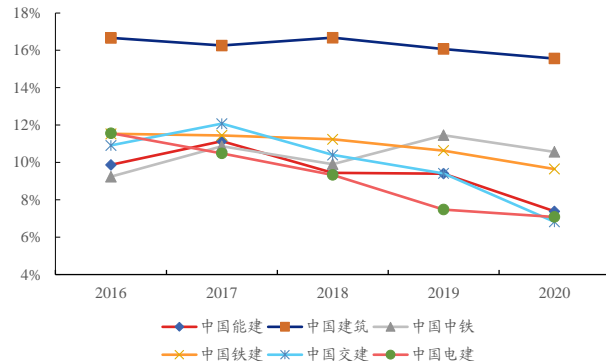
低。但公司 ROE 也有所下降，2020 年仅为 7.38%，在同比企业中属于较低水平，净利率及资产负债率同时下降导致 2020 年 ROE 下降幅度较大。

图 22、中国能建及可比企业资产负债率情况 (%)



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、中国能建及可比公司 ROE 情况 (%)



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理



## 6、盈利预测与估值

### ● 关键假设

1) 考虑到一方面基建行业持续向头部央企集中，另一方面光伏、风电、水电等清洁能源建设加速，结合公司订单增长情况，预计公司 21-23 年工程建设业务营业收入增速分别为 28%、20%、18%，毛利率稳定在 9.2%。

2) 结合在手订单情况，预计勘测设计、工业制造业务平稳增长，毛利率保持稳定。

3) 公司环保水务业务中清洁能源业务所占比重逐步提升，随着“十四五”装机量进一步增加，预计该业务毛利率逐步提升，21-23 年分别为 10%、20%、25%，营收增速分别为 0%、15%、20%。

4) 2020 年疫情影响下所得税率偏高，我们预计 21 年起公司生产经营逐步恢复正常，所得税率回归 25% 的正常水平。

表 11、中国能建盈利预测关键假设

业务类型	指标	2020	2021E	2022E	2023E
工程建设	营业收入（百万元）	200812	257040	308448	363969
	yoy（%）	13.2%	28.0%	20.0%	18.0%
	毛利率（%）	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
勘测设计	营业收入（百万元）	13911	14606	15337	16103
	yoy（%）	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率（%）	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%
工业制造	营业收入（百万元）	23857	25050	26303	27618
	yoy（%）	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率（%）	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%
环保水务	营业收入（百万元）	10470	10470	12040	14448
	yoy（%）	-29.1%	0.0%	15.0%	20.0%
	毛利率（%）	3.5%	10.0%	20.0%	25.0%
投资及其他	营业收入（百万元）	21277	22341	23458	24631
	yoy（%）	9.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率（%）	31.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	销售费用/营业收入（%）	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
	管理费用/营业收入（%）	4.27%	4.25%	4.25%	4.25%
	财务费用/营业收入（%）	1.40%	1.27%	1.44%	1.49%
	所得税率（%）	28.27%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 盈利预测结果

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 12、中国能建主要财务指标盈利预测结果

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	270328	329507	385586	446769
增长率	9.3%	21.9%	17.0%	15.9%
营业利润(百万元)	12520	14301	16237	18305
增长率	-1.8%	14.2%	13.5%	12.7%
净利润(百万元)	4671	5775	6589	7457
增长率	-8.6%	23.7%	14.1%	13.2%
最新摊薄每股收益(元)	0.11	0.14	0.16	0.18
每股净资产(元)	1.64	2.06	2.22	2.40
动态市盈率(倍)	24.5	19.9	17.4	15.4
市净率(倍)	1.7	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：动态市盈率对应收盘价日期为 2021 年 9 月 28 日

- **盈利预测与估值：**我们对公司首次覆盖，预计公司 2021-2023 年的 EPS 为 0.14 元、0.16 元、0.18 元，9 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 19.9 倍、17.4 倍、15.4 倍，给予“审慎增持”评级。

表 13、中国能建及可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE_TTM (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601868.SH	中国能建	2.75	0.14	0.16	0.18	19.9	17.4	15.4
601668.SH	中国建筑	4.87	1.22	1.37	1.51	4.0	3.6	3.2
601669.SH	中国电建	8.36	0.56	0.62	-	14.9	13.5	-
601186.SH	中国铁建	8.11	1.89	2.03	2.29	4.3	4.0	3.5
601390.SH	中国中铁	5.73	1.16	1.31	1.49	4.9	4.4	3.8
601800.SH	中国交建	8.50	1.51	1.65	-	5.6	5.2	-

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：收盘价日期为 2021 年 9 月 28 日

**风险提示：宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、新能源建设投资不及预期风险、新签订单不及预期风险**

附表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	288151	331703	372169	414847
货币资金	56435	55000	55000	55000
交易性金融资产	2958	3000	3000	3000
应收账款	51086	65901	77117	89354
其他应收款	16922	23066	26991	31274
存货	61529	71496	83758	97228
<b>非流动资产</b>	187901	205236	223431	240390
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	28954	35000	40000	45000
投资性房地产	750	700	700	700
固定资产	33243	31581	29919	28257
在建工程	7041	7041	7041	7041
油气资产	0	0	0	0
无形资产	61599	68599	75599	82599
<b>资产总计</b>	476052	536939	595601	655237
<b>流动负债</b>	253102	288443	334389	379706
短期借款	11423	23292	42107	57928
应付票据	13095	17159	20102	23335
应付账款	100469	122973	144063	167233
其他	128115	125019	128117	131210
<b>非流动负债</b>	85021	88595	89545	90548
长期借款	62975	62975	62975	62975
其他	22046	25620	26570	27573
<b>负债合计</b>	338123	377038	423934	470254
股本	30020	41691	41691	41691
资本公积	8106	8106	8106	8106
未分配利润	15647	19979	24920	30513
少数股东权益	69512	74050	79227	85086
<b>股东权益合计</b>	137929	159901	171667	184983
<b>负债及权益合计</b>	476052	536939	595601	655237

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4671	5775	6589	7457
折旧和摊销	0	1662	1662	1662
资产减值准备	326	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	-571	-500	-500	-500
财务费用	3793	3877	4965	6031
投资损失	-559	-600	-800	-1000
少数股东损益	3966	4538	5177	5859
营运资金的变动	-9277	-21906	-17335	-16181
<b>经营活动产生现金流量</b>	6490	-10416	-3899	-39
<b>投资活动产生现金流量</b>	-20192	-11784	-10950	-10750
<b>融资活动产生现金流量</b>	22136	20766	14849	10789
现金净变动	7237	-1435	-0	-0
现金的期初余额	0	56435	55000	55000
现金的期末余额	0	55000	55000	55000

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	270328	329507	385586	446769
营业成本	233132	285984	335030	388914
营业税金及附加	1695	2076	2429	2815
销售费用	1941	2372	2776	3217
管理费用	11555	14004	16387	18988
财务费用	3793	3877	4965	6031
资产减值损失	-326	-330	-350	-370
公允价值变动	571	500	500	500
投资收益	559	600	800	1000
<b>营业利润</b>	12520	14301	16237	18305
营业外收入	263	250	250	250
营业外支出	743	800	800	800
<b>利润总额</b>	12040	13751	15687	17755
所得税	3403	3438	3922	4439
净利润	8637	10313	11766	13316
少数股东损益	3966	4538	5177	5859
<b>归属母公司净利润</b>	4671	5775	6589	7457
<b>EPS (元)</b>	0.11	0.14	0.16	0.18

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	9.3%	21.9%	17.0%	15.9%
营业利润增长率	-1.8%	14.2%	13.5%	12.7%
净利润增长率	-8.6%	23.7%	14.1%	13.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	13.8%	13.2%	13.1%	12.9%
净利率	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
ROE	6.8%	6.7%	7.1%	7.5%

<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.0%	70.2%	71.2%	71.8%
流动比率	1.14	1.15	1.11	1.09
速动比率	0.90	0.90	0.86	0.84
<b>营运能力</b>				
资产周转率	60.2%	65.1%	68.1%	71.4%
应收帐款周转率	547.5%	563.3%	539.2%	536.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.11	0.14	0.16	0.18
每股经营现金	0.16	-0.25	-0.09	-0.00
每股净资产	1.64	2.06	2.22	2.40
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	24.5	19.9	17.4	15.4
PB	1.7	1.3	1.2	1.1

**分析师声明**

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

**投资评级说明**

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**信息披露**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**使用本研究报告的风险提示及法律声明**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

**特别声明**

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

**兴业证券研究**

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn