

# 中国电建 (601669.SH)

新签订单快速增长，投资运营价值凸显

买入

## 核心观点

公司2022年实现净利润114.4亿元，同比+16%；2023Q1实现净利润30.2亿元，同比+9%。公司2022年实现营业收入5726亿元，同比+1.2%；归母净利润114.4亿元，同比+16%；毛利率为12.21%，同比-0.90pct。公司2023Q1实现营业收入1335亿元，同比+0.7%，环比-24%；归母净利润30.2亿元，同比+9%，环比+7%；毛利率为12.21%，同比+1.16pct，环比-1.24pct。

**2022年新签订单快速增长，抽蓄及新能源景气共振。**公司2022年度工程建设与勘测设计业务新签合同额为10092亿元，同比+29%，为计划新签总额的103%。其中，能源电力/基础设施/水资源与环境新签合同额为4530/3566/1767亿元，同比+45%/-2%/36%。在能源电力合同中，新签光伏/风电/抽水蓄能合同为1936/1455/243亿元，同比+410%/+68%/+20%。随着风电、光伏原材料价格下行刺激需求及抽蓄开工建设加速，公司EPC业务量利齐升可期。

**新能源装机大幅提升，绿电运营转型加速。**2022年电建新能源公司股份制改造圆满完成，公司新增新能源建设指标、新增投资立项、新增开工项目、累计投产装机规模等四项指标均突破10GW。截至2022年底，公司累计控股新能源装机10.4GW，其中，光伏发电/风电新增装机2.7/7.6GW。2023年公司计划投资能源电力项目597亿元，其中新能源项目475亿元。我们预计2023-2025年公司新增新能源装机12.0/15.0/18.4GW，新能源运营业务将成为公司业绩增长的重要来源。

**前瞻性布局矿山资源，绿色砂石有望增厚业绩。**随着国家绿色发展理念的不断深化，绿色砂石市场逐渐供不应求，行业利润率长期处于高位。截至2022年末，公司已获取绿色砂石资源储量85.7亿吨，可满足设计年产能4.7亿吨，提前实现“十四五”规划的4亿吨/年产能的资源储量目标。假设砂石骨料单吨净利为6.5-9.5元，我们预计2023-2025年公司砂石骨料产能达到0.97/2.17/3.97亿吨，对应净利润占比为4%-11%。

**风险提示：**新增竞价项目电价较低风险；原材料价格上涨风险；利率快速上行风险；风电、光伏消纳不及预期的风险；砂石骨料价格大幅下跌风险。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“买入”评级。公司新签订单高速增长，新能源资源储备充足；新能源子公司拟分拆上市，公司资本结构进一步优化，我们维持公司23-24年盈利预测。预计公司2023-2025年归母净利润为122.2/149.6/180.5亿元，同比+7%/+22%/+21%，EPS分别为0.71/0.87/1.05元，当前PE为8/7/6倍，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	448,980	572,613	696,310	799,716	895,094
(+/-%)	11.7%	27.5%	21.6%	14.9%	11.9%
净利润(百万元)	8632	11435	12227	14963	18050
(+/-%)	8.1%	32.5%	6.9%	22.4%	20.6%
每股收益(元)	0.56	0.76	0.71	0.87	1.05
EBIT Margin	6.0%	5.2%	5.3%	5.9%	6.5%
净资产收益率(ROE)	6.9%	7.5%	7.5%	8.5%	9.4%
市盈率(PE)	10.5	7.9	8.4	6.8	5.7
EV/EBITDA	21.0	19.8	22.5	20.3	18.3
市净率(PB)	0.38	0.37	0.40	0.37	0.34

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

### 电力设备·其他电源设备 II

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

chenshuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	5.93元
总市值/流通市值	102151/65179百万元
52周最高价/最低价	8.45/5.86元
近3个月日均成交额	1076.06百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

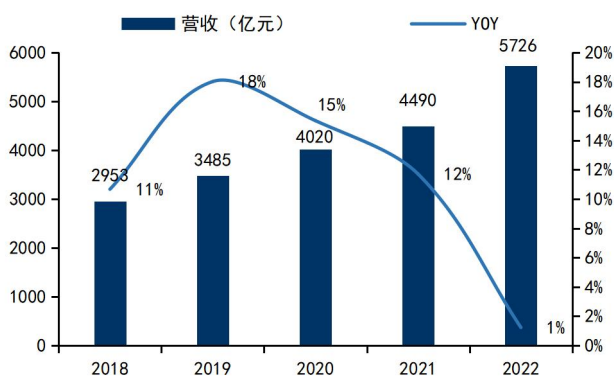
#### 相关研究报告

- 《中国电建(601669.SH)-新能源与抽蓄景气共振 绿电运营加速发展》——2022-12-29
- 《中国电建(601669.SH)-物流管控放松有利短期交付，新能源集采预示旺盛需求》——2022-12-10
- 《中国电建(601669.SH)-水利水电订单高增，新能源运营加速推进》——2022-05-06
- 《中国电建-601669-重大事件快评：抽水蓄能加速发展，电建引领行业浪潮》——2022-02-06
- 《中国电建-601669-重大事件快评：剥离亏损地产，轻装拥抱新型电力转型机遇》——2022-01-23

公司 2022 年实现营业收入 5726 亿元，同比+1.2%，对应 Q4 营业收入 1755 亿元，同比-1.8%，环比+34%；2022 年实现归母净利润 114.4 亿元，同比+16%，对应 Q4 归母净利润 28.2 亿元，同比+8.3%，环比+12.2%。公司 2022 年毛利率为 12.21%，同比-0.90pct；对应 Q4 毛利率为 13.45%，同比-0.83pct，环比+1.57pct。

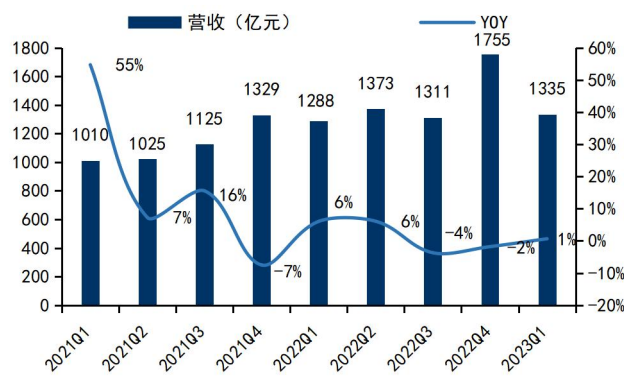
公司 2023Q1 实现营业收入 1335 亿元，同比+0.7%，环比-24%；归母净利润 30.2 亿元，同比+9%，环比+7%。公司 2023Q1 毛利率为 12.21%，同比+1.16pct，环比-1.24pct。

图1：公司营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



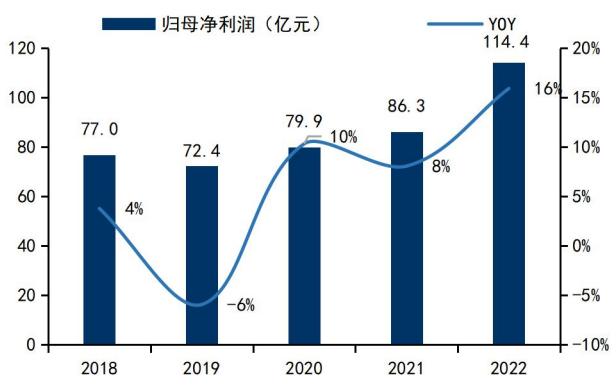
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

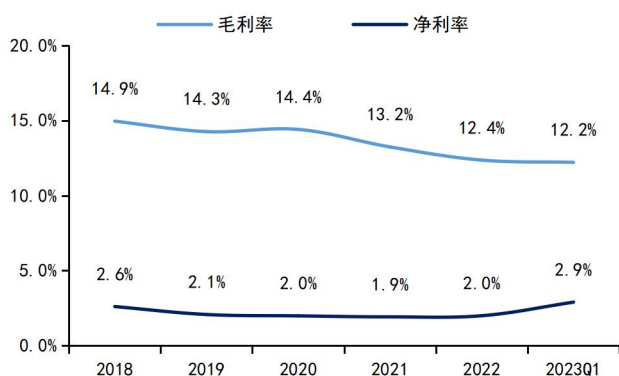
图4：公司单季度归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



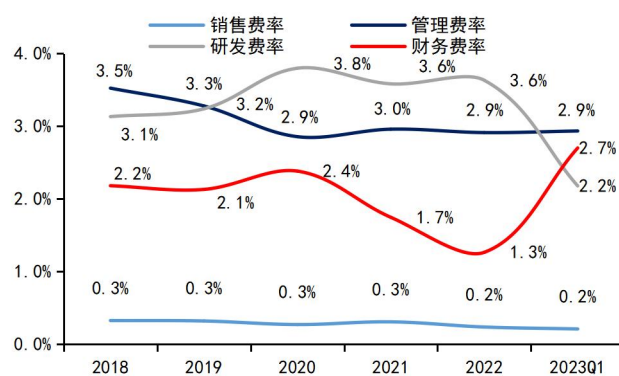
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22年公司期间费用率同比略降。**公司 2022 年期间费用率为 8.04%，同比-0.55pct，其中，销售/管理/研发/财务费率分别为 0.23% (-0.07pct)、2.91% (-0.05pct)、3.63% (+0.05pct)、1.26% (-0.48pct)。公司 2023Q1 期间费用率为 8.02%，同比+1.34pct，其中，销售/管理/研发/财务费率分别为 0.21% (-0.06pct)、2.93% (-0.05pct)、2.18% (+0.05pct)、2.70% (+1.40pct)。

公司 2022 年计提资产减值损失 8.1 亿元，计提信用减值损失 42.2 亿元。其中，资产减值科目为在建工程、合同资产等，信用减值科目为应收账款及票据坏账等。公司 2023Q1 计提资产减值损失 0.11 亿元，计提信用减值损失 11.0 亿元。

**图5: 公司毛利率、净利率变化情况 (%)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6: 公司期间费用率变化情况 (%)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 22年新签订单快速增长, 抽蓄及新能源景气共振

公司 2022 年度新签合同 (EPC 合同, 下同) 金额为 10092 亿元, 同比+29%, 为全年新签合同总额计划的 103%。其中: 境内/境外项目新签合同额为 8168/1923 亿元, 同比+33%/+17%, 占总新签合同 81%/19%。

截至 2022 年末, 公司合同存量 16069 亿元, 同比增长 10%。其中: 国内合同存量 12681 亿元, 占比 79%; 国外合同存量 3388 亿元, 占比 21%。

分版块来看:

1) **工程承包与勘测设计:** 2022 年, 实现营业收入 5044 亿元, 同比+6.7%, 主要系境内新能源、水利水电及铁路等工程承包业务规模增长所致; 实现毛利率 9.86%, 同比-0.46pct, 主要系人工、原材料及物流等价格上涨所致。

公司 2022 年能源电力/基础设施/水资源与环境业务新签合同额分别为 4530/3566/1767 亿元, 同比+45%/-2%/36%, 占总新签合同 45%/35%/18%。

在能源电力合同中, 新签光伏发电合同金额达 1936 亿元, 同比+410%; 风电 1455 亿元, 同比+68%; 常规水电 348 亿元, 同比-44%; 抽水蓄能 243 亿元, 同比+20%。2022 年公司风光新能源新签合同达到 3391 亿元, 同比+239%, 占总新签合同 34%。

2) **电力投资与运营:** 2022 年, 实现营业收入 238 亿元, 同比+11.5%, 主要是新能源装机容量增加、境外水电发电量增加所致; 毛利率为 40.13%, 同比-1.40pct, 主要系煤炭价格上涨、新能源项目平价上网政策推行所致。

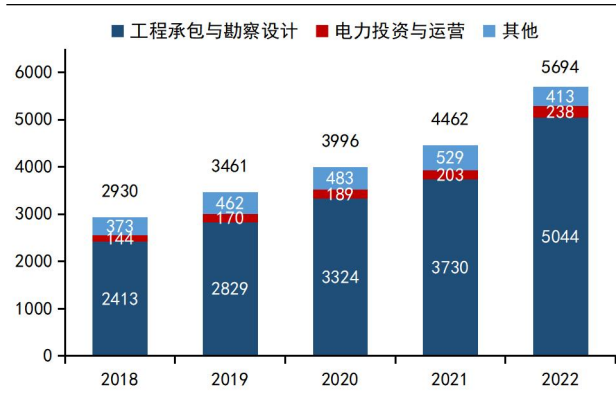
公司 2022 年新能源业务实现营业收入 86 亿元, 同比增长 6.1%; 毛利率 55.70%, 比电力投资与运营板块综合毛利率高 15.57pct。公司 2022 年度新增风电、光伏发电、水电装机容量分别为 1.36GW、1.27GW、0.37GW。截至 2022 年底, 公司累计控股电力装机 20.4GW, 其中: 光伏发电装机 2.72GW, 全年同比+88%; 风电 7.64GW, 全年同比+22%; 水电 6.86GW, 全年同比+5.8%, 清洁能源装机容量合计占比达 85%。

3) **其他业务:** 主要包括设备制造与租赁、砂石骨料的开发销售、商品贸易及物资销售、特许经营权及服务业等。2022 年, 实现营业收入 413 亿元, 同比-40%, 主要系房地产开发业务置出所致; 毛利率为 23.03%, 同比+9.19pct, 主要系毛利率较高的境内特许经营权经营规模增长所致。

截至 2022 年末, 公司已获取绿色砂石项目采矿权共计 22 个, 已进入运营期的绿色砂石项目共计 7 个, 绿色砂石资源储量达到 85.7 亿吨, 可满足设计年产能 4.7 亿吨, 投资规模为 1004 亿元, 提前实现“十四五”规划的资源储量目标。

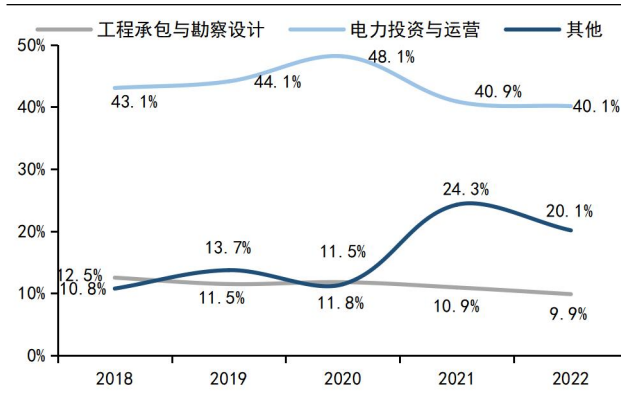
公司 2023 年投资计划 1430 亿元，同比+27%，其中：续建项目 891 亿元、新建项目 539 亿元。公司 2023 年新签合同计划 11100 亿元，同比+10%，其中：国内业务新签合同计划 9100 亿元，国际业务新签合同计划 2000 亿元。

图7：公司分版块营业收入（亿元）



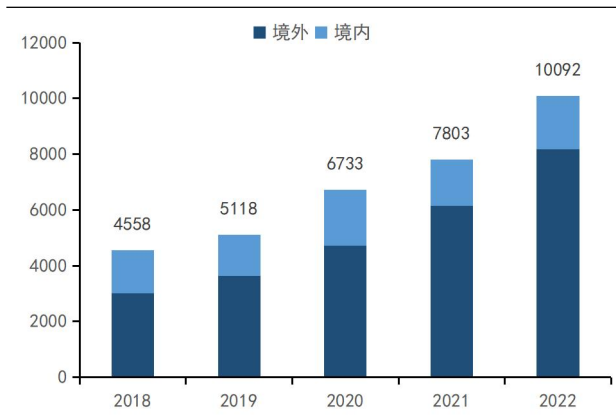
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司分版块毛利率（%）



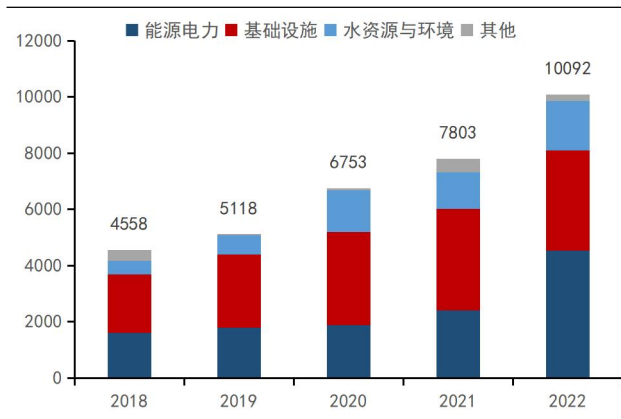
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司分地区新签合同金额（亿元）



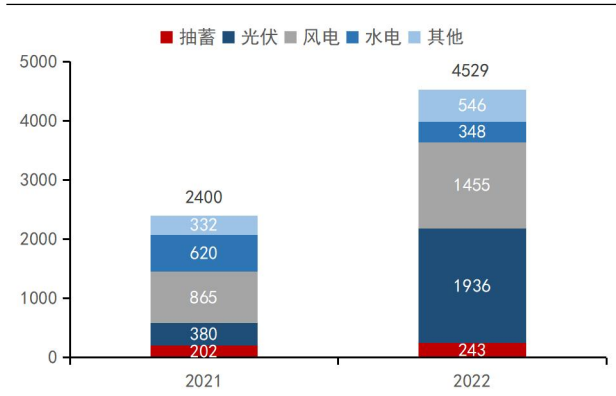
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司分业务新签合同金额（亿元）



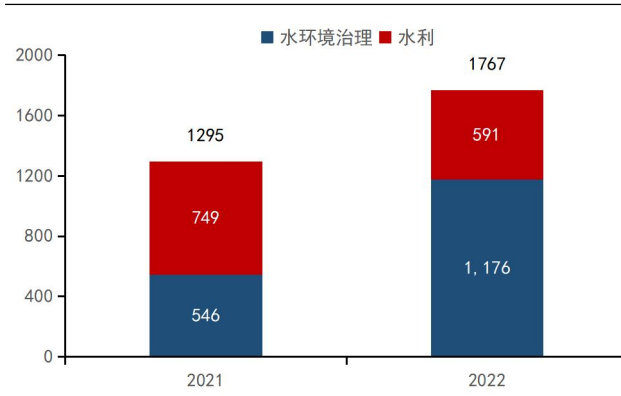
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：公司能源电力业务新签合同构成（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

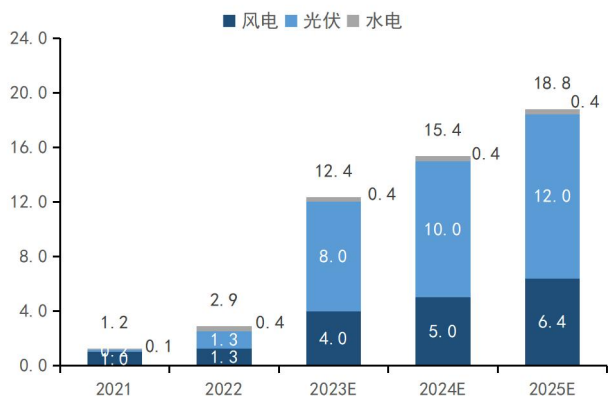
图12：公司水资源与环境业务新签合同构成（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

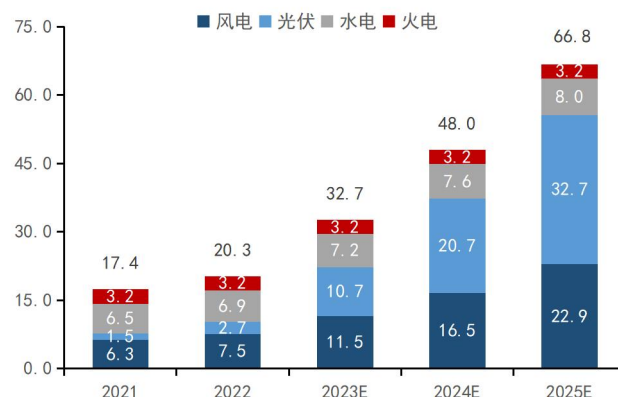
**新能源运营业务蓄势待发，装机加速利润放量在即。**2022 年电建新能源公司股份制改造完成，公司新能源资源获取和开发建设能力实现大幅度提升，新增建设指标、新增投资立项、新增开工项目、累计投产装机规模等四项指标均突破 10GW。截至 2022 年底，公司累计控股电力装机 20.4GW，其中：光伏发电 2.72GW、风电 7.64GW、水电 6.86GW、火电 3.16GW。2023 年公司投资计划能源电力项目 597 亿元，其中新能源项目 475 亿元。我们预计 2023-2025 年公司新增新能源装机将分别达到 12.0GW、15.0GW、18.4GW，“十四五”新增新能源合计装机 49.1GW。

图 13: 公司新增控股电力装机容量预测 (GW)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

图 14: 公司累计控股电力装机容量预测 (GW)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

**电建新能源拟分拆上市，绿电运营有望提质增效。**2023 年 6 月 2 日，公司公告拟筹划分拆下属控股子公司电建新能源至境内证券交易所上市。2022 年度电建新能源实现营业收入 83.9 亿元，净利润 20.7 亿元。截至 2022 年底，电建新能源拥有总资产 668 亿元、总负债 488 亿元，资产负债率为 73%。电建新能源分拆上市，有望进一步补充公司权益资金、优化资本结构，降低融资成本，提升新能源资源获取能力，促进绿电运营业务实现高质量发展。

**投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级**

公司新签订单高速增长，新能源资源储备充足；新能源子公司拟分拆上市，公司资本结构进一步优化，我们维持公司 23-24 年盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 122.2/149.6/180.5 亿元（原预测 23-24 年为 122.0/149.0 亿元），同比+7%/+22%/+21%，EPS 分别为 0.71/0.87/1.05 元，当前 PE 为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	70076	100954	104446	119957	134264	营业收入	448980	572613	696310	799716	895094
应收款项	74769	102668	133539	153370	171662	营业成本	389566	501860	607284	692667	770198
存货净额	125762	16955	199655	227726	253216	营业税金及附加	1821	2105	2785	3199	3580
其他流动资产	66681	64574	81983	83120	84722	销售费用	1372	1341	2089	2399	2685
<b>流动资产合计</b>	<b>424453</b>	<b>415740</b>	<b>653579</b>	<b>736913</b>	<b>813660</b>	管理费用	13286	16675	20889	23991	26853
固定资产	121958	151209	209440	296560	379868	研发费用	16088	20801	26460	30389	34014
无形资产及其他	228035	267835	295157	322479	349800	财务费用	7836	7231	9041	14080	16898
其他长期资产	152192	176420	184522	191932	187970	投资收益	651	871	650	650	650
长期股权投资	37339	28874	28874	28874	28874	资产减值及公允价值变动	(3737)	(5033)	(4800)	(4900)	(4900)
<b>资产总计</b>	<b>963977</b>	<b>1040078</b>	<b>1371571</b>	<b>1576758</b>	<b>1760172</b>	其他收入	4403	5652	5300	5400	5400
短期借款及交易性金融负债	37596	46465	181280	207374	215266	营业利润	16592	19055	24111	29240	37116
应付款项	147405	220618	199655	227726	253216	营业外净收支	157	192	100	100	100
其他流动负债	99336	100482	126052	129430	127958	<b>利润总额</b>	<b>16749</b>	<b>19247</b>	<b>24211</b>	<b>29340</b>	<b>37216</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>408891</b>	<b>472523</b>	<b>715880</b>	<b>804446</b>	<b>864968</b>	所得税费用	3291	3563	4842	5868	8374
长期借款及应付债券	284941	299254	371252	466820	563733	少数股东损益	4826	4249	7142	8509	10793
其他长期负债	30013	27957	29668	32082	34464	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8632</b>	<b>11435</b>	<b>12227</b>	<b>14963</b>	<b>18050</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>314954</b>	<b>327211</b>	<b>400920</b>	<b>498902</b>	<b>598197</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>723845</b>	<b>799734</b>	<b>1116800</b>	<b>1303348</b>	<b>1463164</b>	净利润	8632	11435	12227	14963	18050
少数股东权益	115137	88479	92130	97638	105431	资产减值准备	(809)	(814)	(800)	(900)	(900)
股东权益	124995	151865	162642	175771	191577	折旧摊销	11909	15115	17301	22085	27817
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>963977</b>	<b>1040078</b>	<b>1371571</b>	<b>1576758</b>	<b>1760172</b>	公允价值变动损失	10	47	0	0	0
						财务费用	7836	7231	9041	14080	16898
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	10682	94490	(125805)	(5353)	(9809)
每股收益	0.56	0.76	0.71	0.87	1.05	其它	(14801)	(89441)	18045	25252	30322
每股红利	0.10	0.10	0.11	0.13	0.16	<b>经营活动现金流</b>	<b>15624</b>	<b>30832</b>	<b>(79032)</b>	<b>56048</b>	<b>65480</b>
每股净资产	15.70	15.87	14.79	15.87	17.24	资本开支	(42448)	(57751)	(102854)	(136527)	(138447)
ROIC	4%	4%	4%	4%	4%	其它投资现金流	(3979)	12084	(7452)	(6760)	4612
ROE	7%	8%	8%	9%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(46427)</b>	<b>(45666)</b>	<b>(110306)</b>	<b>(143287)</b>	<b>(133835)</b>
毛利率	13%	12%	13%	13%	14%	权益性融资	1073	20123	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	6%	6%	负债净变化	31259	23627	206813	121664	104804
EBITDA Margin	9%	8%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(4765)	(5242)	(4942)	(4834)	(5245)
收入增长	12%	28%	22%	15%	12%	其它融资现金流	3023	9314	134815	26095	7891
净利润增长率	8%	32%	7%	22%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>19731</b>	<b>31276</b>	<b>192830</b>	<b>102750</b>	<b>82662</b>
资产负债率	75%	77%	81%	83%	83%	<b>现金净变动</b>	<b>(11072)</b>	<b>16441</b>	<b>3492</b>	<b>15511</b>	<b>14307</b>
息率	1.7%	1.6%	1.8%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	82442	70076	100954	104446	119957
P/E	10.5	7.9	8.4	6.8	5.7	货币资金的期末余额	70076	100954	104446	119957	134264
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	企业自由现金流	1716	76163	(181915)	(82139)	(75672)
EV/EBITDA	21.0	19.8	22.5	20.3	18.3	权益自由现金流	20371	103058	17665	28261	16037

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

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

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

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

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

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

### 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032