

投资评级 **优于大市** 维持

股票数据

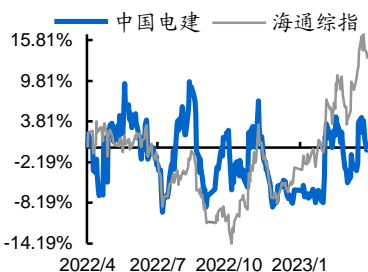
04月27日收盘价(元)	7.53
52周股价波动(元)	6.76-8.45
总股本/流通A股(百万股)	17226/10991
总市值/流通市值(百万元)	129713/82765

相关研究

《1-11月累计订单同比高增50.07%，定增顺利推进》2022.12.23

《扣非后净利润明显提速，定增已获审批》2022.11.01

《9月订单同比高增103%，定增顺利推进》2022.10.15

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.4	9.1	7.0
相对涨幅(%)	4.0	10.5	11.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:zxj12156@haitong.com

证书:S0850518020001

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@haitong.com

联系人:曹有成

Tel:18901961523

Email:cyc13555@haitong.com

ROE、现金流明显改善，全球化发展蹄疾步稳

投资要点:

- **事件:**公司2022年实现营业收入5726.13亿元,同增1.23%;归母净利润114.35亿元,同增15.93%;扣非归母净利润103.51亿元,同增26.71%。点评如下:
- **新签订单高增长,未来收入增长支撑足。分季度看,**公司2022Q1、Q2、Q3、Q4单季营收分别同增6.05%、6.08%、-3.70%、-1.80%;归母净利润分别同增5.04%、34.29%、17.31%、8.26%。**分业务看,**工程承包与勘测设计、电力投资与运营、其他分别实现营收5043.64、238.14、412.59亿元,分别同增6.72%、11.49%、-40.02%。**分地区看,**境内、境外分别实现营收4946.13、748.24亿元,分别同增1.73%、-2.21%。由于公司房地产板块资产与电建集团的优质电网辅业相关资产进行置换,此数据为调整追溯后的口径。公司2022年新签合同10091.86亿元,同增29.34%;2023Q1新签合同3223.75亿元,同增30.21%,继续高增。
- **盈利水平、经营现金流大幅改善,ROE为18年以来最高水平。**毛利率方面,公司2022年毛利率同升0.14个pct至12.21%。其中新能源运营业务全年实现营收86.41亿元,同增6.10%;毛利率55.70%,同降2.51个百分点,主要是平价上网政策推行,新投产的光伏发电、风电等新能源上网电价不再享受可再生能源补贴。**费用率方面,**公司期间费用率基本持平为8.06%,其中销售费用率同降0.06个pct至0.23%;管理费用率(含研发费用)同升0.34个pct至6.54%;财务费用率同降0.28个pct至1.26%。此外,2022年公司投资收益8.71亿元,同比大幅增加305.71%,资产+信用减值损失50.33亿元,损失同增10.28%。综上,2022年公司净利率同升0.11个pct至2.74%。加权平均ROE为9.95%,同增2.10个pct,为2018年以来最高水平。**经营现金流净流入308.32亿元,同增45.10%。**其中收现比同升0.70个pct至99.39%,付现比同升0.83个pct至94.86%。
- **新能源“投建营”一体化转型顺利,全球化发展蹄疾步稳。**2022年公司新增风电、太阳能光伏发电、水电装机容量分别为136、127.2、37.3万千瓦。截至2022年底,公司控股并网装机容量2038.34万千瓦,其中风电、水电、太阳能发电装机分别为764.44、685.54、272.36万千瓦,分别同增21.64%、5.75%、87.63%。截至2022年末,公司已获取绿色砂石项目采矿权22个,已进入运营期项目7个,绿色砂石资源储量达到85.68亿吨,设计年产能为4.69亿吨。根据中国机电商会统计,2022年公司在海外电力项目总排名以及火电、水电、新能源、太阳能光伏、风电五个分排名中,签约额均位列前茅。2023年公司新签合同计划11100亿元(同增约10%),其中国内、国外分别计划新签9100、2000亿元,国外占比18%,我们认为公司海外项目占比有望提升。
- **盈利预测与评级。**公司从水电行业领军者向新能源投资运营商全面转型,开启发展新篇章。我们预计公司23-24年BPS分别为10.19和11.05元,给予2023年1.1-1.2倍市净率,合理价值区间11.21-12.23元,维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**回款风险,业务拓展风险,政策风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	565653	572613	683556	804920	935479
(+/-)YoY(%)	40.7%	1.2%	19.4%	17.8%	16.2%
净利润(百万元)	9864	11435	14061	16871	19901
(+/-)YoY(%)	23.5%	15.9%	23.0%	20.0%	18.0%
全面摊薄EPS(元)	0.57	0.66	0.82	0.98	1.16
毛利率(%)	12.1%	12.2%	12.7%	12.9%	13.2%
净资产收益率(%)	7.0%	7.5%	8.0%	8.9%	9.6%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
601618.SH	中国中冶	882.83	0.50	0.57	0.66	6.42	7.44	6.44	0.68
601117.SH	中国化学	617.67	0.89	1.09	1.28	8.96	9.32	7.87	1.05
600905.SH	三峡能源	1537.12	0.83	0.34	0.41	22.78	15.75	13.22	1.83
	均值		0.74	0.67	0.78	12.72	10.84	9.17	1.19

注：收盘价为 2023 年 4 月 27 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	572613	683556	804920	935479
每股收益	0.66	0.82	0.98	1.16	营业成本	502106	596996	700957	811652
每股净资产	10.03	10.19	11.05	12.06	毛利率%	12.2%	12.7%	12.9%	13.2%
每股经营现金流	2.04	2.38	3.06	3.38	营业税金及附加	2105	2517	2964	3444
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	1341	1770	2415	3106
P/E	11.34	9.22	7.69	6.52	营业费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	0.75	0.74	0.68	0.62	管理费用	16675	21600	26160	32274
P/S	0.23	0.19	0.16	0.14	管理费用率%	2.9%	3.2%	3.3%	3.5%
EV/EBITDA	8.30	6.50	6.19	5.89	EBIT	26026	39387	45258	50894
股息率%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	7231	8007	8792	9522
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
毛利率	12.2%	12.7%	12.9%	13.2%	资产减值损失	-814	-777	-777	-777
净利润率	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	投资收益	871	342	362	421
净资产收益率	7.5%	8.0%	8.9%	9.6%	营业利润	19055	23437	28196	33216
资产回报率	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	营业外收支	192	230	200	280
投资回报率	3.6%	4.9%	5.1%	5.3%	利润总额	19247	23667	28396	33496
盈利增长 (%)					EBITDA	42613	61384	68479	75340
营业收入增长率	1.2%	19.4%	17.8%	16.2%	所得税	3563	4381	5256	6200
EBIT 增长率	-1.0%	51.3%	14.9%	12.5%	有效所得税率%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润增长率	15.9%	23.0%	20.0%	18.0%	少数股东损益	4249	5225	6269	7395
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	11435	14061	16871	19901
资产负债率	76.9%	77.8%	78.4%	78.8%					
流动比率	0.88	0.92	0.95	0.97	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.52	0.51	0.51	0.53	货币资金	100954	117498	137555	157877
现金比率	0.21	0.20	0.20	0.21	应收账款及应收票据	102668	128977	142151	173603
经营效率指标					存货	16955	81945	111566	121712
应收账款周转天数	63.61	60.00	60.00	60.00	其它流动资产	195163	217335	247123	288118
存货周转天数	53.97	30.00	50.00	52.00	流动资产合计	415740	545755	638396	741309
总资产周转率	0.54	0.61	0.63	0.66	长期股权投资	28874	28874	28874	28874
固定资产周转率	4.67	5.35	6.23	7.24	固定资产	126841	128752	129474	129003
					在建工程	24408	25087	25733	26346
					无形资产	267835	307635	347435	387235
					非流动资产合计	624338	665804	706547	746064
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1040078	1211559	1344942	1487373
净利润	11435	14061	16871	19901	短期借款	23749	38298	52847	67396
少数股东损益	4249	5225	6269	7395	应付票据及应付账款	220618	253662	299315	341890
非现金支出	21621	26674	28097	29322	预收账款	380	454	535	621
非经营收益	6747	9162	10236	11173	其它流动负债	227776	297720	319743	354154
营运资金变动	-13221	-14209	-8827	-9519	流动负债合计	472523	590134	672440	764061
经营活动现金流	30832	40914	52645	58271	长期借款	285855	305855	330855	351855
资产	-53020	-63517	-63495	-63360	其它长期负债	41357	46357	51357	56357
投资	-3279	0	-500	-500	非流动负债合计	327211	352211	382211	408211
其他	10632	342	362	421	负债总计	799734	942346	1054651	1172273
投资活动现金流	-45666	-63175	-63633	-63439	实收资本	17226	17226	17226	17226
债权募资	55086	39549	44549	40549	归属于母公司所有者权益	151865	175510	190319	207733
股权募资	48450	11252	0	0	少数股东权益	88479	93704	99973	107367
其他	-72260	-11995	-13504	-15060	负债和所有者权益合计	1040078	1211559	1344942	1487373
融资活动现金流	31276	38806	31045	25489					
现金净流量	17613	16544	20057	20322					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国建筑国际,中国核建,中国海诚,四川路桥,中材国际,中国铁建,中粮科工,中国建筑,建发合诚,中国中铁,中国建筑兴业,中国能建,中国电建,深城交,苏文电能,志特新材,中国交建,华设集团,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构,建科股份,上海港湾,森鹰窗业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。