

中国电建 (601669)

证券研究报告

2023年04月29日

q1 归母 yoy+9%，盈利能力持续改善，重视新能源转型前景

继续看好公司新能源转型成长前景，维持“买入”评级

公司发布 22 年年报及 23 年一季报，22fy 公司收入 5,726 亿，yoy+1.2%（年报中追溯调整口径，下同），归母净利 114.4 亿，yoy+15.9%，扣非归母净利 103.5 亿，yoy+26.7%；单 22q4 收入 1755 亿，yoy-1.7%，归母净利 28.2 亿，yoy+8.3%，扣非归母净利 33.6 亿，yoy+64.5%。23q1 收入 1333 亿，yoy+0.7%，归母净利 30 亿，yoy+8.7%，扣非归母净利 30 亿，yoy+22.5%。23q1 收入同比小幅增长，盈利能力持续改善。水利水电（包括抽蓄）工程及风光 EPC 在十四五期间需求景气进一步向上，订单初步体现，工程业务成长前景较好。运营业务视角，新能源装机节奏或边际加快，未来抽蓄项目亦值得期待，电力运营业务或持续优化利润结构及商业模式。砂石项目有亮点有预期差，增量利润贡献可期。考虑新能源转型成长前景，我们上调公司 23-24 年归母净利预测为 133/156 亿（前值 126/145 亿），新增 25 年归母净利预测为 184 亿，分别 yoy+16%/18%/18%。给予 23 年目标 PE15x，小幅上调目标价至 11.55 元，维持“买入”评级。

工程承包高景气，新能源装机节奏或边际加快

22fy 工程承包/电力投资运营/其他业务分别收入 5044/238/413 亿，分别 yoy+7%/+12%/-40%。境内新能源、水利水电及铁路等贡献工程承包主要增量；电力投资运营亦有力增长，源于新能源收入快增。22fy 新能源收入 86 亿，yoy+6%。22fy 末公司控股并网装机容量 20.4GW（vs 21fy 末 17.4GW），其中风电装机 7.6GW，yoy+22%/+1.3GW；水电装机 6.9GW，yoy+6%/0.4GW；太阳能发电装机 2.7GW，yoy+88%/1.3GW；火电装机 3.2GW，同比基本持平。23fy 公司投资计划总额 1430 亿，能源电力板块投资计划 597 亿，其中新能源项目投资计划 475 亿（vs 22fy 完成投资总额 1126 亿，为全年计划数 87%；22fy 能源电力板块投资计划 522 亿，其中新能项目 483 亿）。新能源转型有成效有执行力，组件成本下降加速公司投产节奏。22fy 及 23q1 新签合同额分别为 10092/3224 亿，分别 yoy+29%/30%，23q1 能源电力新签高增 207%至 1571 亿，较好支撑新能源转型成长。

电力投资运营效益阶段性承压，盈利能力持续改善

22fy 毛利率 12.2%，yoy+0.1pct，单 22q4 毛利率 13.4%，yoy+1.1pct。22fy 工程承包/电力投资运营/其他业务毛利率分别为 9.9%/40.1%/23.0%，分别 yoy-0.5/-1.4/+9.2pct。电力投资运营毛利率下降主因：1）阶段性煤炭价格上涨致火电燃煤成本增加；2）新投产的新能源项目上网电价不再享受补贴（新能源发电投资运营毛利率 yoy-2.5pct 至 55.7%）。22fy 费用率 8.1%，同比持平。减值损失增加、投资收益增加，资产处置收益 yoy-78%至 2.4 亿。22fy 归母净利率 2.0%，yoy+0.3pct，单 22q4 归母净利率 1.6%，yoy+0.1pct。23q1 公司毛利率 12.2%，yoy+1.3pct。费用率上行，23q1 费用率 8.0%，yoy+1.4pct，主要源于财务费用率 yoy+1.4pct 至 2.7%。投资收益影响加大，23q1 归母净利率 2.3%，yoy+0.2pct。盈利能力继续改善。

风险提示：战略执行弱于预期、电力及基建投资低于预期、减值风险、新能源业务拓展不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	448,980.31	572,612.95	654,135.85	754,881.16	856,145.05
增长率(%)	11.70	27.54	14.24	15.40	13.41
EBITDA(百万元)	56,293.92	67,389.12	56,052.89	64,013.36	73,202.07
归属母公司净利润(百万元)	8,632.10	11,435.44	13,266.42	15,625.74	18,429.09
增长率(%)	8.07	32.48	16.01	17.78	17.94
EPS(元/股)	0.50	0.66	0.77	0.91	1.07
市盈率(P/E)	15.35	11.58	9.99	8.48	7.19
市净率(P/B)	1.06	0.87	0.80	0.73	0.67
市销率(P/S)	0.30	0.23	0.20	0.18	0.15
EV/EBITDA	5.93	4.04	6.59	3.95	4.43

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.69 元
目标价格	11.55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	17,226.16
流通 A 股股本(百万股)	10,991.40
A 股总市值(百万元)	132,469.17
流通 A 股市值(百万元)	84,523.88
每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	77.77
一年内最高/最低(元)	8.45/6.76

作者

武慧东	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002	
wuhuidong@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
吴红艳	联系人
wuhongyan@tfzq.com	

股价走势



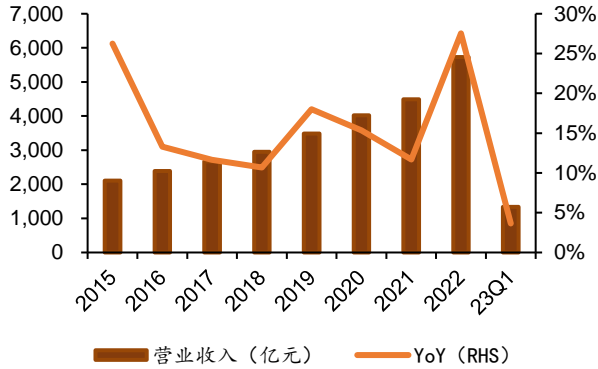
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国电建-公司点评:完成定增, 23 年装机或加快, 看好公司持续成长动能》2023-01-18
- 《中国电建-季报点评:新签高增, 盈利能力修复, 继续看好转型成长前景》2022-11-01
- 《中国电建-半年报点评:22h1 符合预期, 继续看好公司新能源转型成长前景》2022-08-27

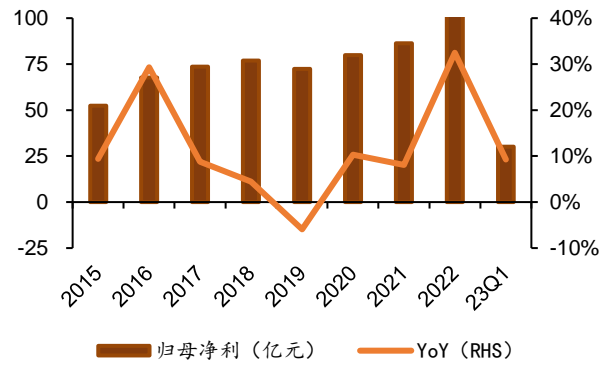
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				21A	22A	23E	24E	21A	22E	23E	24E
601618.SH	中国中冶	856	4.48	0.40	0.50	0.57	0.66	11.1	9.0	7.8	6.8
601117.SH	中国化学	647	10.59	0.76	0.89	1.09	1.28	14.0	11.9	9.8	8.2
601800.SH	中国交建	1,647	12.35	1.11	1.18	1.33	1.48	11.1	10.5	9.3	8.4
601611.SH	中国核建	264	8.73	0.51	0.63	0.76	0.88	17.2	13.8	11.5	10.0
601868.SH	中国能建	974	2.71	0.16	0.19	0.22	0.25	17.4	14.5	12.4	10.6
002060.SZ	粤水电	226	6.66	0.10	0.12	0.23	0.30	68.9	57.8	29.4	22.6
平均值								23.3	19.6	13.4	11.1
中位数								15.6	12.9	10.6	9.2
600905.SH	三峡能源	1,551	5.42	0.20	0.29	0.34	0.41	27.5	18.5	15.9	13.3
000591.SZ	太阳能	272	6.96	0.30	0.35	0.54	0.70	23.0	19.6	12.9	9.9
601016.SH	节能风电	247	3.82	0.12	0.25	0.30	0.35	32.2	15.2	12.9	11.1
600674.SH	川投能源	641	14.38	0.69	0.79	1.01	1.06	20.8	18.2	14.3	13.5
600886.SH	国投电力	879	11.79	0.33	0.65	0.85	0.96	36.1	18.2	13.8	12.3
平均值								27.9	18.0	14.0	12.0
中位数								27.5	18.2	13.8	12.3
601669.SH	中国电建	1,325	7.69	0.50	0.66	0.77	0.91	15.3	11.6	10.0	8.5

注：股价时间 2023/04/28；除中国建筑外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期，22 年 PE、EPS 中三峡能源、国投电力、中国核建为预测值，其余为实际值；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	70,075.54	100,954.13	115,326.97	228,902.19	151,451.09
应收票据及应收账款	74,768.87	102,667.74	92,762.34	124,378.91	112,378.13
预付账款	22,705.19	32,054.00	44,961.06	38,301.25	53,517.14
存货	125,762.03	16,954.66	145,578.15	41,244.82	170,121.92
其他	66,898.96	64,926.78	182,742.63	219,117.16	238,651.55
流动资产合计	360,210.59	317,557.30	581,371.14	651,944.32	726,119.82
长期股权投资	37,339.19	28,873.52	28,873.52	28,873.52	28,873.52
固定资产	109,089.68	126,840.83	145,728.93	163,117.02	179,005.11
在建工程	12,903.29	24,407.58	36,407.58	48,407.58	60,407.58
无形资产	228,040.06	267,841.43	261,170.14	254,498.86	247,827.57
其他	152,152.50	176,374.80	187,743.18	196,865.23	206,268.08
非流动资产合计	539,524.72	624,338.16	659,923.34	691,762.20	722,381.85
资产总计	963,977.37	1,040,078.11	1,241,294.49	1,343,706.53	1,448,501.68
短期借款	5,059.01	23,749.12	102,201.39	102,201.39	102,201.39
应付票据及应付账款	147,404.67	220,618.00	194,562.58	281,648.16	259,600.79
其他	132,127.11	123,576.90	333,738.23	326,632.99	428,725.75
流动负债合计	284,590.79	367,944.02	630,502.20	710,482.54	790,527.93
长期借款	262,380.46	285,854.59	305,315.12	305,315.12	305,315.12
应付债券	22,560.70	13,399.32	17,980.01	17,980.01	16,453.11
其他	30,013.25	27,957.43	28,957.43	29,957.43	30,957.43
非流动负债合计	314,954.41	327,211.34	352,252.56	353,252.56	352,725.66
负债合计	723,845.37	799,734.12	982,754.76	1,063,735.11	1,143,253.59
少数股东权益	115,137.10	88,479.26	93,408.58	99,214.53	106,062.11
股本	15,299.04	17,226.16	17,226.16	17,226.16	17,226.16
资本公积	29,670.77	35,786.91	35,786.91	35,786.91	35,786.91
留存收益	56,261.62	63,008.52	76,274.94	91,900.68	110,329.77
其他	23,763.48	35,843.14	35,843.14	35,843.14	35,843.14
股东权益合计	240,132.00	240,343.99	258,539.73	279,971.42	305,248.08
负债和股东权益总计	963,977.37	1,040,078.11	1,241,294.49	1,343,706.53	1,448,501.68

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	13,457.78	15,684.44	13,266.42	15,625.74	18,429.09
折旧摊销	12,651.64	15,759.91	17,783.19	19,283.19	20,783.19
财务费用	9,684.79	7,927.10	9,520.69	11,107.23	13,081.79
投资损失	(651.13)	(870.84)	(1,494.82)	(1,569.56)	(1,648.04)
营运资金变动	(31,653.73)	(46,480.98)	(85,028.40)	114,290.53	(78,627.92)
其它	12,134.19	38,812.13	4,929.32	5,805.96	6,847.58
经营活动现金流	15,623.53	30,831.75	(41,023.61)	164,543.08	(21,134.31)
资本支出	53,002.11	77,773.62	41,000.00	41,000.00	41,000.00
长期投资	13,298.35	(8,465.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(112,727.19)	(114,974.22)	(82,906.22)	(81,247.77)	(81,006.72)
投资活动现金流	(46,426.74)	(45,666.28)	(41,906.22)	(40,247.77)	(40,006.72)
债权融资	16,475.66	15,950.38	97,302.66	(10,720.08)	(16,310.07)
股权融资	(435.54)	20,122.92	0.00	0.00	0.00
其他	3,691.01	(4,797.32)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	19,731.13	31,275.98	97,302.66	(10,720.08)	(16,310.07)
汇率变动影响	(0.83)	3.45	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(11,072.91)	16,444.90	14,372.84	113,575.22	(77,451.10)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	448,980.31	572,612.95	654,135.85	754,881.16	856,145.05
营业成本	389,566.22	501,860.40	571,543.36	656,959.24	743,266.92
营业税金及附加	1,821.08	2,104.73	2,404.38	2,774.68	3,146.89
销售费用	1,371.72	1,340.64	1,531.51	1,767.38	2,004.47
管理费用	13,285.59	16,674.90	19,048.91	21,982.68	24,931.56
研发费用	16,088.30	20,801.45	23,762.95	29,309.95	33,241.75
财务费用	7,835.61	7,231.34	9,520.69	11,107.23	13,081.79
资产/信用减值损失	(3,737.36)	(5,033.37)	(5,682.01)	(6,441.66)	(7,293.43)
公允价值变动收益	(10.38)	(46.59)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	650.29	874.30	1,494.82	1,569.56	1,648.04
其他	5,517.56	7,750.05	0.00	0.00	0.00
营业利润	16,591.69	19,055.12	22,136.87	26,107.90	30,826.28
营业外收入	412.56	339.07	339.07	339.07	339.07
营业外支出	255.55	146.92	146.92	146.92	146.92
利润总额	16,748.69	19,247.26	22,329.02	26,300.05	31,018.43
所得税	3,290.91	3,562.83	4,133.28	4,868.35	5,741.76
净利润	13,457.78	15,684.44	18,195.73	21,431.69	25,276.66
少数股东损益	4,825.68	4,248.99	4,929.32	5,805.96	6,847.58
归属于母公司净利润	8,632.10	11,435.44	13,266.42	15,625.74	18,429.09
每股收益(元)	0.50	0.66	0.77	0.91	1.07

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	11.70%	27.54%	14.24%	15.40%	13.41%
营业利润	2.24%	14.85%	16.17%	17.94%	18.07%
归属于母公司净利润	8.07%	32.48%	16.01%	17.78%	17.94%
获利能力					
毛利率	13.23%	12.36%	12.63%	12.97%	13.18%
净利率	1.92%	2.00%	2.03%	2.07%	2.15%
ROE	6.91%	7.53%	8.03%	8.64%	9.25%
ROIC	6.45%	6.39%	8.54%	7.54%	11.88%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	75.09%	76.89%	79.17%	79.16%	78.93%
净负债率	105.13%	101.84%	130.43%	80.02%	97.71%
流动比率	1.04	0.88	0.92	0.92	0.92
速动比率	0.73	0.84	0.69	0.86	0.70

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	6.72	6.45	6.69	6.95	7.23
存货周转率	3.61	8.02	8.05	8.08	8.10
总资产周转率	0.49	0.57	0.57	0.58	0.61

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.50	0.66	0.77	0.91	1.07
每股经营现金流	0.91	1.79	-2.38	9.55	-1.23
每股净资产	7.26	8.82	9.59	10.49	11.56

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	15.35	11.58	9.99	8.48	7.19
市净率	1.06	0.87	0.80	0.73	0.67
EV/EBITDA	5.93	4.04	6.59	3.95	4.43
EV/EBIT	7.52	5.21	9.65	5.65	6.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com