

2023年05月05日
中国电建(601669.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

基建建设

2022/2023Q1 扣非业绩高增，经营性现金流和 ROE 改善

事项：公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 5716.49 亿元，同比增长 1.16%；实现归母净利润 114.35 亿元，同比增长 15.93%；实现扣非后归母净利润 103.51 亿元，同比增长 26.71%；向全体股东每 10 股派发现金红利 1.2007 元（含税），分红率为 20%。2023 年一季度实现营业收入 1332.87 亿元，同比增长 0.65%，实现归母净利润 30.21 亿元，同比增长 8.70%，实现扣非归母净利润 29.81 亿元，同比增长 22.49%。

目 营收收入稳健增长，扣非业绩同比高增。公司 2022 年实现营业收入 5716.49 亿元，同比增长 1.16%，2022 年公司完成地产业务和电网资产置换，营收合并范围发生变化。其中工程承包和勘察设计业务同比增长 6.72%，营收占比为 88.57%；电力运营业务营收同比增长 11.49%，营收占比 4.18%。2022 年公司房地产业务置出，因此包括地产在内的砂石、设备、特许经营权等其他业务营收同比下滑 40.02%。公司全年归母净利润为 114.35 亿元，同比增长 15.93%，扣非归母净利润同比高增 26.71%。2023Q1 公司营收和归母净利润分别同比+0.65%、8.70%，其中扣非归母净利润同比高增 22.49%，公司 2022 年和 2023Q1 扣非业绩均实现高增，主业经营韧性强劲。

目 2022 年期间费用控制有效，经营性现金流大幅改善，ROE 连续同比改善。公司 2022 年毛利率为 12.21%，同比-0.90pct，工程承包设计和电力运营业务毛利率均有下滑，工程承包于勘察设计业务毛利率为 9.86%，同比-0.46 个 pct，主要由于人工、原材料和物流费用上涨，电力运营业务毛利率为 40.13%，同比-1.40 个 pct，主要由于煤炭价格上涨以及可再生能源补贴退坡所致。公司 2022 年期间费用率为 8.61%，同比-0.55 个 pct，主要由于销售费用率和财务费用率同比下滑。期内公司少数股东损益同比-15.01%，归母业绩增速高于营收增速。公司全年经营性现金流净额为 308.32 亿元，同比大幅增长 45.10%。公司 2022 和 2023Q1ROE（加权）均同比改善，2022 年 ROE 水平为 9.95%，同比+2.06 个 pct，2023Q1 的 ROE 为 2.48%，同比+0.12 个 pct，或主要得益于销售净利率和总资产周转率的提升。

目 新签合同额破万亿，新能源装机规模高增。公司 2022 年新签合同额为 10091.86 亿元，同比增长 29.34%。在新签合同业务结构上，能源电力板块合同额同比增长 88.76%，合同额占比最高，

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

10.01 元

股价 (2023-05-04)

7.80 元

交易数据

总市值(百万元) 134,364.04

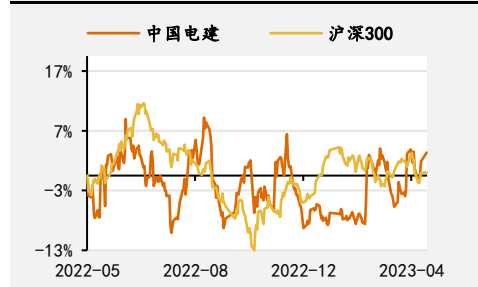
流通市值(百万元) 85,732.93

总股本(百万股) 17,226.16

流通股本(百万股) 10,991.40

12 个月价格区间 6.79/8.33 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.8	14.8	0.2
绝对收益	5.0	12.1	0.5

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

董文静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

相关报告

营收增速有所放缓，订单高 2022-10-31

增定增获批，看好电力工程

+运营持续发力

为 44.88%；其次为基础设施板块，占比为 3565.95 亿元，同比-1.5%，占比为 35.33%，水资源和环境板块新签合同额同比增长 36.4%，占比为 17.50%。整体看来，公司新签合同额均保持快速增长状态，业务结构明显优化，能源电力呈现高速增长态势，助力未来业绩释放。在电力运营板块，截至 2022 年末，公司控股并网装机容量 20.38GW，较 2021 年末增加 3GW，清洁能源总装机规模占比达 84.5%，风电和光伏装机规模分别 yoy+21.64%/87.63%。2022 年公司新增建设指标、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，随新开工项目逐步完工并网，电力运营板块业绩有望持续释放。

投资建议：公司为水利水电建设行业龙头，规划设计和施工建设一体化能力和业务规模位居全球首位，大力发展新能源工程承包和投资运营业务，电力运营业务快速发展，计划新增新能源装机容量可观，电力运营业务有望助力未来盈利水平改善和估值提升。同时大力布局抽蓄业务，有望充分受益“十四五”期间我国抽水蓄能建设空间释放。我们看好公司在水利水电和新能源发电工程建设领域的持续成长以及电力运营业务带来的业绩增厚及估值提升。预计公司 2023-2025 年分别实现营收 6567.80 亿元、7458.50 亿元和 8469.77 亿元，分别同比增长 14.70%、13.56%和 13.56%，分别实现归母净利润 132.60 亿元、155.80 亿元和 184.88 亿元，分别同比增长 15.95%、17.50%和 18.66%；EPS 分别为 0.77 元、0.90 元和 1.07 元，动态 PE 分别为 10.1 倍、8.6 倍和 7.3 倍，PB 分别为 0.8 倍、0.7 倍、0.7 倍。给予 23 年 13 倍估值，目标价 10.1 元，维持“买入-A”评级。

风险提示：政策推进不及预期，宏观经济大幅波动，行业竞争加剧，工程进度不及预期，项目回款风险等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	448,980.3	572,612.9	656,779.6	745,849.7	846,976.7
净利润	8,632.1	11,435.4	13,259.6	15,580.3	18,488.1
每股收益(元)	0.50	0.66	0.77	0.90	1.07
每股净资产(元)	7.26	8.82	9.78	10.43	11.22

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	15.6	11.7	10.1	8.6	7.3
市净率(倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
净利润率	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%
净资产收益率	6.9%	7.5%	7.9%	8.7%	9.6%
股息收益率	1.1%	0.0%	2.0%	2.3%	2.8%
ROIC	6.4%	6.4%	8.8%	9.3%	11.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	448,980.3	572,612.9	656,779.6	745,849.7	846,976.7	成长性					
减:营业成本	389,566.2	501,860.4	575,749.8	652,170.5	739,975.8	营业收入增长率	11.7%	27.5%	14.7%	13.6%	13.6%
营业税费	1,821.1	2,104.7	2,824.2	3,356.3	4,234.9	营业利润增长率	2.2%	14.8%	33.2%	18.0%	18.7%
销售费用	1,371.7	1,340.6	1,641.9	1,864.6	2,117.4	净利润增长率	8.1%	32.5%	16.0%	17.5%	18.7%
管理费用	13,285.6	16,674.9	19,046.6	22,375.5	25,409.3	EBITDA 增长率	-5.4%	15.9%	8.8%	11.7%	11.3%
研发费用	16,088.3	20,801.4	23,972.5	27,596.4	31,338.1	EBIT 增长率	-14.5%	11.2%	10.7%	13.6%	14.0%
财务费用	7,835.6	7,231.3	7,839.2	8,000.4	7,927.0	NOPLAT 增长率	-3.2%	9.1%	24.1%	14.2%	14.6%
资产减值损失	-808.9	-814.2	-811.6	-812.9	-812.2	投资资本增长率	10.1%	-9.8%	7.7%	-4.5%	-4.9%
加:公允价值变动收益	-10.4	-46.6	-104.0	-116.0	112.0	净资产增长率	7.2%	0.1%	9.9%	7.4%	8.3%
投资和汇兑收益	650.3	874.3	600.0	400.0	300.0						
营业利润	16,591.7	19,055.1	25,389.9	29,957.1	35,574.0	利润率					
加:营业外净收支	157.0	192.1	109.3	5.1	-20.0	毛利率	13.2%	12.4%	12.3%	12.6%	12.6%
利润总额	16,748.7	19,247.3	25,499.2	29,962.2	35,553.9	营业利润率	3.7%	3.3%	3.9%	4.0%	4.2%
减:所得税	3,290.9	3,562.8	5,099.8	5,992.4	7,110.8	净利润率	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%
净利润	8,632.1	11,435.4	13,259.6	15,580.3	18,488.1	EBITDA/营业收入	9.0%	8.1%	7.7%	7.6%	7.4%
						EBIT/营业收入	6.3%	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	84	74	70	64	57
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-14	-44	-56	-41	-37
货币资金	70,075.5	100,954.1	78,813.5	149,169.9	169,395.3	流动资产周转天数	337	264	278	275	269
交易性金融资产	206.0	300.0	196.0	80.0	192.0	应收帐款周转天数	85	77	80	80	75
应收帐款	116,043.2	129,440.2	162,461.8	169,026.9	183,880.1	存货周转天数	100	45	61	66	52
应收票据	2,143.5	2,267.6	4,247.2	2,914.4	4,771.8	总资产周转天数	742	630	611	557	515
预付帐款	22,705.2	32,054.0	45,527.9	45,051.4	74,167.0	投资资本周转天数	256	200	172	154	129
存货	125,762.0	16,954.7	206,948.0	64,789.7	181,868.9						
其他流动资产	87,517.2	133,769.4	100,939.2	107,408.6	114,039.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.9%	7.5%	7.9%	8.7%	9.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	1.5%	1.7%	2.1%	2.2%
长期股权投资	37,339.2	28,873.5	28,873.5	28,873.5	28,873.5	ROIC	6.4%	6.4%	8.8%	9.3%	11.2%
投资性房地产	4,267.8	1,756.7	1,756.7	1,756.7	1,756.7	费用率					
固定资产	109,095.5	126,847.1	129,452.0	134,943.9	135,226.2	销售费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	12,903.1	24,407.6	17,644.5	6,793.4	1,279.3	管理费用率	3.0%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
无形资产	228,040.1	267,841.4	261,170.1	254,498.9	247,827.6	研发费用率	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	140,398.3	170,542.5	143,780.5	150,498.2	154,214.1	财务费用率	1.7%	1.3%	1.2%	1.1%	0.9%
资产总额	963,977.4	1,040,078.1	1,187,910.1	1,121,688.1	1,302,842.3	四费/营业收入	8.6%	8.0%	8.0%	8.0%	7.9%
短期债务	5,059.0	23,749.1	19,789.3	46,528.0	62,594.8	偿债能力					
应付帐款	198,455.7	261,382.2	267,098.3	312,608.8	354,632.2	资产负债率	75.1%	76.9%	77.8%	74.7%	76.4%
应付票据	10,147.3	23,520.5	9,843.6	28,308.0	16,962.4	负债权益比	301.4%	332.7%	349.7%	295.4%	324.0%
其他流动负债	195,229.0	163,870.9	348,938.0	155,932.2	296,866.6	流动比率	1.04	0.88	0.93	0.99	1.00
长期借款	262,380.5	285,854.6	233,310.0	248,370.2	220,364.7	速动比率	0.73	0.84	0.61	0.87	0.75
其他非流动负债	52,574.0	41,356.7	44,801.2	46,244.0	44,134.0	利息保障倍数	3.61	4.35	4.45	4.95	5.69
负债总额	723,845.4	799,734.1	923,780.4	837,991.2	995,554.6	分红指标					
少数股东权益	115,137.1	88,479.3	95,619.0	104,008.5	113,963.6	DPS(元)	0.09	-	0.15	0.18	0.21
股本	15,299.0	17,226.2	17,226.2	17,226.2	17,226.2	分红比率	17.5%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	85,932.4	98,795.4	109,403.1	121,867.4	136,657.8	股息收益率	1.1%	0.0%	2.0%	2.3%	2.8%
股东权益	240,132.0	240,344.0	264,130.2	283,697.4	307,287.7						

现金流量表

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩和估值指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	13,457.8	15,684.4	13,259.6	15,580.3	18,488.1	EPS(元)	0.50	0.66	0.77	0.90	1.07
加:折旧和摊销	12,651.6	15,759.9	15,829.4	17,030.5	17,903.0	BVPS(元)	7.26	8.82	9.78	10.43	11.22
资产减值准备	808.9	814.2	-	-	-	PE(X)	15.6	11.7	10.1	8.6	7.3
公允价值变动损失	10.4	46.6	-104.0	-116.0	112.0	PB(X)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
财务费用	9,684.8	7,927.1	7,839.2	8,000.4	7,927.0	P/FCF	64.0	2.0	-2.3	1.8	7.2
投资收益	-651.1	-870.8	-600.0	-400.0	-300.0	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	4,825.7	4,249.0	7,139.8	8,389.4	9,955.1	EV/EBITDA	8.3	5.8	5.7	4.7	3.8
营运资金的变动	-34,944.9	-99,769.6	-7,366.9	-4,063.2	-275.5	CAGR(%)	21.2%	21.9%	17.0%	21.2%	21.9%
经营活动产生现金流量	15,623.5	30,831.8	35,997.1	44,421.4	53,809.6	PEG	0.7	0.5	0.6	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-46,426.7	-45,666.3	-5,593.1	-4,185.3	-5,578.7	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.5	1.6	1.9
融资活动产生现金流量	19,731.1	31,276.0	-52,544.6	30,120.3	-28,005.5	REP	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034