

中国电建 (601669)

全球清洁能源建设龙头，投建营一体化转型 重构价值

买入 (首次)

2023年05月19日

证券分析师 黄诗涛
 执业证书: S0600521120004
 huangshitao@dwzq.com.cn
 证券分析师 房大磊
 执业证书: S0600522100001
 fangdl@dwzq.com.cn
 证券分析师 石峰源
 执业证书: S0600521120001
 shify@dwzq.com.cn
 研究助理 杨晓曦
 执业证书: S0600122080042
 yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	572,613	655,844	750,463	859,508
同比	1%	15%	14%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	11,435	13,762	15,520	17,688
同比	16%	20%	13%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.66	0.80	0.90	1.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.39	8.64	7.66	6.72

关键词: #第二曲线 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- **全球清洁能源和水利资源开发建设领先者:** 公司隶属于电建集团, 承建设计了国内 80%以上的大型水电站, 65%以上的风电及光伏发电的规划设计任务, 占有全球 50%以上的大中型水利水电建设市场, 2022 年实现营业收入/归母净利润 5726.1/114.4 亿元, 同比+27.5%/+32.5%。
- **传统业务稳健增长, 抢抓“双碳”机遇扩张新能源建设版图:** (1) 水利水电为公司传统优势, 2022 年水资源与环境业务新签合同额 1767 亿元, 同比+36.4%, 同属电建集团管理的水规总院承担全国水电/风电/光伏发电等技术审查、标准化管理、验收等工作, 为公司提供协同优势; (2) 公司在公路、市政等基础设施领域提供一体化解决方案, 2022 年基础设施业务新签合同额 3566 亿元, 同比略下滑; (3) 公司积极拓展绿色砂石业务, 截至 2022 年末已获取采矿权 22 个, 资源储量达到 85.68 亿吨, 提前实现“十四五”目标; (4) 公司积极响应双碳战略, 抢抓能源电力业务, 新签订单高增, 2022 年风电/光伏发电业务新签合同额 1455/1936 亿元, 同比+68.2%/+409.9%。
- **由能源建设延伸至运营领域, 重组资产加速“投建营”一体化战略转型:** (1) 公司加快推进以清洁能源为核心的电力投资与运营业务, 截至 2022 年末风电/光伏发电装机 7644/2724MW, 新能源投资运营毛利率超过 50%。 (2) “十四五”期间公司新增风光电装机容量目标为 30GW, 公司整合新能源资产, 成立电建新能源集团, 定位为公司旗下唯一从事新能源投资开发业务的投资平台, 将推动电力投资与运营业务加速发展。
- **“双碳”目标奠定抽水蓄能中长期成长空间, 公司作为龙头将率先受益:** (1) 新能源消纳催生储能需求, 抽水蓄能技术成熟, 截至 2022 年底我国已投运储能项目中抽水蓄能占比为 77.1%, 近期抽水蓄能定价政策加速完善, 有助于市场积极性提升。(2) 公司在国内抽水蓄能规划设计份额约 90%, 承担建设项目份额约 80%, 2020-2022 年抽水蓄能分别实现新签合同额 46/202/243 亿元, 作为我国抽水蓄能建设龙头将率先受益于增量市场。
- **再融资助力“十四五”蓝图落地:** 公司成功完成定增, 将主要用于精品工程承包类项目、战略发展领域投资运营类项目、海上风电勘察和施工业务装备采购类项目, 为公司向“投建营”一体化转型提供有力支撑。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是全国特大型综合性工程建设企业集团, 5 月 19 日估值水平高于建筑央企平均水平, 低于两家新能源电力运营商平均水平。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 138/155/177 亿元, 5 月 19 日收盘价对应 PE 分别为 8.6/7.7/6.7 倍, 考虑到公司新能源运营业务具备高增长潜力, 估值水平有望实现突破, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源建设不及预期; 公司“投建营”一体化推进不及预期; 基建投资增速不及预期; 国企改革推进不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.90
一年最低/最高价	6.76/8.45
市净率(倍)	0.99
流通 A 股市值(百万元)	75,840.67
总市值(百万元)	118,860.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.95
资产负债率(% ,LF)	77.77
总股本(百万股)	17,226.16
流通 A 股(百万股)	10,991.40

相关研究

内容目录

1. 公司概况：全球清洁能源和水利资源开发建设领先者	5
1.1. 公司简介：特大型综合性工程建设企业集团	5
1.2. 传统主业为工程承包与勘测设计，投资运营业务贡献高毛利率	7
2. 传统业务稳健增长，抢抓“双碳”机遇扩张新能源建设版图	10
2.1. 水利水电为公司优势业务，规划设计协同优势突出	12
2.2. 公司为基础设施建设服务骨干企业，提供一体化解决方案	15
2.3. 积极拓展绿色砂石特色业务，完成抢滩布局	16
2.4. 抢抓新能源和抽水蓄能开发资源，风、光、抽蓄新签订单高增	17
3. 由能源建设延伸至运营领域，重组资产加速“投建营”一体化战略转型	18
3.1. 国家大力扶持清洁能源建设，“十四五”期间风光装机新增趋势明确	19
3.2. 全产业链优势支撑纵向扩张，加快推进清洁能源投资与运营业务	20
3.3. 整合成立电建新能源集团，推进“投建营”一体化	22
4. “双碳”目标奠定抽水蓄能中长期成长空间，公司作为龙头将率先受益	24
4.1. 中长期规划框定市场增量，价格形成机制完善推动行业高质量发展	24
4.2. 公司是我国抽水蓄能建设龙头，将率先受益于增量市场	25
5. 剥离地产聚焦主业，再融资助力“十四五”蓝图落地	26
5.1. 采用资产置换方式剥离地产业务，置入优质电网辅业资产	26
5.2. 再融资为公司扩大能源建设、转型“投建营”提供有力支撑	29
6. 盈利预测与投资建议	29
7. 风险提示	32

图表目录

图 1:	电建集团及中国电建发展历程.....	5
图 2:	中国电建股权结构 (截至 2023 年一季报)	6
图 3:	中国电建“十四五”整体发展战略.....	6
图 4:	公司营业收入及同比增速.....	7
图 5:	公司归母净利润及同比增速.....	7
图 6:	公司各业务毛利率情况.....	8
图 7:	公司各业务营收占比情况.....	8
图 8:	公司四项费用及期间费用率情况 (亿元)	9
图 9:	公司经营活动净现金流、收现比、付现比情况.....	9
图 10:	公司工程承包与勘测设计各年度新签合同额及同比增速.....	10
图 11:	分项目类型新签合同额情况 (亿元)	11
图 12:	分项目类型新签合同额占比情况 (由内到外分别为 2020/2021/2022 年)	11
图 13:	建筑工程承包分业务营业收入情况 (亿元)	11
图 14:	建筑工程承包分业务营业收入占比情况.....	11
图 15:	八大建筑央企滚动 4 个季度收入/订单增速情况	12
图 16:	公司水资源与环境新签合同额及同比增速.....	13
图 17:	公司水利水电工程承包业务营收及同比增速.....	13
图 18:	水电水利规划设计总院组织架构.....	15
图 19:	公司基础设施业务各领域简介及典型项目	16
图 20:	基础设施业务新签合同额及同比增速.....	16
图 21:	2021 年基础设施工程承包分业务类型占比.....	16
图 22:	华东勘测设计院风电、光伏 EPC 代表项目	18
图 23:	能源电力业务新签合同额及同比增速.....	18
图 24:	能源电力业务新签合同额结构 (从内到外分别为 2021、2022 年)	18
图 25:	国内光伏新增装机及同比增速.....	19
图 26:	国内风电新增装机及同比增速.....	19
图 27:	电力投资与运营业务累计装机容量及同比增速.....	21
图 28:	电力投资与运营分板块累计装机容量 (GW)	21
图 29:	电力投资与运营业务营业收入及同比增速.....	21
图 30:	电力投资与运营业务毛利率与净利率水平.....	21
图 31:	投资运营业务毛利率对比.....	21
图 32:	电力投资与运营业务收入及利润占比情况.....	21
图 33:	公司成立中国电建新能源集团有限公司, 整合新能源“投建营”业务.....	23
图 34:	我国抽水蓄能在运规模及同比增速 (2022 年数据为截至 2022 年 8 月)	24
图 35:	2022 年我国储能市场累计装机规模占比.....	24
图 36:	全国商品房销售额及销售面积累计同比情况.....	27
图 37:	公司房地产业务毛利率与净利率情况.....	27
表 1:	中国电建各业务营业收入及毛利率水平.....	8
表 2:	中国电建“一利五率”情况.....	9
表 3:	公司在 ENR 工程设计榜单中排名位居前列.....	13

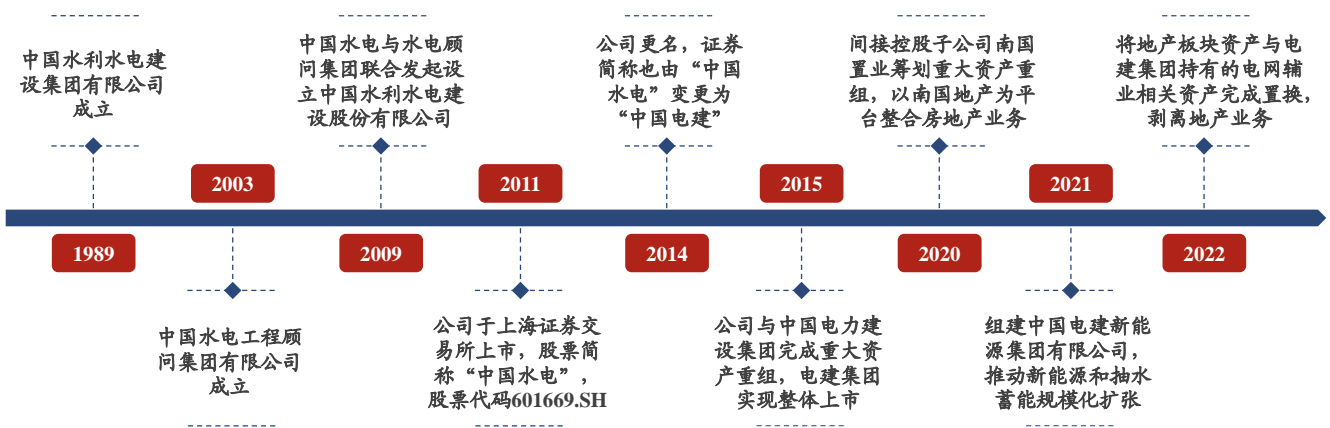
表 4:	公司下属七大电力设计院财务指标 (亿元)	14
表 5:	公司 2022 年竞得矿石砂山部分信息	17
表 6:	我国大型风电光伏基地建设项目情况	19
表 7:	公司七大设计院新能源项目经验	20
表 8:	《中国电力建设集团 (股份) 有限公司新能源投资业务指导意见》主要内容	22
表 9:	各个子公司“十四五”期间装机目标拆解	23
表 10:	《抽水蓄能中长期发展规划 (2021-2035 年)》要点	24
表 11:	《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》要点	25
表 12:	公司 2022 年以来抽水蓄能 5 亿元以上项目	26
表 13:	中国电建资产置换置出子公司	27
表 14:	中国电建资产置换置入子公司	27
表 15:	公司转让所持房地产资产, 进一步剥离房地产业务	28
表 16:	公司 150 亿定增募集资金流向	29
表 17:	公司收入与毛利端预测简表 (亿元)	30
表 18:	公司盈利预测简表 (亿元)	30
表 19:	可比公司盈利预测与估值 (截至 2023 年 5 月 19 日)	31

1. 公司概况：全球清洁能源和水利资源开发建设领先者

1.1. 公司简介：特大型综合性工程建设企业集团

公司定位为特大型综合性工程建设企业集团，承建设计了国内 80%以上的大型水电站，65%以上的风电及太阳能光伏发电的规划设计任务，约占全球 50%以上的大中型水利水电建设市场，近年加速集成“投建营”。公司前身为中国水利水电建设股份有限公司，于 2009 年 11 月由中国水利水电建设集团有限公司联合中国水电工程顾问集团有限公司发起设立，目标为打造“中国水电第一品牌”；2011 年，中国水电集团实施电网企业主辅分离改革，重组成立中国电建集团，同年中国水电（601669.SH）在上交所上市；2014 年，公司由“中国水电”更名为“中国电建”，2015 年注入电建集团旗下水电、风电勘测设计资产，实现资产重组；2021 年，公司组建中国电建新能源集团，整合旗下新能源资产，打造新能源品牌；2022 年，公司将持有的房地产板块资产与电建集团的电网辅业资产进行置换，并于同年发布 150 亿元定增预案，资金投向风电和抽水蓄能等项目。随着电建集团将剩余的电辅资产注入上市公司，将逐步解决同业竞争问题，实现电建集团的整体上市。

图1：电建集团及中国电建发展历程



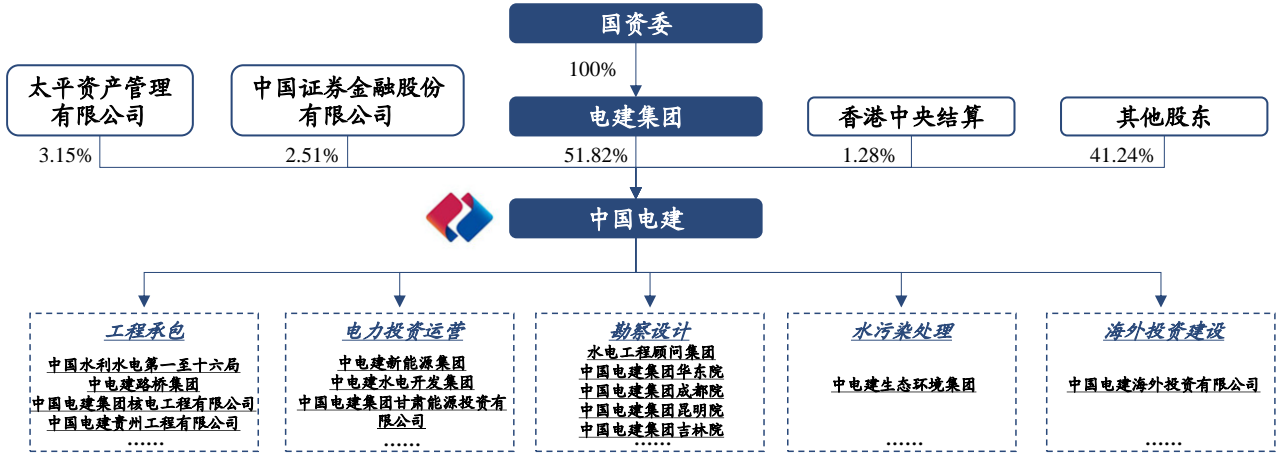
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司隶属于电建集团，实控人为国资委，具有规划、勘察、设计、施工、运营、装备制造和投融资等全产业链服务能力。截至 2023 年一季报，电建集团持有公司 51.8% 股权，实控人为国资委；截至 2022 年底，公司下设 73 家主要子公司，其中包括中国水利水电第一~十六工程局、中电建新能源集团、水电工程顾问集团等，业务涵盖工程承包与勘察设计、电力投资与运营、设备制造与租赁及其他业务，形成了“懂水熟电”的核心优势和规划、勘察、设计、施工、运营、装备制造和投融资等全产业链服务能力。

公司战略聚焦“水能城砂”，打造涉水产业、新能源产业、城市综合开发、绿色砂石产业链，集成“投建营”。公司“十四五”期间发展战略聚焦水能砂城数五大领域，做优能源电力业务、做强水资源环境业务、做大绿色砂石业务、做精城市与基础设施业务、

做专数字化工程业务，加大五大产业联动，推动“水能城砂”和数字化融合发展和商业模式创新；公司将形成投向精准、建设优良、运营高效、退出流畅的投建营一体化发展格局，推动高质量、可持续发展。

图2: 中国电建股权结构 (截至 2023 年一季报)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3: 中国电建“十四五”整体发展战略

瞄准世界一流目标

初步建设成为具有全球竞争力的世界一流企业

推进八大战略行动

党的建设、科技创新、深化改革、管理提升、国际发展、人才强企、廉洁从业、数字化转型

统筹国内国际两大市场

立足国内国际双循环新发展格局

集成“投建营”三大环节

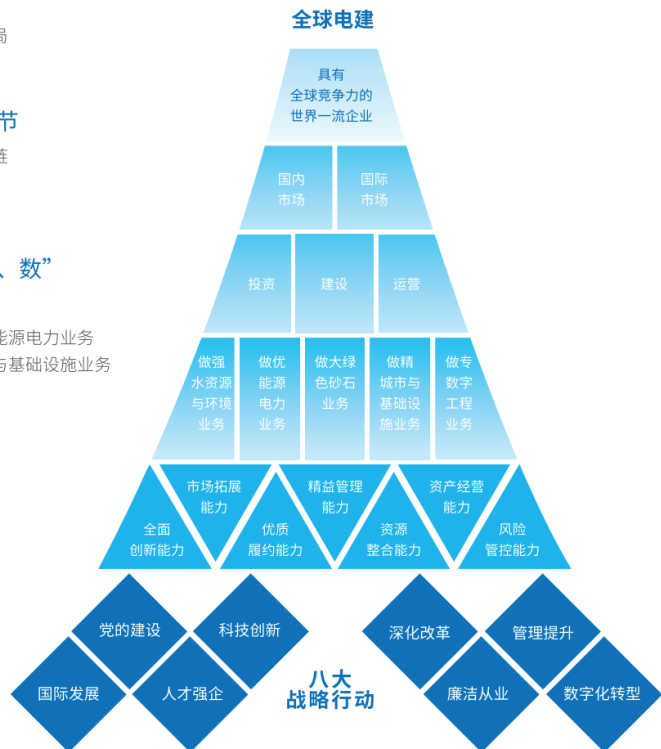
发挥投资、建设、运营全产业链一体化优势

聚焦“水、能、砂、城、数”五大领域

做强水资源与环境业务、做优能源电力业务、做大绿色砂石业务、做精城市与基础设施业务、做专数字工程业务

强化七大能力建设

全面创新能力、市场拓展能力、优质履约能力、精益管理能力、资源整合能力、资产经营能力、风险管控能力



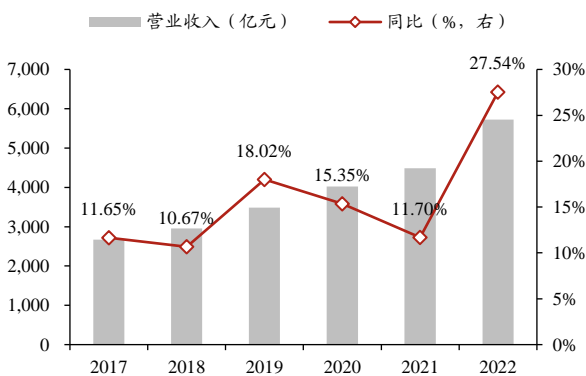
数据来源：公司 2022 年 ESG 报告，东吴证券研究所

公司业务遍及全球 130 多个国家和地区，是全球清洁低碳能源、水资源与环境建设的引领者。根据公司官网，公司在 2022 年 ENR 全球工程设计公司 150 强中排名第一，连续三年蝉联榜首；在 2022 年 ENR 全球承包商 250 强和国际承包商 250 强排名中分别位列第 5 位、第 6 位，两项排名在电力行业领域均居全球第一；在全球电力建设行业，公司的能力和业绩始终位居首位，260 个项目荣获国家级优质工程荣誉奖项，其中，国家优质工程金奖 55 个，鲁班奖 62 个，国家优质工程奖 143 个。

1.2. 传统主业为工程承包与勘测设计，投资运营业务贡献高毛利率

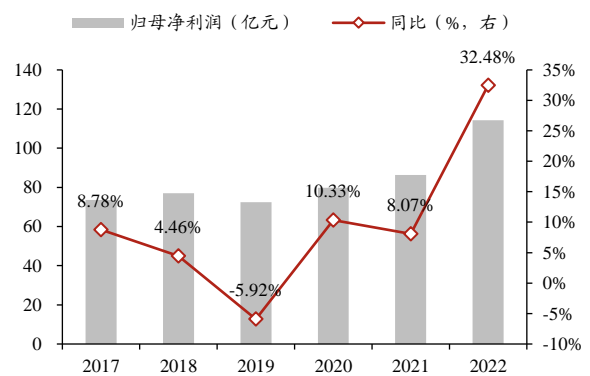
近年来公司营业收入水平稳健，利润水平略有波动。2022 年公司实现营业收入 5726.1 亿元，同比+27.5%，扣除合并报表范围变动的影响后营业收入同比+1.2%；2022 年公司实现归母净利润 114.4 亿元，同比+32.5%，扣除并表影响后同比+15.9%，归母净利润此前几年增速整体不及收入增速，主要是受到房地产相关业务拖累，2022 年公司房地产开发板块实现资产剥离，带动盈利重回高速增长轨道。

图4：公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

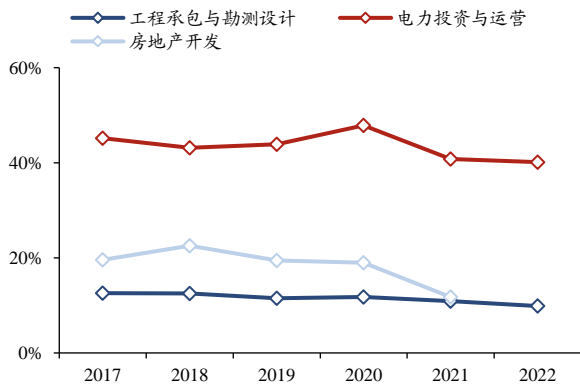
图5：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

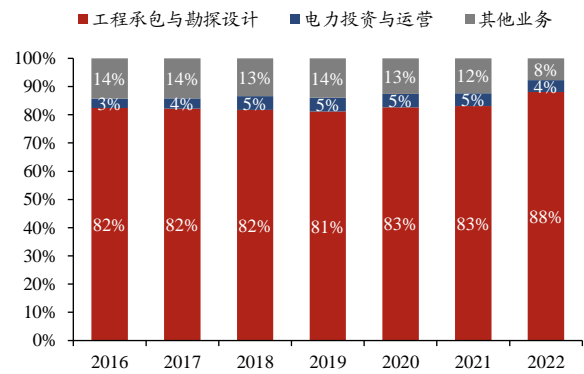
电力投资与运营业务盈利水平较优，传统主业毛利率整体偏低。分业务来看，工程承包与勘测设计在各年度中的营收占比均达到 80% 以上，是公司的核心业务，2022 年实现营业收入 5043.6 亿元，同比+35.2%；公司充分发挥在水电建设领域的品牌优势，积极开展以风电、光伏发电、水电等清洁能源为核心的电力投资与运营业务，2022 年实现营业收入 238.1 亿元，新增建设指标、新增投资立项、新增开工项目、累计投产装机规模等指标均突破 1000 万千瓦；此外，公司加快打造绿色砂石全产业链，截至 2022 年末已获取绿色砂石项目采矿权共计 22 个。毛利率方面，工程承包与勘测设计主业毛利率稳定在 10% 左右，电力投资与运营业务毛利率超过 40%，以 4% 的营收占比为公司贡献了 14% 的毛利额，其中新能源运营业务毛利率超过 50%。

图6: 公司各业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 公司各业务营收占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国电建各业务营业收入及毛利率水平

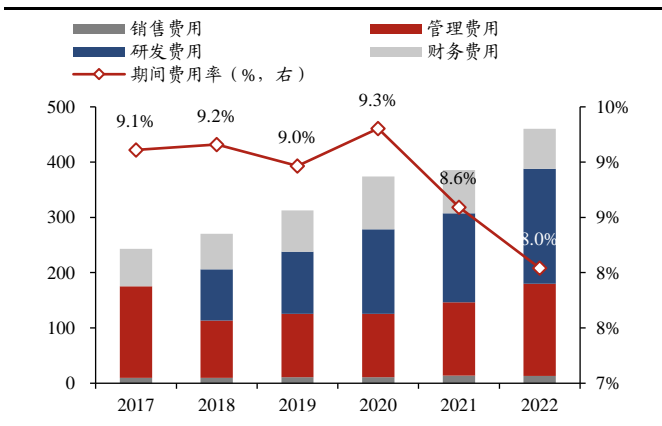
		2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	亿元	2,668.2	2,952.8	3,484.8	4,019.6	4,489.8	5,726.1
yoy	%	11.7%	10.7%	18.0%	15.3%	11.7%	27.5%
营业总成本	亿元	2,286.2	2,511.4	2,988.1	3,440.8	3,895.7	5,018.6
毛利额	亿元	382.0	441.4	496.7	578.7	594.1	707.5
毛利率	%	14.3%	14.9%	14.3%	14.4%	13.2%	12.4%
工程承包与勘测设计业务							
营业收入	亿元	2,194.2	2,413.1	2,828.7	3,323.8	3,729.9	5,043.6
yoy	%	11.4%	10.0%	17.2%	17.5%	12.2%	35.2%
营业成本	亿元	1,918.3	2,111.0	2,503.8	2,931.4	3,322.5	4,546.2
毛利额	亿元	275.9	302.1	324.8	392.3	407.4	497.5
毛利率	%	12.6%	12.5%	11.5%	11.8%	10.9%	9.9%
电力投资与运营业务							
营业收入	亿元	97.0	144.1	169.6	188.6	203.4	238.1
yoy	%	26.0%	48.5%	17.7%	11.2%	7.9%	17.1%
营业成本	亿元	53.2	81.9	95.1	98.3	120.4	142.6
毛利额	亿元	43.9	62.2	74.4	90.2	83.0	95.6
毛利率	%	45.2%	43.2%	43.9%	47.9%	40.8%	40.1%
其中: 新能源电力投资与运营业务							
营业收入	亿元	-	-	-	62.6	73.3	86.4
yoy	%	-	-	-	-	17.2%	17.8%
营业成本	亿元	-	-	-	25.5	30.7	38.3
毛利额	亿元	-	-	-	37.0	42.6	48.1
毛利率	%	-	-	-	59.2%	58.1%	55.7%
其中: 其他电力投资与运营业务							
营业收入	亿元	-	-	-	126.0	130.1	151.7
yoy	%	-	-	-	-	3.2%	16.6%
营业成本	亿元	-	-	-	72.8	89.7	104.3
毛利额	亿元	-	-	-	53.2	40.4	47.4
毛利率	%	-	-	-	42.2%	31.1%	31.3%
房地产开发							
营业收入	亿元	184.8	198.5	232.8	217.9	295.4	-
yoy	%	10.9%	7.4%	17.3%	-6.4%	35.6%	-

营业成本	亿元	148.6	153.7	187.6	176.5	260.7	-
毛利额	亿元	36.2	44.8	45.2	41.4	34.7	-
毛利率	%	19.6%	22.6%	19.4%	19.0%	11.8%	-
其他主营业务							
营业收入	亿元	168.1	174.4	229.0	265.0	234.9	412.6
yoy	%	6.9%	3.7%	31.3%	15.7%	-11.4%	75.7%
营业成本	亿元	154.6	153.8	192.0	225.3	181.1	317.6
毛利额	亿元	13.6	20.6	37.0	39.7	53.7	95.0
毛利率	%	8.1%	11.8%	16.2%	15.0%	22.9%	23.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

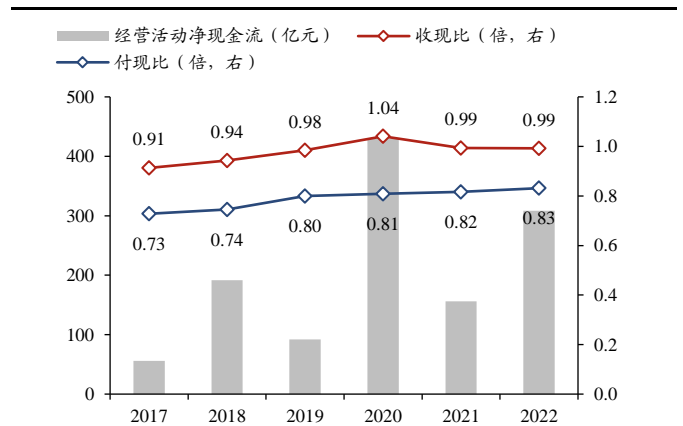
公司近年来期间费用水平稳定，经营活动净现金流连续多年为正。2022 年公司期间费用率为 8.04%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.23%/2.91%/3.63%/1.26%；公司 2022 年实现经营活动净现金流 308.3 亿元，经营活动现金水平虽然呈周期性波动，但连续多年保持正值，且收现比稳定大于付现比；公司电力运营业务逐渐规模化，有望在未来对公司现金流形成正面影响。

图8：公司四项费用及期间费用率情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司经营活动净现金流、收现比、付现比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，总体目标定为“一增一稳四提升”。“一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速；“一稳”是将“资产负债率控制在 65%以下”调整为“稳定在 65%左右”，国资委下一步对负债率管控将坚持“有保有压，总体稳定”原则，对处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业可以允许负债率适度合理上升，但对负债率高于警戒线和管控线，且投资方向不符合主业实业要求、投资管理水平较差的企业还要坚定不移压降负债率；“四提升”是指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升。随着“一利五率”对净资产收益率、营业现金比率考核权重的加强，公司相关战略有望发力增效，利好经营质量和效率进一步提升。

表2：中国电建“一利五率”情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
利润总额增速	11.6%	16.2%	7.3%	18.4%	3.3%	3.7%
营业现金比率	2.1%	6.5%	2.7%	10.7%	3.5%	5.4%
净资产收益率	10.5%	9.3%	7.5%	7.1%	7.1%	8.3%

全员劳动生产率 (万元)	203	223	262	304	337	348
资产负债率	79.4%	80.0%	76.2%	74.7%	75.1%	76.9%
研发经费投入强度	2.9%	3.1%	3.3%	3.8%	3.6%	3.6%

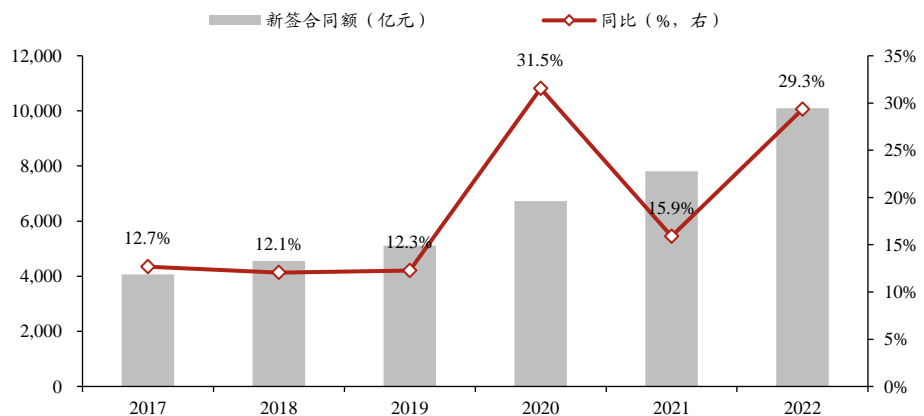
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2. 传统业务稳健增长，抢抓“双碳”机遇扩张新能源建设版图

工程承包与勘测设计是公司的核心业务，以基础设施与城市建设、能源电力、水资源与环境业务为主责主业。公司 2022 年工程承包与勘测设计实现新签合同总额 10092 亿元，同比+29.3%，新签合同额近年来均保持 10%以上的高增速；基础设施与城市建设是工程承包板块的主要业务，公司全面参与城镇化建设，积极参与基础设施业务市场开拓和项目竞争，持续推动基础设施业务规范健康发展；能源电力业务是公司的传统优势业务，公司是抽水蓄能领域的重要主力，积极响应国家“3060”双碳战略，发挥规划设计传统优势，抢抓新能源和抽水蓄能开发资源，积极获取新能源和抽水蓄能建设任务；水资源与环境业务是公司业务中的重要组成部分，公司充分发挥“懂水”的规划设计优势和全产业链一体化优势，积极构建并完善水环境业务管控体系，坚定不移地扩大水利、水务、水环境市场份额。

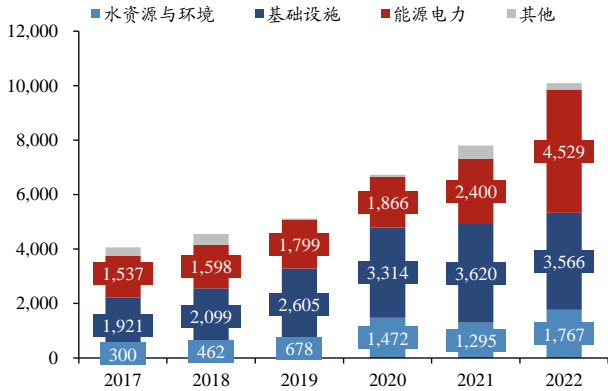
公司能源电力相关合同额与营收占比均逐年提升。新签合同额方面，公司 2022 年城市建设与基础设施/水资源与环境/能源电力业务分别实现新签合同额 3566/1767/4529 亿元，在新签合同总额中的占比分别为 35%/18%/45%，其中风电业务/光伏发电业务实现新签合同额 1455/1936 亿元，同比分别+68.2%/+409.9%，能源电力业务新签合同额 2020-2022 年复合增速达到 56%，占比由 28%提升至 45%；建筑工程承包营业收入方面，公司 2022 年基础设施/水利水电/其他电力工程承包分别实现营业收入 2296/896/1614 亿元，其他电力工程承包业务营收同比增长 245.2%（扣除并表影响后同比+23.7%）。

图10：公司工程承包与勘测设计各年度新签合同额及同比增速



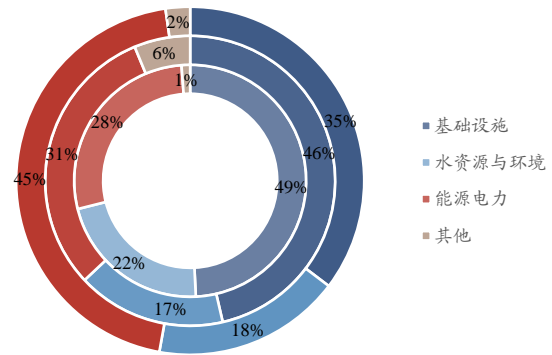
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11: 分项目类型新签合同额情况 (亿元)



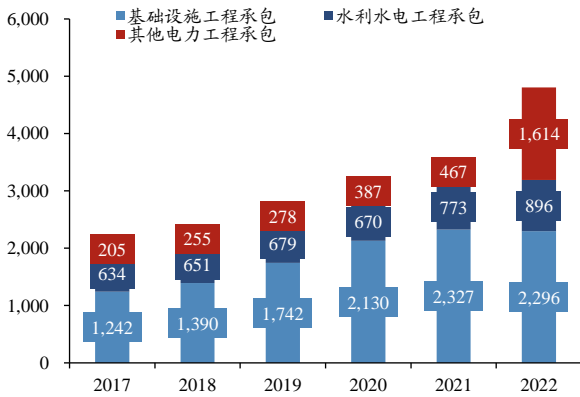
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 分项目类型新签合同额占比情况 (由内到外分别为 2020/2021/2022 年)



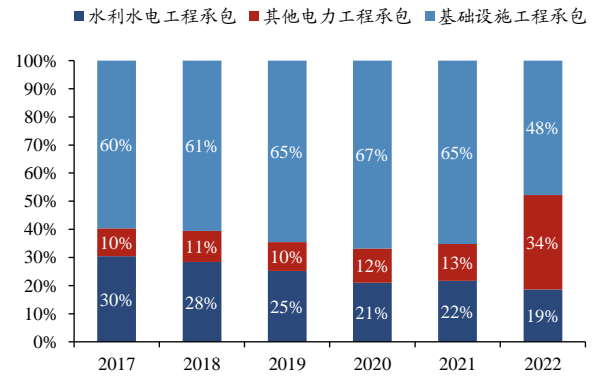
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 建筑工程承包分业务营业收入情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

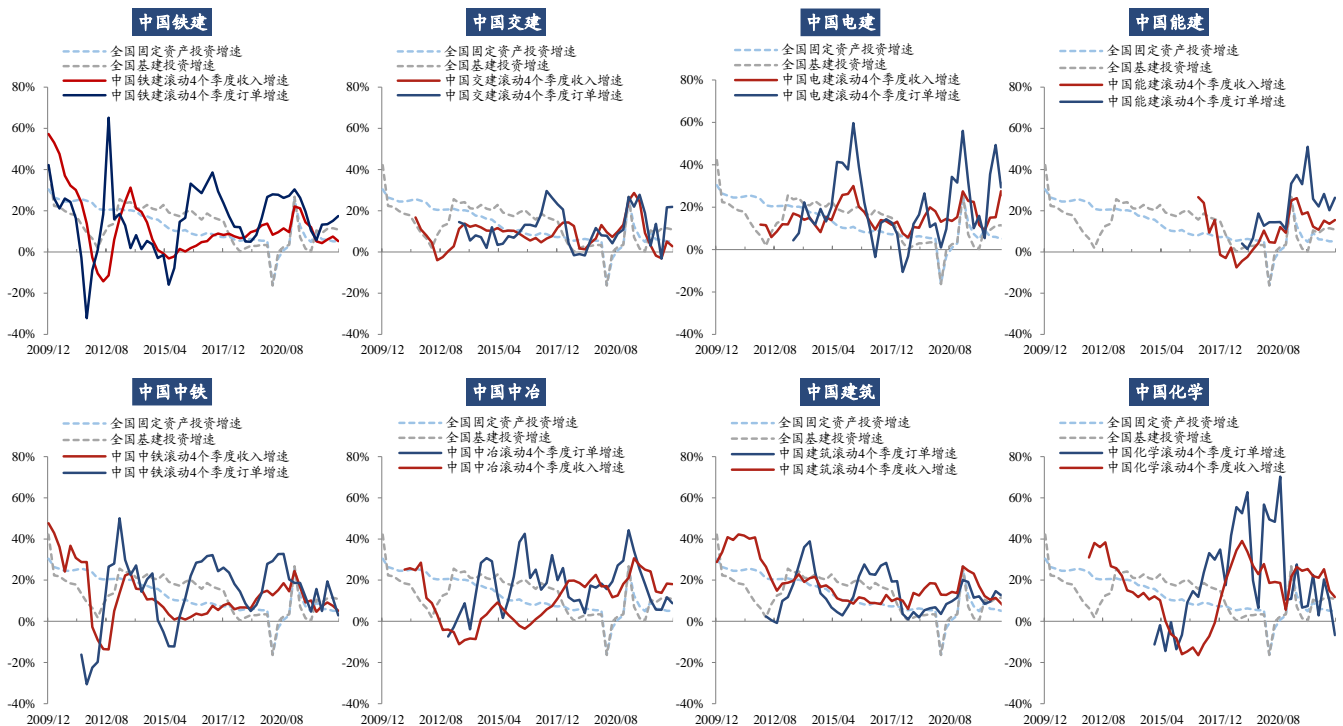
图14: 建筑工程承包分业务营业收入占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司新签合同额增速优于其余建筑央企。通过计算八大建筑央企滚动4个季度收入增速/订单增速后发现, 公司收入与订单增速水平较高, 且在行业增速回落的背景下, 公司订单与收入持续高增长, 我们预计是由于公司风电、光伏等新基建领域近年来持续发力所致。

图15: 八大建筑央企滚动4个季度收入/订单增速情况

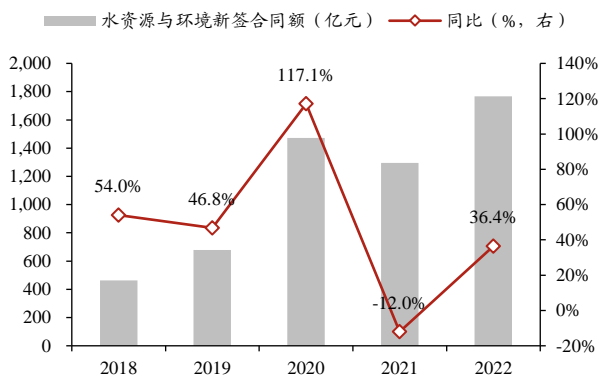


数据来源: 各公司公告, 国家统计局, 东吴证券研究所

2.1. 水利水电为公司优势业务, 规划设计协同优势突出

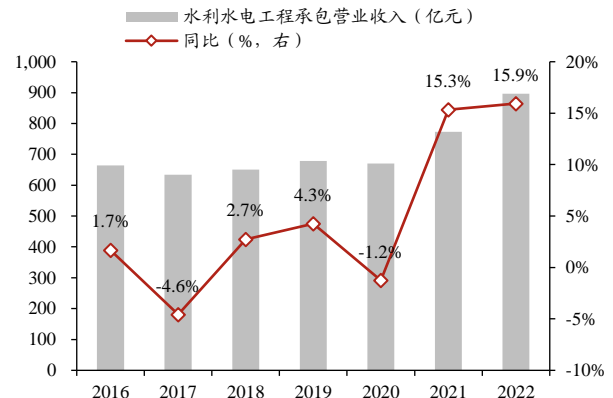
水利水电为公司传统优势业务。水资源与环境业务方面, 公司在水资源综合开发利用、水生态修复和水环境治理、水务、港航、海水淡化和其他环境治理工程等业务领域具有丰富的工程设计能力和施工经验, 以多种模式参与建设了北京六海清淤工程、钱塘江流域污水处理、东太湖综合整治、黄浦江水质改善工程、西安沣东河道综合治理工程、昆明市供水工程、成都兴隆湖综合治理等城市水环境综合治理工程; 水电业务方面, 电建集团的前身中国水利水电建设集团是我国水电建设领域的最大的领军国有骨干企业, 曾参与建设了如长江三峡水电站、南水北调工程、黄河小浪底水电站等具有里程碑意义的水电工程, 重组合并后的中国电建集团继续保持并延续了在水电工程建设领域的优势, 承接建设了一批新的国内举世瞩目的水电工程项目, 如白鹤滩水电站、乌东德水电站、两河口水电站、长河坝水电站等。公司 2022 年水资源与环境业务实现新签合同额 1767 亿元, 同比增长 36.4%; 水利水电工程承包业务实现营收 896.2 亿元, 同比增长 15.9%。

图16: 公司水资源与环境新签合同额及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 公司水利水电工程承包业务营收及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司在勘察设计业务领域具有明显的竞争优势。公司承建设计了国内 80%以上的大型水电站, 65%以上的风电及太阳能光伏发电的规划设计任务, 拥有完整的水电、火电、风电和太阳能发电工程的勘察设计技术, 连续三年蝉联“ENR 全球设计公司 150 强”榜首, 2022 年位列国际工程设计企业 225 强第 5 名。

表3: 公司在 ENR 工程设计榜单中排名位居前列

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全球工程设计企业 150 强	3	2	2	2	2	1	1	1
国际工程设计企业 225 强	30	27	17	17	16	12	16	15

数据来源: ENR, 东吴证券研究所

下属设计院实力雄厚, 均具备综合甲级设计资质。公司下属七大设计院包括北京院、华东院、西北院、中南院、成都院、贵阳院、昆明院, 均具备综合甲级设计资质, 可承担水电水利、新能源、交通、市政、建筑、环境及岩土工程等业务领域的勘察设计业务。

(1) 北京院: 国内最早从事抽水蓄能研究的技术单位, 承担了 80 余座抽水蓄能电站的勘测设计工作, 创造了多个国内或世界第一;

(2) 华东院: 国内最早从事水电开发利用的单位之一, 水电总装机规模超过 8500 万千瓦, 占全国水电站总装机容量的 21%, 同时是国内最早开展风电勘察设计的企业之一, 截至 2022 年 4 月承担勘察设计和总承包的海上风电项目并网容量规模占国内海上风电市场份额的 65%;

(3) 西北院: 成功打造了“西北水电”“NWH”“NWE”等知名品牌, 先后完成了 300 余座大中型水利水电工程的勘测、设计任务;

(4) 中南院: 承担了国内外水电水利勘测设计任务 160 余项, 总装机容量超 60000MW; 参与的陆上、海上风电项目遍布亚洲、非洲、美洲、欧洲、大洋洲及全国 30 个省市自治区, 共计 1000 余个工程, 总装机容量约 200GW;

(5) 成都院: 完成西南、西藏地区 100 余条大中型河流的水力资源普查、复查,

普查水能资源理论蕴藏量占全国 54.4%；承担雅鲁藏布江、金沙江、大渡河、雅砻江、嘉陵江等流域和河段的开发规划，水利枢纽和水电站规划约 350 座，总装机容量约 2.1 亿千瓦，约占我国可开发水力资源的 39%，居行业首位；

(6) 贵阳院：岩溶地区工程勘察设计与处理技术、碾压混凝土坝筑坝技术、高堆石坝筑坝技术、山区风电与光伏设计建设及运维一体化技术和生态环境保护修复与水环境综合治理技术处于国际领先水平；

(7) 昆明院：在高坝建设、高坝泄洪、大型地下洞室、高边坡、堰塞坝应急处置、水力式升船机、工程安全及高原风能资源开发等方面取得了 30 余项国际领先的关键核心技术。

表4：公司下属七大电力设计院财务指标（亿元）

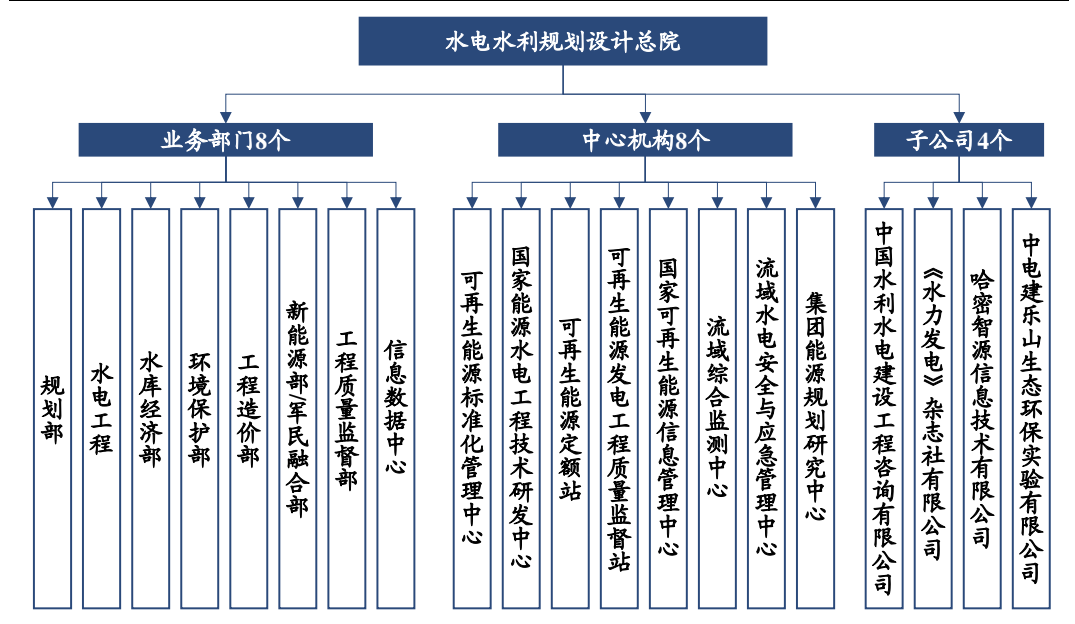
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总资产						
北京勘测设计研究院	9.14	10.11	11.43	12.37	14.09	16.31
华东勘测设计研究院	35.11	52.45	67.30	73.31	80.16	87.93
西北勘测设计研究院	17.85	20.19	30.25	33.18	36.73	39.97
中南勘测设计研究院	24.41	31.99	34.76	37.50	41.50	45.26
成都勘测设计研究院	30.06	33.83	46.32	63.89	68.84	76.65
贵阳勘测设计研究院	14.96	25.34	28.11	30.08	33.49	36.54
昆明勘测设计研究院	28.23	37.06	39.33	45.54	50.95	51.22
净资产						
北京勘测设计研究院	24.82	30.06	33.87	41.38	36.89	48.82
华东勘测设计研究院	160.36	225.49	288.73	359.63	384.36	433.75
西北勘测设计研究院	73.49	88.92	105.88	121.18	123.65	141.30
中南勘测设计研究院	89.41	114.91	138.47	149.90	124.77	153.10
成都勘测设计研究院	85.75	95.78	128.50	186.73	204.74	232.56
贵阳勘测设计研究院	61.32	84.38	93.59	97.13	89.19	108.18
昆明勘测设计研究院	79.33	94.43	99.83	114.97	121.96	143.96
净利润						
北京勘测设计研究院	1.30	1.36	1.65	1.49	1.73	2.68
华东勘测设计研究院	6.27	6.66	7.20	7.61	7.86	7.58
西北勘测设计研究院	2.42	2.28	3.06	3.72	4.70	4.72
中南勘测设计研究院	2.94	3.19	3.60	4.16	4.53	4.79
成都勘测设计研究院	4.13	4.09	4.48	4.76	5.51	7.07
贵阳勘测设计研究院	2.50	2.77	2.92	3.23	4.69	3.57
昆明勘测设计研究院	2.73	3.35	3.50	3.52	4.26	2.44

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同属电建集团管理的水利水电规划设计总院承担全国水电、风电、太阳能光伏发电等技术审查、标准化管理、安全设施竣工验收等工作，为公司提供协同优势。水规总院历史沿革可追溯到 1950 年燃料工业部水利发电工程局，先后隶属于燃料工业部、能源部、水利部、电力部、国家电力公司、中国电建集团，是国家能源局设立的首批十六家能源研究咨询基地之一，也是国家能源领域十五家行业标准化管理机构之一，负责我国能源行业 6 个水电标委会、6 个水电分标委和 2 个风电分标委会的管理工作。

规划制定方面，水规总院近年来先后完成了国家“十三五”、“十四五”可再生能源规划、抽水蓄能中长期发展规划的编制工作，参与“十四五”能源发展规划、电力发展规划、能源科技发展规划等专项规划编制，目前正在推动全国主要流域可再生能源一体化规划和全国水风光一体化示范基地落地工作；技术审查方面，水规总院近年来参与了全球储能规模最大的地下人工硬岩储气库压缩空气储能电站、山西浑源蓄能水电站、上海市深远海域海上风电重大示范工程等重大项目技术审查工作；工程验收方面，水规总院近年先后完成四川大渡河大岗山水电站枢纽工程专项验收、世界在建最大水电站金沙江白鹤滩水电站工程蓄水验收等重大验收项目。水规总院在规划制定、技术审查、工程验收方面具备不可替代的优势，可为公司在相关领域开展业务提供支持。

图18: 水电水利规划设计总院组织架构



数据来源：水电水利规划设计总院官网，东吴证券研究所

2.2. 公司为基础设施建设服务骨干企业，提供一体化解决方案

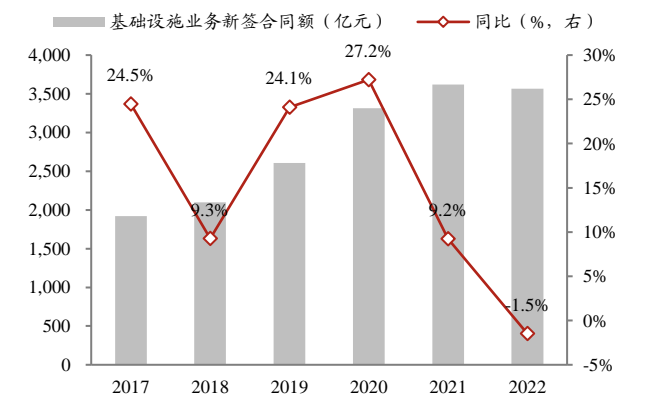
公司充分发挥“懂水熟电”优势，发挥产业链联动作用，积极参与基础设施业务市场开拓和项目竞争。公司在公路、市政、轨道交通、铁路、房建、水环境等基础设施领域提供综合性、集成式、全产业链的一体化解决方案，承建了武清新城开发项目、昆明市污水处理厂等国家大型基础设施建设项目，积极参与水务与环保工程的投资及运营，海水淡化、矿业资源开发等业务。2022年公司基础设施业务实现新签合同额 3566 亿元，同比略有下滑；2021年公司基础设施工程承包营收中房建/市政建设/公路建设/铁路建设/其他业务占比分别为 29%/29%/17%/13%/12%。

图19: 公司基础设施业务各领域简介及典型项目



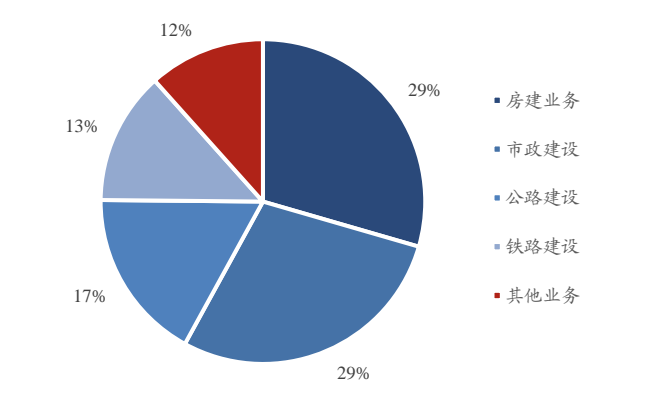
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图20: 基础设施业务新签合同额及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21: 2021年基础设施工程承包分业务类型占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 积极拓展绿色砂石特色业务，完成抢滩布局

打造中国电建“绿色砂石”品牌，资源储量高增。近年来国家加快生态文明建设，建材产业市场加快转型绿色、环保、规模化，绿色砂石产业成为兼顾环境保护与经济发展的优质解决方法，砂石市场逐渐供不应求。公司积极拓展绿色砂石新业务市场，加快打造绿色砂石全产业链，塑造供应链，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85.68亿吨，设计年产能为4.69亿吨，投资规模为1003.67亿元，提前实现“十四五”规划目标。此外，根据砂石骨料网，公司建立了绿色建造平台，并已应用于全球在建的最大绿色建

筑骨料生产基地安徽长九等 7 个项目；研发并应用砂石干式生产综合降尘系统，通过全封闭降尘、尘源点降尘、隔离独立操作等，实现骨料运输、生产加工全过程降尘要求。

表5: 公司 2022 年竞得矿石砂山部分信息

矿权名称	地点	岩性	储量	年产规模	开采年限(年)	成交价(亿元)
观音山矿区	广东省云浮市云安区都杨镇	建筑用花岗岩	2.28 亿方	1350 万方	20.0	61.0
凤凰岭矿区	广东省阳江市阳西县溪头镇	建筑用片麻岩	9171.5 万方	1120 万方	9.0	16.1
木格坪田矿区(一区)	广东省肇庆市一宁县、德庆县	建筑用花岗岩	1.89 亿方	620 万方	30.0	27.0
蕉湾顶矿区	广东省江门市台山市赤溪镇	建筑用花岗岩	1.9 亿方	800 万方	26.0	2.9
冲旺岭矿区	广东省云浮郁南县桂坪镇	建筑用花岗岩	5.3 亿方	2000 万方	25.0	78.5
城西石场	广东省广州市花都区花山镇	建筑用花岗岩	6938.69 万方	365 万方	20.0	8.8
新保林矿区	福建省漳州市南靖县丰田镇保林村	建筑用砂岩	2602.7 万方	400 万吨	20.0	4.0
茶花岭矿区	广西来宾象州茶花山林场	建筑石料用灰岩	1.85 亿吨	1000 万吨	19.0	2.9
青龙山石料场	云南楚雄禄丰恐龙山镇	建筑石料用白云岩	4.13 亿吨	1700 万吨	22.0	1.8
马畈矿区	湖北省黄冈市潘水县清泉镇	建筑用花岗岩、片麻岩	2.98 亿吨	2000 万吨	15.8	6.1
石鼓冲矿区	湖北省蕲春县刘河镇	建筑用花岗岩、片麻岩	12.5 亿吨	7000 万吨	23.0	19.9
车田村矿区	海南省万宁市北山镇	建筑用花岗岩	3341.08 万方	152 万方	20.0	7.1
莲花山矿	湖南省邵阳县黄荆乡莲花山矿区	建筑石料用灰岩	4712.2 万吨	300 万吨	16.5	1.7
JH21-09 区块海砂	广东汕尾市管辖海域	海砂	3531.65 万方	约 1308 万方	2.7	22.5
TH22-03 区块海砂	广东汕尾市管辖海域	海砂	1904.27 万方	约 821 万方	2.4	12.4

数据来源：砂石骨料网，东吴证券研究所

2.4. 抢抓新能源和抽水蓄能开发资源，风、光、抽蓄新签订单高增

子公司华东院在新能源领域具备先发优势。华东院自上世纪 90 年代初即开展风电项目的勘察设计工作，2007 年进入光伏设计领域，陆风方面，累计完成了百余个各类地形地质条件陆上风电场的勘测设计、EPC 总承包工作，在沿海滩涂、海岛及高山、三北地区均具有很多成功实施经验和业绩，海风方面，承担勘察设计和总承包的海上风电项目并网容量约占国内海上风电市场份额的 65%，创建了我国海上风电基础结构设计理论和技术标准，形成了工程应用完整技术体系，光伏发电方面，光伏工程设计、咨询项目总容量约 500 万千瓦，总承包（含投资）光伏项目容量约 300 万千瓦。

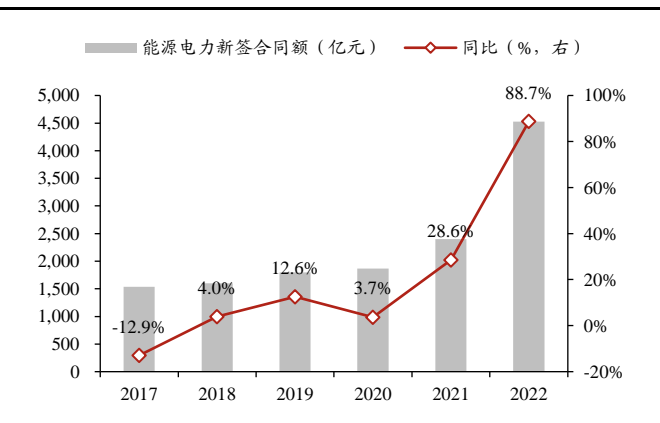
图22: 华东勘测设计院风电、光伏 EPC 代表项目



数据来源: 华东勘测设计研究院官网, 东吴证券研究所

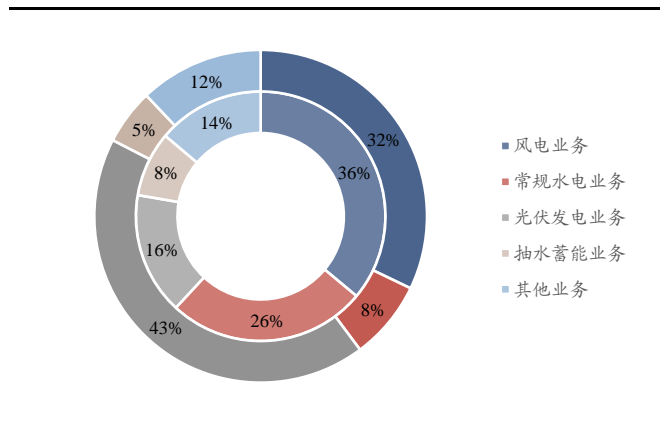
公司积极响应国家双碳战略, 抢抓能源电力业务, 积极推进新能源相关建设业务, 新签订单高增, 2022 年公司能源电力业务实现新签合同额 4529 亿元, 同比+88.7%; 公司在巩固水利水电工程建设等传统主业的同时, 积极获取新能源和抽水蓄能建设任务, 2022 年风电业务新签合同额 1455 亿元, 同比+68.2%, 光伏发电业务新签合同额 1936 亿元, 同比+409.9%, 抽水蓄能业务实现新签合同额 243 亿元, 同比+20.3%, 常规水电业务实现新签合同额 348 亿元, 同比-43.9%。公司光伏/风电业务新签合同额占比由 2021 年的 52%提升至 2022 年的 75%, 随着国家双碳战略加速推进, “十四五”公司新能源相关建设业务订单有望稳定增长。

图23: 能源电力业务新签合同额及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 能源电力业务新签合同额结构 (从内到外分别为 2021、2022 年)



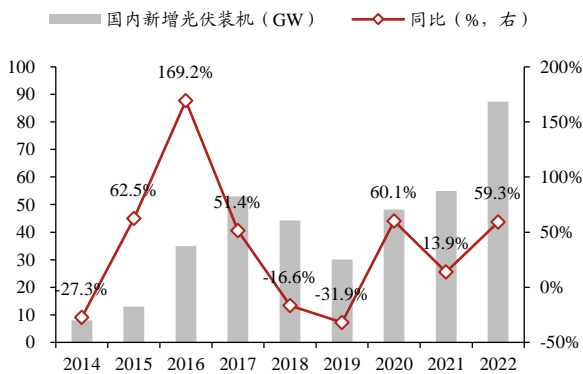
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 由能源建设延伸至运营领域, 重组资产加速“投建营”一体化战略转型

3.1. 国家大力扶持清洁能源建设，“十四五”期间风光装机新增趋势明确

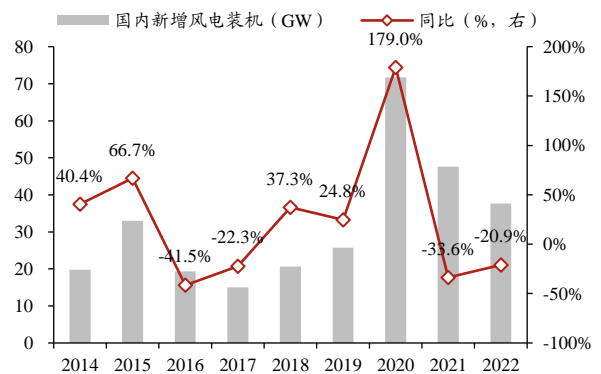
国内电力供应结构发生改变，风光新能源装机量快速提升。国家层面“碳达峰、碳中和”以及“构建以新能源为主体的新型电力系统”的目标推动能源电力产业持续向绿色低碳方向发展，“3060规划”中进一步要求非化石能源消费比重在2025年、2030年、2060年将分别达20%、25%及80%以上，2022年国家能源局印发《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》，建立完善以光伏、风电为主的可再生能源标准体系，政策接连出台将推动新能源装机量提升。根据国家能源局数据，2022年国内新增光伏装机87.4GW，新增风电装机37.6GW。

图25: 国内光伏新增装机及同比增速



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

图26: 国内风电新增装机及同比增速



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

第三批光伏风电基地项目已形成项目清单。2021年10月，国务院提出将在沙漠、戈壁、荒漠地区加快规划建设大型风电光伏基地项目。2022年2月，国家发改委和能源局印发规划布局方案，为风光大基地建设规划出了明确的路线图。“十四五”期间，规划建设七大陆上新能源基地，两个水风光的综合开发基地和五大海上风电基地。目前第一批大型风电光伏基地已全部开工，第二批项目陆续开工、第三批项目已形成清单。

表6: 我国大型风电光伏基地建设项目情况

	第一批	第二批	第三批
建设规模	97.05GW	455GW (单体项目不小于1GW)	
建设地区	内蒙古、青海、甘肃、陕西、宁夏、新疆、辽宁、吉林、黑龙江、河北、山西、山东、四川、云南、贵州、广西、安徽、湖南等省份和新疆生产建设兵团	主要布局在内蒙古、宁夏、新疆、青海、甘肃等地区	部分省级新能源大基地也在陆续规划启动中
基地详情	沙漠戈壁荒漠地区23个，其他地区35个	(1) 库布齐、乌兰布和、腾格里、巴丹吉林沙漠基地规划装机2.84亿千瓦，采煤沉陷区规划装机0.37亿千瓦，其他沙漠和戈壁地区规划装机1.34亿千瓦 (2) “十四五”时期规划总装机约2亿千瓦，包括外送1.5亿千瓦、本地自用0.5亿千瓦;“十五五”时期规划总装机约2.55亿千瓦，包括外送1.65亿千瓦、本地自用0.9亿千瓦	第三批风光基地同样以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点，延伸至迤油气田、采煤沉陷区、石漠化、盐碱地等，要求坚持集约整装开发，避免碎片化。
项目进展	已全面开工建设，部分已建成投产	陆续开工建设	已形成项目清单

数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

3.2. 全产业链优势支撑纵向扩张，加快推进清洁能源投资与运营业务

公司下属七大设计院拥有丰富的新能源项目经验，为实现新能源“投建营”一体化奠定基础。除前文提到的华东院外，其余设计院在所属区域也具备开展新能源业务的丰富经验，例如成都院曾完成四川省和西藏自治区“十三五”新能源发展规划编制、成功建成四川首个风电项目，西北院承担了甘肃酒泉风电基地 680 万千瓦、新疆哈密风电基地 800 万千瓦、乌兰察布风电基地一期 600 万千瓦示范项目等风电场的勘测设计工作，北京院完成国内第一个具有全国性示范意义的百万千瓦级风电基地规划项目——河北张家口坝上地区百万千瓦级风电基地规划等。公司在新能源项目勘察、设计、工程建设方面积累的丰富经验，为公司由单一工程转向投建营全产业链一体化集成服务商奠定了坚实基础。

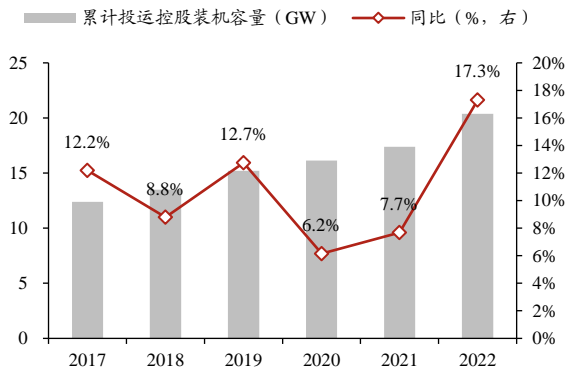
表7：公司七大设计院新能源项目经验

子公司	地区	新能源项目经验
成都院	西南	完成四川省和西藏自治区“十三五”新能源发展规划编制。 成功建成四川首个风电项目德昌一期示范风电场、世界最大山地光伏项目群首期工程万家山光伏电站等几十个项目。
华东院	华东	风电方面： 截止到 2022 年 4 月，华东院设计和总承包的陆上风电场并网规模超过 1000 万千瓦，在建风电场规模超过 300 万千瓦，承担前期勘测设计的风电场规模超过 800 万千瓦。 光伏方面： 设计和总承包的并网光伏项目约 800 万千瓦，其中光伏工程设计、咨询项目总容量约 500 万千瓦，总承包（含投资）光伏项目容量约 300 万千瓦。
西北院	西北	风电方面： 在国内先后承担了 4 个国家级万千瓦级风电基地规划工作，承担了甘肃酒泉风电基地 680 万千瓦、新疆哈密风电基地 800 万千瓦、乌兰察布风电基地一期 600 万千瓦示范项目等风电场的勘测设计工作。在国内已建风电装机达 4500 万千瓦，位居全国前列。 光伏方面： 太阳能发电勘察设计的并网发电光伏项目装机容量 2000 万千瓦，位居全国前列。
贵阳院	西南	已投产风电水电总装机容量 435MW；在建铁厂坝风电场装机容量 50MW，在建宁夏灵武兴黔风电场装机 200MW；承担装机 60.95MW 的广西平南风电场运维服务。
昆明院	西南	建成我国西南地区第一座风电场，大理大风坝风电项目；建成西南地区单机容量最大的风电项目，火木梁风电项目。
中南院	华中	风电方面： 参与的陆上、海上风电项目遍布亚洲、非洲、美洲、欧洲、大洋洲及全国 30 个省市自治区，共计 1000 余个工程，总装机容量约 200GW。 光伏方面： 国内规划总容量 36000MW，勘测设计总容量 8000MW，EPC 总承包建设总容量超过 2000MW。
北京院	华北	已承担风电、光伏项目 600 余项。完成了国内第一个、具有全国性示范意义的百万千瓦级风电基地规划项目——河北张家口坝上地区百万千瓦级风电基地规划；完成的风电场、光伏电站前期和在建项目勘察、设计累计装机容量近 17000MW，完成投产的风电场装机容量为 3300MW。

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

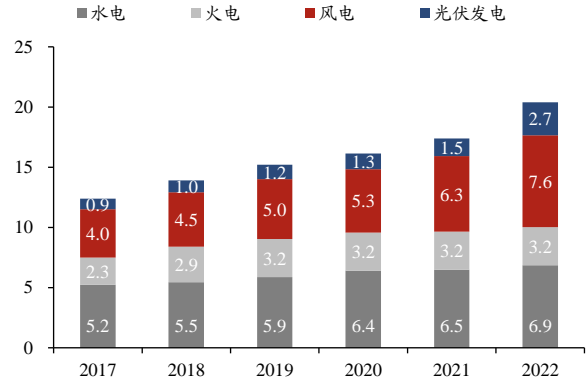
电力投资与运营业务是公司业务中的重要组成部分，公司加快推进以风电、光伏发电、水电等清洁能源为核心的电力投资与运营业务，着力推动业务结构持续向绿色低碳发展。2022 年公司新增风电、光伏发电、水电装机容量 1360/1272/373MW，截至 2022 年底，公司控股并网装机容量 20.4GW，其中风电装机 7644MW，同比增长 21.64%，水电装机 6855MW，同比增长 5.75%，火电装机 3160MW，同比持平，光伏发电装机 2724MW，同比增长 87.63%。清洁能源占比达到 84.5%。

图27: 电力投资与运营业务累计装机容量及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

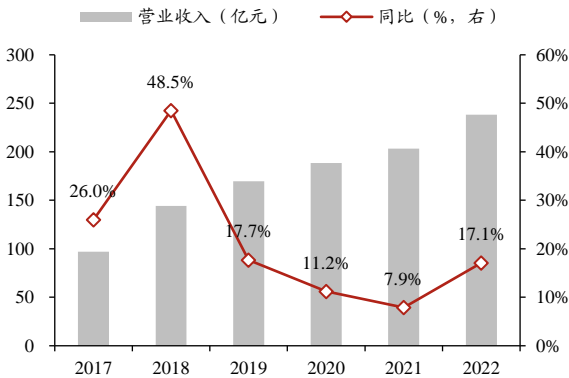
图28: 电力投资与运营分板块累计装机容量 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

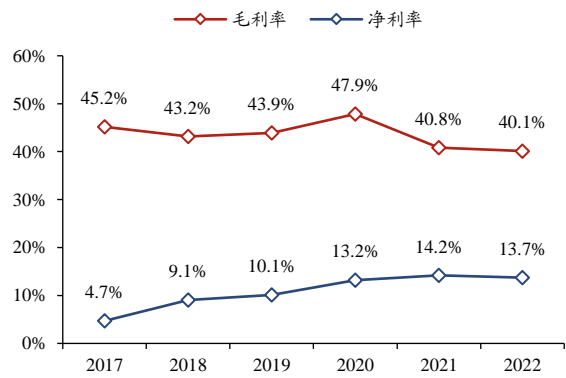
电力投资与运营业务贡献较高的毛利率和净利率, 新能源投资运营毛利率超过50%。2022年公司电力投资与运营业务实现营收238.1亿元, 同比增长17.1%, 毛利率/净利率分别为40.1%/13.7%, 与公司整体毛利率/净利率水平(12.4%/2.7%)相比表现亮眼, 以4.2%的营收占比贡献了13.6%的毛利额和20.9%的净利润; 进一步拆分, 风电和光伏发电等新能源运营业务近3年毛利率保持在50%以上, 显著高于非新能源类。

图29: 电力投资与运营业务营业收入及同比增速



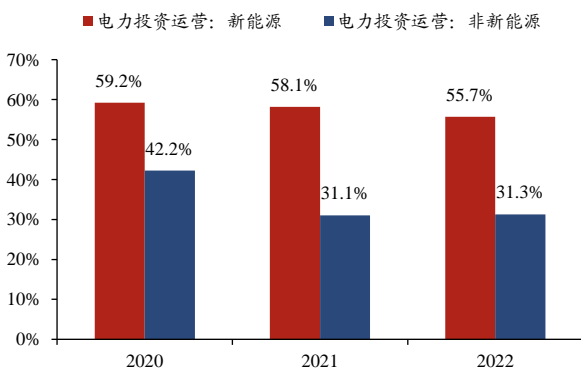
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图30: 电力投资与运营业务毛利率与净利率水平



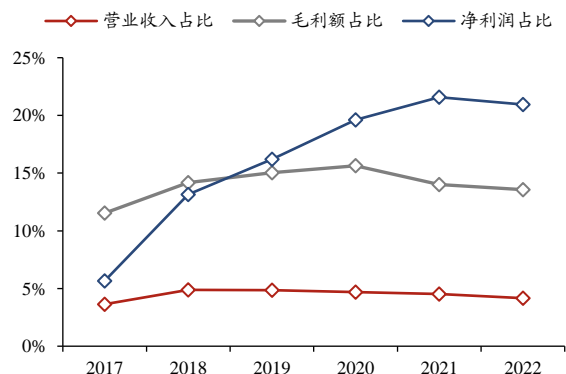
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 投资运营业务毛利率对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 电力投资与运营业务收入及利润占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 整合成立电建新能源集团，推进“投建营”一体化

公司印发《中国电力建设集团（股份）有限公司新能源投资业务指导意见》，全面进军新能源行业。为推动公司能源投资向更加绿色低碳的方向转型，充分发挥公司在新能源领域投资、规划、设计、运营一体化的突出优势，调动相关部门和子企业的积极性，公司印发《中国电力建设集团（股份）有限公司新能源投资业务指导意见》，大力发展新能源投资运营业务。

（1）总体目标：文件要求“十四五”期间，集团（股份）公司境内外新增控股投产风光电装机容量 30GW，但根据对下属 28 家子企业分解下达的新能源开发目标，新增规模共计 48.5GW；各子企业需在每年 2 月底前向集团报送上一年度新能源项目开发情况，未获得下达任务或未授权开发的子企业，可上报集团公司经批准后参与新能源项目开发；对于完成或超额完成目标的子企业，公司将对其进行相应的奖励。

（2）投资主体范围：文件指出要进一步放宽集团下属企业新能源项目投资主体范围，允许具备新能源投融资能力、投资管控能力和抗风险能力的设计类、施工类、区域投资公司等子企业（不含其它平台类企业）参与境内新能源项目投资以拓宽项目资源的获取渠道。

（3）文件对于各类项目投资收益率进行了规定，对于有补贴项目，资本金收益率由原先的 $\geq 10\%$ 调整为 $\geq 8\%$ ，对于平价或低价项目则设定为 $\geq 7\%$ ；对于投资收益不满足中国电建管控要求的项目，可在锁定项目拟收购方的基础上进行开发，建成对外转让项目以拉动集团 EPC 业务；对于以资产服务型带动 EPC 的新能源项目，可在满足集团新能源投资项目管控要求的前提下，对优质资源转为长期持有的控股投资项目。

（4）在境外投资方面，公司将集中在国家推进的“一带一路”沿线、风险可控的重点国别和地区择优稳妥推进境外新能源项目投资。

表8: 《中国电力建设集团（股份）有限公司新能源投资业务指导意见》主要内容

主要目标	“十四五”期间集团公司境内外新增控股投产风光电装机容量 3000 万 kW。		
保障措施	强化集团层面高端营销战略支持	搭建集团与地方政府高端营销对接平台，集中集团在新能源规划、研发、设计、建设、投资、运营、维护等方面的优势和资源	
	调整新能源投资项目收益管控要求	境内新能源投资项目	新投补贴类新能源投资项目：将新投补贴类新能源投资项目的收益控制指标由“资本金财务内部收益率 $\geq 10\%$ ”暂调整为“资本金财务内部收益率 $\geq 8\%$ ”（不含碳排放和绿证交易收益）
			平价或低价新能源投资项目：项目资本金财务内部收益率管控指标暂定为 $\geq 7\%$
		境外新能源投资项目	主动应对境内新能源平价上网和竞价上网发展趋势，积极参与碳排放和绿证交易，提高新能源投资项目综合效益
加大新能源投资激励力度	对于完成或超额完成“新增控股投产装机目标”的子企业，公司对子企业进行相应的奖励		

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表9: 各个子公司“十四五”期间装机目标拆解

序号	子企业	装机目标 (万 kW)	序号	子企业	装机目标 (万 kW)
1	水电顾问	400	15	福建院	100
2	水电新能源	400	16	上海院	100
3	甘肃能源	200	17	四川院	100
4	电建水电开发公司	200	18	贵州院	200
5	北京院	150	19	吉林院	100
6	华东院	300	20	青海院	100
7	西北院	200	21	湖北工程公司	100
8	中南院	300	22	贵州工程公司	200
9	成都院	200	23	江西电建	200
10	贵阳院	200	24	水电七局	100
11	昆明院	300	25	水电十四局	100
12	河北院	100	26	西部建投公司	100
13	华中院	100	27	南方投资公司	100
14	江西院	100	28	北方投资公司	100
合计					4,850

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

成立电建新能源集团, 整合“投建营”, 将推动新能源业务实现快速高质量发展。

电建新能源集团由公司对下属控股子公司中国水电工程顾问集团有限公司以及其他下属控股子公司控股的新能源项目公司重组整合后成立, 定位为公司旗下唯一从事新能源投资开发业务的投资平台公司, 主要从事以新能源为主的清洁低碳能源项目的投资开发和运营管理, 致力于成为质量效益型一流新能源投资运营企业。组建电建新能源集团有望充分发挥投建营一体化优势, 推动公司电力投资与运营业务加速发展。

图33: 公司成立中国电建新能源集团有限公司, 整合新能源“投建营”业务



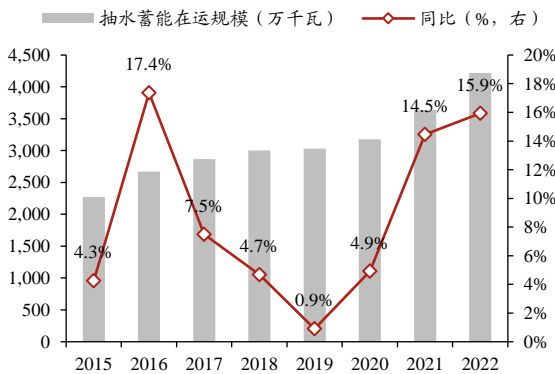
数据来源: 公司公告, 电建新能源集团官网, 东吴证券研究所

4. “双碳”目标奠定抽水蓄能中长期成长空间，公司作为龙头将率先受益

4.1. 中长期规划框定市场增量，价格形成机制完善推动行业高质量发展

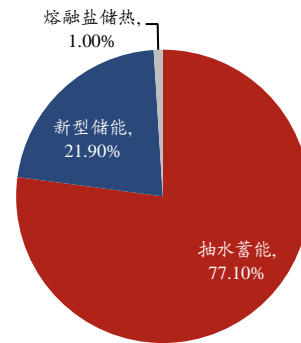
新能源消纳催生储能需求，抽水蓄能技术成熟可靠，为当前储能装机主力。随着“双碳”目标的提出，以风电、光伏发电为主的可再生能源逐渐成为新型能源体系的重要组成部分；由于风电、光伏发电具有波动性、间歇性和随机性的特点，大规模装机使得新型电力系统净负荷在短时、长时和超长时波动各异，新能源配储将成为解决新能源消纳及维持电网稳定性的主流模式。在各类技术中，抽水蓄能技术成熟可靠，是当前储能装机的主力，截至 2022 年 8 月我国抽水蓄能在运规模为 42.2GW，相比 2021 全年提升 15.9%，根据 CNESA 全球储能项目库统计，截至 2022 年底我国已投运电力储能项目中抽水蓄能占比为 77.1%。

图34：我国抽水蓄能在运规模及同比增速(2022年数据为截至2022年8月)



数据来源：抽水蓄能行业分会，东吴证券研究所

图35：2022年我国储能市场累计装机规模占比



数据来源：CNESA，东吴证券研究所

中长期发展规划提出新目标，助力抽水蓄能市场发展。2021年9月，国家能源局发布《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》。计划中提出抽水蓄能中长期发展目标：到2025年，我国抽水蓄能投产总规模较“十三五”翻一番，达到62GW，2030年再翻一番，达到124GW。中长期发展规划强调全面布局抽水蓄能电站，形成全国平衡发展的格局。

表10：《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》要点

抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)		
发展目标	到2025年，抽水蓄能投产总规模较“十三五”翻一番，达到6200万千瓦以上；到2030年，抽水蓄能投产总规模较“十四五”再翻一番，达到1.2亿千瓦左右；到2035年，形成满足新能源高比例大规模发展需求的，技术先进、管理优质、国际竞争力强的抽水蓄能现代化产业，培育形成一批抽水蓄能大型骨干企业	
重点布局	华北	兼顾京津冀一体化以及蒙东区域新能源发展和电力系统需要，华北地区重点部署在河北、山东等省
	东北	服务新能源大规模发展需要，东北地区重点布局在辽宁、黑龙江、吉林等省
	华东	服务核电和新能源大规模发展，以及接受区外电力需要，华东地区重点布局在浙江、安徽等省
	南方	南方地区重点布局在广东和广西

华中	服务中部城市群经济建设发展需要，华中地区重点布局在河南、湖南、湖北等省
“三北”	服务新能源大规模发展和电力外送需要，重点围绕新能源基地及负荷中心合理布局，重点布局在“三北”地区

数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

抽水蓄能定价政策进一步完善，有助于市场积极性提升。我国抽水蓄能业务快速发展的同时，相关定价政策还面临着一些问题，2015年电力体制改革时规定抽水蓄能工程费用作为与输配电业务无关的费用，不得计入输配电定价成本，相关政策在一定程度上打击了非电网企业和社会资本开发抽水蓄能电站的积极性，但也导致抽水蓄能业务难以获得市场化投资。2021年4月，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》，完善了国内抽水蓄能业务的价格形成机制，明确将坚持并优化抽水蓄能两部制电价政策，建立费用分摊疏导方式等，有效提升市场积极性；2023年5月，发改委进一步印发《关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》，核定在运及2025年底前拟投运的48座抽水蓄能电站容量电价，并明确服务区域电网抽水蓄能电站的容量电费在各省（市）的年度分摊金额，有利于科学疏导容量电费，明晰各省（市）付费责任。

表11: 《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》要点

国家发展改革委关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见	
坚持并优化抽水蓄能两部制电价政策	
以竞争性方式形成电量电价	发挥现货市场在电量电价形成中的作用: 在电力现货市场运行的地方，抽水蓄能电站抽水电价、上网电价按现货市场价格及规则结算。抽水蓄能电站抽水电量不执行输配电价、不承担政府性基金及附加
	现货市场尚未运行情况下引入竞争机制形成电量电价
完善容量电价核定机制	合理确定服务多省区的抽水蓄能电站电量电价执行方式
	对标行业先进水平合理核定容量电价: 在成本调查基础上，对标行业先进水平合理确定核价参数，按照经营期定价法核定抽水蓄能容量电价，并随省级电网输配电价监管周期同步调整
建立适应电力市场建设发展和产业发展需要的调整机制	
费用分摊疏导方式	
建立容量电费纳入输配电价回收的机制	政府核定的抽水蓄能容量电价对应的容量电费由电网企业支付，纳入省级电网输配电价回收
建立相关收益分享机制	鼓励抽水蓄能电站参与辅助服务市场或辅助服务补偿机制
完善容量电费在多个省级电网的分摊方式	抽水蓄能电站容量电费需要在多个省级电网分摊的，由我委组织相关省区协商确定分摊比例，或参照100号文件明确的区域电网容量电费分摊比例合理确定
完善容量电费在特定电源和电力系统间的分摊方式	抽水蓄能电站明确同时服务于特定电源和电力系统的，应明确机组容量分摊比例，容量电费按容量分摊比例在特定电源和电力系统之间进行分摊
建设管理要求	
加强抽水蓄能电站建设管理，保证经济性	
强化抽水蓄能电站运行管理，保障电力供应，促进新能源消纳	
保障非电网投资抽水蓄能电站平稳运行	
推动抽水蓄能电站作为独立市场主体参与市场	
健全对抽水蓄能电站电价执行情况的监管	

数据来源：发改委，东吴证券研究所

4.2. 公司是我国抽水蓄能建设龙头，将率先受益于增量市场

公司是我国抽水蓄能建设领域重要主力。公司作为最早从事抽蓄电站设计和建设的“国家队”，在国内抽水蓄能规划设计方面的份额占比约90%，在抽水蓄能领域拥有勘

测设计、建设施工、运维管理全产业链一体化优势。旗下北京院先后完成了多省多轮次抽水蓄能规划选点和几十座抽蓄电站勘测设计工作，并主编完成了《抽水蓄能电站设计规范》、《抽水蓄能电站经济评价规范》等行业技术标准，形成了一整套抽水蓄能电站勘测设计的核心技术和理论成果，代表着国内抽水蓄能电站建设的最新技术水平；成都院先后完成了四川一批抽蓄电站选址及研究工作，依托微网/孤网水光蓄规划研究和设计能力，承担西藏阿里、新疆等地水光蓄互补项目。

公司 2020-2022 年抽水蓄能建设业务分别实现新签合同额 46/202/243 亿元，2022 年以来新签 21 个 5 亿元以上的抽水蓄能项目。随着国内抽水蓄能需求高增与相关定价政策不断完善，公司作为业内龙头，凭借自身在抽水蓄能领域的设计与工程能力优势，有望实现业绩快速增长。

表12: 公司 2022 年以来抽水蓄能 5 亿元以上项目

时间	项目名称	金额 (亿元)
2022 年 2 月	河北尚义抽水蓄能电站上水库土建及金属结构安装工程施工合同	9.53
2022 年 6 月	新疆哈密抽水蓄能电站水库工程施工	15.94
2022 年 6 月	浙江天台抽水蓄能电站下水库、地下厂房、尾水系统土建及金属结构安装工程施工合同协议书	13.55
2022 年 6 月	浙江天台抽水蓄能电站上水库、引水系统土建及金属结构安装工程施工合同协议书	13.39
2022 年 6 月	广西南宁抽水蓄能电站输水发电系统土建工程施工合同	7.99
2022 年 6 月	广西南宁抽水蓄能电站上水库土建工程施工合同	6.49
2022 年 6 月	同德抽水蓄能电站预可研至施工图阶段勘察设计服务合同	5.88
2022 年 10 月	山西垣曲抽水蓄能电站输水发电系统工程施工合同	7.28
2022 年 11 月	福建云霄抽水蓄能电站输水发电系统土建及金属结构安装工程施工合同	10.20
2022 年 11 月	浙江磐安抽水蓄能电站输水发电系统施工合同	8.29
2022 年 11 月	梅州抽水蓄能电站二期工程输水发电系统土建工程施工合同	6.71
2022 年 12 月	蒙古乌兰巴托抽水蓄能电站项目土建、金属结构制安及机电设备安装施工分包合同	6.87
2023 年 1 月	安徽桐城抽水蓄能电站输水发电系统工程施工合同	6.57
2023 年 1 月	张掖抽水蓄能电站项目可研阶段、招标及施工图阶段勘察设计合同	5.68
2023 年 1 月	河南鲁山抽水蓄能电站上水库工程施工	5.57
2023 年 2 月	河北尚义抽水蓄能电站输水发电系统土建及金属结构制作、安装工程施工合同	9.79
2023 年 2 月	广东肇庆浪江抽水蓄能电站输水发电系统土建工程施工合同	7.28
2023 年 2 月	福建云霄抽水蓄能电站上水库土建及金属结构工程施工合同	6.49
2023 年 3 月	浙江永嘉抽水蓄能电站设计采购施工 EPC 总承包项目合同	53.78
2023 年 3 月	山东泰安二期抽水蓄能电站输水发电系统工程施工合同	9.98
2023 年 3 月	广东惠州中洞抽水蓄能电站上水库土建工程施工合同	5.54

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 剥离地产聚焦主业，再融资助力“十四五”蓝图落地

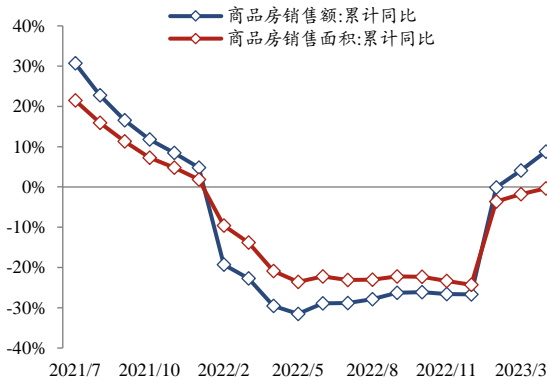
5.1. 采用资产置换方式剥离地产业务，置入优质电网辅业资产

供需双重承压导致地产行业景气度自 2021 年起加速下滑。供给侧，2020 年下半年以来“三道红线”、贷款集中度管理、预售资金监管收紧、土地供应“两集中”等一系列政策收紧，导致房企出现资金短缺甚至资金链断裂的情况，拿地和新开工迅速下滑，大

量风险房企迅速出清；需求侧，受到宏观经济整体下行、疫情反复等影响，且居民由于个别房企违约、停贷风波、收入预期下降等因素导致对于行业信心不足，行业需求整体也迅速恶化，2022 年全年全国商品房实现销售额 13.3 万亿，同比-26.7%，销售面积 13.6 万方，同比-24.3%。

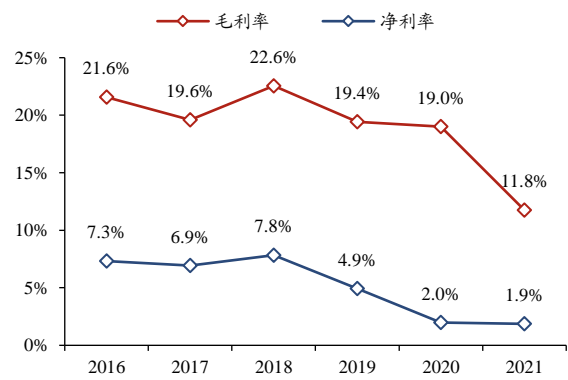
公司房地产业务利润水平逐年下滑，且在地产融资趋紧的趋势下影响公司融资能力。公司虽然为国资委准许保留地产业务的 16 家央企之一，但受行业下行影响地产业务效益逐年下滑。根据公司 2021 年报，2021 年房地产板块实现营业收入 295.4 亿元，在总营收中占比仅为 6.6%，毛利率为 11.8%，同比下滑 7.2pct，净利率为 1.9%，较 2018 年高点也出现近 6 个百分点的下行；并且在地产行业融资受限的背景下开展地产业务一定程度上影响了公司的融资能力。

图36: 全国商品房销售额及销售面积累计同比情况



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

图37: 公司房地产业务毛利率与净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

采用资产置换方式剥离地产业务，有助于恢复融资能力、增厚公司业绩。2022 年 1 月，公司发布公告，以持有的房地产板块资产与电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，其中置入资产为电建集团华中电力设计研究院、河北省电力勘测设计研究院、四川电力设计咨询有限责任公司、上海电力设计院有限公司等 18 家公司股权，置出资产为公司持有地产板块（电建地产、飞悦临空及天津海赋）100%股权。此次资产重组已经完成，交易的置入资产整体盈利能力高于置出资产，有助于整合公司主业优质资源，同时也基本解决了公司与大股东之间的同业竞争问题。

表13: 中国电建资产置换置出子公司

序号	公司	直接持股比例 (%)	2020 年营业收入 (亿元)	2020 年净利润 (亿元)
1	天津海赋房地产开发有限公司	100%	--	--
2	中国电建地产集团有限公司	100%	210.66	5.10
3	北京飞悦临空科技产业发展有限公司	100%	13.30	-4.05

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表14: 中国电建资产置换置入子公司

序号	公司	直接持股比例 (%)	2020 年营业收入 (亿元)	2020 年净利润 (亿元)
1	中国电建集团华中电力设计研究院有限公司	100%	41.10	1.94

2	中国电建集团河北省电力勘测设计研究院有限公司	100%	27.82	0.92
3	四川电力设计咨询有限责任公司	100%	18.29	1.03
4	中国电建集团江西省电力设计院有限公司	100%	23.18	1.63
5	中国电建集团福建省电力勘测设计院有限公司	100%	13.49	0.89
6	中国电建集团贵州电力设计研究院有限公司	100%	18.85	0.76
7	中国电建集团吉林省电力勘测设计院有限公司	100%	8.08	0.24
8	中国电建集团青海省电力设计院有限公司	100%	12.14	0.52
9	上海电力设计院有限公司	100%	49.99	2.54
10	中国电建集团河北工程有限公司	100%	57.37	0.58
11	中国电建集团江西省水电工程局有限公司	100%	76.52	0.79
12	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司	90%	105.51	0.69
13	中国电建集团贵州工程有限公司	100%	138.15	1.09
14	中国电建集团重庆工程有限公司	50%	51.44	0.48
15	中国电建集团江西省电力建设有限公司	100%	85.38	0.83
16	中国电建集团湖北工程有限公司	100%	82.05	0.37
17	中国电建集团河南工程有限公司	100%	77.38	1.73
18	中国电建集团核电工程有限公司	100%	134.24	2.43
合计			1020.99	19.47

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022年6月，公司发布出售资产暨关联交易公告，为进一步剥离公司体内剩余房地产业务，拟以非公开协议转让方式向控股股东中国电力建设集团有限公司及其下属子公司转让所持房地产资产，标的资产为中国电建所持24家房地产项目公司股权及对其享有的部分债权。此次交易基本标志着公司完成了房地产剥离目标，有助于进一步优化公司资产、完善公司产业结构，提高公司盈利水平和资产质量。

表15：公司转让所持房地产资产，进一步剥离房地产业务

标的公司	转让 股比	转让债权 (万元)	转让方	受让方
中电建丝路(陕西)建设投资发展有限公司	40.0%	--	中国水利水电第三工程局有限公司	电建地产
山西中电建置业有限公司	15.0%	3,920.62	中国电建市政建设集团有限公司	西安置业
中国水电建设集团房地产(成都)有限公司	33.0%	8,762.11	中国水利水电第五工程局有限公司	飞悦临空
成都泛悦北城房地产开发有限公司	10.0%	8,388.55	中电建建筑集团有限公司	飞悦临空
中国电建地产集团贵阳有限公司	30.0%	--	中国水利水电第九工程局有限公司	飞悦临空
贵阳和悦置业有限公司	30.0%	--	中国水利水电第九工程局有限公司	飞悦临空
中国水电建设集团房地产(昆明)有限公司	50.0%	--	中国水利水电第十四工程局有限公司	飞悦临空
河南泛悦置业有限公司	30.0%	6000	中国电建集团河南工程有限公司	飞悦临空
郑州悦恒置业有限公司	15.0%	--	中国电建集团河北省电力勘测设计研究院有限公司	飞悦临空
中国电建地产长沙有限公司	40.0%	--	中国水利水电第八工程局有限公司	飞悦临空
湖北鼎汉投资有限公司	30.0%	--	中国电建集团河南省电力勘测设计院有限公司	飞悦临空
湖南金光华海赋房地产开发有限公司	12.0%	7292.94	中国水利水电第八工程局有限公司	飞悦临空
山东洛悦置业有限公司	49.0%	10000	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司	飞悦临空
中国电建地产集团抚顺有限公司	40.0%	--	中国电建市政建设集团有限公司	飞悦临空
山东津岳房地产开发有限公司	50.0%	--	中国电建市政建设集团有限公司	飞悦临空
陕西瀛湖置业有限公司	100.0%	--	中国水利水电第三工程局有限公司	北京洛悦
河南黄河大禹房地产开发有限公司	100.0%	--	中国水利水电第十一工程局有限公司	北京洛悦

甘肃能投房地产有限责任公司	100.0%	--	中国电建集团甘肃能源投资有限公司	北京洛悦
重庆秀苑华俊房地产开发有限责任公司	51.0%	--	中国电建集团重庆工程有限公司	北京洛悦
中电建智谷小镇建设宿迁有限公司	46.0%	--	中电建建筑集团有限公司	电建集团
	76.2%	--	中电建建筑基础设施投资宿迁合伙企业（有限合伙）	
中电建枣庄建设发展有限公司	9.5%	--	中电建建筑集团有限公司	电建集团
	8.3%	--	中国电建集团港航建设有限公司	
中电建江苏激光智造发展有限公司	89.9%	--	中电建建筑集团有限公司	电建集团
	0.1%	--	中国电力建设股份有限公司	
山东中电建核电地产投资有限公司	100.0%	--	中国电建集团核电工程有限公司	北京洛悦
山东广宇置业有限公司	100.0%	--	山东丰汇投资有限公司	北京洛悦

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 再融资为公司扩大能源建设、转型“投建营”提供有力支撑

公司定增已完成实施，募集资金用于抽水蓄能、海上风电、重点工程建设等领域，加速构建新型电力系统。2023年1月，公司成功完成非公开发行A股，发行数量20.8亿股，价格6.44元/股，为A股市场建筑行业募资规模最大的竞价类定增项目。公司募集资金主要用于精品工程承包类项目、战略发展领域投资运营类项目、海上风电勘察和施工业务装备采购类项目，拟投入的募集资金分别为55亿元、40亿元、10亿元。此次定增为公司实现由传统水利水电建设工程总承包商逐步向围绕“水、能、城、砂”领域，尤其是新能源和抽水蓄能领域工程承包、投资运营多元经营的综合开发商转型升级提供有力支撑，是公司实现“十四五”规划落地实施的重要举措。

表16: 公司150亿定增募集资金流向

序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
1	精品工程承包类项目	159.59	55.0
1.1	粤港澳大湾区深圳都市圈城际铁路深圳至惠州城际前海保税 区至坪地段工程1标（前保-五和）施工总承包项目	114.71	40.0
1.2	越南金瓯1号350MW海上风电EPC项目	44.88	15.0
2	战略发展领域投资运营类项目	90.53	40.0
2.1	云阳建全抽水蓄能电站项目	90.53	40.0
3	海上风电勘察和施工业务装备采购类项目	13.40	10.0
3.1	海上风电施工安装业务装备购置项目	9.00	7.0
3.2	75米水深海上自升式勘测试验平台购置项目	4.40	3.0

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

根据公司目前在手订单及行业情况，我们预测公司2023-2025年营业收入分别为6558/7505/8595亿元，分别同比+14.5%/+14.4%/+14.5%。其中，工程承包与勘测设计业务营业收入分别为5800/6670/7671亿元，新能源电力投资与运营业务分别为104/127/158亿元，其他电力投资与运营业务营业收入分别为159/167/176亿元；我们预测公司毛利率、期间费用率保持稳定水平，2023-2025年归母净利润分别为138/155/177亿元。

表17: 公司收入与毛利端预测简表 (亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,020	4,490	5,726	6,558	7,505	8,595
yoy	15.3%	11.7%	27.5%	14.5%	14.4%	14.5%
毛利率	14.4%	13.2%	12.3%	12.5%	12.4%	12.4%
分业务:						
工程承包与勘测设计业务	3,324	3,730	5,044	5,800	6,670	7,671
yoy	17.5%	12.2%	35.2%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	11.8%	10.9%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
电力投资与运营业务	189	203	238	263	294	334
yoy	11.2%	7.9%	17.1%	29.3%	11.7%	13.6%
毛利率	47.9%	40.8%	40.1%	41.0%	42.3%	43.9%
其中: 新能源电力投资与运营	63	73	86	104	127	158
yoy		17.2%	17.8%	20.0%	22.0%	25.0%
毛利率	59.2%	58.1%	55.7%	56.0%	57.0%	58.0%
其中: 其他电力投资与运营	126	130	152	159	167	176
yoy		3.2%	16.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	42.2%	31.1%	31.3%	31.3%	31.3%	31.3%
其他主营业务	265	235	413	454	499	549
yoy	15.7%	-11.4%	75.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	15.0%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表18: 公司盈利预测简表 (亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,020	4,490	5,726	6,558	7,505	8,595
yoy	15.3%	11.7%	27.5%	14.5%	14.4%	14.5%
营业总成本	3,442	3,898	5,021	5,742	6,574	7,531
毛利额	577	592	705	817	931	1,064
毛利率	14.4%	13.2%	12.3%	12.5%	12.4%	12.4%
销售费用	11	14	13	16	19	21
销售费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	115	133	167	191	219	250
管理费用率	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	153	161	208	238	273	312
研发费用率	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
财务费用	96	78	72	83	95	109
财务费用率	2.4%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
净利润	127	135	157	189	213	243
销售净利率	3.2%	3.0%	2.7%	2.9%	2.8%	2.8%
归母净利润	80	86	114	138	155	177
归母净利率	2.0%	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

考虑到公司两大主营业务包括工程承包与勘测设计、电力投资与运营，我们选取八大央企中的其余七家以及新能源电力运营商龙源电力、三峡能源作为可比公司；中国电建 5 月 19 日市盈率（TTM）、市净率（LF）高于七家建筑央企平均水平，低于龙源电力、三峡能源平均水平。中国电建是全国特大型综合性工程建设企业集团，能源电力工程承包为公司的传统优势业务，且近年来公司在新能源领域加快从工程承包向“投建营”一体化发展的战略转型，公司 5 月 19 日收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 8.6/7.7/6.7 倍，考虑到公司新能源运营业务具备高增长潜力，估值水平有望实现突破，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表19：可比公司盈利预测与估值（截至 2023 年 5 月 19 日）

股票简称	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	市盈率 (TTM)	归母净利润(亿元)			市盈率				
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国铁建	1,429	0.61	5.3	266.4	298.4	331.1	364.2	5.4	4.8	4.3	3.9
中国建筑	2,592	0.66	4.9	509.5	572.1	614.3	663.4	5.1	4.5	4.2	3.9
中国交建	1,749	0.70	8.9	191.0	214.8	235.6	259.4	9.2	8.1	7.4	6.7
中国中铁	1,933	0.74	6.1	312.8	355.8	400.7	450.6	6.2	5.4	4.8	4.3
中国中冶	837	0.87	7.6	102.7	118.9	139.1	157.7	8.2	7.0	6.0	5.3
中国化学	553	1.02	10.0	54.2	65.4	77.1	88.8	10.2	8.5	7.2	6.2
中国能建	1,030	1.10	12.9	78.1	91.1	106.6	123.4	13.2	11.3	9.7	8.3
平均值		0.81	8.0					8.2	7.1	6.2	5.5
龙源电力	1,519	2.29	29.2	51.1	82.3	94.6	112.5	29.7	18.5	16.1	13.5
三峡能源	1,546	1.95	22.0	71.6	90.9	109.7	129.4	21.6	17.0	14.1	11.9
平均值		2.12	25.6					25.7	17.7	15.1	12.7
中国电建	1,189	0.99	10.2	114.4	137.6	155.2	176.9	10.4	8.6	7.7	6.7

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

备注：中国建筑、中国交建盈利预测来自东吴证券研究所，其余盈利预测来自 Wind 一致预期

7. 风险提示

(1) 新能源建设不及预期。“双碳”政策驱动能源绿色低碳转型，公司作为我国新能源建设主力军有望充分受益，但如果新能源建设不及预期，可能会对公司工程与运营业务均产生不利影响。

(2) 公司“投建营”一体化推进不及预期。公司加速推动新能源业务由工程承包向“投建营”一体化转型，电力投资与运营板块盈利水平也明显优于传统主业，若“投建营”一体化推进不及预期，可能会影响公司电力投资与运营板块收入以及整体利润水平。

(3) 基建投资增速不及预期。公司业务中仍然包括部分基建业务，若基建投资增速不及预期，可能将影响公司订单水平。

(4) 国企改革推进不及预期。此轮国企改革提出“一利五率”和“一增一稳四提升”，有助于激励公司经营指标进一步优化，若国企改革推进节奏不及预期，可能将影响公司经营与财务指标改善的推进节奏。

中国电建三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	415,740	455,775	505,052	569,594	营业总收入	572,613	655,844	750,463	859,508
货币资金及交易性金融资产	101,254	112,524	123,894	143,030	营业成本(含金融类)	502,106	574,184	657,405	753,072
经营性应收款项	149,307	166,130	190,121	217,754	税金及附加	2,105	2,411	2,758	3,159
存货	16,955	18,457	21,133	24,208	销售费用	1,341	1,640	1,876	2,149
合同资产	98,183	104,935	112,569	122,910	管理费用	16,675	19,099	21,854	25,029
其他流动资产	50,042	53,729	57,335	61,692	研发费用	20,801	23,825	27,262	31,224
非流动资产	624,338	657,452	698,279	741,302	财务费用	7,231	8,282	9,477	10,854
长期股权投资	28,874	31,874	34,874	37,874	加:其他收益	662	758	867	993
固定资产及使用权资产	129,741	136,109	141,738	145,337	投资净收益	871	1,312	1,501	1,719
在建工程	24,408	16,704	12,852	10,926	公允价值变动	-47	-53	-61	-70
无形资产	267,835	296,335	327,335	360,635	减值损失	-5,033	-5,757	-6,588	-7,547
商誉	376	376	376	376	资产处置收益	245	280	321	367
长期待摊费用	1,388	1,438	1,488	1,538	营业利润	19,055	22,944	25,870	29,484
其他非流动资产	171,717	174,617	179,617	184,617	营业外净收支	192	220	252	288
资产总计	1,040,078	1,113,227	1,203,331	1,310,896	利润总额	19,247	23,164	26,122	29,772
流动负债	472,523	504,323	547,945	604,487	减:所得税	3,563	4,288	4,835	5,511
短期借款及一年内到期的非流动负债	46,465	46,465	46,465	46,465	净利润	15,684	18,876	21,286	24,261
经营性应付款项	220,998	230,263	247,426	273,116	减:少数股东损益	4,249	5,114	5,767	6,572
合同负债	104,579	119,591	136,924	156,850	归属母公司净利润	11,435	13,762	15,520	17,688
其他流动负债	100,482	108,004	117,130	128,056	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	0.80	0.90	1.03
非流动负债	327,211	352,437	380,737	411,037	EBIT	26,026	34,686	39,308	44,875
长期借款	285,855	310,855	338,855	368,855	EBITDA	42,613	55,622	62,330	70,202
应付债券	13,399	13,399	13,399	13,399	毛利率(%)	12.31	12.45	12.40	12.38
租赁负债	1,778	1,778	1,778	1,778	归母净利率(%)	2.00	2.10	2.07	2.06
其他非流动负债	26,180	26,405	26,705	27,005	收入增长率(%)	1.23	14.54	14.43	14.53
负债合计	799,734	856,760	928,682	1,015,524	归母净利润增长率(%)	15.93	20.35	12.77	13.97
归属母公司股东权益	151,865	162,875	175,290	189,441					
少数股东权益	88,479	93,593	99,359	105,932					
所有者权益合计	240,344	256,467	274,650	295,373					
负债和股东权益	1,040,078	1,113,227	1,203,331	1,310,896					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	30,832	41,088	48,011	58,419	每股净资产(元)	7.72	8.44	9.26	10.20
投资活动现金流	-45,666	-52,098	-61,777	-65,975	最新发行在外股份(百万股)	17,226	17,226	17,226	17,226
筹资活动现金流	31,276	22,473	25,196	26,762	ROIC(%)	3.57	4.65	4.91	5.22
现金净增加额	17,613	11,463	11,431	19,206	ROE-摊薄(%)	7.53	8.45	8.85	9.34
折旧和摊销	16,587	20,936	23,023	25,327	资产负债率(%)	76.89	76.96	77.18	77.47
资本开支	-53,020	-47,300	-54,928	-59,344	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.39	8.64	7.66	6.72
营运资本变动	-1,289	-6,557	-6,393	-2,980	P/B(现价)	0.89	0.82	0.74	0.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

