

中国能建 (601868.SH) 能源电力建设龙头, 布局新能源发电培育全新增长极

2023年07月11日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

齐东 (分析师)

qidong@kysec.cn

证书编号: S0790522010002

日期	2023/7/10
当前股价(元)	2.37
一年最高最低(元)	2.80/2.20
总市值(亿元)	988.08
流通市值(亿元)	337.07
总股本(亿股)	416.91
流通股本(亿股)	142.23
近3个月换手率(%)	135.89

● 能源电力建设龙头, 布局新能源发电培育全新增长极, 给予“买入”评级

中国能建致力于为全球能源电力、基础设施等行业提供综合性服务, 主营业务覆盖广泛, 拥有较完整的产业链。公司在能源建设行业地位显著, 新签工程建设合同额保持增长, 新能源发电装机规模迅速提升, 在全产业链一体化优势下, 各项业务发展稳健, 盈利水平保持稳定。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 95.2、124.3、152.6 亿元, 对应 EPS 为 0.23、0.30、0.37 元, 当前股价对应 PE 为 10.4、8.0、6.5 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 工程建设新签合同订单充足, 新能源发电增量空间广阔

公司工程建设业务主要包括境内外新能源及综合智慧能源、传统能源、城市建设、综合交通和其他工程建设业务。2022 年公司工程建设业务实现收入 3020.6 亿元, 同比增长 14.4%, 连续四年涨幅超 14%。公司年内新签合同金额 9910.1 亿元, 同比增长 23.7%, 其中新能源业务同比增长 84.2%, 近三年同比增速均超过 50%。新能源及综合智慧能源、传统能源、城市建设、综合交通领域新签订单金额占比分别为 35.82%、25.15%、21.41%、5.69%, 新能源及综合智慧能源订单金额增速较快。在国家“碳达峰、碳中和”背景下, 新能源发电有望持续迎来高质量发展。公司提出到 2025 年, 控股新能源装机力争达到 20GW 以上。截至 2022 年底, 公司新能源并网装机容量 4.99GW, 通过投资、设计、建设、运营一体化, 规模扩张后建设及运营成本降低, 运营收入及盈利水平有望实现双增长。

● 设计咨询业务快速增长, 工业制造及地产开发规模稳定

(1) 设计咨询: 2022 年实现收入 174.6 亿元, 同比增长 18.3%, 近五年均保持增长; 新签合同 143.1 亿元, 同比增长 20.1%, 保持快速增长趋势。(2) 工业制造: 包括建材、民用爆破及装备制造等业务, 拆分易普力重组上市, 进一步拓展融资渠道。(3) 地产开发: 公司深耕一线和核心二线城市, 同时经营核心一二线城市的商办和文旅资产, 2022 年受行业下行影响销售规模收缩, 但同时年内多元化方式获取广州、长沙、雄安等大型综合项目, 土储相对充足。

● 风险提示: 基建投资不及预期、新能源装机规模增长不及预期、工程建设新签订单不及预期。

股价走势图



数据来源: 聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	322,319	366,393	437,775	520,956	598,322
YOY(%)	19.2	13.7	19.5	19.0	14.9
归母净利润(百万元)	6,504	7,809	9,522	12,427	15,265
YOY(%)	39.3	20.1	21.9	30.5	22.8
毛利率(%)	13.2	12.4	12.2	12.5	12.9
净利率(%)	2.0	2.1	2.2	2.4	2.6
ROE(%)	6.4	6.2	8.4	9.6	10.2
EPS(摊薄/元)	0.16	0.19	0.23	0.30	0.37
P/E(倍)	15.2	12.7	10.4	8.0	6.5
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、	发展五十余年，吸收葛洲坝 A 股上市.....	4
1.1、	投身水利建设五十载，吸收合并葛洲坝集团.....	4
1.2、	吸收合并葛洲坝，实现 A 股挂牌上市.....	4
1.3、	业绩稳中有升，新能源业务占比不断提升.....	5
2、	工程建设核心主业，新签合同订单充足.....	7
2.1、	传统能源订单保持规模，业务覆盖领域全面.....	8
2.2、	新签合同高增，积极抢占新能源市场.....	11
2.3、	城市建设业务合同增长，PPP 项目发展保持稳定.....	11
3、	新能源发电增量空间广阔，装机规模不断提升.....	12
3.1、	新能源发电发展迅猛，风光发电成为新增装机量主体.....	12
3.2、	加大新能源投资力度，并网容量保持增长.....	14
4、	设计咨询业务快速增长，工业制造规模稳定.....	15
4.1、	设计咨询业务收入及新签合同保持增长.....	15
4.2、	建材产量有所下降，拆分易普力重组上市.....	16
4.3、	地产开发销售规模下降，土储分布于高能级城市.....	17
5、	股东及管理层背景强大，拟定增实现规模扩张.....	19
5.1、	控股股东设立于电网主辅业分离改革.....	19
5.2、	管理层在电力系统具备丰富经验，绝大多数高管长期供职于集团.....	21
5.3、	拟定增募资 150 亿元，投向优质新能源项目.....	22
6、	盈利预测与投资建议.....	23
7、	风险提示.....	25
附：	财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1：	公司发展历程超五十年.....	4
图 2：	吸收合并后中国能建直接和间接持有葛洲坝 100% 的股权.....	5
图 3：	公司 2022 年营业收入同比增长 13.7%.....	5
图 4：	公司 2020-2022 年工程建设业务收入占比均超 70%.....	5
图 5：	公司 2022 年新签合同额同比增长 20.2%.....	6
图 6：	公司 2022 年新签工程建设合同额占比 95%.....	6
图 7：	公司 2022 年归母净利润同比增长 20.1%.....	6
图 8：	公司 2022 年整体盈利水平保持相对稳定.....	6
图 9：	公司 2022 年工程建设和工业制造业务毛利率相对承压.....	6
图 10：	公司 2022 年工程建设业务收入增长 14.4%.....	7
图 11：	公司 2022 年新签工程建设合同额增长 23.7%.....	7
图 12：	公司 2022 年新能源领域新签合同金额占比增大.....	8
图 13：	公司 2022 年新能源领域新签合同金额增速最快.....	8
图 14：	公司 2022 年传统能源工程建设新签合同金额同比增长 23.5%.....	8
图 15：	中国能建西南院 2022 年中标川投集团资阳燃气电站新建工程 EPC 总承包项目.....	9
图 16：	中国能建华东院中 2022 年标安徽淮河能源集团滁州天然气调峰电厂项目.....	9
图 17：	中国能建葛洲坝集团深度参与白鹤滩水电站建设.....	9

图 18: 中国能建葛洲坝二公司参建的山东省装机规模最大文登抽水蓄能电站投产发电	9
图 19: 中国能建参与设计建设的红沿河核电站二期工程是我国在运最大核电站	10
图 20: 中国能建浙江院主要设计的舟山 500 千伏联网输变电工程斩获詹天佑奖	10
图 21: 公司 2022 年新能源工程建设新签合同金额同比增长 84.2%	11
图 22: 公司 2022 年非电业务工程建设新签合同金额同比下降 4.8%	12
图 23: 2022 年发电新增设备容量同比增长 13.3%	13
图 24: 2022 年风电、太阳能发电新增装机占比 63%	13
图 25: 2022 年传统发电新增设备容量同比下降 3.2%	14
图 26: 2022 年新能源发电新增设备容量同比增长 22.0%	14
图 27: 公司 2022 年新能源发电装机容量显著提升	14
图 28: 公司 2022 年设计咨询收入同比增长 18.3%	15
图 29: 公司 2022 年设计咨询新签合同额同比增长 20.1%	15
图 30: 公司 2022 年水泥和熟料产量有所下降	16
图 31: 公司 2022 年炸药产量同比增长 1.26%	16
图 32: 公司 2022 年装备制造新签订单金额同比下降 12.7%	17
图 33: 公司住宅开发以一二线城市核心城市高端项目为主	18
图 34: 公司非住宅业态种类多样资产优质	18
图 35: 公司 2022 年房地产销售面积同比下降 39.7%	19
图 36: 公司 2022 年房地产销售金额同比下降 50.7%	19
图 37: 原国家电网改革重组分为中国电力建设集团和中国能源建设集团	20
图 38: 重组后葛洲坝集团成为中国能源建设集团的全资子公司	20
图 39: 葛洲坝集团参与建设了葛洲坝工程	21
图 40: 葛洲坝集团参与建设了三峡工程	21
表 1: 公司施工资质较为齐全	7
表 2: 公司 2022 年新签合同金额实现整体增长	8
表 3: 公司 2022 年新签新能源项目覆盖海内外多种发电类型建设	11
表 4: 公司 2022 年新增风电装机规模占比风光发电累计规模超 50% (万千瓦)	15
表 5: 公司 2022 年新签新能源项目覆盖海内外多种发电类型建设	17
表 6: 公司管理层在电力系统具有丰富经验	21
表 7: 公司拟将募集资金用于 4 个投资项目、1 个工程项目及补充流动资金	22
表 8: 我们预计公司 2023-2025 年营业收入将保持增长	24
表 9: 公司 2023 年估值水平高于可比公司均值	24

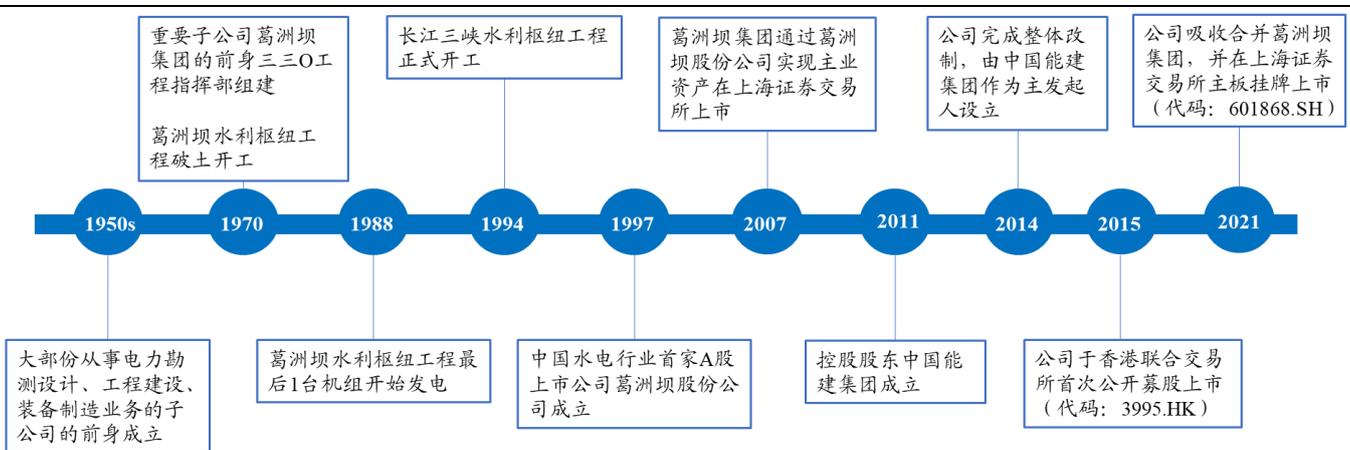
1、发展五十余年，吸收葛洲坝 A 股上市

中国能源建设股份有限公司成立于 2014 年 12 月 19 日。公司由中国能源建设集团有限公司与其全资子公司电力规划总院有限公司共同发起设立。公司 2015 年在中国香港联合交易所首次公开募股（3996.HK），2021 年吸收合并了葛洲坝集团股份有限公司，并在上海证券交易所主板挂牌上市（601868.SH）。

1.1、投身水利建设五十载，吸收合并葛洲坝集团

公司重要子公司葛洲坝集团前身三三零工程指挥部组建于 1970 年，承建葛洲坝水利枢纽工程。葛洲坝水利枢纽工程完工后，投身长江三峡水利枢纽工程，并于 1997 年成立葛洲坝股份有限公司，同年 7 月葛洲坝在上海证券交易所挂牌上市。经历国家电网重组改革、吸收合并葛洲坝集团后，公司正式实现在 A 股挂牌上市。

图1：公司发展历程超五十年

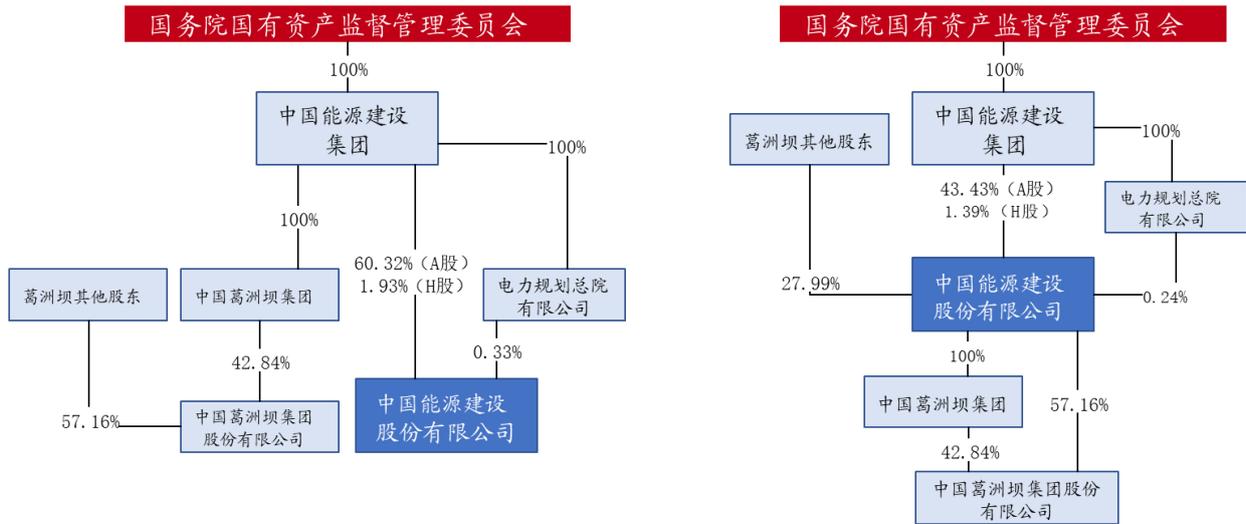


资料来源：葛洲坝集团官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、吸收合并葛洲坝，实现 A 股挂牌上市

2021 年，经证监会核准，中国能源建设股份有限公司通过发行股份吸收合并了中国葛洲坝集团股份有限公司。吸收合并后，葛洲坝（600068.SH）终止上市，中国能建（601868.SH）的股票于上海证券交易所上市，并直接和间接持有葛洲坝 100% 的股权。截至 2023 年一季度末，中国能建集团直接持有公司 44.82% 的股权（持有 A 股占比 43.43%，H 股占比 1.39%），通过电力规划总院间接持有公司 0.24% 的股权，累计持股占比达 45.06%，为公司的控股股东，公司实控人为国务院国资委。

图2：吸收合并后中国能建直接和间接持有葛洲坝 100%的股权



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、业绩稳中有升，新能源业务占比不断提升

公司主业涉及建筑施工、能源建设行业及相关的环保、房地产、水泥、民用爆破等领域，近年来在巩固和发展电力工程建设主业的同时，不断进行转型升级，发展非电施工业务，逐步加大新能源及综合智慧能源运营，业务领域继续向施工领域上下游拓展。

公司近年来营业收入保持稳中有升的态势，2022 年公司积极践行双碳战略，新能源承包业务快速发展，同时 PPP 等投资业务带动综合交通等非电业务发展，全年实现营业收入 3663.9 亿元，同比增长 13.7%。其中工程建设业务占比 73.9%，近三年均保持 70% 以上，仍为公司主导业务；2022 年投资运营、工业制造、房地产、勘测设计及咨询业务分别占比 8.2%、6.7%、4.9%、4.3%。

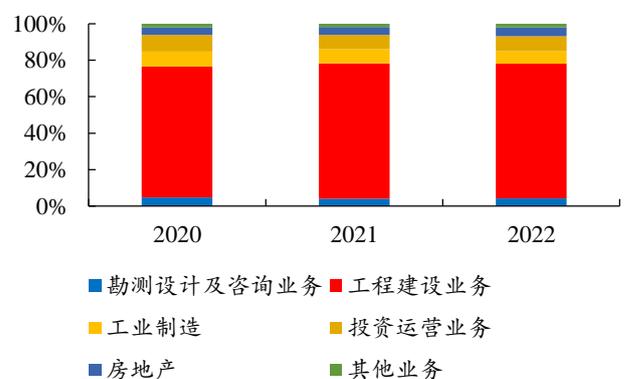
2021 年并购重组后，公司新签订单增长迅速，2022 年完成新签合同额 10490.9 亿元，同比增长 20.2%，充足的订单也将为后续公司业绩释放提供良好的基础。

图3：公司 2022 年营业收入同比增长 13.7%



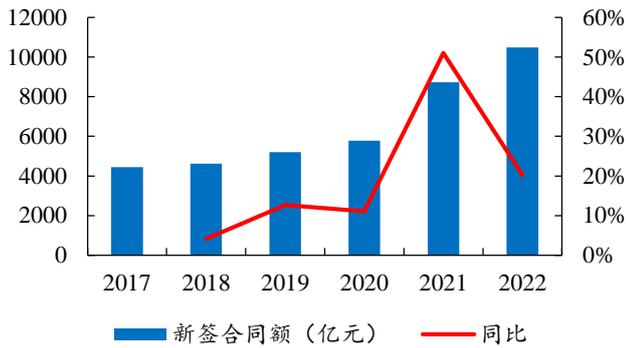
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司 2020-2022 年工程建设业务收入占比均超 70%



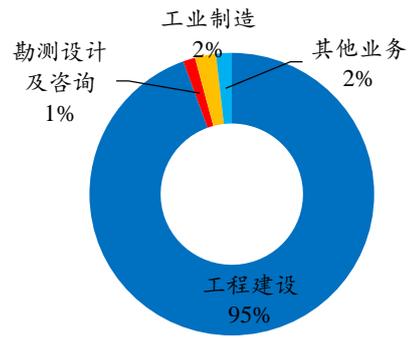
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司 2022 年新签合同额同比增长 20.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

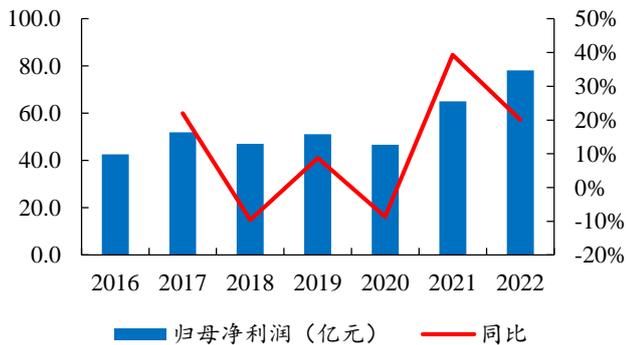
图6：公司 2022 年新签工程建设合同额占比 95%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

得益于营收增长和成本管控提升，公司 2022 年实现归母净利润 78.1 亿元，同比增长 20.1%。从盈利水平来看，2022 年公司毛利率和净利率分别下降 0.8 和 0.2 个百分点至 12.4% 和 2.8%，整体盈利水平保持相对稳定。其中工程建设和工业制造业务毛利率连续两年下滑，勘察设计与咨询、投资运营和房地产业务毛利率相对较稳定。

图7：公司 2022 年归母净利润同比增长 20.1%



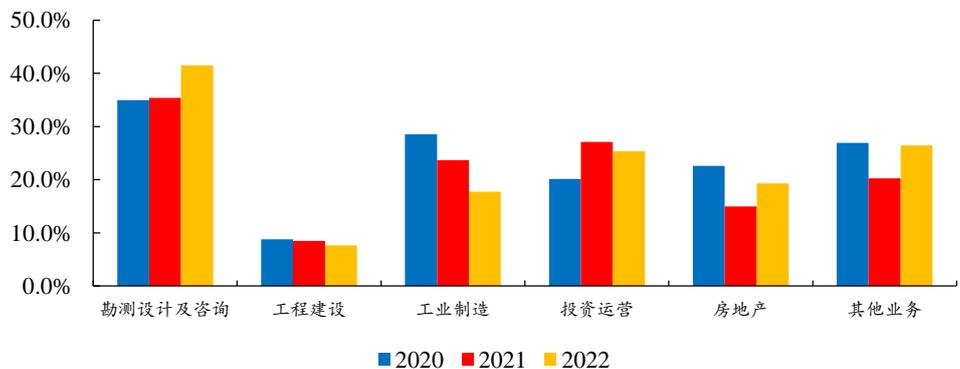
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司 2022 年整体盈利水平保持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司 2022 年工程建设和工业制造业务毛利率相对承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、工程建设核心主业，新签合同订单充足

公司工程建设业务主要包括境内外新能源及综合智慧能源、传统能源、城市建设、综合交通和其他工程建设业务。公司施工资质较为齐全，截至 2022 年末，公司共持有 14 项工程施工总承包特级资质，10 项工程设计综合甲级资质、21 项工程勘察综合甲级资质、245 项各类工程施工承包一级资质，涵盖水利水电、电力、建筑、市政、公路、港口与航道、矿山、机电、地基基础、桥梁、隧道、钢结构、环保等领域。

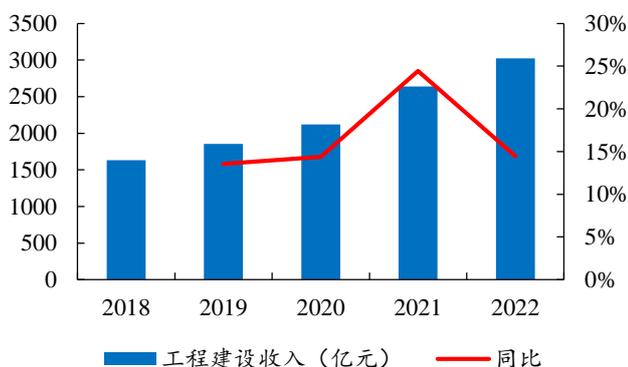
表1：公司施工资质较为齐全

公司资质	资质数量	细分领域	资质数量
工程施工总承包特级资质	14 项	水利水电工程	6 项
		公路工程	3 项
		电力工程	3 项
		建筑工程	2 项
工程设计综合甲级资质	10 项	-	-
工程勘察综合甲级资质	21 项	-	-
工程施工承包一级资质	245 项	总承包	92 项
		专业承包	153 项

数据来源：公司公告、开源证券研究所

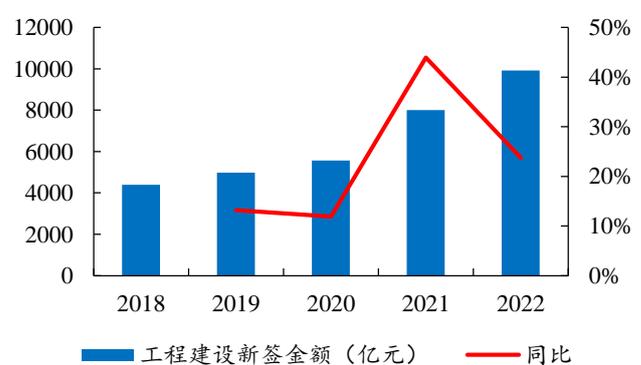
公司工程建设新签订单保持增长，2022 年，公司工程建设业务实现收入 3020.6 亿元，同比增长 14.4%，连续四年涨幅超 14%。公司年内新签项目数量 6718 个，对应合同金额 9910.1 亿元，同比增长 23.7%。其中新能源及综合智慧能源、传统能源、城市建设、综合交通领域新签订单金额占比分别为 35.82%、25.15%、21.41%、5.69%，新能源及综合智慧能源订单签署增速较快。

图10：公司 2022 年工程建设业务收入增长 14.4%



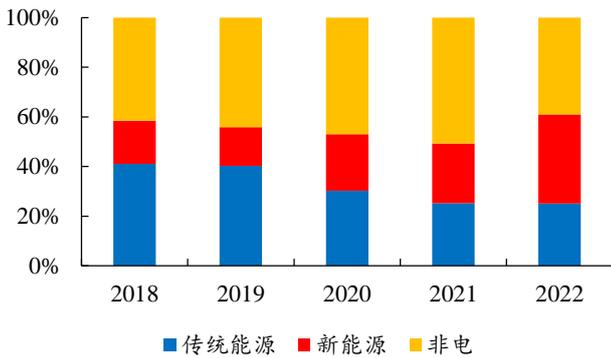
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司 2022 年新签工程建设合同额增长 23.7%



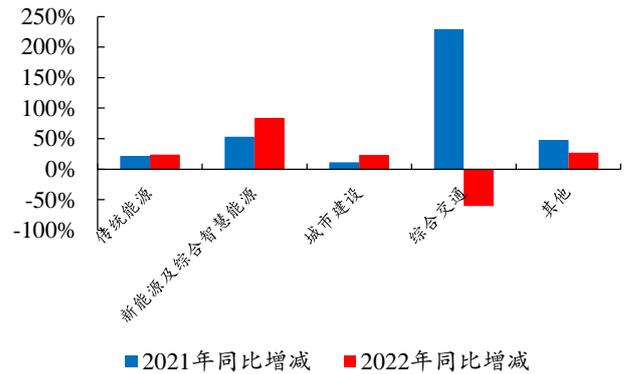
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12: 公司 2022 年新能源领域新签合同金额占比增大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 公司 2022 年新能源领域新签合同金额增速最快



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表2: 公司 2022 年新签合同金额实现整体增长

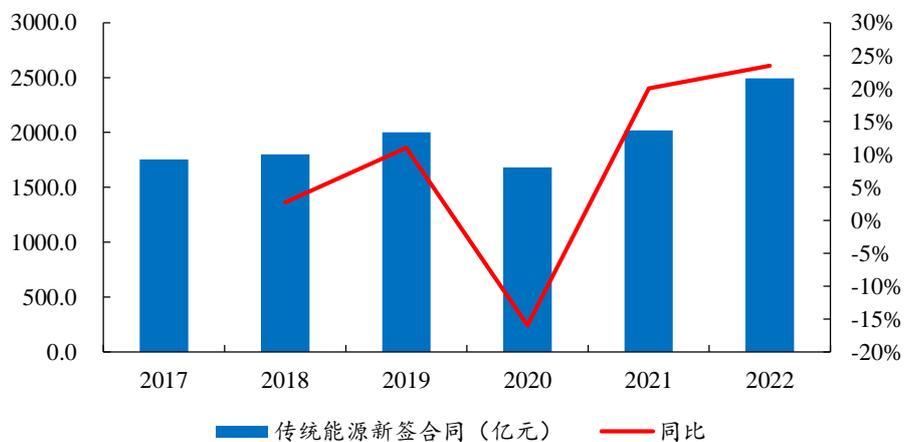
业务领域	2021年新签合同额 (亿元)	占比	2022年新签合同额 (亿元)	占比	同比增减
传统能源	2018.8	25.2%	2492.5	25.2%	23.5%
新能源及综合智慧能源	1927.7	24.1%	3550.1	35.8%	84.2%
城市建设	1679.1	21.0%	2121.6	21.4%	26.4%
综合交通	1451.7	18.1%	563.5	5.7%	-61.2%
其他	931.6	11.6%	1182.3	11.9%	26.9%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.1、传统能源订单保持规模, 业务覆盖领域全面

在传统能源工程建设方面, 公司主要开展火电、水利水电、核电及输变电等方面的工程建设, 业务覆盖领域全面。2022 年公司传统能源工程建设新签合同金额 2492.5 亿元, 同比增长 23.5%, 合同金额占比相较于 2022 年基本持平。

图14: 公司 2022 年传统能源工程建设新签合同金额同比增长 23.5%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(1) 火电

公司在火电建设领域代表着世界最高水平，火电工程建设主要在广东、湖南、福建、山西、河北、内蒙古等区域开展，近年来公司火电施工业务受国内煤电调控的冲击，但业务规模仍保持较高水平。2022年，公司新签新疆华电昌吉英格玛煤电一体化坑口电厂一期工程、川投集团资阳燃气电站新建工程、淮河能源集团滁州天然气调峰电厂项目 EPC 总承包合同等传统火电项目。

图15：中国能建西南院 2022 年中标川投集团资阳燃气电站新建工程 EPC 总承包项目



资料来源：中国能建官方公众号

图16：中国能建华东院中 2022 年标安徽淮河能源集团滁州天然气调峰电厂项目



资料来源：中国能建官方公众号

(2) 水利水电

公司在水电工程领域施工市场份额超过 30%，其中大型水电超过 50%，拥有 6 项水利水电工程施工总承包特级资质，承建了葛洲坝水利枢纽工程、长江三峡工程等多个大型水电工程，其中多项工程获国家优质工程奖或鲁班奖。2022 年，公司境内新签青海省海南州共和（多隆）390 万千瓦抽水蓄能电站项目、境外签订刚果（布）穆哈拉水电站及配套输变电项目等合同。

图17：中国能建葛洲坝集团深度参与白鹤滩水电站建设



资料来源：公司官网

图18：中国能建葛洲坝二公司参建的山东省装机规模最大的文登抽水蓄能电站投产发电



资料来源：中国能建官方公众号

(3) 核电

公司共有 9 家具备核电常规岛施工资质的子公司，承担了国内已投运核电 90% 以上常规岛勘察设计、66% 以上常规岛工程建设，参建了广东岭澳核电站、江苏田湾核电站一期、海南昌江核电项目等 40 多个常规岛项目。广东火电和浙江火电均具备核岛安装能力，先后承建阳江核电项目 5、6 号核岛安装合同和山东荣城石岛湾核电站 2 号核岛安装施工项目。2022 年，公司成功签约了山东海阳核电项目 3 号机组常规岛及其 BOP 主体工程等合同。

图19：中国能建参与设计建设的红沿河核电站二期工程是我国在运最大核电站



资料来源：中国能建官方公众号

(4) 输变电

在输变电工程建设领域，公司在特高压和智能电网、柔性直流输电、大规模间歇式电源并网及智能变电站等领域具有核心技术优势。公司相继完成了上海静安 500 千伏（地下）变电站工程、向家坝—上海±800 千伏特高压直流输电工程及云南楚雄—广东惠东±800 千伏特高压直流输电工程等重大项目。2022 年，公司签订了华能元谋物茂 550MW 复合型光伏电站及沙沟片区 EPC 总承包等项目。

图20：中国能建浙江院主要设计的舟山 500 千伏联网输变电工程斩获詹天佑奖

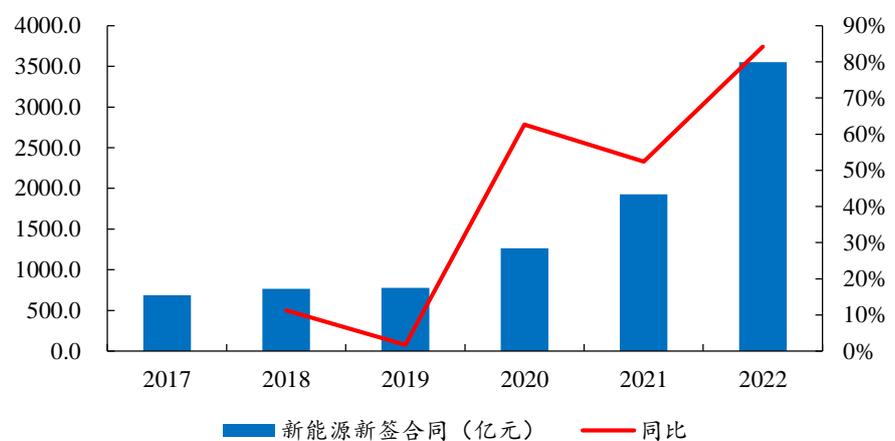


资料来源：中国能建官方公众号

2.2、新签合同高增，积极抢占新能源市场

公司新能源工程建设领域包括风电、光伏光热、风光互补、生物质发电、油页岩发电、分布式能源、新型储能等多个领域。公司参建的张北可再生能源柔性直流电网试验示范工程、丰宁抽水蓄能电站等项目，将张家口等地区的风电、光电等可再生能源“打包”送到北京，助力冬奥场馆历史上首次实现100%全绿电。2022年新能源及综合智慧能源工程建设业务新签合同额3550.1亿元，同比增长84.2%，2020-2022年同比增速均超过50%，新签合同发电类型包含风电、光伏、储能、氢能等多个新能源发电类型，在海外拓展越南、哈萨克斯坦、南非等多个国家。

图21：公司2022年新能源工程建设新签合同金额同比增长84.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：公司2022年新签新能源项目覆盖海内外多种发电类型建设

新能源工程建设项目	区域	发电类型	装机容量 (MW)
广东阳江青洲五海上风电场项目	阳江	风电	1000
重庆市九龙坡区光伏能源区域能耗综合平衡一体化示范项目	重庆	光伏	1000
山西朔州右玉县400MW/800MWh独立储能项目等项目	朔州	储能	1200
越南天富海上风电项目	越南	风电	500
哈萨克斯坦杰特苏州水光储一体化项目	哈萨克斯坦	水光储	-
南非150MW压缩空气储能项目	南非	储能	150
内蒙古鄂尔多斯纳日松40万千瓦光伏制氢示范项目	鄂尔多斯	氢能	400
河北承德滦平天宏200兆瓦农光制氢乡村振兴项目	承德	氢能	200

资料来源：公司公告、广东省生态环境厅、国际能源网公众号等、开源证券研究所

2.3、城市建设业务合同增长，PPP项目发展保持稳定

公司非电工程建设业务主要包括城市建设和综合交通业务，2021年新签合同金

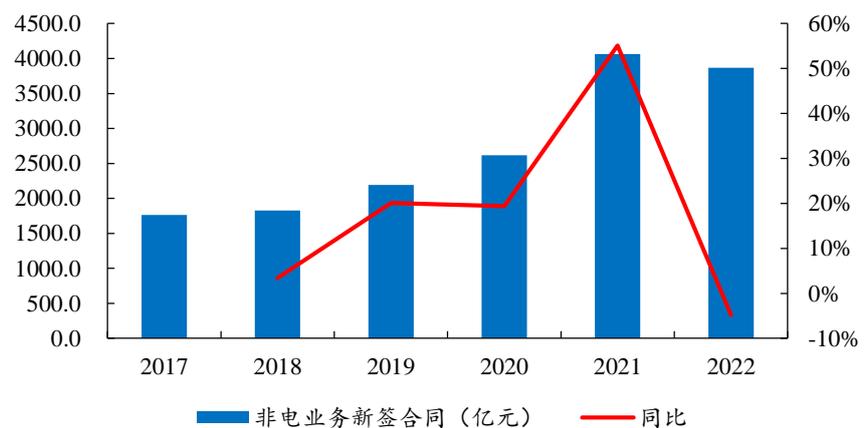
额超 4000 亿元，2022 年非电业务合同保持相对稳定，新签合同金额 3867.5 亿元，同比下降 4.8%。

城市建设领域，公司积极参与城市综合开发、新型城镇化、产业园区开发，开拓市政、房屋建筑市场，完成的代表性项目包括上海东海大桥和昆明长水国际机场。2022 年公司境内签订北京、长沙、海口等城市的城市更新和安置房项目建设，境内签订阿联酋阿布扎比、斯里兰卡、马来西亚等一批城市建设项目。2022 年，公司城市建设业务新签合同额 2121.6 亿元，同比增长 26.4%。

综合交通领域，公司创新提出并积极推动交能融合的能建方案，聚焦公路行业加快形成绿色低碳运输方式的发展需求，提出能源、设施、信息、产业等四个维度的融合。2022 年公司签订和县至襄阳高速公路舒城至金寨项目、广台高速公路开平至台山段项目、重庆开州至梁平高速公路等项目。

PPP 业务领域，公司近年来承接 PPP 项目较多，已签约的 PPP 项目回报方式以政府付费为主。2022 年，公司新签和县至襄阳高速公路舒城至金寨 PPP 项目、海门市北部新城综合建设 PPP 项目和安徽阜阳界首高新技术产业开发区基础设施及附属配套工程 PPP 项目等。截至 2022 年末，公司合计签约 106 个 PPP 项目，项目总投资金额为 5279.4 亿元。

图22：公司 2022 年非电业务工程建设新签合同金额同比下降 4.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、新能源发电增量空间广阔，装机规模不断提升

3.1、新能源发电发展迅猛，风光发电成为新增装机量主体

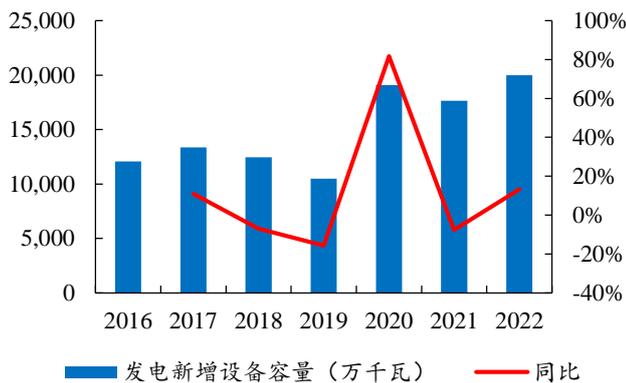
2022 年，在国家推动供给侧改革、解煤电过剩产能等背景下，国内新能源及综合智慧能源发电开发建设提速，发电装机容量新增产能主要来自非化石能源发电装机，全年风电、太阳能新增装机 1.25 亿千瓦，占全国新增装机的 63%，新增风电、光伏发电量占全国新增发电量的 55% 以上。

从政策端来看，对于火电，近年国家发布了《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》、《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》、《关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知》等文件，通过对燃煤

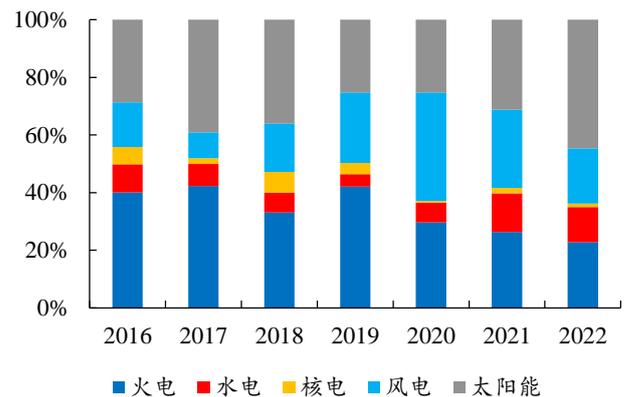
火电建设项目的限制，控制各地煤电新增规模，淘汰煤电落后产能，防范化解煤电产能过剩风险。我们认为中长期看，火电领域未来发展将聚焦于大容量、高参数的节能环保燃煤发电设备。

对于水电，我国水力发电量主要集中在西南、华中、西北地区，发电量分布与地势和区域相关度较大，地区之间分布不平衡。相较于火力发电，水力发电是技术成熟且可大规模开发的清洁可再生能源，我国水电资源蕴藏量居世界首位，发展水电也是应对气候变化、推进节能减排、实现可持续发展的重要措施，在碳达峰和碳中和的目标下，我们预计水电发展将呈现增长趋势。

对于新能源发电，《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》启动了平价上网和国家补贴竞价配置工作，伴随近两年开发建设成本不断下降，风电、光伏发电已全面进入平价无补贴、市场化发展的新阶段。2021 年国家能源局发布《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》，提出 2021 年风电、光伏发电的发电量占全社会用电量的比重达到 11% 左右，到 2025 年达到 16.5% 左右的目标，同时提出到 2030 年风电、太阳能发电总装机量达到 12 亿千瓦以上。我们认为从中长期看，在国家“碳达峰、碳中和”背景下，建设清洁能源基地、促进能源结构调整仍将是电力发展的大趋势，新能源发电有望持续迎来高质量发展。

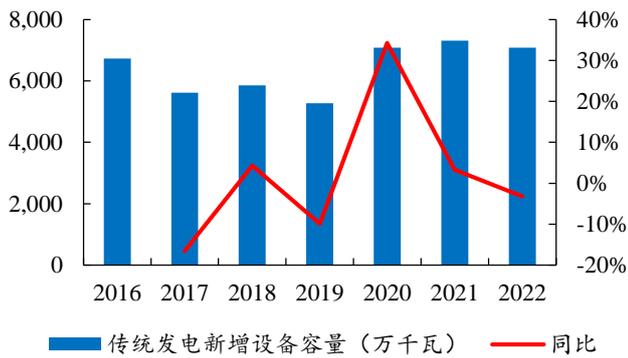
图23：2022 年发电新增设备容量同比增长 13.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2022 年风电、太阳能发电新增装机占比 63%


数据来源：Wind、开源证券研究所

具体来看，2022 年传统发电新增装机容量 7086 万千瓦，同比下降 3.2%，其中火电、水电和核电分别-3.4%、+1.6%和-32.9%；新能源发电新增装机容量 12504 万千瓦，其中风电和太阳能发电（光伏+太阳能）分别-20.9%和+59.1%。

图25：2022年传统发电新增设备容量同比下降3.2%


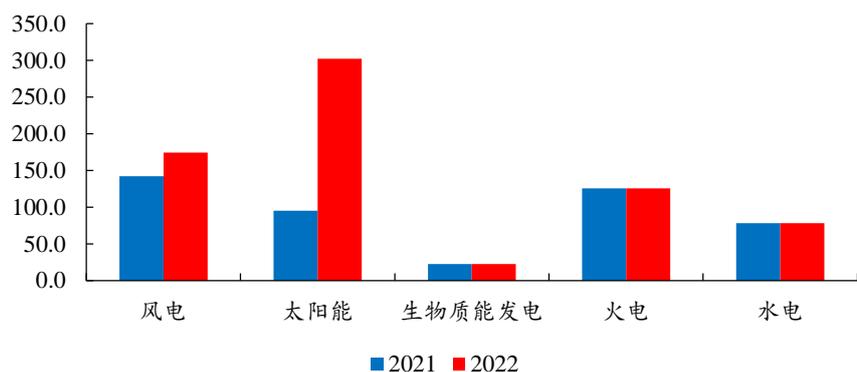
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2022年新能源发电新增设备容量同比增长22.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、加大新能源投资力度，并网容量保持增长

公司能源投资运营业务主要包括传统能源和新能源及综合智慧能源。公司在电力领域工程开发承建拥有完整产业链，形成了强大的全生命周期投建营一体化发展能力。新能源及综合智慧能源领域，公司在碳达峰、碳中和目标下，加大了在新能源投资业务的市场开发和资源投入力度，2022年获取新能源投资指标1624万千瓦，新增并网风光新能源控股装机容量238.9万千瓦。传统能源领域，公司发挥电力建设全产业链优势，大力推进抽水蓄能业务发展，连获湖北蕲春等4个国家“十四五”规划项目投资开发权，总装机容量790万千瓦。截至2022年末，公司发电控股装机容量为702.4万千瓦，其中太阳能302.1万千瓦、风电174.2万千瓦、生物质发电22.4万千瓦、火电125.5万千瓦、水电78.3万千瓦。

图27：公司2022年新能源发电装机容量显著提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在《践行碳达峰、碳中和“30·60”战略目标行动方案(白皮书)》发布，提出到2025年，控股新能源装机力争达到20GW以上。截至2022年底，公司新能源并网装机容量4.99GW，我们认为公司通过投资、设计、建设、运营一体化，规模扩张后建设及运营成本降低，运营收入及盈利水平有望实现双增长。

公司近两年新能源发电装机规模发展较快，2022年新增风电和太阳能发电装机

规模 238.9 万千瓦，占比风光发电累计装机规模超过 50%。公司新能源发电整体装机规模较头部电力公司仍有差距，但 2022 年新增装机规模占比较高，获取新能源投资指标超 1600 万千瓦，我们看好公司未来凭借工程建筑优势，新能源电力装机规模不断提升。

表4：公司 2022 年新增风电装机规模占比风光发电累计规模超 50%（万千瓦）

公司	风光发电累计装机规模	风电累计	太阳能累计	2022 年风光发电新增装机规模	风电新增	太阳能新增	新增规模占比
华能国际	1990.4	1362.8	627.6	605.8	309.3	296.5	30.4%
国电电力	1058.9	745.9	313.0	315.3	38.9	276.4	29.8%
中国电建	1036.8	764.4	272.4	263.2	136.0	127.2	25.4%
中国能建	476.3	174.2	302.1	238.9	32.1	206.8	50.2%
大唐发电	820.5	541.7	278.9	122.2	33.8	88.4	14.9%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、设计咨询业务快速增长，工业制造规模稳定

4.1、设计咨询业务收入及新签合同保持增长

公司电力勘测设计及咨询业务经营主体主要为中国电力工程顾问集团有限公司。公司主要为国内外大型发电项目（涵盖所有主要电源）及电网项目提供勘测设计服务。此外公司还提供广泛的咨询服务，包括电力行业政策咨询、电力项目估算、评估及监理等。公司在能源电力领域产业政策和发展规划研究，百万千瓦级超超临界机组、三代核电常规岛、清洁燃煤发电、特高压交直流和 GIL 综合管廊输变电、柔性交直流输电、海上风电、太阳能热发电等勘察设计技术领域具有国际领先优势。

公司勘测设计及咨询业务收入主要来自对国内外发电及电网项目提供勘测设计服务，对电力产业政策以及电力项目测试、评估及监理服务提供广泛的咨询服务。公司 2022 年设计咨询业务实现营业收入 174.62 亿元，同比增长 18.29%，近五年均保持增长；设计咨询业务新签合同 143.1 亿元，同比增长 20.1%，保持快速增长趋势。

图28：公司 2022 年设计咨询收入同比增长 18.3%

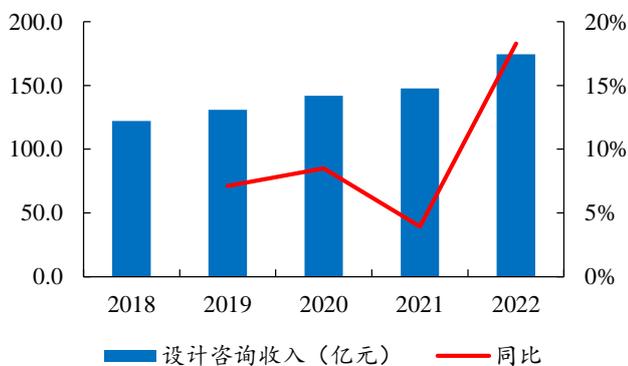
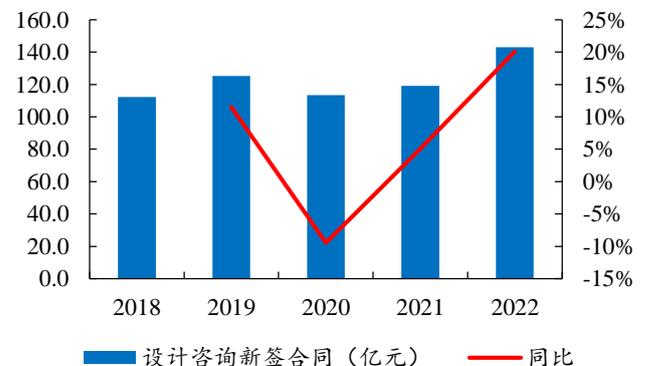


图29：公司 2022 年设计咨询新签合同额同比增长 20.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

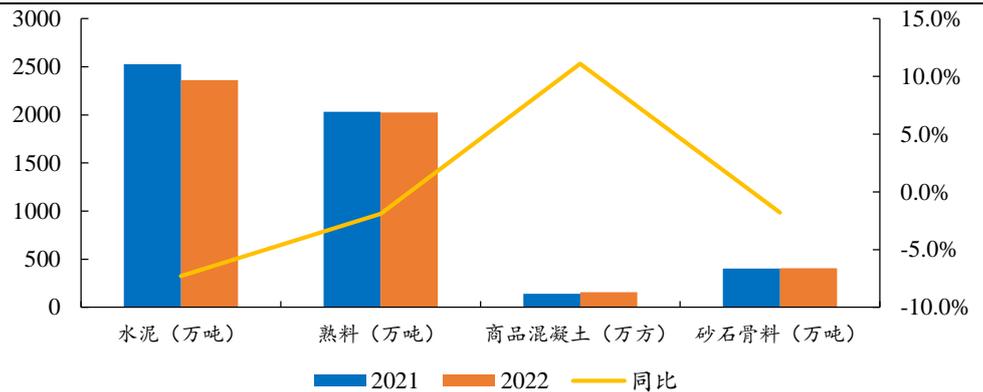
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、建材产量有所下降，拆分易普力重组上市

公司工业制造业务主要包括建材、民用爆破及装备制造等。

建材领域，公司建材板块主要包括水泥和砂石骨料的生产销售，下属葛洲坝集团水泥有限公司是国家重点支持的60家大型水泥企业（集团）之一，全国首批两化融合促进节能减排试点示范企业。2022年公司水泥产量2359.4万吨，同比下降7.3%；熟料产量2024.6万吨，同比下降1.9%；商品混凝土产销157.2万方，同比增长11.1%；砂石骨料产量407万吨，同比下降1.8%。

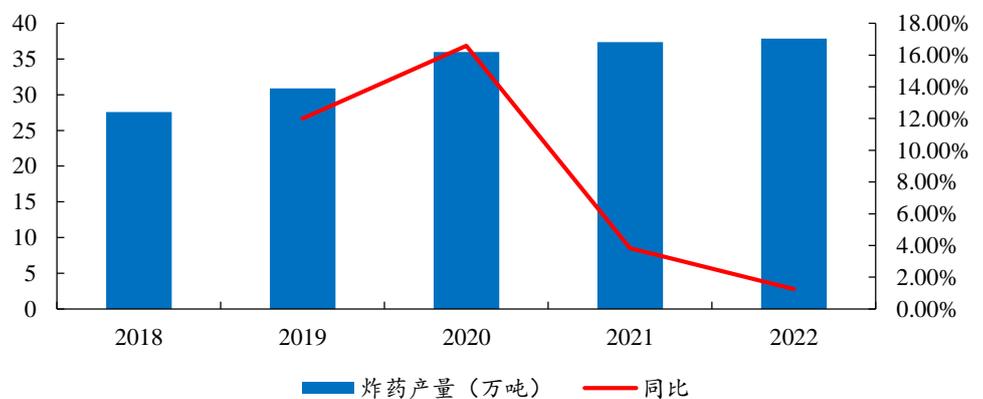
图30：公司2022年水泥和熟料产量有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

民用爆破领域，公司在国家重点能源工程、基础建设工程和大型矿山开采等工程项目持续推广民爆一体化服务模式，拥有引领行业的现场混装炸药一体化应用技术。公司民用爆破业务主要依托下属葛洲坝集团易普力股份有限公司进行，通过并购方式控股了重庆、湖北、湖南、四川、宁夏和山东等地的部分民用爆破企业，促使民用爆破业务迅速发展。2022年，公司积极推进绿色矿山建设，促进民爆产业清洁低碳化发展，实现营业收入55.6亿元，同比增长2.66%，工业炸药销量37.85万吨，同比增长1.26%。近年来国家对民用爆破行业的监管力度不断加大，行业准入门槛不断提高，也为公司民用爆破业务的发展提供了良好的外部环境。

图31：公司2022年炸药产量同比增长1.26%

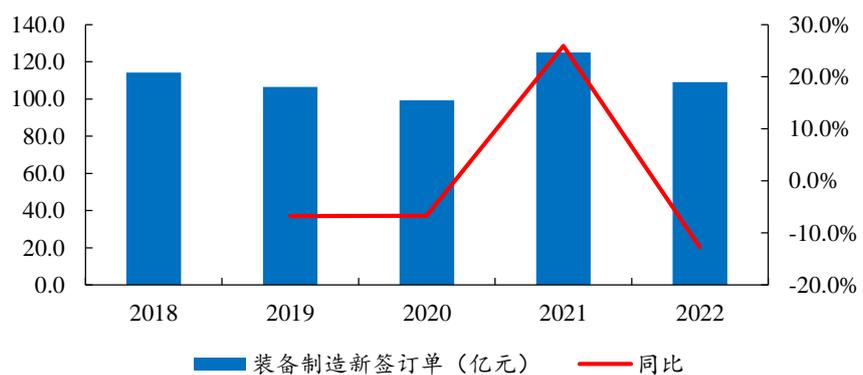


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2023年7月6日，易普力在深交所举行重组上市暨更名仪式，公司曾公告拟分拆所属子公司易普力重组上市，方案为南岭民爆向易普力股东中的葛洲坝、攀钢矿业及23名自然人发行股份购买其所持易普力66879万股股份(约占易普力总股本的95.54%)，并向不超过35名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，进而实现分拆易普力重组上市。分拆完成后，中国能建成为南岭民爆的间接控股股东，进一步实现民爆领域的业务聚焦，增强融资能力，提升公司民爆业务的盈利能力和综合竞争力。

装备制造领域，公司依托全产业链技术背景，以高端专业产品制造与专有技术研发为方向，拥有一批具有一定技术及市场优势的电站辅机和电网传统产品。公司是国内最大的电站辅机供应商，具有为大型电站提供全套设备的综合服务能力，主要通过中国能建集团装备有限公司开展业务。2022年，扣除内部要求协同后，装备制造新签合同额109.1亿元，同比下降12.7%。

图32：公司2022年装备制造新签订单金额同比下降12.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、地产开发销售规模下降，土储分布于高能级城市

公司房地产开发业务经营主体中能建城市投资发展有限公司成立于2004年，是国务院国资委首批确定以房地产为主业的16家央企之一，拥有房地产一级开发资质。公司深耕一线和核心二线城市，布局具有发展潜力的三线城市，定位高品质地产，确立了国府系、府系、公馆系和蘭园系四大产品系列，同时经营核心一二线城市的商办和文旅资产。

表5：公司2022年新签新能源项目覆盖海内外多种发电类型建设

开发运营业态	代表项目
精品住宅	北京西三环丽泽墅、上海虹桥紫郡公馆、杭州中杭府、广州紫郡府、南京长江尊邸、南京长江华府、南京上鼓中心、武汉紫郡蘭园
城市综合体	中能建新能源生态城、南沙国际金融论坛永久会址、北京京杭广场
旅游地产	海南土福湾嘉佩乐度假酒店
高端写字楼	武汉国际中心、合肥国际中心、中国能建大厦、新疆葛洲坝大厦

资料来源：中能建城市投资发展有限公司官网、开源证券研究所

图33：公司住宅开发以一二线核心城市高端项目为主



公司最高规格产品系-北京丽泽墅



5G科技体系首个高端项目-上海虹桥紫郡公馆



住宅产品线中最高级别作品-合肥中和府



南京河西青奥核心板块-南京长江尊邸

资料来源：中能建城市投资发展有限公司官网、开源证券研究所

图34：公司非住宅业态种类多样资产优质



雄安新区枢纽片区-中能建·新能源生态城



广州横沥岛尖-南沙国际金融论坛(IFF)永久会址



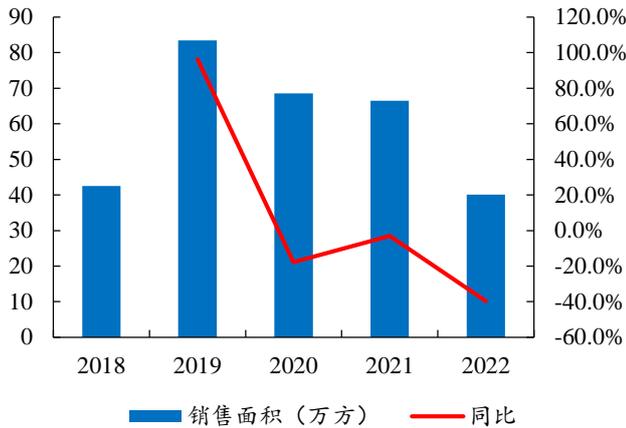
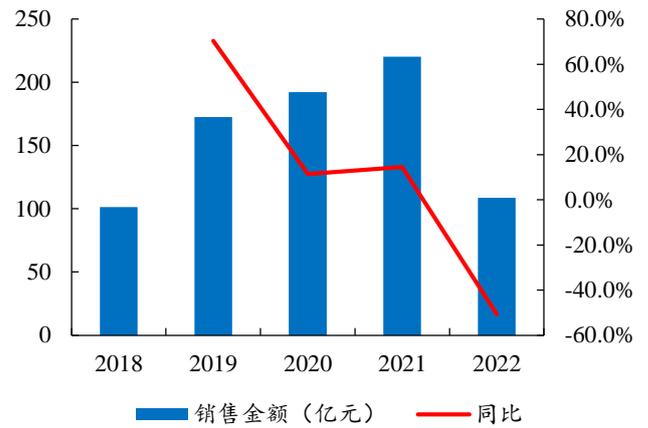
海棠湾土福片区公寓别墅酒店综合体-海棠福湾



北京朝阳区西大望路CBD核心商圈-中国能建大厦

资料来源：中能建城市投资发展有限公司官网、开源证券研究所

公司 2018-2021 年销售金额实现连续增长，2022 年受行业销售下行影响，实现销售面积 40.09 万平方米，销售合同签约金额 108.67 亿元，分别同比下降 39.7% 和 50.7%。截至 2022 年末，公司已开盘可供销售面积为 54.70 万平方米。

图35：公司 2022 年房地产销售面积同比下降 39.7%

图36：公司 2022 年房地产销售金额同比下降 50.7%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

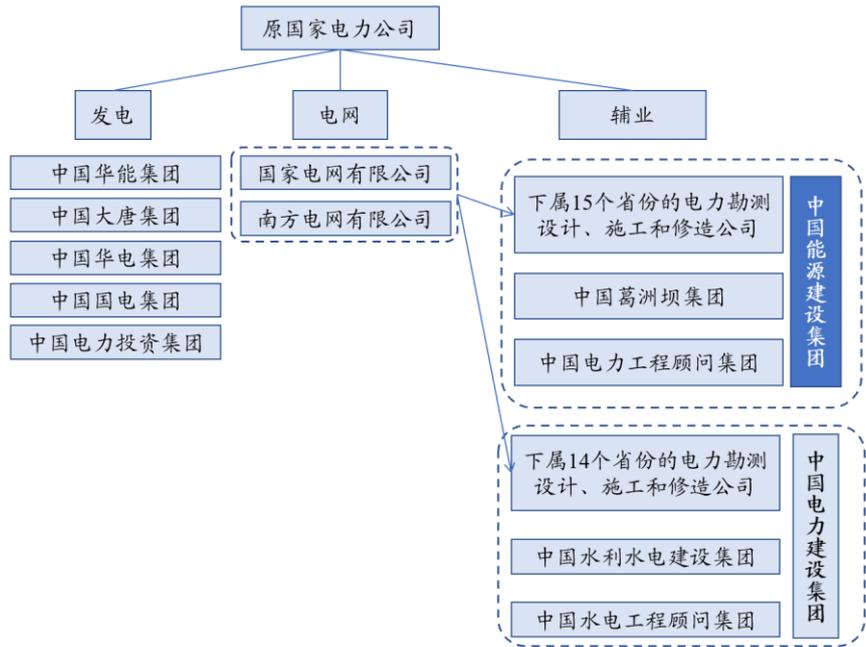
2022 年，公司推进拿地模式创新，将城市更新作为主攻方向，借力集团资源，成功拓展片区开发、一二级联动、棚改等业务，落地广州南沙金融岛、山东烟台、昆明五华、长沙天心以及雄安等大型综合项目。

5、股东及管理层背景强大，拟定增实现规模扩张

5.1、控股股东设立于电网主辅业分离改革

公司控股股东中国能源建设集团有限公司设立于 2011 年 9 月 29 日。其前身与 2011 年电网主辅分离改革紧密相关，集团大部分子公司前身可追溯到 1950 年代。根据 2002 年《国务院关于印发电力体制改革方案的通知》等文件精神，将国家电网公司、南方电网公司的省级（区域）电网企业所属的勘测设计企业、火电施工企业、水电施工企业和修造企业等辅业单位进行剥离。与中国水利水电建设集团、中国水电工程顾问集团、中国葛洲坝集团和中国电力工程顾问集团四家中央电力设计施工企业进行重组和调整，最终分为中国电力建设集团有限公司和中国能源建设集团有限公司。

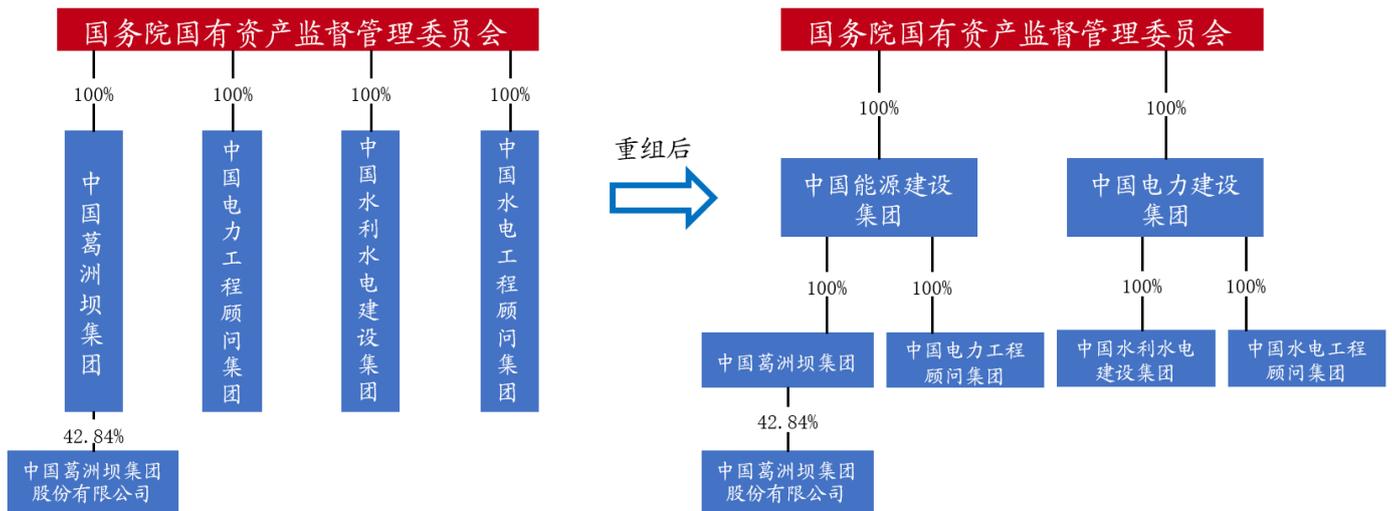
图37：原国家电网改革重组分为中国电力建设集团和中国能源建设集团



资料来源：国务院国有资产监督管理委员会、开源证券研究所

2011年电网主辅业分离后，中国葛洲坝集团、中国电力工程顾问集团和两大电网公司下属的15个省份的电力勘测涉及、施工和修造公司成为中国能源建设集团的全资子公司。四大辅业集团分别归属于中国能源建设集团和中国电力建设集团，由该两大建设集团履行出资人职责。

图38：重组后葛洲坝集团成为中国能源建设集团的全资子公司



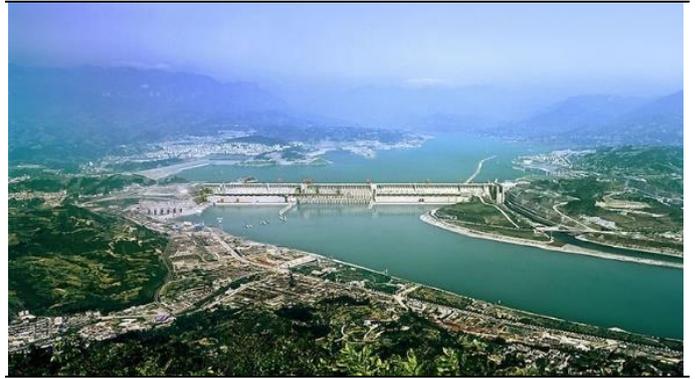
资料来源：Wind、国务院国有资产监督管理委员会、开源证券研究所

葛洲坝集团的前身是三三零工程指挥部，1997年资产重组后，以社会募集方式

设立葛洲坝股份有限公司，并于1997年5月在上海证券交易所上网发行社会公众股并挂牌交易。2007年，葛洲坝股份有限公司吸收合并中国葛洲坝水利水电工程集团，成功实现了集团公司主业资产整体上市。葛洲坝集团是大型基础设施投资建设领域的“国家队”，是水利水电建设的“全球名片”，创造了5000余项精品工程和100多项世界之最，参与建设了葛洲坝工程、三峡工程、白鹤滩水电站等知名国家战略工程。

图39：葛洲坝集团参与建设了葛洲坝工程


资料来源：中国葛洲坝集团官网

图40：葛洲坝集团参与建设了三峡工程


资料来源：中国葛洲坝集团官网

葛洲坝集团业务范围涵盖工程建设、工业制造、投资运营和综合服务。工程建设方面，葛洲坝在国内外均有布局。国内主要模式为PPP和施工总承包等，国际项目主要模式为施工总承包和EPC等。项目类型主要涉及公路、水利水电、房建、铁路、市政、水务、环境治理、城市地下综合体、港口与航道等。工业制造方面，涵盖水泥生产、民用爆破、环保、高端装备制造。投资运营方面，业务主要包括房地产业务、公路投资运营业务、水务业务等。

5.2、管理层在电力系统具备丰富经验，绝大多数高管长期供职于集团

公司非独立董事中，半数具备建设施工领域经验。其中，董事长宋海良先生曾任中国交通建设集团总经理，公司总经理孙洪水先生曾任中国电力建设集团总经理。7名高级管理人员中，有5名加入集团超过30年。凭借丰富的企业经验和专业知识，公司管理层在施工建设方面积累了丰富的经验。

表6：公司管理层在电力系统具有丰富经验

姓名	职位	加入集团时间
宋海良	执行董事、董事长、中国能源建设集团董事长	2020年
孙洪水	执行董事、副董事长、总经理、中国能源建设集团董事、总经理	2020年
马明伟	执行董事、中国能源建设集团有限公司工会主席	2019年
李树雷	非执行董事	2021年
刘学诗	非执行董事	2017年
司欣波	非执行董事	2017年

姓名	职位	加入集团时间
和建生	监事会主席	1983年
吴道专	监事、审计部总经理	1986年
阚震	职工代表监事、党群工作部主任	1983年
毛凤福	监事,兼任公司专职派出董事和专职派出监事	1987年
吕世森	监事,兼任电力规划总院有限公司党委副书记、纪委书记	1989年
吴春利	副总经理	1985年
周厚贵	副总经理	1982年
吴云	副总经理	1986年
陈晓华	副总经理	1996年
李丽娜	总会计师	2021年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5.3、拟定增募资 150 亿元，投向优质新能源项目

2022年10月，公司发布关于筹划非公开发行股票的提示性公告，拟将募集资金用于以新能源为主的新型综合能源项目，包括光伏、风电、氢能、储能等新能源一体化、专业化项目，新能源工程施工项目、新能源重大装备采购，以及生态环境治理、新型基础设施等项目。根据非公开发行 A 股股票预案，公司募集总额不超过 150 亿元(含发行费用)，发行数量不超过 83.38 亿股，拟将募集资金用于 4 个投资项目、1 个工程项目及补充流动资金。

表7：公司拟将募集资金用于 4 个投资项目、1 个工程项目及补充流动资金

项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
中能建哈密“光(热)储”多能互补一体化绿电示范项目	80.82	30
甘肃庆阳“东数西算”源网荷储一体化智慧零碳大数据产业园示范项目	41.81	15
中国能源建设集团浙江火电建设有限公司光热+光伏一体化项目	61.12	30
湖北应城 300MW 级压缩空气储能电站示范项目	18.37	5
乌兹别克斯坦巴什和赞克尔迪风电项目	67.68	25
补充流动资金	45	45

资料来源：公司公告、开源证券研究所

在国家大力推进双碳目标实现、鼓励发展“风光水火储一体化”和“源网荷储一体化”项目建设的大背景下，能源需求及能源建设需求保持强劲势头，公司拟将募集资金用于新能源投资及建设项目，符合国家可持续发展的战略，有利于发展和推动光伏发电设备、光热发电产业建设。同时公司建筑工程施工项目开发及运营的前期资金投入量大、开发周期和投资回收期长，必须有充足的流动资金以维持项目运转并满足公司业务不断发展的需要。我们认为此次定增项目完成，将有利于改善中国能建的财务结构，降低财务风险，提高公司抗风险能力。

6、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分为勘测设计及咨询、工程建设、工业制造、投资运营和其他五个部分进行盈利预测。

(1) 勘测设计及咨询

公司勘测设计及咨询业务收入主要来自对国内外发电及电网项目提供勘测设计服务，对电力产业政策以及电力项目测试、评估及监理服务提供广泛的咨询服务。公司设计咨询业务营收近五年均保持增长，2022 年设计咨询业务新签合同同比增长 20.1%。在新签合同金额保持增长的情况下，我们预计 2023-2025 年公司勘测设计及咨询收入增速分别为 15%、12%、10%，毛利率维持在 40% 水平。

(2) 工程建设

公司工程建设业务主要包括境内外新能源及综合智慧能源、传统能源、城市建设、综合交通和其他工程建设业务。公司工程建设 2022 年工程建设业务收入同比增长 14.4%，连续三年涨幅超 14%；2021 和 2022 年新签合同金额分别同比增长 43.9% 和 23.7%。在新签订单高速增长预期下，我们预计 2023-2025 年公司工程建设收入增速分别为 20%、20%、15%。我们预测公司工程建设业务盈利水平将保持短暂承压后气温回升态势，预计 2023-2025 年公司工程建设毛利率分别为 7.6%、7.8%、8.0%。

(3) 工业制造

公司工业制造业务主要包括建材、民用爆破及装备制造等，其中建材板块 2022 年受房地产行业不景气影响，水泥、熟料和砂石骨料产量有所下降，毛利率水平跟随建材价格波动；民用爆破领域，公司通过易普力并购扩张，持续推进绿色矿山建设，具有一定区域垄断地位；装备制造领域，公司是国内最大的电站辅机供应商，具有为大型电站提供全套设备的综合服务能力。总体来看，我们认为公司在工业制造领域覆盖面广泛，具有一定技术优势，各项业务保持平稳发展，我们预计公司 2023-2025 年工业制造业务收入增速均为 5%；毛利率逐步企稳修复，预计 2023-2025 年公司工业制造毛利率分别为 19%、20%、21%。

(4) 投资运营

公司投资运营业务主要分为能源发电、房地产开发运营、环保水务及交通领域等。公司 2022 年风电及太阳能发电装机保持增长，获取新能源投资指标超 1600 万千瓦，我们看好公司未来凭借工程建筑优势，新能源电力装机规模不断提升。公司房地产开发业务深耕一二线，多元化拓储能力优秀，土地储备较充足，预计结算收入将保持增长。同时我们认为公司环保水务和高速公路运营也将保持稳中有升发展趋势，在装机规模迅速扩张和地产结算收入预期增长情况下，我们预计 2023-2025 年投资运营业务收入增速分别为 25%、20%、20%，毛利率分别为 25%、28%、30%。

(5) 其他业务

公司其他业务主要包括公司其他业务包括软件与信息化服务、物流贸易、租赁和商务服务等业务。我们认为在公司业务正常推进的情况下，2023-2025 年其他业务收入增速将保持在 10%，毛利率维持在 27%。

表8：我们预计公司 2023-2025 年营业收入将保持增长

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2703.3	3223.2	3663.9	4377.7	5209.6	5983.2
yoy		19.2%	13.7%	19.5%	19.0%	14.9%
勘测设计及咨询	142.0	147.6	174.6	200.8	224.9	247.4
yoy		3.9%	18.3%	15%	12%	10%
工程建设	2120.7	2639.2	3020.6	3624.7	4349.6	5002.0
yoy		24.5%	14.4%	20%	20%	15%
工业制造	242.5	282.5	275.1	288.9	303.3	318.5
yoy		16.5%	-2.6%	5%	5%	5%
投资运营	270.0	272.6	336.0	419.9	503.9	604.7
yoy		1.0%	23.3%	25%	20%	20%
其他	58.1	63.5	82.5	90.7	99.8	109.8
分部抵消	-130.0	-182.3	-224.8	-247.3	-272.0	-299.2
毛利率	13.6%	13.2%	12.4%	12.2%	12.5%	12.9%
勘测设计及咨询	35.0%	35.4%	41.5%	40%	40%	40%
工程建设	8.8%	8.5%	7.7%	7.6%	7.8%	8.0%
工业制造	28.6%	23.7%	17.7%	19%	20%	21%
投资运营	20.2%	27.1%	25.3%	25%	28%	30%
其他	26.9%	20.2%	26.5%	27%	27%	27%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取建筑业八大央企中和公司业务相近的中国交建、中国电建和中国核建以及国家能源集团旗下核心常规能源发电业务上市平台国电电力进行估值比较，中国能建 2023-2024 年估值高于可比公司，2025 年估值与可比公司持平。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 95.2、124.3、152.6 亿元，对应 EPS 为 0.23、0.30、0.37 元，当前股价对应 PE 为 10.4、8.0、6.5 倍。中国能建致力于为全球能源电力、基础设施等行业提供综合性服务，主营业务覆盖广泛，拥有较完整的产业链。公司在能源建设行业地位显著，新签工程建设合同额保持增长，新能源发电装机规模迅速提升，在全产业链一体化优势下，各项业务发展稳健，盈利水平保持稳定，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：公司 2023 年估值水平高于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601800.SH	中国交建	未评级	1,515.5	191.0	214.8	238.6	264.7	7.9	7.1	6.4	5.7
601669.SH	中国电建	未评级	1,006.0	114.4	131.5	154.9	186.7	8.8	7.7	6.5	5.4
601611.SH	中国核建	未评级	254.5	17.5	21.0	26.2	31.7	14.5	12.1	9.7	8.0
600795.SH	国电电力	未评级	676.0	28.2	70.4	84.4	96.3	23.9	9.6	8.0	7.0
								13.8	9.1	7.6	6.5
601868.SH	中国能建	买入	988.1	78.1	95.2	124.3	152.6	12.7	10.4	8.0	6.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、中国能建盈利预测与估值来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2023 年 7 月 10 日。

7、风险提示

基建投资不及预期、新能源装机规模增长不及预期、工程建设新签订单不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	309936	378753	428589	517109	570319
现金	58299	73104	86259	102394	115773
应收票据及应收账款	65538	80186	98440	110891	127523
其他应收款	18359	24964	28847	33107	37001
预付账款	28462	30343	41244	43149	54231
存货	58609	61381	92176	83878	120891
其他流动资产	80668	108775	81625	143689	114899
非流动资产	218927	285598	318079	351015	381499
长期投资	38303	40697	47315	53625	59682
固定资产	39639	42935	53122	64073	73150
无形资产	68143	67869	74558	81728	90565
其他非流动资产	72842	134098	143084	151589	158102
资产总计	528863	664351	746669	868124	951818
流动负债	270522	341558	425394	546319	631082
短期借款	15772	25550	72015	132660	199077
应付票据及应付账款	136999	181042	177995	248356	240139
其他流动负债	117751	134966	175384	165303	191866
非流动负债	108607	155307	139602	121465	98415
长期借款	95911	141924	126224	107770	84533
其他非流动负债	12696	13383	13378	13695	13882
负债合计	379129	496865	564995	667784	729497
少数股东权益	55535	65593	71309	78046	85384
股本	41691	41691	41691	41691	41691
资本公积	16731	16839	16839	16839	16839
留存收益	25705	32199	45313	61852	81332
归属母公司股东权益	94199	101894	110365	122294	136938
负债和股东权益	528863	664351	746669	868124	951818

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8844	7934	10956	15433	13539
净利润	9598	10407	15238	19164	22602
折旧摊销	4409	6164	6341	7800	9377
财务费用	3673	4616	5133	5799	7949
投资损失	-472	-997	-1361	-847	-919
营运资金变动	-9895	-14588	-12273	-13498	-22290
其他经营现金流	1533	2333	-2122	-2985	-3180
投资活动现金流	-18653	-49026	-36526	-38786	-37855
资本支出	14043	19983	26324	28332	27413
长期投资	-8741	-31271	-6618	-6309	-6057
其他投资现金流	4131	2228	-3583	-4144	-4385
筹资活动现金流	12324	52324	-6463	-19815	-27314
短期借款	4349	9777	46466	60645	66417
长期借款	22940	46013	-15700	-18453	-23237
普通股增加	11671	0	0	0	0
资本公积增加	8625	108	0	0	0
其他筹资现金流	-35262	-3574	-37229	-62006	-70494
现金净增加额	2343	11797	-32033	-43168	-51630

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	322319	366393	437775	520956	598322
营业成本	279910	320891	384214	455663	521168
营业税金及附加	1437	1703	2404	2718	2964
营业费用	1667	1687	2221	2579	2918
管理费用	12747	13722	16854	19783	22878
研发费用	8789	10442	12207	14686	16776
财务费用	3673	4616	5133	5799	7949
资产减值损失	-859	-1483	-1772	-2109	-2422
其他收益	1044	1154	1219	1175	1148
公允价值变动收益	8	71	173	206	115
投资净收益	472	997	1361	847	919
资产处置收益	810	717	507	617	663
营业利润	14576	13749	20962	26562	31031
营业外收入	332	324	385	326	342
营业外支出	1857	398	798	949	1000
利润总额	13050	13675	20550	25939	30372
所得税	3453	3268	5312	6775	7770
净利润	9598	10407	15238	19164	22602
少数股东损益	3093	2597	5716	6737	7338
归属母公司净利润	6504	7809	9522	12427	15265
EBITDA	22996	28561	32550	41635	50367
EPS(元)	0.16	0.19	0.23	0.30	0.37

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.2	13.7	19.5	19.0	14.9
营业利润(%)	16.4	-5.7	52.5	26.7	16.8
归属于母公司净利润(%)	39.3	20.1	21.9	30.5	22.8
获利能力					
毛利率(%)	13.2	12.4	12.2	12.5	12.9
净利率(%)	2.0	2.1	2.2	2.4	2.6
ROE(%)	6.4	6.2	8.4	9.6	10.2
ROIC(%)	6.1	5.7	5.6	6.1	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	71.7	74.8	75.7	76.9	76.6
净负债比率(%)	46.9	72.6	84.3	91.1	96.8
流动比率	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.0	5.6	5.5	5.7	5.7
应付账款周转率	2.5	2.2	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.19	0.23	0.30	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.19	0.26	0.37	0.32
每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.22	2.42	2.71	3.06
估值比率					
P/E	15.2	12.7	10.4	8.0	6.5
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.6	9.9	9.8	8.6	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn