

中国电建 (601669)

水电建设龙头，储能及清洁能源运营迎发展机遇

全球水电建设龙头，抽水蓄能等储能建设业绩丰富，多元化转型有成效

中国电建是全球水电建设排头兵，产业链一体化能力及业绩等方面有明显优势。水电外，公司是我国风电、光伏（热）建设技术标准及规程规范的主要编修单位，亦是我国风电、光伏发电业务重要发起/推动/实施者。公司在国内抽水蓄能（现阶段储能项目主要形式）规划设计及建设市场占据主导地位（国内规划设计份额约 90%、建设份额约 80%）。工程领域在水利水电工程（含抽水蓄能）外，近年水环境治理、基础设施建设业务发展节奏较快。此外，电力投资及运营、绿色建材等业务亦蓬勃发展，多元化转型有成效。15 年以来公司收入增速稳定于 10%以上，其中工程承包占比超 80%。近年新签合同额延续较快增长，在手合同储备充足，近年订单收入转化节奏持续加快。

电力投资与运营业务发展或提速，资产负债表蕴含扩张空间支撑投资需求作为工程业务的重要产业链延伸，公司近年持续推进清洁能源为核心的电力投资与运营业务发展，效果开始逐步显现。截止 20 年底，公司累计控股投运发电装机规模超 16GW，其中风光水电占比超 80%；20 年该业务收入同增 11%至 189 亿，15-20 年收入 CAGR 超 20%。资产结构优化，盈利能力稳步提升，20 年该业务利润总额/收入大幅提升 3.1pct 至 13.2%，利润总额占公司整体比例达 15.4%。公司发展战略层面强调加快发展可再生能源业务，中国电建近期印发的公司新能源投资业务指导意见明确“十四五”期间新增控股投产风光装机容量目标 30-48.5GW，中值对应 25 年末公司累计控股投运风光装机规模达 46.1GW，20-25 年 CAGR 高达 47%。同时 21 年计划投资额较 20 年亦有大幅增长，“十四五”电力投资与运营业务发展或提速。

21H1 9 只基础设施公募 REITs 上市标志着我国公募 REITs 市场建设进入新时代，为基础设施资产持有方提供较好退出渠道。电建体内沉淀较多高速公路特许经营资产，公司可通过将特许经营资产 REITs 化实现资产有效盘活，进而有效打开资产负债表扩张空间，支撑后续电力投资及运营业务新增投资需求。此外，建筑央企降负债或告一段落，资产负债率继续下降压力或明显减弱，对电建等新增投资支出抑制或边际减弱。

分部估值给予 21 年目标市值 1,045 亿，首次覆盖予“买入”评级

我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 91/106/119 亿，YoY 分别为 13.8%/16.1%/12.6%（其中预计电力投资及运营 21-23 年归母净利润 25/29/34 亿）。我们采用分部估值法，水电及风光系能源规划设计建设等产业链一体化优势地位明显，且抽水蓄能等储能领域公司龙头地位明显，下游需求较优，认可给予 21 年 9x 目标 PE，对应目标市值 595 亿（预计 21 年该业务归母净利润 66 亿）；电力投资及运营业务清洁能源占比高，预计“十四五”公司投资保持强度，清洁能源占比及新能源占比进一步提升可期，认可给予 21 年 18x 目标 PE，对应目标市值 450 亿。综合我们给予公司 21 年目标市值 1,045 亿，对应公司 21 年 PE 11.5x，对应目标价 6.83 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

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、公司近期股票交易存在异动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	348,477.74	401,955.48	451,278.55	523,585.46	588,507.19
增长率(%)	18.02	15.35	12.27	16.02	12.40
EBITDA(百万元)	45,426.55	57,769.91	38,961.25	44,525.00	49,259.85
净利润(百万元)	7,239.37	7,987.17	9,089.39	10,554.28	11,886.27
增长率(%)	(5.92)	10.33	13.80	16.12	12.62
EPS(元/股)	0.47	0.52	0.59	0.69	0.78
市盈率(P/E)	11.73	10.63	9.34	8.05	7.14
市净率(P/B)	0.79	0.72	0.84	0.77	0.71
市销率(P/S)	0.24	0.21	0.19	0.16	0.14
EV/EBITDA	4.92	4.25	7.85	7.61	7.11

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（首次评级）
当前价格	5.55 元
目标价格	6.83 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	15,299.04
流通 A 股股本(百万股)	11,144.40
A 股总市值(百万元)	84,909.64
流通 A 股市值(百万元)	61,851.43
每股净资产(元)	6.21
资产负债率(%)	75.68
一年内最高/最低(元)	5.90/3.57

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

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国电建-年报点评报告:期间费用率保持稳定，经营现金流净额大幅增加》2019-04-30
- 《中国电建-公司点评:订单增速持续回暖，股票回购彰显信心》2019-01-02
- 《中国电建-半年报点评:境外业务毛利率提升，水环境业务订单大幅增长》2018-09-01

内容目录

1. 全球水电建设龙头，多元化转型有成效，储能业绩有亮点	4
2. 战略性重视发展清洁能源电力运营，“十四五”发展或提速	8
3. 基建公募 REITs 推进，或助公司打开资产负债表扩张空间	10
4. 盈利预测与投资建议	13
5. 风险提示	15
6. 附录：公司近年新签重要水风光电清洁能源合同梳理	16

图表目录

图 1：公司简要发展历程	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：公司业务简要图示	5
图 4：公司参与规划设计建设的抽水蓄能代表项目	5
图 5：公司近年收入及增速	6
图 6：公司近年归母净利及增速	6
图 7：公司近年收入结构	6
图 8：公司近年综合毛利率及分部业务毛利率	6
图 9：公司近年工程承包业务收入结构	7
图 10：公司工程承包业务整体及各主要业务近年毛利率	7
图 11：公司近年新签订单合同额及增速	7
图 12：公司近年国内新签合同额占比	7
图 13：主要业务新签合同额占比	7
图 14：公司近年期末存量合同金额及与同期收入比例	7
图 15：公司电力运营业务累计投运控股装机容量	8
图 16：公司电力运营资产业务资产总额近年变化	8
图 17：公司近年完成投资额情况及占年度投资计划比例	8
图 18：公司持有电力运营资产结构近年变化	8
图 19：公司近年电力投资与运营业务收入情况	9
图 20：公司近年电力投资与运营业务利润总额及变化	9
图 21：公司近年电力投资与运营业务利润率情况	9
图 22：公司近年电力投资与运营业务资产负债率变化	9
图 23：公司近年电力投资与运营业务减值损失情况	9
图 24：公司电力投资与运营业务收入占比及利润总额占比变化	9
图 25：中国电建近年非流动资产占比 vs 其他建筑央企	11
图 26：中国电建非流动资产中固定资产占比变化(vs 其他建筑央企)	11
图 27：中国电建非流动资产中无形资产占比变化(vs 其他建筑央企)	11
图 28：中国电建及其他建筑央企 20 年资产结构比较	11

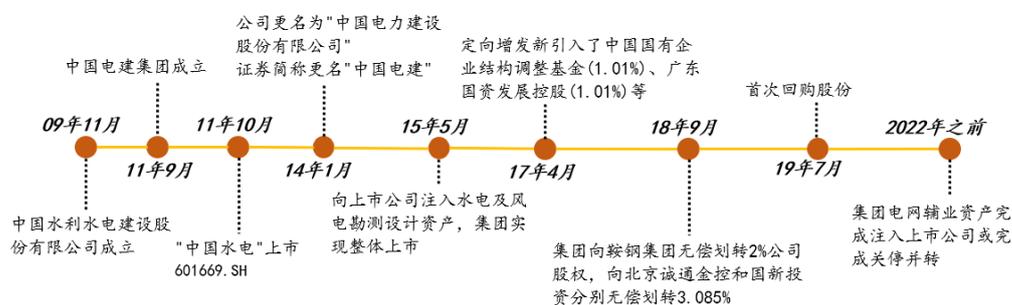
图 29: 中国电建无形资产中特许权占比变化	11
图 30: 中国电建 18 年末主要特许权	11
图 31: 中国电建近年资产负债率 vs 其他建筑央企	12
图 32: 中国电建近年 ROE vs 其他建筑央企	12
表 1: 投资类项目会计处理	10
表 2: 首批上市的 9 只 REITs 项目梳理	12
表 3: 公司业绩拆分及盈利预测表	13
表 4: 主要业务分部盈利预测	14
表 5: 可比公司估值情况	15
表 6: 18 年以来公司水电 (含抽水蓄能电站) 建设新签合同梳理	16
表 7: 18 年以来公司风电项目 (含空气储能) 建设新签合同梳理	17
表 8: 18 年以来公司光伏项目 (含光伏参与的能源互补及储能项目) 建设新签合同梳理	18

1. 全球水电建设龙头，多元化转型有成效，储能业绩有亮点

水电建设一体化全球龙头，水风光等清洁能源领域具有规划先行及产业链一体化优势。中国电力建设股份有限公司（后文简称中国电建）于11年10月在上交所上市（601669.SH）。15年中国电建通过定向增发股份的方式收购中国电力建设集团有限公司（以下简称电建集团）旗下的水电、风电勘察设计等资产，央企电建集团实现整体上市。公司是全球特大型综合建设集团之一，拥有十八个全资水利水电专业工程局和八大工程勘测设计院。公司核心业务是工程承包和勘察设计，其中水利水电规划设计、施工管理、技术水平达到世界一流，水利电力建设一体化能力（规划、设计、施工等）和业绩居全球第一。据公司20年年报，公司承担了国内大中型水电站65%以上的建设任务、80%以上的规划设计任务、占有全球50%以上大中型水利水电建设市场份额，是我国水利水电、风电、光伏（热）建设技术标准及规程规范的主要编制修订单位。公司在能源电力领域（尤其是清洁能源）具有规划先行（承担我国65%以上风力发电和太阳能发电工程的规划设计任务）和产业链一体化优势，是我国风力发电、光伏发电业务重要发起者、推动者和实施者。近年公司在水环境治理、基础设施建设领域亦呈较快发展节奏。以公司为核心资产的电建集团在20年《财富》世界500强企业中排157位，在ENR国际承包商250强中排第7，品牌影响力突出。

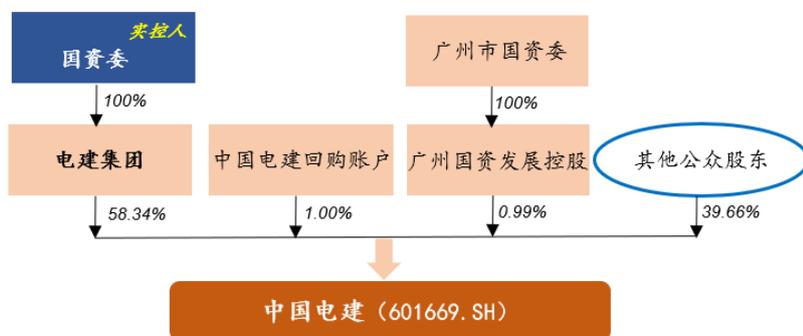
电力投资与运营业务是公司工程业务产业链重要延伸，绿色建材业务蓬勃发展。公司近年持续推进电力投资与运营业务发展，其中风电、太阳能光伏发电、水电等清洁能源为发展核心，持续推进运营电力结构调整，截止20年底，公司控股并网装机容量超16GW，其中清洁能源占比超80%。此外，公司是国资委核准的具有房地产开发主业资格的央企之一，地产开发业务近年总体发展相对平稳；同时公司大力拓展城市建材产业市场，持续布局绿色砂石新业务，20年底公司砂石年产能已突破1亿吨。

图 1：公司简要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所；截止 21Q1 末

图 3：公司业务简要图示



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

抽水蓄能规划设计及建设国内占绝对优势地位，享受储能市场腾飞机遇。

据国际水电协会数据，19年底，全球抽水蓄能总装机容量接近160GW（其中中国占全球比例19%），占全球储能容量超94%，占电网级储能96%以上，是现阶段储能领域主要形式。中国电建依托公司在水电领域全球龙头地位，主要抽水蓄能电站均有电建参与身影。国内抽水蓄能市场，公司规划设计方面参与份额占比约90%，承担建设项目份额占比约80%。20年公司中标内蒙芝瑞抽水蓄能电站（22亿）、河北易县抽水蓄能电站（19亿）。此外，其他领域储能项目公司亦有参与，如21年2月中标的河北省张北巨人能源有限公司基于百兆瓦先进压缩空气储能综合能源应用示范项目EPC承包工程（17亿）、19年3月中标的新疆（风光柴储）荣和配电网项目（5亿）。

在“双碳”背景下，能源利用效率提升有迫切需求，储能受政策鼓励力度稳步加大。21年7月发改委价格司下发《国家发改委干预进一步完善分时电价机制的通知》，明确完善分时电价机制及强化其后续执行力度，同时明确鼓励工商业用户通过配置储能、开展综合能源利用等方式降低高峰时段用电负荷、增加低估用电量，通过改变用电时段来降低用电成本。储能市场加速发展或迎重要机遇期，公司前期丰富的储能项目参与业绩，或明显受益后续储能建设发展提速。

图 4：公司参与规划设计建设的抽水蓄能代表项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所；注：更多公司参与的抽水蓄能电站项目参考附录近年新签合同梳理

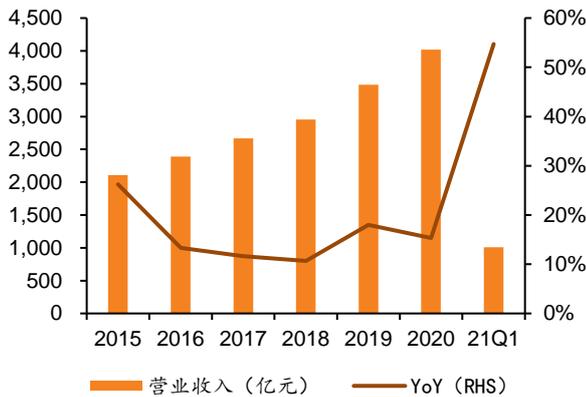
15 年以来公司收入增速稳定于 10% 以上，工程承包占比超 80%；电力投资业务 15-20 年收入 CAGR 超 20%，毛利率维持于较高水平

公司 20FY 及 21Q1 收入分别为 4,020、1,011 亿，YoY 分别为 15.3%、54.7%，15 年以来公司收入增速基本稳定于 10% 以上；归母净利润分别为 80、24 亿，YoY 分别为 10.3%、43.4%。公司综合毛利率相对稳定，20 年为 14.2%，同比+0.1pct。

工程承包和勘察设计占总收入比例近年基本稳定于 82% 左右；工程承包和勘察设计业务中，水利水电工程是公司传统优势业务，受下游投资增速影响，收入占比近年呈下行趋势，其他电力工程（如风电、光伏等）及基础设施工程承包业务收入贡献稳步提升，20 年工程承包及勘察设计业务收入中，水利水电工程占比为 20.2%（vs 15 年为 36.6%），其他电力工程及基础设施工程占比分别为 11.7%、64.1%（vs 15 年分别为 10.3%、47.8%）。工程承包与勘察设计业务毛利率近年基本稳定 12% 上下，20 年为 11.8%，同比+0.3pct；其中水利水电工程、其他电力工程、基础设施工程分别为 11.6%、6.8%、11.5%，分别同比+0.1、-3.9、+1.3pct。

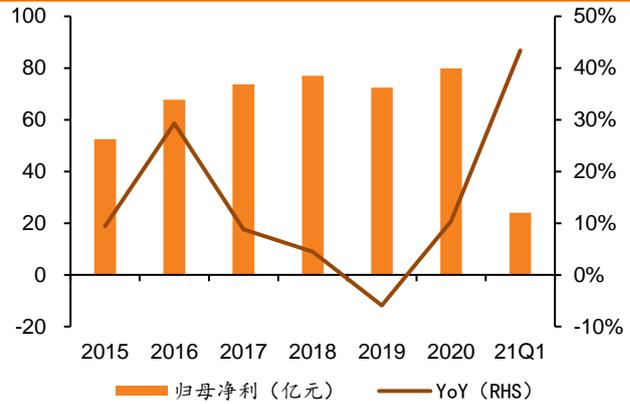
电力投资与运营业务收入近年总体延续较快增速，15-20 年该业务收入 CAGR 达 22.7%，20 年收入 YoY +11.2% 至 189 亿，20 年其收入占总收入比例为 4.7%；毛利率维持于较高水平且 18 年以来持续提升，20 年为 47.9%，同比+4.0pct。

图 5：公司近年收入及增速



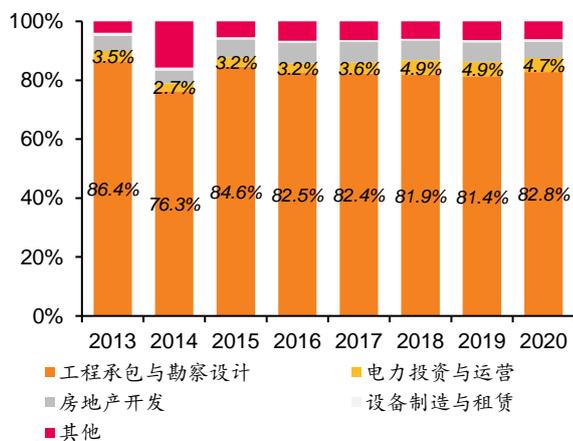
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 6：公司近年归母净利润及增速



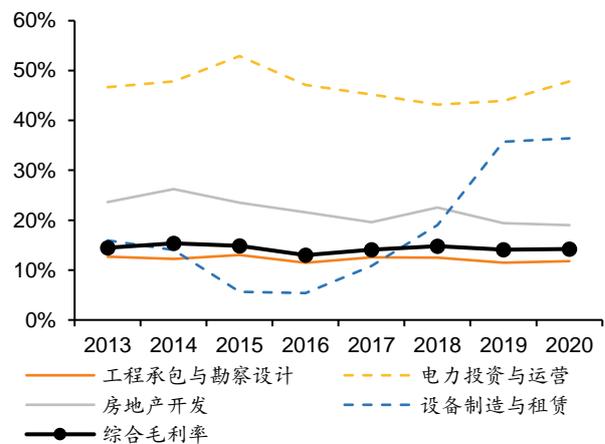
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 7：公司近年收入结构



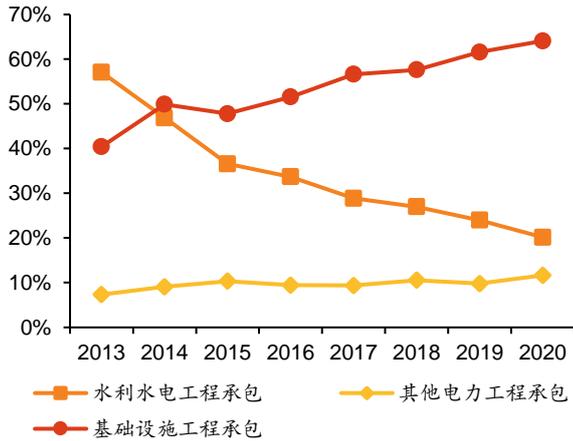
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司近年综合毛利率及分部业务毛利率



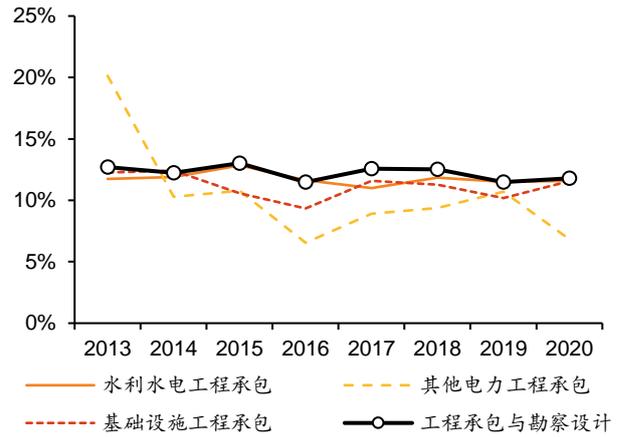
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司近年工程承包业务收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

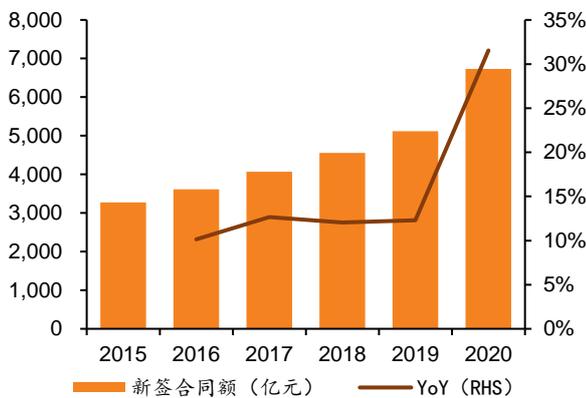
图 10：公司工程承包业务整体及各主要业务近年毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

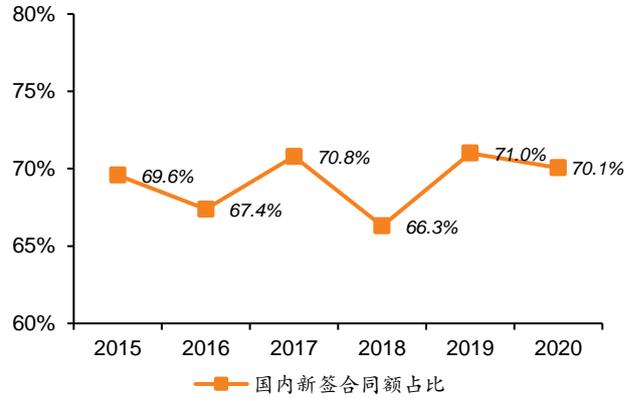
新签延续较快增长，在手合同充足，近年订单收入转化节奏持续加快。公司 20 年及 21H1 新签合同额分别为 6,733、3,823 亿，YoY 分别为 31.5%、13.7%，延续较快增长，国内新签占比基本稳定于 70% 上下。与收入变化趋势一致，新签合同额中能源电力占比工程（水利水电工程为主）占比近年稳步下降，基础设施工程、水环境与治理业务新签占比持续提升。截止 20 年末，公司合同存量（施工未完及新签未开工）为 11,058 亿元，为 20FY 收入之 2.8 倍，在手订单充足，且 17 年以来该比例稳步下降，显示订单质量在提升及收入转化节奏持续加快。

图 11：公司近年新签订单合同额及增速



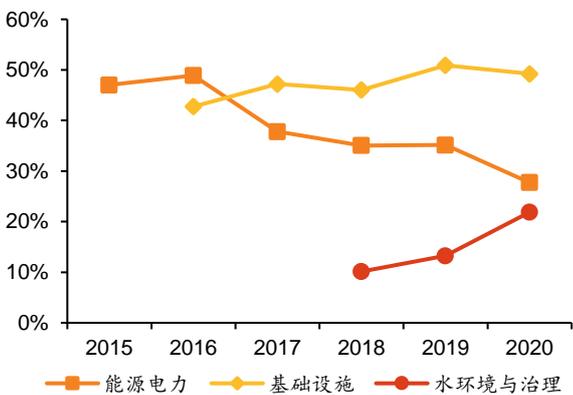
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司近年国内新签合同额占比



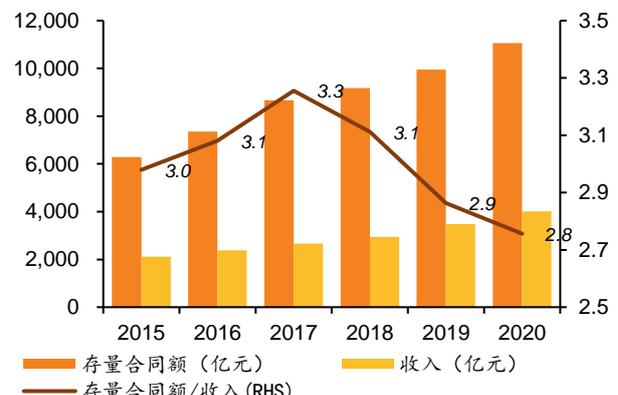
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：主要业务新签合同额占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：公司近年期末存量合同金额及与同期收入比例

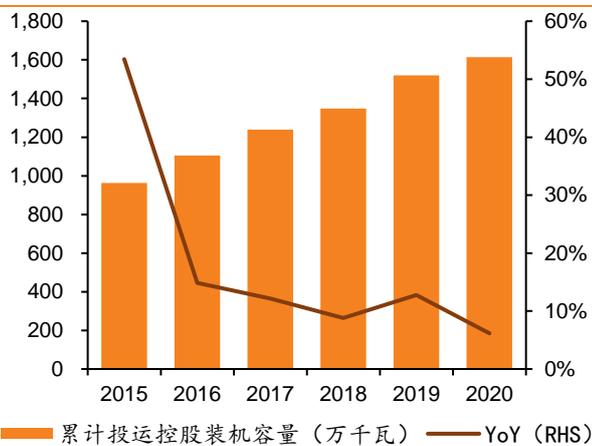


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 战略性重视发展清洁能源电力运营，“十四五”发展或提速

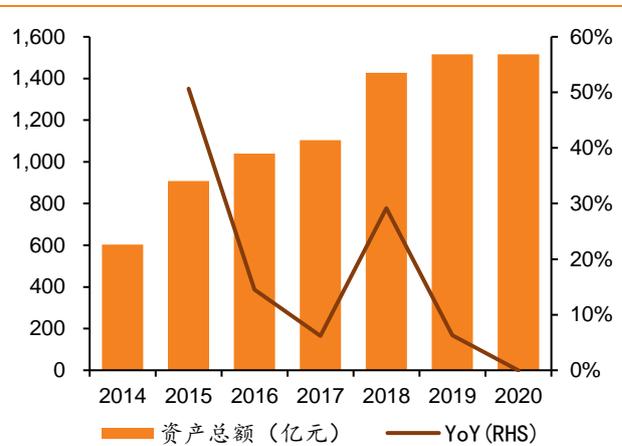
电力投资与运营业务稳步推进,控股电力资产中清洁能源占比呈提升趋势,20年突破80%。电力投资与运营业务定位于公司工程承包业务产业链延伸、转型升级的主要抓手之一。依托在能源电力领域(尤其是水风光储)规划设计、建设运维一体化方面的重大优势地位,公司积极参与水电、陆上及海上风电、太阳能光伏发电等可再生清洁能源的规划-设计-建设和运营,稳步推进以风电、太阳能光伏发电、水电等清洁能源为核心的电力投资与运营业务。近年公司保持投资强度(除部分用于投资类施工项目外,其他主要用于投资电力运营资产),电力运营业务累计控股投运装机规模稳步提升,20年超过16GW, YoY +6.2%;公司电力运营业务资产总额达到1,516亿,占公司全部总资产比例达17.1%。电力投资与运营业务公司更聚焦风光水为代表的清洁能源,火电发展相对克制且在20年实现并网装机零新增。截止20年末,公司累计控股并网太阳能光伏发电装机1.29GW, YoY +7.8%;风电装机5.28GW, YoY +6.1%;水电装机6.40GW, YoY +9.2%;火电装机3.16GW, YoY 0.0%;累计并网风光水装机规模占比近年总体呈上升趋势,20年底该比例为80.4%,同比1.2pct。

图 15: 公司电力运营业务累计投运控股装机容量



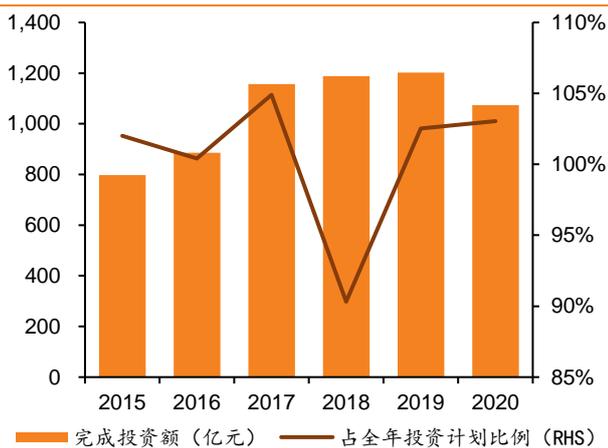
资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 16: 公司电力运营资产业务资产总额近年变化



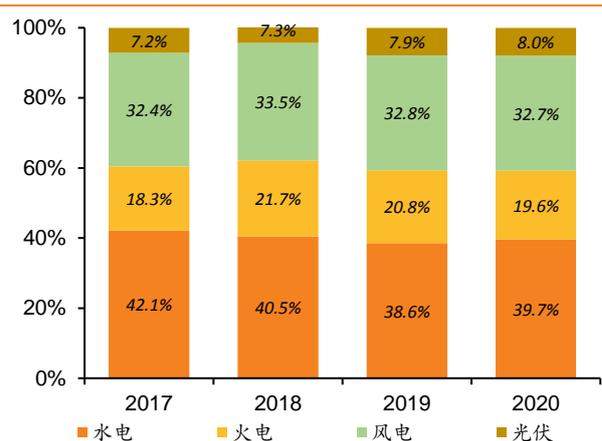
资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 17: 公司近年完成投资额情况及占年度投资计划比例



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 18: 公司持有电力运营资产结构近年变化

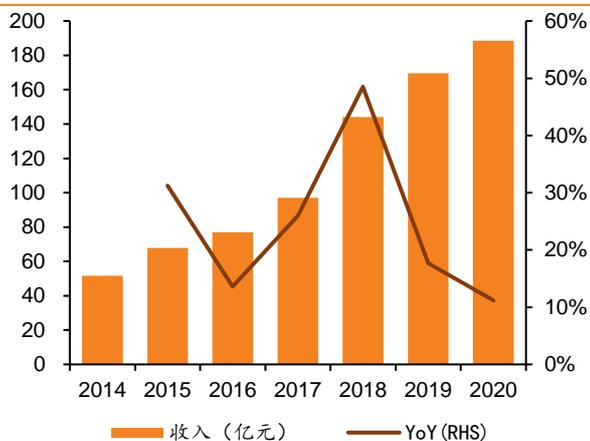


资料来源:公司公告,天风证券研究所

电力投资与运营业务盈利能力稳步改善,逐步进入收获期,20年其利润总额占比超15%, YoY +3pct。随着公司主导投资的电力资产运营项目陆续进入运营阶段,公司电力投资与运营业务收入总体延续较快增长,20年该业务收入189亿, YoY +11.2%。同时随着现金流逐步反哺,资产负债表结构逐步优化(15-20年公司电力投资与运营业务资产负债率趋势性下降,20年较15年大幅下降16.6pct至67.1%),电力投资与运营业务盈利弹性逐步显现。20年在计提大额减值的背景下(20年该业务减值损失超15亿, vs 19年为3.4亿,20年减值损失大头为达维电站、下尔呷电站、新平嘎洒江一级水电站合计三座在建水电站新增计

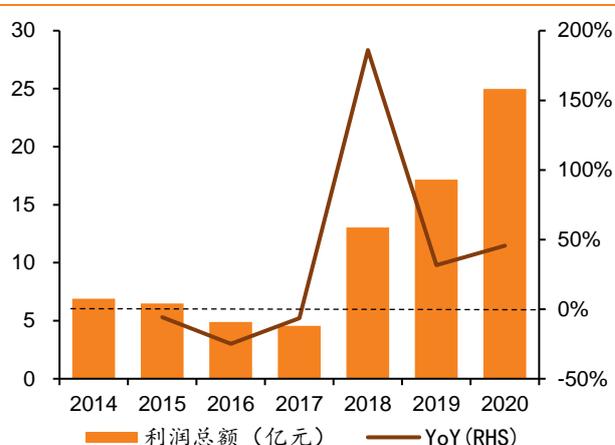
提减值准备合计约 9.6 亿，我们预计该类减值不具备持续性)，公司该业务利润总额仍实现 YoY +45.5%至 25 亿，利润总额/收入大幅提升 3.1pct 至 13.2%。同时我们注意到现阶段公司运营与投资业务效益已明显好于工程主业，20 年电力投资与运营业务收入、利润总额占公司整体比例分别为 4.7%、15.4%。

图 19: 公司近年电力投资与运营业务收入情况



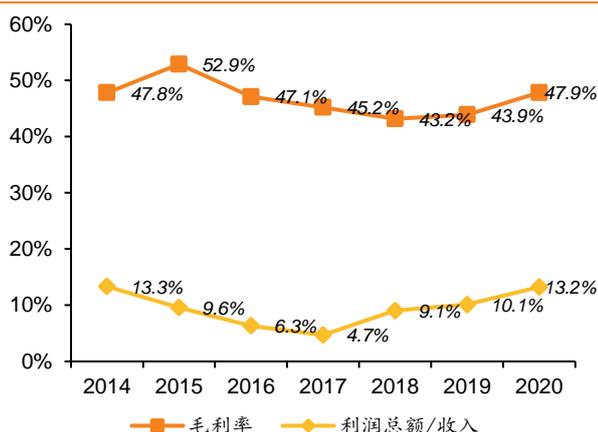
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 20: 公司近年电力投资与运营业务利润总额及变化



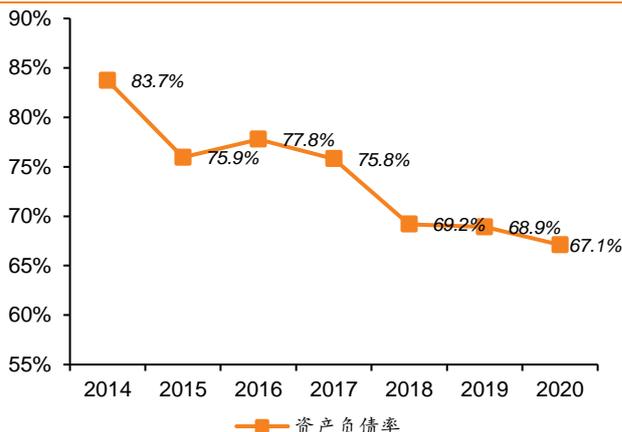
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 21: 公司近年电力投资与运营业务利润率情况



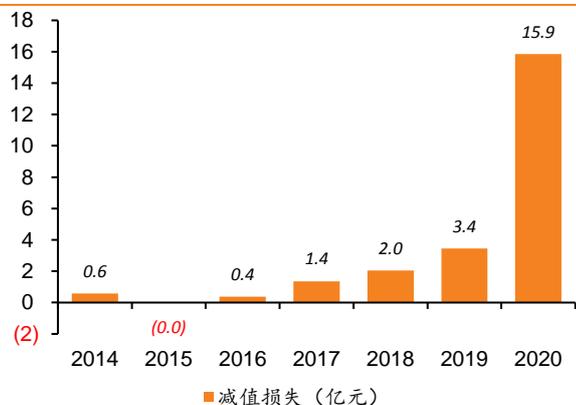
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 22: 公司近年电力投资与运营业务资产负债率变化



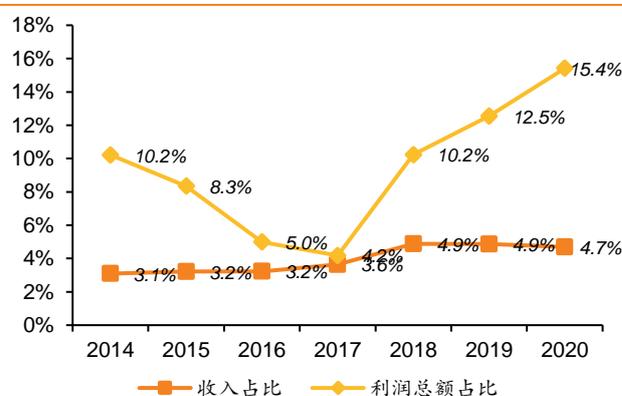
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 23: 公司近年电力投资与运营业务减值损失情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 24: 公司电力投资与运营业务收入占比及利润总额占比变化



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

“十四五”投资清洁能源电力资产力度或提升，20-25 年累计控股风光电并网规模 CAGR 或达 47%。据太阳能发电网等报道，21H1 中国电建引发《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》（后文简称“指导意见”），总体目标要求公司境内外新增控股投产风光电装机容量 30GW，在对下属 28 家下属企业的任务拆解中合计新增规模达 48.5GW。公司于 20 年底累计控股并网风电、光伏发电规模合计 6.6GW，取指导意见两个新增目标中值 39.25GW，公司在“十四五”末累计控股并网风电、光伏发电规模或达到 46.1GW，对应 20-25 年 CAGR 为 47.4%。另一方面，我们注意到公司 21 年投资计划为 1,737.15 亿元，较 17 年以来稳定于 1,100 亿元上下的投资额（图 16）有较大幅度提升，或从另一个角度佐证公司在“十四五”期间布局清洁能源（尤其是风电、光电）运营力度或有明显提升。

3. 基建公募 REITs 推进，或助公司打开资产负债表扩张空间

对于 PPP 项目为代表的投资类项目，结合合同条款区别，建造过程中及完工后运营期会计科目记录亦有一定区别，结合财政部《企业会计准则》及相关解释，我们可大致将该类项目分为固定资产模式、无形资产模式、长期股权投资模式、长期应收款模式四种。

1) 固定资产模式：公司自行发起，全过程周期参与的独立投资经营业务，即为一般企业常规运营业务，主要包括持有型商业地产、电力运营等。

2) 无形资产模式和长期股权投资模式，通常适用于可经营系数高、财务效益良好的行业，主要包括高速公路、电站等。这两种模式确认两阶段收益：建造收入与运营期收益。资产移交时，对应无形资产已摊销为 0，无须进行会计处理。长期股权模式，部分非同一控制下投资类资产可出表。

3) 长期应收款模式，类似于分期收款，通常适用于可经营系数低或不具备盈利性的公益行业，例如污水处理、市政工程、生态保护等。该模式只确认一次建造收入，收款周期长，具有融资性质，通常会考虑资金机会成本，通常项目毛利率较优。

总体来讲，投资类项目投资规模大，前期建设需投入大量资金；运营期漫长，逐年缓慢收回投资及盈利，现金流入在运营期间发生。除长期应收款模式，其他模式还需要承担一定的经营风险或资产减值风险。另外，运营期结束前，投资类资产提前收回或处置，还会获得一定的资产处置收益。

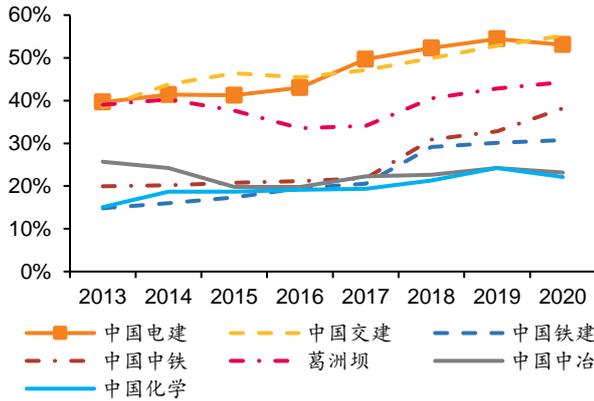
表 1：投资类项目会计处理

		固定资产模式	无形资产模式	长期股权投资模式	长期应收款模式
特点		公司自有经营业务	独立投资，获得特许经营权	成立项目公司投资，获取特许经营权	建设成本和固定回报均由政府付费
资产移交与否		无移交资产义务	运营结束后移交资产	运营结束后移交资产	运营结束后移交资产
经营风险		承担	承担	承担	不承担
建造阶段	提供建造服务	计入“在建工程”，完工后转入固定资产	1) 确认建造收入、成本；2) 以建造收入的公允价值确认无形资产初始成本	1) 确认建造收入、成本；2) 以建造收入的公允价值确认长期股权投资现值	1) 确认建造收入、成本；2) 确认长期应收款
	未提供建造服务	按建造过程中支付的工程价款，确认资产现值，转入对应资产科目			
运营期间		转入固定资产	转入无形资产	转入长期股权投资（部分持股比例低情形转入可供出售金融资产）	转入长期应收账款
运营期间		1) 确认运营收入、成本费用、折旧摊销	1) 确认运营收入、成本费用；2) 无形资产摊销	确认投资收益	收回款项，冲减长期应收款
是否并表		并表	并表	不并表	并表

资料来源：财政部，天风证券研究所

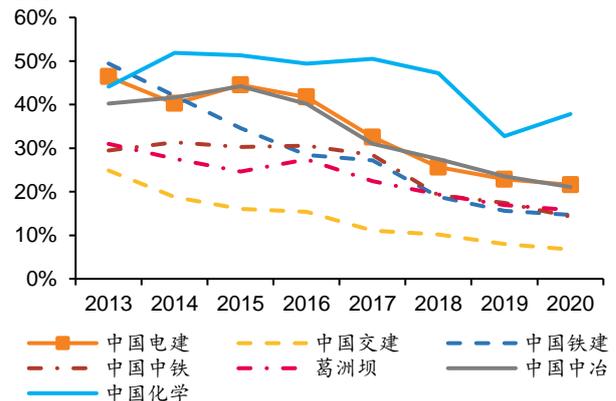
电建非流动资产占比处于央企中较高水平，主因含特许经营权的高速公路项目参与力度持续提升及电力资产投资运营业务扩张保持强度。15 年以来建筑央企非流动资产占比总体持续提升（或称为“资产变重”），核心源于建筑企业采用 PPP 项目为代表的投资拉动施工项目占比越来越高。从会计科目变化角度，我们可以推测企业参与项目类型差异。电建非流动资产中高速公路特许经营权为主的无形资产持续提升，该比例 19 年超过在路桥施工及运营领域积累更深厚的中国交建，显示近年电建分配较多资源用于参与含特许经营权的高速公路项目。同时我们注意到电建固定资产占总资产比例亦在建筑央企中处于较高水平，显示公司在电力资产投资及运营业务扩张方面保持强度。

图 25：中国电建近年非流动资产占比 vs 其他建筑央企



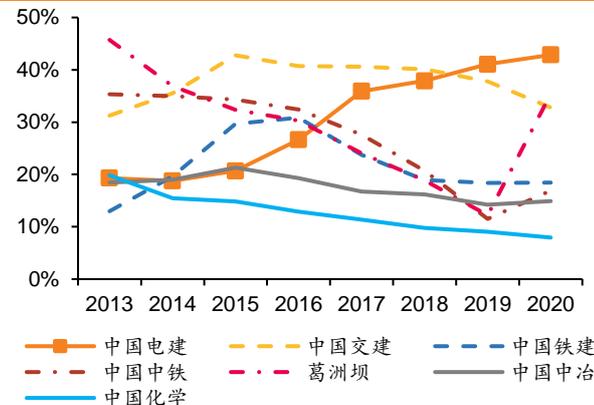
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：中国电建非流动资产中固定资产占比变化(vs 其他建筑央企)



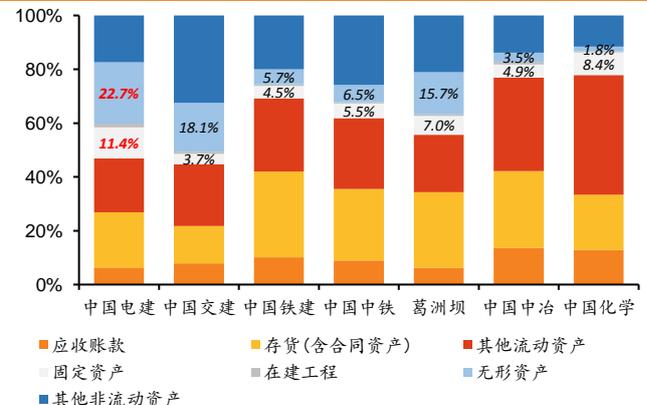
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：中国电建非流动资产中无形资产占比变化(vs 其他建筑央企)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：中国电建及其他建筑央企 20 年资产结构比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：中国电建无形资产中特许权占比变化



图 30：中国电建 18 年末主要特许权

18 年末公司主要特许权	金额 (亿元)
重庆高速公路	242.6
重庆江西高速公路	80.7
玉溪市晋红高速公路	78.5
红河州建个元高速公路	56.2
中开高速公路	53.1
福建武邵高速公路	40.3
玉溪市江通高速公路	37.8
大江东投资项目	35.1
四川成名高速公路	25.9
江东大道建设项目	11.3
红河州石泸高速公路	10.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我国基础设施公募 REITs 时代正式来临，为成熟基础实施项目提供较好退出渠道。20 年 4 月 30 日，中国证监会和发改委两部门联合发布《关于推进基础设施领域不动产信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。21 年 5 月 4 日，上交所和深交所分别审核通过 9 只基础设施公募 REITs，标志着我国基础设施公募 REITs 时代正式到来。首批 9 只基础设施 REITs 涵盖产业园、物流仓储中心、高速公路、市政设施及污染治理资产，总体近三年收入较为稳定。基础设施公募 REITs 形式一方面大幅降低投资者投资基础设施项目的门槛，另一方面，其也为成熟基础设施项目持有人提供较好的退出渠道。

电建可通过将特许权资产公募 REITs 化打开资产负债表扩张空间，支撑后续电力投资及运营业务新增投资需求。相较其他建筑央企，电建高速公路特许经营权为主的无形资产占总资产比例处于较高水平，后续若有部分通过基础设施公募 REITs 形式实现降低其权益占比或完全退出，对于资产周转率提升（对应资产减重）及降低负债率（因该类资产通常匹配有较高负债）或有积极意义，或有助于公司盘活资产并打开其资产负债表扩张空间，对其后续加大推进电力投资与运营业务力度提供有效支撑。

表 2：首批上市的 9 只 REITs 项目梳理

代码	REITs 项目	项目类型	经营性净现金流		
			2018	2019	2020
180101.OF	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	0.94	0.93	0.76
180201.OF	平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	收费高速公路	n/a	3.91	2.53
180301.OF	红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	仓储物流	n/a	0.60	0.48
180801.OF	中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	污染治理	1.21	1.37	0.94
508000.OF	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	0.46	0.44	0.47
508001.OF	浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金	收费高速公路	1.93	1.53	0.38
508006.OF	富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	市政设施	0.27	0.65	0.99
508027.OF	东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	1.31	1.42	0.97
508056.OF	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	仓储物流	1.76	2.03	2.00

资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，随着“降杠杆”或告一段落，电建等建筑央企新增投资边际压制或缓解。在供给侧改革大背景下，“十三五”期间建筑央企降杠杆为主旋律，资产负债率持续下降为建筑央企 ROE 持续下滑的核心原因。国资委对建筑央企资产负债率降低的要求，边际上抑制建筑央企新增投资支出规模（参与 PPP 项目等投资类施工业务及电站等投资运营业务）。随着 20 年建筑央企基本达到前期国资委考核要求，后续继续资产负债率继续下降压力或明显减弱，对企业新增投资支出抑制或边际减弱。电建 21 年投资计划较 20 年完成额大幅提升 62% 至 1,737 亿或反映该方面因素变化。

图 31：中国电建近年资产负债率 vs 其他建筑央企

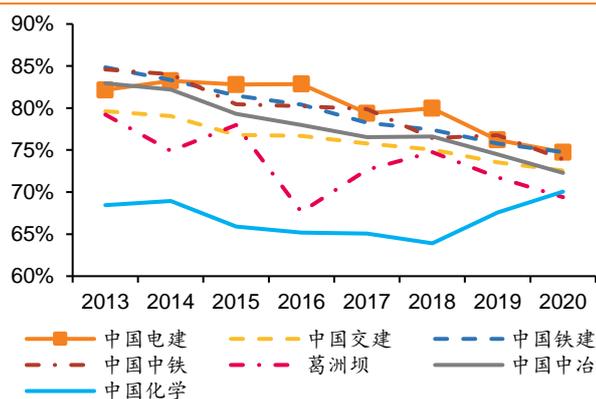
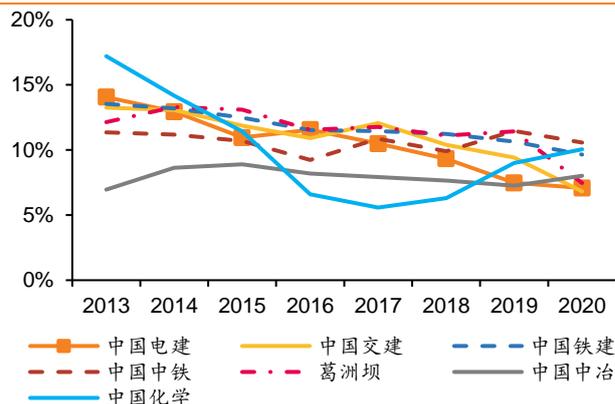


图 32：中国电建近年 ROE vs 其他建筑央企



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设:

1) 收入增速方面: 工程承包与勘察设计业务基于新签订单转化节奏进行判断, 20 年及 21H1 公司新签合同额 YoY 分别为 31.5%、13.7%, 且在手订单充足; 我们预计工程承包及勘察设计新签订单后续稳健增长有延续性, 结合订单情况, 预计 21-23 年工程承包与勘察设计业务收入增速分别为 13.3%、17.5%、13.1%。新增投资保持强度, 在建项目陆续进入运营阶段, 预计电力投资与运营业务收入保持稳健增长, 21-23 年其收入增速均假设为 12%。其他业务预计相对稳定, 预计 21-23 年房地产开发业务收入增速均为 0%, 设备制造与租赁业务收入增速分别为 30%、20%、20%, 其他业务收入增速均为 10.2%。

2) 毛利率方面: 21H1 施工核心原材料钢材价格涨幅较大, 判断工程承包与勘察设计业务毛利率 21 年略承压, 后逐步修复, 我们预计 21-23 年工程承包与勘察设计业务毛利率分别为 11.5%、11.8%、11.9%。预计电力投资运营业务盈利能力仍有继续提升空间, 21-23 年毛利率均假设为 50%; 房地产开发、设备制造与租赁、其他业务假设后续毛利率均保持稳定。

3) 其他: 各项费用率总体假设基本稳定, 20 年个别在建工程计提大额减值, 判断 21 年减值损失逐步回归合理水平。

表 3: 公司业绩拆分及盈利预测表

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入合计 (亿元)	2,947	3,477	4,012	4,513	5,236	5,885
工程承包与勘察设计	2,413	2,829	3,324	3,766	4,426	5,005
电力投资与运营	144	170	189	211	237	265
房地产开发	199	233	218	218	218	218
设备制造与租赁	16	25	38	50	60	71
其他	175	221	243	268	296	326
收入 YoY	10.7%	18.0%	15.4%	12.3%	16.0%	12.4%
工程承包与勘察设计	10.0%	17.2%	17.5%	13.3%	17.5%	13.1%
电力投资与运营	48.5%	17.7%	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%
房地产开发	7.4%	17.3%	-6.4%	0.0%	0.0%	0.0%
设备制造与租赁	1.7%	53.9%	51.1%	30.0%	20.0%	20.0%
其他	2.7%	26.5%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
综合毛利率	14.8%	14.1%	14.2%	14.1%	14.2%	14.3%
工程承包与勘察设计	12.5%	11.5%	11.8%	11.5%	11.8%	11.9%
电力投资与运营	43.2%	43.9%	47.9%	50.0%	50.0%	50.0%
房地产开发	22.6%	19.4%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
设备制造与租赁	19.0%	35.8%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%
其他	13.2%	16.1%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
归母净利润	77	72	80	91	106	119
YoY	4.5%	-5.9%	10.3%	13.8%	16.1%	12.6%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

我们预计公司 21-23 年收入分别为 4,513/5,236/5,885 亿元, YoY 分别为 12.3%/16.0%/12.4%, 预计 21-23 年归母净利分别为 91/106/119 亿元, YoY 分别为 13.8%/16.1%/12.6%。主要业务来看, 我们预计工程承包与勘察设计业务 21-23 年归母净利润分别为 53/69/81 亿元, YoY 分别为 2.4%/29.8%/16.6%; 预计电力投资与运营业务 21-23 年归母净利润分别为 25/29/34 亿元, YoY 分别为 102.9%/16.7%/16.5%。

我们采用分部估值法, 工程承包及其他业务 (21-23 年该业务归母净利润预计分别为 66/77/85 亿元) 可比公司选取专业建设领域有领先地位建筑央企, 包括中国中冶 (钢铁产

线建设龙头)、中国化学(化学工程龙头)、葛洲坝(国内水利工程龙头之一)、中国交建(道路/桥梁建设龙头)、中国核建(核能工程龙头),可比公司21年PE均值及中位数分别为8.9x、8.5x,考虑公司在水电及风光新能源规划-建设等一体化优势地位、“双碳”背景下政策推进能源结构调整较为坚决,下游需求或较其他领域更优,我们认可给予该部分业务21年目标PE 9x,对应21年目标市值595亿。电力投资与运营业务选取三峡能源(风光新能源投资及运营)、川投能源(水电投资及运营)及国投电力(水、火电投资及运营),可比公司21年PE均值及中位数分别为20.0x、14.1x,考虑到公司现阶段电力资产结构中清洁能源占比超80%,且后续预计“十四五”期间运营资产投资保持强度,其中清洁能源因重视度提升及契合政策趋势,或增速更优,清洁能源占比及新能源占比进一步提升可以期待,我们认可给予该部分业务21年目标PE 18x,对应21年目标市值450亿元。综合两部分估值情况,21年公司合计目标市值1,045亿,对应21年公司整体PE 11.5x,目标价6.83元,首次覆盖,给予“买入”评级。

表4: 主要业务分部盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
工程勘察设计业务						
收入(亿元)	2,413	2,829	3,324	3,766	4,426	5,005
YoY	10.0%	17.2%	17.5%	13.3%	17.5%	13.1%
营业成本(亿元)	2,111	2,504	2,931	3,333	3,904	4,409
毛利率	12.5%	11.5%	11.8%	11.5%	11.8%	11.9%
毛利润(亿元)	302	325	392	433	522	596
减值损失(亿元)	13	19	17	20	23	26
减值损失/收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
除减值外各项费用等(亿元)	194	213	270	306	359	406
除减值外各项费用等/收入	8.1%	7.5%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
利润总额(亿元)	95	93	105	108	140	163
有效所得税税率	22.2%	22.5%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
净利润(亿元)	74	72	83	85	110	128
归母净利润(亿元)	57	49	52	53	69	81
YoY		-14.1%	5.7%	2.4%	29.8%	16.6%
归母净利率	2.4%	1.7%	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%
电力投资与运营业务						
收入(亿元)	144	170	189	211	237	265
YoY	48.5%	17.7%	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%
营业成本(亿元)	82	95	98	106	118	132
毛利率	43.2%	43.9%	47.9%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利润(亿元)	62	74	90	106	118	132
减值损失(亿元)	2	3	16	4	5	5
减值损失/收入	1.4%	2.0%	8.4%	2.0%	2.0%	2.0%
除减值外各项费用等(亿元)	47	54	49	51	54	58
除减值外各项费用等/收入	32.7%	31.7%	26.2%	24.0%	23.0%	22.0%
利润总额(亿元)	13	17	25	51	59	69
有效所得税税率	22.2%	22.5%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
净利润(亿元)	10	13	20	40	46	54
归母净利润(亿元)	8	9	12	25	29	34
YoY		15.4%	35.5%	102.9%	16.7%	16.5%
归母净利率	5.5%	5.4%	6.5%	11.8%	12.3%	12.8%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

表 5：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)			P/E		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
601618.SH	中国中冶	711	3.69	0.38	0.44	0.50	9.7	8.5	7.4
601117.SH	中国化学	470	9.53	0.74	0.92	1.17	12.8	10.3	8.1
600068.SH	葛洲坝	445	9.67	0.93	1.29	1.49	10.4	7.5	6.5
601800.SH	中国交建	928	6.70	1.00	1.20	1.33	6.7	5.6	5.0
601611.SH	中国核建	192	7.23	0.51	0.57	0.64	14.1	12.6	11.3
平均值							10.7	8.9	7.7
中位数							10.4	8.5	7.4
600905.SH	三峡能源	1,697	5.94	0.13	0.17	0.24	47.0	35.2	24.4
600674.SH	川投能源	482	10.95	0.72	0.78	0.90	15.3	14.1	12.2
600886.SH	国投电力	613	8.80	0.79	0.82	0.94	11.1	10.7	9.3
平均值							24.5	20.0	15.3
中位数							15.3	14.1	12.2
601669.SH	中国电建	849	5.55	0.52	0.59	0.67	10.6	9.4	8.3

注：股价时间 2021/08/06；除中国电建外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

公司战略执行效果低于预期：公司转型升级及大力发展电力运营业务效果需管理层保持战略执行强度，若公司战略执行效果弱于预期，公司发展节奏或低于预期，进而影响业绩及市场预期。

电力及基建投资弱于预期：公司现阶段压舱石业务仍为工程承包与勘察设计，若电力行业投资及基建领域投资强度弱于预期，或增加公司新签订单获取难度及影响在执行合同推进节奏，进而影响公司业绩。

减值风险：公司在手特许经营权及电力运营资产若发生大额减值，对公司业绩或有较大影响。此外，若工程回款节奏低于预期致账期拉长，或信用减值损失规模或明显增加。

公司近期股票交易存在异动：关注潜在短期交易风险。

6. 附录：公司近年新签重要水风光电清洁能源合同梳理

表 6：18 年以来公司水电（含抽水蓄能电站）建设新签合同梳理

签订时间	项目名称	金额(亿元)	项目类型
2021 年 6 月	巴基斯坦塔贝拉水电站 5 期（扩建）项目-合同 I（土建标）	24.03	水电站
2021 年 6 月	尼泊尔上崔树里 1 水电站项目	13.96	水电站
2021 年 4 月	老挝南能 1 水电站	21.83	水电站
2021 年 3 月	河北易县抽水蓄能电站主体土建及金属结构安装工程施工合同	19.55	抽水蓄能电站
2021 年 3 月	印度尼西亚图阿瑞 1 水电站项目	32.61	水电站
2021 年 3 月	乌干达阿奇瓦（ACHWA）40MW 多功能水电站	15.81	
2021 年 3 月	加蓬金克莱下游水电站项目	9.49	水电站
2021 年 2 月	湖北省大唐襄阳水电有限公司湖北汉江新集水电站土建施工及金属结构和机电设备安装工程	10.51	水电站
2021 年 2 月	内蒙古芝瑞抽水蓄能电站主体土建及金属结构安装工程施工合同	21.67	抽水蓄能电站
2021 年 2 月	尼泊尔上马相迪-1 水电站总承包(EPC)工程合同	14.9	水电站
2020 年 12 月	河南省五岳抽水蓄能电站上水库工程施工	7.83	抽水蓄能电站
2020 年 12 月	印度尼西亚巴图水电项目	32.8	水电站
2020 年 12 月	喀麦隆恩格伊瓦（Ngoila）水电站项目设计、土建分包合同	16.87	水电站
2020 年 11 月	缅甸伯洛克水电站项目	5.44	水电站
2020 年 11 月	智利鲁凯威水电站设计、采购和施工项目	10.72	水电站
2020 年 9 月	尼泊尔提拉 1 水电站项目	41.58	水电站
2020 年 9 月	尼泊尔提拉 2 水电站项目	41.14	水电站
2020 年 6 月	四川省华能大渡河硬梁包水电站工程引水隧洞工程施工标	8.04	水电站
2020 年 6 月	巴基斯坦巴沙大坝（土建标）及 Tangir 水电站项目	136.54	水电站
2020 年 5 月	尼泊尔上崔树里 2 水电站 EPC 工程	12.33	水电站
2020 年 4 月	柬埔寨菩萨水电站项目	12.36	水电站
2020 年 3 月	云南省 TB 水电站导流隧洞及大坝岸坡开挖与支护工程	7.52	水电站
2020 年 3 月	河北省抚宁抽水蓄能电站筹建期洞室道路及业主营地工程	6.33	抽水蓄能电站
2020 年 3 月	尼泊尔三金考拉水电站（78MW）项目	7.44	水电站
2020 年 1 月	四川省金沙江上游拉哇水电站导流洞及左右岸岸坡开挖支护工程	11.2	水电站
2020 年 1 月	四川省华能大渡河硬梁包水电站工程首部枢纽土建施工及金属结构安装标(CI 标)合同协议书	13.08	水电站
2020 年 1 月	巴基斯坦 150MW 夏麦水电站项目 EPC 合同	22.46	水电站
2019 年 12 月	巴基斯坦达苏水电站机电设备成套项目合同	18.84	水电站
2019 年 10 月	河南省洛宁抽水蓄能电站主体土建及金属结构安装工程	17.5	水电站
2019 年 9 月	尼泊尔 62MW 波特柯西-5 水电站项目 EPC 合同	6.93	水电站
2019 年 7 月	坦桑尼亚鲁富吉水电站项目的分包合同	65.14	水电站
2019 年 7 月	吉林省乾安县花敖泡蓄水调蓄工程项目工程总承包（EPC）合同	9.89	抽水蓄能电站
2019 年 7 月	印尼卡扬水电站项目商务合同	91.8	水电站
2019 年 6 月	河北省易县抽水蓄能电站筹建期洞室及道路工程施工	5.24	抽水蓄能电站
2019 年 6 月	洪都拉斯阿赖纳尔水电站 I-II 期	6.77	水电站
2019 年 3 月	湖南省平江抽水蓄能电站工程	7.58	抽水蓄能电站
2019 年 2 月	马来西亚巴莱水电站主体机电项目	12.69	水电站
2019 年 2 月	几内亚库库坦巴水电站项目的 EPC 总承包合同	54.42	水电站
2019 年 1 月	金沙江白鹤滩水电站巧家县移民房屋与市政工程总承包（EPC）合同	90	水电站
2018 年 12 月	印度尼西亚泰普一 443MW 水电站项目	52.68	水电站
2018 年 9 月	金沙江上游叶巴滩水电站大坝工程施工	46.82	水电站
2018 年 9 月	卢旺达那巴龙格河二期水电站项目	13.71	水电站
2018 年 8 月	尼泊尔拉苏瓦布特柯西水电站项目	11.14	水电站
2018 年 6 月	西藏 DG 水电站大坝土建及金属结构安装工程施工	10.28	水电站
2018 年 4 月	刚果（金）布桑加水电站大坝及水垫塘工程施工总承包	10.71	水电站
2018 年 3 月	科特迪瓦格西波-波波里水电站项目	22.31	水电站
2018 年 3 月	老挝南法水电站	22.23	水电站

2018年1月	西藏自治区昌都自治州金沙江上游拉哇水电站筹建期右岸工程	5.81	水电站
2018年1月	玻利维亚伊比利苏水电站项目第一标段	11.31	水电站
2018年1月	玻利维亚伊比利苏水电站项目第二标段	6.47	水电站

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：18 年以来公司风电项目（含空气储能）建设新签合同梳理

签订时间	项目名称	金额(亿元)	项目类型
2021年5月	山东省菏泽安兴新能源有限公司安兴 80MW 风电项目 EPC 总承包合同	5.6	风电站
2021年5月	越南亚飞得多风电项目	10.76	风电站
2021年4月	越南乐和 2 期 130MW 风电项目	13.2	风电站
2021年3月	山东能源上海庙至山东特高压外送通道阿拉善基地 400MW 风电项目 EPC 工程总承包合同	24.16	风电站
2021年3月	江苏省金湖安丰 99MW 风电场项目总承包合同	8.24	风电站
2021年3月	江苏省金湖安晟 99MW 风电场项目总承包合同	8.16	风电站
2021年3月	越南 USBL 180MW 风电 EPC 项目	16.05	风电站
2021年3月	乌克兰尼克尔斯克和曼古斯区 800MW 风电项目	67.16	风电站
2021年2月	辽宁省华能大连市庄河海上风电场址 IV1 项目 EPC 总承包合同	59.67	风电站
2021年2月	河北省张北巨人能源有限公司基于百兆瓦先进压缩空气储能综合能源应用示范项目 EPC 承包工程	17.09	空气储能
2021年1月	江苏省协鑫如东 H13#海上风电项目 EPC 总承包合同	16.44	风电站
2021年1月	江苏省协鑫如东 H15#海上风电项目 EPC 总承包合同	22.21	风电站
2021年1月	越南 HBRE 诸博容 (CHU PRONG) 50MW 陆上风电总承包项目	5.38	风电站
2020年12月	山东省菏泽菏泽新能源有限公司黄堽 80MW 风电项目 EPC 总承包合同	5.6	风电站
2020年12月	印度马哈拉施特拉邦帕勒斯及什德鲁瓦迪地区 100MW 风力发电站 EPC 总承包项目 (风光互补)	8.09	风光互补电站
2020年11月	河北省张北县水泉风电场项目 EPC 总承包合同	5.72	风电站
2020年10月	越南茶荣协成 78W 风电项目	5.69	风电站
2020年9月	越南茶荣 V1-2 48MW 海上风电项目	5.93	风电站
2020年8月	新疆木垒县乾智能源开发有限公司风电场项目 EPC 工程总承包合同	8.52	风电站
2020年8月	新疆木垒县乾慧能源开发有限公司风电场项目 EPC 工程总承包合同	6.16	风电站
2020年7月	乌克兰扎波罗热风电项目 (402 兆瓦) 联营体协议	23.45	风电站
2020年6月	宁夏灵武兴黔风电场项目设计采购施工一体化总承包合同	12.24	风电站
2020年4月	江苏启东海上风电 H4、H7 项目 EPC 总承包项目	124.95	风电站
2020年3月	菲律宾桑切斯米拉风电项目	8.29	风电站
2020年3月	越南平大 310MW 海上风电项目	36.11	风电站
2020年2月	越南薄寮三期 141MW 海上风电 EPC 总承包项目	21.71	风电站
2020年1月	江苏启东海上风电 H1、H2、H3 项目	125.28	风电站
2019年12月	巴基斯坦 150MW 信德风电项目设备供货合同	14.18	风电站
2019年9月	多米尼加 JASPER 风电一期 50MW 项目 EPC 合同	5.55	风电站
2019年8月	江苏省竹根沙 (H2#) 300MW 海上风电场项目 EPC 总承包工程	44.9	风电站
2019年5月	湖南宜章冬瓜岭 100MW 风电项目工程总承包合同	8.28	风电站
2019年4月	江苏省融保达宝应 100MW 风电项目 EPC 总承包工程合同	8.6	风电站
2018年11月	巴基斯坦 trans Atlantic 50MW 风电总承包合同	5.1	风电站
2018年10月	阿根廷罗马布兰卡 I 期 50MW 风电场	5.91	风电站
2018年10月	阿根廷罗马布兰卡 VI 期 100MW 风电场	10.43	风电站
2018年9月	阿根廷米拉玛尔 97.65MW 风电场	12.05	风电站
2018年9月	乌克兰锡瓦什湖风电项目	21.13	风电站
2018年8月	阿根廷罗马布兰卡 II 期 50MW 风电场	5.69	风电站
2018年1月	山西河曲风电场一期 100MW 工程项目 EPC 总承包合同	7.59	风电站

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：18 年以来公司光伏项目（含光伏参与的能源互补及储能项目）建设新签合同梳理

签订时间	项目名称	金额(亿元)	项目类型
2021 年 6 月	山西旺达新能源有限公司屋顶分布式光伏发电项目	14.72	屋顶分布式
2021 年 6 月	智利 CEME1 光伏项目	14.41	集中电站
2021 年 6 月	印度尼西亚奇拉塔漂浮光伏项目	7.09	集中电站
2021 年 5 月	柬埔寨 GPP3x75MWac 光伏电站项目	11.2	集中电站
2021 年 3 月	广东省韶关市中鑫能源始兴县马市镇 500MW 农光互补光伏项目 EPC 总承包合同	19.98	农光互补
2020 年 12 月	哈萨克斯坦克孜勒套 100MW 光伏项目	5.06	集中电站
2020 年 9 月	大唐浙江象山长大涂 300MW 滩涂光伏项目	5.34	集中电站
2020 年 9 月	越南禄宁 1 期、2 期、3 期 550MW 光伏发电项目群	22.63	集中电站
2020 年 8 月	越南富美 330MWp 光伏项目	12.2	集中电站
2020 年 5 月	赞比亚凯布韦 200MW 太阳能光伏发电项目	14.96	集中电站
2020 年 5 月	赞比亚凯里巴 200MW 太阳能光伏发电项目	15.07	集中电站
2020 年 5 月	赞比亚下凯富峡 200MW 太阳能光伏发电项目	15.09	集中电站
2020 年 4 月	卡塔尔 Al Kharsaa 800MW 光伏电站项目	6.72	集中电站
2020 年 3 月	加纳帕鲁谷多功能大坝及 50MW 光伏项目	29.53	水光互补
2020 年 2 月	中广核贵州普安县营山 120MWp 农光互补项目 EPC 总承包合同	5.33	集中电站
2019 年 11 月	河北省张家口市尚义县 400MW 新型高性能光伏发电技术应用项目（一期 160MW）项目 EPC 总承包合同	8.27	集中电站
2019 年 11 月	缅甸曼德勒 150MW 光伏电站	8.06	集中电站
2019 年 10 月	山东省潍坊市寿光恒远新能源有限公司 200MWp 光伏项目 EPC 总承包合同	8.88	集中电站
2019 年 6 月	墨西哥 FRV 伯德莱罗 270MW 光伏 EPC 项目	10.05	集中电站
2019 年 3 月	新疆（风光柴储）荣和配电网项目	5.02	风光柴储
2019 年 2 月	中非班吉光伏电站项目	6.58	集中电站
2018 年 9 月	斯里兰卡 100MW 屋面光伏项目总承包合同	8.43	集中电站
2018 年 9 月	越南虹峰 1A&1B 光伏电站项目	14.52	集中电站
2018 年 7 月	越南油汀光伏电站项目	13.13	集中电站
2018 年 6 月	青海共和 50MW 光热发电工程 EPC 总承包合同	11.3	光热电站
2018 年 3 月	乍得 100MW 光伏-储能电池-柴油发电混合能源系统项目	16.3	光储柴

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	70,019.28	82,441.58	90,255.71	104,717.09	117,701.44
应收票据及应收账款	56,184.27	58,949.20	67,804.94	76,349.81	82,409.85
预付账款	24,219.51	30,414.16	28,052.22	40,739.29	37,072.43
存货	156,351.20	122,680.01	135,863.25	151,124.31	171,211.98
其他	51,282.60	115,943.07	129,534.38	146,591.50	158,076.76
流动资产合计	358,056.86	410,428.02	451,510.49	519,521.99	566,472.46
长期股权投资	14,981.90	24,040.84	24,040.84	24,040.84	24,040.84
固定资产	101,184.33	101,559.62	106,414.85	110,521.33	113,861.36
在建工程	12,210.51	13,196.60	13,767.11	14,252.05	14,664.24
无形资产	181,757.88	201,523.26	219,061.50	236,377.49	253,471.22
其他	124,556.18	123,209.31	132,341.86	142,125.18	152,125.18
非流动资产合计	434,690.80	463,529.63	495,626.18	527,316.88	558,162.83
资产总计	813,227.62	886,543.44	963,812.77	1,063,419.48	1,139,916.13
短期借款	14,562.53	15,636.75	61,289.58	104,677.74	129,075.34
应付票据及应付账款	120,461.02	131,086.97	143,813.67	164,615.84	170,591.74
其他	217,764.89	234,985.43	258,882.63	270,857.66	297,799.01
流动负债合计	352,788.44	381,709.15	463,985.89	540,151.25	597,466.10
长期借款	224,479.42	240,452.14	243,225.48	250,691.77	252,835.21
应付债券	21,212.39	16,252.73	18,732.56	18,732.56	17,905.95
其他	21,276.31	24,220.08	25,220.08	26,220.08	27,220.08
非流动负债合计	266,968.12	280,924.95	287,178.13	295,644.42	297,961.24
负债合计	619,756.56	662,634.10	751,164.02	835,795.67	895,427.34
少数股东权益	85,930.99	105,882.91	111,286.86	117,561.74	124,628.54
股本	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04
资本公积	25,237.57	28,204.55	28,204.55	28,204.55	28,204.55
留存收益	69,870.80	78,570.23	86,062.86	94,763.04	104,561.21
其他	(2,867.34)	(4,047.38)	(28,204.55)	(28,204.55)	(28,204.55)
股东权益合计	193,471.06	223,909.34	212,648.76	227,623.82	244,488.78
负债和股东权益总计	813,227.62	886,543.44	963,812.77	1,063,419.48	1,139,916.13

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	10,601.43	12,735.81	9,089.39	10,554.28	11,886.27
折旧摊销	10,018.83	10,337.22	10,036.01	11,092.61	12,154.05
财务费用	9,629.04	10,694.28	10,460.81	11,995.55	12,966.23
投资损失	(612.35)	(3,103.28)	(3,258.45)	(3,421.37)	(3,592.44)
营运资金变动	(43,433.76)	59,544.12	(3,952.44)	(29,882.86)	(10,105.97)
其它	23,017.64	(47,244.80)	5,403.95	6,274.88	7,066.79
经营活动现金流	9,220.82	42,963.35	27,779.27	6,613.09	30,374.94
资本支出	57,210.20	36,191.14	32,000.00	32,000.00	32,000.00
长期投资	2,097.32	9,058.94	0.00	0.00	0.00
其他	(131,551.15)	(103,379.35)	(65,831.86)	(61,483.14)	(60,107.78)
投资活动现金流	(72,243.63)	(58,129.26)	(33,831.86)	(29,483.14)	(28,107.78)
债权融资	285,469.01	298,225.47	348,306.92	399,488.01	425,259.53
股权融资	11,038.88	(3,276.50)	(33,075.48)	(10,453.07)	(11,423.74)
其他	(254,802.27)	(264,585.37)	(301,364.71)	(351,703.51)	(403,118.60)
筹资活动现金流	41,705.62	30,363.60	13,866.73	37,331.44	10,717.19
汇率变动影响	1.14	(2.75)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(21,316.04)	15,194.94	7,814.13	14,461.38	12,984.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	348,477.74	401,955.48	451,278.55	523,585.46	588,507.19
营业成本	298,807.69	344,083.26	387,814.90	449,197.92	504,526.36
营业税金及附加	2,626.72	2,255.74	2,532.54	2,938.32	3,302.66
营业费用	1,105.74	1,078.15	1,210.45	1,404.39	1,578.53
管理费用	11,426.26	11,479.26	12,887.86	14,952.83	16,806.90
研发费用	11,288.50	15,268.92	17,142.54	20,412.82	23,532.40
财务费用	7,420.26	9,572.89	10,460.81	11,995.55	12,966.23
资产减值损失	(1,092.86)	(2,175.43)	4,023.48	4,668.15	5,246.98
公允价值变动收益	7.82	19.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	613.49	3,100.54	3,258.45	3,421.37	3,592.44
其他	2,630.26	1,044.44	(6,516.90)	(6,842.74)	(7,184.88)
营业利润	13,643.87	16,227.93	18,464.43	21,436.83	24,139.57
营业外收入	365.94	316.92	316.92	316.92	316.92
营业外支出	323.50	338.12	338.12	338.12	338.12
利润总额	13,686.31	16,206.72	18,443.22	21,415.63	24,118.36
所得税	3,084.88	3,470.91	3,949.89	4,586.47	5,165.30
净利润	10,601.43	12,735.81	14,493.34	16,829.16	18,953.06
少数股东损益	3,362.06	4,748.65	5,403.95	6,274.88	7,066.79
归属于母公司净利润	7,239.37	7,987.17	9,089.39	10,554.28	11,886.27
每股收益(元)	0.47	0.52	0.59	0.69	0.78

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.02%	15.35%	12.27%	16.02%	12.40%
营业利润	8.28%	18.94%	13.78%	16.10%	12.61%
归属于母公司净利润	-5.92%	10.33%	13.80%	16.12%	12.62%
获利能力					
毛利率	14.25%	14.40%	14.06%	14.21%	14.27%
净利率	2.08%	1.99%	2.01%	2.02%	2.02%
ROE	6.73%	6.77%	8.97%	9.59%	9.92%
ROIC	7.73%	7.65%	7.47%	8.16%	8.01%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	76.21%	74.74%	77.94%	78.60%	78.55%
净负债率	111.36%	96.37%	121.35%	129.50%	125.80%
流动比率	1.05	1.09	0.99	0.98	0.96
速动比率	0.61	0.77	0.70	0.70	0.68

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	6.80	6.98	7.12	7.26	7.41
存货周转率	2.40	2.88	3.49	3.65	3.65
总资产周转率	0.46	0.47	0.49	0.52	0.53

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.47	0.52	0.59	0.69	0.78
每股经营现金流	0.60	2.81	1.82	0.43	1.99
每股净资产	7.03	7.71	6.63	7.19	7.83

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	11.73	10.63	9.34	8.05	7.14
市净率	0.79	0.72	0.84	0.77	0.71
EV/EBITDA	4.92	4.25	7.85	7.61	7.11
EV/EBIT	6.18	5.08	10.57	10.14	9.44

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com