

中国电建 (601669)

证券研究报告

2021年08月26日

符合预期, 受益抽水蓄能建设提速, 看好新能源布局成效

业绩基本符合我们预期, 工程及电力投运主业地位凸显, 盈利阶段性承压。公司公告 21 年半年报, 21h1 收入 2,036 亿, yoy +27% (较 19h1 cagr+17%); 归母净利 45 亿, yoy+16% (较 19h1 cagr+7%); 扣非归母净利 43 亿, yoy+13% (较 19h1 cagr+9%)。单 21q2 收入 yoy+7% (较 19h1 cagr+15%), 归母净利 yoy -4% (较 19h1 cagr+3%), 扣非归母净利 yoy-19% (较 19h1 cagr+5%)。

公司 21h1 工程/电力投运/地产开发/设备等收入分别 1,699/ 97/ 52/ 25 亿, yoy 分别 29%/ 5%/ -32%/ 70% (较 19h1 cagr 分别 21%/ 9%/ -30%/ 66%); 四大业务毛利率分别 11.1%/ 43.7%/ 11.4%/ 29.4%, 分别同比+0.6/ -5.4/ -8.1/ -10.4pct。

公司 21h1 期间费用率同减 0.2pct 至 7.9%, 减值损失占收入比例同增 0.2pct 至 1.2%; 少数股东损益对净利润影响加大, 或主要源于永续债规模的扩大 (21h1 末同增 50 亿至 260 亿), 料后续少数股东损益对净利润影响或边际减弱。

工程业务收入较快增长或有延续性, 利润率有进一步回升空间

新签延续较快增长 (20FY 及 21M1-7 新签增速分别为 31.5%、10.5%), 在手订单充足 (20FY 末公司合同存量 11,058 亿, 2.8 倍于 20FY 收入), 在海外受疫情影响较大的背景下, 工程业务收入增长延续高增速。近年公司订单收入结转节奏加快, 国内抽水蓄能投资建设或明显提速 (据能见报道, 近期国家能源局综合司印发《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035 年)》(征求意见稿), 明确 2035 年我国抽水蓄能装机规模提升至 300GW, 且建设节奏相对前置, vs20 年末装机规模略超 30GW), 叠加海外疫情影响边际减弱, 我们预计公司工程业务收入延续较快增长有一定持续性。毛利率同比有一定回升, 判断原材料涨价等对其有一定负面影响, 预计后续仍有回升空间。

水火电盈利阶段性承压, 风光资产优质前景可期, 整体利润率有提升空间

电力投运业务收入增速回落至个位数, 毛利率同减 5.4pct, 主因水电 (结算电价下调及枯水期来水量低于 20h1) 及火电拖累 (煤炭价格涨幅较大), 均为阶段性影响因素, 后续存修复空间。风光实现收入 38.8 亿 (占该板块收入比例 39.8%, yoy+19.2%), 毛利率 59.0%, 较板块整体高 15.2pct, 风光发电量带动收入提升, 同时其盈利水平佐证资产质地。往后看, 阶段性影响因素非常态, 风光投运规模或延续高速增长 (预计十四五末新增 30GW+, vs 20FY 末投运规模为 6.6GW), 电力运营资产质量持续优化, 盈利能力有较大提升空间。21h1 末公司控股电力装机投产规模为 16.4GW (较 20FY 末增加 0.3GW)。

受益抽水蓄能建设提速, 看好布局新能源成效, 维持“买入”评级

维持前期业绩预测, 预计公司 21-23 年归母净利分别为 91/106/119 亿, YoY 分别为 14%/ 16%/13% (其中预计电力投运 21-23 年归母净利 25/29/34 亿)。公司水利水电建设领域龙头地位稳固, 受益抽水蓄能建设提速及多元化拓展; 电力运营资产质量较优, 十四五规模提升速率或加快, 且新能源占比或进一步提升优化资产质量, 看好公司转型成效及成长潜力。维持目标价 6.83 元, 对应公司 21 年 PE 11.5x, 维持“买入”评级, 继续重点推荐。

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

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)	12.62	11.44	10.05	8.65	7.68
市净率(P/B)	0.85	0.77	0.90	0.83	0.76
市销率(P/S)	0.26	0.23	0.20	0.17	0.16
EV/EBITDA	4.92	4.25	8.01	7.76	7.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	5.97 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)	91,335.24
流通 A 股市值(百万元)	66,532.08
每股净资产(元)	6.24
资产负债率(%)	76.11
一年内最高/最低(元)	6.40/3.57

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
wangtao@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



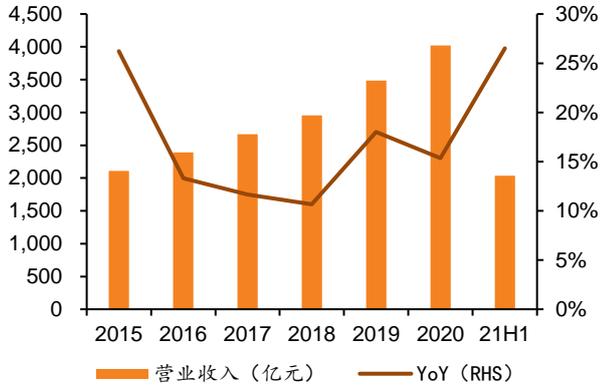
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国电建-首次覆盖报告:水电建设龙头, 储能及清洁能源运营迎发展机遇》2021-08-09
- 《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

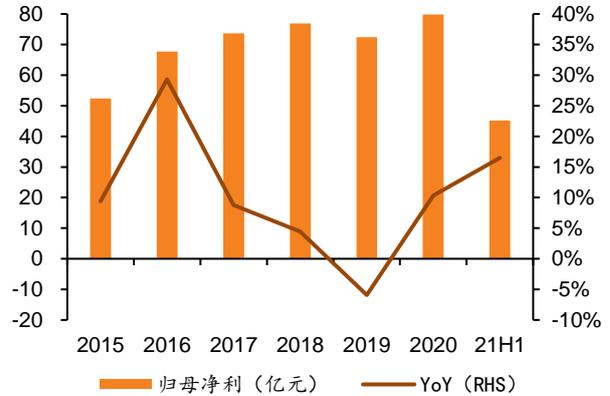
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：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	849	4.38	0.38	0.44	0.51	11.5	9.9	8.5
601117.SH	中国化学	523	10.60	0.74	0.93	1.19	14.3	11.4	8.9
600068.SH	葛洲坝	428	9.30	0.93	1.29	1.49	10.0	7.2	6.3
601800.SH	中国交建	962	6.99	1.00	1.20	1.33	7.0	5.8	5.3
601611.SH	中国核建	225	8.50	0.51	0.57	0.64	16.6	14.8	13.3
平均值							11.9	9.8	8.4
中位数							11.5	9.9	8.5
600905.SH	三峡能源	1,606	5.62	0.13	0.17	0.24	44.5	32.9	23.1
600674.SH	川投能源	504	11.44	0.72	0.77	0.89	15.9	14.9	12.8
600886.SH	国投电力	642	9.21	0.79	0.82	0.95	11.6	11.2	9.7
平均值							24.0	19.7	15.2
中位数							15.9	14.9	12.8
601669.SH	中国电建	913	5.97	0.52	0.59	0.69	11.4	10.0	8.6

注：股价时间 2021/08/25；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

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					
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					
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)					
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					
市盈率	12.62	11.44	10.05	8.65	7.68
市净率	0.85	0.77	0.90	0.83	0.76
EV/EBITDA	4.92	4.25	8.01	7.76	7.24
EV/EBIT	6.18	5.08	10.79	10.33	9.61

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