

公司研究

新签订单保持较快增长，工程收入及毛利率双提升

——中国电建（601669.SH）2021年半年度报告点评

买入（维持）

当前价：5.95元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

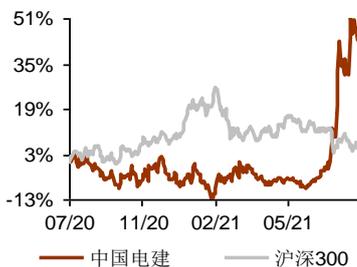
010-58452063

fengmq@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	152.99
总市值(亿元):	910.29
一年最低/最高(元):	3.57/6.55
近3月换手率:	89.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.98	19.15	7.55
绝对	9.58	9.58	9.58

资料来源：Wind

相关研报

发电运营资产有望价值重估，光伏储能受益于行业景气度提升——中国电建

(601669.SH) 动态跟踪报告 (2021-08-10)

新签订单持续较快增长，投运及在建电力装机容量达 2009 万千瓦——中国电建

(601669.SH) 2020 年年报及 21 年一季报

点评 (2021-05-05)

2Q20 业绩回暖，新签增速逐月提升——中国电建 (601669.SH) 2020 年半年报点评

(2020-09-01)

要点

事件：中国电建发布 2021 年半年度报告，公司 21H1 实现营业总收入 2036 亿，同增 26%，实现归母净利润 45 亿，同增 16%；其中 Q2 实现营业总收入 1025 亿，同增 7%，实现归母净利润 21 亿，同减 4%。

点评：

工程承包业务收入增速及毛利率双提升。

21H1，公司工程承包与勘测设计、电力投资与运营、房地产开发、设备制造与租赁和其他业务分别实现营业收入 1698.68 亿元、97.42 亿元、52.21 亿元、24.94 亿元和 148.93 亿元，分别同增 29.19%、3.61%、-32.09%、69.64%和 49.32%。工程承包与勘测设计业务收入增长的主要原因是公司新能源工程承包、市政设施工程承包等非传统业务规模快速扩张。电力投资与运营业务收入增长的主要原因是新能源发电收入增长，风力发电和太阳能发电上半年实现营业收入 38.80 亿元，同增 19.21%，占板块营业收入的 39.83%。

21H1，公司主营业务综合毛利率为 12.85%，同降 0.55pct；工程承包与勘测设计、电力投资与运营、房地产开发、设备制造与租赁和其他业务毛利率分别为 11.12%、43.75%、11.39%、29.42%和 10.18%，分别同增 0.57pct、-5.32pct、-8.14pct、-10.37pct 和 1.56pct。工程承包与勘测设计业务毛利率同比提升的主要原因是新能源工程承包、市政设施工程承包等非传统业务规模快速扩张，项目盈利能力逐步提升，业务结构进一步调整取得良好效果。电力投资与运营业务毛利率下降源于：1) 结算电价下调；2) 枯水期来水量低于上年，固定成本占比较高的水电发电量减少，导致水力发电业务毛利率下降；3) 电煤供应形势不断趋紧，本年电煤价格较上年同期增幅较大且持续高位运行，火力发电业务盈利空间被压缩。

新签合同额保持较快增长，基础设施业务增速领先。

21H1，公司实现新签合同 3822.66 亿元，同增 13.70%，保持较快增长。其中，以 EPC、勘测设计、设备采购、施工总承包等方式新签新能源项目合同金额达 621.62 亿元。公司 21H1 新签基础设施业务合同 1749.00 亿元，同增 19.58%，占公司总体新签合同的 45.75%，主要由于公司充分发挥产业联动优势，全面参与新型城镇化建设，积极参与“一带一路”沿线国家基础设施的互联互通，在国内外市政基础设施、城市轨道交通、高速公路、铁路、机场、港口与航道等基础设施领域积极开拓。21H1，水资源与环境业务新签合同 769.27 亿元，同增 13.03%。水资源与环境业务不断提质并加快向粤外区域拓展，以 EOD 模式实施的长沙大泽湖智慧生态城项目推进顺利。新兴业务有序推进并快速形成市场优势，中标湖北浠水、重庆铜梁、陕西富平绿色砂石骨料项目。此外，海上风电、地热、楼宇能源管理、微电网等业务稳步推进、稳健成长，逐步成为公司发展新动能。

存货增加导致现金流流出，期间费用率小幅改善。

21H1，公司经营活动现金流量净额为-201.68 亿元，同降 95.29 亿元。经营性现金流净额大幅下降主要是因为存货较期初增加约 160 亿元，其中房地产开发成本和房地产开发产品合计较期初增加约 140 亿元。同期，公司期间费用率为 7.92%，同降约 0.2pct；期间费用率下降，主要是财务费用率下降所致：销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 0.25%、2.90%、2.88%和 1.87%，同增 0.01pct、-0.29pct、0.28pct 和-0.18pct。

公司减值损失计提较为激进，资产减值及信用减值损失共计提 24.22 亿元，同增 49%，净增约 8 亿元；主要为应收账款坏账损失（净增约 7 亿元）。报告期公司投资净收益约 1.42 亿元，同增 339.04%，净增约 2 亿元；主要来源于权益法核算的长期股权投资收益。

盈利预测、估值与评级：中国电建在电力建设及运营投资、水利及水环境处理及运营等领域有竞争优势，新签订单稳步增长，在手合同为其后期业绩带来确定性。公司目前特许经营权账面价值约为 2068.7 亿元（占 21 年 6 月底总资产达 21.1%），采矿权账面价值 51.3 亿元；其特许经营权项目中，电力类项目占比较高，截至 21 年 6 月末，公司控股电力装机投产规模达到 1638.4 万千瓦，较期初增加约 24 万千瓦，其中水电、新能源占比达到 80.71%。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测分别为 0.58 元、0.65 元、0.72 元。现价对应公司 21 年动态市盈率为 10x，维持“买入”评级。

风险提示：新能源工程承包不及预期、新签订单放缓、订单回款不及预期、地产业务超预期下降。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	347,713	401,181	471,238	553,458	620,445
营业收入增长率	18.00%	15.38%	17.46%	17.45%	12.10%
净利润（百万元）	7,239	7,987	8,841	9,878	11,091
净利润增长率	-5.92%	10.33%	10.69%	11.73%	12.28%
EPS（元）	0.47	0.52	0.58	0.65	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.73%	6.77%	7.05%	7.38%	7.75%
P/E	13	11	10	9	8
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-27

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	347,713	401,181	471,238	553,458	620,445
营业成本	298,808	344,083	404,824	475,977	533,795
折旧和摊销	9,201	9,415	11,540	12,920	14,599
税金及附加	2,627	2,256	2,650	3,112	3,489
销售费用	1,106	1,078	1,266	1,487	1,667
管理费用	11,426	11,479	13,484	15,836	17,753
研发费用	11,288	15,269	17,935	21,065	23,614
财务费用	7,420	9,573	11,926	14,036	16,340
投资收益	612	3,103	500	525	551
营业利润	13,644	16,228	17,617	19,254	21,130
利润总额	13,686	16,207	17,596	19,233	21,109
所得税	3,085	3,471	3,768	4,119	4,521
净利润	10,601	12,736	13,827	15,114	16,588
少数股东损益	3,362	4,749	4,986	5,235	5,497
归属母公司净利润	7,239	7,987	8,841	9,878	11,091
EPS(元)	0.47	0.52	0.58	0.65	0.72

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,221	42,963	37,961	15,874	24,606
净利润	7,239	7,987	8,841	9,878	11,091
折旧摊销	9,201	9,415	11,540	12,920	14,599
净营运资金增加	18,535	-42,412	-4,309	21,973	19,403
其他	-25,754	67,973	21,888	-28,898	-20,488
投资活动产生现金流	-72,244	-58,129	-57,990	-59,475	-59,449
净资本支出	-66,769	-58,376	-55,000	-60,000	-60,000
长期投资变化	14,982	24,041	0	0	0
其他资产变化	-20,456	-23,794	-2,990	525	551
融资活动现金流	41,706	30,364	31,835	60,045	48,241
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	9,116	12,756	42,375	72,330	63,583
无息负债变化	40,259	30,121	65,041	61,629	52,774
净现金流	-20,529	13,489	11,806	16,444	13,397

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.1%	14.2%	14.1%	14.0%	14.0%
EBITDA 率	9.7%	10.0%	9.2%	9.0%	9.0%
EBIT 率	6.8%	7.4%	6.8%	6.7%	6.7%
税前净利润率	3.9%	4.0%	3.7%	3.5%	3.4%
归母净利润率	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
ROA	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
ROE (摊薄)	6.7%	6.8%	7.0%	7.4%	7.7%
经营性 ROIC	4.0%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	76%	75%	77%	78%	79%
流动比率	1.05	1.09	1.02	0.98	0.95
速动比率	0.61	0.77	0.72	0.69	0.68
归母权益/有息债务	0.38	0.40	0.37	0.32	0.30
有形资产/有息债务	2.19	2.28	2.34	2.27	2.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	813,228	886,543	1,006,371	1,153,905	1,285,169
货币资金	70,019	82,442	94,248	110,692	124,089
交易性金融资产	14	82	82	82	82
应收帐款	54,692	56,072	63,617	79,255	93,873
应收票据	1,492	2,877	3,380	3,970	4,450
其他应收款 (合计)	37,087	40,511	47,000	60,125	72,949
存货	156,351	122,680	144,479	170,029	190,732
其他流动资产	14,178	16,412	18,626	21,303	23,668
流动资产合计	370,769	416,266	482,274	574,665	654,003
其他权益工具	5,194	7,285	7,285	7,285	7,285
长期股权投资	14,982	24,041	24,041	24,041	24,041
固定资产	101,148	101,485	114,871	132,650	153,128
在建工程	12,191	13,195	36,039	53,161	65,991
无形资产	181,714	201,523	203,608	210,628	217,548
商誉	996	530	530	530	530
其他非流动资产	13,093	71,151	74,654	74,654	74,654
非流动资产合计	442,459	470,278	524,097	579,240	631,166
总负债	619,757	662,634	770,051	904,010	1,020,367
短期借款	14,563	15,637	43,012	100,342	148,925
应付账款	110,601	121,575	143,037	168,178	188,607
应付票据	9,860	9,511	11,191	13,157	14,756
预收账款	115,618	179	210	247	276
其他流动负债	28,167	27,257	32,012	36,997	39,486
流动负债合计	352,788	381,709	471,324	586,994	685,671
长期借款	224,479	240,452	255,452	270,452	285,452
应付债券	21,212	16,253	16,253	16,253	16,253
其他非流动负债	12,199	14,872	17,674	20,963	23,642
非流动负债合计	266,968	280,925	298,727	317,016	334,696
股东权益	193,471	223,909	236,320	249,895	264,802
股本	15,299	15,299	15,299	15,299	15,299
公积金	27,031	30,341	31,225	32,213	33,322
未分配利润	42,840	48,229	54,769	62,122	70,422
归属母公司权益	107,540	118,026	125,451	133,791	143,201
少数股东权益	85,931	105,883	110,869	116,104	121,602

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.32%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
管理费用率	3.29%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
财务费用率	2.13%	2.39%	2.53%	2.54%	2.63%
研发费用率	3.25%	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%
所得税率	23%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.04	0.09	0.10	0.11	0.12
每股经营现金流	0.60	2.81	2.48	1.04	1.61
每股净资产	7.03	7.71	8.20	8.75	9.36
每股销售收入	22.73	26.22	30.80	36.18	40.55

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	13	11	10	9	8
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	16.1	14.7	14.4	14.2	14.0
股息率	0.7%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE