

公司研究

新能源装机快速增长，经营质量同比改善

——中国能源建设（3996.HK）2021 年报点评

买入（维持）

当前价：1.10 港元

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

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	416.91
总市值(亿港元):	458.60
一年最低/最高(港元):	0.68/1.65
近3月换手率:	34.3%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.0	-10.4	67.8
绝对	-10.2	-14.2	45.6

资料来源：Wind

要点

事件：

中国能源建设发布 2021 年年报。报告期，公司实现营业收入 3223.19 亿元，同增 19.23%；归母净利润约 65.04 亿元，同增 39.26%；扣非归母净利润 50.72 亿元，同增 37.69%。单四季度，公司营收 1127.31 亿元，同增 14.83%；归母净利润 31.44 亿元，同增 17.18%。

点评：

工程建设业务保持较高增速，工业制造业务毛利率同比下降：

报告期，公司勘测设计及咨询业务、工程建设业务、工业制造、投资运营业务、其他业务分别实现营业收入 147.62 亿元、2639.20 亿元、282.49 亿元、272.57 亿元及 63.55 亿元，分别同增 3.94%、24.45%、16.47%、0.97%及 9.45%。工程建设业务收入保持较高增速，主要受益于新能源项目总承包、传统能源发电项目总承包的带动。工业制造业务收入保持较快增长主要由于民用爆破和装备制造业务收入增长带动。

报告期，公司综合毛利率 13.16%，同减 0.49pct；勘测设计及咨询业务、工程建设业务、工业制造、投资运营业务、其他业务毛利率分别为 35.36%、8.5%、23.7%、27.09%以及 20.23%，同比增加 0.4pct、-0.28pct、-4.85pcts、6.94pcts 以及 -6.66pcts。其中，工业制造业务毛利率下降主要由于市场竞争加剧，钢结构制造订单价格持续走低，原材料和配件价格上涨及委外劳务成本增加，使该行业成本显著攀升。

新签订单同比高增，新能源装机容量快速增长：

报告期，公司新签合同额达 8726.1 亿元，同增 51%。报告期，公司工程建设业务新签合同额 8008.9 亿元，同增 45.7%；其中，新能源及综合智慧能源新签合同额 1927.7 亿元，同增 53.2%，占新签工程建设业务合同额比例达 24.1%，占比同增 1.2pct；传统能源新签合同额 2018.8 亿元，同增 21.7%，占新签工程建设业务合同额比例达 25.2%。21 年，公司新签合同额高速增长，为公司后续收入利润的增长提供了有力保障。

截至 2021 年底，公司控股并网装机 463.3 万千瓦，同增 62%；其中新能源装机容量 237.45 万千瓦（其中：风电 142.15 万千瓦，太阳能发电 95.30 万千瓦），同增 70%。“十四五”期间公司控股新能源装机容量预计将达到 2000 万千瓦以上。

经营性现金流同比改善，期间费用率下降：

报告期，公司经营性活动现金流净流入约 88.44 亿元，同增约 23.5 亿元；经营性现金流大幅改善主要由于净利润同比增长以及收现改善，21 年公司收现比 97.2%，同增 1.1pcts。应收账款账龄结构方面，三年期以上余额占比约为 11.3%，同比增长 0.9pct。21 年，公司加权平均净资产收益率为 8.55%，同增 0.65pct；公司总资产周转率提升至 0.64 次，同增 0.04 次；公司资产负债率上升至 71.69%，同增 0.66pct；公司归母净利率 2.02%，同增约 0.29pct。21 年，公司期间费用率 8.34%，同降 0.56pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别同降 0.2pct/0.1pct/0.26pct。

盈利预测、估值与评级：中国能源建设在电力建设及运营投资领域有竞争优势，新签订单稳步增长为公司后期业绩带来确定性。我们看好公司在“十四五”期间新能源发电运营资产规模快速增长带来的价值重估及利润规模增长。维持公司2022-2023年EPS预测0.22元、0.24元，新增公司2024年EPS预测0.26元。现价对应2022年动态市盈率为4.1x，维持“买入”评级。

风险提示：新能源发电项目工程承包建设需求不及预期、新签订单增速放缓、项目回款不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	270,327	322,319	360,669	403,223	447,082
营业收入增长率	9.32%	19.23%	11.90%	11.80%	10.88%
净利润 (百万元)	4,671	6,504	9,083	9,952	10,639
净利润增长率	-8.64%	39.26%	39.65%	9.57%	6.91%
EPS (元)	0.16	0.16	0.22	0.24	0.26
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.83%	6.90%	8.88%	8.88%	8.69%
P/E	5.8	5.8	4.1	3.8	3.5
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-01；汇率：按1HKD=0.82CNY换算；2021年9月17日，中国能源建设吸收合并葛洲坝后，总股本由300.2亿股增加至416.9亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	270,327	322,319	360,669	403,223	447,082
营业成本	233,089	279,910	314,500	352,312	391,758
折旧和摊销	3,596	0	5,603	6,351	7,192
税金及附加	1,695	1,437	1,608	1,798	1,993
销售费用	1,941	1,667	1,847	2,044	2,244
管理费用	11,555	12,747	14,121	15,629	17,155
研发费用	6,785	8,789	9,835	10,996	12,192
财务费用	3,793	3,673	3,853	4,519	4,713
投资收益	559	472	472	472	472
营业利润	12,520	14,576	16,178	17,676	18,986
利润总额	12,040	13,050	15,882	17,208	18,293
所得税	3,403	3,453	2,468	2,709	2,879
净利润	8,637	9,598	13,414	14,499	15,414
少数股东损益	3,966	3,093	4,331	4,547	4,775
归属母公司净利润	4,671	6,504	9,083	9,952	10,639
EPS(元)	0.16	0.16	0.22	0.24	0.26

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,490	8,844	-11,515	25,336	27,562
净利润	4,671	6,504	9,083	9,952	10,639
折旧摊销	3,596	4,858	5,603	6,351	7,192
净营运资金增加	-6,407	-8,702	39,358	5,423	5,327
其他	4,630	11,042	-65,559	3,610	4,405
投资活动产生现金流	-20,192	-18,653	-29,005	-27,250	-29,069
净资本支出	-14,074	-13,092	-29,538	-27,722	-29,541
长期投资变化	28,954	38,303	0	0	0
其他资产变化	-35,072	-43,864	534	472	472
融资活动现金流	22,136	12,324	58,334	10,895	10,763
股本变化	0	11,671	0	0	0
债务净变化	9,349	17,610	63,125	15,676	15,760
无息负债变化	20,394	23,396	23,818	30,587	31,980
净现金流	7,237	2,343	17,815	8,980	9,256

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	13.6%	13.2%	12.8%	12.6%	12.4%
EBITDA 率	7.5%	6.1%	7.1%	7.0%	6.8%
EBIT 率	6.1%	6.1%	5.5%	5.4%	5.2%
税前净利润率	4.5%	4.0%	4.4%	4.3%	4.1%
归母净利润率	1.7%	2.0%	2.5%	2.5%	2.4%
ROA	1.8%	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%
ROE (摊薄)	6.8%	6.9%	8.9%	8.9%	8.7%
经营性 ROIC	7.9%	9.0%	7.7%	7.6%	7.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	71%	72%	74%	74%	75%
流动比率	1.14	1.15	1.09	1.08	1.07
速动比率	0.90	0.93	0.83	0.81	0.80
归母权益/有息债务	0.68	0.79	0.56	0.57	0.57
有形资产/有息债务	4.05	3.84	2.99	3.02	3.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	476,052	528,863	628,282	688,782	751,652
货币资金	56,435	58,299	76,114	85,094	94,350
交易性金融资产	2,958	3,021	3,021	3,029	3,037
应收账款	51,086	56,956	69,341	77,523	85,955
应收票据	8,592	8,583	9,604	10,737	11,905
其他应收款 (合计)	16,922	18,359	20,516	22,934	25,426
存货	61,529	58,609	94,611	106,064	118,012
其他流动资产	15,998	11,557	11,557	11,557	11,557
流动资产合计	288,151	309,936	390,397	434,991	481,143
其他权益工具	2,311	2,390	2,390	2,390	2,390
长期股权投资	28,954	38,303	38,303	38,303	38,303
固定资产	33,187	39,534	43,544	49,340	56,610
在建工程	7,040	7,770	14,476	20,432	25,836
无形资产	61,599	68,110	79,714	87,510	95,183
商誉	2,140	2,162	2,162	2,162	2,162
其他非流动资产	14,036	30,312	30,312	30,312	30,312
非流动资产合计	187,901	218,927	237,885	253,792	270,509
总负债	338,123	379,129	466,072	512,335	560,075
短期借款	11,423	15,772	78,898	94,574	110,334
应付账款	100,469	124,577	135,530	151,825	168,823
应付票据	13,095	12,422	13,957	15,635	17,386
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	10,567	9,420	9,420	9,420	9,420
流动负债合计	253,102	270,522	357,465	403,728	451,468
长期借款	62,975	84,618	84,618	84,618	84,618
应付债券	9,995	11,292	11,292	11,292	11,292
其他非流动负债	10,000	11,178	11,178	11,178	11,178
非流动负债合计	85,021	108,607	108,607	108,607	108,607
股东权益	137,929	149,734	162,210	176,447	191,578
股本	30,020	41,691	41,691	41,691	41,691
公积金	12,568	22,295	23,203	24,198	25,262
未分配利润	15,647	20,141	27,378	36,073	45,365
归属母公司权益	68,417	94,199	102,344	112,034	122,389
少数股东权益	69,512	55,535	59,866	64,413	69,188

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.72%	0.52%	0.51%	0.51%	0.50%
管理费用率	4.28%	3.95%	3.92%	3.88%	3.84%
财务费用率	1.41%	1.14%	1.07%	1.12%	1.05%
研发费用率	2.51%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%
所得税率	28%	26%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01
每股经营现金流	0.22	0.21	-0.28	0.61	0.66
每股净资产	2.28	2.26	2.45	2.69	2.94
每股销售收入	8.99	7.73	8.65	9.67	10.72

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	5.8	5.8	4.1	3.8	3.5
PB	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.9	15.2	14.1	13.7	13.5
股息率	0.0%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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