

中国电建 (601669)

证券研究报告

2022年04月29日

完成地产资产剥离，22fy 新能源投资开始发力

公司公告 21fy 年报及 22q1 季报。21fy 公司收入 4,490 亿, yoy+12%(较 19fy cagr+14%); 归母净利 86 亿, yoy+8% (较 19fy cagr+9%), 扣非归母净利 81 亿, yoy+53% (较 19fy cagr+13%)。21q4 公司收入 1,329 亿, yoy-8% (较 19q4 cagr+7%); 归母净利 22.8 亿, yoy+6% (较 19q4 cagr+27%); 扣非归母净利 19.7 亿 (vs 21q4 为负, 较 19q4 cagr+26%)。22q1 公司收入 1,288 亿, yoy+6% (追溯调整后同口径, 下同); 归母净利 28 亿, yoy+5%; 扣非归母净利 24 亿, yoy+3%。

公司亦公告与电建集团资产置换暨关联交易进展, 置入资产、置出资产均已完成股东变更的工商登记, 电建集团已向公司支付置入资产、置出资产的差额对价人民币 6,534.26 万元; 本次交易的资产交割已全部完成。

21fy 业绩符合预期, 疫情或阶段性拖累 22q1 收入增速及盈利

21fy 公司主要三大业务工程承包/电力投资与运营/地产开发收入分别 3,730/203/295 亿, yoy 分别 12.2%/7.9%/35.6%。工程承包业务延续较快增长, 电力投资运营业务中新能源收入 73 亿, yoy+17%, 占电力运营收入比例 yoy+3pct 至 36%; 21fy 风/光/水/火分别新增装机 1.0/0.2/0.1/0GW 至 6.3/1.5/6.5/3.2GW, 累计控股装机容量新增 1.2GW 至 17.4GW, 21fy 新增装机平稳, 预计 22fy 新增装机开始加速 (公司 22fy 规划能源项目投资安排 522 亿, 其中新能源项目 483 亿, 计划新开工新能源装机容量 10GW+, 计划核准抽蓄项目 4 个合计约 5GW)。21fy 末公司在手未完工合同额 1.46 万亿, 约为同期收入之 3.3 倍, 充足在手订单支撑收入增长动能。

21fy 公司综合毛利率 13.2%, yoy-1.2pct; 其中 21q4 为 14.2%, yoy-1.0pct。分业务看, 工程承包/电力投资与运营/地产开发 21fy 毛利率分别 10.9%/40.8%/11.8%, yoy 分别-0.8/-7.1/-7.2pct。原材料/疫情影响等拖累工程业务毛利率阶段承压; 电力运营业务毛利率主因水电 (21fy 整体来水偏枯)/火电 (21h2 煤价涨幅较大) 阶段拖累, 新能源毛利率 yoy-1.1pct 至 58.1%, 大致稳定于较高水平。22q1 毛利率 11.2% (因资产重组完成, 并表口径有调整), yoy+0.5pct。费用率有一定提升、减值阶段拖累, 推测疫情有阶段影响 (抗疫支出增加、业主回款节奏有所放缓), 22q1 归母净利率 yoy-0.1pct 至 2.1%。

地产资产完成剥离, 坚定清洁能源转型, 看好变革前景, 维持“买入”评级

公司清洁能源转型意志坚决, 我们预计“十四五”公司利润结构新能源贡献或有明显提升。21fy 公司新能源集团净利润 19.6 亿 (vs 20fy 为 7.9 亿, 同期有较多减值), 占公司整体净利润比例为 14.6%。地产业务完成剥离, 强化融资能力, 支撑公司转型前景。考虑资产重组影响等, 我们上调公司 22/23 年归母净利至 110/126 亿 (前值 101/118 亿), 新增 24 年预测为 145 亿, 22-24 年 yoy 分别为 27%/15%/15%, 维持目标价 11.18 元, 对应公司 22 年 PE 约 16x, 维持“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

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	401,955.48	448,980.31	509,747.24	580,263.18	665,798.32
增长率(%)	15.35	11.70	13.53	13.83	14.74
EBITDA(百万元)	57,769.91	56,293.92	47,654.09	53,843.91	61,140.90
净利润(百万元)	7,987.17	8,632.10	10,995.52	12,616.31	14,489.67
增长率(%)	10.33	8.07	27.38	14.74	14.85
EPS(元/股)	0.52	0.56	0.72	0.82	0.95
市盈率(P/E)	14.58	13.49	10.59	9.23	8.04
市净率(P/B)	0.99	0.93	0.86	0.78	0.71
市销率(P/S)	0.29	0.26	0.23	0.20	0.17
EV/EBITDA	4.25	5.93	6.72	6.33	5.18

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	7.61 元
目标价格	11.18 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)	116,425.66
流通 A 股市值(百万元)	84,808.90
每股净资产(元)	6.47
资产负债率(%)	75.09
一年内最高/最低(元)	9.96/3.77

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

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



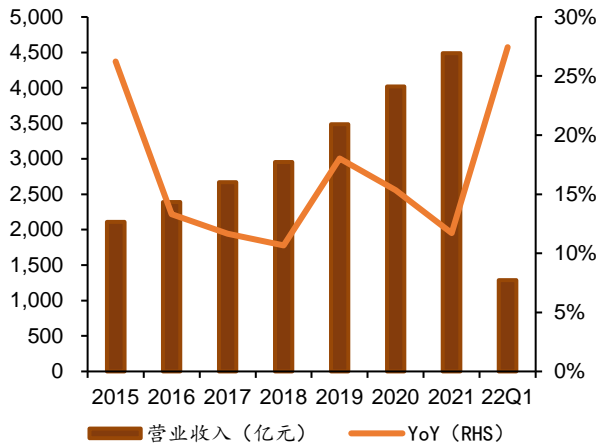
资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《中国电建-公司专题研究: 央企系列 3: 电建资产特征及展望》2022-03-05
- 《中国电建-公司点评: 资产置换方案落地, 剥离地产业务进入倒计时》2022-01-08
- 《中国电建-季报点评: 收入延续快增, 利润率阶段承压, “双碳”核心标的》2021-10-29

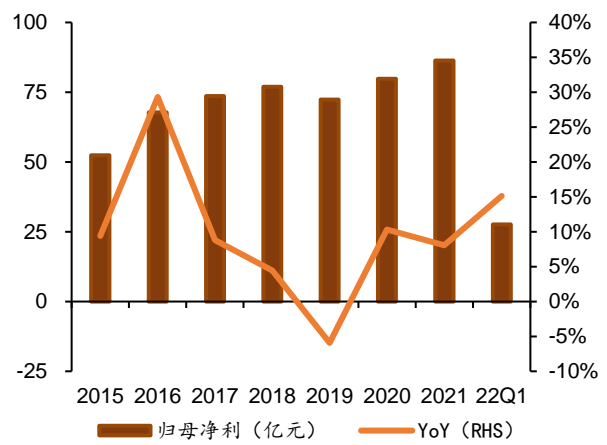
公司历年经营情况及可比公司估值表

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

图 3：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				P/E			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
工程等业务可比公司											
601618.SH	中国中冶	664	3.44	0.38	0.40	0.48	0.55	9.1	8.5	7.2	6.3
601117.SH	中国化学	543	8.88	0.60	0.76	0.97	1.20	14.8	11.7	9.2	7.4
601800.SH	中国交建	1,422	10.68	1.00	1.11	1.28	1.43	10.7	9.6	8.4	7.5
601611.SH	中国核建	202	7.63	0.51	0.60	0.72	0.84	14.9	12.8	10.7	9.1
601868.SH	中国能建	859	2.39	0.11	0.16	0.20	0.23	21.3	15.3	11.8	10.2
002060.SZ	粤水电	90	7.45	0.22	0.27	0.32	0.38	34.0	27.3	23.3	19.7
	平均值							17.5	14.2	11.7	10.0
	中位数							14.8	12.3	9.9	8.3
电力投资运营业务可比公司											
600905.SH	三峡能源	1,594	5.57	0.13	0.20	0.28	0.34	44.1	28.3	20.2	16.4
000591.SZ	太阳能	195	6.49	0.34	0.39	0.56	0.72	19.0	16.5	11.7	9.0
601016.SH	节能风电	195	3.90	0.12	0.15	0.26	0.32	31.6	25.5	14.9	12.2
600674.SH	川投能源	484	10.99	0.72	0.70	0.81	0.90	15.3	15.7	13.5	12.2
600886.SH	国投电力	709	9.51	0.74	0.57	0.85	0.94	12.9	16.7	11.2	10.1
	平均值							24.6	20.5	14.3	12.0
	中位数							19.0	16.7	13.5	12.2
601669.SH	中国电建	1,164	7.61	0.52	0.56	0.72	0.82	14.6	13.5	10.6	9.2

注：股价时间 2022/04/28；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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	82,441.58	70,075.54	79,559.86	90,565.79	114,473.61
应收票据及应收账款	58,949.20	74,768.87	71,383.33	88,539.48	87,559.39
预付账款	30,414.16	22,705.19	42,943.03	31,506.61	51,769.46
存货	122,680.01	125,762.03	156,467.90	164,717.85	203,645.43
其他	62,849.85	66,898.96	160,622.58	181,067.40	214,060.77
流动资产合计	357,334.80	360,210.59	510,976.70	556,397.12	671,508.65
长期股权投资	24,040.84	37,339.19	37,339.19	37,339.19	37,339.19
固定资产	101,559.62	109,089.68	129,484.71	148,379.74	165,774.76
在建工程	13,196.60	12,903.29	24,903.29	36,903.29	48,903.29
无形资产	201,523.26	228,040.06	223,703.81	219,367.56	215,031.32
其他	129,957.48	152,152.50	161,189.61	170,540.94	180,687.26
非流动资产合计	470,277.80	539,524.72	576,620.61	612,530.72	647,735.82
资产总计	886,543.44	963,977.37	1,087,597.31	1,168,927.84	1,319,244.47
短期借款	15,636.75	5,059.01	21,207.32	48,141.47	48,141.47
应付票据及应付账款	131,086.97	147,404.67	179,074.75	187,513.55	232,309.66
其他	112,448.00	132,127.11	317,297.34	338,086.28	418,965.51
流动负债合计	259,171.71	284,590.79	517,579.41	573,741.30	699,416.63
长期借款	240,452.14	262,380.46	262,380.46	266,879.77	266,879.77
应付债券	16,252.73	22,560.70	19,406.72	19,406.72	20,458.05
其他	24,220.08	30,013.25	31,013.25	32,013.25	33,013.25
非流动负债合计	280,924.95	314,954.41	312,800.42	318,299.74	320,351.07
负债合计	662,634.10	723,845.37	830,379.84	892,041.04	1,019,767.70
少数股东权益	105,882.91	115,137.10	121,284.03	128,337.04	136,437.34
股本	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04
资本公积	28,204.55	29,670.77	29,613.80	29,613.80	29,613.80
留存收益	50,365.69	56,261.62	67,257.13	79,873.44	94,363.12
其他	24,157.16	23,763.48	23,763.48	23,763.48	23,763.48
股东权益合计	223,909.34	240,132.00	257,217.47	276,886.80	299,476.77
负债和股东权益总计	886,543.44	963,977.37	1,087,597.31	1,168,927.84	1,319,244.47

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	12,735.81	13,457.78	10,995.52	12,616.31	14,489.67
折旧摊销	10,337.22	12,651.64	13,941.22	15,441.22	16,941.22
财务费用	10,694.28	9,684.79	8,784.18	9,824.78	11,398.76
投资损失	(3,103.28)	(651.13)	(1,239.25)	(1,301.21)	(1,366.27)
营运资金变动	(4,062.48)	(31,653.73)	14,549.52	(16,146.35)	24,702.07
其它	16,361.80	12,134.19	6,146.93	7,053.02	8,100.30
经营活动现金流	42,963.35	15,623.53	53,178.12	27,487.77	74,265.75
资本支出	36,191.14	53,002.11	41,000.00	41,000.00	41,000.00
长期投资	9,058.94	13,298.35	0.00	0.00	0.00
其他	(103,379.35)	(112,727.19)	(84,188.76)	(79,978.42)	(81,971.30)
投资活动现金流	(58,129.26)	(46,426.74)	(43,188.76)	(38,978.42)	(40,971.30)
债权融资	3,183.57	16,475.66	(448.06)	22,496.57	(9,386.63)
股权融资	3,350.77	1,072.55	(56.97)	0.00	0.00
其他	23,829.26	2,182.91	(0.00)	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	30,363.60	19,731.13	(505.03)	22,496.57	(9,386.63)
汇率变动影响	(2.75)	(0.83)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	15,194.94	(11,072.91)	9,484.33	11,005.92	23,907.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	401,955.48	448,980.31	509,747.24	580,263.18	665,798.32
营业成本	344,083.26	389,566.22	442,546.86	503,631.01	577,607.11
营业税金及附加	2,255.74	1,821.08	2,067.55	2,353.57	2,700.50
销售费用	1,078.15	1,371.72	1,557.37	1,772.81	2,034.13
管理费用	11,479.26	13,285.59	13,554.48	15,429.54	17,703.97
研发费用	15,268.92	16,088.30	18,265.76	20,792.55	23,857.53
财务费用	9,572.89	7,835.61	8,784.18	9,824.78	11,398.76
资产/信用减值损失	(5,583.72)	(3,737.36)	(3,032.90)	(3,437.95)	(3,905.56)
公允价值变动收益	19.77	(10.38)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,100.54	650.29	1,239.25	1,301.21	1,366.27
其他	4,452.74	5,517.56	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	16,227.93	16,591.69	21,177.39	24,322.19	27,957.03
营业外收入	316.92	412.56	412.56	412.56	412.56
营业外支出	338.12	255.55	255.55	255.55	255.55
利润总额	16,206.72	16,748.69	21,334.40	24,479.19	28,114.04
所得税	3,470.91	3,290.91	4,191.95	4,809.86	5,524.07
净利润	12,735.81	13,457.78	17,142.45	19,669.33	22,589.97
少数股东损益	4,748.65	4,825.68	6,146.93	7,053.02	8,100.30
归属于母公司净利润	7,987.17	8,632.10	10,995.52	12,616.31	14,489.67
每股收益(元)	0.52	0.56	0.72	0.82	0.95

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.35%	11.70%	13.53%	13.83%	14.74%
营业利润	18.94%	2.24%	27.64%	14.85%	14.94%
归属于母公司净利润	10.33%	8.07%	27.38%	14.74%	14.85%
获利能力					
毛利率	14.40%	13.23%	13.18%	13.21%	13.25%
净利率	1.99%	1.92%	2.16%	2.17%	2.18%
ROE	6.77%	6.91%	8.09%	8.49%	8.89%
ROIC	7.65%	6.45%	7.18%	8.08%	8.48%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	74.74%	75.09%	76.35%	76.31%	77.30%
净负债率	96.37%	105.13%	97.70%	98.46%	83.72%
流动比率	1.09	1.04	0.99	0.97	0.96
速动比率	0.77	0.73	0.68	0.68	0.67

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	6.98	6.72	6.98	7.26	7.56
存货周转率	2.88	3.61	3.61	3.61	3.61
总资产周转率	0.47	0.49	0.50	0.51	0.54

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.52	0.56	0.72	0.82	0.95
每股经营现金流	2.81	1.02	3.48	1.80	4.85
每股净资产	7.71	8.17	8.89	9.71	10.66

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	14.58	13.49	10.59	9.23	8.04
市净率	0.99	0.93	0.86	0.78	0.71
EV/EBITDA	4.25	5.93	6.72	6.33	5.18
EV/EBIT	5.08	7.52	9.49	8.87	7.16

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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