

中国电建 (601669.SH)

水利水电订单高增，新能源运营加速推进

买入

核心观点

2021 年盈利 86.32 亿元，营收净利稳健增长。2021 年公司实现总营收 4,489.80 亿元 (+11.70%)，归母净利润 86.32 亿元 (+8.07%)；2021 年公司毛利率为 13.11%，同比-1.13pct，净利率为 3.00%，同比-0.17pct，毛利率下滑主要系因业务开展受疫情影响人工、原材料及物流价格等持续上升所致。2022 年 Q1 公司实现总营收 1,287.77 亿元，同比+6.05%，归母净利润 27.64 亿元，同比+5.04%；毛利率为 11.05%，同比+0.44pct，净利率为 3.00%，同比持平。

经营质量稳步提升，水利水电新签合同高速增长。2021 年公司工程承包与勘测设计/电力投资与运营/房地产开发/设备制造与租赁业务营收分别为 3,729.9 亿元/203.4 亿元/295.4 亿元/65.4 亿元，同比增长 12%/8%/36%/71%。2021 年公司新签合同 7,802.8 亿元，同比增长 16%，其中国内新签合同 6,160.5 亿元，同比增长 31%；国外新签合同 1,642.3 亿元，同比减少 19%。国内外水利水电新签合同 3,103.8 亿元，同比增长 47%。工程承包与勘测设计业务中能源电力业务高速增长，其中抽水蓄能、风电、光伏新签合同增速较快，分别新签合同 202.4/865.2/379.8 亿元，同比增长 343%/30%/84%。

公司大力发展新能源运营业务，优化经营结构。公司具有电力工程规划咨询、勘察设计、施工建设、投资运营全产业链和全生命周期服务优势，发挥产业链协同优势大力发展新能源运营业务。2021 年公司新增风电装机容量 1.0GW、光伏 0.2GW、水电 0.1GW；截至 2021 年底，公司控股并网装机容量 17.4GW，其中水电 6.5GW，风电 6.3GW，光伏 1.5GW，火电 3.2GW。2022 年公司计划投资新能源项目 483.32 亿元，计划开工新能源装机容量超过 10GW；计划核准抽水蓄能项目 4 个，总装机容量约为 5GW。我们预计十四五期间公司新增风电装机 36.0GW，光伏装机 15.2GW，水电装机 2.0GW，合计新增装机 53.2GW。

风险提示：电网消纳建设不及预期；新增竞价项目电价不及预期；原材料价格上涨导致项目收益率不及预期；利率上行提升公司财务成本；国内疫情和海外地缘政治动荡可能影响施工进度等风险。

投资建议：考虑国内疫情和海外地缘政治动荡影响，小幅下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 117.62/137.48/168.30 亿元（2022-2023 年原预测 128.64/150.98 亿元），增速 36%/17%/22%，摊薄 EPS 为 0.77/0.90/1.10 元，对应 2022-2024 年动态 PE 为 10.1/8.6/7.1 倍，2022-2024 年动态 PB 0.47/0.44/0.41 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	401,955	448,980	576,855	648,261	727,345
(+/-%)	15.3%	11.7%	28.5%	12.4%	12.2%
净利润(百万元)	7987	8632	11762	13748	16830
(+/-%)	10.3%	8.1%	36.3%	16.9%	22.4%
每股收益(元)	0.52	0.56	0.77	0.90	1.10
EBIT Margin	6.9%	6.0%	6.6%	7.1%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	6.9%	8.7%	9.4%	10.5%
市盈率 (PE)	14.9	13.8	10.1	8.6	7.1
EV/EBITDA	21.0	21.7	19.2	17.8	16.2
市净率 (PB)	0.53	0.49	0.47	0.44	0.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

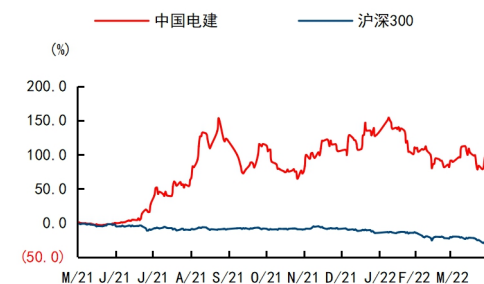
电力设备新能源

证券分析师：王蔚祺 联系人：陈抒扬
 010-88005313 0755-81982965
 wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn
 S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
收盘价	7.76 元
总市值/流通市值	118720/86477 百万元
52 周最高价/最低价	9.96/3.77 元
近 3 个月日均成交额	1843.98 百万元

市场走势



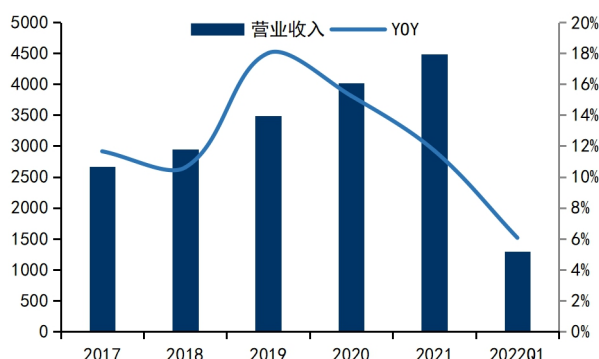
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国电建-601669-重大事件快评：抽水蓄能加速发展，电建引领行业浪潮》——2022-02-06
 《中国电建-601669-重大事件快评：剥离亏损地产，轻装拥抱新型电力转型机遇》——2022-01-23
 《中国电建-601669-2021 年中报点评：电力主业景气度高涨，抽水蓄能规划前景大好》——2021-09-01
 《中国电建-601669-重大事件快评：全球电力建设龙头，“碳中和”打开成长之路》——2021-08-09
 《中国电建-601669-2018 年年报点评：业绩稳健订单提速，有望受益国企改革》——2019-04-29

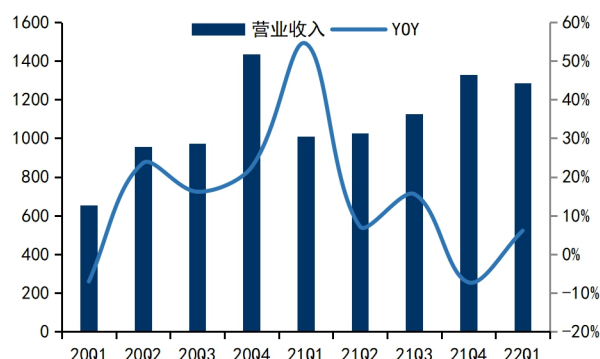
公司营收净利稳健增长，毛利率略有下滑。2021 年公司实现总营收 4,489.80 亿元（+11.70%），归母净利润 86.32 亿元（+8.07%）；2021 年公司毛利率为 13.11%，同比-1.13pct，净利率为 3.00%，同比-0.17pct，毛利率下滑主要系因业务开展受疫情影响人工、原材料及物流价格等持续上升所致。2022 年 Q1 公司实现总营收 1,287.77 亿元，同比+6.05%，归母净利润 27.64 亿元，同比+5.04%；毛利率为 11.05%，同比+0.44pct，净利率为 3.00%，同比持平。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



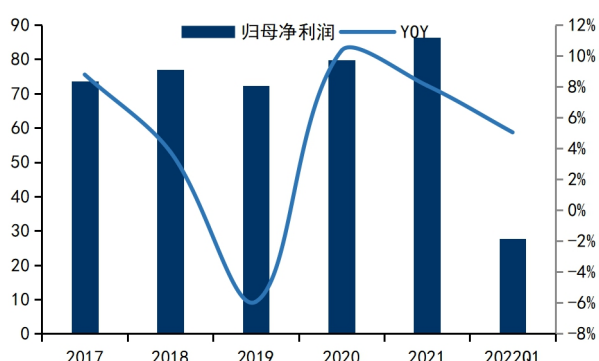
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



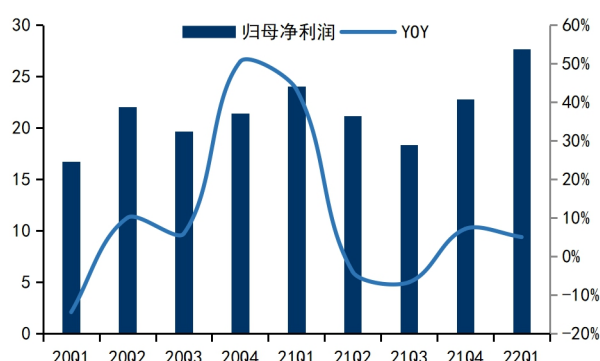
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



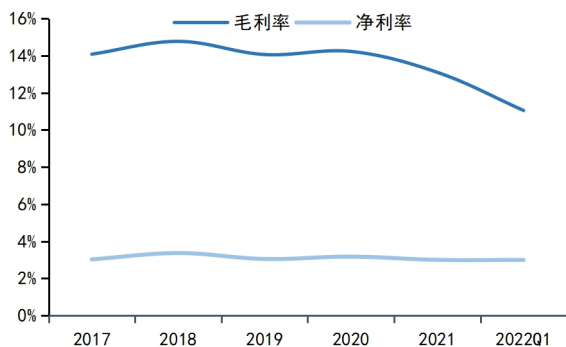
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率有所降低，经营现金流大幅减少。2021 年公司期间费用为 385.81 亿元，期间费用率为 8.59%，同比-0.71pct。2021 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.31%（+0.04pct）、2.96%（+0.10pct）、3.58%（-0.22pct）、1.75%（-0.64pct）。财务费用率下降主要系 PPP 项目随时间进度确认的融资收益增加以及汇兑净损失减小所致。2021 年公司经营性活动现金净流量为 156.24 亿元，同比-63.64%，主要系金融资产模式核算的 PPP 项目在建设期的现金流出从计入投资活动改为计入经营活动，及已办理结算和投入的成本未及时形成现金流入所致。

2022 年 Q1 公司期间费用为 86.00 亿元，期间费用率为 6.68%，同比+0.32pct。Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.27%（+0.05pct）、2.98%（+0.24pct）、2.13%（-0.09pct）、1.30%（+0.12pct）。2022 年 Q1 公司经营性活动现金净流量同比增加 31.14 亿元至-185.81 亿元。

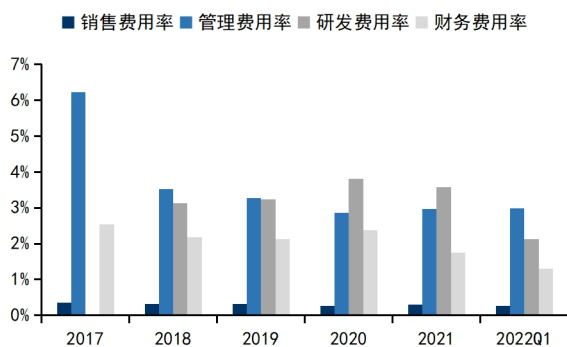
公司偿债能力略有下降，存货周转率明显提升。公司 2021 年流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.04、0.73、0.18，同比略有下降；应收账款周转率略降至 6.97，存货周转率提升至 3.14。2022 年 Q1 公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 0.95、0.89、0.20，因地产业务置出，Q1 公司存货大幅减少。

图5：公司毛利率、净利率变化



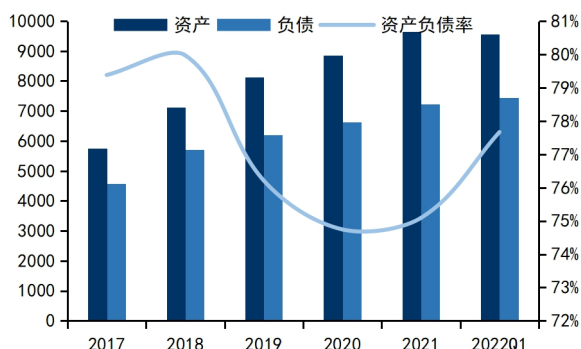
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司四费占比情况变化



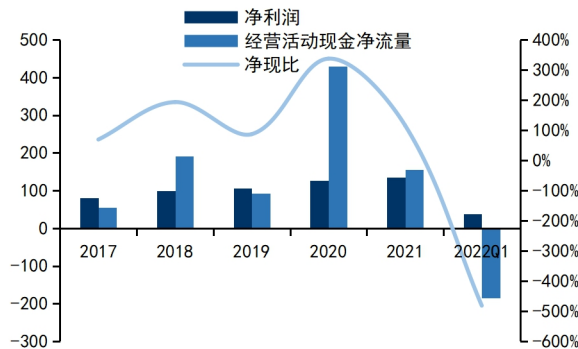
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司资产、负债和资产负债率情况



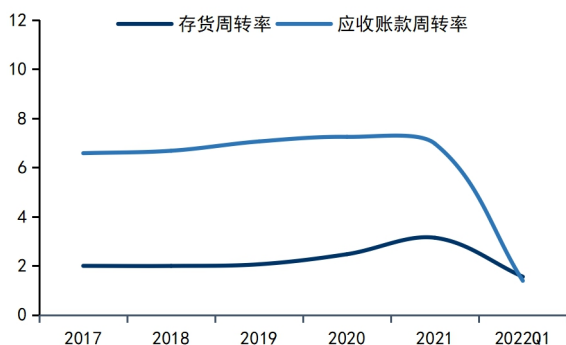
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司经营活动现金流情况



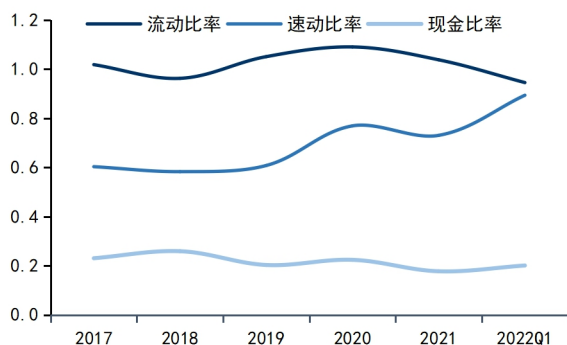
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司偿债能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年公司经营质量稳步提升，抽水蓄能及新能源业务新签合同高速增长。

2021 年，公司新签合同 7,802.8 亿元，同比增长 16%，为全年新签合同总额计划的 104%。其中国内新签合同 6,160.5 亿元，同比增长 31%；国外新签合同 1,642.3 亿元，同比减少 19%。国内外水利电力业务新签合同 3,103.8 亿元，同比增长 47%。

2021 年末，公司合同存量 14,645.4 亿元，同比增长 32%。其中：国内合同存量 12,030.3 亿元，占比 82%；国外合同存量 2,615.2 亿元，占比 18%。

分板块来看：

1) 工程承包与勘测设计：2021 年实现营收 3,729.88 亿元，同比+12.22%，主要系新能源工程承包、水资源与环境工程承包、市政设施工程承包等非传统业务规模快速扩张，业务结构进一步优化；毛利率为 10.92%，同比-0.88pct，主要系受疫情影响人工、原材料及物流价格等持续上升所致。2021 年公司新签能源电力业务合同 2,400 亿元，同比+28.6%；新签基础设施业务合同 3,620 亿元，同比+9.2%；新签水利和水资源与环境业务合同 1,295 亿元，同比-12%。

能源电力合同中，新签风电业务合同 865.2 亿元，同比增长 29.8%；常规水电业务合同 620.4 亿元，同比下降 5.7%；光伏发电业务合同 379.8 亿元，同比增长 84.2%；抽水蓄能电站业务合同 202.4 亿元，同比增长 342.9%。

2) 电力投资与运营：2021 年实现营收 203.41 亿元，同比+7.88%；毛利率为 40.82%，同比-7.03pct，主要系部分水电站本年来水严重偏枯，电煤供应形势趋紧导致发电燃煤成本增幅超过电价增幅所致。新能源业务实现规模效益双增长，全年实现营收 73.34 亿元，同比+17.23%；毛利率 58.14%，同比+1.47pct。2021 年公司新增风电装机容量 1.0GW、光伏 0.2GW、水电 0.1GW；截至 2021 年底，公司控股并网装机容量 17.4GW，其中水电 6.5GW，风电 6.3GW，光伏 1.5GW，火电 3.2GW。

3) 房地产开发：2021 年实现营收 295.39 亿元，同比+35.56%；毛利率为 11.75%，同比-7.25pct，主要系本年结利项目毛利率水平低于上年同期及商业地产盈利不及预期等因素综合影响。为进一步妥善解决同业竞争问题，公司已于 2022 年 Q1 完成房地产板块资产与电建集团优质电网辅业相关资产的置换。

4) 设备制造与租赁：2021 年实现营收 65.42 亿元，同比+71.29%；毛利率为 19.33%，同比-17.08pct，主要系房屋租赁业务亏损较多所致。

5) 其他业务：2021 年实现营收 169.47 亿元，同比-25.27%；毛利率为 24.25%，同比+12.87pct，主要系公司严控低毛利贸易业务，毛利率较高的境内特许经营权业务占比大幅增加所致。

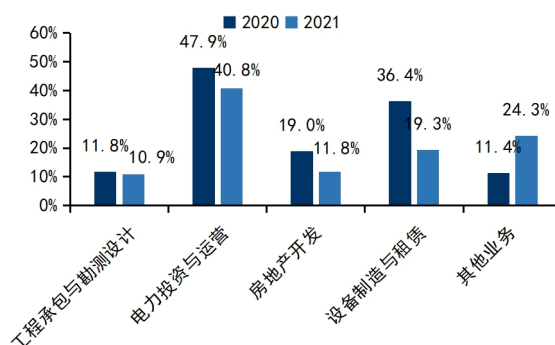
2022 年公司计划营收 5,050 亿元，新签合同 8,600 亿元。2022 年公司投资计划安排总额为 1,307.5 亿元。

图11: 公司分板块营业收入 (亿元)



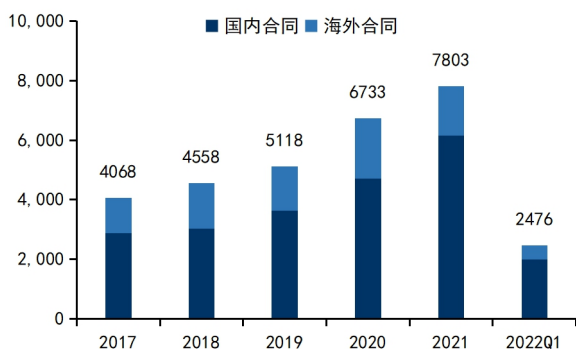
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司分板块毛利率 (%)



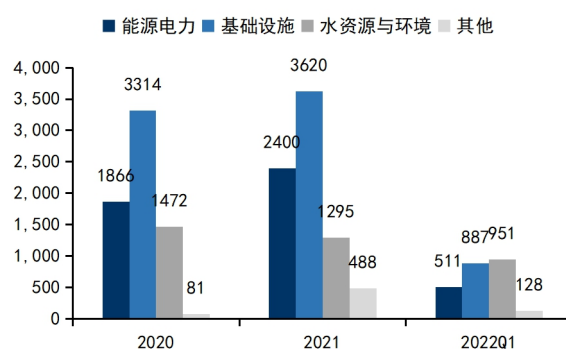
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 公司分地区新签合同金额 (亿元)



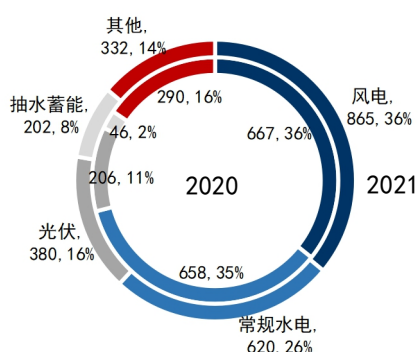
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司分业务新签合同金额 (亿元)



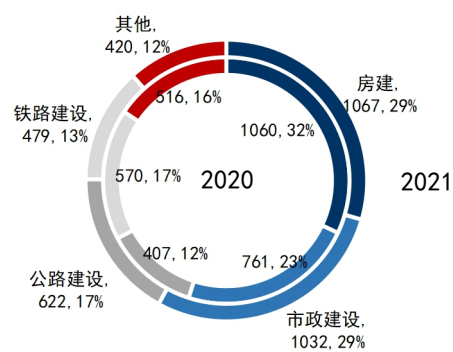
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 公司能源电力业务新签合同金额占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

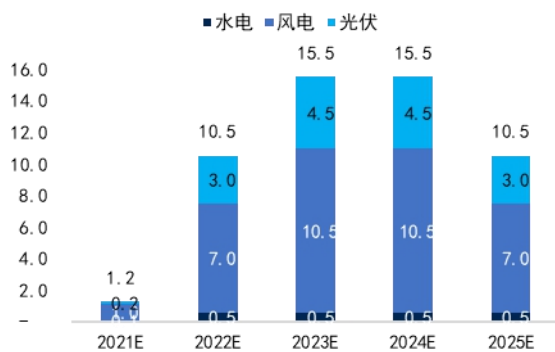
图16: 基础设施业务新签合同金额占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

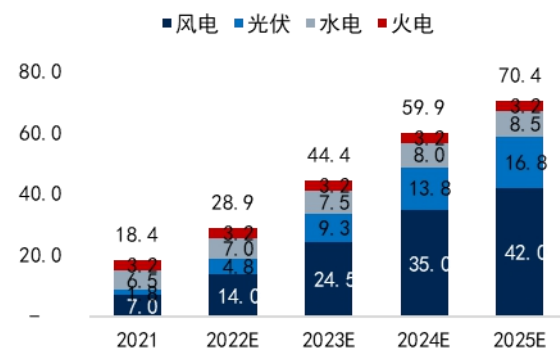
公司大力发展新能源运营业务，优化经营结构。公司具有电力工程规划咨询、勘察设计、施工建设、投资运营全产业链和全生命周期服务优势，切入新能源运营领域有望优化经营结构。2021 年公司新增风电装机容量 1.0GW、光伏 0.2GW、水电 0.1GW；截至 2021 年底，公司控股并网装机容量 17.4GW，其中水电 6.5GW，风电 6.3GW，光伏 1.5GW，火电 3.2GW。2022 年公司计划投资新能源项目 483.32 亿元，计划开工新能源装机容量超过 10GW；计划核准抽水蓄能项目 4 个，总装机容量约为 5GW。我们预计十四五期间公司新增风电装机 36.0GW，光伏装机 15.2GW，水电装机 2.0GW，合计新增装机 53.2GW。

图17：公司新增新能源控股装机容量预测（GW）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

图18：公司控股装机容量预测（GW）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：考虑国内疫情和海外地缘政治动荡影响，小幅下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 117.62/137.48/168.30 亿元（2022-2023 年原预测 128.64/150.98 亿元），增速 36%/17%/22%，摊薄 EPS 为 0.77/0.90/1.10 元，对应 2022-2024 年动态 PE 为 10.1/8.6/7.1 倍，2022-2024 年动态 PB 0.47/0.44/0.41 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（2022.4.30）

代码	公司简称	股价 元/港元	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (%)	PEG	投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E			
601669.SH	中国电建	7.76	1,187	0.56	0.77	0.90	13.8	10.1	8.6	6.9	0.50	买入
601868.SH	中国能建	2.42	886	0.16	0.19	0.22	15.5	12.8	11.0	6.9	0.52	买入
3996.HK	中国能源建设	1.09	886	0.16	0.19	0.22	7.0	5.8	5.0	6.9	0.19	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	82442	70076	86528	97239	109102	营业收入	401955	448980	576855	648261	727345
应收款项	58949	74769	110630	124324	139491	营业成本	344083	389566	497321	555359	619127
存货净额	122680	125762	163503	182584	203549	营业税金及附加	2256	1821	2307	2593	2909
其他流动资产	62760	66681	67138	66643	68104	销售费用	1078	1372	1731	1945	2182
流动资产合计	416266	424453	537427	593187	656670	管理费用	11479	13286	17306	19448	21820
固定资产	114681	121958	165559	227539	285360	研发费用	15269	16088	20190	22689	25457
无形资产及其他	201523	228035	255755	283475	311194	财务费用	9573	7836	14727	18981	22440
其他长期资产	130033	152192	152867	155583	152742	投资收益	3103	651	650	650	650
长期股权投资	24041	37339	37339	37339	37339	资产减值及公允价值变动	(5584)	(3737)	(1000)	(1000)	(1000)
资产总计	886543	963977	1148947	1297122	1443307	其他收入	6075	4403	1500	1500	1500
短期借款及交易性金融负债	41521	37596	77871	90503	93853	营业利润	16228	16592	23424	27397	33559
应付款项	131087	147405	163503	182584	203549	营业外净收支	(21)	157	100	100	100
其他流动负债	86385	99336	103271	103815	102901	利润总额	16207	16749	23524	27497	33659
流动负债合计	381709	408891	517701	571380	618506	所得税费用	3471	3291	4705	5499	6732
长期借款及应付债券	256705	284941	345141	420706	496271	少数股东损益	4749	4826	7057	8249	10098
其他长期负债	24220	30013	32352	34638	36954	归属于母公司净利润	7987	8632	11762	13748	16830
长期负债合计	280925	314954	377493	455344	533225	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	662634	723845	895194	1026724	1151731	净利润	7987	8632	11762	13748	16830
少数股东权益	105883	115137	118460	123709	130807	资产减值准备	(2175)	(809)	(500)	(500)	(500)
股东权益	118026	124995	135293	146689	160769	折旧摊销	9415	11909	14679	18251	22409
负债和股东权益总计	886543	963977	1148947	1297122	1443307	公允价值变动损失	(20)	10	0	0	0
						财务费用	9573	7836	14727	18981	22440
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(5826)	10682	(27986)	(4002)	(7846)
每股收益	0.52	0.56	0.77	0.90	1.10	其它	33582	(14801)	23973	29365	34704
每股红利	0.09	0.10	0.15	0.18	0.22	经营活动现金流	42963	15624	21928	56863	65596
每股净资产	14.64	15.70	16.59	17.67	19.06	资本开支	(71200)	(42448)	(86000)	(107950)	(107950)
ROIC	4%	4%	5%	5%	6%	其它投资现金流	13070	(3979)	(25)	(2066)	3490
ROE	7%	7%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(58129)	(46427)	(86025)	(110016)	(104460)
毛利率	14%	13%	14%	14%	15%	权益性融资	4754	1073	0	0	0
EBIT Margin	7%	6%	7%	7%	8%	负债净变化	37890	31259	100475	88197	78915
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%	11%	支付股利、利息	(2707)	(4765)	(5198)	(5352)	(5750)
收入增长	15%	12%	28%	12%	12%	其它融资现金流	26877	3023	40275	12632	3350
净利润增长率	10%	8%	36%	17%	22%	融资活动现金流	30364	19731	80550	63864	50726
资产负债率	75%	75%	78%	79%	80%	现金净变动	15198	(11072)	16453	10711	11862
息率	1.2%	1.2%	2.0%	2.3%	2.8%	货币资金的期初余额	70019	82442	70076	86528	97239
P/E	14.9	13.8	10.1	8.6	7.1	货币资金的期末余额	82442	70076	86528	97239	109102
P/B	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	企业自由现金流	(45772)	1716	(68907)	(56719)	(48708)
EV/EBITDA	21.0	21.7	19.2	17.8	16.2	权益自由现金流	(10445)	20371	19787	16294	12255

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032