

中国能建 (601868.SH) / 中国能源建设 (03996.HK)

买入

新能源指标储备充足，订单高增成长性可期

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 其他电源设备 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

执证编码：S0980520080003

事项：

10月24日，公司公告筹划定向增发A股，拟募集不超过150亿元用于以新能源为主的项目开发。

国信电新观点：

- 1) 当前公司已获取风光新能源开发指标27.8GW。我们预计2022-2025年公司新增新能源装机容量将达3.4/6.7/9.8/12.2GW，CAGR为53%，累计装机达6.0/12.2/21.2/33.4GW。
- 2) 随着我国加强能源安全保障体系的构建，“十四五”期间煤电建设需求将保持增长。公司在国内火电规划设计份额约80%，承担火电工程建设份额约60%，公司火电EPC业务有望进入新的成长周期。
- 3) 公司在储能EPC领域有丰富的经验，未来公司有望发挥产业链优势，积极参与新型储能的广阔市场。

投资建议：

当前我国煤电建设需求持续增长，新型储能行业正处于快速发展期，新能源建设需求旺盛。公司风光新能源开发指标储备充足，2022年前三季度新增订单高速增长，我们上调公司盈利预测：预计公司2022-2024年归母净利润为80.3/95.8/106.5亿元（原预测79.0/91.5/98.0亿元），同比增速23%/29%/11%，摊薄EPS为0.19/0.20/0.22元，对应2022-2024年A股动态PE为12/12/10倍及H股动态PE为5/4/4倍，维持“买入”评级。

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；新型储能规模化应用速度不及预期；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。

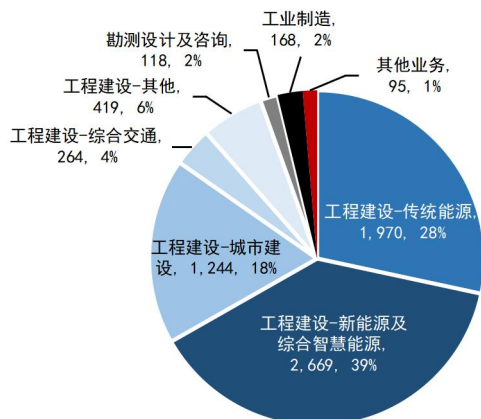
评论：

◆ 新能源行业：新能源工程建设订单高增；风光新能源开发指标达27.8GW

2022年前三季度公司新签合同额6946亿元，同比增长17%，其中，新能源工程等新签合同额2669亿元（+108%），包含风电1041亿、光伏1254亿、生物质80亿、综合智慧能源107亿、储能160亿、氢能27亿，合计占新签合同总额38%。

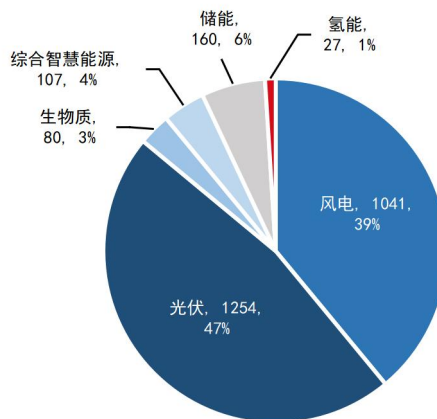
在自建项目方面，2022年前三季度公司获取风光新能源开发指标13GW，累计在手指标27.8GW。

图1：2022年前三季度公司新签合同构成（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

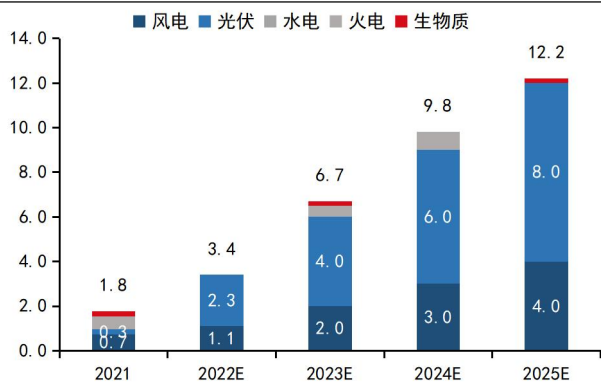
图2：2022年前三季度公司新能源等新签 EPC（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

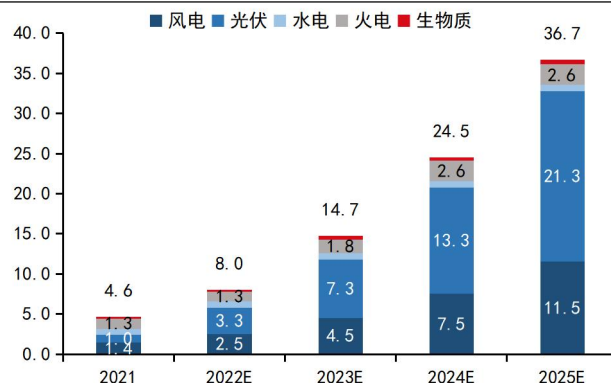
截至 2021 年底，公司控股电力项目并网装机 4.63GW，其中：火电 1.25GW、水电 0.78GW、风电 1.42GW、光伏 0.95GW、生物质发电 0.22GW。我们预计 2022-2025 年末公司新增新能源装机容量将达 3.4/6.7/9.8/12.2GW，CAGR 为 53%，累计装机容量达 6.0/12.2/21.2/33.4GW，测算出 2022-2025 年公司对应风光新能源运营业务毛利润约为 10.9/22.1/41.6/74.0 亿元。

图3：2021-2025 年公司新增电力装机容量预测（单位：GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

图4：2021-2025 年公司累计电力在运容量预测（单位：GW）



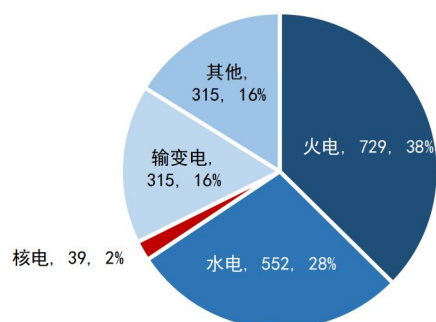
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

◆ 火电行业：全国煤电建设需求持续增长，公司火电 EPC 业务有望进入新的成长周期

随着我国加强能源安全保障体系的构建，“十四五”期间煤电建设需求将保持增长。据中电联统计，2022 年前三季度全国火电工程投资 547 亿元，同比增长 48%。2022 年前三季度公司传统能源工程新签合同额 1970 亿元（+21%），包含火电 729 亿、水电 552 亿、核电 39 亿、输变电 315 亿、其他 315 亿，合计占新签合同总额 28%。2022Q3 单季公司传统能源工程新签合同达 660 亿元（+135%），占新签合同总额 41%。

公司是传统能源电力建设的国家队、排头兵和主力军，在国内火电规划设计份额约 80%，承担火电工程建设份额约 60%，公司火电 EPC 业务有望进入新的成长周期。我们预计“十四五”期间我国新增煤电装机容量将达到 270GW，其中，2022-2025 年每年新增煤电投产容量 40/50/70/82GW。假设煤电项目建设周期为 2 年，每年完工份额分别为 30%/70%，公司火电 EPC 市场份额约 70%，毛利率为 10%，则 2022-2025 年公司火电 EPC 业务收入约为 993/1294/1700/1742 亿元，毛利润约为 99.3/129.4/170.0/174.2 亿元。

图5：2022 前三季度公司传统能源新签 EPC（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司火电 EPC 业务收入及净利润预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

◆ 新型储能行业：充分发挥产业资源，前瞻性布局储能市场

由于风电、光伏等新能源具有天然的间歇性与波动性，随着新能源装机渗透率不断提升，电力系统对配置储能以维持其可靠性与稳定性的需求越来越迫切。2021 年 7 月，国家能源局发布了《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，提出到 2025 年全国新型储能技术累计装机容量 30GW 以上的目标，2021-2025 年全国新型储能装机 CAGR 有望达到 50-70%。据 CNESA 不完全统计，2022 年 10 月，国内共发布新型储能项目 141 个、规模合计 10.63GW/24.48GWh，规划/在建项目规模 10.58GW/24.38GWh、运行项目规模 44.25MW/100.85MWh。公司在储能 EPC 领域有丰富的经验，未来公司有望发挥产业链优势，积极参与新型储能的广阔市场。

◆ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

当前我国煤电建设需求持续增长，新型储能行业正处于快速发展期，新能源建设需求旺盛。公司风光新能源开发指标储备充足，2022 年前三季度新增订单高速增长，我们上调公司盈利预测：预计公司 2022-2024 年归母净利润为 80.3/95.8/106.5 亿元（原预测 79.0/91.5/98.0 亿元），同比增速 23%/29%/11%，摊薄 EPS 为 0.19/0.20/0.22 元，对应 2022-2024 年 A 股动态 PE 为 12/12/10 倍及 H 股动态 PE 为 5/4/4 倍，维持“买入”评级。

◆ 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；新型储能规模化应用速度不及预期；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。

相关研究报告：

《新型电力系统专题之夯实煤电基础，保障能源安全》——2022-09-22
 《中国能源建设-03996.HK-财报点评：总包业务稳健增长，新能源运营描绘第二成长曲线》——2021-04-28
 《中国能源建设-03996.HK-重大事件快评：设立氢能子公司，依托京津冀打造全产业链平台》——2021-11-29
 《中国能源建设-03996.HK-深度报告：领跑双碳战略，锻造能源产业新格局》——2021-09-27

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	56435	58299	76365	92262	106267	营业收入	270328	322319	381826	461308	531333
应收款项	59678	65538	57535	69512	80064	营业成本	233089	279910	334387	403027	463276
存货净额	61529	58609	62766	75831	87342	营业税金及附加	1695	1437	1527	1845	2125
其他流动资产	34056	31052	33439	32242	30113	销售费用	1941	1667	1909	2307	2550
流动资产合计	288151	309936	342227	404349	457749	管理费用	11555	12747	14509	17068	19659
固定资产	40227	47336	59018	81768	114101	研发费用	6785	8789	9546	11763	13815
无形资产及其他	61599	68110	97259	126407	155556	财务费用	3793	3673	3940	6272	8796
其他长期资产	57121	65178	76365	92262	106267	投资收益	559	472	1000	1000	1000
长期股权投资	28954	38303	48303	58303	68303	资产减值及公允价值变动	(1747)	(1852)	(1859)	(1859)	(1859)
资产总计	476052	528863	623172	763088	901975	其他收入	3985	3713	2859	2859	2859
短期借款及交易性金融负债	27959	22628	75696	111598	150595	营业利润	12520	14576	16148	19166	21252
应付款项	113564	136999	131338	158279	181706	营业外净收支	(480)	(1525)	(500)	(500)	(500)
其他流动负债	52747	49643	52054	50136	47961	利润总额	12040	13050	15648	18666	20752
流动负债合计	253102	270522	335453	412274	486529	所得税费用	3403	3453	3912	4666	5188
长期借款及应付债券	72970	95911	116365	153465	205769	少数股东损益	3966	3093	3709	4425	4919
其他长期负债	12050	12696	12827	13027	13227	归属于母公司净利润	4671	6504	8027	9575	10645
长期负债合计	85021	108607	129192	166492	218996	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	338123	379129	464645	578767	705525	净利润	4671	6504	8027	9575	10645
少数股东权益	69512	55535	57245	59669	62588	资产减值准备	(326)	(859)	(859)	(859)	(859)
股东权益	68417	94199	101282	124653	133862	折旧摊销	3596	3850	3779	4601	5879
负债和股东权益总计	476052	528863	623172	763088	901975	公允价值变动损失	(571)	(8)	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	3793	3673	3940	6272	8796
每股收益	0.16	0.16	0.19	0.20	0.22	营运资本变动	4208	2893	(2362)	(5306)	(4137)
每股红利	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	其它	(5089)	(3536)	7640	10755	13774
每股净资产	4.59	3.59	3.80	3.84	4.10	经营活动现金流	6490	8844	16225	18767	25301
ROIC	6%	6%	6%	5%	5%	资本开支	(15004)	(14043)	(44610)	(56500)	(67360)
ROE	7%	7%	8%	8%	8%	其它投资现金流	(5187)	(4610)	(20187)	(24896)	(23005)
毛利率	14%	13%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(20192)	(18653)	(64797)	(81396)	(90365)
EBIT Margin	6%	6%	5%	5%	6%	权益性融资	6584	20185	0	15000	0
EBITDA Margin	7%	7%	6%	6%	7%	负债净变化	20801	(2076)	73522	73002	91301
收入增长	9%	19%	18%	21%	15%	支付股利、利息	(1456)	(2113)	(2944)	(3204)	(3436)
净利润增长率	-9%	39%	23%	19%	11%	其它融资现金流	18800	(25016)	53068	35902	38997
资产负债率	71%	72%	75%	76%	78%	融资活动现金流	22136	12324	66638	78525	79069
息率	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	现金净变动	8435	2515	18066	15896	14005
P/E	14.9	14.9	12.0	11.6	10.4	货币资金的期初余额	49135	56435	58299	76365	92262
P/B	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	货币资金的期末余额	56435	58299	76365	92262	106267
EV/EBITDA	21.6	22.0	23.7	23.1	22.8	企业自由现金流	3749	5767	(28232)	(38232)	(43188)
						权益自由现金流	30227	(307)	32107	11516	15364

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±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±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