

买入

中国电建 (601669.SH)

物流管控放松有利短期交付，新能源集采预示旺盛需求

◆ 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
联系人：陈抒扬010-88005313
0755-81982965wangweiqi2@guosen.com.cn
chenshuyang@guosen.com.cn

执证编码：S0980520080003

事项：

2022年12月10日，国务院物流保通保畅工作领导小组办公室印发《关于落实国务院联防联控机制十条优化措施 科学精准做好交通物流保通保畅工作的通知》，提出一系列优化防疫通行管控措施，要求严格落实精准管控政策，杜绝防疫层层加码，保障交通物流畅通运行。

随着防疫政策趋于科学精准，各地物流受疫情影响将明显减弱，新能源项目投资需求得到提振，设备物资招标景气度高企。近日中国电建开启2023年度风力发电机组16GW、35kV预装式变电站8045台套、光伏组件26GW及光伏逆变器26GW集中采购项目招标，积极布局新能源投资建设。

国信电新观点：1) 贯彻实施精准防控，公司EPC业务有望全面修复；2) 公司开启2023年度新能源设备物资集采招标，积极布局新能源投资建设；3) 考虑2022年国内疫情影响短期交付，海外市场经济衰退和升息周期可能递延中期的海外订单，同时公司自营电站的并网节奏也存在一定不确定性，基于审慎性原则小幅下调盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润为112.34/125.51/150.29亿元（2022-2023年原预测117.62/137.48亿元），增速30%/12%/20%，摊薄EPS为0.74/0.73/0.88元，对应2022-2024年动态PE为10.3/10.4/8.7倍，2022-2024年动态PB 0.46/0.46/0.43倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 贯彻实施精准防控，公司EPC业务有望全面修复

2022年12月10日，国务院物流保通保畅工作领导小组办公室印发《关于落实国务院联防联控机制十条优化措施 科学精准做好交通物流保通保畅工作的通知》，提出一系列优化防疫通行管控措施，包括：

1. 全面取消各地设立的公路、航道、船闸防疫检查点，不再查验货车司乘人员、船舶船员的核酸检测阴性证明和健康码。
2. 全面取消货运车辆闭环管理要求，各地不得随意层层加码，限制货运车辆跨区域通行。
3. 全面取消跨区域流动货车司乘人员“落地检”，对于从事口岸交通运输服务等高风险岗位从业人员，应按照地方联防联控机制规定开展核酸检测。
4. 严格落实精准管控政策，切实做到“五个严禁”：严禁擅自阻断或关闭高速公路、普通公路、航道船闸；严禁擅自关停高速公路服务区、港口码头、铁路车站和航空机场；严禁限制货运车辆、船舶正常通行；严禁擅自关停邮政快递末端服务、“一刀切”限制高风险区末端配送；严禁以等待司乘人员核酸检测结果为由限制货车通行。

2022年受全国各地散发疫情影响，项目物资运输受到不同程度拖累，公司EPC业务建设推进缓慢，收入确认延后叠加防疫相关支出增加，短期利润承压。随着联防联控机制十条优化措施的落实及科学精准做好交通物流保通保畅工作精神的贯彻，公司EPC业务有望全面修复，2023年进入量利齐升阶段。

◆ 公司开启 2023 年度新能源设备物资集采招标，积极布局新能源投资建设

2022 年 12 月 6 日，公司开启风力发电机组、35kV 预装式变电站、光伏组件及光伏逆变器集中采购项目招标。本次招标将按各包件分别确定公司 2023 年度对应设备入围供应商，并签订框架协议，框架协议有效期截至 2023 年 12 月 31 日。在具体项目落地、采购需求明确后，公司将根据此次招标结果，直接邀请全部或部分入围供应商通过竞争性谈判或询价等二次竞争方式，确定其所需设备物资的最终成交单位，并签订采购合同，不再另行单独招标。

表1：公司 2023 年度新能源设备物资集采招标需求明细

风力发电机组集中采购			
包件号	标的物	预计采购总量	备注
包件一	自主投资项目所需陆上机型	5GW	
包件二	工程承包项目所需陆上机型	10GW	-
包件三	海上机型	1GW	
35kV 预装式变电站集中采购			
包件号	标的物	预计采购总量	备注
包件一	风电箱变，配套陆上 4.XMW 机型	375 台套	主选方案单机容量 4500kVA
包件二	风电箱变，配套陆上 5.XMW 机型	1800 台套	主选方案单机容量 5500kVA
包件三	风电箱变，配套陆上 6.XMW 机型	750 台套	主选方案单机容量 6600kVA
包件四	光伏箱变	5120 台套	主选方案单机容量 3150kVA
光伏组件集中采购			
包件号	标的物	预计采购总量	备注
包件一	自主投资项目所需 P 型单晶组件	10GW	
包件二	工程承包项目所需 P 型单晶组件	15GW	电池片尺寸均为 182mm 及以上
包件三	N 型单晶组件	1GW	
光伏逆变器集中采购			
包件号	标的物	预计采购总量	备注
包件 1	集中式逆变器， $\geq 3125kW$	6GW	
包件 2	组串式逆变器（ $\geq 480V$ ）， $\geq 175kW$	16GW	-
包件 3	组串式逆变器（380V），10-150kW	4GW	

资料来源：采招网、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：审慎下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑 2022 年国内疫情影响短期交付，海外市场经济衰退和升息周期可能递延中期的海外订单，同时公司自营电站的并网节奏也存在一定不确定性，基于审慎性原则小幅下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 112.34/125.51/150.29 亿元（2022-2023 年原预测 117.62/137.48 亿元），增速 30%/12%/20%，摊薄 EPS 为 0.74/0.73/0.88 元，对应 2022-2024 年动态 PE 为 10.3/10.4/8.7 倍，2022-2024 年动态 PB 0.46/0.46/0.43 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；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：

- 《中国电建（601669.SH）-水利水电订单高增，新能源运营加速推进》——2022-05-06
- 《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，抽蓄规划前景大好》——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

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	85216	99602	105855	营业收入	401955	448980	504246	588260	679829
应收款项	58949	74769	96705	112817	130378	营业成本	344083	389566	439832	513205	592038
存货净额	122680	125762	144602	168725	194642	营业税金及附加	2256	1821	1765	2059	2379
其他流动资产	62760	66681	59377	61585	65124	销售费用	1078	1372	1160	1353	1564
流动资产合计	416266	424453	482881	555851	626466	管理费用	11479	13286	14921	17648	20395
固定资产	114681	121958	136957	194365	260410	研发费用	15269	16088	15127	17648	19715
无形资产及其他	201523	228035	255755	283475	311194	财务费用	9573	7836	10268	12664	15329
其他长期资产	130033	152192	133625	141182	142764	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	1046558	1212212	1378173	其他收入	6075	4403	1500	1500	1500
短期借款及交易性金融负债	41521	37596	50425	58826	67983	营业利润	16228	16592	21323	23834	28559
应付款项	131087	147405	144602	168725	194642	营业外净收支	(21)	157	100	100	100
其他流动负债	86385	99336	91183	95797	98239	利润总额	16207	16749	21423	23934	28659
流动负债合计	381709	408891	437483	499826	564813	所得税费用	3471	3291	3762	4203	5033
长期借款及应付债券	256705	284941	324571	395721	475831	少数股东损益	4749	4826	6427	7180	8598
其他长期负债	24220	30013	32062	34398	36764	归属于母公司净利润	7987	8632	11234	12551	15029
长期负债合计	280925	314954	356633	430119	512595	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	662634	723845	794116	929945	1077409	净利润	7987	8632	11234	12551	15029
少数股东权益	105883	115137	117830	122010	127608	资产减值准备	(2175)	(809)	(500)	(500)	(500)
股东权益	118026	124995	134612	160257	173157	折旧摊销	9415	11909	13896	16516	20678
负债和股东权益总计	886543	963977	1046558	1212212	1378173	公允价值变动损失	(20)	10	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	9573	7836	10268	12664	15329
每股收益	0.52	0.56	0.74	0.73	0.88	营运资本变动	(5826)	10682	(27525)	(4643)	(8531)
每股红利	0.09	0.10	0.13	0.12	0.15	其它	33582	(14801)	18593	22030	26143
每股净资产	14.64	15.70	16.67	16.46	17.54	经营活动现金流	42963	15624	15698	45954	52819
ROIC	4%	4%	5%	5%	5%	资本开支	(71200)	(42448)	(56614)	(101643)	(114443)
ROE	7%	7%	8%	8%	9%	其它投资现金流	13070	(3979)	19217	(6907)	(932)
毛利率	14%	13%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(58129)	(46427)	(37398)	(108550)	(115375)
EBIT Margin	7%	6%	6%	6%	6%	权益性融资	4754	1073	(153)	15000	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	37890	31259	52459	79551	89267
收入增长	15%	12%	12%	17%	16%	支付股利、利息	(2707)	(4765)	(5198)	(4905)	(5129)
净利润增长率	10%	8%	30%	12%	20%	其它融资现金流	26877	3023	12829	8401	9157
资产负债率	75%	75%	76%	77%	78%	融资活动现金流	30364	19731	36840	76982	68809
息率	1.2%	1.3%	1.6%	1.6%	1.9%	现金净变动	15198	(11072)	15140	14386	6254
P/E	14.6	13.5	10.3	10.4	8.7	货币资金的期初余额	70019	82442	70076	85216	99602
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	货币资金的期末余额	82442	70076	85216	99602	105855
EV/EBITDA	20.9	21.7	20.1	20.1	18.8	企业自由现金流	(45772)	1716	(44323)	(59805)	(66238)
						权益自由现金流	(10445)	20371	(329)	9306	10392

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