

中国能建 (601868.SH)

经营业绩稳步增长，新签订单活力迸发

买入

核心观点

公司 2022 年实现净利润 78.1 亿元，同比+20.1%；2023Q1 实现净利润 11.3 亿元，同比+18%。公司 2022 年实现营业收入 3664 亿元，同比+13.7%；归母净利润 78.1 亿元，同比+20.1%；毛利率为 12.42%，同比-0.74pct。公司 2023Q1 实现营业收入 885 亿元，同比+24%，环比-29%；归母净利润 11.3 亿元，同比+18%，环比-69%；毛利率为 10.06%，同比-0.41pct，环比-6.14pct。

公司新能源订单势头强劲，火电新签合同显著提速，海外市场再攀新高。公司 2022 年新能源工程建设新签合同达 3550 亿元，同比+84%。随着新能源上游主产业链成本不断下降，公司新能源工程建设业务有望实现量利齐升的跨越式发展。公司 2023Q1 传统能源工程建设新签订单达 917 亿元，同比+97%，环比+185%，以火电为主的传统能源业务显著提速，公司火电 EPC 业务有望进入新的成长周期。公司 2022 年“一带一路”沿线市场新签合同额 1,650 亿元，同比+40%。公司 2023Q1 境外新签合同 769 亿元，同比+28%，环比+94%，同比增幅位于八大建筑央企（-5%至+35%）前列。2023 年是“一带一路”倡议提出的十周年，随着时隔数年的高峰论坛重启，公司有望凭借在国际新能源市场的领先优势抢占更多订单。

风光新能源开发指标储备充沛，有望将新能源运营打造成利润中心。2022 年，公司获取风光新能源投资指标 16.2GW，同比+39.8%，累计获取新能源指标达 30.1GW，新能源资源储备充沛。我们预计 2023-2025 年末累计风光新能源装机容量达 12.2/21.2/33.2GW，估算对应净利润约 11.5/21.8/38.0 亿元，占公司归母净利润 12%/20%/31%。公司凭借在电力工程领域的规划设计牵引、工程总承包固有优势，未来有望将新能源等投资运营业务打造成公司长远发展的利润中心。

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。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑公司新能源订单增长势头强劲，火电新签合同显著提速，海外市场再创新高，150 亿元定增稳步推进，我们上调盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 96.2/107.6/122.3 亿元（原预测为 95.8/106.5/114.7 亿元），同比增速 23%/12%/14%，EPS 分别为 0.20/0.23/0.26 元，当前 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	322,319	366,393	445,185	517,798	586,717
(+/-%)	19.2%	13.7%	21.5%	16.3%	13.3%
净利润(百万元)	6504	7809	9623	10761	12234
(+/-%)	39.3%	20.1%	23.2%	11.8%	13.7%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.20	0.23	0.26
EBIT Margin	5.5%	4.9%	4.9%	5.4%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	6.9%	7.7%	7.7%	8.0%	8.4%
市盈率 (PE)	17.3	14.4	13.4	12.0	10.5
EV/EBITDA	27.7	28.0	29.6	27.7	26.3
市净率 (PB)	0.75	0.67	0.67	0.63	0.60

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·其他电源设备 II

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

chenshuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	2.73 元
总市值/流通市值	113817/64114 百万元
52 周最高价/最低价	2.80/2.20 元
近 3 个月日均成交额	1096.17 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

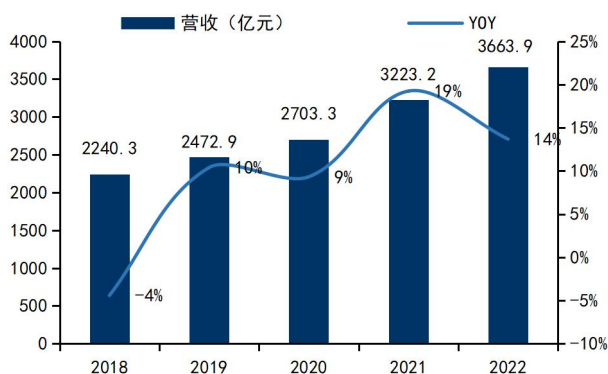
相关研究报告

《中国能建 (601868.SH) / 中国能源建设 (03996.HK) - 新能源指标储备充足，订单高增长成长性可期》——2022-11-22

公司 2022 年实现营业收入 3664 亿元，同比+13.7%；归母净利润 78.1 亿元，同比+20.1%。对应 2022Q4，公司实现营业收入 1246 亿元，同比+10.5%，环比+49.2%；归母净利润 36.3 亿元，同比+15.5%，环比+162.3%。公司 2022 年毛利率为 12.42%，同比-0.74pct；对应 Q4 毛利率为 16.18%，同比+1.73pct，环比+4.98pct。

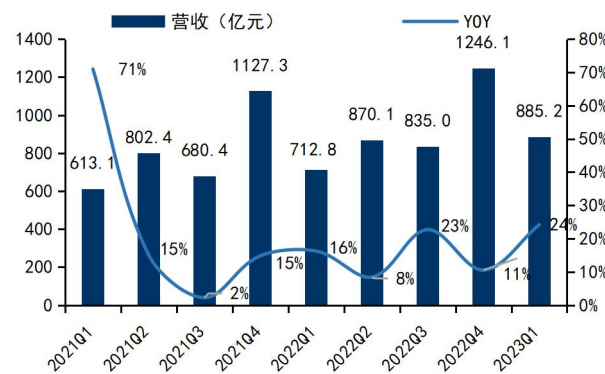
公司 2023Q1 实现营业收入 885 亿元，同比+24%，环比-29%；归母净利润 11.3 亿元，同比+18%，环比-69%。公司 2023Q1 毛利率为 10.06%，同比-0.41pct，环比-6.14pct。

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：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



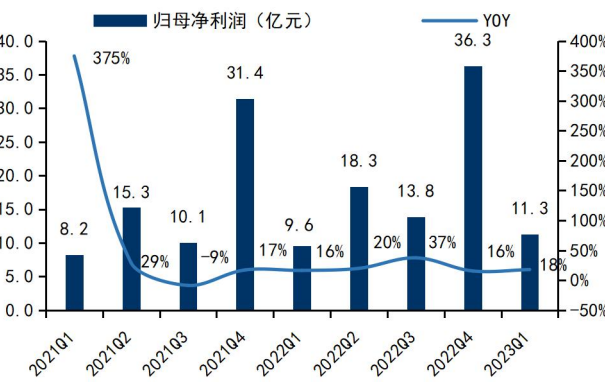
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

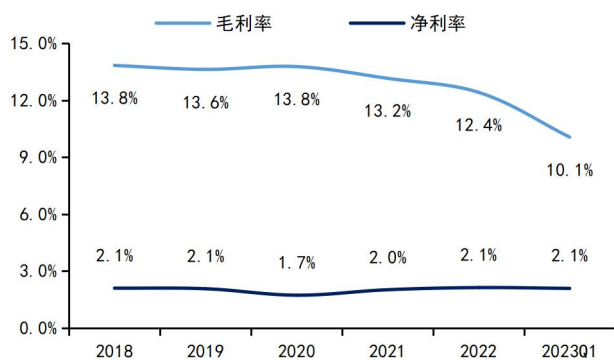


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率同比略降。公司 2022 年期间费用率为 8.32%，同比-0.02pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.46%（-0.06pct）、3.75%（-0.21pct）、2.85%（+0.12pct）、1.26%（+0.12pct）。公司 2023Q1 期间费用率为 7.08%，同比-0.20pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.45%（-0.11pct）、3.91%（-0.36pct）、1.4%（+0.16pct）、1.27%（+0.11pct）。

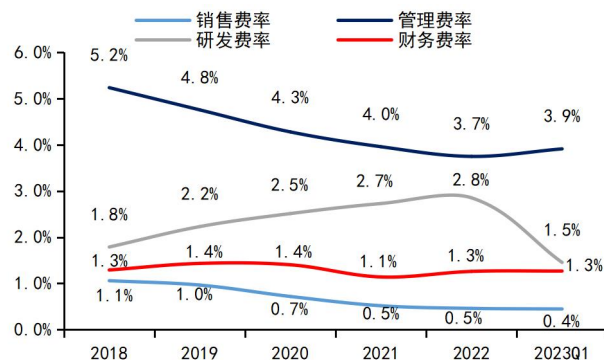
公司 2022 年底存货为 621 亿元，其中原材料、在产品、库存商品、开发成本、开发产品分别为 40、16、64、421、76 亿元。公司 2023Q1 存货为 652 亿元，较 2022 年末增加约 5%。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

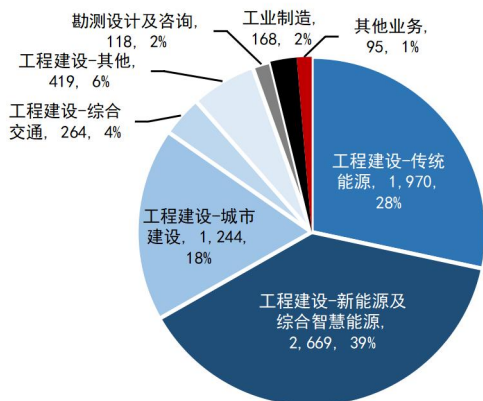
工程建设：新能源订单势头强劲，火电新签合同显著提速，海外市场再攀新高

公司2022年新签合同10491亿元，同比+20%，其中：工程建设9910亿元（+24%），勘测设计及咨询143亿元（20%），工业制造250亿元（-5%），其他188亿元（-44%）。在工程建设业务中，传统能源（含火电）、新能源新签合同分别达2493亿元（+24%）和3550亿元（+84%），新能源业务发力最快。随着新能源上游主产业链成本不断下降，公司新能源工程建设业务有望实现量利齐升的跨越式发展。

公司2023Q1新签合同2977亿元，同比+22%，环比-16%，其中，工程建设2855亿元（+24%），勘测设计及咨询48亿元（-3%），工业制造66亿元（+16%），其他7亿元（-77%）。在工程建设业务中，传统能源（含火电）、新能源新签订单分别为1115/917亿元，同比+97%/-11%，环比+185%/+42%，以火电为主的传统能源业务显著提速。公司是传统能源电力建设的国家队、排头兵和主力军，在火电建设领域代表着世界最高水平，公司火电EPC业务有望进入新的成长周期。

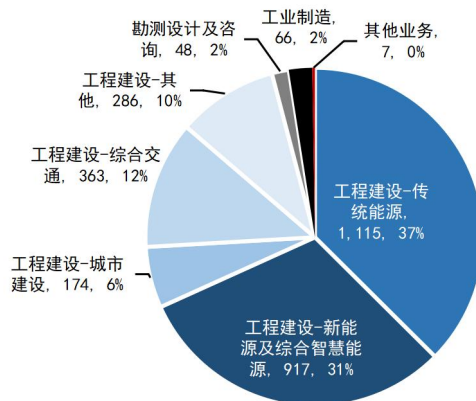
公司2022年境内新签合同8093亿元，同比+24%；境外新签合同2398亿元，同比+10%，其中，“一带一路”沿线市场新签合同额1,650亿元，同比+40%，占海外合同额约68.8%。公司2023Q1境内新签合同2208亿元，同比+20%，环比-30%；境外新签合同769亿元，同比+28%，环比+94%，同比增幅位于八大建筑央企（-5%至+35%）前列。2023年是“一带一路”倡议提出的十周年，随着时隔数年的高峰论坛重启，公司有望在国际新能源市场的领先优势抢占更多订单。

图7：2022年公司新签合同构成（单位：亿元、%）



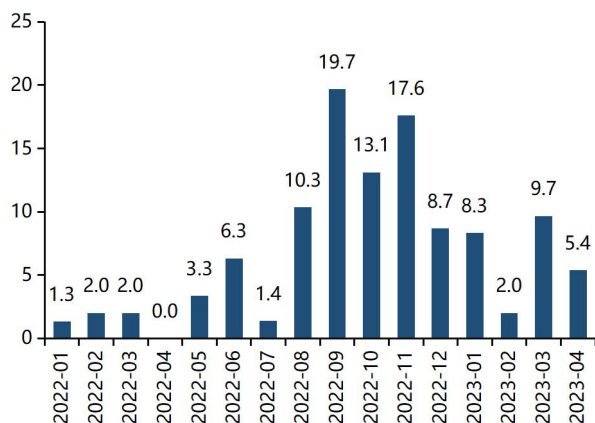
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：2023Q1公司新签合同构成（单位：亿元、%）



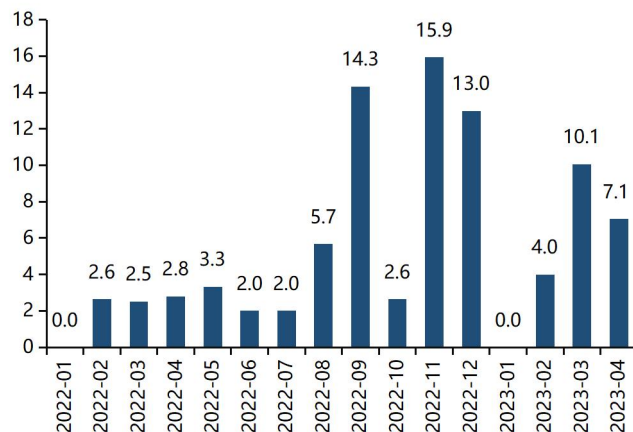
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：2023年1-4月全国煤电核准容量同比+376%（GW）



资料来源：绿色和平，北极星电力网，国信证券经济研究所整理

图10：2023年1-4月全国煤电开工容量同比+165%（GW）



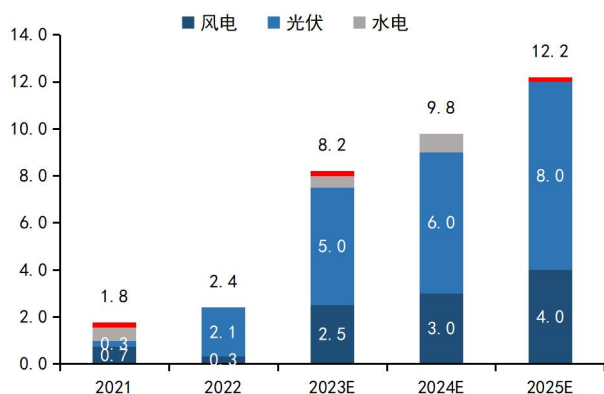
资料来源：北极星电力网，国信证券经济研究所整理

投资运营：风光新能源开发指标储备充沛，有望将新能源运营打造成利润中心

截至2022年底，公司控股电力项目并网装机7.01GW，其中：火电1.25GW、水电0.78GW、风电1.74GW、光伏3.02GW、生物质发电0.22GW。2022年，公司新增风光新能源装机2.4GW；获取风光新能源投资指标16.2GW，同比+39.8%，累计获取新能源指标达30.1GW，新能源资源储备充沛。公司凭借在电力工程领域的规划设计牵引、工程总承包固有优势，未来有望将新能源等投资运营业务打造成公司长远发展的利润中心。

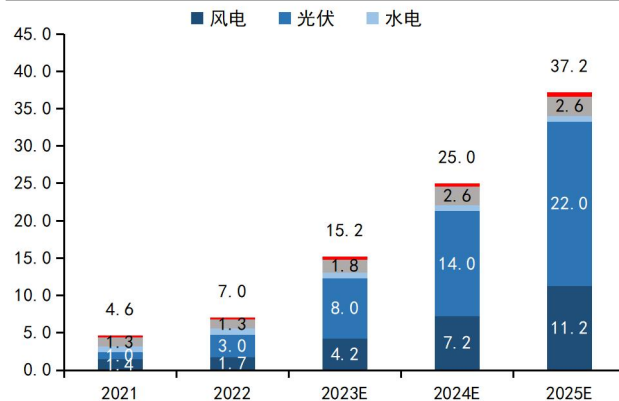
我们预计2023-2025年公司新增新能源装机容量将达7.5/9.0/12.0GW，累计新能源装机容量达12.2/21.2/33.2GW，假设全年装机均匀分布，单GW风电项目净利润2.0亿元/年，单GW光伏项目净利润由1.0亿元/年增长至2.0亿元/年，则对应2023-2025年公司风光新能源运营业务净利润约11.5/21.8/38.0亿元，占公司归母净利润12%/20%/31%。

图11：2021-2025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12：2021-2025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

业务转型：民爆板块分拆上市基本完成，150亿新能源定增稳步推进

为加快助力业务转型升级，公司立足“30·60”系统解决方案“一个中心”和储能、氢能“两个基本点”，正在全力打造新能源、新基建、新产业“三新”发展平台。2023年1月30日，南岭民爆（002096）以发行股份方式购买公司子公司易普力

68.36%的股份实现公司民爆板块分拆上市。目前，南岭民爆已成为易普力的控股股东，葛洲坝集团持有南岭民爆 47.90%股份，为南岭民爆控股股东，公司为南岭民爆的间接控股股东。通过本次分拆，公司民用爆破板块将增强资本实力，进一步扩大业务布局，有助于提升公司未来的整体盈利水平。近期公司拟以 A 股定增的方式募集不超过 150 亿元资金用于以新能源为主的新型综合能源项目，现已取得国资委同意批复。随着公司业务规模的持续扩张，本次定增将进一步优化公司财务结构，降低公司综合融资成本，保证公司新签项目稳步推进，促进公司持续健康发展。

我们预计公司 2023-2025 年合计实现营业收入 4452/5178/5867 亿元，同比增速 22%/16%/13%；归母净利润 96.2/107.6/122.3 亿元，同比增速 23%/12%/14%。

表 1：公司分部营业收入及盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
工程建设 (亿元)	3,020	3,813	4,498	5,131
毛利率 (%)	8.0%	8.4%	8.6%	8.5%
勘测设计 (亿元)	175	198	221	241
毛利率 (%)	34.4%	34.9%	35.3%	35.2%
工业制造 (亿元)	275	302	329	367
毛利率 (%)	17.7%	21.3%	22.0%	21.7%
清洁能源 (亿元)	70	87	141	211
毛利率 (%)	38.8%	41.2%	44.9%	47.0%
投资及其他 (亿元)	349	354	357	352
毛利率 (%)	22.6%	22.7%	22.9%	23.1%
分部间抵消 (亿元)	-225	-302	-369	-436
营业收入 (亿元)	3,664	4,452	5,178	5,867
公司毛利率 (%)	10.6%	12.5%	12.7%	12.9%
营业收入增长率 (%)	13.67%	21.50%	16.31%	13.31%
营业成本/营业收入 (%)	87.58%	87.51%	87.27%	87.09%
销售费用率 (%)	0.46%	0.49%	0.48%	0.47%
管理费用率 (%)	3.75%	3.75%	3.70%	3.60%
研发费用率 (%)	2.85%	2.84%	2.70%	2.65%
研发费用率 (%)	1.3%	0.9%	1.6%	2.0%
期间费用率 (%)	8.3%	8.0%	8.5%	8.7%
营业税及附加/营业收入 (%)	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
所得税税率 (%)	23.90%	23.90%	23.90%	23.90%
股利分配比率 (%)	14.51%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：考虑公司新能源订单增长势头强劲，火电新签合同显著提速，海外市场再创新高，150 亿元定增稳步推进，我们上调 2023-2025 年盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 96.2/107.6/122.3 亿元（原预测为 95.8/106.5/114.7 亿元），同比增速 23%/12%/14%，EPS 分别为 0.20/0.23/0.26 元，当前 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	58299	73104	89037	103560	117343	营业收入	322319	366393	445185	517798	586717
应收款项	65538	80186	67083	78024	88409	营业成本	279910	320891	389590	451890	510982
存货净额	58609	61381	182953	212794	241116	营业税金及附加	1437	1703	2069	2407	2727
其他流动资产	31052	41256	38959	36151	33214	销售费用	1667	1687	2181	2485	2758
流动资产合计	309936	378753	515892	589564	659030	管理费用	12747	13722	16694	19159	21122
固定资产	47336	59218	95559	140100	192442	研发费用	8789	10442	12643	13981	15548
无形资产及其他	68110	67805	96957	126110	155262	财务费用	3673	4616	4173	8350	11574
其他长期资产	65178	117878	89037	103560	117343	投资收益	472	997	1000	1000	1000
长期股权投资	38303	40697	50697	60697	70697	资产减值及公允价值变动	(1852)	(2522)	(2483)	(2483)	(2483)
资产总计	528863	664351	848142	1020031	1194775	其他收入	3713	4465	3483	3483	3483
短期借款及交易性金融负债	22628	42957	171924	242686	304388	营业利润	14576	13749	17350	19044	21523
应付款项	136999	181042	152979	177013	199614	营业外净收支	(1525)	(74)	(500)	(200)	(100)
其他流动负债	49643	57087	60594	56067	52635	利润总额	13050	13675	16850	18844	21423
流动负债合计	270522	341558	474533	579325	673980	所得税费用	3453	3268	4027	4504	5120
长期借款及应付债券	95911	141924	167924	223924	291124	少数股东损益	3093	2597	3200	3579	4069
其他长期负债	12696	13383	13509	13709	13909	归属于母公司净利润	6504	7809	9623	10761	12234
长期负债合计	108607	155307	181433	237633	305033	现金流量表（百万元）					
负债合计	379129	496865	655966	816959	979013		2020	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	55535	65593	66793	68372	70440	净利润	6504	7809	9623	10761	12234
股东权益	94199	101894	125383	134701	145321	资产减值准备	(859)	(1483)	(1483)	(1483)	(1483)
负债和股东权益总计	528863	664351	848142	1020031	1194775	折旧摊销	0	3850	4506	6306	8506
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(8)	(71)	0	0	0
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	3673	4616	4173	8350	11574
每股收益	0.16	0.19	0.20	0.23	0.26	营运资本变动	2893	(3246)	(117197)	(25120)	(22730)
每股红利	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	其它	314	1075	7983	12612	16326
每股净资产	3.59	4.02	4.03	4.26	4.52	经营活动现金流	8844	7934	(96568)	3076	12854
ROIC	6%	5%	4%	4%	4%	资本开支	(14043)	(19983)	(70000)	(80000)	(90000)
ROE	7%	8%	8%	8%	8%	其它投资现金流	(4610)	(29043)	19841	(23523)	(22784)
毛利率	13%	12%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(18653)	(49026)	(50159)	(103523)	(112784)
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	6%	权益性融资	20185	1201	15000	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	(1936)	58555	154966	126762	128902
收入增长	19%	14%	22%	16%	13%	支付股利、利息	(2253)	(2816)	(3133)	(3443)	(3614)
净利润增长率	39%	20%	23%	12%	14%	其它融资现金流	(24877)	12543	128966	70762	61702
资产负债率	72%	75%	77%	80%	82%	融资活动现金流	12324	52324	162660	114969	113714
息率	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	现金净变动	2515	11233	15933	14523	13784
P/E	17.3	14.4	13.4	12.0	10.5	货币资金的期初余额	56435	58299	73104	89037	103560
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	货币资金的期末余额	58299	73104	89037	103560	117343
EV/EBITDA	27.7	28.0	29.6	27.7	26.3	企业自由现金流	1917	(5720)	(165944)	(77599)	(78669)
						权益自由现金流	(4017)	50815	(27153)	14808	7825

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