

中国电建 (601669)

证券研究报告

2024年06月26日

从电站及矿看电建重估价值

工程承包与勘测设计：能源电力维持较高景气，或将充分受益于雅鲁藏布江下游水电项目

年初以来，能源电力工程新签持续高增，传统水利工程业务不断巩固，24年1-5月，公司新签合同金额同比增长6.78%，其中，能源电力/水资源与环境/基础设施新签合同同比分别+28.06%/-1.29%/-29.94%，基建类订单持续下滑，工程业务结构持续优化。我国“十四五”规划和2035年远景目标提出，对雅鲁藏布江下游水电进行开发。我们估算雅鲁藏布江下游水电项目投资额预计在10261亿元左右。公司作为全球水利水电行业的领先者，承担了国内大中型水电站80%以上的规划设计任务、65%以上的施工建设任务，约占全球50%以上的大中型水利水电建设市场。曾参与了长江三峡水电站等举世瞩目的水电工程项目。我们认为公司作为水利水电建设龙头或承担主要的规划勘察设计及施工任务，我们预计公司工程承包与勘测设计板块或将充分受益，在中长期迎来显著提升。

电力投资与运营：新增装机大幅提升，新能源投资仍保持较高强度

截至23年末，公司控股并网装机容量2718.85万千瓦，同比增长33.4%；23年公司电力运营业务资产总额达到1952亿，占公司全部总资产比例达16.91%。公司坚持“控制规模、优化结构、突出效益”原则，加强电力投资项目全生命周期的管理，加快推进以风电、太阳能光伏发电、水电等清洁能源为核心的电力投资与运营业务。截至23年末，公司风电、太阳能发电、水电、火电和独立储能装机841.28、772.71、685.06、364.5、55.3万千瓦，同比+9.97%/+189.66%/-0.07%/+15.35%/+1006%。24年，公司计划安排投资1389亿元，其中，能源电力板块投资计划为865亿元、同比+44.99%，其中新能源项目投资计划为811亿元、同比+70.8%，仍保持较高投资强度。

矿业：参股华刚矿业，或将充分受益本轮铜价上行周期

公司持有华刚矿业25.28%的股权，华刚铜钴矿项目矿石储量约2.5亿吨，铜矿石品位3.47%，钴矿石品位0.215%，探明金属资源储量含铜868万吨、含钴54万吨。华刚矿业19-23年为公司贡献投资收益CAGR为41.1%，扣除所得税后的投资收益占中国电建当期归母净利润的比从19年的4.74%上升到23年的11.11%，持续为公司贡献业绩增量。23年年底以来，铜矿供给端持续偏紧，新兴市场需求显著增长，铜供需错配不断推高铜价上涨，公司凭借参股华刚矿业，或将充分受益本轮铜价上行周期。此外，公司是目前国内砂石资源储量最大的企业，也是现阶段规划砂石年产能最大的企业，未来将加快打造绿色砂石全产业链，持续扩大品牌影响力。我们预计24年工程板块/电力板块/铜钴矿/绿色砂石对应的归母净利润分别为109/18/14/7亿元，24年公司合计目标市值1464亿，对应24年整体PE 9.92x，较当前还有55%的上涨空间，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；电力及基建投资弱于预期；资产减值风险；测算具有一定主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	572,612.95	609,408.45	662,142.36	733,525.48	829,365.98
增长率(%)	27.54	6.43	8.65	10.78	13.07
EBITDA(百万元)	67,389.12	78,337.13	59,504.77	67,380.71	76,231.68
归属母公司净利润(百万元)	11,435.44	12,988.39	14,758.37	16,921.87	19,554.07
增长率(%)	32.48	13.58	13.63	14.66	15.56
EPS(元/股)	0.66	0.75	0.86	0.98	1.14
市盈率(P/E)	8.25	7.27	6.40	5.58	4.83
市净率(P/B)	0.62	0.59	0.55	0.51	0.47
市销率(P/S)	0.16	0.15	0.14	0.13	0.11
EV/EBITDA	4.04	3.48	4.68	4.05	3.50

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	5.48元
目标价格	8.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	17,226.16
流通A股股本(百万股)	13,071.53
A股总市值(百万元)	94,399.35
流通A股市值(百万元)	71,631.96
每股净资产(元)	7.72
资产负债率(%)	78.22
一年内最高/最低(元)	6.08/4.45

作者

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	
蹇青青	联系人
jianqingqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国电建-季报点评：一季度经营稳健，能源电力新签订单持续高增》2024-04-30
- 《中国电建-年报点评报告：能源电力订单高增，公司有望受益水利板块高景气》2024-04-26
- 《中国电建-季报点评：Q3扣非净利润同比增长16.7%，海外业务维持高景气》2023-10-31

内容目录

1. 重视中国电建资产重估价值	3
1.1. 工程相关业务：能源电力高景气，或将充分受益于雅鲁藏布江下游水电项目	3
1.2. 电力投资与运营：新增装机大幅提升，新能源资产质量较优	4
1.3. 矿业：参股华刚矿业，或将充分受益本轮铜价上行周期	6
2. 估值与投资建议	7
3. 风险提示	8

图表目录

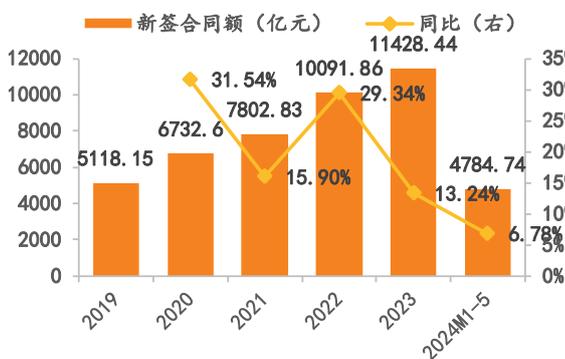
图 1：公司新签合同额及同比	3
图 2：公司新签合同结构	3
图 3：公司电力投资与运营业务资产总额（亿元）及同比	5
图 4：公司控股并网装机容量（万千瓦）	5
图 5：公司控股并网装机容量结构	5
图 6：公司近年电力投资与运营业务收入情况	5
图 7：公司电力投资与运营业务毛利率和资产负债率	5
图 8：2023 年可比公司运营电力资产情况（万千瓦）	6
图 9：2023 年可比公司运营电力毛利率情况	6
图 10：公司参股华刚矿业在 2019-2023 年取得的投资收益	7
图 11：LME 铜期货结算价（美元/吨）	7
表 1：国内部分水电站建设情况	4
表 2：2023 年可比公司运营电力资产单位盈利能力情况	6
表 3：华刚矿业铜钴矿基本情况	7
表 4：可比公司估值表	8

1. 重视中国电建资产重估价值

1.1. 工程相关业务：能源电力高景气，或将充分受益于雅鲁藏布江下游水电项目

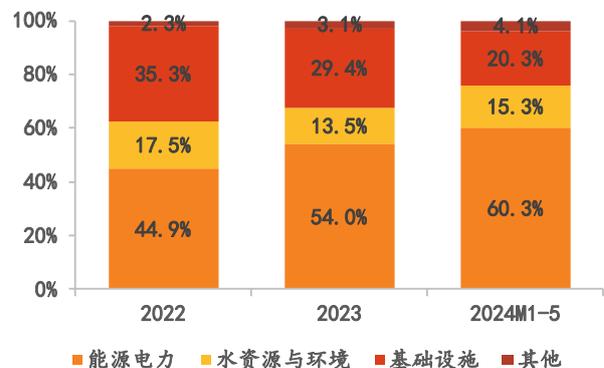
工程承包与勘测设计：能源电力维持较高景气，水利业务有望显著受益。2023 年公司新签合同额 11428.44 亿元，同比+13.24%，其中，能源电力、水资源与环境、基础设施新签合同分别为 6167.74、1547.99、3360.25 亿元，同比分别+36.17%、-12.38%、-5.77%；2023 年能源电力新签合同具体来看，新签太阳能/抽水蓄能/火电/风电合同金额分别为 2798.97/780.51/336.47/1148.01 亿元，同比分别+44.54%/+220.61%/+50.42%/-21.12%。年初以来，能源电力工程新签持续高增，传统水利工程业务不断巩固，2024 年 1-5 月，公司新签合同金额同比增长 6.78%，其中，能源电力/水资源与环境/基础设施新签合同同比分别+28.06%/-1.29%/-29.94%，基建类订单持续下滑，工程业务结构持续优化。

图 1：公司新签合同额及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司新签合同结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

雅鲁藏布江流域干流水能资源最丰富，雅鲁藏布江下游有近 6000 万千瓦水电的开发。我国“十四五”规划和 2035 年远景目标提出，对雅鲁藏布江下游水电进行开发。根据《中国能源部》报道显示，雅鲁藏布江流域干流水能资源最丰富，理论蕴藏量近 8000 万千瓦，其下游的大拐弯地区更是“世界水能富集之最”，在 50 公里直线距离内，形成了 2000 米的落差，汇集了近 7000 万千瓦的技术可开发资源，规模相当于 3 个多三峡电站（装机容量 2250 万千瓦）。据公司原董事长晏志勇表示，雅鲁藏布江下游近 6000 万千瓦水电的开发，每年可提供近 3000 亿度清洁、可再生、零碳的电力。

雅鲁藏布江下游水电项目投资预计将超 1 万亿，公司作为水利水电建设龙头或将充分受益。我们统计了国内部分水电站项目建设情况，其中，以昌波水电站单位投资额 1.71 亿元/万千瓦来估算雅鲁藏布江下游水电项目投资额预计在 10261 亿元左右。公司作为全球水利水电行业的领先者，承担了国内大中型水电站 80% 以上的规划设计任务、65% 以上的施工建设任务，约占全球 50% 以上的大中型水利水电建设市场。曾参与了长江三峡水电站、南水北调工程到白鹤滩水电站、乌东德水电站、两河口水电站等一批举世瞩目的水电工程项目。我们认为公司作为水利水电建设龙头或承担主要的规划勘察设计及施工任务，类比三峡水利枢纽工程于 1992 年批准建设、2009 年建设完工，我们预计公司工程承包与勘测设计板块或将充分受益，在中长期迎来显著提升。

表 1：国内部分水电站建设情况

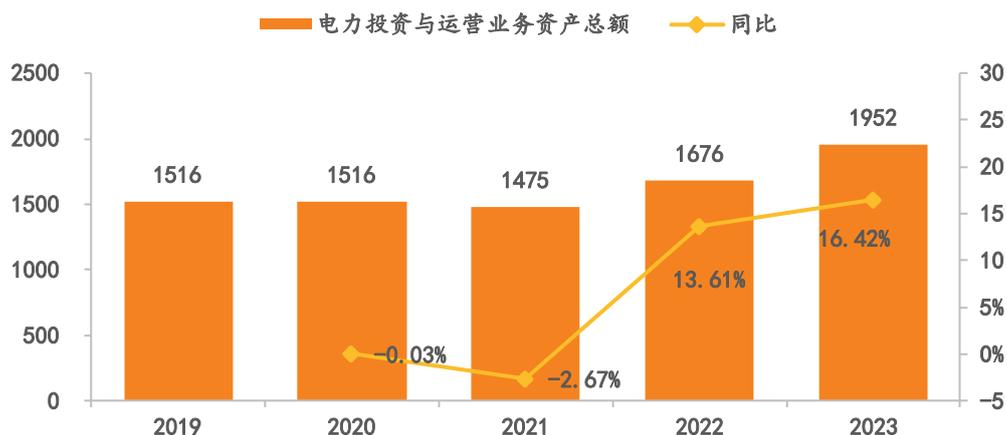
项目名称	地区	总装机量 (万千瓦)	总投资额 (亿元)	单位投资额(亿 元/万千瓦)	项目进度	(预计)建 成时间	建设单位
小浪底水利枢 纽	河南	180	347.5	1.93	已投产	2008	中国电建、中国能建
龙滩水电站一 期	广西	490	330	0.67	一期已投 产	2008	中国能建、中国电建
藏木水电站	西藏	51	96	1.88	已投产	2014	中国能建、中国电建等
三峡水电站	湖北	2250	2485.4	1.10	已投产	2020	中国安能、中国能建、 中国电建
加查水电站	西藏	36	78.3	2.18	已投产	2020	中国能建、中国电建等
大古水电站	西藏	66	103	1.56	已投产	2021	中国电建
拉洛水利枢纽 及配套灌区工 程	西藏	4.2	49.5	11.79	已投产	2020	中国电建
白鹤滩水电站	四川	1600	2200	1.38	已投产	2022	中国电建、中国能建
苏洼龙水电站	西藏	120	178.9	1.49	已投产	2022	中国电建
拉西瓦水电站	青海	420	149.9	0.36	已投产	2023	中国电建、中国能建
湘河水利枢纽 及配套灌区工 程	西藏	4	27.1	6.78	已投产	2023	中国电建
叶巴滩水电站	四川	224	333.6	1.49	建设中	2025	中国电建
扎拉水电站	西藏	101.5	118.4	1.17	建设中	2027	中国电建、中国安能
帕孜水利枢纽 及配套灌区工 程	西藏	5.8	29.4	5.07	建设中	2028	中国电建
昌波水电站	西藏	82.6	141.26	1.71	建设中	2029	中国电建

资料来源：中国政府网、中国新闻网、澎湃新闻等，天风证券研究所

1.2. 电力投资与运营：新增装机大幅提升，新能源资产质量较优

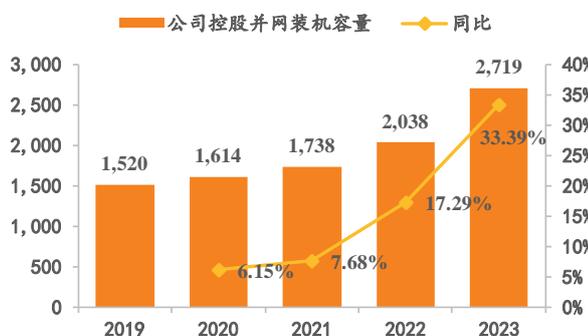
近年来公司保持较大的投资强度，电力运营业务控股并网装机容量稳步提升。截至 2023 年末，公司控股并网装机容量 2718.85 万千瓦，同比增长 33.4%；2023 年公司电力运营业务资产总额达到 1952 亿，占公司全部总资产比例达 16.91%。公司坚持“控制规模、优化结构、突出效益”原则，加强电力投资项目全生命周期的管理，加快推进以风电、太阳能光伏发电、水电等清洁能源为核心的电力投资与运营业务，着力推动业务结构持续向绿色低碳发展。截至 2023 年末，公司风电装机 841.28 万千瓦，同比增长 9.97%；太阳能发电装机 772.71 万千瓦，同比增长 189.66%；水电装机 685.06 万千瓦，同比下降 0.07%；火电装机 364.5 万千瓦，同比增长 15.35%；独立储能装机 55.3 万千瓦，同比增长 1006%。2024 年，公司计划安排投资 1389 亿元，其中，能源电力板块投资计划为 865 亿元、同比+44.99%，其中新能源项目投资计划为 811 亿元、同比+70.8%，仍保持较高投资强度。

图 3：公司电力投资与运营业务资产总额（亿元）及同比



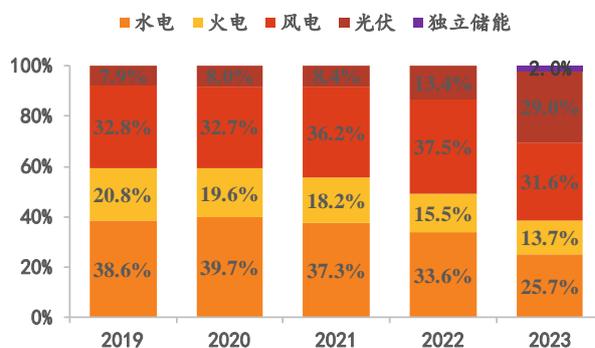
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司控股并网装机容量（万千瓦）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

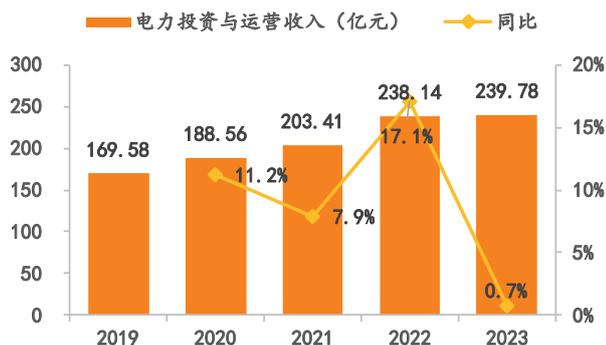
图 5：公司控股并网装机容量结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

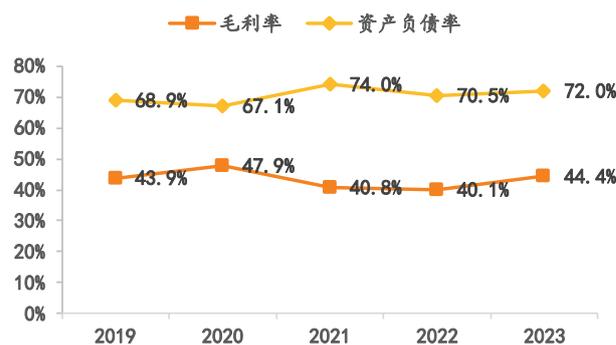
电力投资与运营业务营收稳健增长，毛利率逐步改善。随着公司境外电力投资与运营项目盈利能力提升，公司电力投资与运营业务营业收入与毛利率均实现增长，2023 年该业务实现收入 239.78 亿，同比增长 0.7%，其中，新能源业务实现收入 95.09 亿，同比增长 10.04%。2023 年电力投资与运营业务实现毛利率 44.4%，同比增长 4.3pct，其中，新能源业务实现毛利率 52.5%，同比下滑 3.2pct。

图 6：公司近年电力投资与运营业务收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

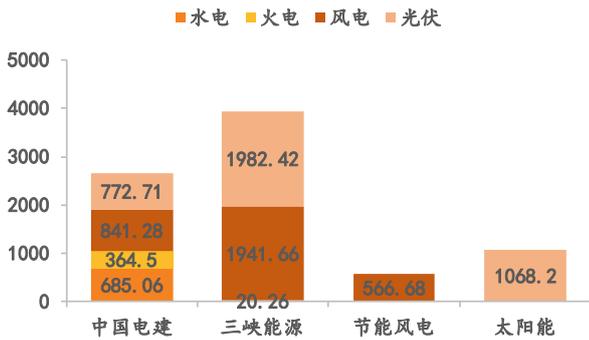
图 7：公司电力投资与运营业务毛利率和资产负债率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

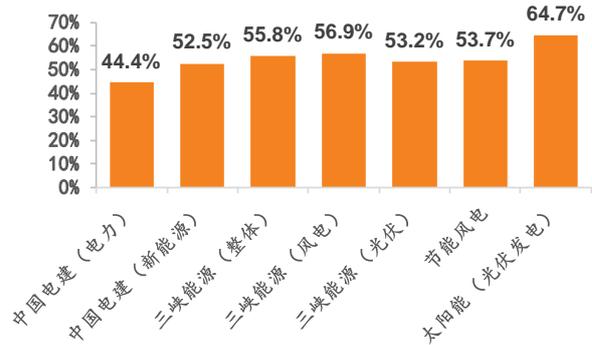
公司电力资产聚焦以风电、光伏为主的新能源领域，我们选取优秀新能源电力运营企业（三峡能源、节能风电、太阳能）以衡量公司运营新能源资产质量。2023 年公司电力资产运营业务毛利率 44.4%，低于可比公司，主要系公司电力资产中盈利水平相对较低的火电、水电资产占据相当体量；2023 年中国电建新能源资产毛利率为 52.5%，接近可比公司水平，我们认为公司整体新能源资产质量较优。随着公司发挥投资、建设、运营全产业链一体化优势，加快从传统建筑产业向投建营一体化发展的战略转型，我们认为公司电力投资与运营类资产质量有较大提升空间。

图 8：2023 年可比公司运营电力资产情况（万千瓦）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 9：2023 年可比公司运营电力毛利率情况



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

表 2：2023 年可比公司运营电力资产单位盈利能力情况

	装机量 GW	毛利润 亿元	单位毛利润 亿元/GW	净利润 亿元	单位净利润 亿元/GW
中国电建（整体）	27.19	106.46	3.92	25.53	0.94
中国电建（新能源）	22.99	49.92	2.17	17.83	0.78
三峡能源（整体）	40.00	145.86	3.65	82.70	2.07
三峡能源（风电）	19.42	105.73	5.45	66.97	3.45
三峡能源（光伏）	19.82	39.43	1.99	19.36	0.98
节能风电	5.67	27.36	4.83	15.87	2.80
太阳能（光伏发电）	10.68	29.43	2.75	21.30	1.99

注 1：其中三峡能源、节能风电新能源电力运营业务净利润来自公司公告，中国电建、太阳能净利润为测算值；

注 2：中国电建、太阳能新能源电力运营业务新能源业务电力运营净利率=新能源电力运营业务毛利率-费用率（近似值）；其中中国电建新能源电力运营业务费用率近似等于公司电力运营业务费用率、太阳能新能源电力运营业务费用率近似等于公司整体费用率；

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

1.3. 矿业：参股华刚矿业，或将充分受益本轮铜价上行周期

参股华刚矿业，或将充分受益本轮铜价上行周期。公司与中国中铁等组成的中方企业集团在积极实施国家“走出去”战略、投资开发海外矿业资源的背景下，与刚果国家矿业总公司根据“资源财政化一揽子合作模式”共同发起设立华刚矿业，其中，公司持股 25.28%。根据华刚矿业官网，华刚铜钴矿项目位于刚果（金），矿区面积约 11.05 平方公里，矿石储量约 2.5 亿吨，铜矿石品位 3.47%，钴矿石品位 0.215%，探明金属资源储量含铜 868 万吨、含钴 54 万吨。华刚矿业持续为公司贡献业绩增量，华刚矿业为公司贡献投资收益从 2019 年的 4.43 亿元增长到 2023 年的 17.57 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 41.1%，扣除所得税后的投资收益占中国电建当期归母净利润的比从 2019 年的 4.74% 上升到 2023 年的 11.11%，持续为中国电建贡献业绩增量。2023 年年底以来，铜矿供给端持续偏紧，新

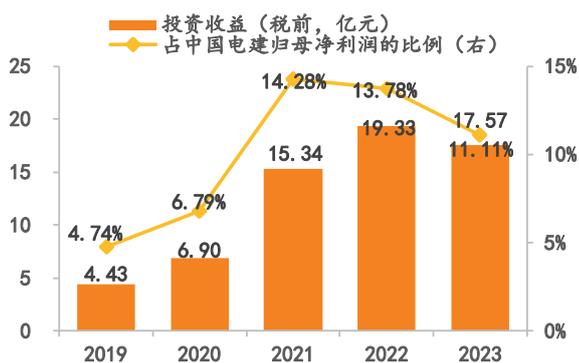
兴市场需求显著增长，铜供需错配不断推高铜价上涨，公司凭借参股华刚矿业，或将充分受益本轮铜价上行周期。

表 3：华刚矿业铜钴矿基本情况

	品种	品位	保有资源/储量(万吨)	2023 年产量(万吨)	权益比	权益资源量/储量(万吨)
华刚公司铜钴矿	铜	3.47%	868	23.55	25.28%	219.43
	钴	0.22%	54	0.39		13.65

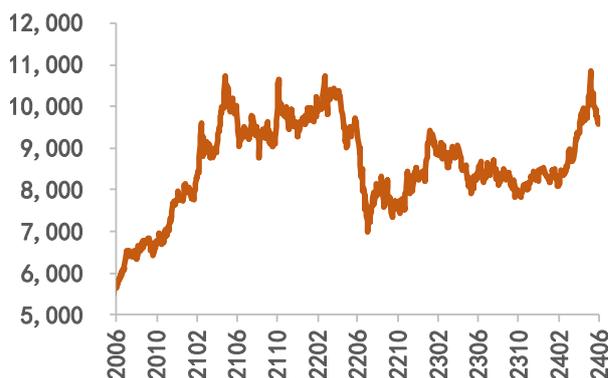
资料来源：华刚矿业官网，中国中铁 2023 年年报，天风证券研究所

图 10：公司参股华刚矿业在 2019-2023 年取得的投资收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：LME 铜期货结算价 (美元/吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

加快打造绿色砂石全产业链，塑造供应链，持续扩大中国电建绿色砂石品牌影响力。绿色砂石方面，据砂石骨料网数据，公司是目前国内砂石资源储量最大的企业，也是现阶段规划砂石年产能最大的企业。截止 2023 年末，公司绿色砂石资源储备量 89.34 亿吨，设计产能达 5.05 亿吨/年，投运产能达 1.32 亿吨/年。2023 年度销量约为 9000 万吨，营业收入为 46.3 亿元，占当期公司营业总收入的 0.76%。早在 2022 年，公司加速布局砂石行业，资源大幅增加，在“砂”业务板块已提前实现“十四五”规划目标。目前，公司绿色砂石布局已基本完整，不会再大量获矿，会在现有基础上做一些完善和补充，未来公司将加快打造绿色砂石全产业链，塑造供应链，持续扩大中国电建绿色砂石品牌影响力。

2. 估值与投资建议

分部估值予公司 24 年 1464 亿目标市值，对应目标价 8.5 元，较当前还有 55% 的上涨空间，维持“买入”评级。我们此前预计 2024-2026 年，公司归母净利润分别为 148、169、196 亿，其中，2024 年工程、电力、铜钴矿、绿色砂石板块对应的归母净利润分别为 109、18、14、7 亿元。工程承包与勘测设计、电力投资与运营、矿产业务的商业模式有较大区别，我们采用分部估值法。工程承包与勘测设计可比公司选取专业建设领域有领先地位建筑央企，包括中国化学（化学工程龙头）、中国能建（国内能源建设龙头之一）、中国核建（核能工程龙头），可比公司 24 年 PE 均值为 9.3x，考虑公司在水电及风光新能源规划建设等一体化优势地位、“双碳”背景下政策推进能源结构调整较为坚决，认可给予该部分业务 24 年目标 PE 9x，对应 24 年目标市值 980 亿。电力投资与运营业务选取三峡能源（风光新能源投资及运营）、川投能源（水电投资及运营）及国投电力（水、火电投资及运营），可比公司 24 年 PE 均值为 16.13x，考虑到公司 2023 年电力资产结构中清洁能源占比超 84%，我们预计“十四五”期间运营资产投资保持强度，其中清洁能源因重视度提升及契合政策趋势，控股装机规模弹性或更优及结构优化空间较大，我们认可给予该部分业务 24 年目标 PE 15x，对应 24 年目标市值 271 亿元。铜钴板块分别选取紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业作为可比公司，可比公司 24 年 PE 均值为 14.71x，考虑到公司已将矿

业定位为海外业务的五大主业（“水、能、城、矿、数”）之一，未来或有更多投入，我们认可给予该部分业务 24 年目标 PE10x，对应 24 年目标市值 140 亿元。砂石板块我们选取华新水泥、海螺水泥和天山股份作为可比公司，可比公司 24 年 PE 均值为 15.97x，目前，公司绿色砂石布局已基本完整，未来公司将加快打造绿色砂石全产业链，塑造供应链，持续扩大中国电建绿色砂石品牌影响力，我们认可给予该部分业务 24 年目标 PE 11x，对应 24 年目标市值 74 亿元。综合四部分估值情况，24 年公司合计目标市值 1464 亿，对应 24 年整体 PE 9.92x，目标价 8.5 元，较当前还有 55% 的上涨空间，维持“买入”评级，建议重视公司资产重估空间。

表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价（元）	PE				PB			
				23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E
一、工程承包与勘测设计											
601117.SH	中国化学	487.54	7.98	7.16	8.11	7.19	6.47	0.68	0.78	0.71	0.65
601868.SH	中国能建	749.59	2.09	10.96	9.74	8.73	7.87	0.87	0.76	0.70	0.65
601611.SH	中国核建	240.26	7.96	10.14	10.04	8.63	7.33	1.11	0.79	0.73	0.67
	平均值			9.42	9.30	8.18	7.22	0.89	0.78	0.72	0.66
二、电力投资与运营											
600905.SH	三峡能源	1227.85	4.29	17.42	14.30	12.44	11.17	1.52	1.35	1.24	1.13
600674.SH	川投能源	889.13	18.24	15.33	17.26	16.30	15.42	1.84	2.15	1.98	1.80
600886.SH	国投电力	1334.30	17.90	14.65	16.82	15.32	14.13	1.84	2.00	1.85	1.69
	平均值			15.80	16.13	14.69	13.57	1.73	1.83	1.69	1.54
三、矿业-铜钴											
601899.SH	紫金矿业	4442.10	17.35	15.53	17.12	13.74	11.90	3.05	3.48	2.86	2.38
603993.SH	洛阳钼业	1732.45	8.33	13.61	16.40	14.49	13.31	1.92	2.57	2.25	1.96
600362.SH	江西铜业	702.44	24.04	9.51	10.62	9.44	9.19	0.92	0.55	0.46	0.39
	平均值			12.88	14.71	12.56	11.47	1.96	2.20	1.86	1.58
四、矿业-砂石											
600801.SH	华新水泥	244.25	14.26	9.36	10.07	8.67	7.70	0.89	0.97	0.90	0.84
600585.SH	海螺水泥	1166.50	23.55	11.46	13.39	11.94	10.89	0.65	0.66	0.64	0.62
000877.SZ	天山股份	483.42	5.58	29.45	24.46	19.62	16.35	0.69	0.52	0.51	0.49
	平均值			16.76	15.97	13.41	11.65	0.74	0.72	0.68	0.65
601669.SH	中国电建	943.99	5.48	7.27	6.40	5.58	4.83	0.59	0.55	0.51	0.47

注：股价时间 2024/06/25；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

3. 风险提示

1、宏观经济下行风险。受地缘政治、局部战争、通胀、债务、能源及气候变化等因素影响，加之 2024 年是美国等国家大选年，国际环境不确定性较高。而且，全球经济通胀风险依然存在，或将对大宗商品等价格产生不利影响。

2、电力及基建投资弱于预期。若电力行业投资及基建领域投资强度弱于预期，或增加公司新签订单获取难度及影响在执行合同推进节奏，进而影响公司业绩。

3、资产减值风险。公司在手的电力运营资产若发生大额减值，对公司业绩或有较大影响。此外，若工程回款节奏低于预期致账期拉长，或信用减值损失规模或明显增加。

4、测算具有一定主观性。本文中的盈利预测均给予相应的假设条件，具有一定的主观性，

实际情况可能会和测算结果不一致。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	100,954.13	97,495.68	105,932.27	117,352.44	132,685.40
应收票据及应收账款	102,667.74	108,159.91	112,554.21	115,653.72	123,940.90
预付账款	32,054.00	34,673.04	37,770.07	42,257.31	48,041.91
存货	16,954.66	16,945.61	16,966.29	17,154.24	17,376.72
其他	64,926.78	76,108.02	205,968.29	211,583.53	219,826.59
流动资产合计	317,557.30	333,382.26	479,191.13	504,001.24	541,871.52
长期股权投资	28,873.52	42,988.00	46,243.34	50,341.40	53,790.53
固定资产	126,840.83	128,758.46	147,828.88	165,399.31	181,469.73
在建工程	24,407.58	55,802.12	67,802.12	79,802.12	91,802.12
无形资产	267,841.43	267,691.14	259,705.39	251,719.64	243,733.89
其他	176,374.80	200,815.25	213,005.68	230,962.54	257,012.74
非流动资产合计	624,338.16	696,054.97	734,585.41	778,225.01	827,809.01
资产总计	1,040,078.11	1,153,774.74	1,213,776.54	1,282,226.25	1,369,680.54
短期借款	23,749.12	32,619.76	45,298.49	62,746.37	90,727.42
应付票据及应付账款	220,618.00	253,968.60	261,874.30	272,797.86	286,841.85
其他	123,576.90	144,138.73	278,297.29	294,486.32	310,620.07
流动负债合计	367,944.02	430,727.09	585,470.09	630,030.56	688,189.34
长期借款	285,854.59	315,206.43	315,896.73	317,484.90	320,268.93
应付债券	13,399.32	7,600.00	7,257.65	8,040.07	9,090.57
其他	27,957.43	27,158.93	29,509.07	32,690.34	36,961.57
非流动负债合计	327,211.34	349,965.37	352,663.45	358,215.31	366,321.07
负债合计	799,734.12	894,124.64	938,133.54	988,245.88	1,054,510.41
少数股东权益	88,479.26	99,069.75	102,975.55	107,453.91	112,628.89
股本	17,226.16	17,226.16	17,226.16	17,226.16	17,226.16
资本公积	35,786.91	38,700.23	38,700.23	38,700.23	38,700.23
留存收益	63,008.52	72,676.56	84,763.67	98,622.68	114,637.46
其他	35,843.14	31,977.40	31,977.40	31,977.40	31,977.40
股东权益合计	240,343.99	259,650.10	275,643.00	293,980.38	315,170.13
负债和股东权益总计	1,040,078.11	1,153,774.74	1,213,776.54	1,282,226.25	1,369,680.54

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	15,684.44	17,185.42	14,758.37	16,921.87	19,554.07
折旧摊销	15,759.91	17,993.82	18,915.33	20,415.33	21,915.33
财务费用	7,927.10	11,253.81	9,420.05	12,399.37	15,562.76
投资损失	(870.84)	(825.69)	(842.20)	(927.20)	(945.75)
营运资金变动	(46,480.98)	(34,176.13)	(16.85)	(8,669.92)	(18,732.63)
其它	38,812.13	10,833.44	4,868.98	5,568.32	6,370.77
经营活动现金流	30,831.75	22,264.66	47,103.69	45,707.76	43,724.55
资本支出	77,773.62	65,430.81	39,649.86	38,818.74	37,728.77
长期投资	(8,465.67)	14,114.49	3,255.34	4,098.06	3,449.13
其他	(114,974.22)	(160,471.37)	(85,023.76)	(85,145.28)	(83,489.61)
投资活动现金流	(45,666.28)	(80,926.07)	(42,118.56)	(42,228.48)	(42,311.71)
债权融资	15,950.38	38,368.45	6,985.91	11,993.47	18,603.09
股权融资	18,054.58	(952.42)	(3,534.45)	(4,052.58)	(4,682.96)
其他	(2,728.98)	16,718.61	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	31,275.98	54,134.64	3,451.46	7,940.89	13,920.13
汇率变动影响	3.45	(1.09)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16,444.90	(4,527.86)	8,436.59	11,420.17	15,332.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	572,612.95	609,408.45	662,142.36	733,525.48	829,365.98
营业成本	501,860.40	527,934.14	573,158.78	633,164.40	714,433.67
营业税金及附加	2,104.73	2,136.58	2,321.47	2,571.74	2,907.75
销售费用	1,340.64	1,408.14	1,529.99	1,694.94	1,907.54
管理费用	16,674.90	18,338.47	20,062.91	22,005.76	24,798.04
研发费用	20,801.45	23,229.30	26,022.19	28,680.85	32,511.15
财务费用	7,231.34	10,391.26	9,420.05	12,399.37	15,562.76
资产/信用减值损失	(5,033.37)	(6,688.99)	(6,902.56)	(6,895.51)	(6,907.84)
公允价值变动收益	(46.59)	3.85	100.00	100.23	52.12
投资净收益	874.30	824.60	842.20	927.20	945.75
其他	7,750.05	11,031.27	0.00	0.00	0.00
营业利润	19,055.12	20,799.81	23,666.60	27,140.36	31,335.09
营业外收入	339.07	342.49	345.12	366.18	416.18
营业外支出	146.92	226.35	241.35	251.57	256.79
利润总额	19,247.26	20,915.95	23,770.37	27,254.97	31,494.48
所得税	3,562.83	3,730.53	4,243.01	4,865.01	5,621.77
净利润	15,684.44	17,185.42	19,527.36	22,389.96	25,872.72
少数股东损益	4,248.99	4,197.03	4,768.98	5,468.09	6,318.65
归属于母公司净利润	11,435.44	12,988.39	14,758.37	16,921.87	19,554.07
每股收益 (元)	0.66	0.75	0.86	0.98	1.14

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	27.54%	6.43%	8.65%	10.78%	13.07%
营业利润	14.85%	9.16%	13.78%	14.68%	15.46%
归属于母公司净利润	32.48%	13.58%	13.63%	14.66%	15.56%
获利能力					
毛利率	12.36%	13.37%	13.44%	13.68%	13.86%
净利率	2.00%	2.13%	2.23%	2.31%	2.36%
ROE	7.53%	8.09%	8.55%	9.07%	9.65%
ROIC	6.39%	8.48%	7.79%	9.10%	10.55%
偿债能力					
资产负债率	76.89%	77.50%	77.29%	77.07%	76.99%
净负债率	101.84%	114.38%	110.63%	108.14%	106.85%
流动比率	0.88	0.84	0.82	0.80	0.79
速动比率	0.84	0.81	0.79	0.77	0.76
营运能力					
应收账款周转率	6.45	5.78	6.00	6.43	6.92
存货周转率	8.02	35.95	39.05	43.00	48.04
总资产周转率	0.57	0.56	0.56	0.59	0.63
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	0.75	0.86	0.98	1.14
每股经营现金流	1.79	1.29	2.73	2.65	2.54
每股净资产	8.82	9.32	10.02	10.83	11.76
估值比率					
市盈率	8.25	7.27	6.40	5.58	4.83
市净率	0.62	0.59	0.55	0.51	0.47
EV/EBITDA	4.04	3.48	4.68	4.05	3.50
EV/EBIT	5.21	4.47	6.86	5.81	4.91

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com