

中国电建 (601669.SH) 抓住能源电力发展机遇，电力工程龙头业绩可期

2024年07月05日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

郝英（联系人）

qidong@kysec.cn

haoying@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790123060017

日期	2024/7/4
当前股价(元)	5.62
一年最高最低(元)	6.08/4.45
总市值(亿元)	968.11
流通市值(亿元)	734.62
总股本(亿股)	172.26
流通股本(亿股)	130.72
近3个月换手率(%)	64.52

● 全球电力工程龙头企业，打造水利水电工程全产业链

中国电建是我国电力工程龙头企业，具有一体化的水利水电产业链，承担国内80%以上的河流规划及大中型水电站勘测设计任务，65%以上大中型水电站建设任务，在全球大中型水利水电建设中占据逾50%的市场份额。公司筑牢传统业务基建工程优势的同时，围绕新能源电力打造第二成长曲线。我们预计2024-2026年归母净利润分别为148.9/161.7/180.2亿元，EPS分别为0.86/0.94/1.05元，当前股价对应PE分别为6.5/6.0/5.4倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 业绩保持稳定上行，新签订单额维持高增态势

上市以来公司营业收入和利润稳步增长，2023年公司营业总收入6094.08亿元，同比增长6.4%，五年CAGR为15.0%。2023年公司净利润171.85亿元，同比增长9.6%，五年CAGR为12.8%。公司年订单量持续增长，从2014年的2379.70亿元增长至2023年的11428.44亿元，2014-2023年间CAGR为19.0%。其中2023年公司新签能源电力业务合同金额6167.74亿元，占新签合同总额的53.97%，同比增长36.17%。水利和水资源与环境业务合同金额1547.99亿元，同比减少12.38%。基础设施业务合同金额3,360.25亿元，同比减少5.77%。2024年前5月新签合同额4784.74亿元，同比增长6.78%。

● 新能源运营和抽水储能有望成为业务新增长点

公司未来的业务增长点在新能源运营和抽水储能。抽水储能方面，截至2023年底，我国抽水蓄能装机总容量5094万千瓦，如果要达到2025年抽水蓄能装机容量目标，2024-2025年需保持10.3%左右的年增速。中国电建是抽水储能领域的行业龙头，参与了国内约90%以上的抽水蓄能项目建设，2023年抽水蓄能电站新签合同额780.51亿元，同比高增220.61%。新能源投资运营方面，截至2023年底，公司控股并网装机容量2718.85万千瓦，其中：风电、太阳能发电、火电、独立储能装机同比均实现增长，总体清洁能源占比达到84.6%。

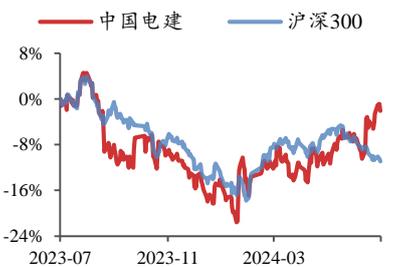
● **风险提示：**电力投资与运营业务不及预期、新签订单增长不及预期、宏观经济下行风险

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	571,649	608,439	666,620	737,961	804,798
YOY(%)	1.2	6.4	9.6	10.7	9.1
归母净利润(百万元)	11,435	12,988	14,892	16,172	18,024
YOY(%)	15.9	13.6	14.7	8.6	11.4
毛利率(%)	12.2	13.2	13.4	13.5	13.5
净利率(%)	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
ROE(%)	6.5	6.6	6.9	6.8	6.9
EPS(摊薄/元)	0.66	0.75	0.86	0.94	1.05
P/E(倍)	8.5	7.5	6.5	6.0	5.4
P/B(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 全球电力工程龙头企业，打造水利水电工程全产业链.....	4
1.1、 电力工程龙头企业，资产置换轻装出发.....	4
1.2、 营业收入逐年增长，盈利水平持续提升.....	7
1.3、 研发体系不断完善，创新能力持续加强.....	8
1.4、 坚持全球化发展战略，全球市场份额达 50%.....	9
2、 国家大力扶持清洁能源建设，公司抢抓“双碳”机遇.....	9
2.1、 “碳达峰”到“碳中和”，清洁能源大有可为.....	9
2.2、 “稳增长”政策再加码，电力投资未来可期.....	10
2.3、 统揽国家风光电力规划，承接新能源建造运营.....	11
3、 具备全产业链一体化优势，工程业务新签订单稳定增长.....	12
3.1、 资质齐全具备竞争力，新签合同额稳定增长.....	12
3.2、 双碳政策引领，能源业务订单快速增长.....	13
3.3、 全面参与城镇化建设，推动基础设施业务健康发展.....	14
4、 开拓电力投资与运营市场，打造第二成长曲线.....	15
4.1、 我国电力供需偏紧，绿电市场空间广阔.....	15
4.2、 装机容量快速增长，新能源业务筑牢第二成长曲线.....	17
5、 抽水蓄能成为新增长点，再融资为公司转型提供支撑.....	19
5.1、 抽水储能市场龙头，中国电建大有可为.....	19
5.2、 百亿元定增成功落地，加速构建新型电力系统.....	22
6、 盈利预测与投资建议.....	23
7、 风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1： 中国电建覆盖水利水电工程全产业链.....	4
图 2： 中国电建发展历史悠久.....	6
图 3： 国资委是中国电建实际控股股东.....	6
图 4： 中国电建总营收 2019-2023 年 CAGR 为 15.0%.....	7
图 5： 中国电建净利润 2019-2023 年 CAGR 为 12.8%.....	7
图 6： 2023 年建筑工程承包业务营收占比超 90%.....	7
图 7： 2019-2023 年工程类业务营收 CAGR 为 18.1%.....	7
图 8： 电力投资运营业务营收持续增长.....	8
图 9： 电力投资与运营业务毛利率高于工程业务.....	8
图 10： 中国电建研发支出 2019-2023 年 CAGR 为 19.8%.....	8
图 11： 中国电建研发费用超中国能建.....	8
图 12： 公司研发支出占营收比例呈上涨趋势.....	9
图 13： 2023 年中国电建境外地区营收同比增长 8.7%.....	9
图 14： 2024 年 1-5 月境外新签合同额同比增长 9.43%.....	9
图 15： 2020 年中国碳排放总量行业占比.....	10
图 16： 公司位于新能源产业链中上游.....	12
图 17： 中国电建 14 家子公司获工程设计电力行业甲级资质.....	12
图 18： 2014-2023 年新签合同额 CAGR 为 19.0%.....	13

图 19: 2024 年前 5 月新签合同额同比增长 6.8%	13
图 20: 能源电力业务新签合同数额快速增长	13
图 21: 2023 年太阳能发电、抽水储能新签订单再创新高 (单位: 亿元)	13
图 22: 2023 年能源电力新签合同额占比 54%	14
图 23: 2021 年以来能源电力新签合同额占比不断提高	14
图 24: 2024 年前 5 月基础设施新签订单额同比下降 29.94%	14
图 25: 2023 年基础设施新签订单中房建业务占比最大	14
图 26: 2022 年我国人均发电量低于发达国家	16
图 27: 我国电力市场具有一定的供需缺口	16
图 28: 2023 年风电、光伏发电量同比增长 17.8%、28.4% (单位: 亿千瓦时)	16
图 29: 2023 年清洁能源占比为 30.0%	16
图 30: 至 2025 年我国规划风电总装机达 5.36 亿千瓦	17
图 31: 2024 年太阳能发电装机容量有望达到 8.4 亿千瓦	17
图 32: 2023 年公司风电、光伏发电装机同比增长 (单位: 万千瓦)	18
图 33: 2023 年公司清洁能源装机占比达 84.6%	18
图 34: 十四五期间公司预计境内外新增风光装机容量 30GW	19
图 35: 抽水储能基本原理是电能和重力势能的相互转换	19
图 36: 我国抽水储能起步较晚但发展快速	20
图 37: 截至 2020 年底我国抽水储能占比与欧美国家有较大差距	20
图 38: 2025 年抽水储能装机量有望达到 6200 万千瓦	20
图 39: 2023 年中国电建抽水蓄能新签合同额同比增长 220.61%	22
表 1: 中国电建创造国内外多个“第一”	4
表 2: 公司围绕“水、能、城、砂”领域开展业务	5
表 3: 《“十四五”现代能源体系规划》提出 2025 年抽水蓄能装机容量达到 6200 万千瓦以上	10
表 4: 城中村改造、保障性住房建设等项目有望持续为公司提供大量的订单	15
表 5: 中国电建新能源建设项目包括陆上风电、海上风电、光伏发电	17
表 6: 中国电建是抽水储能领域龙头企业	21
表 7: 公司定增 134.0 亿元资金用于抽水蓄能、海上风电、重点工程建设等领域	22
表 8: 工程设计与承包业务盈利预测	23
表 9: 电力投资与运营业务盈利预测	23
表 10: 其他业务盈利预测	24
表 11: 中国电建 PE 估值处于可比公司较高水平	24

1、全球电力工程龙头企业，打造水利水电工程全产业链

1.1、电力工程龙头企业，资产置换轻装出发

中国电建是我国水利水电建设龙头央企。公司业务覆盖水利水电工程全产业链，包括工程设计与承包、电力投资运营和设备制造及租赁等三个部分。公司承担了我国 80%以上的河流规划及大中型水电站勘测设计任务，大中型水电站 65%以上的建设施工任务，占有全球 50%以上的大中型水利水电建设市场。同时公司还是我国水利水电、风光建设技术标准与规范的主要编制修订单位，是中国及世界水利水电领先企业。

图1：中国电建覆盖水利水电工程全产业链



资料来源：公司官网

公司创造了多个世界第一经典项目。公司具有在水利水电工程上具有完备的规划、勘察、设计、施工、运营、装备制造、和投融资能力，承接了国内外很多经典项目，如塔克拉玛干沙漠腹地最大光伏电站、新疆首座抽水蓄能电站、云南省首个抽水蓄能电站、全国单体规模最大的光伏治沙项目、乌干达最大水电站、所罗门群岛最大的水电站、塞尔维亚在建装机容量最大光伏项目、东南亚规模最大的风电项目和亚洲首个跨境新能源项目。

表1：中国电建创造国内外多个“第一”

工程名称	工程特点
国内工程 新疆阜康抽水蓄能电站	国内抽水蓄能行业首个采用EPC总承包管理模式的项目，也是新疆首座抽水蓄能电站
国网新源福建厦门抽水蓄能电站	福建省目前在建单机容量最大的抽水蓄能电站

工程名称	工程特点
新疆塔中西部且末县 10 万千瓦光伏项目	塔克拉玛干沙漠腹地最大光伏电站
大石峡水利枢纽工程	已建和在建的世界第一高混凝土面板坝和世界第一高砂砾石坝
蒙西基地库布其 200 万千瓦光伏治沙项目	全国单体规模最大的光伏治沙项目
浙江天台抽水蓄能电站	世界最高水头抽水蓄能电站
西藏帕孜水利枢纽及配套灌区工程	全国目前在建海拔最高的国家级重大水利工程
云南富民抽水蓄能电站	云南省首个抽水蓄能电站
黄河玛尔挡水电站	黄河流域在建规模最大、海拔最高的大型水电站
雅砻江流域水风光一体化基地	世界最大的绿色清洁可再生能源基地
卡鲁玛水电站项目水电站	乌干达最大水电站
孟加拉国科巴风电项目	孟加拉国第一个大型集中式风电项目
所罗门群岛蒂娜水电站项目	所罗门群岛最大的水电站
国际工程	科特迪瓦格西波-波波里水电站
	科特迪瓦全国在建最大水电站项目
	萨拉奥尔奇光伏项目
	塞尔维亚在建装机容量最大光伏项目
	印尼佳蒂格德水电站
	印度尼西亚已建成的最大水利工程
	老挝孟松风电项目
	东南亚规模最大的风电项目和亚洲首个跨境新能源项目

资料来源：公司官网、开源证券研究所

围绕三大业务板块打造水利水电工程全产业链。从产品来看，中国电建主要业务可分为**工程设计与承包**、**电力投资运营和设备制造与租赁**。工程设计与承包业务聚焦“水、能、城”三大板块，在水利水电、新能源、基础设施建设等领域成效显著；电力投资运营业务方面加快推进风电、光电、水电等清洁能源的电力投资和运营，推动业务结构向绿色低碳发展；设备制造与租赁业务主要包括绿色砂石骨料生产销售、水利水电专用设备生产销售等。

表2：公司围绕“水、能、城、砂”领域开展业务

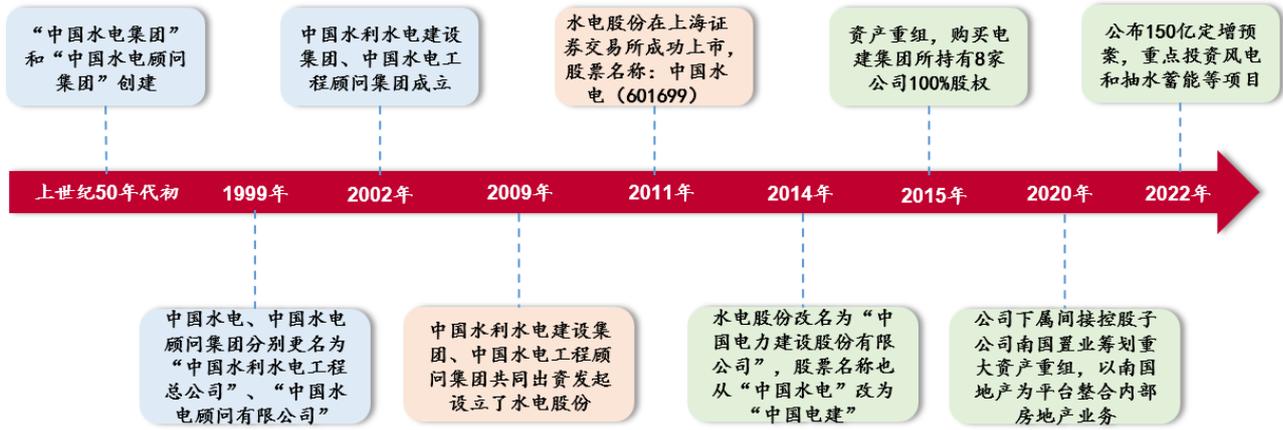
业务	产品	内容
工程设计与承包	能源电力	充分发挥规划设计传统优势，抢抓新能源和抽水蓄能开发资源，积极获取新能源和抽水蓄能建设任务
	水资源与环境	充分发挥“懂水”的规划设计优势和全产业链一体化优势，坚定不移地扩大水利、水务、水环境市场份额
	城市建设与基础设施	参与城镇化建设，在市政基础设施、城市轨道交通、高速公路、铁路、机场、港口、航道等领域成效显著
电力投资与运营	抽水储能	抽水储能投资运营业务
	新能源	风电、光电、水电等清洁能源电力投资运营业务
设备制造与租赁	砂石骨料	砂石骨料的开采、生产和销售
	水利水电设备	水利水电专用设备的设计、研发、生产与销售
其他	商品贸易与物资销售	-
	特许经营权及服务业务	-

资料来源：公司公告，开源证券研究所

公司发展历史悠久。公司前身是中国水利水电建设集团有限公司，2009 年其与中国水电工程顾问集团有限公司共同发起设立中国水利水电建设股份有限公司，

2011年“中国水电”在上交所挂牌上市。2014年1月，公司正式更名为中国电力建设股份有限公司，股票简称变更为“中国电建”。2015年，公司资产重组。2020年，公司下属间接控股子公司南国置业筹划重大资产重组，以南国地产为平台整合内部房地产业务。2022年公司进行资产置换，与电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，完全剥离房地产业务。同年发布150亿元定增预案，资金重点投资风电和抽水蓄能等项目。

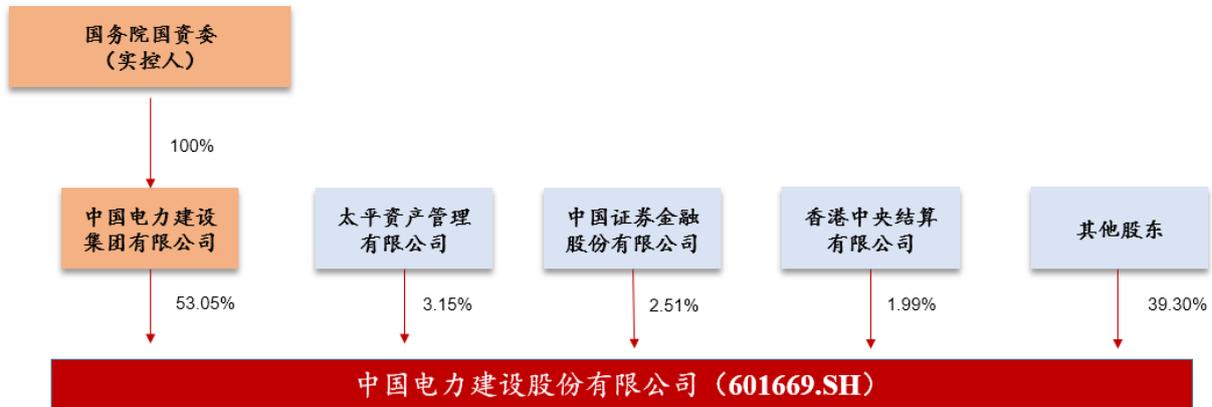
图2：中国电建发展历史悠久



资料来源：国家能源局、中国基金报、公司公告、开源证券研究所

股权结构集中，实际控制人为国资委。公司的第一大股东为中国电力建设集团有限公司，截至2024年一季度末，持股比例为53.05%，股权结构集中，实际控制人为国务院国资委。截至2023年底，公司具有75家子公司，其中直接+间接持股比例100%子公司49家，持股50%及以上比例的子公司有71家。公司旗下包含中国水利水电第一至十六局等33家建筑施工企业，17家勘测设计企业以及3家电力投资与运营企业等。

图3：国资委是中国电建实际控股股东



资料来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2024Q1）

1.2、营业收入逐年增长，盈利水平持续提升

公司营业总收入和净利润逐年增长。上市以来公司营业总收入和利润稳步增长，2023年公司营业总收入6094.08亿元，同比增长6.4%，2019-2023年间CAGR为15.0%。2023年公司净利润171.85亿元，同比增长9.6%，2019-2023年间CAGR为12.8%。2024年一季度总收入和利润水平维持增长，同比分别增长5.1%、3.5%。

图4：中国电建总营收 2019-2023 年 CAGR 为 15.0%

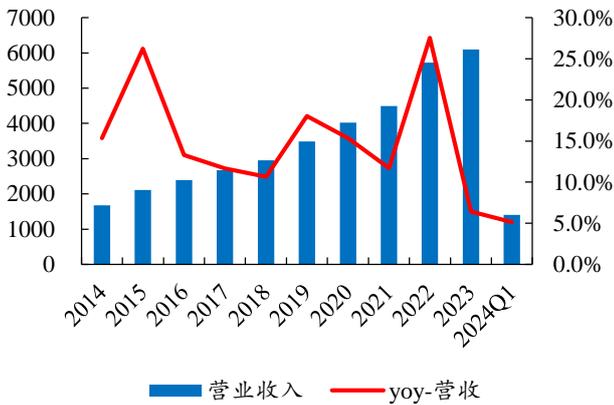
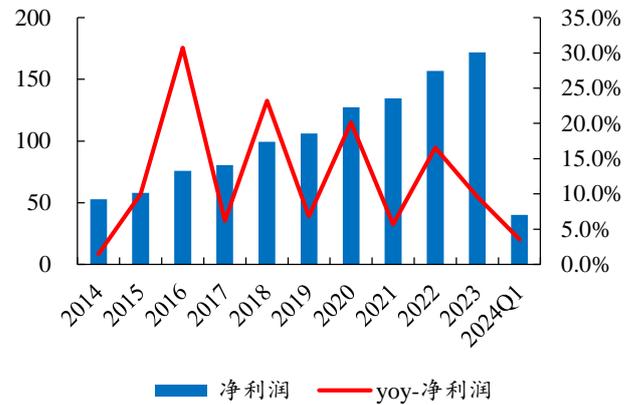


图5：中国电建净利润 2019-2023 年 CAGR 为 12.8%

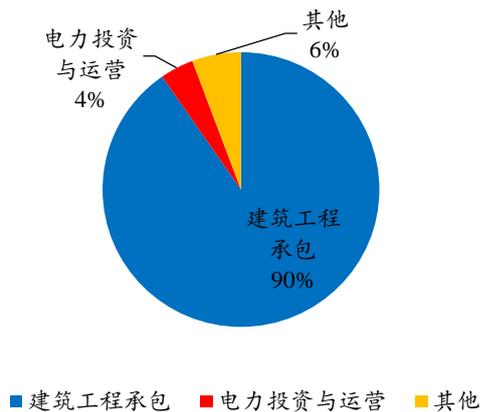


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

工程设计与承包业务营收快速增长。工程设计与承包业务是公司最大的业务板块，2023年贡献超90%的营业收入，近十年该业务板块始终保持10%左右的正增长，2023年工程设计与承包业务营收达到5505.6亿元，同比上涨9.2%，2019-2023年CAGR达到18.1%。

图6：2023年建筑工程承包业务营收占比超90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2019-2023年工程类业务营收 CAGR 为 18.1%

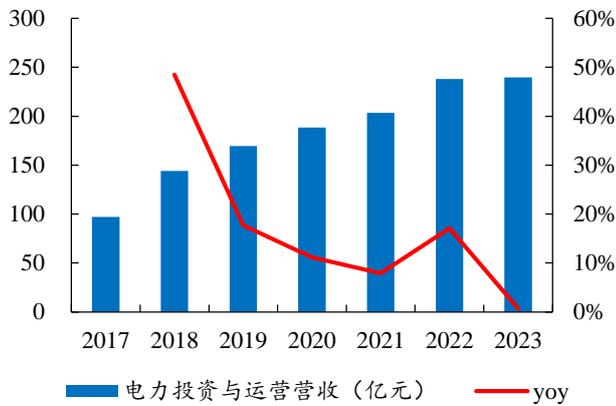


数据来源：Wind、开源证券研究所

电力投资与运营业务营收持续增长。电力投资业务是公司第二大业务板块，也是公司工程设计与承包板块的延伸。近年来公司响应国家“双碳”号召，发展风电、光电等绿电产业，带动该业务板块营收快速增长，2023年该板块营收239.78亿元，同比增长0.69%，2019-2023年CAGR为9.0%。该板块毛利率高于工程业务，2019-2023

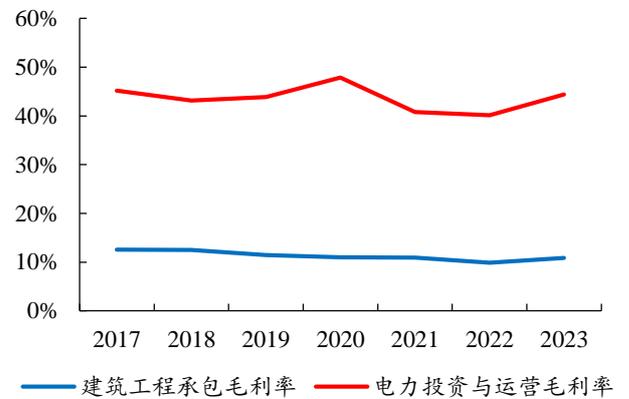
年平均毛利率为 43.42%，2023 年该业务毛利率为 44.40%，同比增加 4.27 个百分点，主要是境外电力投资与运营项目盈利能力提升。

图8：电力投资运营业务营收持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：电力投资与运营业务毛利率高于工程业务

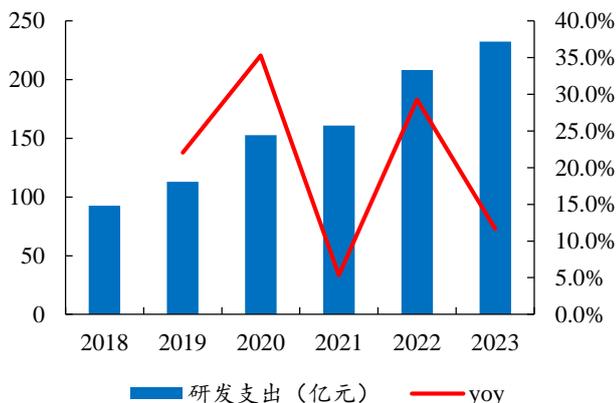


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、研发体系不断完善，创新能力持续加强

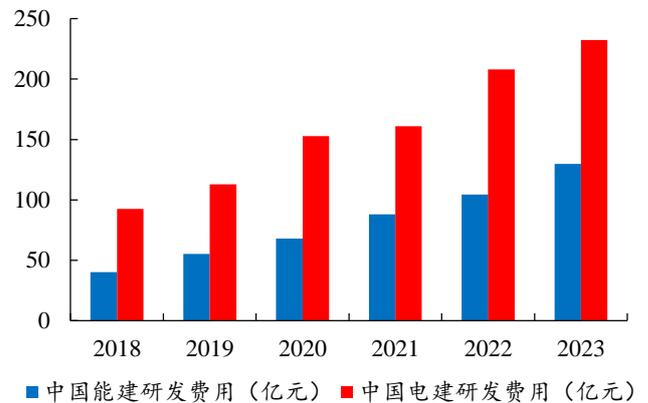
公司研发能力不断增强。近年来公司针对水利水电、新能源、水资源水环境和地下工程四大领域的研发投入持续增强，研发支出不断增长，2023 年研发支出 232.3 亿元，同比增长 11.7%，2019-2023 年 CAGR 为 19.8%。研发支出占营收比例也呈上涨趋势，2023 年研发支出/营收为 3.8%，同比增长 0.18 个百分点。公司拥有国家级研发机构 10 个、省部级研发平台 118 个、院士工作站 9 个、博士后工作站 11 个。获得国家科学技术奖 112 项、省部级科技进步奖 3561 项，拥有授权专利 35375 项，其中发明专利 4868 项；285 个项目荣获国家级优质工程荣誉奖项，研发费用显著高于可比公司中国能建。

图10：中国电建研发支出 2019-2023 年 CAGR 为 19.8%

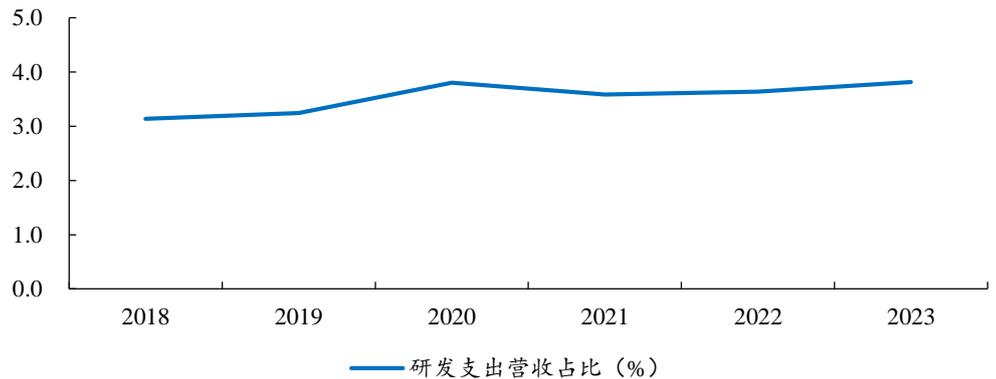


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：中国电建研发费用超中国能建



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司研发支出占营收比例呈上涨趋势


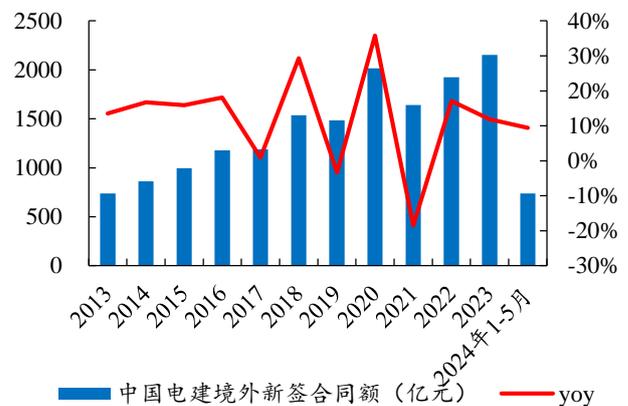
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、坚持全球化发展战略，全球市场份额达 50%

公司坚持全球化发展战略。中国电建具有世界一流的水利水电建设能力，在全球大中型水利水电建设市场份额高达 50%。公司从 1958 年走出国门，60 多年历程积累了丰富的底蕴、团队、体系、品牌、文化、渠道、经验优势、完备的国际营销网络和较强的境外业务风险控制能力，国际化经营水平位于中央企业前列。从业绩上来看，2023 年公司境外地区营收 813.3 亿元，同比增长 8.7%，2024 年 1-5 月累计新签境外新签合同 738.65 亿元，同比增长 9.43%。

图13：2023 年中国电建境外地区营收同比增长 8.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024 年 1-5 月境外新签合同额同比增长 9.43%


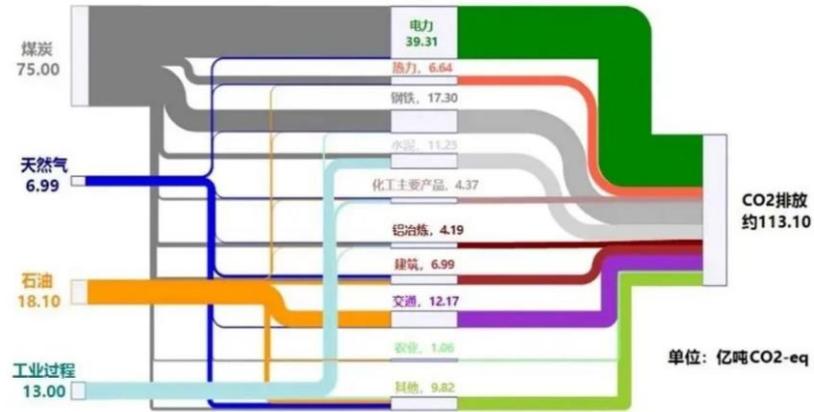
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、国家大力扶持清洁能源建设，公司抢抓“双碳”机遇

2.1、“碳达峰”到“碳中和”，清洁能源大有可为

碳中和背景下清洁能源将是未来发展方向。2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平宣布中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。就碳排放结构而言，2020

年全国能源系统相关 CO₂ 排放约 113 亿吨（含工业过程排放），煤炭、石油、钢铁对应碳排放占比分别为 66%，16%，15%。下游消费端的交通（11%）与建筑（6%）虽然目前占比较小，但在未来人口增长及深度城镇化的背景下其占比或将逐步提高，因此同样也是“双碳”路径上的重要一环。

图15：2020 年中国碳排放总量行业占比


资料来源：中国标准化研究院资环分院公众号

2.2、“稳增长”政策再加码，电力投资未来可期

国家出台加强抽水储能相关政策。受去杠杆和疫情影响，近两年我国房地产和消费市场低迷。为保障就业和稳定经济增长，2021 年政府在基建行业持续发力，其中电力投资更是政府的主要方向，《2022 年政府工作报告》明确提出加强抽水蓄能电站建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。

表3：《“十四五”现代能源体系规划》提出 2025 年抽水蓄能装机容量达到 6200 万千瓦以上

日期	政策	重要内容
2020 年 9 月	《华中区域并网发电厂辅助服务管理实施细则》和《华中区域并网运行管理实施细则》	此次修订将进一步扩大参与主体，将风电场、光伏电站、生物质电站和储能电站纳入实施范围。
2020 年 9 月	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快突破风光水储互补、先进燃料电池、高效储能与海洋能发电等新能源电力技术瓶颈。
2020 年 11 月	《国家能源局综合司关于首批科技创新（储能）试点示范项目的公示》	文件显示，可再生能源发电侧、用户侧、电网侧、配合常规火电参与辅助服务等 4 个主要应用领域共 8 个项目入选。
2020 年 12 月	《集装箱式锂电池储能系统接入直流配电网技术要求》	规定了集装箱式锂电池储能系统的接入条件和储能配置，还规定了直流配电网的网架结构、电压等级、电气计算、设备选型等技术要求。
2020 年 12 月	《2021 年能源行业标准计划立项指南》	包含充电基础设施、发电侧储能、电网侧储能设施、抽水蓄能等行业标准计划。
2020 年 12 月	《关于加快能源领域新型标准体系建设的指导意见》	在智慧能源、能源互联网、风电、太阳能、地热能、生物质能、储能、氢能等新兴领域，率先推进新型标准体系建设，发挥示范带头作用
2021 年 2 月	《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关工作的通知（征求意见稿）》	推进“光伏+光热”、光伏治沙、“新能源+储能”等示范工程，进一步探索新模式新业态。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五	在氢能、储能等前沿科技领域，组织实施未来产业孵化和加速计

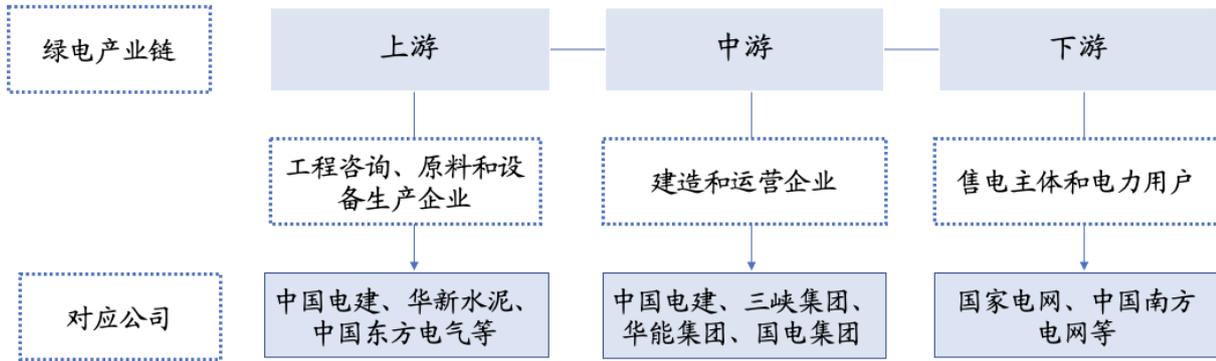
日期	政策	重要内容
	年规划和 2035 年远景目标纲要》	划、谋划布局一批未来产业。加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提升清洁能源消纳和储能能力。
2021 年 4 月	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	明确 3000 万千瓦储能发展目标，实现储能跨越式发展，强调规划引导，深化各应用领域储能布局等。
2021 年 5 月	《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》	坚持以两部制电价政策为主体，进一步完善抽水蓄能价格形成机制，以竞争性方式形成电量电价，逐步推动抽水蓄能电站进入市场。
2021 年 7 月	《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	提出保障性并网范围以外仍有意愿并网的项目，可通过自建、合建共享或购买服务等市场化方式落实并网条件后，由电网企业予以并网。并网条件主要包括配套新增的抽水蓄能、储热型光热发电、火电调峰、新型储能、可调节负荷等灵活调节能力。
2021 年 7 月	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	到 2025 年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变要加大力度推动抽水蓄能和新型储能加快发展，不断健全。
2021 年 10 月	《2030 年前碳达峰行动方案的通知》	制定新一轮抽水蓄能电站中长期发展规划，完善促进抽水蓄能发展的政策机制。到 2030 年，抽水蓄能电站装机容量达到 1.2 亿千瓦左右，省级电网基本具备 5% 以上的尖峰负荷响应能力。
2021 年 10 月	《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》	到 2025 年，抽水蓄能投产总规模 6200 万千瓦以上；到 2030 年，投产总规模 1.2 亿千瓦左右；到 2035 年，形成满足新能源高比例大规模发展需求的，技术先进、管理优质国际竞争力强的抽水蓄能现代化产业，培育形成一批抽水蓄能大型骨干企业。
2022 年 1 月	《“十四五”现代能源体系规划》	力争到 2025 年，抽水蓄能装机容量达到 6200 万千瓦以上、在建装机容量达到 6000 万千瓦左右。
2022 年 3 月	《2022 年政府工作报告》	加强抽水蓄能电站建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。

资料来源：国务院、国家发展改革委、国家能源局、国家能源局华中监管局等、开源证券研究所

2.3、统揽国家风光电力规划，承接新能源建造运营

中国电建具有新能源规划、设计、建造、运营能力。中国电建作为全球电力工程建设龙头企业，在稳增长赛道中具有领先地位。同时，其提供风光电力工程设计、建造等服务，处于新能源产业链中上游，公司可以充分发挥规划设计传统优势，抢抓新能源开发资源，积极获取新能源建设任务。

图16: 公司位于新能源产业链中上游



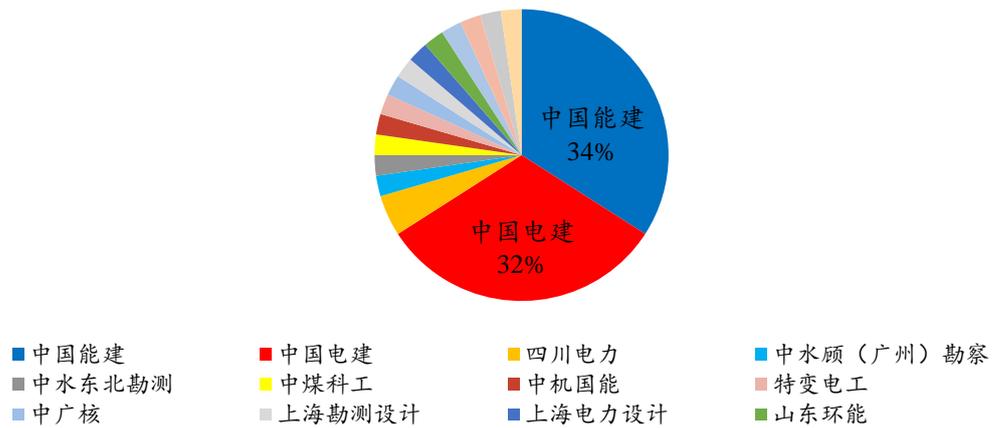
资料来源: Wind、开源证券研究所

3、具备全产业链一体化优势，工程业务新签订单稳定增长

3.1、资质齐全具备竞争力，新签合同额稳定增长

中国电建旗下 14 家子公司获得工程设计电力行业甲级资质。中国电建具有全国领先的工程设计能力，截至 2024 年 6 月，全国 44 家获得工程设计电力行业甲级资质的公司中中国能建和中国电建位居第一和第二，分别达到 15 和 14 家，占比分别为 34%和 32%。

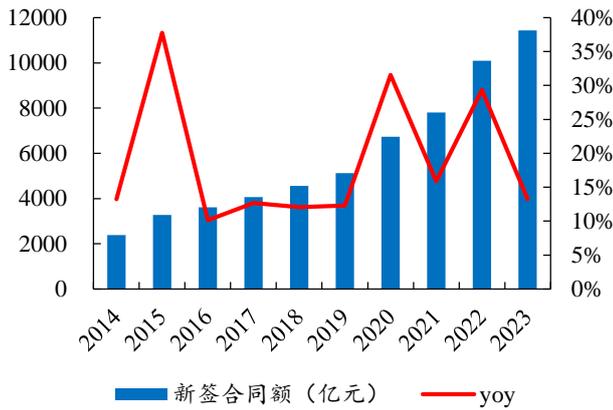
图17: 中国电建 14 家子公司获工程设计电力行业甲级资质



数据来源: 住建部官网、开源证券研究所

公司项目承揽优势突出。2014 年以来，公司年订单量持续增长，从 2014 年的 2379.70 亿元增长至 2023 年的 11428.44 亿元，2014-2023 年间 CAGR 为 19.0%。虽然公司受市场下行影响，新签合同额同比增速有所放缓，但新签合同额在同期高基数情况下仍能保持同比增长，2024 年前 5 月新签合同额 4784.74 亿元，同比增长 6.8%。

图18: 2014-2023 年新签合同额 CAGR 为 19.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2024 年前 5 月新签合同额同比增长 6.8%

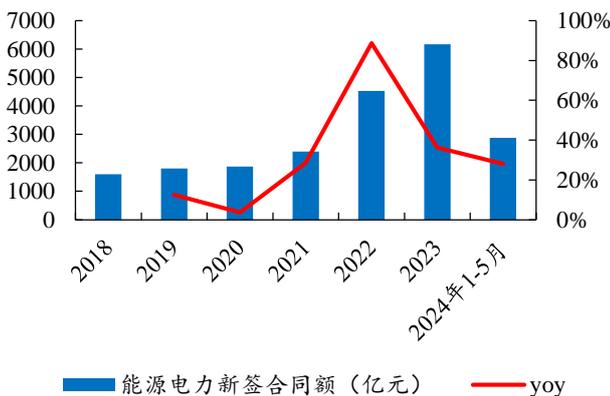


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、双碳政策引领，能源业务订单快速增长

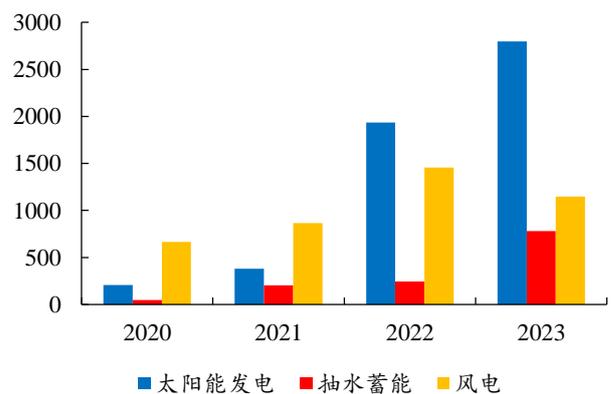
2021 年以来能源电力业务快速增长。公司积极响应国家“3060”双碳战略，发挥规划设计传统优势，抢抓新能源和抽水蓄能开发资源，积极获取新能源和抽水蓄能建设任务。2021 年以来公司能源电力新签合同额大幅增长。2022 年能源电力订单额首超基础设施业务，新签 4529.43 亿元，同比增长 88.73%。2023 年公司新签能源电力业务合同金额 6167.74 亿元，占新签合同总额的 53.97%，同比增长 36.17%。其中新签太阳能发电业务合同金额 2798.97 亿元，同比增长 44.54%；抽水蓄能业务合同金额 780.51 亿元，同比增长 220.61%；火电业务合同金额 336.47 亿元，同比增长 50.42%；风电业务合同金额 1,148.01 亿元，同比减少 21.12%。2024 年前 5 月累计新签能源电力合同额 2884.31 亿元，同比增长 28.06%。

图20: 能源电力业务新签合同数额快速增长



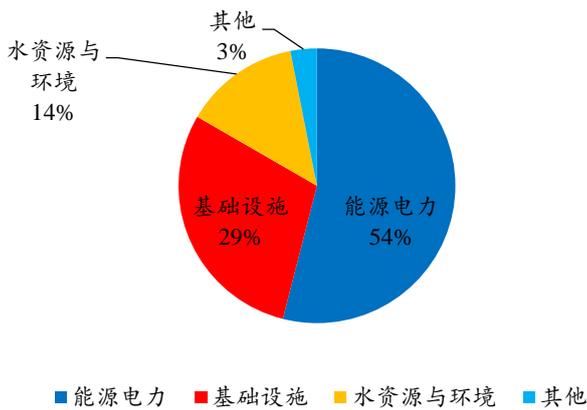
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 2023 年太阳能发电、抽水储能新签订单再创新高 (单位: 亿元)



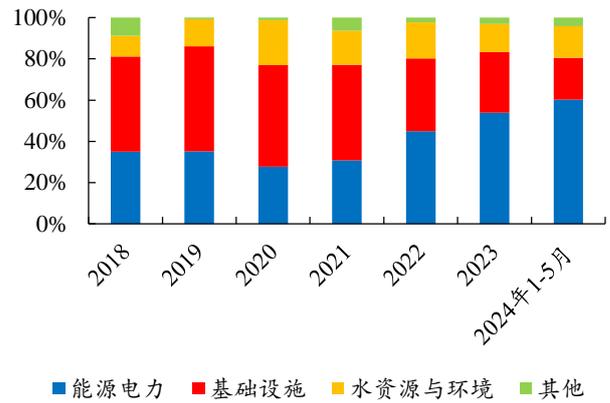
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22：2023年能源电力新签合同额占比54%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2021年以来能源电力新签合同额占比不断提高

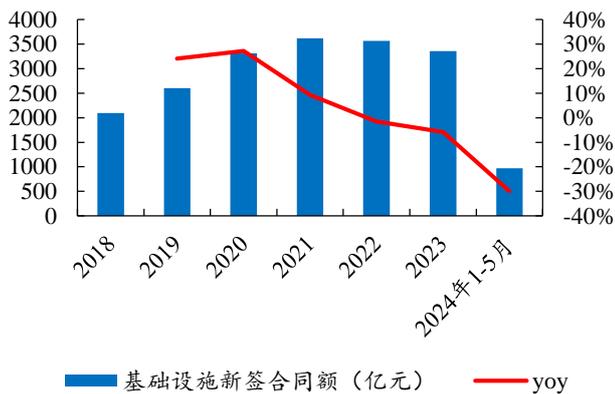


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、全面参与城镇化建设，推动基础设施业务健康发展

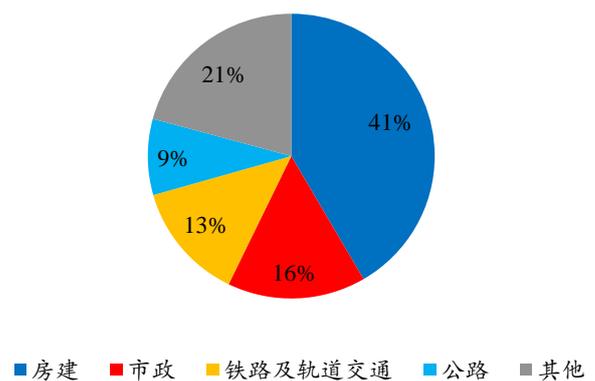
基建新签订单呈下降趋势。公司全面参与城镇化建设，坚持市场竞争和投资带动双轮驱动，积极参与基础设施业务市场开拓和项目竞争，持续推动基础设施业务规范健康发展。2023年新签合同额3360.25亿元，同比下降5.77%。其中新签房建业务合同金额1397.46亿元，同比增长24.35%；市政业务合同金额524.39亿元，同比减少31.03%；公路业务合同金额290.13亿元，同比增长25.87%；铁路及轨道交通业务合同金额450.06亿元，同比减少4.20%。2024年前5月新签订单额971.65亿元，同比下降29.94%。

图24：2024年前5月基础设施新签订单额同比下降29.94%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2023年基础设施新签订单中房建业务占比最大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

城镇化战略背景下公司未来订单量有保障。公司的基础设施业务合同主要来源于房屋建设、市政建设、公路建设、铁路建设等，2023年房屋建设和市政建设订单在基础设施建设中占比为57.19%。未来随着国家城镇化改造的持续推进，城中村改造、保障性住房建设等项目有望持续为公司提供大量的订单，保障业务规模稳定增长。

表4：城中村改造、保障性住房建设等项目有望持续为公司提供大量的订单

日期	政策	重要内容
2021年3月	两会政府工作报告	实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。2021年新开工改造城镇老旧小区5.3万个。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	首次将城市更新纳入国家五年发展规划。加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升。如快推进城市更新，改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能。
2021年4月	《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等“三区一村”改造为主要内容的城市更新行动。
2021年5月	《城镇老旧小区改造可复制机制清单（第三批）》	总结了各地在动员居民参与、改造项目生成、金融支持、市场力量参与等7个方面的可复制政策机制。
2021年7月	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	意见明确保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房两难问题，以建筑面积不超过70平方米的小户型为主。
2021年9月	《关于加强城镇老旧小区改造配套设施建设的通知》	重点针对养老、托育、停车、便民、充电桩等设施，摸排民生设施缺失情况。将安全隐患多、配套设施严重缺失、群众改造意愿强烈的城镇老旧小区，优先纳入年度改造计划，做到符合改造对象范围的老旧小区应入尽入。
2021年11月	《关于开展第一批城市更新试点工作的通知》	全国第一批21个城市更新试点城市名单确定。
2022年2月	《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》	构建多层次、广覆盖、风险可控、业务可持续的保障性租赁住房金融服务体系。要求各类银行保险机构提供针对性金融
2022年3月	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	把推进农业转移人口市民化作为新型城镇化的首要任务，重点针对存量未落户人口深化户籍制度改革，健全常住地提供基本公共服务制度，提高农业转移人口融入城市水平。
2023年12月	全国住房城乡建设工作会议	在住房保障方面，启动了保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造“三大工程”。稳步推进保障性租赁住房、公租房和棚改安置房等建设。支持新市民、青年人提取住房公积金租房安居。

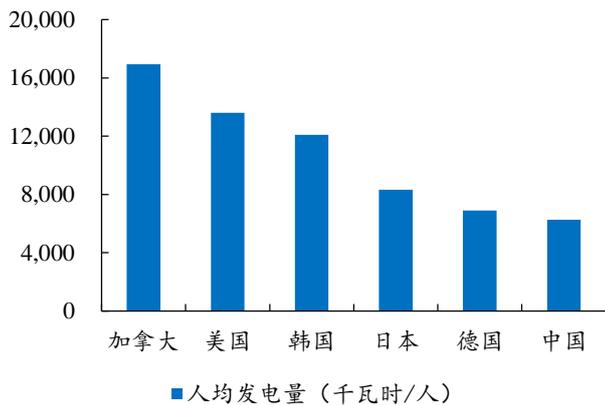
资料来源：中国网、中国人大网、中国政府网、开源证券研究所

4、开拓电力投资与运营市场，打造第二成长曲线

4.1、我国电力供需偏紧，绿电市场空间广阔

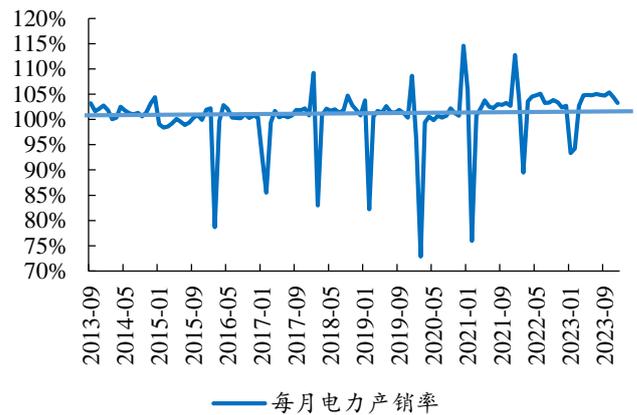
预计未来电力市场供需偏紧。2022年，我国人均发电量不足加拿大40%，不足美国50%，可见我国电力市场供给与发达国家相比仍有较大差距。随着中国经济增长，居民用电需求增加，但电力供给偏紧，从市场供需关系来看，2021-2023年我国社会电力产销率多数时间高于100%，具有一定的供需缺口。据此推测未来电力市场处于供需偏紧的状态。

图26: 2022年我国人均发电量低于发达国家



数据来源: Wind、开源证券研究所

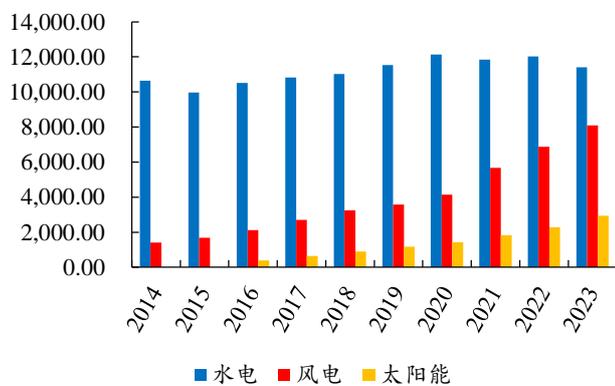
图27: 我国电力市场具有一定的供需缺口



数据来源: Wind、开源证券研究所

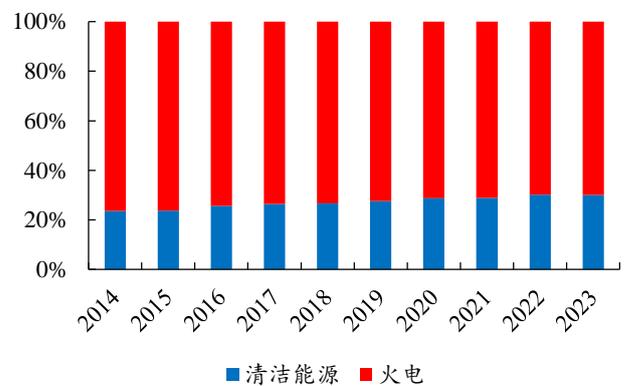
风电、光伏等绿电产量快速增长。我国在双碳政策背景下，近几年光伏、风电等绿电供给增加。2023年风电、光伏产量分别为8090.5亿千瓦时和2939.7亿千瓦时，同比增速17.8%和28.4%。清洁能源（风电+核电+水电+光伏）在整个电力产量中占比呈增长趋势，2023年占比为30.0%，较2014年增长6.4个百分点。

图28: 2023年风电、光伏发电量同比增长17.8%、28.4% (单位: 亿千瓦时)



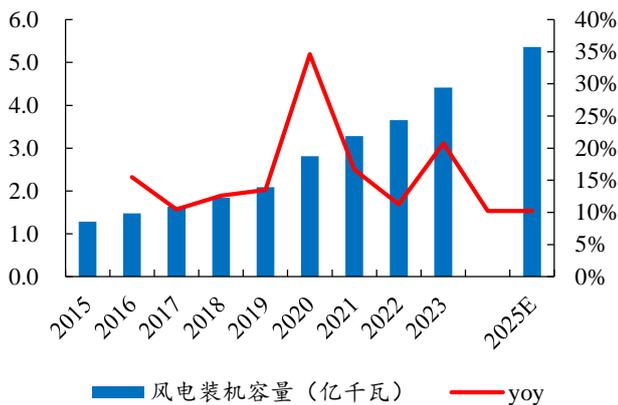
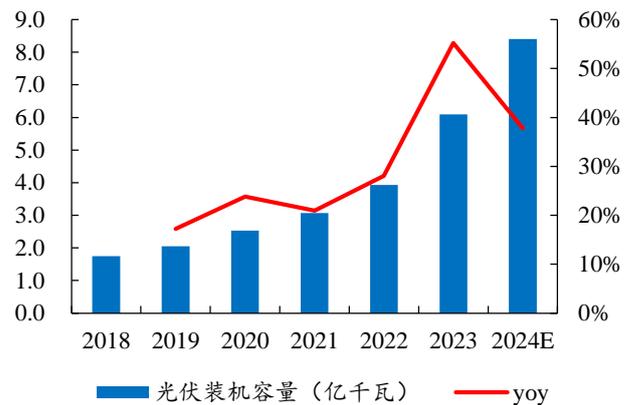
数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 2023年清洁能源占比为30.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

未来绿电装机量增长空间广阔。截至2023年底，我国风电和光伏装机容量分别为4.41、6.09亿千瓦，同比分别增长20.8%、55.2%，均实现五年同比双位数增长。而且根据全球能源互联网发展合作组织发布的数据显示，至2025年我国规划风电总装机达5.36亿千瓦，照此推算，2024-2025年风电装机容量复合增长率至少需达到10.2%。根据《中国电力供需分析报告2024》数据预测，2024年太阳能发电装机容量达到8.4亿千瓦，同比增长37.8%。

图30：至 2025 年我国规划风电总装机达 5.36 亿千瓦

图31：2024 年太阳能发电装机容量有望达到 8.4 亿千瓦


数据来源：Wind、北大纵横公众号、全球能源互联网发展合作组织、开源证券研究所

数据来源：Wind、全球光伏公众号、国网能源研究院、开源证券研究所

4.2、装机容量快速增长，新能源业务筑牢第二成长曲线

中国电建新能源投资运营能力不断增强。中国电建是我国最早的陆上风电和海上风电开发者，也是我国最早清洁能源 EPC 总承包建设者，公司在新能源电力上进行一体化战略布局，投资开发的江苏如东海上风电场是中国最早一批海上风电项目、云南大理者磨山风电场填补了国内外高海拔风力发电建设的空白、湖南株洲凤凰山风电场是中国首个低风速山地风电项目、四川攀枝花万家山光伏电站是世界最大的山地集中式光伏电站。

表5：中国电建新能源建设项目包括陆上风电、海上风电、光伏发电

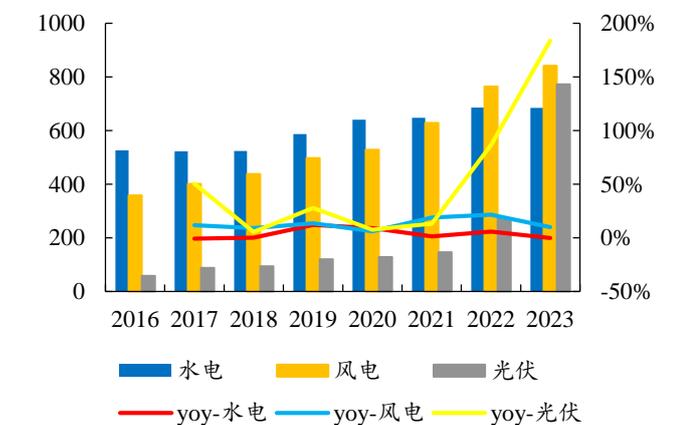
项目类型	项目名称	所在地	装机容量 (MW/MWp)
陆上风电	宁夏吴忠侯桥第一风电场	宁夏	298
陆上风电	湖南株洲凤凰山风电场	湖南	280
陆上风电	云南泸西风电场	云南	219
陆上风电	云南巨龙山风电场	云南	218
陆上风电	河北张北坝头风电场	河北	200
陆上风电	甘肃瓜州干河口第四风电场	甘肃	200
陆上风电	新疆三塘湖风电场	新疆	200
陆上风电	新疆望洋台东风电场	新疆	200
陆上风电	宁夏灵武兴黔风电场	宁夏	200
陆上风电	云南保顶山风电场	云南	186
陆上风电	宁夏中卫凯歌第二风电场	宁夏	182
陆上风电	吉林长岭王子风电场	吉林	150
陆上风电	江西寻乌项山风电场	江西	108
陆上风电	内蒙贝力克风电场	内蒙古	100
陆上风电	新疆北塔山风电场	新疆	100
陆上风电	四川广元百果风电场	四川	99
陆上风电	贵州花溪云顶风电场	贵州	80
海上风电	江苏如东海上风电场	江苏	100

项目类型	项目名称	所在地	装机容量 (MW/MWp)
海上风电	天津南港海上风电场	天津	90
光伏发电	涪水渔光互补项目	湖北	160
光伏发电	青海共和光热发电项目	青海	50
光伏发电	四川炉霍贡唐岗光伏电站	四川	50
光伏发电	甘肃武威光伏电站	甘肃	50
光伏发电	天津分布式光伏电站	天津	50
光伏发电	北大桥风光互补项目	辽宁	50
光伏发电	四川攀枝花万家山光伏电站	四川	30
光伏发电	海南东方戈枕光伏电站	海南	30
光伏发电	云南朝阳光伏电站	云南	28
光伏发电	云南大庄并网光伏电站	云南	27
光伏发电	甘肃敦煌光伏电站	甘肃	20

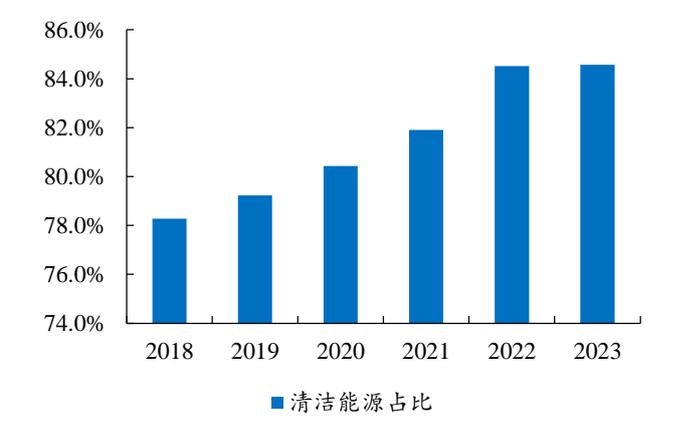
资料来源：公司官网、中国基建报等、开源证券研究所

以清洁能源为核心构建电力投资运营业务。中国电建在绿电行业发展快速。截至 2023 年底，公司控股并网装机容量 2718.85 万千瓦，其中：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，同比减少 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 1,006.00%。清洁能源占比达到 84.6%。

图32：2023 年公司风电、光伏发电装机同比增长（单位：万千瓦） **图33：2023 年公司清洁能源装机占比达 84.6%**



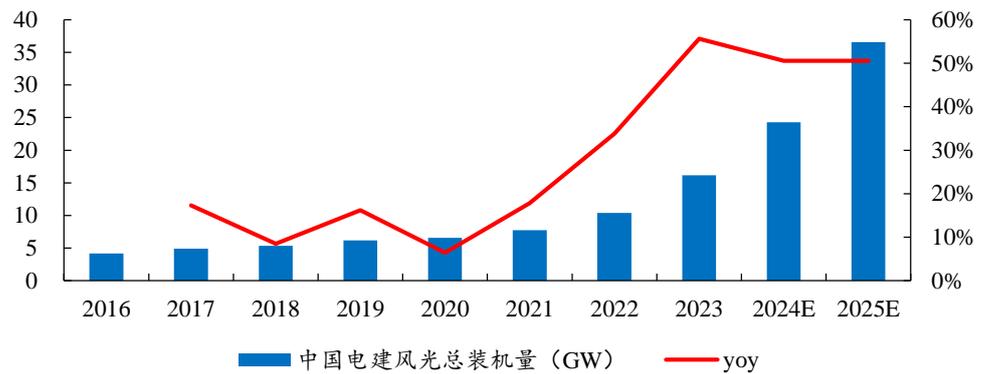
数据来源：公司公告、开源证券研究所



数据来源：公司公告、开源证券研究所

预计公司风光装机容量 2023-2025 年 CAGR 将超 50%。中国电建印发的《新能源投资业务指导意见》中提出十四五期间公司境内外新增风光装机容量 30GW，公司 2023 年年底风电和光伏装机容量分别为 8.41GW 和 7.7GW，按照 2025 年目标测算，2023-2025 年风光装机容量 CAGR 需要达到 50.5%，可见未来公司的新能源投资运营业务有望将持续增长。

图34：十四五期间公司预计境内外新增风光装机容量 30GW



数据来源：公司公告、人民资讯、开源证券研究所

5、抽水蓄能成为新增长点，再融资为公司转型提供支撑

5.1、抽水储能市场龙头，中国电建大有可为

抽水储能是建设现代智能电网新型电力系统的重要支撑。抽水蓄能电站由上水库、下水库、输水系统、厂房、开关站及机电系统等组成。其利用电力系统的富余电能从下水库向上水库抽水，将电能转换为水的势能储存起来，当电力系统需要时，从上水库向下水库放水发电，再将水的势能转换为电能的一种水电站。抽水蓄能具有调峰填谷、调频、调相、储能、事故备用、黑启动等多种功能，保障电力系统清洁低碳、安全稳定、经济高效运行。

图35：抽水储能基本原理是电能和重力势能的相互转换

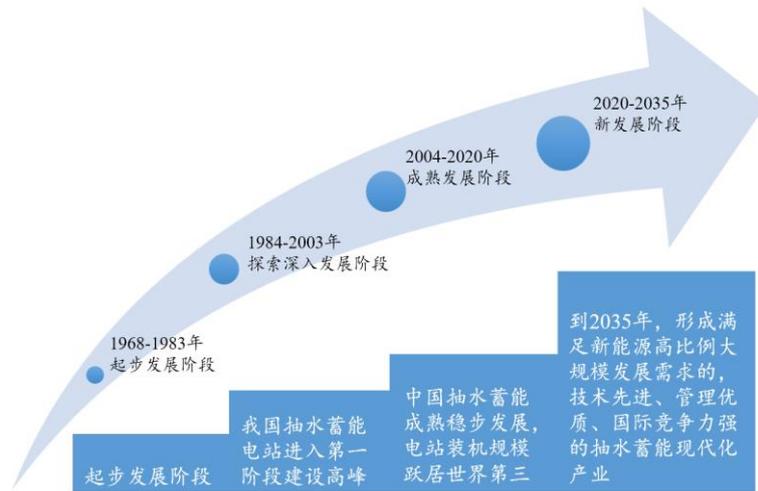


资料来源：新华发电公司公众号

我国抽水储能起步较晚但发展快速。以 1968 年岗南水库电站和 1973 年北京密云水库白河水电站为代表，标志我国抽水蓄能电站建设正式拉开序幕。2021 年 9 月，国家能源局发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，首次提出“发展抽水

蓄能现代化产业”，制定了“到 2035 年，形成满足新能源高比例大规模发展需求的，技术先进、管理优质、国际竞争力强的抽水蓄能现代化产业”发展目标。截至 2023 年底，我国抽水蓄能装机总容量 5094 万千瓦，2019-2023 年复合增长率达 13.9%。

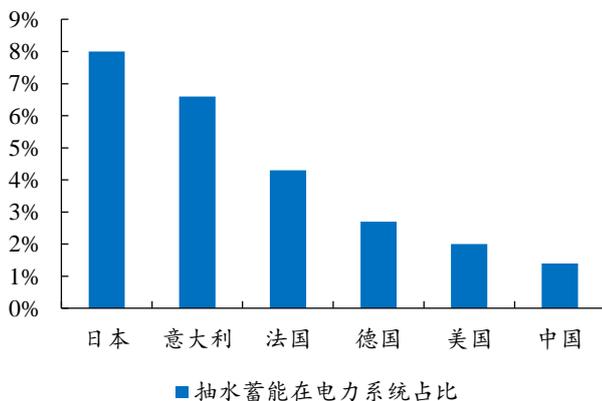
图36：我国抽水储能起步较晚但发展快速



资料来源：水经会公众号、《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》、开源证券研究所

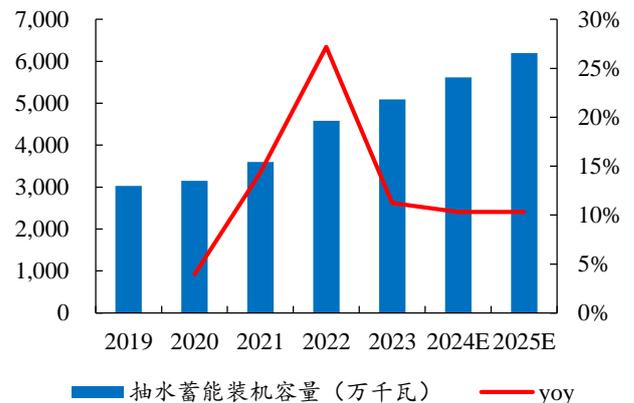
十四五政策利好下，抽水储能市场空间广阔。截至 2020 年底，意大利、美国、日本、德国、法国抽水蓄能占比分别为 6.6%、2.0%、8.0%、2.7%、4.3%，而我国仅为 1.4%，与发达国家相比仍有较大差距，抽水蓄能发展空间较大。《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035）年》提出力争到 2025 年，抽水蓄能装机容量达到 6200 万千瓦以上、在建装机容量达到 6000 万千瓦左右。如果要达到 2025 年抽水蓄能装机容量目标，2024-2025 需要保持 10.3%左右的年增速。

图37：截至 2020 年底我国抽水储能占比与欧美国家有较大差距



数据来源：抽水蓄能行业分会公众号、开源证券研究所

图38：2025 年抽水储能装机量有望达到 6200 万千瓦



数据来源：Wind、《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035）年》、开源证券研究所

中国电建是抽水储能领域龙头企业。中国电建是抽水储能领域的行业龙头，承担了我国抽水蓄能电站 90% 的勘察设计和 78% 的建设任务，其旗下的中南、华东、西北、北京勘测设计院在抽水储能上都有不俗的业绩。其中北京勘测设计院是我国最早从事抽水蓄能电站技术研究的勘测设计单位，设计建成了我国第一座抽水蓄能电站——河北岗南混合式抽水蓄能电站。中南勘测设计院在湖南、湖北等 10 个省市规划抽水蓄能电站 30 余座。华东勘测设计院负责勘测设计的已建在建抽水蓄能电站为 24 座，总装机规模约 3000 万千瓦。

表6：中国电建是抽水储能领域龙头企业

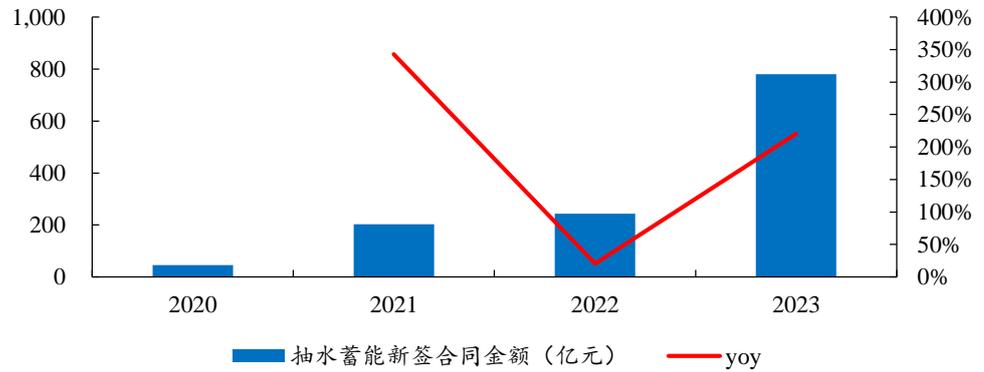
设计院	项目	装机容量（万千瓦）
中南勘测设计研究院有限公司	黑麋峰抽水蓄能电站	120
	广州抽水蓄能电站	240
	白莲河抽水蓄能电站	120
	溧阳抽水蓄能电站	150
	南宁抽水蓄能电站	120
	琼中抽水蓄能电站	60
	梅州抽水蓄能电站	120
华东勘测设计研究院有限公司	洪屏抽水蓄能电站	120
	仙居抽水蓄能电站	150
	响水涧抽水蓄能电站	100
	仙游抽水蓄能电站	120
	宜兴抽水蓄能电站	100
	宝泉抽水蓄能电站	120
	天荒坪抽水蓄能电站	180
西北勘测设计研究院有限公司	泰安抽水蓄能电站	100
	桐柏抽水蓄能电站	120
	新疆阜康抽水蓄能电站	120
北京勘测设计研究院有限公司	陕西镇安抽水蓄能电站	140
	琅琊山抽水蓄能电站	60
	西龙池抽水蓄能电站	120
	十三陵抽水蓄能电站	80
	张河湾抽水蓄能电站	100
	丰宁抽水蓄能电站	360
	内蒙古呼和浩特抽水蓄能电站	120
	辽宁清原抽水蓄能电站 EPC 总承包工程	180

资料来源：公司官网、海南省人民政府官网、抽水蓄能行业分会公众号等、开源证券研究所

抽水储能新签合同额快速增长。2023 年抽水蓄能电站新签合同额 780.51 亿元，同比高增 220.61%，公司中标、新签了浙江景宁抽水蓄能电站设计采购施工 EPC 总承包(62.57 亿元)、浙江永嘉抽水蓄能电站设计采购施工 EPC 总承包(53.78 亿元)、炎陵罗萍江抽水蓄能电站设计采购施工 EPC 总承包(45.65 亿元)、河南辉县九峰山抽水蓄能电站上水库、下水库、输水发电系统土建及金属结构安装工程(32.21 亿元)等项目。十四五期间公司计划核准投资建设抽水蓄能电站装机容量约 2300 万千瓦

瓦，总投资超 1600 亿元。

图39：2023 年中国电建抽水蓄能新签合同额同比增长 220.61%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、百亿元定增成功落地，加速构建新型电力系统

2022 年 5 月公司公布非公开发行 A 股股票预案（定增），拟向不超过 35 名符合条件的特定对象募资不超过 150 亿元，最终 2023 年 1 月定增完成实施，发行数量 20.8 亿股，价格 6.44 元/股，实际募集资金总额 134.0 亿元，为截至发行日 A 股市场建筑行业募资规模最大的竞价类定增项目。募集资金用于抽水蓄能、海上风电、重点工程建设等领域，加速构建新型电力系统。此次定增完成有利于公司满足业务持续增长带来的资金需求，优化公司资本结构，进一步做大做强公司主营业务，提升可持续发展能力。同时为公司实现由传统水利水电建设工程总承包商逐步向围绕“水、能、城、砂”领域尤其是新能源和抽水蓄能领域工程承包、投资运营多元经营的综合开发商转型升级提供有力支撑，是公司实现“十四五”规划落地实施的重要举措。

表7：公司定增 134.0 亿元资金用于抽水蓄能、海上风电、重点工程建设等领域

序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	调整前拟使用募集资 金 (亿元)	调整后拟使用募集 资金 (亿元)
1	精品工程承包类项目	159.59	55	55
1.1	粤港澳大湾区深圳都市圈城际铁路深圳至惠州城际前海保税区至坪地段工程 1 标（前保-五和）施工总承包项目	114.71	40	40
1.2	越南金瓯 1 号 350MW 海上风电 EPC 项目	44.88	15	15
2	战略发展领域投资运营类项目	90.53	40	35.29
2.1	云阳建全抽水蓄能电站项目	90.53	40	35.29
3	海上风电勘察和施工业务装备采购类项目	13.4	10	3
3.1	海上风电施工安装业务装备购置项目	9	7	-
3.2	75 米水深海上自升式勘测试验平台购置项目	4.4	3	3
4	补充流动资金和偿还银行贷款	44.63	44.63	40
合计		308.15	149.63	133.29

资料来源：公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

工程设计与承包：工程承包与勘测设计业务是公司的传统和核心业务，是公司收入贡献最大的业务板块。2023年，该业务板块实现营业收入5,505.60亿元，同比增长9.16%，占主营业务收入的比重为90.84%，2024年前5月新签合同额4784.74亿元，同比增长6.78%。未来公司将持续深化业务转型升级调整，在巩固水利水电等传统业务优势的同时，太阳能发电工程承包等新能源业务规模继续扩张，而盈利能力也有望随业务调整及建筑市场回暖稳步提升。

表8：工程设计与承包业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	5043.6	5505.6	6111.2	6844.6	7529.0
yoy	6.7%	9.2%	11.0%	12.0%	10.0%
成本（亿元）	4546.2	4908.7	5426.8	6057.4	6648.1
yoy	6.7%	8.0%	10.6%	11.6%	9.8%
毛利（亿元）	497.5	596.9	684.5	787.1	880.9
毛利率	9.9%	10.8%	11.2%	11.5%	11.7%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

电力投资运营业务：截至2023年底，公司控股并网装机容量2718.85万千瓦，其中：风电、太阳能发电、火电、独立储能装机同比均实现增长，总体清洁能源占比达到84.6%。公司具有一体化竞争优势，承接国家风电和光伏战略规划。根据中国电建印发的《新能源投资业务指导意见》目标，按照2025年目标测算，2023-2025年风光装机容量CAGR需要达到50.5%，可见未来公司的新能源投资运营业务有望持续增长。同时，作为我国最早从事水利设施建设的龙头企业，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，毛利率在投建营一体化发展能力提升下有望持续提升。

表9：电力投资与运营业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	238.1	239.8	251.8	264.4	277.6
yoy	11.5%	0.7%	5.0%	5.0%	5.0%
成本（亿元）	142.6	133.3	138.5	144.1	149.9
yoy	14.2%	-6.5%	3.9%	4.0%	4.0%
毛利（亿元）	95.6	106.5	113.3	120.3	127.7
毛利率	40.1%	44.4%	45.0%	45.5%	46.0%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

其他业务：其他业务主要包括设备制造与租赁、砂石骨料的开发销售、商品贸易及物资销售、特许经营权及服务业等。2023年，该板块实现营业收入348.7亿元，同比下降21.5%。由于公司严控低毛利贸易业务，所以预计未来三年该业务板块受贸易及物资销售业务规模下降而收入同比下降，但更加注重提质增效，盈利能力有望在融资租赁业务综合融资成本下降下稳步提升。

表10：其他业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	444.4	348.7	313.8	282.4	254.2
yoy	-20.2%	-21.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
成本（亿元）	329.9	237.3	219.7	194.9	172.9
yoy	-46.4%	-28.1%	-7.4%	-11.3%	-11.3%
毛利（亿元）	114.5	111.4	94.1	87.6	81.3
毛利率	25.8%	31.9%	30.0%	31.0%	32.0%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

可比公司估值来看，可比公司选取在专业领域同样有领先地位的建筑央企，包括中国建筑、中国化学、中国能建、中国中铁。相较于此类公司，中国电建 PE 估值处于可比公司的较高水平，这主要是由于公司工程建设围绕水利水电、新能源电力等领域展开，订单增长预期更高。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 148.9/161.7/180.2 亿元，EPS 分别为 0.86/0.94/1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 6.5/6.0/5.4 倍。考虑公司传统工程领域具有显著优势，并在新能源投资运营+抽水蓄能方面构成未来收入增长点，故我们首次覆盖并给予公司“买入”评级。

表11：中国电建 PE 估值处于可比公司较高水平

证券代码	证券简称	评级	总市值（亿元）		归母净利润/亿元					PE/倍			
			2024/7/4	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
601668.SH	中国建筑	未评级	2260.0	542.6	581.6	625.0	664.9	4.2	3.9	3.6	3.4		
601117.SH	中国化学	未评级	475.9	54.3	60.1	67.8	75.3	8.8	7.9	7.0	6.3		
601868.SH	中国能建	买入	687.5	79.9	90.5	106.0	123.3	8.6	7.6	6.5	5.6		
601390.SH	中国中铁	未评级	1333.3	334.8	369.1	401.0	433.8	4.0	3.6	3.3	3.1		
								6.4	5.8	5.1	4.6		
601669.SH	中国电建	买入	968.1	129.9	148.9	161.7	180.2	7.5	6.5	6.0	5.4		

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：可比公司数据除中国能建外，均来源于 Wind 一致预期，股价截至 2024 年 7 月 4 日）

7、风险提示

电力投资与运营业务不及预期：公司现阶段收入主要来源为工程设计及承包业务，若未来电力投资与运营业务投资强度低于预期，或影响公司业务增长。

新签订单增长不及预期：公司新签订单受包含政策支持、公司战略规划、全球经济等因素影响，若市场环境持续下行或导致新签订单增速不及预期。

宏观经济下行风险：我国经济回升向好，但同时有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，外部环境依然复杂严峻。若经济继续下行，可能导致未来业务增长点增速不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	415741	457720	482071	523902	549016
现金	100955	97496	97108	97727	96890
应收票据及应收账款	102668	108160	128193	130656	152815
其他应收款	29133	29589	34748	36474	41199
预付账款	32054	34673	38435	42497	45764
存货	16955	16946	20142	20866	23825
其他流动资产	133976	170857	163447	195681	188524
非流动资产	624370	696055	769121	846874	926427
长期投资	28874	42988	58974	74910	90792
固定资产	126887	128765	146723	166169	183290
无形资产	267841	267691	283859	298249	311688
其他非流动资产	200768	256611	279565	307545	340657
资产总计	1040110	1153775	1251192	1370776	1475443
流动负债	472524	544159	601032	696580	776916
短期借款	23749	32620	74026	124229	175580
应付票据及应付账款	220618	253969	266604	298737	315194
其他流动负债	228157	257571	260401	273614	286142
非流动负债	327236	349965	367498	374552	378091
长期借款	299254	322806	331174	338391	342003
其他非流动负债	27982	27159	36324	36161	36088
负债合计	799760	894125	968530	1071132	1155007
少数股东权益	88481	99070	103320	107409	111459
股本	17226	17226	17226	17226	17226
资本公积	35789	38700	42570	40635	40635
留存收益	63011	72677	89365	107279	127008
归属母公司股东权益	151869	160580	179343	192235	208977
负债和股东权益	1040110	1153775	1251192	1370776	1475443

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	30832	22265	37228	49062	51800
净利润	15683	17185	19142	20262	22074
折旧摊销	15760	17994	14548	16777	18307
财务费用	7231	10391	12339	14560	15270
投资损失	-871	-826	-637	-778	-747
营运资金变动	-1289	-5117	-12192	-6691	-8400
其他经营现金流	-5683	-17363	4027	4933	5296
投资活动现金流	-45666	-80926	-85831	-92750	-96010
资本支出	57751	73666	49542	52186	50396
长期投资	-5539	-12038	-15986	-15937	-15882
其他投资现金流	17623	4778	-20303	-24627	-29732
筹资活动现金流	31276	54135	6809	-5895	-7980
短期借款	14549	8871	41407	50202	51352
长期借款	4369	23553	8368	7216	3613
普通股增加	1927	0	0	0	0
资本公积增加	-12498	2911	3870	-1935	0
其他筹资现金流	22929	18800	-46836	-61379	-62944
现金净增加额	17613	-4444	-41795	-49583	-52190

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	571649	608439	666620	737961	804798
营业成本	501860	527934	577571	638623	695978
营业税金及附加	2105	2137	2341	2591	2826
营业费用	1341	1408	1543	1708	1863
管理费用	16675	18338	19665	21770	24144
研发费用	20801	23229	25960	29312	32607
财务费用	7231	10391	12339	14560	15270
资产减值损失	-814	-570	-625	-692	-754
其他收益	662	756	609	632	665
公允价值变动收益	-47	4	-13	-22	-19
投资净收益	871	826	637	778	747
资产处置收益	245	233	536	338	369
营业利润	19055	20800	23171	24496	26716
营业外收入	339	342	376	390	362
营业外支出	147	226	249	226	212
利润总额	19247	20916	23297	24660	26866
所得税	3564	3731	4155	4398	4792
净利润	15683	17185	19142	20262	22074
少数股东损益	4248	4197	4250	4090	4050
归属母公司净利润	11435	12988	14892	16172	18024
EBITDA	53169	59267	50852	57473	64467
EPS(元)	0.66	0.75	0.86	0.94	1.05

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	1.2	6.4	9.6	10.7	9.1
营业利润(%)	3.9	9.2	11.4	5.7	9.1
归属于母公司净利润(%)	15.9	13.6	14.7	8.6	11.4
获利能力					
毛利率(%)	12.2	13.2	13.4	13.5	13.5
净利率(%)	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
ROE(%)	6.5	6.6	6.9	6.8	6.9
ROIC(%)	5.9	5.9	4.6	4.6	4.8
偿债能力					
资产负债率(%)	76.9	77.5	77.4	78.1	78.3
净负债比率(%)	110.4	121.3	133.3	145.4	154.9
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.7	5.9	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.75	0.86	0.94	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	1.29	2.16	2.85	3.01
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.52	8.39	9.25	10.22
估值比率					
P/E	8.5	7.5	6.5	6.0	5.4
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.5	8.6	11.2	11.1	10.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn