

中国电建（601669）深度研究

“水+电”建设龙一，当前时点请乐观一些

2024年08月08日

【投资要点】

- ◆ **中国电建：全球清洁能源、水资源与环境建设引领者。**公司系头部建筑央企之一，流域规划和水利水电龙头、新能源建设领军企业。近年经营较好，能源电力订单高增拉动整体，归母净利润保持双位数增长。
- ◆ **行业分析：基建稳增长并向头部央企加速集中，水利水电新能源等赛道持续高景气。**

八大建筑央企新签份额持续提升，占建筑业新签比例十年间从24%增至53%，24年H1市占率呈加速提升态势。

基建稳增长主基调，投资增速维持高个位数水平，细分领域分化，高景气方向：1) 水利水网：顶层重视水资源配置，中央及地方陆续出台规划政策，叠加特别国债投向支持，水利投资持续高增，提示关注南水北调工程；2) 能源电力：国内电力需求及电源电网投资持续增长，相关政策持续落地，水电投资稳中有升，抽水蓄能呈现爆发，风光新能源装机规模快速扩张，水风光一体化加快开发。

- ◆ **公司业务分析：水利水电新能源建设第一龙头，电站资产规模快速增长。**

1) 工程：主业优势领先，具有顶尖的勘测与建设实力，技术背景雄厚。能源电力+水利新签占比接近7成，结构持续优化。水利和抽水蓄能订单爆发式增长，反映行业高景气，风光新能源新签也保持快速增长；

2) 电站：“投建营”全产业链一体化优势明显，“十四五”时期计划新增装机规模48.5GW。2023年，控股装机持续增至27GW，测算归母净利润占比达17%；

3) 其他：布局铜钴矿、砂矿等战略资源，未来随着产能增长，有望进一步增厚公司整体利润；

4) 海外：境外新签占比约2成，中东能源类大单连续落地。2023年境外收入增长9%，占比约13%，高点时占比约25%左右。

- ◆ **资产分析：业绩稳健、ROE趋势向上，定增及分拆有利于中长期发展。**

公司业绩连续多年稳健增长，盈利能力和净现比均优于其他头部建筑央企平均水平，并持续受益于业务结构优化+降本增效，ROE趋势向上。

2022年公司定增募集134亿，2023年公告新能源分拆上市，均有利于公司长期健康转型发展。

- ◆ **估值分析：目前估值处于历史低位。**公司当前PE_TTM和PB_MRQ为7.3倍、0.7倍，纵向来看对应近10年历史分位数分别为4%、18%，横向来看低于其他同类代表性建筑龙头的平均估值水平，相对银行等低估值板块的估值分位同样处于历史低位。截至2024年中公司基金持股比例仅1.2%，处于5年来历史最低位。

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

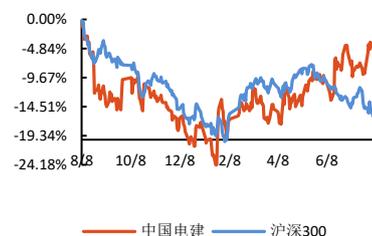
东方财富证券研究所

证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

电话：021-23586458

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	94054.83
流通市值（百万元）	71370.53
52周最高/最低（元）	6.00/4.45
52周最高/最低（PE）	8.76/6.30
52周最高/最低（PB）	0.88/0.60
52周涨幅（%）	-5.68
52周换手率（%）	197.25

相关研究

《建筑行业专题研究：大风起兮、云起龙骧——大国重器系列报告之水电（2024-06-27）》

【投资建议】

- ◆ 我们预计 2024-2026 年营业收入同比增长 6.7%/8.6%/7.9%，归母净利润同比增长 8.1%/11.1%/10.7%，按 8 月 1 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 6.84/6.16/5.56 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测（截至 2024-08-01 收盘）

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	6094.08	6500.38	7058.83	7615.49
增长率(%)	6.43%	6.67%	8.59%	7.89%
EBITDA（亿元）	493.77	496.76	526.37	562.06
归属母公司净利润（亿元）	129.88	140.37	155.89	172.51
增长率(%)	13.58%	8.07%	11.05%	10.66%
EPS（元/股）	0.68	0.81	0.90	1.00
市盈率（P/E）	7.16	6.84	6.16	5.56
市净率（P/B）	0.52	0.56	0.52	0.48
EV/EBITDA	7.79	7.44	6.69	5.70

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 基建投资不及预期；
- ◆ 新能源装机和分拆进度不及预期；
- ◆ 财务风险。

1、关键假设

1) 工程承包与勘测设计：2023 年施工主业实现营业收入 5,506 亿元，同比增长 9.2%，收入占比 90.8%，新签订单金额 11,428 亿元，同比增长 13.2%，新签订单达收入的 2.1 倍，订单储备相对充裕。近年公司主动调整业务结构，能源电力和水利订单占比持续提升，未来有望继续受益政策加码和投资高增，有望保持稳定增长和盈利水平，预测 24-26 年收入增长 7%/9%/8%。

2) 电力投资与运营：2023 年公司控股装机容量约 27GW，“十四五”时期计划新增装机规模 48.5GW，我们据此预计公司 24-26 年权益装机规模分别达到 35GW/45GW/50GW，每年新增装机分别约为 8GW/10GW/5GW，年末控股装机量分别同比增长 29%/29%/11%，在此基础上保守预测公司 24-26 年电站收入增速分别为 15%/10%/9%，毛利率水平保持稳定。

3) 其他业务：假设公司聚焦建筑主业及能源电力两项业务，其他业务增速保持稳定。预计 24-26 年公司其他业务维持稳定，营业收入同比增速-5%/0%/5%。

2、创新之处

1) 市场对公司的主业优势认知不足：如报告标题所说，中国电建是“水+电”建设龙一，是全球清洁能源、水资源与环境建设引领者，我们在水利工程、水网建设、大水电、抽水蓄能、风光新能源等高景气赛道逐一列举了公司的较强竞争优势，公司相关业务订单持续高增也反映了高景气度；

2) 市场对公司正在进行的业务结构战略调整认知不足：工程主业方面，承接上条，公司在高景气度的能源电力+水利领域的新签订单占比近 3 年持续提升，截止 24H1 预计已接近 7 成，结构持续优化，传统地方基建类项目对公司订单及收入影响逐渐减弱；电站和矿产业务方面，公司控股清洁能源装机和绿色砂石矿产等资产规模持续增长，利润占比不断提升；

3) 市场对以中国电建为代表的头部建筑央企的业绩增长持续性可能过分担忧：我们统计八大建筑央企新签份额持续提升，占建筑业新签比例十年间从 24%增至 53%，判断 24 年 H1 市占率呈加速提升态势，预计头部央企订单储备充裕、结构优化，业绩有望继续维持稳健增长水平。

3、潜在催化

1) 国内及海外的水利水电新能源等重要项目开工建设；

2) 基建稳增长举措；

3) 公司新能源分拆进展；

4) 行业或公司层面的国企改革举措。

正文目录

1. 中国电建：全球清洁能源、水资源与环境建设引领者	7
1.1. 公司概述：流域规划和水利水电龙头，新能源建设领军企业	7
1.2. 经营表现：能源电力订单高增拉动整体，归母保持双位数增长	9
1.3. 业务结构：工程主业收入占 90%，发电业务毛利占比提升至 13%	10
2. 行业分析：基建稳健增长并向头部央企加速集中，水利水电新能源等赛道持续高景气	13
2.1. 基建整体：稳健增长，份额向头部央企集中	13
2.1.1. 基建投资分析：整体稳健增长，结构上显现分化	13
2.1.2. 基建市场格局：头部央企份额加速提升	16
2.2. 水利水网赛道：顶层重视“水资源配置”，水利投资屡创新高	17
2.3. 能源电力赛道：抽蓄布局加快，水风光一体化推进建设	19
2.3.1. 水电和抽蓄：水电投资稳中有升，抽水蓄能加快建设	20
2.3.2. 新能源：装机显著提升，水风光一体化基地加快开发	22
3. 公司业务分析：水利水电新能源建设第一龙头，电站资产规模快速增长	26
3.1. 工程业务：水利水电新能源建设第一龙头，订单结构持续改善	26
3.1.1. 业务优势：公司在水利水电和新能源领域建设综合实力全球领先	26
3.1.2. 业务结构：订单持续优化，能源电力+水利新签占比接近 7 成	28
3.1.3. 水利水电业务：订单爆发式增长，反映行业高景气	29
3.1.4. 新能源业务：新签保持快速增长	31
3.2. 电站业务：控股装机持续增长至 27GW，归母净利占比达 17%	32
3.3. 其他业务：布局铜钴矿、砂矿等战略资源，有望增厚公司利润	33
3.4. 海外业务：境外新签占比约 2 成，中东能源类大单连续落地	34
4. 资产分析：业绩稳健、ROE 趋势向上，定增及分拆有利于中长期发展	35
4.1. 财务分析：业绩稳健增长，盈利能力和净现比优于同业，ROE 趋势向上	35
4.2. 定增及分拆分析：有利于公司长期发展	37
5. 盈利预测与公司估值	39
5.1 盈利预测	39
5.2 公司估值分析	40
5.3 投资建议：首次覆盖给予“增持”评级	41
6. 风险提示	43

图表目录

图表 1：公司水电项目案例：三峡大坝	8
图表 2：公司水利项目案例：珠三角水资源配置工程	8
图表 3：公司新能源项目案例：华能共和县光伏电站	8
图表 4：公司抽蓄项目案例：清原抽水蓄能电站	8
图表 5：中国电建股权结构图（截至 2023 年年报）	8
图表 6：2013-2023 新签合同总额及同比增速	9
图表 7：2013-2023 合同存量及同比增速	9
图表 8：2013-2023 营业总收入及同比增速	10
图表 9：2013-2023 归母净利润及同比增速	10

图表 10: 2013-2023 分业务收入构成.....	11
图表 11: 2013-2023 分业务毛利构成.....	11
图表 12: 电力投资与运营业务收入与占比.....	11
图表 13: 电力投资与运营业务毛利与占比.....	11
图表 14: 2013-2023 分地区收入及境内收入占比.....	12
图表 15: 2015-2023 分地区毛利润、毛利率及境内利润占比.....	12
图表 16: 固定资产投资完成额及同比.....	13
图表 17: 基建投资完成额及同比.....	13
图表 18: 分行业基建投资完成额月度增速 (%).....	14
图表 19: 新增地方政府专项债限额 (亿元).....	15
图表 20: 中央预算内投资 (亿元).....	15
图表 21: 近期基建政策梳理.....	15
图表 22: 八大央企与建筑业新签合同总额 (万亿) 及央企所占份额.....	16
图表 23: 部分已公布省份水网建设投资额及投资结构.....	17
图表 24: 水利管理业固定资产投资完成额累计同比 (%).....	18
图表 25: 全社会用电缺口及同比.....	19
图表 26: 部分地区人均发电量水平 (千瓦时).....	19
图表 27: 电源基本建设投资完成额累计同比 (%).....	20
图表 28: 电网基本投资完成额累计值及同比.....	20
图表 29: 水电基本建设投资完成额及同比.....	20
图表 30: 水电发电装机容量及同比.....	20
图表 31: 抽水蓄能累计装机量及同比.....	21
图表 32: 抽水蓄能新增装机量及同比.....	21
图表 33: 太阳能发电装机量及同比.....	22
图表 34: 风电发电装机量及同比.....	22
图表 35: 风光新能源政策梳理.....	23
图表 36: 水风光大基地建设进程.....	23
图表 37: 雅砻江流域水风光一体化基地示意图.....	25
图表 38: 雅砻江柯拉一期光伏电站 (隶属于雅砻江流域水风光一体化基地, 全球最大、海拔最高的水光互补电站, 装机 1GW, 23 年 6 月投产发电) ..	25
图表 39: 云南省巧家县小羊窝光伏电站 (隶属于金沙江下游风光水储基地, 装机 50MW, 2022 年 9 月并网).....	25
图表 40: 曲靖菱角农业光伏发电项目 (隶属于澜沧江水风光清洁能源基地, 装机 100mw, 23 年 4 月并网).....	25
图表 41: 中国电建资质列表 (节选).....	27
图表 42: 雅砻江两河口水电站水光互补一期项目——柯拉光伏电站.....	28
图表 43: 世界最深最大地下实验室——锦屏大设施.....	28
图表 44: 东南亚首条——雅加达至万隆高速铁路.....	28
图表 45: 引汉济渭工程——黄金峡水利枢纽.....	28
图表 46: 能源电力+水利新签业务及占比.....	29
图表 47: 2023 年各类业务新签订单占比.....	29
图表 48: 水资源与环境业务新签订单量及同比.....	30
图表 49: 水利、水环境治理业务新签订单及同比.....	30
图表 50: 抽水蓄能新签订单及同比 (%).....	30
图表 51: 抽水蓄能新签订单占比.....	30
图表 52: 光伏业务新签订单及同比.....	31
图表 53: 风电业务新签订单及同比.....	31
图表 54: 控股并网装机容量 (万千瓦) 及同比.....	33
图表 55: 分类装机容量占比.....	33
图表 60: 2011-24Q1 中国电建营业收入及增速.....	36
图表 61: 2011-24Q1 中国电建归母净利润及增速.....	36

图表 62: 近五年公司各项费用率变动.....	36
图表 63: 近五年公司毛利率、净利率及费用率变动.....	36
图表 64: 2011-24Q1 公司信用、资产减值损失及占比.....	36
图表 65: 近五年公司经营性现金流净额及净现比.....	36
图表 66: 近五年公司资产、负债规模及负债率.....	37
图表 67: 近五年公司带息负债规模及财务费用.....	37
图表 68: 公司定增募资项目情况.....	37
图表 69: 公司财务指标预测.....	39
图表 70: 近十年公司 PE 及百分位数.....	40
图表 71: 近十年公司 PB 及百分位数.....	40
图表 72: 近十年公司 PE/银行板块 PE 位置及其历史百分位.....	41
图表 73: 近十年公司 PB/银行板块 PB 位置及其历史百分位.....	41
图表 74: 近五年公司机构持仓变动情况.....	41
图表 75: 公司与头部同业公司估值对比 (截至 2024-08-01 收盘)	42

1. 中国电建：全球清洁能源、水资源与环境建设引领者

1.1. 公司概况：流域规划和水利水电龙头，新能源建设领军企业

中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”或“公司”）以“建设清洁能源，营造绿色环境，服务智慧城市”为使命，致力建设成为具有全球竞争力的世界一流企业。公司前身为中国水利水电建设股份有限公司，始建于上世纪 50 年代初，隶属于中央燃料工业部。2009 年 11 月 30 日，中国水利水电建设集团公司和中国水电工程顾问集团公司共同发起设立中国水利水电建设股份有限公司，2011 年，在上海证券交易所主板挂牌上市，2014 年，公司名称由“中国水电”改为“中国电建”。中国电建注册资本金 172 亿元，现有员工 16.5 万人，业务和机构遍及全球一百多个国家和地区，主营业务横跨工程承包与勘测设计、电力投资与运营、设备制造与租赁三大板块。

工程实力强劲、资质齐全。2023 年，中国电建位居《财富》世界 500 强第 105 位，在 ENR 全球工程设计公司 150 强中排名第一，连续四年位列榜首；在 2023 年 ENR 全球承包商 250 强和国际承包商 250 强排名中分别位列第 6 位、第 8 位。公司现有中国工程院院士 1 人、国家级研发机构 10 个；获得国家科学技术奖 112 项、国家优质工程金奖 63 个、鲁班奖 66 个。公司拥有 2 类工程综合甲级资质、6 类工程施工总承包特级资质以及多项承包壹级资质，具备水利水电及相关领域工程总承包（EPC）项目、BOT、BT 项目的建设能力。

在水利水电设计建设领域，中国电建以设计建成和在建规模、技术能力稳居世界第一。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，承担了我国抽水蓄能电站 90% 的勘察设计和 78% 的建设任务，占有全球 50% 以上的大中型水利水电建设市场。先后设计建设了长江三峡水电站（装机 22.5GW，世界规模最大）、南水北调工程、锦屏水电站（装机 8.4GW，世界上已建、在建和设计中的最高的双曲薄拱坝）等国内经典项目与赞比亚下凯富峡水电站（装机 750 兆瓦）、尼泊尔上塔马克西水电站（装机 456 兆瓦）等举世闻名的国际工程。

在新能源开发领域，处于国内国际领先水平。承担了国内 60% 以上的风力及太阳能发电工程的规划设计与建设任务。公司设计建设了国内首个 10 万千瓦级 EPC 光伏发电项目——华能共和县光伏发电项目；组织完成中国风能资源普查和国家及行业技术标准制修订；设计建成中国首座潮汐电站——浙江江夏电站；建设了广东大亚湾等多项核电工程；承包了新疆阜康、辽宁清原抽水蓄能电站等国内首批设计、采购和施工全产业链一体化的抽水蓄能总承包项目

图表 1：公司水电项目案例：三峡大坝



资料来源：新浪图片，东方财富证券研究所

图表 2：公司水利项目案例：珠三角水资源配置工程



资料来源：中国电建公众号，东方财富证券研究所

图表 3：公司新能源项目案例：华能共和县光伏电站



资料来源：中央人民政府官网，东方财富证券研究所

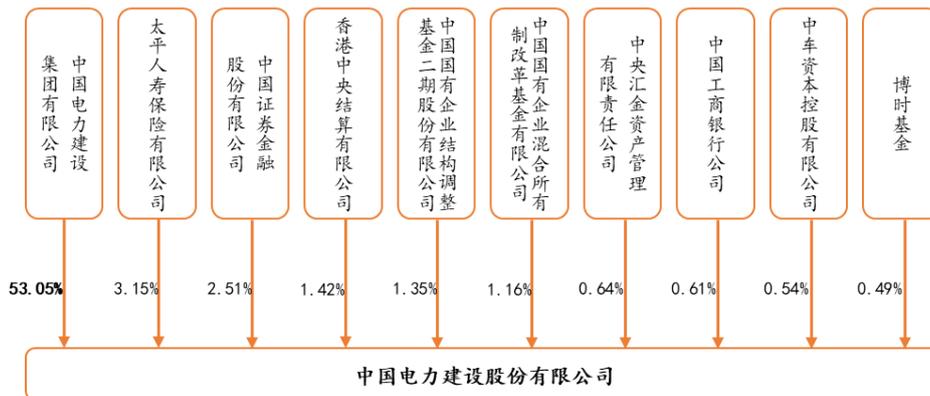
图表 4：公司抽蓄项目案例：清原抽水蓄能电站



资料来源：百度百科，东方财富证券研究所

国资委实际控制，股权结构相对集中，大股东增持彰显信心。公司在 2011 年 10 月 18 日于上海证券交易所主板挂牌上市，中国电力建设集团有限公司持有公司 53.05% 的股份，其中，国务院国有资产监督管理委员会持有中国电力建设集团有限公司 90% 的股份，是中国电建的实际控制人。2023 年，中国电力建设集团有限公司增持公司股本 2.13 亿股，期末持股数量为 91.38 亿股，持股比例增加 1.23%。

图表 5：中国电建股权结构图（截至 2023 年年报）



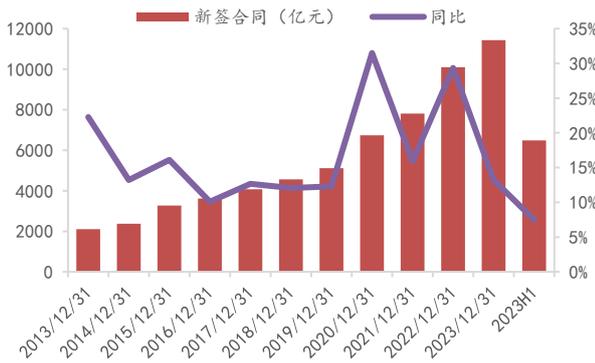
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 经营表现：能源电力订单高增拉动整体，归母保持双位数增长

新签订单表现：近十年新签复合增速达 19%，近年来能源电力订单高增拉动整体

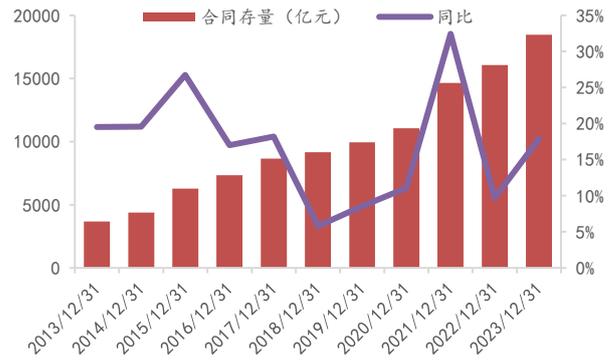
- **新签金额持续高增。**2013-2023 年，公司新签合同总额从 2,102 亿元增长至 11,428 亿元，CAGR18.5%，2023 年同比增长 13.2%。存量合同从 3,668 亿元增至 18,474 亿元，CAGR17.5%，2023 年同比增长 17.9%。2023 年 H1，新签 6489 亿元，同比增长 7.5%。
- **新能源订单快速增长，拉动能源电力板块整体。**自 2020 年，公司重构主营业务分类，积极转型，逐渐形成以新能源和抽水蓄能为核心主业的发展框架，抢抓“双碳”机遇，积极抢抓集中式新能源、抽水蓄能 EPC 总承包高质量订单。2021-2023 年，能源电力业务新增订单从 2,400 亿元增至 6,168 亿元，CAGR60%，占新签订单总额的比例提升 23pct 至 54%，新能源业务的发展拉动新签订单的增长。

图表 6： 2013-2023 新签合同总额及同比增速



资料来源：Choice 中国电建深度资料，经营情况公告，东方财富证券研究所

图表 7： 2013-2023 合同存量及同比增速

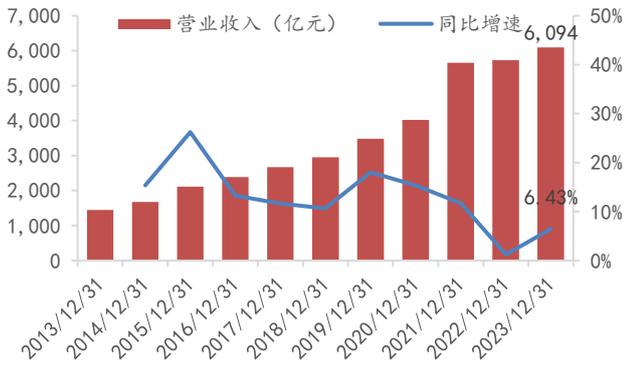


资料来源：Choice 中国电建深度资料，经营情况公告，东方财富证券研究所

收入利润表现：近两年收入增速放缓，归母则继续保持双位数增长水平

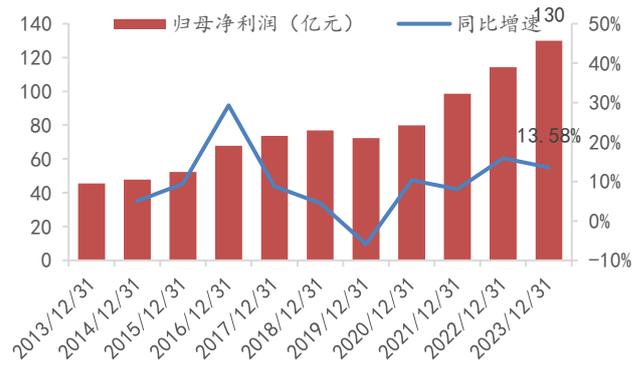
- **近两年收入增长放缓，二季度有望修复。**2013-2023 年公司营业收入由 1,448 亿元增至 6,094 亿元，CAGR15.5%，其中 2013-2021 年营收均保持双位数增长，22 年 yoy+1.2%，23 年 yoy+6.4%。我们判断近两年收入增速放缓，原因可能包括一部分地区面临控债压力，地方传统基建和生态修复等类型项目订单的新承接和存量订单结转收入放缓。展望未来，随着专项债发行与水利电力等板块业务占比提升，公司收入增速有望修复。
- **近两年归母净利增长保持双位数。**2013-2023 年公司归母净利润由 46 亿元增至 130 亿元，CAGR11%，23 年同比增长 14%。

图表 8： 2013-2023 营业总收入及同比增速



资料来源：Choice 中国电建深度资料，公司年报，东方财富证券研究所

图表 9： 2013-2023 归母净利润及同比增速



资料来源：Choice 中国电建深度资料，公司年报，东方财富证券研究所

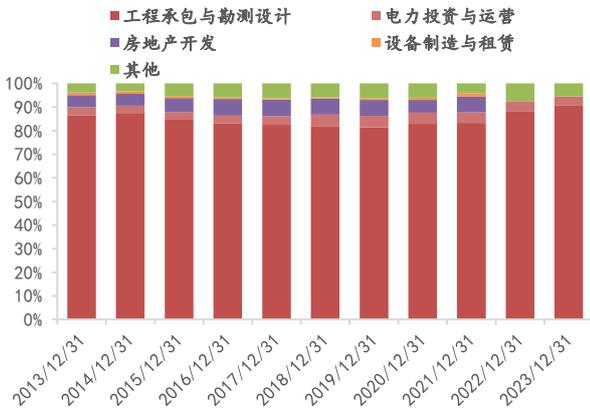
1.3. 业务结构：工程主业收入占 90%，发电业务毛利占比提升至 13%

按业务类别划分，公司业务包括 4 块，分别是：1) 工程承包与勘测设计业务、2) 电力投资与运营业务、3) 设备制造与租赁业务、4) 其他业务。

- **工程承包与勘测设计业务**是营业收入的重要来源，业务项目类型包括能源电力（太阳能发电、抽水蓄能、火电业务、风电业务）、水资源与环境（水利和水环境治理）、城市建设与基础设施业务（房建、市政、公路、铁路及轨道交通业务）三大部分，新签项目以 EPC 总承包为主。2013-2023 年，该业务板块营业收入由 1,252 亿元增长至 5,506 亿元，CAGR16%，营收增速维持在 9% 以上，2022 年与 2023 年分别同比增长 35%、9%，其收入构成于 2023 年超过 90%。该板块毛利由 159 亿元增至 597 亿元，CAGR14%，2023 年同比增长 20%。
- **电力投资与运营**是以风电、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，包含全生命周期的管理。
 - 1) **电力投运毛利率水平高，毛利占比提升。**2013-2023 年，电力投资与运营业务板块营业收入由 50 亿元增长至 240 亿元，CAGR17%，毛利由 24 亿元增至 106 亿元，CAGR16%，2023 年毛利同比增长 11%。电力投资与运营板块毛利率在 40%-55% 之间，远高于工程承包与勘测设计业务毛利率水平 10%-15%。2023 年，电力投运板块毛利为 106 亿元，占比超过 13%。
 - 2) **2023 年，公司获取新能源资源储量和开发建设实现跨越式发展，新增建设指标、新增投资立项、新增开工项目等三项指标均突破 1000 万千瓦，截至 2023 年底，公司控股并网装机容量 2,719 万千瓦，同比新增 681 万千瓦，目前清洁能源占比达到 84.6%。**
- **设备制造与租赁业务**主要包括砂石骨料及水利水电专用设备的生产、销售、租赁，主营“绿色砂石”；2013-2021 年，设备制造与租赁业务板块营业收入由 16 亿元增长至 65 亿元，CAGR19%。

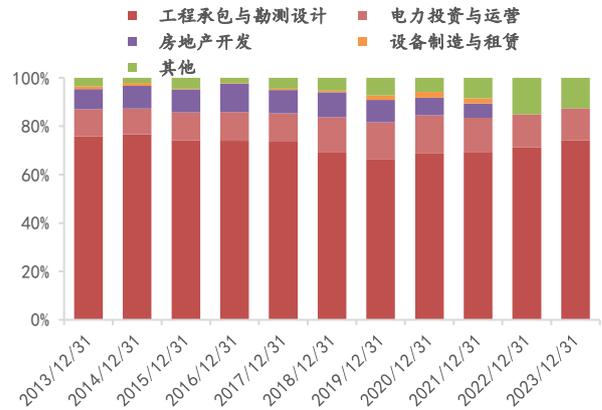
● 公司其他业务主要包括商品贸易及物资销售、特许经营权及服务业务等。

图表 10：2013-2023 分业务收入构成



资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 11：2013-2023 分业务毛利构成



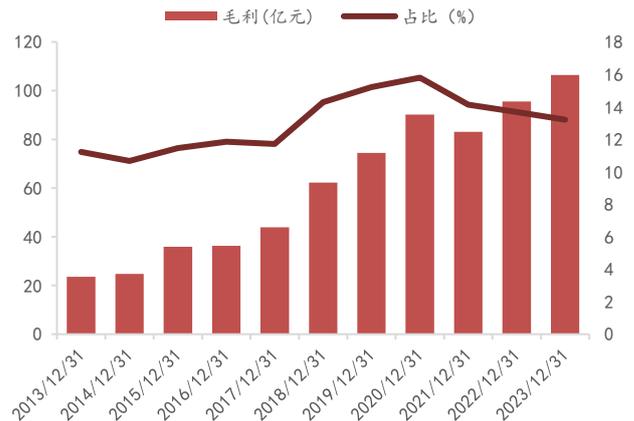
资料来源：Choice 中国电建深度资料，公司年报，东方财富证券研究所

图表 12：电力投资与运营业务收入与占比



资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 13：电力投资与运营业务毛利与占比

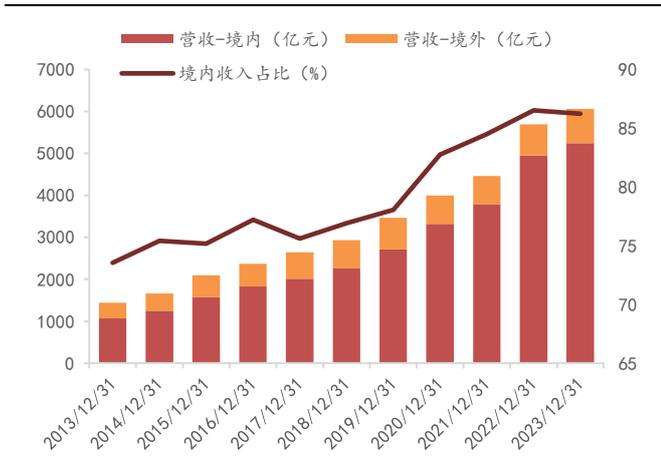


资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

按区域划分，公司境外业务 23 年收入毛利占比 14%略有回升，毛利率持续修复。

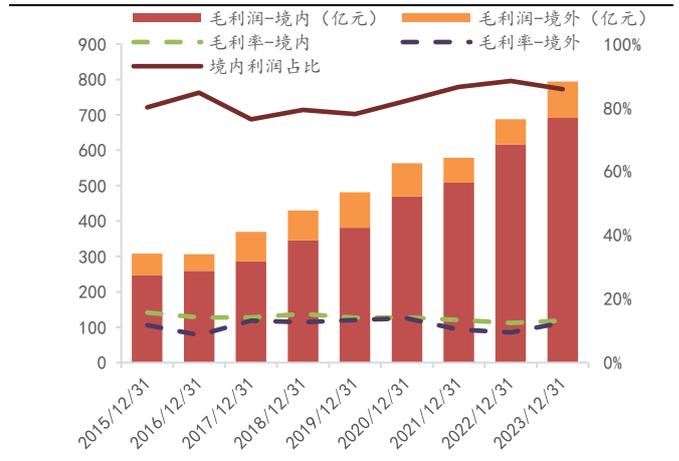
- **营收方面**，2013-2023 年，公司境内业务营业收入从 1065 亿元增长至 5247 亿元，CAGR17%，2023 年 yoy+6%；境内业务收入占比由 74%增长至 86%。境外业务从 370 亿元增长至 813 亿元，CAGR8%，2023 年 yoy+9%。
- **毛利方面**，2015-2023 年，公司境内业务毛利从 247 亿元增长至 691 亿元，CAGR11%，2023 年 yoy+12%；境内业务毛利占比由 80%增长至 86%。境外业务毛利由 61 亿元增长至 103 亿元，CAGR5%，2023 年 yoy+44%。2023 年境外业务毛利率提升，追平境内，毛利占比同比改善，增加 2.57pct。

图表 14: 2013-2023 分地区收入及境内收入占比



资料来源: Choice中国电建深度资料, 东方财富证券研究所

图表 15: 2015-2023 分地区毛利润、毛利率及境内利润占比



资料来源: Choice中国电建深度资料, 东方财富证券研究所

2. 行业分析：基建稳健增长并向头部央企加速集中，水利水电新能源等赛道持续高景气

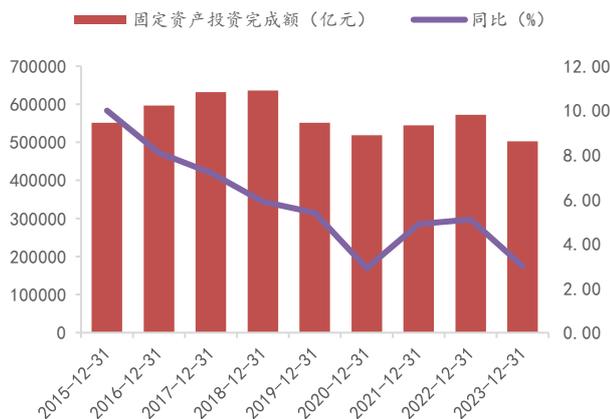
2.1. 基建整体：稳健增长，份额向头部央企集中

2.1.1. 基建投资分析：整体稳健增长，结构上显现分化

整体来看，固定资产投资完成额稳健增长，基建投资作为固投的重要组成部分，仍是经济“压舱石”。

- **基建投资增速维持高个位数水平。**2017 年以前，基建投资完成额高速增长，同比保持两位数的增速。2018-2021 年，受到去杠杆等政策的影响，增速放缓。2022-2023 年，分别同比增长 11.5%、8.2%，2023 年基建投资完成额 22.77 万亿元，占固定资产投资完成额的 45%，同比增加 8.5pct。

图表 16：固定资产投资完成额及同比



资料来源：Choice 中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

图表 17：基建投资完成额及同比



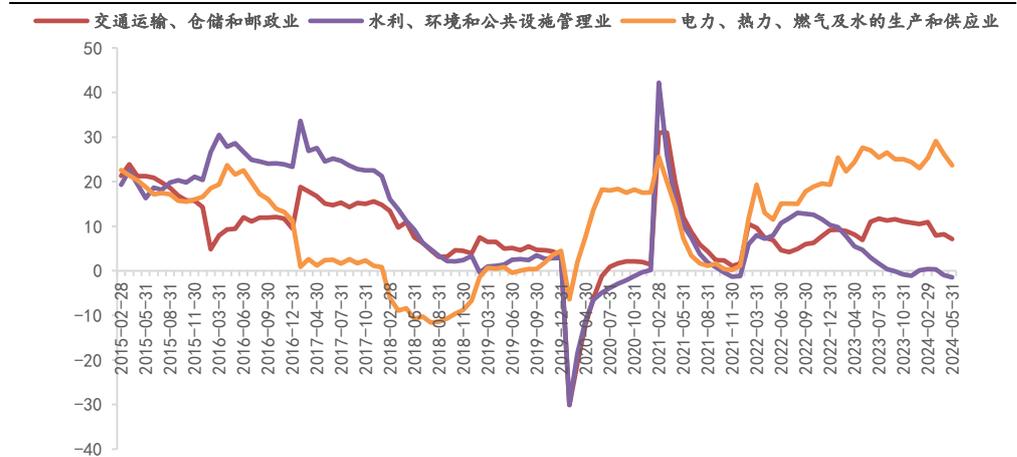
资料来源：Choice 中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

从基建细分结构来看，基础供应类投资维持高增，交通运输类投资保持平稳，环保公用类投资阶段性承压。

- **电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长较快。**近两年投资完成额增长率保持在 20%+，2023 年投资完成额 5.07 万亿，yoy+23%，占基建投资总额的 22%，相比 2020 年增加 4pct，2024 年增速不减，5 月累计投资完成额 1.84 万亿，yoy+24%。党的十八大以来，我国大力推进完善战略储备资源体系的建设，电力体系的发展和完善是重要一环。
- **交通运输、仓储和邮政业投资增速稳中有降，**均保持在高个位数的增长，2023 年投资完成额 8.16 万亿，yoy+10.5%，占基建投资总额的 36%。
- **水利、环境和公共设施管理业投资放缓。**2023 年投资完成额为 9.54 万亿

元，同比持平，在基建投资额中占比最高，约 42%。2024 年 5 月累计投资额 3.2 万亿，yoy-1.5%，我们判断可能是由于地方控债影响。

图表 18：分行业基建投资完成额月度增速 (%)



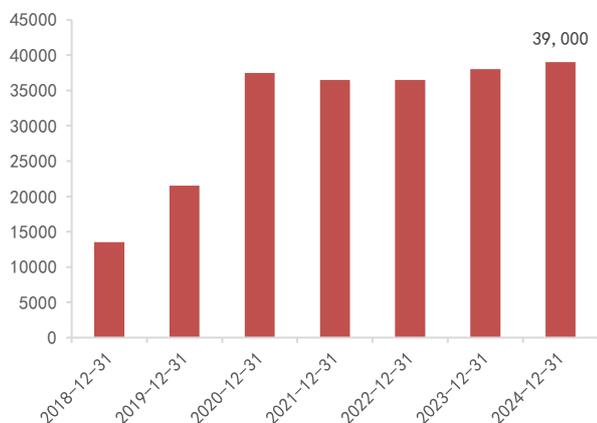
资料来源：Choice 中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

从近期政策表述来看，“稳增长”仍是主旋律，同时从资金面角度看，地方控债对基建配套资金到位也有一定影响

- **基建有望保持稳增长以托底宏观经济。**《政府工作报告》将 2024 年经济增长预期目标设定为 5% 左右，强调“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”的工作原则。《2024 年第一季度中国货币政策执行报告》提出要保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调，切实巩固和增强经济回升向好态势。
- **专项债：24 年 H1 发行进度不及去年，预计 Q3-4 有望加快发行。**2020 年，地方政府新增专项债券限额大幅增长，后趋于稳定。2024 年，新增地方政府专项债 3.9 万亿元，H1 已累计发行 1.49 万亿元，完成全年计划的 38%；去年同期累计发行 2.3 万亿元，完成全年计划的 61%。目前新增专项债发行进度相对较缓，我们预期 24H2 将提速发行。
- **特别国债：2024 年将发行万亿超长期特别国债，5-7 月累计发行 42%。**2024 年的政府工作报告提出，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。将从 5 月份至 11 月中旬陆续发行，期限为 20 年期、30 年期和 50 年期 3 种。截至 7 月，财政部已发行四期超长期特别国债，实际发行总额 4180 亿元，完成总计划规模的 42%。
- **中央预算内投资：2024 年规模同比增加 200 亿元。**中央预算内投资规模作为政府投资的一部分，不增加地方政府债务压力，对于受到债务率限制的地区意义重大，2024 年中央预算内投资安排 7,000 亿元，同比增加 200 亿元，截至 4 月 17 日，已下达超过 2,000 亿元，超过全年计划的三分之一。
- **关注化债进展。**2023 年 7 月 24 日中央政治局会议首次提出制定实施一揽子化债方案，随后相关具体政策措施密集出台、实施，通过长短期债政策结合、中央与地方共同发力，推动落地见效。23 年 9 月，《关于金融支持融

《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》发布，对 12 个省份给予重点化债关注。

图表 19：新增地方政府专项债限额（亿元）



资料来源：Choice 中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

图表 20：中央预算内投资（亿元）



资料来源：新华网，东方财富证券研究所

图表 21：近期基建政策梳理

时间	来源	内容
2023 年 7 月 24 日	中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> 要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案
2023 年 7 月 30 日	中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> 要持续防范化解重点领域风险，完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。
2023 年 9 月	《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 对地方国企及对应融资政策进行分类管理，具体分三类 给予 12 个重点省份化债政策支持，包括特殊再融资债券额度的支持、要求金融机构通过债务重组、债务置换等方式化解 2023 年、2024 年到期的融资平台债务、支持债券本金借新还旧并加快审核、在年度债券发行额度内“统借统还”等。
2023 年 10 月	国务院	<ul style="list-style-type: none"> 四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，主要用于灾后恢复重建、防洪治理工程、灌区建设改造和水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动等领域
2024 年 4 月 30 日	中共中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> 要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出
2024 年	《政府工作报告》	<ul style="list-style-type: none"> 拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元 发行 10000 亿元超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设 中央预算内投资安排 7000 亿元，比上年增加 200 亿元，优化结构、提高效能 2024 年经济增长预期目标设定为 5% 左右，强调“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”的工作原则
2024 年 5 月 10 日	《2024 年第一季度中国货币政策执行报告》	<ul style="list-style-type: none"> 一季度 GDP 同比增长 5.3% 融资总量稳定增长，信贷结构持续优化，融资成本稳中有降：3 月末社会融资规模存量、M2 同比分别增长 8.7% 和 8.3%，新发放企业贷款加权平均利率为 3.73%，同比低 0.22pct，一季度新增贷款 9.5 万亿元

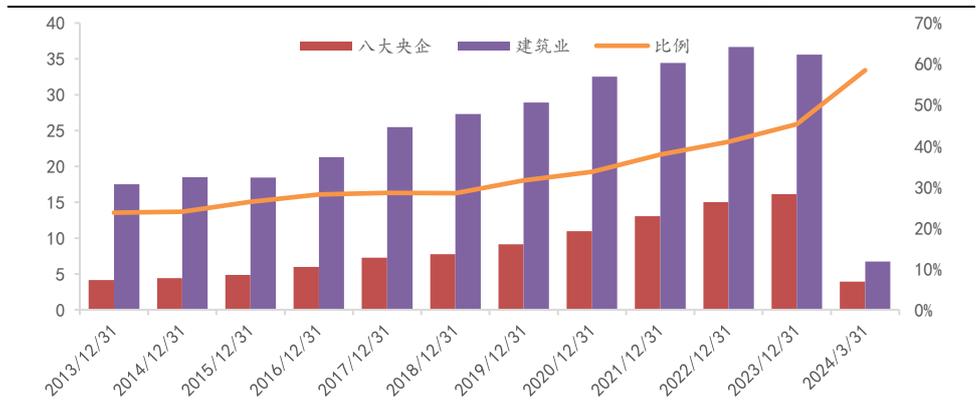
- 下一阶段，要保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调节，加大对实体经济支持力度

资料来源：中国政府网、“PPP”观察公众号、中国人民银行官网，东方财富证券研究所

2.1.2. 基建市场格局：头部央企份额加速提升

- 央企业务分布范围广、规模大，且政策导向性强，承接项目与三大工程、“十四五”规划等密切相关，有中央财政作为强有力的背书，从业务全局来看，地方财政承压对央企的影响相对温和。另外，化债、控债政策有助于优化项目质量、化解金融风险、改善债务结构，我们认为未来利润和份额会继续向央企集中。
- 央企在建筑行业内的新签份额持续提升，项目集中趋势明显，且集中度加速提升。
 - 1) 八大央企新签合同增速高于建筑行业整体，份额提升。2013-2023年，建筑业新签合同总额由17.5万亿元增至35.6万亿元，CAGR7.4%，2023年yoy-2.9%；八大央企新签合同总额由4.2万亿元增至16.14万亿元，CAGR14.6%，2023年yoy+7.4%，占建筑业新签比例由24%增至45%
 - 2) 今年以来，央企市占率呈加速提升态势。24Q1建筑业新签合同总额6.7万亿，yoy-2.9%，八大央企新签订单量3.93万亿，yoy+6.7%，占比建筑业新签比例提升至约53%。

图表 22：八大央企与建筑业新签合同总额（万亿）及央企所占份额



资料来源：Choice 八大央企深度资料，中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

2.2. 水利水网赛道：顶层重视“水资源配置”，水利投资屡创新高

顶层重视水资源配置，中央及地方陆续出台规划政策，叠加特别国债投向支持，水利行业投资持续高增

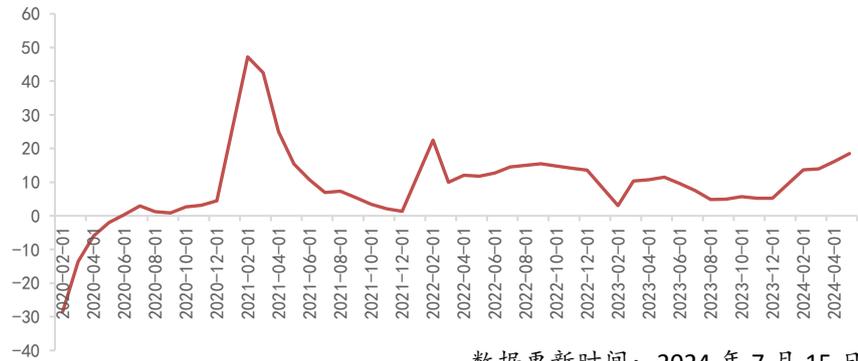
- 2023年4月总书记考察广东，首站湛江，考察了海洋渔业、生态保护、港口运营、水资源配置4大项目。大水桥水库系环北部湾广东水资源配置工程（去年8月开工建设，总投资超600亿元）湛江引调水向南输水的终点站。
- 2023年国务院印发《国家水网建设规划纲要》，对水网建设提出了明确的目标和清晰的规划，“要求到2025年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进”；“到2035年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成”。各省相继出台水网规划，截至2023年底，全国31省的省级水网建设规划已经完成，云南、江西、福建水网建设总投资额超过万亿，其中，我们总结水网投资主要包括4大方向：防洪减灾（约占40%）、水资源配置（引调水工程等，约占40%）、水生态修复（约占20%）、水利数字化（智慧水利等）。
- 2023年四季度，中央财政增发万亿国债，资金主要投向水利领域。截至5月末，在已落地的1.5万个项目中，已开工建设的约1.1万个，开工率超过70%；灾后恢复重建项目总体进展较快，以京津冀为重点的华北地区等8省市项目开工率达到80%左右。
- 水利管理业投资持续高增。2023年水利管理业固定资产投资完成额yoy+5.2%，而后增速上行，并保持增长趋势，2024年2-5月分别同比增长13.7%/13.9%/16.1%/18.5%，高于基建同比增速。

图表 23：部分已公布省份水网建设投资额及投资结构

省份	总投资额 /亿元	规划期	项目类型占比				
			期内投资/亿元	水资源配置	防洪安保	水生态保护	智慧水利
云南	18500	2035年前	11800	/	/	/	/
江西	13683	2035年前	8083	39.2%	36.3%	18.8%	3.2%
福建	10260	2035年前	8500	49.0%	35.0%	13.0%	3.0%
浙江	9268	2023-2027	9268	41.5%	43.6%	1.2%	1.4%
四川	9034	2035年前	9034	79.2%	14.0%	3.9%	2.9%
湖北	8520	2035年前	8520	/	/	/	/

资料来源：《江西省水网建设规划》-2022-江西省水利厅，《福建省水网建设规划》-2023-福建省水利厅，《关于印发浙江水网建设实施方案（2023-2027年）项目清单的通知》-2023-浙江省水利厅，《四川省现代水网建设规划》（征求意见稿）-2023-四川省水利厅等，云南发布公众号，湖北省水利厅官网-水利要闻，中国日报网，东方财富证券研究所

图表 24：水利管理业固定资产投资完成额累计同比 (%)



数据更新时间：2024 年 7 月 15 日

资料来源：Choice 中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

水利建设重大项目方向，我们提示关注南水北调工程：

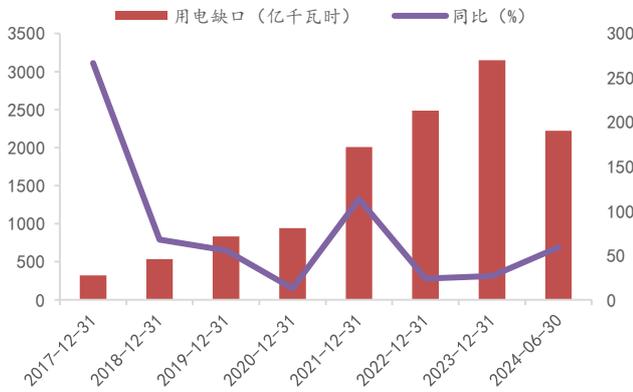
- 南水北调工程总体格局定为西、中、东三条线路，通过三条调水线路与长江、黄河、淮河和海河四大江河的联系，构成以“四横三纵”为主体的总体布局
 - 1) 东线：一期工程于 2013 年 11 月正式通水，输水干线长 1467 公里，总装机容量 36.62 万千瓦，2023 年东线一期工程向山东调水、东线北延工程向黄河以北调水分别为 8.5 亿和 2.77 亿立方米，各完成年度计划的 100%和 102%。
 - 2) 中线：截至 2022 末，中线一期工程全面通水 8 周年，累计输水超 586 亿立方米，惠及 42 座大中城市 280 多个县市区，直接受益人口超过 1.5 亿人。2023 年，中线一期工程调水 74.1 亿立方米，完成年度计划 112%。
- 2020 年 10 月组建中央直管的南水北调集团，注册资本 1,500 亿，23 年 1 月正式划转移交国资委监管，将全面推进南水北调后续工程高质量发展，加快构建国家水网主骨架和大动脉。
- 2022 年 7 月，引江补汉工程开工，标志着南水北调后续工程建设拉开帷幕，国家水网建设迈出重要一步。2023 年 7 月 16 日，成功实现先期通水，中国电建参与承建。

2.3. 能源电力赛道：抽蓄布局加快，水风光一体化推进建设

我国国内电力供需仍偏紧，人均发电水平距发达国家仍有提升空间

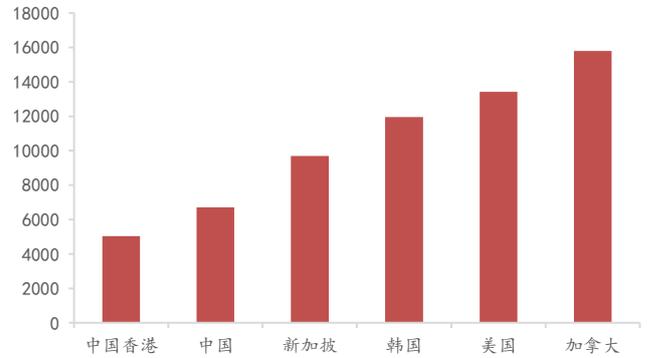
- 随着经济发展的加快与发展质量的提高，人们生活水平日益改善，2017-2023年，全社会用电缺口持续增加，电力供需偏紧。2023年缺口3,150亿千瓦时，yoy+27%，2024H1缺口为2,221亿千瓦时，yoy+59%，增长趋势不减。
- 相较发达经济体，我国人均发电量水平仍有提升空间。2023年，我国人均发电量约为6,700kwh，是加拿大（15,790kwh）的42%、美国（13,418kwh）的50%、韩国（11,949kwh）的56%。

图表 25：全社会用电缺口及同比



资料来源：Choice中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

图表 26：部分地区人均发电量水平（千瓦时）



资料来源：Choice中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

近年来电源和电网投资额保持快速增长

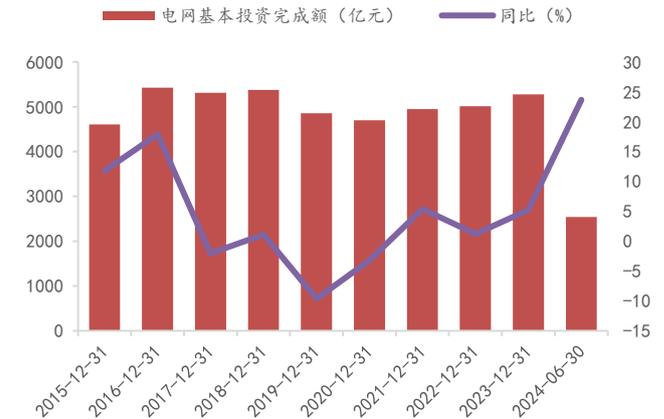
- 电源投资持续快速增长。自2018年，电源投资完成额均保持正速增长，2020年投资额5,244亿元，yoy+67%，2022-2023年，增速均保持在30%以上，投资完成额分别为7,208亿元、9,675亿元。2024H1，投资完成额3,441亿元，yoy+3.68%。
- 加快构建新型电力体系是实现“双碳”目标的关键，电网投资加速上行，同比增速近24%。2021-2023年，电网基本投资完成额保持稳定增长，从4,951亿元增至5,275亿元，CAGR3.2%。2024年6月，累计投资完成额2,540亿元，yoy+24%，加速趋势显现。

图表 27：电源基本建设投资完成额累计同比 (%)



资料来源：Choice中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

图表 28：电网基本投资完成额累计值及同比



资料来源：Choice中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

2.3.1. 水电和抽蓄：水电投资稳中有升，抽水蓄能加快建设

水电投资稳中有升，装机量稳定增长

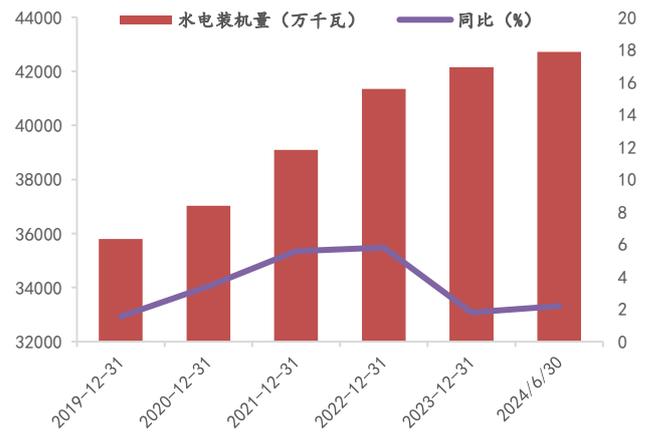
- 水电投资完成额稳步有升。2009-2023 年我国年均水电投资约 900 亿，多年持续在 1,000 亿左右徘徊，2023 年投资完成额 991 亿元，yoy+14.8%。
- 水电装机规模稳定增长。2019-2023 年，水电装机量增速保持在个位数水平，2023 年全国水电装机容量 42,154 万千瓦，yoy+1.8%，装机量占比 14.4%，24H1 装机量 42,715 万千瓦，yoy+2.2%。

图表 29：水电基本建设投资完成额及同比



资料来源：Choice中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

图表 30：水电发电装机容量及同比



资料来源：Choice中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

政策支持、并网加快，抽水蓄能是国内水电业务增长点

- 抽水蓄能电站——电力系统的调频器
 - 1) 抽水蓄能电站一般由上/下水库、输水系统、厂房系统和其他专用建筑物构成。在电力富余时，电站利用电能将下水库的水抽到上水库；在用电高峰时，将上方水库的水放至下方水库，将势能转化为电能。一般情

况下，抽水蓄能具有“抽四发三”的特征，即每用电 4 千瓦时抽的水可发电 3 千瓦时。

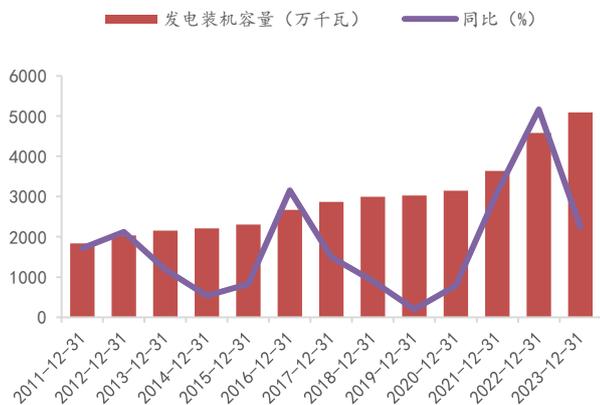
- 2) 抽水蓄能作为现阶段最安全、最稳定的储能方式，可以保障电力可靠供应、增强系统调节能力，为电力系统提供充足的灵活性，是电力系统中承担调峰、填谷、储能、调频、调相、备用和黑启动等多种功能的调节工具。
- 3) 我国抽水蓄能电站建设虽然起步比较晚，但由于后发效应，起点较高，已经建设的几座大型抽水蓄能电站技术已处于世界先进水平。例如：广州一、二期抽水蓄能电站总装机容量 2,400MW，为世界上最大的抽水蓄能电站；十三陵抽水蓄能电站上水库成功采用了全库钢筋混凝土防渗衬砌，其渗漏量之少处于世界领先水平；江苏句容抽水蓄能电站是世界坝体最高抽水蓄能电站，该电站配套 500 千伏电网工程于 2024 年 6 月 6 日建成投运。

● 抽蓄行业有多项政策支持，规划明确，发展提速

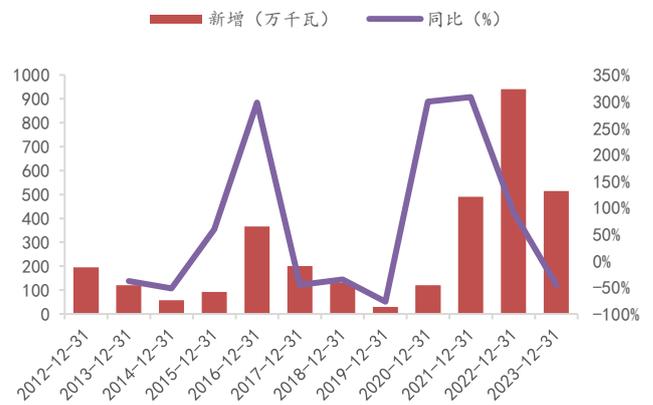
- 1) 政策支持，规划明确。2021 年，《抽水蓄能中长期发展规划（2021~2035 年）》印发实施，目标到 2025 年，抽水蓄能投产总规模 62GW 以上；到 2030 年，投产总规模 120GW 左右。2022 年，《“十四五”现代能源体系规划》对电力系统灵活性提出明确指标，到 2025 年，灵活调节电源占比达到 24%左右，电力需求侧响应能力达到最大用电负荷的 3%~5%。
- 2) 政策加持下，抽水蓄能发展驶入“快车道”。在“十四五”期间，我国拟开工 1.8 亿千瓦抽蓄项目，重点实施“双两百工程”，即在 200 个市、县开工建设超 200 个抽蓄项目；2024 年 1 月，共有 30 座抽水蓄能电站迎来重要进展，其中 8 座抽水蓄能电站项目核准、开工、签约。

- 抽水蓄能装机量高增，24Q1 新增装机规模是常规水电的 8 倍。2011-2023 年，我国抽水蓄能发电装机容量从 18.38GW 增至 50.94GW，CAGR8.9%，2024 年一季度，全国新增水电并网容量 181 万千瓦，其中抽水蓄能 160 万千瓦，其新增规模接近常规水电的 8 倍。截至 3 月底，全国水电累计装机容量达 4.23 亿千瓦，抽水蓄能 5,254 万千瓦。

图表 31：抽水蓄能累计装机量及同比



图表 32：抽水蓄能新增装机量及同比



资料来源：Choice 中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

资料来源：Choice 中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

2.3.2. 新能源：装机显著提升，水风光一体化基地加快开发

基于“双碳”背景，风光新能源装机量显著提升，占比近四成。

- 风、光新能源装机规模及占比快速提升，光伏 23 年装机增速超 50%。2023 年，太阳能发电装机量 60,949 万千瓦，yoy+55%，占全国装机总量的 21%，24 年 H1，该占比提升至 23%，累计装机量同比增长 52%；2023 年，风电装机量 44,134 万千瓦，占全国装机总量的 15%，yoy+21%。
- 风光新能源装机占比近四成，且持续提升。2019-2023 年，风光新能源装机总量从 41,333 万千瓦增至 105,083 万千瓦，CAGR26%，占全国发电装机总量比例从 21%提升至 36%。2024H1 新能源装机量同比增长 37%，占比达到 38%，半年度增长 2.4pct。

风光新能源政策持续落地，水风光一体化基地推进建设

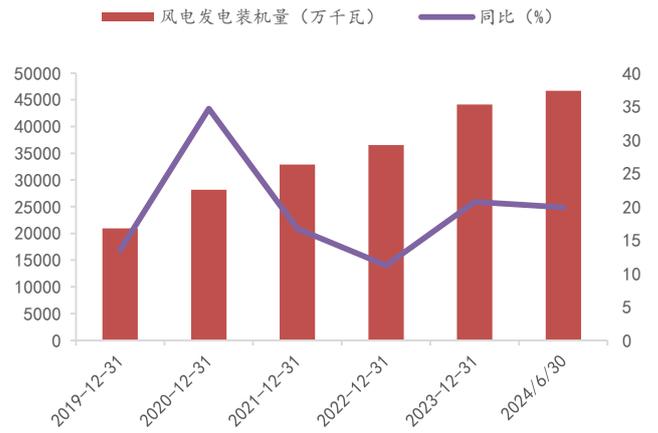
- 风光新能源政策持续落地，规划明晰。《“十四五”可再生能源发展规划》提出统筹水风光一体化开发，开发川滇黔桂、藏东南两大水风光综合基地，其中川滇黔桂基地重点推进金沙江上游川藏段(四川侧)和川滇段、金沙江中下游、大渡河、雅砻江、乌江、红水河等，藏东南基地重点推进金沙江上游川藏段(西藏侧)、雅鲁藏布江下游等。《“十四五”现代能源体系规划》提出“十四五”期间，西部清洁能源基地年综合生产能力增加 3.5 亿吨标准煤以上；《2024 年能源工作指导意见》提出主要目标：风电、太阳能发电量占全国发电量的比重达到 17%以上。
- 水风光一体化基地推进建设。根据中国能源局、国家储能网等新闻资料整理，雅砻江、金沙江、澜沧江三大流域分别规划水风光一体化基地 80GW (风光超 60GW+抽蓄 10GW)、30GW (20GW 风光+10GW 水电)、20GW (10GW 光伏+10GW 水电)，合计约 130GW。目前，雅砻江流域已投产 7 座大型水电站、5 个风光新能源项目，总装机近 2,100 万千瓦；金沙江流域已建、在建和前期项目规模超 2,000 万千瓦，投产、在建水电项目 701.6 万千瓦；澜沧江流域实现装机容量为 2,512 万千瓦

图表 33：太阳能发电装机量及同比

图表 34：风电发电装机量及同比



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 35: 风光新能源政策梳理

发布时间	文件名称	内容
2022年1月	《“十四五”现代能源体系规划》	<ul style="list-style-type: none"> 积极推进多能互补的清洁能源基地建设, 优先利用存量常规电源实施“风光水(储)”、“风光火(储)”等多能互补工程, 大力发展风电、太阳能发电等新能源, 最大化利用可再生能源。 “十四五”期间, 西部清洁能源基地年综合生产能力增加3.5亿吨标准煤以上。
2022年6月	《“十四五”可再生能源发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 探索水风光综合基地市场化开发管理机制, 推动各类投资主体积极参与水风光综合开发 明确风电和光伏发电消纳市场, 完善水风光综合基地的资源开发、市场交易和调度运行机制, 推进川滇黔桂、藏东南水风光综合基地建设
2023年4月	《2023年能源工作指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 推动主要流域水风光一体化规划, 建设雅砻江、金沙江上游等流域水风光一体化示范基地 主要目标: 非化石能源发电装机占比提高到51.9%左右, 风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到15.3%
2024年3月	《2024年能源工作指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 编制主要流域水风光一体化基地规划, 制定长江流域水电开发建设方案。有序推进重大水电工程前期工作 主要目标: 非化石能源发电装机占比提高到55%左右。风电、太阳能发电量占全国发电量的比重达到17%以上。

资料来源: 国家能源局, 国家发改委, 中国政府网, 东方财富证券研究所

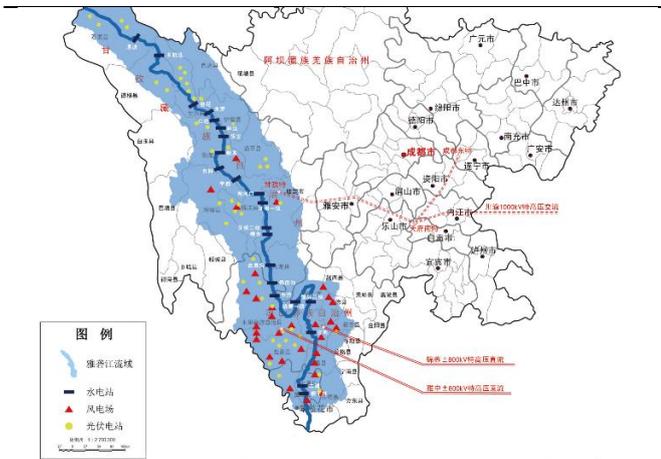
图表 36: 水风光大基地建设进程

基地名称	建设规划	最新进度
雅砻江流域水风光一体化基地	规划装机78GW(水电和抽蓄约39GW;风电、光伏39GW)。2035年全面建成, 年发电量约2000亿千瓦时	截至今年3月, 投产7座大型水电站、5个风光新能源项目, 总装机近2100万千瓦, 年发电量约900亿千瓦时;
金沙江上游清洁能源基地	总规模30GW(20GW风光+10GW水电)	基地已建、在建和前期项目规模超2000万千瓦, 投产、在建水电项目701.6万千瓦

澜沧江水风光清洁能源基地	总规模 20GW（光伏 10GW，投资 394 亿； 水电 9.8GW，投资 1791 亿），计划 2030 年开始送电，2035 年全部建成	目前装机容量为 2512 万千瓦，其中，水电 2296 万千瓦，风电 44 万千瓦，光伏 17 万千 瓦
--------------	---	--

资料来源：中国能源局，国家储能网，北极星太阳能光伏网，国资委官网，东方财富证券研究所

图表 37：雅砻江流域水风光一体化基地示意图



资料来源：雅砻江水电网，东方财富证券研究所

图表 38：雅砻江柯拉一期光伏电站（隶属于雅砻江流域水风光一体化基地，全球最大、海拔最高的水光互补电站，装机 1GW，23 年 6 月投产发电）



资料来源：澎湃新闻，东方财富证券研究所

图表 39：云南省巧家县小羊窝光伏电站（隶属于金沙江下游风光水储基地，装机 50MW，2022 年 9 月并网）



资料来源：新华社，东方财富证券研究所

图表 40：曲靖菱角农业光伏发电项目（隶属于澜沧江水风光清洁能源基地，装机 100mw，23 年 4 月并网）



资料来源：云南网，东方财富证券研究所

3. 公司业务分析：水利水电新能源建设第一龙头，电站资产规模快速增长

3.1. 工程业务：水利水电新能源建设第一龙头，订单结构持续改善

3.1.1. 业务优势：公司在水利水电和新能源领域建设综合实力全球领先

公司集团麾下的水规总院承担全国新能源归口管理工作，制定多项行业重要标准。

- 同属电建集团的水电水利规划设计总院（以下简称“总院”）作为国内“四大电力研究院”，入选国家能源局首批智库，是全国唯一承担水电、风电、太阳能光伏发电等技术归口管理工作的事业单位。总院下设 8 个业务部门、10 个中心机构和 4 个子公司，业务范围涵盖了发展规划制定、水电工程技术审查评估、工程验收与安全鉴定及标准制定等多个方面。近年来牵头组织完成国家“十四五”可再生能源发展规划研究工作；管理和编制国家标准、行业标准、团体标准 900 余项。

公司具有顶尖的勘测与建设实力，可以在最前端把握流域规划设计优势，积累丰富的资源禀赋信息。

- 据统计，2022 年度最赚钱的 50 家设计院中，有 32 家设计院属于央企旗下的部级院，包括中国电建旗下的 7 家设计院，其中华东勘测设计研究院有限公司（简称“华东院”）实力最为强劲。华东院是中国最早成立的勘测设计院之一，为国家大型综合性甲级勘测设计研究单位，名列中国勘察设计综合实力百强单位（排名第 7 位）、中国工程设计企业 60 强（排名第 8 位）、中国承包商 80 强（排名第 29 位）、中国监理行业十大品牌企业。现有员工近 5,000 人、各类高级专业技术人员 1,000 余人，业务范围包括水电与新能源、城乡建设、生态与环境等领域。2023 年，华东院实现归母净利润 11.75 亿元，占公司归母净利的 9%，在勘测设计子公司中利润贡献最大。
- 公司通过置出地产项目，将优质电力资产注入公司，勘测、建设实力进一步增强，聚焦主业。2022 年，公司将所持房地产板块资产与公司控股股东电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，置入资产为华中电力设计研究院 100%股权、河北省电力勘测设计研究院 100%股权、四川电力设计咨询 100%股权、江西省电力设计院 90%股权等。

公司施工资质齐全。截至 2023 年末，公司共拥有施工总承包特级资质 30 项，工程设计综甲资质 9 项、工程勘察综甲资质 18 项、监理综甲资质 6 项。

在雄厚的技术背景下，公司承担了我国 80% 以上的河流规划及大中型水电

站勘测设计任务和 65%以上的建设施工任务；抽水蓄能电站 90%的勘察设计和 78%的建设任务，占有全球 50%以上的大中型水利水电建设市场。公司在重要领域代表案例不限于：

- 雅砻江两河口水电站水光互补一期项目——柯拉光伏电站于 2023 年 6 月 25 日投产发电。由公司规划并 EPC 总承包的全球最大、海拔最高水光互补电站，场址最高海拔 4,600 米，装机 100 万千瓦。
- 世界最深最大地下实验室——锦屏大设施于 2023 年 12 月 7 日正式投入运行。实验室宇宙线通量仅为地表的一亿分之一，具备“极低环境氡析出”“极低环境辐射”“超低宇宙线通量”“超洁净空间”等多种优势，填补了我国在深地实验室和暗物质研究领域的空白，开创了央企支持国家基础前沿物理科学研究的先河
- 2023 年 9 月 7 日，公司参建的雅加达至万隆高速铁路（简称“雅万高铁”）开通运行，两地间最快旅行时间由 3.5 小时压缩至 40 分钟。雅万高铁是印尼和东南亚的第一条高速铁路，也是中国共建“一带一路”倡议和印尼“全球海洋支点”构想对接、中印尼两国务实合作的旗舰项目，全线采用中国技术、中国标准。
- 2023 年 7 月 16 日，国家重大水利工程——引汉济渭工程成功实现先期通水。“引汉济渭”跨越黄河、长江两大流域，穿越秦岭，分为调水和输配水两大部分，由黄金峡水利枢纽、三河口水利枢纽和秦岭输水隧洞等三大部分组成。中国电建参与工程建设，其中，由公司负责承建的黄金峡水利枢纽工程是引汉济渭的“龙头”水源工程。“引汉济渭”工程每年可从陕南汉江流域调水 15 亿立方米到渭河流域关中地区，受水区域总面积 1.4 万平方公里，受益人口 1,411 万人。

图表 41：中国电建资质列表（节选）

编号	资质名称	编号	资质名称
1	水利水电工程施工总承包特级	14	地质灾害治理工程甲级
2	电力工程施工总承包特级	15	机场场道工程专业承包壹级
3	市政公用工程施工总承包特级	16	桥梁工程专业承包壹级
4	公路工程施工总承包特级	17	隧道工程专业承包壹级
5	建筑工程施工总承包特级	18	房地产开发企业壹级
6	港口与航道工程施工总承包特级	19	矿山工程施工总承包壹级
7	工程设计综合甲级	20	石油化工工程施工总承包壹级
8	工程勘察综合甲级	21	机电工程施工总承包壹级
9	工程监理甲级	22	河湖整治工程专业承包壹级
10	工程造价咨询企业甲级	23	输变电工程专业承包壹级

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 42: 雅砻江两河口水电站水光互补一期项目——柯拉光伏电站



资料来源: 中国电建公众号, 东方财富证券研究所

图表 43: 世界最深最大地下实验室——锦屏大设施



资料来源: 中国电建公众号, 东方财富证券研究所

图表 44: 东南亚首条——雅加达至万隆高速铁路



资料来源: 中国电建公众号, 东方财富证券研究所

图表 45: 引汉济渭工程——黄金峡水利枢纽



资料来源: 中国电建公众号, 东方财富证券研究所

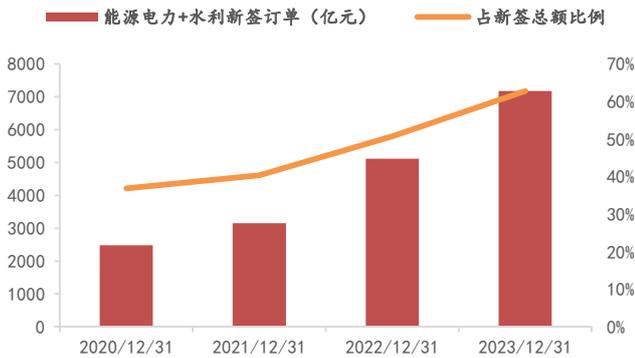
3.1.2. 业务结构: 订单持续优化, 能源电力+水利新签占比接近7成

公司主业聚焦“水、能、城、数”等重要领域。公司积极响应国家“3060”双碳战略, 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, 积极参与国家水网建设, 做强水资源与环境业务, 主动成为国家绿色低碳能源电力与水利水资源的战略力量。

- 能源与水利订单高增, 预计 24 年 H1 将占整体新签的近七成。2020-2023 年, 能源电力+水利新签订单分别为 2,479 亿元、3,149 亿元、5,121 亿元、7,175 亿元, CAGR43%, 占新签订单总额比例从 37%增至 63%。根据 23 年新签结构, 我们估计, 24 年 H1 能源电力+水利新签订单 4,428 亿元, 占公司新签订单总额比例将提升至 68%。

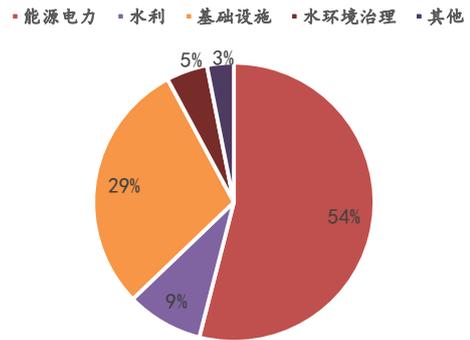
- **基础设施新签订单占比下滑，主要源于市政订单的减少。**2020-2023年，基础设施新签订单分别为3,314亿元、3,620亿元、3,566亿元、3,360亿元，占新签订单比例从49%减少至29%。23年新签订单同比减少6%，其中，市政业务合同金额524亿元，同比减少31%。未来公司将优先选择经济基础好、政府债务优的城市，优先选择纳入财政预算的项目，优先选择现汇类项目，谨慎参与城市与基础设施投资类项目

图表 46：能源电力+水利新签业务及占比



资料来源：Choice中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 47：2023年各类业务新签订单占比



资料来源：Choice中国电建深度资料，东方财富证券研究所

3.1.3. 水利水电业务：订单爆发式增长，反映行业高景气

公司水资源与环境板块业务主要包括了1)水环境治理、2)水利，两类业务新签订单明显分化，23年水利订单高增70%。从水利市场格局来看，我们通过抽样统计，分析公司在水网份额位居行业第一。

- **水资源与环境板块23年新签订单1,548亿元，同比减少12%，结构分化，其中水环境治理新签规模萎缩，但水利新签同比高增。**按23年该板块新签结构占比计算，24H1新签订单899亿元，其中，水利新签585亿元，水资源治理新签314亿元。

受化债和地方资金面影响，地方项目新建进程放缓，水环境治理业务新签波动较大。2023年水环境治理业务新签订单541亿元，同比下滑54%。

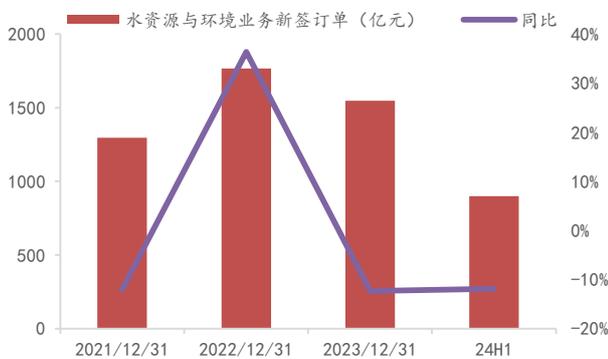
另一方面，水利订单则高速增长。2023年，公司新签水利订单1,007亿，同比大幅增长70%，占公司新签订单总额的9%，占比同比增加3pct。新承接环北部湾广东水资源配置(219亿)、引江补汉(106亿)等水网骨干项目。

- **2023年公司水网订单中标份额业内领先。**我们统计了超过7,000个2023年全国水网招标投标项目，样本总投资额超过2,000亿，从样本来看，头部公司以建筑央企为主，其中中国电建中标份额约20%左右，位居行业第一，是水利水网建设的最主要受益方之一。

“十成抽蓄，九成电建”，公司抽水蓄能业务新签订单呈爆发增长

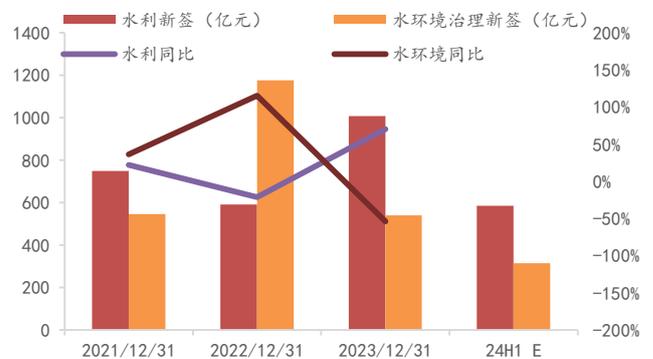
- 中国电建是最早从事抽水蓄能电站设计和建设的“国家队”，承担我国抽水蓄能电站 90%的勘察设计和 78%的建设任务。
 - 1) 从“广蓄经验”到“梅蓄速度”“缙蓄速度”，中国电建多次刷新国内抽水蓄能电站主体工程建设工期最短纪录，创造多项“水电之最”：丰宁抽水蓄能电站（二期）是世界装机容量最大的抽水蓄能电站（360 万千瓦）；广东阳江抽水蓄能电站在我国单机容量（400 兆瓦）最大、发电电动机出口电压（20 千伏）世界第一；浙江长龙山抽水蓄能电站（6×350 兆瓦）是目前世界该容量水平下转速最高的抽水蓄能机组。
 - 2) 水电十四局是中国电建旗下的“抽蓄王牌”。截至 23 年底，水电十四局已承建（参建）了 39 座抽水蓄能电站，承担了 59 台抽水蓄能机组安装，已投产 52 台，全国占比 27.7%；投产容量 16,530 兆瓦，全国占比 32.9%，是当前国内完成抽水蓄能机组投产容量第一，持续施工时间最长的建设企业。
- 抽蓄订单呈爆发式增长。2020-2023 年公司新签抽水蓄能订单从 46 亿元增至 781 亿元，CAGR158%，近三年同比增长 343%、20%、221%，成为公司增长最快业务板块。2021-2023 年，抽蓄订单占能源电力订单比重从 2%提升至 13%，占总订单比重从 0.7%提升至 6.8%。2023 年，公司新承接了浙江景宁抽蓄 EPC（63 亿）、浙江永嘉抽蓄 EPC（54 亿）等重点项目；首次制定抽水蓄能 EPC 工期定额；参与建设的雅砻江流域水风光一体化基地重要组成部分道孚抽水蓄能电站正式开工

图表 48：水资源与环境业务新签订单量及同比



资料来源：Choice中国电建深度资料，东方财富证券研究所

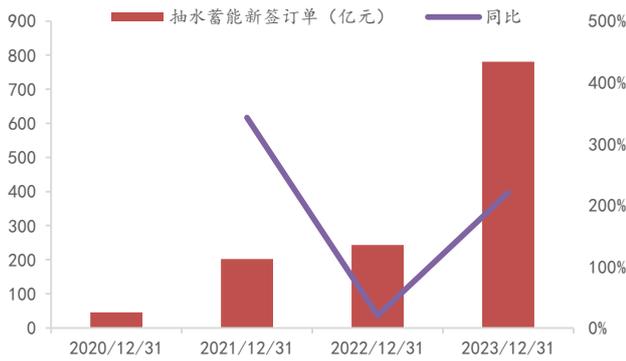
图表 49：水利、水环境治理业务新签订单及同比



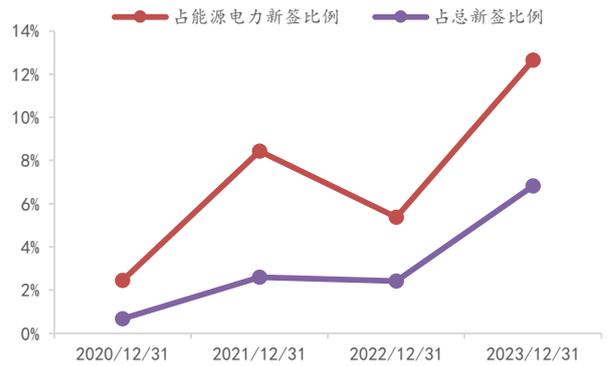
资料来源：Choice中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 50：抽水蓄能新签订单及同比 (%)

图表 51：抽水蓄能新签订单占比



资料来源: Choice中国电建深度资料, 东方财富证券研究所



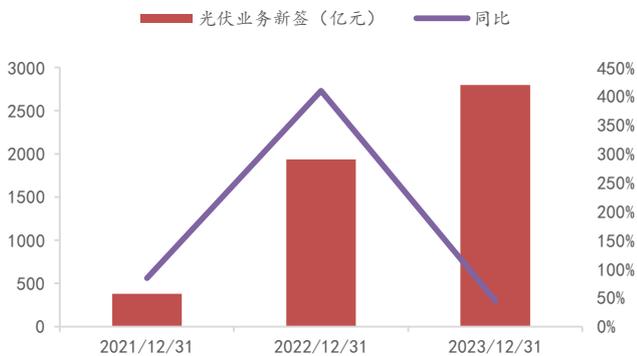
资料来源: Choice中国电建深度资料, 东方财富证券研究所

3.1.4. 新能源业务: 新签保持快速增长

公司积极把握国家双碳战略机遇, 发挥主业竞争优势, 承接风光新能源订单, 近年来新能源业务快速增长、订单储备充裕。

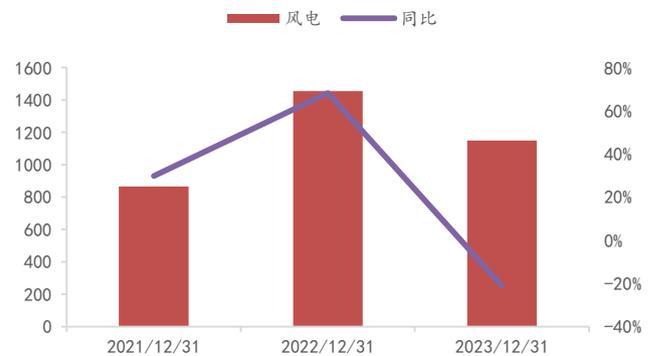
- 近年来公司光伏新签订单规模迅速扩张。2021-2023 年, 光伏业务新签订单从 380 亿元增至 2,799 亿元, CAGR171%, 2023 年 yoy+45%, 占能源电力新签订单的 45%。2023 年, 公司新签了乌尔禾 2,000MWp 光伏发电工程(71.76 亿元)、中绿电乌鲁木齐市 350 万千瓦光伏项目-150 万千瓦光伏工程(57.95 亿元)、钦州市钦南区 800MW 光储一体化 EPC (54.75 亿元) 等。
- 公司风电新签略有波动, 拓展海上风电业务见成效。2021-2023 年, 风电业务新签订单分别为 865 亿元、1,455 亿元、1,148 亿元, 22 年 yoy+68%, 23 年 yoy-21%。近年来公司响应国家号召, 持续深化发展海上风电场开发技术。2024H1, 公司新签三个投资规模>20 亿的风电项目, 其中两个为海上风电: 越南得乐 356.25MW 陆上风电项目 (22.77 亿)、华润连江外海海上风电场项目 (22.01 亿)、三峡能源江苏大丰 800MW 海上风电项目 (21.25 亿) 等

图表 52: 光伏业务新签订单及同比



资料来源: Choice中国电建深度资料, 东方财富证券研究所

图表 53: 风电业务新签订单及同比



资料来源: Choice中国电建深度资料, 东方财富证券研究所

3.2. 电站业务：控股装机持续增长至 27GW，归母净利占比达 17%

公司具备“投建营”全产业链一体化优势，“十四五”时期计划新增装机规模 48.5GW。

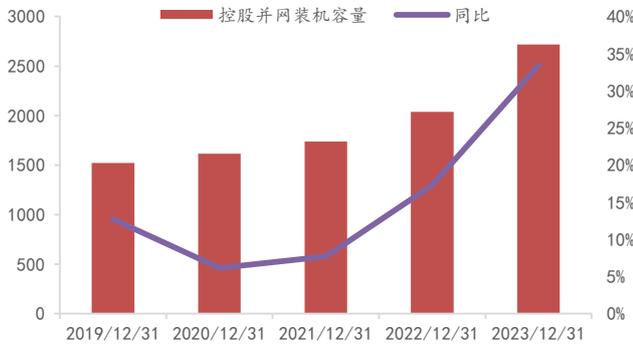
- 成立新能源子公司，夯实“投建营”一体化竞争优势。2021 年，公司对下属各个子公司的新能源项目重新整合，成立电建新能源集团，主营清洁低碳能源项目投资开发和运营管理。目前，投产项目装机规模突破 1,600 万千瓦，在建项目装机近 1,400 万千瓦。
- “十四五”时期计划新增规模共计 48.5GW。2021 年 4 月公司印发《中国电力建设集团(股份)有限公司新能源投资业务指导意见》提出大力发展新能源投资运营业务，“十四五”期间集团(股份)公司境内外新增控股投产风光电装机容量 30GW。而从分解到旗下 28 家子公司的目标中，新能源新增投产目标高达 48.5GW。
- 2019-2023 年，公司控股并网装机容量规模迅速扩大，增速持续上升。装机量由 1,520 万千瓦增至 2,719 万千瓦，CAGR16%，23 年 yoy+33%，增速同比增加 16pct。
- 细分来看，光伏、风电并网装机量有较大增长，新能源占比提升。2019-2023 年，光伏装机从 120 万千瓦增至 773 万千瓦，CAGR59%，23 年 yoy+190%；装机量占比由 8%增至 28%。风电装机从 498 万千瓦增至 841 万千瓦，CAGR14%，23 年 yoy+10%。

中电建新能源集团股份有限公司、中电建水电开发集团有限公司、中电建电力投资集团有限公司是中国电建旗下主营电力投资与运营的子公司。23 年三家公司共实现净利润 27.76 亿元，占公司净利润比例约 16%；按各自归属中国电建股权比例测算合计归母净利 22.19 亿元，占公司 2023 年归母净利润比例约 17%。

- 中电建新能源集团股份有限公司（简称：电建新能源）从事国内新能源投资与运营，23 年中国电建持股 79.975%。电建新能源投资开发了全球最大规模商业化漂浮式海上风电项目——海南万宁 100 万千瓦漂浮式海上风电项目；筹建了我国首批规模化应用的海上光伏项目——山东即墨 115 万千瓦海上光伏项目；投资运营的河北张北风电项目，是国内首个百万千瓦级风电基地项目之一。电建新能源的归母净利润贡献最大，2021-2023 年分别实现归母净利润为 19.6 亿元、20.7 亿元、20.1 亿元，占中国电建归母净利润总额的 23%、18%、15%。
- 中电建水电开发集团有限公司（简称“水电开发”）以水电、抽水蓄能、风电光伏等清洁能源投资开发和运营为主业，注册资本金 60.92 亿元，23 年集团公司持股 77.44%。近三年，归母净利润分别为 17,352 万元、23,229 万元、18,674 万元，占中国电建归母净利润总额的 2.01%、2.03%、1.44%。
- 中电建电力投资集团有限公司（简称“电建电投”）原名“中国电建集团甘肃能源投资有限公司”，注册资本金 38.45 亿元。专门从事火电、抽水蓄能、

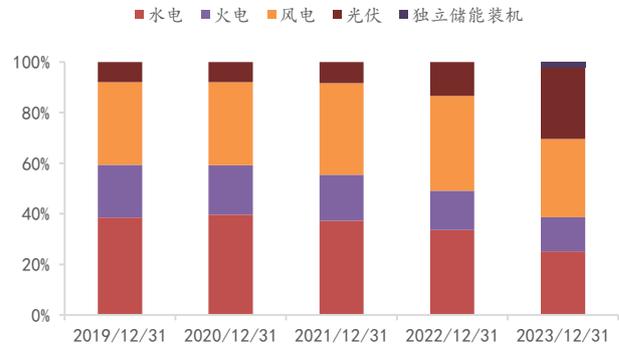
新能源等电力项目的投资开发与经营管理，23年集团公司持股100%。近三年，归母净利润波动较大，分别为2,305万元、-9,384万元、2,721万元，占中国电建归母净利润总额的0.27%、-0.82%、0.21%。

图表 54：控股并网装机容量（万千瓦）及同比



资料来源：Choice中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 55：分类装机容量占比



资料来源：Choice中国电建深度资料，东方财富证券研究所

3.3. 其他业务：布局铜钴矿、砂矿等战略资源，有望增厚公司利润

公司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，毛利率为28.7%，显著高于工程主业。2023年，该板块实现营业收入315.亿元，同比下降23.6%，占主营业务收入的比重为5.2%，毛利额占比11.25%。

其他业务中，提示关注公司在金矿、砂矿等战略矿产资源布局，未来随着产能增长，有望增厚公司整体利润。

- **铜钴矿业务：**公司参股华刚矿业股份有限公司（持股25.28%，其余股东包括中国中铁、浙江华友），系在刚果民主共和国共同发起设立的国际化矿业公司，于2008年9月注册成立，项目总投资66.64亿美元，包括矿业项目投资36.64亿美元+基建项目投资30亿美元。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。2023年公司投资收益为17.57亿元，未来有望继续受益铜价上涨。
- **砂矿业务：**随着国家绿色发展理念的不断深化，绿色砂石产业成为兼顾环境保护与经济高质量发展的优质解决方法，市场潜力大。针对建筑行业市场格局变化，公司加快打造绿色砂石全产业链，持续扩大绿色砂石品牌影响力
 - 1) 2022年，公司绿色砂石资源储量达到85.68亿吨，yoy+182%，设计年产能为4.69亿吨，yoy+682%，投资规模1,004亿元，获取绿色砂石项目采矿权共计22个，已进入运营期的绿色砂石项目共计7个，提前实现“十四五”规划目标。
 - 2) 2023年，绿色砂石业务持续稳定发展，资源储量89.34亿吨，yoy+4.27%，设计年产能为5.05亿吨，yoy+7.68%，投运产能1.32亿吨/年，全年销量约9,000万吨，营业收入46.3亿元。

3.4. 海外业务：境外新签占比约 2 成，中东能源类大单连续落地

“一带一路”政策下，公司积极拓展海外业务。

- 新签订单方面，2013-2023 年，公司境外新签订单由 737 亿元增至 2,152 亿元，CAGR 达到 11%，2023 年 yoy+12%，占整体新签订单比例达 19%。24 年 H1，境内新签 5283 亿元，yoy+6%，境外新签 1206 亿元，yoy+16%。在“一带一路”政策鼓励下，公司积极开展海外业务，相继在亚洲、非洲、美洲、欧洲、中东地区承接项目，项目领域涵盖新能源、水利水电、基础设施等多个领域。
- 经营业绩方面，公司境外业务 23 年收入占比 13%略有回升。2013-2023 年，境外业务从 370 亿元增长至 813 亿元，CAGR8%，2023 年 yoy+9%，占比约 13%，高点时境外收入占比约 25%左右水平。
- 近期中国电建新签海外订单以中东光伏、能源电力项目为主。
 - 1) 阿联酋阿布扎比阿吉班 PV3 光伏项目：2024 年 7 月中国电建与业主签订了阿吉班 1.5GW 光伏项目 EPC 合同，合同金额约为 53.84 亿元，项目直流侧总装机容量约 1.8GW，主要工程内容为光伏电站和 400 千伏升压站的设计、建设、采购、安装、调试、运维等工作。项目总工期约 28 个月。
 - 2) 老挝色贡 1,000MW 风电项目：2023 年 11 月公司与英派能源亚洲有限公司签订了老挝色贡 1,000MW 风电项目设计、采购、运输 EPC 合同协议，合同金额约为 574,368 万元。拟建设工程内容包含 1,000MW 风电场设计、采购和老挝境外运输工作项目总工期预计为 40 个月。

4. 资产分析：业绩稳健、ROE 趋势向上，定增及分拆有利于中长期发展

4.1. 财务分析：业绩稳健增长，盈利能力和净现比优于同业，ROE 趋势向上

公司业绩连续多年稳健增长，盈利能力和净现比均优于其他头部建筑央企平均水平，并持续受益于业务结构优化+降本增效，ROE 趋势向上。

- **业绩端，公司收入、利润保持连续多年的稳健增长。**2018-2023 年公司收入从 2,953 增长至 6,094 亿，CAGR 达 15.6%，23 年 yoy+6.4%；归母净利润从 77.0 增长至 129.9 亿，CAGR 达 11.0%，23 年 yoy+13.6%；扣非归母净利润从 69.0 增长至 117.1 亿，CAGR 达 11.2%，23 年 yoy+13.2%。24Q1，公司实现营业总收入 1,403 亿，yoy+5.1%；归母净利润 30.5 亿，yoy+0.8%；扣非后归母净利润 30.21 亿，yoy+1.3%。十余年来，中国电建受益于新能源、环保行业发展，订单量增长迅猛，带来收入、利润稳健增长。近年来，公司收入增速放缓，判断可能原因为地方传统基建和生态修复类项目订单收入转换速度放缓，公司新项目承接减少。
- **费用端，公司内部精细化管理使得费用率呈下降趋势。**2018-2023 年期间费率分别为 9.15%/8.97%/9.31%/8.60%/8.03%/8.76%，其中 2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.23%/3.01%/3.81%/1.71%，同比保持 +0/+0.1/+0.2/+0.5pct。近年来期间费率稳中趋降，得益于公司内部精细化费用管控及营业收入扩大带来的规模效应，公司费用率整体呈现下降趋势。其中 23 年财务费用率变动主要系汇兑净损失增加所致。
- **盈利能力方面，公司毛利率有所下降，但仍高于行业均值；23 年净利率在精细化费用管控下有所提升。**2023 年公司毛利率为 13.23%，同比+1.02pcts，高于当年其他七大头部建筑央企的平均毛利率（10.7%）；归母净利率为 2.13%，同比+0.13pcts。2023 年资产+信用减值损失计提 66.9 亿，占总收入比例为 1.1%，对利润影响较小。2020 年以来，受疫情带来的经济下行影响，公司毛利率整体出现下降；而公司通过加强费用管控，精细化管理使得近年来归母净利率稳步提升。
- **现金流方面，公司近年来净现比大于 1。**2019-2023 年公司净现比分别为 1.3/5.4/1.6/2.7/1.7。高于当年其他七大头部建筑央企的平均净现比（0.73）；其中 2023 年公司经营性现金流净额为 222.7 亿元，同比减少 85.7 亿元，收、付现比分别为 102.3%、97.2%，同比增加 2.87pct、2.34pct。
- **整体负债水平相对平稳。**2019-2023 年公司资产负债率分别为 76.2%/74.7%/75.1%/76.9%/77.5%，2019-2023 年带息负债/总资产分别为 38.0%/35.5%/35.8%/34.0%/35.2%。2023 年公司带息负债 4,066 亿元，财务费用 103.9 亿元，财务费用/带息负债比值约 2.6%。
- **ROE 方面，公司近年来 ROE 总体呈提升趋势。**2019-2023 年公司加权 ROE

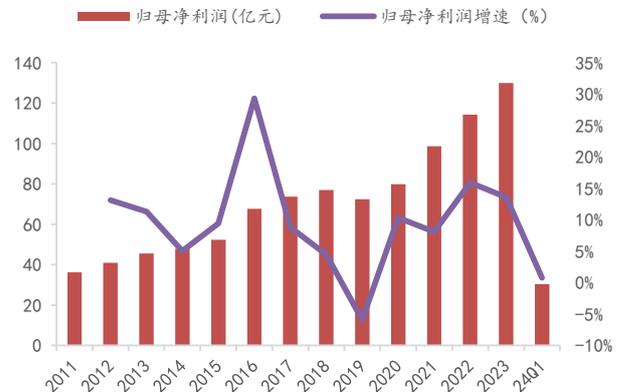
分别为 8.4%/7.8%/7.9%/9.9%/9.5%，同比分别-1.3/-0.6/+0.1/+2.1/-0.4pct。ROE 趋势向上，判断主要受益于业务结构优化和净利率提升。

图表 56：2011-24Q1 中国电建营业收入及增速



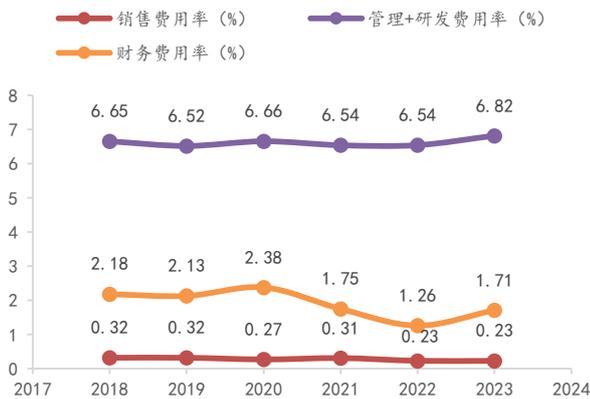
资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 57：2011-24Q1 中国电建归母净利润及增速



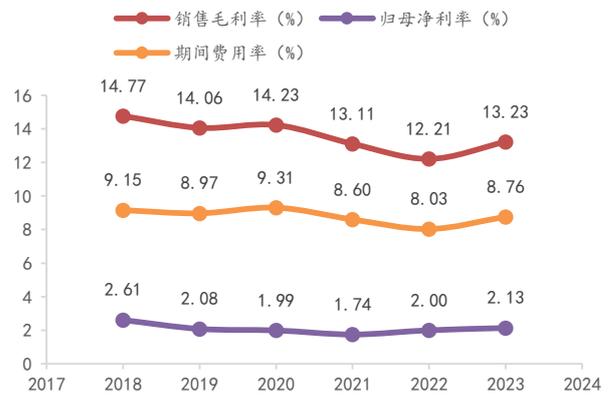
资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 58：近五年公司各项费用率变动



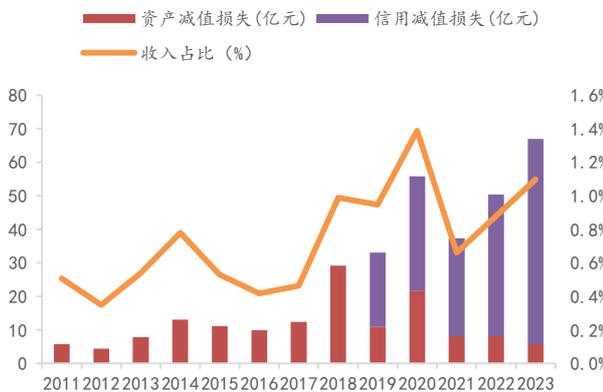
资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 59：近五年公司毛利率、净利率及费用率变动



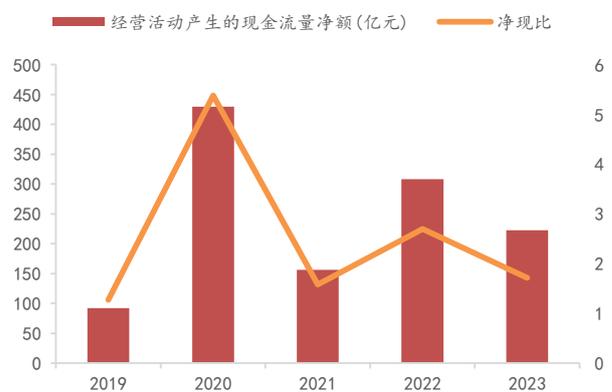
资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 60：2011-24Q1 公司信用、资产减值损失及占比



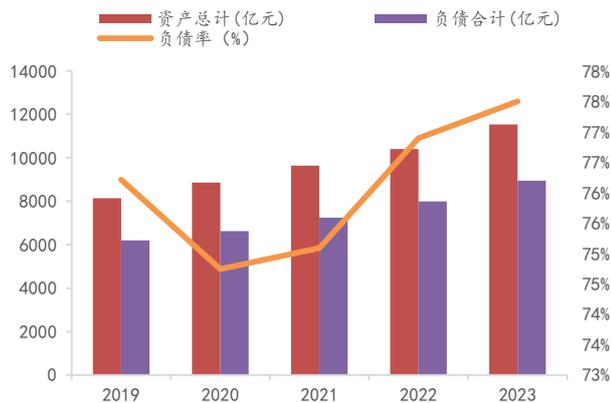
资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 61：近五年公司经营现金流净额及净现比



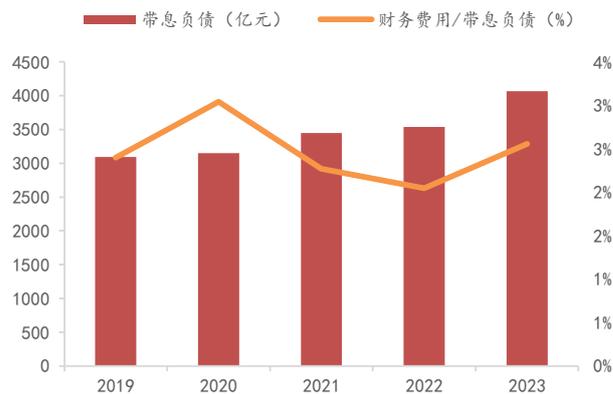
资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 62: 近五年公司资产、负债规模及负债率



资料来源: Choice 中国电建深度资料, 东方财富证券研究所

图表 63: 近五年公司带息负债规模及财务费用



资料来源: Choice 中国电建深度资料, 东方财富证券研究所

4.2. 定增及分拆分析: 有利于公司长期发展

2022年5月公司公布定增预案, 欲募集资金总额不超过150亿元, 主要用于工程承包、电力投资运营和新能源风电项目, 以满足公司业务快速发展需要、推动战略发展转型、优化资本结构。最终实际非公开发行股票数量为20.8亿股, 发行价格为6.44元/股, 募集资金总额为133.96亿元。发行对象最终确定为30名, 包括太平资产管理有限公司(获配5.43亿股, 约占26%)、中国国有企业结构调整基金二期股份有限公司(获配2.33亿股, 约占11%)、中国国有企业混合所有制改革基金有限公司(获配2亿股, 约占10%)等等。发行后公司前五名股东结构变化: 太平人寿保险有限公司成为中国电建第二大股东, 持股3.15%; 中国国有企业结构调整基金二期股份有限公司成为第四大股东, 持股1.35%。

图表 64: 公司定增募资项目情况

编号	项目名称	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	13.40	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	4.40	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, 东方财富证券研究所

2023年6月公司发布关于筹划控股子公司分拆上市的提示性公告，拟分拆主体为中电建新能源集团股份有限公司。

- 1) 自公司成立以来，中国电建进行了多批次新能源资产的注入，实现新能源资产集约化管理。历经多轮重组，电建新能源已成为中国电建及其下属控制企业范围内从事中国境内风力发电、太阳能发电项目开发、投资、运营和管理业务的唯一平台。
- 2) 2023年4月3日，电建新能源集团增资项目正式通过北交所挂牌。成功引入10家战略高度契合、资本实力雄厚、协同较强的战略投资人，实现了从国有全资公司向混合所有制企业的转变，本次增资共募集资金76.25亿元，共确定了南网双碳基金、工银投资、太平人寿、中银资产、中国中车等10家战略投资人，增资完成后，电建股份公司仍为电建新能源集团的控股股东。
- 3) 2023年，中国电建直接及间接通过子企业持有电建新能源79.975%的股份，同比22年减少持股19.995pct，电建新能源实现归母净利润20.1亿元，占中国电建归母净利总额的15%。

长期来看，新能源资产分拆上市有益于公司发展。“3060碳目标”要求我国能源结构加速向清洁低碳转型，加快构建以新能源为主体的新型电力系统。电建新能源上市，将进一步补充权益资金，有助于实现高质量发展，增强公司在新能源行业的影响力。同时我们注意到，今年以来IPO整体呈收紧态势，可能会对相关公司包括A拆A的分拆进度有一定影响。

5. 盈利预测与公司估值

5.1 盈利预测

基于以下关键合理建设，我们预计 2024-2026 年，公司营业收入为 6,500/7,059/7,615 亿元，同比增长 6.7%/8.6%/7.9%；归母净利润为 140.4/155.9/172.5 亿元，同比增长 8.1%/11.1%/10.7%，对应 EPS 为 0.81/0.90/1.00 元。按 8 月 1 日收盘价，对应 2024-2026 年 PE 值分别为 6.84/6.16/5.56 倍。

- **建筑工程承包业务：**假设公司新签订单顺利、正常节奏履约，建筑主业稳健增长。2023 年，公司建筑主业实现营业收入 5,506 亿元，同比增长 9.2%，主营业务收入占比 90.8%；新签订单金额 11,428 亿元，同比增长 13.2%，主因公司主动调整业务结构，放缓建筑工程承包业务订单承接，业务重心向能源电力行业调整。因此，我们假设公司 2024-2026 年正常完成订单履约，业务增速放缓至 7%/9%/8%，实现营业收入 5,891/6,421/6,935 亿元，毛利率分别为 10.9%/10.8%/10.8%。
- **电力投资与运营业务：**假设公司近两年来承接新订单正常履约，业务收入随订单金额高增。2022-2023 年，公司权益装机达到 20.4/27.2 GW，同比增长 17.3%/33.4%；实现电力投资与运营业务收入 238.1/239.8 亿元，同比增长 17.1%/0.7%，公司电力投资业务快速发展。因此，我们预计 2024-2026 年公司权益装机为 35/45/50 GW，同比增长 28.7%/28.6%/11.1%，预计 2024-2026 年年实现营业收入 275.7/303.3/330.6 亿元，收入增速分别为 15%/10%/9%，毛利率为 45%/44%/44%。
- **其他业务：**假设公司聚焦建筑主业及能源电力两项业务，其他业务增速保持稳定。2022-2023 年公司其他业务分别实现收入 412.6/315.1 亿元，同比-22.2%/-23.6%。由于公司近年来重视利润指标，对低毛利贸易业务进行管控，我们预计 2024-2026 年公司其他业务维持下降或微增，营业收入为 299.3/299.3/314.3 亿元，同比增速-5%/0%/5%。

图表 65：公司财务指标预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	6094.08	6500.38	7058.83	7615.49
增长率 (%)	6.43%	6.67%	8.59%	7.89%
EBITDA (亿元)	493.77	496.76	526.37	562.06
归属母公司净利润 (亿元)	129.88	140.37	155.89	172.51
增长率 (%)	13.58%	8.07%	11.05%	10.66%
EPS (元/股)	0.68	0.81	0.90	1.00
市盈率 (P/E)	7.16	6.84	6.16	5.56
市净率 (P/B)	0.52	0.56	0.52	0.48
EV/EBITDA	7.79	7.44	6.69	5.70

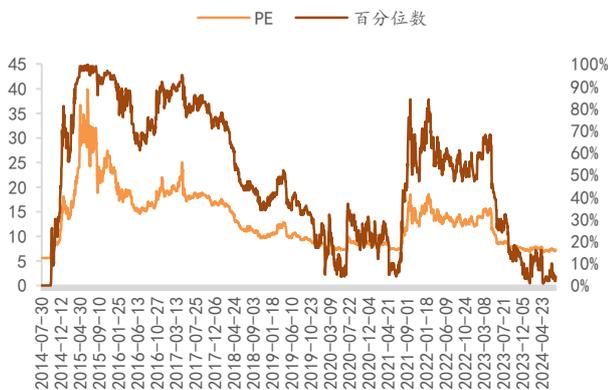
资料来源：Choice 中国电建深度资料，东方财富证券研究所

5.2 公司估值分析

公司目前估值处于历史低位。截至7月29日，公司市盈率（PE_TTM）和市净率（PB_MRQ）分别为7.3倍、0.71倍。纵向来看，公司PE和PB对应近10年历史分位数分别为4%、18%。横向对比其他低估值板块来看，公司PE和PB除以银行板块整体PE和PB的比值分别为1.29倍和1.38倍，对应近10年历史分位数分别为14%和34%。

- 从PE、PB指标纵向趋势来看，目前公司估值水平处于估值低谷。近十年来，公司PE、PB估值指标整体呈下降趋势，截至2024年7月29日，公司PE、PB已回落至7.3倍/0.71倍，处于历史分位4%/18%，我们判断当前估值水平处于公司十年来的低谷，具备买入性价比。
- 横向对比其他低估值板块来看，公司估值同样处于历史低位。十年来公司PE（PB）和银行板块整体PE（PB）的比值呈下降趋势，于2021年有小幅回升，近年来该比值再次回落。截至2024年7月29日，公司PE（PB）/银行板块整体PE（PB）为1.29（1.38），历史分位数为14%（34%）。
- 从基金持股情况来看，公司机构持仓比例先升后降，目前回落至5年来最低位。从2019Q1至今，公司机构重仓持仓比例先升后降，截至2024年中报，公司基金持股比例仅1.2%，处于5年来历史最低位，回落至与建筑板块配置比例相近水平。

图表 66：近十年公司 PE 及百分位数



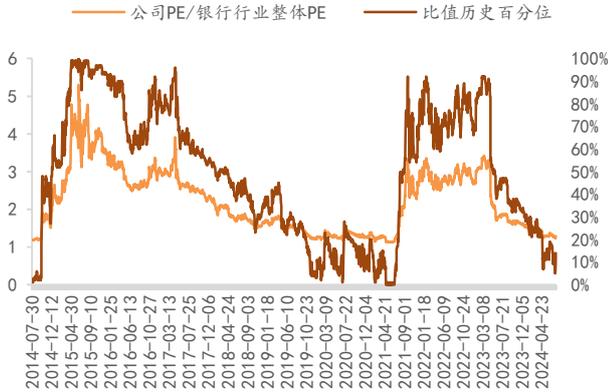
资料来源：Choice中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 67：近十年公司 PB 及百分位数



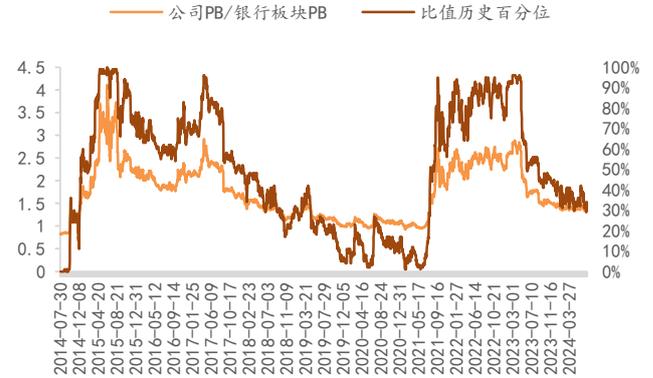
资料来源：Choice中国电建深度资料，东方财富证券研究所

图表 68: 近十年公司 PE/银行板块 PE 位置及其历史百分位



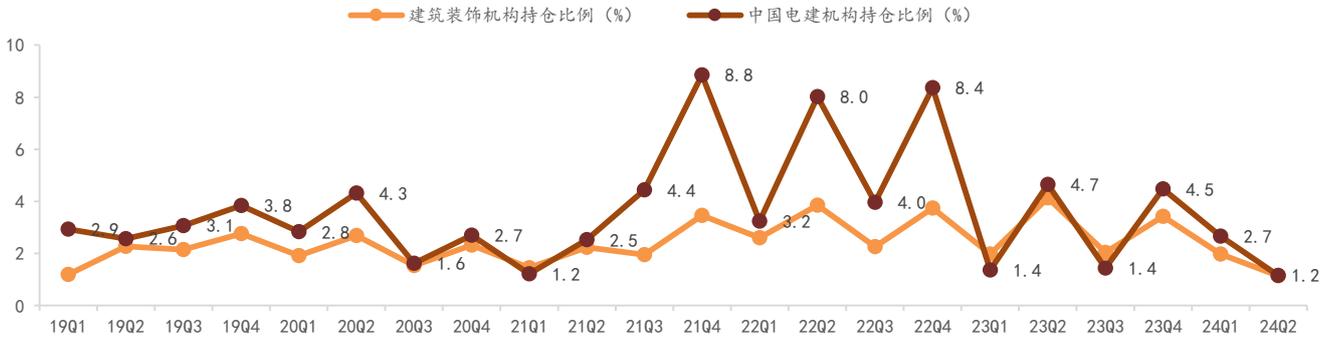
资料来源: Choice 中国电建深度资料、板块数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 69: 近十年公司 PB/银行板块 PB 位置及其历史百分位



资料来源: Choice 中国电建深度资料、板块数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 70: 近五年公司机构持仓变动情况



资料来源: Choice 中国电建深度资料, 东方财富证券研究所

5.3 投资建议: 首次覆盖给予“增持”评级

可比公司估值来看, 中国电建相比于其余基建、国际工程、地方建筑的代表性龙头估值较低, 首次覆盖给予公司“增持”评级。我们认为公司传统建筑建造业务具有强大基础和竞争优势, 同时电力投资与运营、抽水蓄能业务有望成为新增长点, 因此看好公司市值成长性, 首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 71：公司与头部同业公司估值对比（截至 2024-08-01 收盘）

可比公司	市值 (亿元)	股价 (元/股)	PE			EPS (元/股)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
中国化学	461.85	7.56	7.17	7.42	6.57	0.89	0.99	1.11	未评级
中国交建	1408.10	8.65	6.33	5.32	4.88	1.39	1.59	1.72	未评级
中国中冶	659.01	3.18	5.40	6.85	6.20	0.33	0.46	0.50	未评级
中国能建	938.05	2.25	13.09	10.39	9.29	0.18	0.21	0.24	未评级
中国核建	245.14	8.14	11.13	9.83	8.39	0.59	0.80	0.94	未评级
中国海诚	41.60	8.92	20.86	11.92	10.77	0.72	0.72	0.79	未评级
上海建工	208.82	2.35	8.39	11.30	10.09	0.12	0.20	0.22	未评级
中工国际	90.45	7.31	28.43	21.00	18.24	0.29	0.34	0.38	未评级
中钢国际	82.49	5.75	11.84	9.07	8.04	0.58	0.62	0.71	未评级
中材国际	271.34	10.27	10.57	7.92	6.91	1.12	1.27	1.45	未评级
均值	440.68	6.438	12.32	10.10	8.94	0.62	0.72	0.81	
中国电建	959.50	5.57	7.16	6.53	5.88	0.68	0.81	0.90	增持

资料来源：Choice 中国电建深度资料，未评级数据来自 Choice 一致预期，东方财富证券研究所

6. 风险提示

◆**基建投资不及预期**：基建整体投资或者三大分项投资增速可能不及预期，对包括公司在内的相关产业链公司订单收入拉动可能不及预期。

◆**新能源装机和分拆进度不及预期**：公司风光新能源电站建成投产进度可能不及预期，影响公司发电业务收入和利润。公司新能源资产分拆进度可能不及预期，影响归属于公司的利润。

◆**财务风险**：可能存在应收账款、票据、合同资产、长期应收款等项目回收不及预期的可能，对公司费用、利润、现金流造成影响。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4577.20	5038.36	5726.21	6550.63
货币资金	974.96	1400.08	1748.42	2230.26
应收及预付	1428.33	1529.58	1655.49	1787.56
存货	169.46	234.92	219.83	241.89
其他流动资产	2004.46	1873.79	2102.47	2290.91
非流动资产	6960.55	7045.87	7095.81	7102.37
长期股权投资	429.88	429.88	429.88	429.88
固定资产	1287.58	1470.22	1608.22	1685.22
在建工程	558.02	446.42	357.13	285.71
无形资产	2676.88	2669.98	2670.68	2672.08
其他长期资产	2008.18	2029.37	2029.90	2029.48
资产总计	11537.75	12084.23	12822.03	13653.00
流动负债	5441.59	5800.20	6350.52	6971.86
短期借款	326.20	489.22	660.70	824.06
应付及预收	2542.26	2461.33	2776.73	3025.29
其他流动负债	2573.14	2849.65	2913.10	3122.50
非流动负债	3499.65	3511.39	3511.39	3511.39
长期借款	3152.06	3152.06	3152.06	3152.06
应付债券	76.00	76.00	76.00	76.00
其他非流动负债	271.59	283.32	283.32	283.32
负债合计	8941.25	9311.58	9861.91	10483.25
实收资本	172.26	172.26	172.26	172.26
资本公积	387.00	391.16	391.16	391.16
留存收益	730.29	846.76	977.65	1125.16
归属母公司股东权益	1605.80	1726.32	1857.21	2004.72
少数股东权益	990.70	1046.32	1102.91	1165.03
负债和股东权益	11537.75	12084.23	12822.03	13653.00

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6094.08	6500.38	7058.83	7615.49
营业成本	5282.33	5640.20	6134.60	6622.83
税金及附加	21.37	23.55	25.37	27.20
销售费用	14.08	16.46	16.87	18.35
管理费用	183.38	186.84	206.51	223.45
研发费用	232.29	235.46	259.84	281.93
财务费用	103.91	120.97	118.74	117.67
资产减值损失	-5.70	-7.55	-7.13	-6.79
公允价值变动收益	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.26	7.03	9.29	9.52
资产处置收益	2.33	6.05	4.09	4.80
其他收益	7.56	7.09	8.19	8.85
营业利润	208.00	242.77	261.29	287.78
营业外收入	3.42	1.00	2.00	3.00
营业外支出	2.26	2.50	3.00	3.50
利润总额	209.16	241.27	260.29	287.28
所得税	37.31	45.27	47.82	52.64
净利润	171.85	196.00	212.47	234.63
少数股东损益	41.97	55.63	56.58	62.13
归属母公司净利润	129.88	140.37	155.89	172.51
EBITDA	493.77	496.76	526.37	562.06

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	222.65	665.55	583.68	696.67
净利润	171.85	196.00	212.47	234.63
折旧摊销	186.82	134.51	147.34	157.11
营运资金变动	-303.29	158.17	39.34	115.39
其它	167.26	176.87	184.53	189.53
投资活动现金流	-809.26	-198.65	-184.91	-149.85
资本支出	-711.76	-192.50	-194.20	-159.36
投资变动	-120.33	0.00	0.00	0.00
其他	22.82	-6.15	9.29	9.52
筹资活动现金流	541.35	-40.88	-50.43	-64.98
银行借款	382.22	108.73	114.31	103.92
债券融资	-57.99	0.00	0.00	0.00
股权融资	376.36	4.15	0.00	0.00
其他	-159.24	-153.76	-164.74	-168.90
现金净增加额	-44.44	425.13	348.34	481.84
期初现金余额	939.98	895.54	1320.67	1669.01
期末现金余额	895.54	1320.67	1669.01	2150.85

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	6.43%	6.67%	8.59%	7.89%
营业利润增长	9.16%	16.72%	7.63%	10.14%
归属母公司净利润增长	13.58%	8.07%	11.05%	10.66%
获利能力 (%)				
毛利率	13.23%	12.81%	12.70%	12.66%
净利率	2.82%	3.03%	3.02%	3.10%
ROE	8.09%	8.13%	8.39%	8.61%
ROIC	3.84%	4.26%	4.26%	4.33%
偿债能力				
资产负债率 (%)	77.50%	77.06%	76.91%	76.78%
净负债比率	115.68%	98.74%	86.52%	70.75%
流动比率	0.84	0.87	0.90	0.94
速动比率	0.47	0.53	0.56	0.60
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.55	0.56	0.57
应收账款周转率	5.89	5.86	5.91	5.91
存货周转率	31.15	27.89	26.97	28.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.81	0.90	1.00
每股经营现金流	1.29	3.86	3.39	4.04
每股净资产	9.32	10.02	10.78	11.64
估值比率				
P/E	7.16	6.84	6.16	5.56
P/B	0.52	0.56	0.52	0.48
EV/EBITDA	7.79	7.44	6.69	5.70

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。