

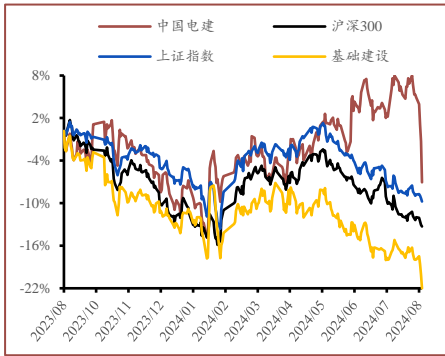
能源电力订单高增，经营现金流同比承压

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-08-29
收盘价(元)	4.79
流通股本(亿股)	130.72
每股净资产(元)	7.91
总股本(亿股)	172.26

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

- 《能源电力工程新签高增，现金流略有承压》 2024-06-04
- 《盈利能力同比改善，光伏及抽蓄订单高增》 2023-08-27
- 《新基建订单高增，转型运营改善盈利质量》 2023-04-27

核心观点

- ❖ **事件:** 2024H1 营收 2849.21 亿元同增 1.29%; 归母净利润 63.38 亿元同降 6.49%。Q2 营收 1447.67 亿元同降 2.19%; 归母净利润 32.94 亿元同降 12.35%。
- ❖ **工程业务支撑收入增长，境外收入略有承压。**分业务看，公司 2024H1 工程承包与勘测设计、电力投资与运营、其他业务分别实现营收 2595.3/121.8/122.6 亿元，同比变动 1.8%/-0.7%/-5.6%。分别实现毛利率 9.76%/47.42%/28.01%，同比 0.45pct/2.2pct/-3.34pct。其中，工程业务毛利提升系新能源及抽水蓄能工程承包等业务规模增长，项目盈利能力提升；电力投资运营业务毛利率提升主要受新投产项目试运行规模增加及火电业务受燃煤价格下降等影响。运营业务中，新能源业务全年实现营业收入 54.3 亿元同增 7.8%，毛利率 56.32% 同增 0.63pct；其他业务毛利率下滑主要受砂石上半年盈利能力下降影响；分区域看，境内、境外分别实现营业收入 2427.2/412.5 亿元，分别比 2.0%/-2.1%，境外收入下降主要系境外电力投资与运营业务发电量略有下降。
- ❖ **资产减值损失拖累净利率，经营现金流同比承压。**公司 2024H1 销售毛利率为 12.27% 同增 0.26pct；期间费用率 7.72% 同增 0.22pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.23%/5.82%/1.66%，同比变动 0.02pct/0.17pct/0.03pct，财务费用增长主要系本期利息费用增长；资产及信用减值损失率 1.13% 同增 0.14pct，本期资产减值损失 6.3 亿元（上年同期 0.09 亿元）；归属净利率 2.22% 同降 0.19pct；公司 2024H1 经营性活动现金流净流出 466.66 亿元，较上年同期多流出 73.66 亿元；收现比 91.04% 同增 3.75pct；付现比 101.62% 同增 8.53pct；截至 2024H1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 1340.2/1753.9/2546.6/1148.4 亿元，较年初变动 23.91%/24.14%/0.27%/1.02%。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 127.3/132.1/139.7 亿元，同比-2.0%/3.8%/5.7%，对应 PE 分别为 6.5/6.2/5.9 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 订单执行缓慢、政策推进不及预期、新业务推进不及预期等。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	571649	608439	637272	670343	711258
收入增长率(%)	1.16	6.44	4.74	5.19	6.10
归母净利润(百万元)	11435	12988	12725	13214	13971
净利润增长率(%)	15.92	13.58	-2.03	3.84	5.73
EPS(元/股)	0.68	0.68	0.74	0.77	0.81
PE	10.37	7.16	6.48	6.24	5.91
ROE(%)	7.53	8.09	7.43	7.28	7.27
PB	0.71	0.52	0.48	0.45	0.43

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 29 日收盘价计算)

中国电建 2024 半年报点评全文：

- ❖ **事件：** 公司公告 2024H1 实现营收 2849.21 亿元同增 1.29%；归属净利润 63.38 亿元同降 6.49%；实现扣非归属净利润 62.33 亿元同降 5.55%。其中，2024Q2 单季营业收入为 1447.67 亿元同降 2.19%；归属净利润 32.94 亿元同降 12.35%；扣非后归属净利润 32.13 亿元同降 11.21%。
- ❖ **工程业务支撑收入增长，境外收入略有承压。** 分业务看，公司 2024H1 工程承包与勘测设计、电力投资与运营、其他业务分别实现营收 2595.3/121.8/122.6 亿元，同比变动 1.8%/-0.7%/-5.6%。分别实现毛利率 9.76%/47.42%/28.01%，同比 0.45pct/2.2pct/-3.34pct。其中，工程业务毛利提升系新能源及抽水蓄能工程承包等业务规模增长，项目盈利能力提升；电力投资运营业务毛利率提升主要受新投产项目试运行规模增加及火电业务受燃煤价格下降等影响。运营业务中，新能源业务全年实现营业收入 54.3 亿元同增 7.8%，毛利率 56.32%同增 0.63pct；其他业务中，公司 2024H1 砂石销量约为 4813 万吨，营业收入为 20.8 亿元，其他业务毛利率下滑主要受砂石上半年盈利能力下降影响；分区域看，境内、境外分别实现营业收入 2427.2/412.5 亿元，分别比 2.0%/-2.1%，境外收入下降主要系境外电力投资与运营业务发电量略有下降。
- ❖ **能源电力订单高增，光伏、独立储能装机规模快速扩张。** 电建新能源公司股份制改造完成，公司新能源资源储量和开发建设实现跨越式发展。截至 2024H1，公司控股并网装机容量 2814 万千瓦，其中：风电/光伏/水电/火电/独立储能装机 899/811/685/364.5/55.3 万千瓦，同比 14%/184.6%/持平/3.9%/268.7%。公司 2024H1 新签订单共 6488.9 亿元同增 7.5%，其中，能源电力/水资源与环境/城建与基础设施/其他业务分别实现新签 3842.3/899.2/1457.2/290.1 亿元，同比变化 20.8%/-11.9%/-13.7%/100.1%。能源电力中，新签光伏/风电/水电/火电/抽水蓄能业务分别新签 1592.0/846.7/233.7/518.3/369.0 亿元，同比变化 4.9%/32.5%/-47.1%/306.4%/-25.1%。
- ❖ **双碳+电改政策推进，新能源产业链需求提振。** 2015 年电改开启以来，鼓励不断构建以新能源为主体的新型电力系统，并引导发电、售电侧市场化改革；8 月 2 日国务院发布《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》，可再生能源需求有望进一步提振。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。公司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，有望充分受益本轮双碳及电改政策推进。
- ❖ **资产减值损失拖累净利率，经营现金流同比承压。** 公司 2024H1 销售毛利率为 12.27%同增 0.26pct；期间费用率 7.72%同增 0.22pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.23%/5.82%/1.66%，同比变动 0.02pct/0.17pct/0.03pct，财务费用增长主要系本期利息费用增长；资产及信用减值损失率 1.13%同增 0.14pct，本期资产减值损失 6.3 亿元(上年同期 0.09 亿元)；归属净利率 2.22%同降 0.19pct；

公司 2024H1 经营性活动现金流净流出 466.66 亿元，较上年同期多流出 73.66 亿元；收现比 91.04%同增 3.75pct；付现比 101.62%同增 8.53pct；截至 2024H1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 1340.2/1753.9/2546.6/1148.4 亿元，较年初变动 23.91%/24.14%/0.27%/1.02%。

- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 127.3/132.1/139.7 亿元，同比-2.0%/3.8%/5.7%，对应 PE 分别为 6.5 /6.2 /5.9 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**订单执行缓慢、政策推进不及预期、新业务推进不及预期等。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						财务指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	571649.32	608439.22	637272.46	670343.35	711258.44	成长性					
减:营业成本	502105.83	528232.80	555179.50	584391.57	620538.94	营业收入增长率	1.2%	6.4%	4.7%	5.2%	6.1%
营业税费	2104.74	2136.58	2237.83	2353.96	2497.64	营业利润增长率	3.9%	9.2%	-1.3%	3.8%	5.7%
销售费用	1340.64	1408.14	1474.87	1551.41	1646.10	净利润增长率	15.9%	13.6%	-2.0%	3.8%	5.7%
管理费用	16674.78	18338.47	19118.17	20110.30	21337.75	EBITDA 增长率	3.5%	15.9%	-9.9%	5.4%	5.1%
研发费用	20801.45	23229.30	24025.17	24132.36	24894.05	EBIT 增长率	-1.0%	18.0%	2.0%	6.8%	6.3%
财务费用	7231.34	10391.26	10778.14	12105.34	12995.41	NOPLAT 增长率	0.7%	18.9%	1.8%	6.8%	6.3%
资产减值损失	-814.21	-570.22	-824.37	-874.37	-924.37	投资资本增长率	-2.1%	11.8%	10.5%	4.8%	4.7%
加:公允价值变动收益	-46.59	3.85	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-7.0%	8.0%	5.7%	5.3%	5.3%
投资和汇兑收益	870.84	825.69	864.82	909.70	965.22	利润率					
营业利润	19055.13	20799.81	20533.38	21321.56	22543.62	毛利率	12.2%	13.2%	12.9%	12.8%	12.8%
加:营业外净收支	192.15	116.13	0.00	0.00	0.00	营业利润率	3.3%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
利润总额	19247.27	20915.95	20533.38	21321.56	22543.62	净利率	2.7%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%
减:所得税	3564.21	3730.53	3696.01	3837.88	4057.85	EBITDA/营业收入	7.5%	8.1%	7.0%	7.0%	6.9%
净利润	11434.95	12988.39	12725.34	13213.80	13971.16	EBIT/营业收入	4.6%	5.0%	4.9%	5.0%	5.0%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	100954.72	97495.68	86064.23	70865.97	63201.36	固定资产周转天数	77	76	73	70	66
交易性金融资产	299.97	577.51	677.51	777.51	877.51	流动营业资本周转天数	-55	-84	-80	-72	-72
应收账款	100400.17	106294.75	122454.49	123568.67	123775.97	流动资产周转天数	293	258	269	264	249
应收票据	2267.57	1865.16	1770.20	1768.96	1778.15	应收账款周转天数	64	61	65	66	63
预付账款	32054.00	34673.04	36462.43	38102.33	40335.03	存货周转天数	54	12	12	13	12
存货	16954.66	16945.61	20790.31	20264.68	19858.35	总资产周转天数	666	649	679	684	673
其他流动资产	14288.30	19596.81	22596.81	24596.81	26096.81	投资资本周转天数	374	368	391	399	394
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	7.5%	8.1%	7.4%	7.3%	7.3%
长期股权投资	28873.52	42988.00	57102.49	71216.97	85331.46	ROA	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
投资性房地产	1758.48	3620.48	5482.49	7344.50	9206.50	ROIC	3.6%	3.8%	3.5%	3.6%	3.7%
固定资产	126840.84	128758.46	129605.12	130179.06	130480.28	费用率					
在建工程	24407.58	55802.12	87196.66	118591.21	149985.75	销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	267835.33	267688.07	267540.81	267393.55	267246.29	管理费用率	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	90918.03	105623.26	109345.25	109345.25	109345.25	财务费用率	1.3%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
资产总额	1040110.43	1153774.74	1248833.82	1299117.61	1358297.63	三费/营业收入	4.4%	5.0%	4.9%	5.0%	5.1%
短期债务	23749.12	32619.76	52619.76	72619.76	92619.76	偿债能力					
应付账款	197097.46	229128.63	246746.45	251613.04	262005.33	资产负债率	76.9%	77.5%	78.0%	77.8%	77.6%
应付票据	23520.54	24839.97	26121.90	27496.37	29197.15	负债权益比	332.7%	344.4%	355.1%	349.6%	346.5%
其他流动负债	27760.10	27764.10	27764.10	27764.10	27764.10	流动比率	0.88	0.84	0.83	0.78	0.74
长期借款	285854.59	315206.43	345809.01	345809.01	345809.01	速动比率	0.52	0.47	0.44	0.40	0.37
其他非流动负债	3773.29	4122.34	3261.30	3261.30	3261.30	利息保障倍数	1.99	2.09	2.50	2.45	2.49
负债总额	799760.02	894124.64	974447.59	1010197.71	1054091.95	分红指标					
少数股东权益	88481.47	99069.75	103181.78	107451.66	111966.27	DPS(元)	0.12	0.14	0.15	0.17	0.19
股本	17226.16	17226.16	17226.16	17226.16	17226.16	分红比率	0.18	0.18	0.21	0.22	0.23
留存收益	63334.88	73028.93	82996.39	93260.19	104031.36	股息收益率	1.7%	2.8%	3.2%	3.6%	3.9%
股东权益	240350.41	259650.10	274386.23	288919.91	304205.68	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.68	0.68	0.74	0.77	0.81
净利润	11434.95	12988.39	12725.34	13213.80	13971.16	BVPS(元)	10.03	9.32	9.94	10.53	11.16
加:折旧和摊销	16587.32	18682.48	13194.20	13466.92	13739.64	PE(X)	10.4	7.2	6.5	6.2	5.9
资产减值准备	5033.37	6688.99	5824.37	6374.37	6924.37	PB(X)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
公允价值变动损失	46.59	-3.85	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	7927.10	11253.81	12533.06	13654.50	14271.00	P/S	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
投资收益	-870.84	-825.69	-864.82	-909.70	-965.22	EV/EBITDA	8.3	7.8	10.1	10.3	10.4
少数股东损益	4248.11	4197.03	4112.03	4269.88	4514.61	CAGR(%)					
营运资金的变动	-13220.77	-30329.34	-27552.90	-2215.13	4043.70	PEG	0.7	0.5	—	1.6	1.0
经营活动产生现金流量	30831.70	22264.66	19517.44	47598.40	56227.38	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-45666.28	-80926.07	-69563.36	-66692.16	-66920.99	REP					
融资活动产生现金流量	31275.98	54134.64	38712.35	3895.50	3029.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 29 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。