

Q2业绩阶段性承压，进一步聚焦新能源和电力主业

2024年09月04日

【投资要点】

- ◆ 公司发布2024年中报，Q2收入和利润小幅承压。H1实现收入2,849.2亿元，yoy+1.3%，实现归母净利润63.4亿元，yoy-6.5%；对应Q2实现收入1,450.5亿元，同比-2.2%，归母净利润32.9亿元，同比-12.4%。
- ◆ 工程主业增收增利，进一步聚焦能源电力主业。H1工程承包与勘测设计实现营业收入2,595亿元，yoy+1.8%，毛利率为9.8%，同比提升0.5pct。H1新签能源电力/水资源与环境/基础设施业务合同金额3,842/899/1,457亿元，yoy+20.8%/-11.9%/-13.7%，能源电力订单占比同比提升7pct至59%。进一步看细分业务，H1火电新签518亿、yoy+306%，风电新签847亿、yoy+33%，而光伏、抽蓄、水利三块业务23H1同比增长63%、279%、101%较为强势，本期增速下降至+5%、-25%、-6%，理解是高基数下的企稳蓄势。公司在水利水电、风光新能源、火电彰显了全面竞争优势，未来将继续受益国家能源建设和结构转型。
- ◆ 电站业务略有下降，新能源占比显著提升。H1电力投资与运营业务实现营业收入121.8亿元，yoy-0.7%，系境外发电业务发电量略有下降，毛利率47.4%，yoy+2.2pct，系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盈利能力略有提升。新能源部分实现营业收入54.3亿元，yoy+7.8%。H1控股并网装机容量28.1GW，其中风电、太阳能、水电、火电、独立储能装机容量同比+14.0%、+184.6%、+0.0%、+3.9%、+268.7%。
- ◆ 主业毛利率提升，但费率和减值拖累利润。H1毛利率、净利率分别为12.3%、3.0%，同比分别变动+0.26pct、-0.15pct。H1销售、管理、财务、研发费用分别为6.7、82.7、47.4、83.2亿元，yoy+13.2%、+4.0%、+3.1%、+4.7%，各项期间费用率分别为0.2%、2.9%、1.7%、2.9%，同比+0.02、+0.08、+0.03、+0.09pct。H1计提资产及信用减值32.2亿元，同比增加4.2亿元。费用率提升、减值计提增加致使净利率同比略有下滑。
- ◆ 经营现金流净流出及减值略有提升，拖累公司利润增长。24H1公司经营净现金流-466.7亿元，同比多流出73.7亿元，系购买商品、接受劳务支付现金的增加额大于销售商品、提供劳务收到现金的增加额所致。H1收付现比分别为91%、102%，同比分别提升4pct、9pct，付现比增幅更大导致现金流同比下降。

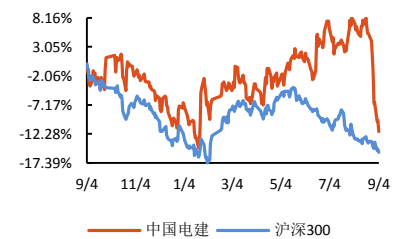
增持（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	78206.76
流通市值（百万元）	59344.73
52周最高/最低（元）	5.78/4.45
52周最高/最低（PE）	7.65/6.23
52周最高/最低（PB）	0.79/0.60
52周涨幅（%）	-11.77
52周换手率（%）	201.02

相关研究

《“水+电”建设龙一，当前时点请乐观一些》

2024.08.08

【投资建议】

- ◆ 我们维持原盈利预测，预计 2024-2026 年，公司归母净利润为 140.4/155.9/172.5 亿元，对应目前股价 5.9/5.3/4.8 倍 PE，维持公司“增持”评级。

盈利预测

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	526.39	562.07
归属母公司净利润 (亿元)	129.88	140.37	155.86	172.48
增长率 (%)	13.58%	8.08%	11.03%	10.66%
EPS (元/股)	0.68	0.81	0.90	1.00
市盈率 (P/E)	7.16	5.89	5.31	4.79
市净率 (P/B)	0.52	0.48	0.44	0.41
EV/EBITDA	7.79	7.25	6.51	5.53

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。

资产负债表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4577.20	5035.29	5723.10	6547.48
货币资金	974.96	1396.42	1744.72	2226.52
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	1874.37	2103.06	2291.50
非流动资产	6960.55	7068.67	7118.61	7125.17
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	2052.16	2052.69	2052.27
资产总计	11537.75	12103.96	12841.72	13672.64
流动负债	5441.59	5833.92	6384.25	7005.59
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	2883.38	2946.82	3156.23
非流动负债	3499.65	3494.94	3494.94	3494.94
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	266.88	266.88	266.88
负债合计	8941.25	9328.86	9879.19	10500.53
实收资本	172.26	172.26	172.26	172.26
资本公积	387.00	389.92	389.92	389.92
留存收益	730.29	846.68	977.54	1125.02
归属母公司股东权益	1605.80	1728.76	1859.62	2007.10
少数股东权益	990.70	1046.33	1102.90	1165.01
负债和股东权益	11537.75	12103.96	12841.72	13672.64

利润表（亿元）

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	118.80	117.73
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	7.55	7.09	8.20	8.85
营业利润	208.00	242.78	261.25	287.72
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	241.28	260.25	287.22
所得税	37.31	45.28	47.81	52.63
净利润	171.85	196.00	212.43	234.59
少数股东损益	41.97	55.63	56.57	62.12
归属母公司净利润	129.88	140.37	155.86	172.48
EBITDA	493.77	496.76	526.39	562.07

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	222.65	664.88	583.65	696.63
净利润	171.85	196.00	212.43	234.59
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	176.20	184.53	189.53
投资活动现金流	-809.26	-218.61	-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	-26.11	9.29	9.52
筹资活动现金流	541.35	-23.84	-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	2.92	0.00	0.00
其他	-159.24	-135.49	-164.74	-168.90
现金净增加额	-44.44	421.46	348.30	481.80
期初现金余额	939.98	895.54	1317.01	1665.31
期末现金余额	895.54	1317.01	1665.31	2147.11

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%	7.61%	10.13%
归属母公司净利润增长	13.58%	8.08%	11.03%	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%	3.09%
ROE	8.09%	8.12%	8.38%	8.59%
ROIC	3.84%	4.24%	4.24%	4.31%
偿债能力				
资产负债率 (%)	77.50%	77.07%	76.93%	76.80%
净负债比率	115.68%	100.00%	87.71%	71.87%
流动比率	0.84	0.86	0.90	0.93
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	10.04	10.80	11.65
估值比率				
P/E	7.16	5.89	5.31	4.79
P/B	0.52	0.48	0.44	0.41
EV/EBITDA	7.79	7.25	6.51	5.53

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。