

公司研究

资产置换落地，公司盈利能力增强

——中国电建（601669.SH）资产置换公告点评

买入（维持）

当前价：8.36元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

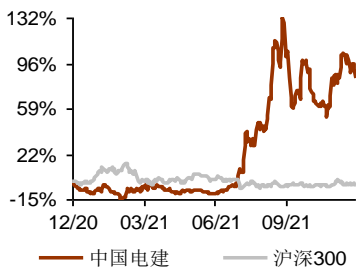
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	152.99
总市值(亿元):	1279.00
一年最低/最高(元):	3.49/9.96
近3月换手率:	132.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.65	11.98	120.59
绝对	13.13	9.71	114.42

资料来源：Wind

相关研报

资产置换获得实质进展，交易方案已初步确定——中国电建（601669.SH）对子公司实施债转股公告点评（2021-12-23）

收入保持较快增长，资产负债率同比降低——中国电建（601669.SH）2021年三季度报点评（2021-10-29）

房地产业务置换优质资产，融资渠道或将拓宽——中国电建（601669.SH）筹划资产置换公告点评（2021-09-29）

要点

事件：中国电建发布公告，为妥善解决同业竞争问题，公司拟将所持房地产板块资产（简称“置出资产”）与公司控股股东电建集团持有的优质电网辅业相关资产（简称“置入资产”）进行置换，差额部分由电建集团向公司以现金方式支付。

点评：

控股股东现金支付 6534 万元，并对上海院未来三年净利润做出承诺。本次交易的置入资产为电建集团持有的 18 家子公司股权（主要为电力设计院与工程公司，见表 2），置出资产为公司持有的 3 家子公司股权（房地产公司，见表 3），置出资产与置入资产的差额为人民币 6,534.26 万元，由电建集团以现金方式向公司支付。这笔交易将使公司获得更丰厚的现金储备，有利于公司扩大业务规模。同时电建集团承诺，置入资产中上海电力设计院有限公司（即“上海院”）在 2022 年度-2024 年度累计实现的净利润不低于人民币约 4.56 亿元；实际累计净利润数不足承诺净利润总数的部分，电建集团将按照本次转让的上海院股权比例（50%）对公司进行现金补偿。

控股股东承诺清偿债务，公司整体资金实力进一步增强。截至 2021 年 11 月 30 日，置出资产对公司及下属企业（不包括置出资产）、置入资产负有人民币 131.1 亿元非经营性债务本金；置入资产对电建集团及其下属企业（不包括公司及其下属企业、置入资产）享有人民币 7.3 亿元的非经营性债权本金。电建集团承诺，本次资产置换的置出资产交割完成前，将采取措施确保置出资产偿还完毕其截至交割前对公司及其下属企业（不包括置出资产）、置入资产的全部非经营性债务本金及利息；同时承诺，在本次资产置换的置入资产交割完成前，采取措施确保电建集团及其下属企业（不包括公司及其下属企业、置入资产）偿还完毕对置入资产的全部非经营性债务本金及利息。因此在本次交易中，公司及下属企业将获得置出资产（房地产业务）偿还的欠款，同时置入资产在划归公司之前将收回全部债务。以上举措将进一步增厚公司现金储备，增强公司整体资金实力。

资产置换预计将增厚公司净利润，有利于解决同业竞争问题。控股股东电建集团于 2014 年 12 月对公司作出解决同业竞争承诺，通过本次资产置换，控股股东将与公司存在同业竞争的优质资产注入公司，有利于减少公司与控股股东之间的同业竞争，增强公司独立性，有利于保障公司及中小股东权益。同时本次交易的置入资产整体盈利能力（见表 2）高于置出资产（见表 3），有利于增厚公司的营业收入规模和净利润规模，提高公司盈利水平和资产质量。受限于房地产企业融资环境偏紧，涉房央企股权融资或一定程度受限制，剥离地产业务有利于公司拓宽融资渠道，或将成为公司“十四五”期间投资发展新业务（新能源发电运营资产业务）提供重要的资金来源。

盈利预测、估值与评级：中国电建在电力建设及运营投资、水利与水环境处理及运营等领域具有竞争优势，此次资产置换完成后公司资金实力和盈利能力将进一步增强，同时将拓宽融资渠道，我们看好公司“十四五”期间在新能源发电运营资产领域的业务开拓。由于资产置换尚未实施，维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 0.58 元、0.65 元、0.72 元，现价对应公司 21 年动态市盈率分别为 14x，维持“买入”评级。

风险提示：新能源发电项目工程承包建设需求不及预期、新签订单增速放缓、项目回款不及预期、地产业务盈利水平超预期下滑。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	347,713	401,181	471,238	553,458	620,445
营业收入增长率	18.00%	15.38%	17.46%	17.45%	12.10%
净利润 (百万元)	7,239	7,987	8,841	9,878	11,091
净利润增长率	-5.92%	10.33%	10.69%	11.73%	12.28%
EPS (元)	0.47	0.52	0.58	0.65	0.72
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.73%	6.77%	7.05%	7.38%	7.75%
P/E	18	16	14	13	12
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-01-06

表 2: 置入资产明细

序号	公司名称	电建集团持股比例	20 年 营业收入 (亿元)	21 年 1-8 月 营业收入 (亿元)	20 年 净利润 (亿元)	21 年 1-8 月 净利润 (亿元)
1	中国电建集团华中电力设计研究院有限公司	100%	41.10	21.84	1.94	0.82
2	中国电建集团河北省电力勘测设计研究院有限公司	100%	27.82	10.68	0.92	-0.14
3	四川电力设计咨询有限责任公司	100%	18.29	13.89	1.03	0.39
4	中国电建集团江西省电力设计院有限公司	90%	23.18	20.84	1.63	1.22
5	中国电建集团福建省电力勘测设计院有限公司	100%	13.49	11.90	0.89	0.60
6	中国电建集团贵州电力设计研究院有限公司	100%	18.85	11.80	0.76	-0.08
7	中国电建集团吉林省电力勘测设计院有限公司	100%	8.08	1.69	0.24	0.02
8	中国电建集团青海省电力设计院有限公司	100%	12.14	7.47	0.52	0.02
9	上海电力设计院有限公司	50%	49.99	30.85	2.54	1.38
10	中国电建集团河北工程有限公司	100%	57.37	35.74	0.58	-0.54
11	中国电建集团江西省水电工程局有限公司	100%	76.52	47.79	0.79	-0.94
12	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司	100%	105.51	77.56	0.69	0.09
13	中国电建集团贵州工程有限公司	100%	138.15	94.66	1.09	-1.31
14	中国电建集团重庆工程有限公司	100%	51.44	33.56	0.48	0.29
15	中国电建集团江西省电力建设有限公司	100%	85.38	83.63	0.83	0.30
16	中国电建集团湖北工程有限公司	100%	82.05	58.50	0.37	-3.13
17	中国电建集团河南工程有限公司	100%	77.38	64.29	1.73	0.74
18	中国电建集团核电工程有限公司	100%	134.24	101.16	2.43	1.29
	合计		1020.99		18.04	
	中国电建		4019.55		127.36	
	合计占中国电建比例		25.40%		14.17%	

资料来源: wind, 光大证券研究所, 注: 合计净利润中, 上海电力设计院有限公司的净利润按照 50% 计入, 江西省电力设计院有限公司的净利润按照 90% 计入

表 3: 置出资产明细

序号	公司名称	中国电建持股比例	20 年 营业收入 (亿元)	21 年 1-8 月 营业收入 (亿元)	20 年 净利润 (亿元)	21 年 1-8 月 净利润 (亿元)
1	中国电建地产集团有限公司	100%	210.66	113.60	5.10	-14.05
2	北京飞悦临空科技产业发展有限公司	100%	13.30	9.63	-4.05	-3.62
3	天津海赋房地产开发有限公司	100%	-	-	-	-

合计	223.96	123.23	1.05	-17.67
中国电建	4019.55		127.36	
合计占中国电建比例	5.57%		0.82%	

资料来源: wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	347,713	401,181	471,238	553,458	620,445
营业成本	298,808	344,083	404,824	475,977	533,795
折旧和摊销	9,201	9,415	11,540	12,920	14,599
税金及附加	2,627	2,256	2,650	3,112	3,489
销售费用	1,106	1,078	1,266	1,487	1,667
管理费用	11,426	11,479	13,484	15,836	17,753
研发费用	11,288	15,269	17,935	21,065	23,614
财务费用	7,420	9,573	11,926	14,036	16,340
投资收益	612	3,103	500	525	551
营业利润	13,644	16,228	17,617	19,254	21,130
利润总额	13,686	16,207	17,596	19,233	21,109
所得税	3,085	3,471	3,768	4,119	4,521
净利润	10,601	12,736	13,827	15,114	16,588
少数股东损益	3,362	4,749	4,986	5,235	5,497
归属母公司净利润	7,239	7,987	8,841	9,878	11,091
EPS(元)	0.47	0.52	0.58	0.65	0.72

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,221	42,963	37,961	15,874	24,606
净利润	7,239	7,987	8,841	9,878	11,091
折旧摊销	9,201	9,415	11,540	12,920	14,599
净营运资金增加	18,535	-42,412	-4,309	21,973	19,403
其他	-25,754	67,973	21,888	-28,898	-20,488
投资活动产生现金流	-72,244	-58,129	-57,990	-59,475	-59,449
净资本支出	-66,769	-58,376	-55,000	-60,000	-60,000
长期投资变化	14,982	24,041	0	0	0
其他资产变化	-20,456	-23,794	-2,990	525	551
融资活动现金流	41,706	30,364	31,835	60,045	48,241
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	9,116	12,756	42,375	72,330	63,583
无息负债变化	40,259	30,121	65,041	61,629	52,774
净现金流	-20,529	13,489	11,806	16,444	13,397

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.1%	14.2%	14.1%	14.0%	14.0%
EBITDA 率	9.7%	10.0%	9.2%	9.0%	9.0%
EBIT 率	6.8%	7.4%	6.8%	6.7%	6.7%
税前净利润率	3.9%	4.0%	3.7%	3.5%	3.4%
归母净利润率	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
ROA	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
ROE (摊薄)	6.7%	6.8%	7.0%	7.4%	7.7%
经营性 ROIC	4.0%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	76%	75%	77%	78%	79%
流动比率	1.05	1.09	1.02	0.98	0.95
速动比率	0.61	0.77	0.72	0.69	0.68
归母权益/有息债务	0.38	0.40	0.37	0.32	0.30
有形资产/有息债务	2.19	2.28	2.34	2.27	2.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	813,228	886,543	1,006,371	1,153,905	1,285,169
货币资金	70,019	82,442	94,248	110,692	124,089
交易性金融资产	14	82	82	82	82
应收帐款	54,692	56,072	63,617	79,255	93,873
应收票据	1,492	2,877	3,380	3,970	4,450
其他应收款 (合计)	37,087	40,511	47,000	60,125	72,949
存货	156,351	122,680	144,479	170,029	190,732
其他流动资产	14,178	16,412	18,626	21,303	23,668
流动资产合计	370,769	416,266	482,274	574,665	654,003
其他权益工具	5,194	7,285	7,285	7,285	7,285
长期股权投资	14,982	24,041	24,041	24,041	24,041
固定资产	101,148	101,485	114,871	132,650	153,128
在建工程	12,191	13,195	36,039	53,161	65,991
无形资产	181,714	201,523	203,608	210,628	217,548
商誉	996	530	530	530	530
其他非流动资产	13,093	71,151	74,654	74,654	74,654
非流动资产合计	442,459	470,278	524,097	579,240	631,166
总负债	619,757	662,634	770,051	904,010	1,020,367
短期借款	14,563	15,637	43,012	100,342	148,925
应付账款	110,601	121,575	143,037	168,178	188,607
应付票据	9,860	9,511	11,191	13,157	14,756
预收账款	115,618	179	210	247	276
其他流动负债	28,167	27,257	32,012	36,997	39,486
流动负债合计	352,788	381,709	471,324	586,994	685,671
长期借款	224,479	240,452	255,452	270,452	285,452
应付债券	21,212	16,253	16,253	16,253	16,253
其他非流动负债	12,199	14,872	17,674	20,963	23,642
非流动负债合计	266,968	280,925	298,727	317,016	334,696
股东权益	193,471	223,909	236,320	249,895	264,802
股本	15,299	15,299	15,299	15,299	15,299
公积金	27,031	30,341	31,225	32,213	33,322
未分配利润	42,840	48,229	54,769	62,122	70,422
归属母公司权益	107,540	118,026	125,451	133,791	143,201
少数股东权益	85,931	105,883	110,869	116,104	121,602

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.32%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
管理费用率	3.29%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
财务费用率	2.13%	2.39%	2.53%	2.54%	2.63%
研发费用率	3.25%	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%
所得税率	23%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.04	0.09	0.10	0.11	0.12
每股经营现金流	0.60	2.81	2.48	1.04	1.61
每股净资产	7.03	7.71	8.20	8.75	9.36
每股销售收入	22.73	26.22	30.80	36.18	40.55

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	18	16	14	13	12
PB	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.3	15.6	15.3	15.0	14.7
股息率	0.5%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE