

2022年06月20日

中国电建 (601669.SH)

全球水利水电龙头受益行业提速，电力运营和抽水蓄能助力长期发展

■全球水利水电建设龙头，多业务齐头并进稳步成长。中国电建为我国水利水电建设龙头央企，业务覆盖水利水电工程全产业链，历史悠久实力强劲，控股股东为电建集团。公司核心业务为水利水电项目的勘察设计和工程承包，充分发挥其懂水熟电的优势，提供一体化整体解决方案，同时积极加码新能源电力建设。在非水利水电基建领域，公司参与城镇化建设，在国内外市政基础设施、城市轨道交通、高速公路、铁路、机场、港口与航道等基础设施领域承揽订单。公司延伸产业链，深入发展电力投资运营，2021年末控股电力装机投产规模为17.38GW，营收及利润占比显著提升。公司通过资产置换和出售方式计划剥离房地产业务，助力未来轻装上阵，聚焦电力主业，进一步优化资产结构。公司各业务板块齐头并进，营业收入由2012年的1270.37亿元增长至2021年的4483.25亿元，各年营收同比增速均在10%以上，CAGR为15.04%，归母净利润由2012年的40.94亿元增长至2021年的86.32亿元，CAGR为8.64%。

■基建业务全面开花新签订单高增，抽水蓄能龙头受益建设需求释放。公司水利水电工程全产业链优势突出，规划设计和施工建设一体化能力和业务规模位居全球第一。同时进军非水利水电大基建板块，在国内外承接了多个代表性基建项目。公司工程承包业务新签合同额持续增长，由2012年的1718.6亿元增长至2021年的7802.83亿元，各年同比增速均在10%以上，2022年1-4月同比高增23.49%。公司订单结构不断丰富，2021年基础设施新签合同额为3620亿元，占比超过45%。中国电建是国内最早从事抽水蓄能电站技术研究应用的企业，参与了国内约90%以上的抽水蓄能项目建设，2021年抽水蓄能电站新签合同额同比高增342.9%。“十四五”重点实施的抽水蓄能项目中，中国电力建设集团有限公司承担了85%以上项目勘测设计工作，作为抽水蓄能建设领域的央企龙头，在“十四五”期间抽水蓄能大力发展背景下，公司有望在订单承揽上实现新的突破。

■拥抱新能源大步向前，电力运营结构优化，装机容量快速增长。公司大力发展新能源工程承包和投资建设业务，布局海上风电、陆上风电及光伏发电领域，成长迅速。2021年风电业务、光伏发电工程业务新签合同额分别为865.2亿元、379.8亿元，分别同比高增29.8%、84.2%。公司投资建设运营以清洁能源为主的电力工程，目前控股发电装机容量

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价: **11.3元**
股价(2022-06-17) **8.09元**

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 123,769.19 |
| 流通市值(百万元) | 90,158.21 |
| 总股本(百万股) | 15,299.04 |
| 流通股本(百万股) | 11,144.40 |
| 12个月价格区间 | 3.78/9.68元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|------|--------|
| 相对收益 | 6.79 | 7.16 | 124.36 |
| 绝对收益 | 14.27 | 9.18 | 118.45 |

苏多永

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

董文静

分析师
SAC 执业证书编号: S1450522030004
dongwj@essence.com.cn

相关报告

量规模可观，2021 年末为 17.38GW，毛利率超过 40%，营收占比接近 5%，毛利润占比达 15.59%。公司 2021 年末清洁能源装机容量占比高达 81.82%，位居各家电力运营公司前列，其中，新能源电力运营规模快速扩大，2016-2021 年间，光伏发电装机容量 CAGR 为 13.10%，风电装机容量 CAGR 为 11.85%，超出水电和火电装机容量增速水平。在装机容量占比上，电装机容量合计占比由 2016 年的 39.55% 提升至 2021 年末的 44.52%。2021 年风电和光伏发电装机容量增速和占比均同比提升，分别同比增长 18.90% 和 12.40%，占比分别为 36.16% 和 8.35%。2022 年公司计划开工新能源装机容量超过 10GW，“十四五”期间集团(股份)公司计划新增控股投产风电、光电装机容量 30GW，高毛利电力运营板块营收占比有望进一步提升，助力整体业绩和盈利水平持续改善。

■水利建设全面提速，新型电力建设需求强劲，抽水蓄能发展空间广阔。

2022 年我国水利建设全面提速，全年投资额争取达到 1 万亿元，同比高增 32%，“十四五”全面推进国家水网工程建设为我国建设重点工作。2012-2021 年，我国电力工程建设投资额由 7466 亿元增长至 10481 亿元，电力建设投资规模庞大，新能源电力占比显著提升，截至 2021 年末，风电、光伏累计装机容量分别为 3.28 亿 kW 和 3.06 亿 kW，合计占比由 2016 年的 13.63% 提升至 2021 年的 26.69%。目前多项推进政策密集发布，行业政策暖风频吹，未来在新型电力系统建设推进下，电力建设需求有望持续释放，同时风电和光伏占比将不断提升，预计“十四五”期间新增光伏和风电装机容量分别约为 3.5 亿 kW 和 2.5 亿 kW。抽水蓄能是构建新型电力系统的关键手段，2021 年末我国抽水蓄能电站投产规模为 3639 万 kW，根据《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，预计 2025 年末抽水蓄能投产总规模 6200 万 kW 以上，2030 年投产总规模约 1.2 亿 kW，“十四五”期间，将在 200 个市、县开工建设 200 个以上的抽水蓄能项目，开工目标 2.7 亿 kW，建设需求强劲空间广阔。

■投资建议：公司为水利水电建设行业龙头，规划设计和施工建设一体化能力和业务规模位居全球首位，同时进军交通、市政等基建领域，基建工程业务全面发展。公司大力发展新能源工程承包和投资运营业务，聚焦海上风电、陆上风电及光伏发电领域，新能源电力工程承包订单高增。电力运营业务快速发展，公司投资建设运营以清洁能源为主的电力工程，2021 年末控股发电装机容量规模达 17.38GW，电力资产结构不断改善，新能源发电装机容量增速和占比显著提升，计划新增装机容量可观，电力运营业务有望助力未来盈利水平改善和估值提升。“十四五”期间我国抽水蓄能建设空间广阔，公司承担了国内抽水蓄能电站大部分规划、勘测设计、施工建造、设备安装、工程监理等工作，有望在订单承揽上实现新的突破。我国电力建设投资体量庞大，目前新型电力系统全面推进，政策密集发布，“十四五”期间新能源电力建设需求强劲，抽水蓄能需求空间广阔，水利建设明显提速，龙头企业有望充分受益。我们看好公司在水利水电和新能源发电工程建设

领域的持续成长以及电力运营业务带来的业绩增厚及估值提升。同时，为聚焦电力主业，提升综合实力，公司通过置换和出售资产方式剥离房地产业务未来轻装上阵。预计公司 2022-2024 年分别实现营收 5390.63 亿元、6523.80 亿元和 7529.19 亿元，分别同比增长 20.06%、21.02%和 15.41%，分别实现归母净利润 107.23 亿元、131.61 亿元和 156.38 亿元，分别同比增长 24.2%、22.7%和 18.8%；EPS 分别为 0.70 元、0.86 元和 1.02 元，动态 PE 分别为 11.5 倍、9.4 倍和 7.9 倍，PB 分别为 0.9 倍、0.8 倍、0.7 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级，目标价 11.3 元。

■风险提示：疫情防控不及预期；政策落地不及预期；项目进展不及预期；资金募集不及预期；原材料价格大幅上涨等

| (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营业务收入 | 401,955.5 | 448,980.3 | 539,063.2 | 652,380.0 | 752,919.4 |
| 净利润 | 7,987.2 | 8,632.1 | 10,723.3 | 13,160.6 | 15,638.3 |
| 每股收益(元) | 0.52 | 0.56 | 0.70 | 0.86 | 1.02 |
| 每股净资产(元) | 7.71 | 8.17 | 9.51 | 10.12 | 10.82 |

| 盈利和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 15.5 | 14.3 | 11.5 | 9.4 | 7.9 |
| 市净率(倍) | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 净利率 | 2.0% | 1.9% | 2.0% | 2.0% | 2.1% |
| 净资产收益率 | 6.8% | 6.9% | 7.4% | 8.5% | 9.4% |
| 股息收益率 | 1.1% | 0.0% | 1.3% | 1.6% | 1.9% |
| ROIC | 7.7% | 6.4% | 8.2% | 9.7% | 10.5% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 公司概况：全球水利水电行业引领者，多业务齐头并进稳健成长 | 6 |
| 1.1. 发展历程：水利水电建设龙头历史悠久，懂水熟电全产业链优势突出..... | 6 |
| 1.2. 经营规模：营收业绩稳健增长，多业务板块齐头并进..... | 7 |
| 2. 公司优势：水利水电龙头电力运营快速发展，新能源/抽水蓄能发力可期 | 8 |
| 2.1. 水利水电龙头地位稳固，基础设施业务全面开花..... | 8 |
| 2.2. 拥抱新能源大步向前，新能源工程和运营齐头并进..... | 9 |
| 2.3. 电力运营资产结构优化，风光装机规模快速增长..... | 11 |
| 2.4. 抽水蓄能建设目标宏大，水电建设龙头充分受益..... | 14 |
| 2.5. 剥离涉房业务轻装上阵，聚焦电力主业综合实力再提升..... | 15 |
| 3. 行业分析：新型电力建设需求强劲，抽水蓄能中长期空间广阔 | 15 |
| 3.1. 电力工程投资规模庞大，“十四五”风光发电需求强劲..... | 15 |
| 3.2. 2022 年水利建设全面提速，年度投资规模有望创新高..... | 18 |
| 3.3. 抽水蓄能迎来广阔空间，“十四五”装机容量翻倍..... | 19 |
| 4. 财务分析：盈利能力总体稳定，经营性现金流持续回正 | 21 |
| 4.1. 毛利率水平有望提升，管理费用率控制有效..... | 21 |
| 4.2. 经营性现金流持续为正，资产负债率控制有效..... | 22 |
| 5. 盈利预测和投资建议：全球水利水电龙头受益行业提速，电力运营和抽水蓄能助力长期成长 | 23 |
| 5.1. 盈利预测：工程承包稳步增长，电力运营有望提速，盈利能力提升可期..... | 23 |
| 5.2. 估值分析：下游行业需求增速强劲，电力运营板块估值优势显著..... | 24 |
| 5.3. 投资建议：新签订单高增业绩释放可期，新能源电力运营助力盈利估值提升..... | 24 |
| 5.4. 风险提示..... | 25 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：中国电建发展历史..... | 6 |
| 图 2：中国电建股权结构（2022Q1 末）..... | 6 |
| 图 3：中国电建业务板块示意图..... | 7 |
| 图 4：2012-2021 年公司营收及同比增速（亿元,%）..... | 7 |
| 图 5：2012-2021 年公司业绩及同比增速(亿元,%)..... | 7 |
| 图 6：2017-2021 年公司营收构成（亿元）..... | 8 |
| 图 7：2021 各主要业务营收及占比(亿元,%)..... | 8 |
| 图 8：2012-2022.4 公司新签订单及 yoy（亿元,%）..... | 9 |
| 图 9：2012-2021 年公司水利水电新签订单、yoy 及占比（亿元,%,%）..... | 9 |
| 图 10：公司基础设施业务板块..... | 9 |
| 图 11：2016-2021 年公司基础设施新签订单、yoy 及占比（亿元,%,%）..... | 9 |
| 图 12：公司 2021 年风电和光伏发电工程新签合同额及 yoy（亿元、%）..... | 10 |
| 图 13：公司风电和光伏发电累计控股投运装机容量及占比（万 kW,%）..... | 11 |
| 图 14：2016-2021 末公司控股装机容量规模及 yoy（万 kW,%）..... | 11 |
| 图 15：2021 年末公司控股装机容量结构（万 kW）..... | 11 |
| 图 16：公司电力投资运营业务营收、毛利及占比（亿元、亿元、%）..... | 12 |
| 图 17：公司电力投资运营业务及公司总体毛利率（%,%）..... | 12 |

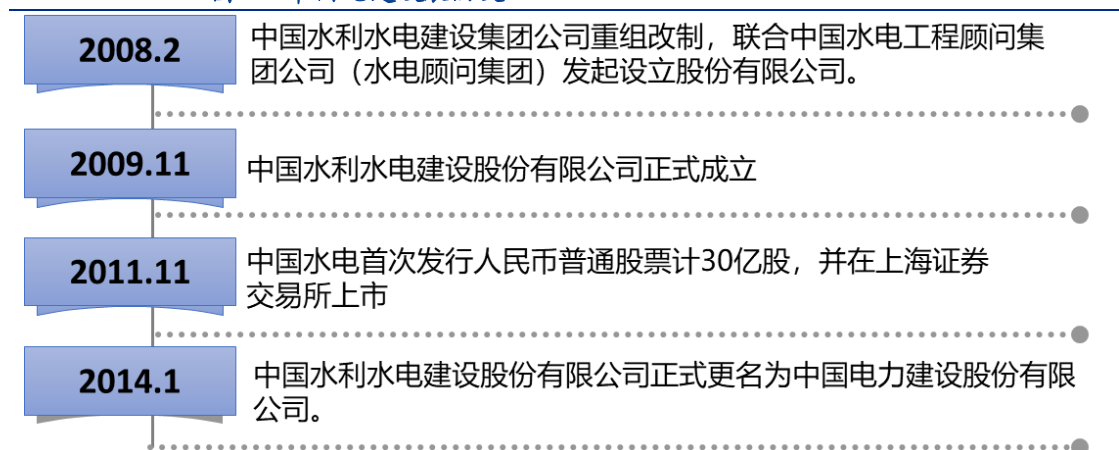
| | |
|---|----|
| 图 18: 电力运营企业 2021 年末装机容量及清洁能源占比对比..... | 12 |
| 图 19: 2016-2021 末公司各类型发电控股装机容量 (万 kW,%) | 13 |
| 图 20: 2021 年末公司各类发电控股装机容量 yoy (万 kW,%,%)..... | 13 |
| 图 21: 公司新能源电力运营营收及电建新能源公司净利润变化 (亿元, 亿元,%) | 13 |
| 图 22: 公司控股在建电站装机容量变化 (万 kW) | 13 |
| 图 23: 全社会用电量及同比增速 (亿 kWh、%) | 16 |
| 图 24: 我国发电装机容量及同比增速 (GW,%) | 16 |
| 图 25: 我国电力工程投资及同比增速 (亿元、%) | 16 |
| 图 26: 我国电源/电网工程投资及同比增速 (亿元, %) | 16 |
| 图 27: 我国逐年发电量及风光占比 (亿 kWh,%) | 16 |
| 图 28: 我国逐年风电和光电发电量及同比 (亿 kWh,%) | 16 |
| 图 29: 我国风光发电累计装机容量及占比 (亿 kW,%) | 17 |
| 图 30: 我国风光发电新增装机容量及占比 (万 kW,%) | 17 |
| 图 31: 我国新能源电力主要政策推进..... | 17 |
| 图 32: 我国非化石能源消费比重 (%) | 18 |
| 图 33: 我国“十四五”风电/光伏新增装机容量预测 (%) | 18 |
| 图 34: 2022 年我国水利建设推进政策密集发布 | 19 |
| 图 35: 我国水利建设投资完成额及 yoy (亿元,%) | 19 |
| 图 36: 我国水利管理业累计投资增速变化 (%) | 19 |
| 图 37: 我国发电量规模变化 (亿 kWh) | 20 |
| 图 38: 2012-2021 年各类能源发电量占比变化 (%) | 20 |
| 图 39: 我国抽水蓄能投产、在建以及规划装机容量 (万 kW) | 20 |
| 图 40: 我国抽水蓄能电站建设成本构成占比..... | 21 |
| 图 41: 公司 2012-2021 年总体毛利率变化 (%) | 21 |
| 图 42: 公司各主营业务毛利率变化 (%) | 21 |
| 图 43: 公司期间费用率变化 (%) | 22 |
| 图 44: 公司净利率和 ROE (加权) 变化 (%) | 22 |
| 图 45: 2016-2021 经营活动现金流净额及同比 (亿元, %) | 22 |
| 图 46: 2016-2021 公司收现比和付现比 (%) | 22 |
| 图 47: 2016-2021 年公司负债及主要构成占比 (%) | 23 |
| | |
| 表 1: 公司代表性项目案例..... | 8 |
| 表 2: 公司新能源电力工程承包代表性项目案例..... | 10 |
| 表 3: 公司部分勘测设计研究院抽水蓄能业务情况..... | 14 |
| 表 4: 公司 2020-2021 年新承接单个金额 5 亿元以上抽水蓄能项目 | 15 |
| 表 5: 置入资产和置出资产营收、净利润及净利率对比 (亿元,亿元,%) | 15 |
| 表 6: 2016-2021 年公司资产情况 (亿元) | 22 |
| 表 7: 可比公司估值分析 | 24 |

1. 公司概况：全球水利水电行业引领者，多业务齐头并进稳健成长

1.1. 发展历程：水利水电建设龙头历史悠久，懂水熟电全产业链优势突出

中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）是我国水利水电建设龙头央企，业务覆盖水利水电工程全产业链，包括勘察设计、工程承包、电力投资运营、地产开发和设备制造及租赁等各环节。公司发展历史悠久，前身是中国水利水电建设股份有限公司，于 2009 年 3 月由中国水电集团和中水顾问集团联合发起建立。中国水电集团创始于二十世纪五十年代，成立以来一直承接水利水电行业的勘察规划设计和施工业务，水利水电行业项目经验丰富。中水顾问集团成立于 2002 年 12 月，前身是水利水电规划设计总院，受国家有关部委委托，承担行业规划、技术管理、工程验收、质量监督、标准制定、政策研究和工程技术咨询等工作。2011 年 9 月，中国水电在上交所挂牌上市。同年，中国电力集团将国家电网及中国南方电网有限公司下属 14 个省市的电网辅业单位与中国水利水电集团、中水顾问集团重组，组建中国电建集团。2014 年 1 月，中国水利水电建设有限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”，也将中国电建集团的优质资产注入新的股份公司中，完成了中国电建的整体上市之路。

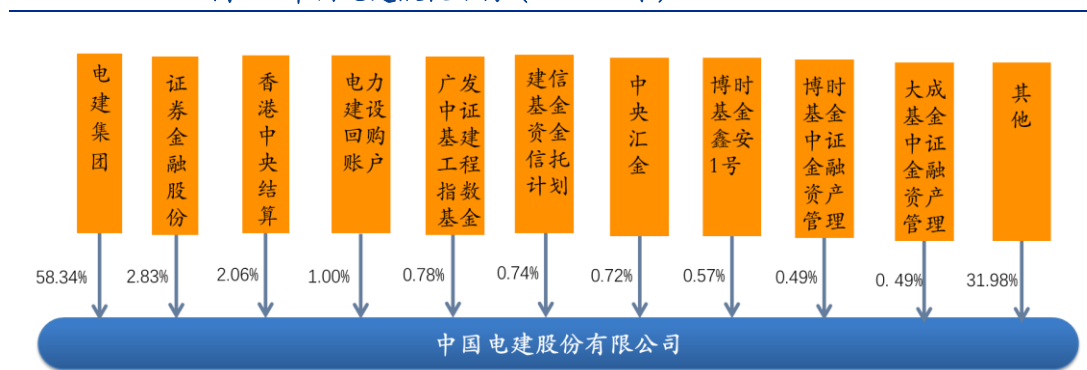
图 1：中国电建发展历史



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

截至 2022 Q1 末，电建集团持有公司 58.34% 的股份，为公司控股股东，电建集团实力雄厚，2021 年位居《财富》世界 500 强企业第 107 位，中国企业 500 强第 33 位，拥有国家科学技术奖 112 项，省部级科技进步专利 3192 项，拥有专利 18393 项。国务院国资委对电建集团履行出资人职责，为中国电建实际控制人。公司于 2022 年 5 月发布公告，拟实施非公开发行募集资金进行项目建设，若本次非公开发行完成后，按发行上限测算，电建集团将持有公司 51.08% 的股份，仍为公司控股股东，国务院国资委仍为公司的实际控制人。

图 2：中国电建股权结构（2022Q1 末）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司在水利水电、火电、风电和光伏发电等电力工程的勘察设计与施工、运行等核心技术体系完善，其核心业务为水利水电项目的勘察设计和工程承包业务，充分发挥其懂水熟电的优势，提供一体化整体解决方案，新能源电力工程业务能力不断增强，覆盖风电、光伏等新能源发电领域。在非水利水电基建领域，公司参与城镇化建设，在国内外市政基础设施、城市轨道交通、高速公路、铁路、机场、港口与航道等基础设施领域建设了一批代表性项目。公司积极进行电力产业链延伸，立足水利水电的设计建造发展电力投资和运营业务，实现全产业链布局，并加大新能源投资开发力度，推动以风电、光伏发电和水电等清洁能源为核心的电力投资建设，根据公告，截至 2021 末，公司控股电力装机投产规模为 17.38GW，其中水电、新能源等清洁能源占比达到 81.82%。

图 3：中国电建业务板块示意图



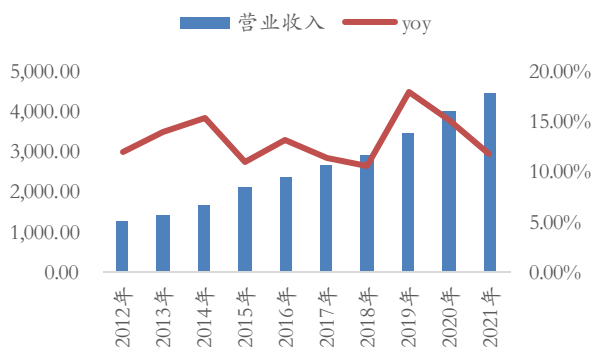
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 经营规模：营收业绩稳健增长，多业务板块齐头并进

公司营业收入规模持续扩大，由 2012 年的 1270.37 亿元增长至 2021 年的 4483.25 亿元，各年营收同比增速均在 10% 以上，2012-2021 年营收 CAGR 为 15.04%，2021 年公司实现营业收入 4483.25 亿元，同比增长 11.75%。

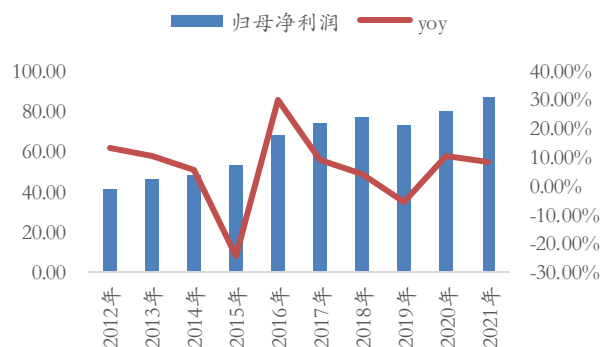
在业绩规模上，公司归母净利润由 2012 年的 40.94 亿元增长至 2021 年的 86.32 亿元，期间 CAGR 为 8.64%，2021 年实现归母净利润 86.32 亿元，同比增长 8.07%。公司 2012-2021 年各年归母净利润同比增速呈现一定程度的波动，其中 2015 年和 2019 年分别同比下滑 24.68% 和 5.92%，其他年份均为同比正向增长。

图 4：2012-2021 年公司营收及同比增速（亿元,%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

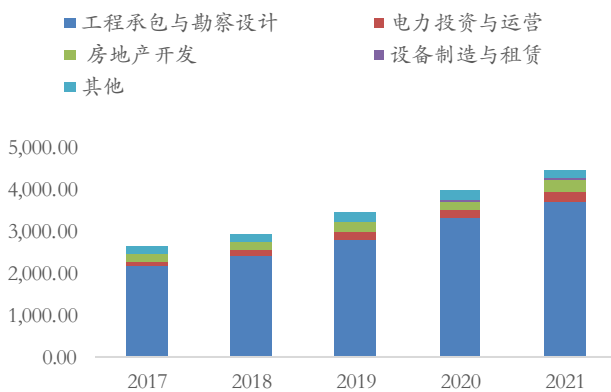
图 5：2012-2021 年公司业绩及同比增速(亿元,%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

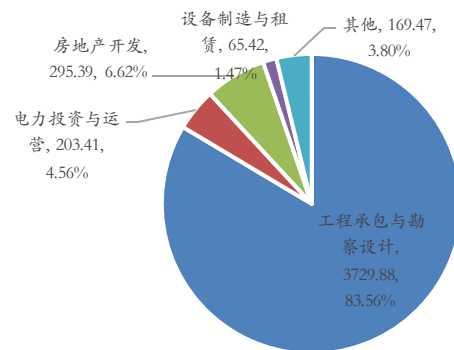
从公司业务结构看，公司核心主业为工程承包和勘察设计，营收比重在 80%以上，2021 年实现工程承包业务营收 3729.88 亿元，占总营收比重为 83.56%，2017-2021 年间营收 CAGR 为 14.18%。其次为房地产开发和电力投资与运营，合计营收占比约为 11%左右，2017-2021 年，公司房地产开发业务营收占比在 5-7%之间，2021 年实现营收 295.39 亿元，占比为 6.62%。根据公告，公司将持有的房地产板块资产与电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换，已完成资产交割和工商手续变更，同时拟出售涉房业务公司，进一步剥离房地产业务。公司电力投资和运营业务营收占比在 5%以下，但 2017-2021 年间增长快速，营收 CAGR 高出整体水平，为 20.32%，占比由 2017 的 3.64%提升至 2021 年的 4.56%。此外，公司设备制造和租赁业务贡献营收比重接近 1-1.5%，2021 年实现营收 65.42 亿元，占比为 1.47%。

图 6：2017-2021 年公司营收构成（亿元）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：2021 各主要业务营收及占比(亿元, %)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2. 公司优势：水利水电龙头电力运营快速发展，新能源/抽水蓄能发力可期

2.1. 水利水电龙头地位稳固，基础设施业务全面开花

中国电建为全球水利水电行业龙头，规划设计和施工建设一体化能力和业务规模位居全球第一，在规划设计环节，以公司为核心资产的电建集团，在 2021 年全球工程设计公司 150 强中列第 1 位，连续两年居于榜首。电建集团共有 9 家从事水电规划设计的成员企业，其中 7 家设计院均取得综合甲级设计资质，根据公告，公司承担国内 80%以上大中型水电站的规划设计任务。公司水利水电一体化建设能力位居全球第一，是全球水利水电行业领军品牌，在全球大中型水利水电建设市场份额高达 50%，已承接国内 65%以上大中型水电站建设任务，标志性项目包括三峡水电站、洛溪渡水电站、华能莱芜电厂等。公司业务遍及全球，国际经营经验丰富，在海外具有较强的品牌影响力，已承揽了超过 70 个海外的大型电力工程和海水淡化工程项目，包括厄瓜多尔辛克雷电站大坝、柬埔寨甘再水电站等。

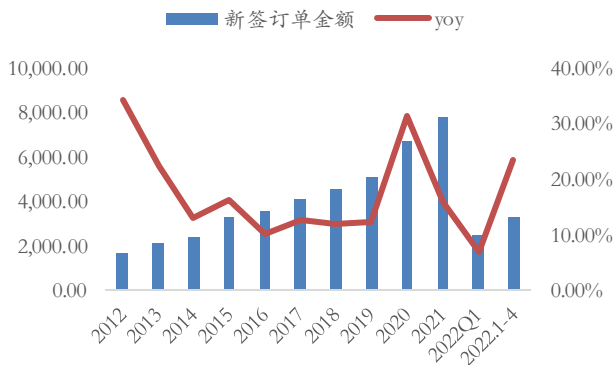
表 1：公司代表性水电类项目案例

| 名称 | 特点 |
|-------------|------------------------|
| 三峡水电站 | |
| 厄瓜多尔辛克雷电站大坝 | |
| 柬埔寨甘再水电站 | |
| 白鹤滩水电站 | 当今世界在建规模最大、技术难度最高的水电工程 |
| 乌东德水电站 | 世界第七、中国第四大水电工程 |
| 杨房沟水电站 | 国内首个百万千瓦级 EPC 水电工程 |
| 内蒙芝瑞抽水蓄能电站 | 22 亿元 |
| 河北易县抽水蓄能电站 | 19 亿元 |

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

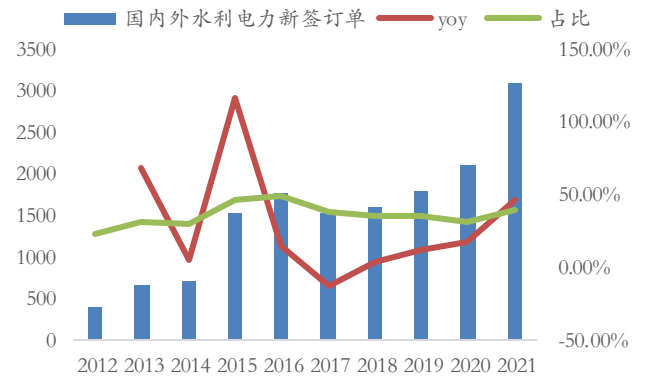
公司项目承揽优势突出，2012-2021 年新签合同额持续增长，由 2012 年的 1718.6 亿元增长至 2021 年的 7802.83 亿元，各年同比增速均在 10%以上，其中 2020 年和 2021 年同比增速分别为 31.50%和 15.91%，2022 年 1-4 月新签订单维持高增速，同比高增 23.49%。公司核心业务板块水利水电新签合同额快速增长，占比在 30%以上，2012-2021 年公司水利电力业务新签合同 CAGR 为 25.61%，超过整体新签合同额 CAGR 水平 (+18.31%)。2021 年公司新签水利电力订单 3103.81 亿元，同比高增 46.59%，占新签订单总额比重达 39.78%。

图 8：2012-2022.4 公司新签订单及 yoy (亿元,%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

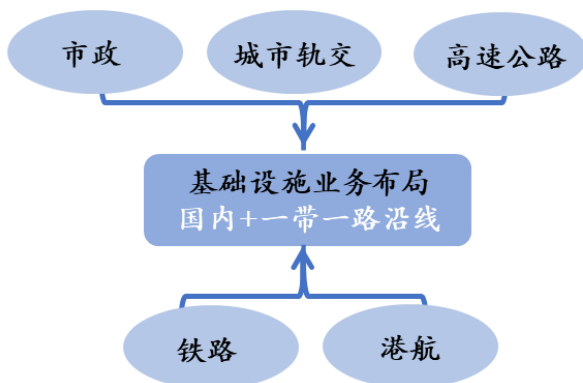
图 9：2012-2021 年公司水利水电新签订单、yoy 及占比 (亿元,%, %)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

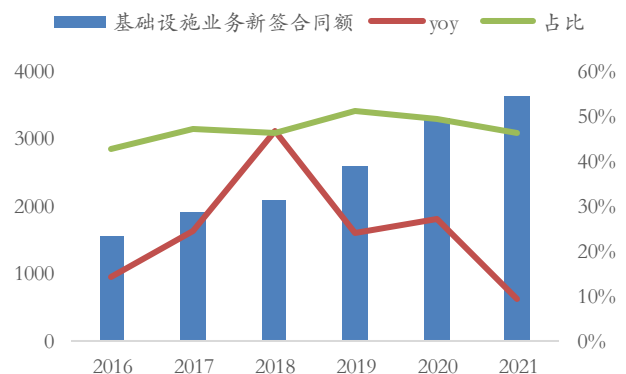
公司立足传统水利水电主业，全面进军基建领域，开展水环境治理、交通、新型城镇化等业务，布局“一带一路”沿线国家基础设施建设领域，在国内外承接了多个代表性基建项目，覆盖市政、城市轨交、高速公路、铁路、机场、港航等多个领域。从公司订单结构来看，公司非水利水电业务新签合同额占比由 2015 年的 53.00%提升至 2021 年的 60.22%，其中，基础设施新签合同额由 2016 年的 1543 亿元快速增长至 2021 年的 3620 亿元，占总体合同比重超过 40%。公司 2021 年新签基础设施业务合同 3620 亿元，占新签合同总额比例高达 46.39%，高出水利水电合同额占比。

图 10：公司基础设施业务板块



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 11：2016-2021 年公司基础设施新签订单、yoy 及占比(亿元,%, %)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.2. 拥抱新能源大步向前，新能源工程和运营齐头并进

公司大力发展新能源电力工程承包和投资建设业务，布局海上风电、陆上风电及光伏发电领域，向全球提供一揽子解决方案。公司中标/新签了国家电投集团广西电力有限公司 2021 年保障类新能源 EPC 总承包项目（合计金额 190.8 亿元）、基于百兆瓦压缩空气储能系统综合能源应用示范项目 300MWP 风力发电工程 EPC 项目（23 亿元）等重大新能源项目。公

司在海外地区新能源项目进展成效也十分显著，2020 年新能源业务成为公司国际业务第三大行业，国际新能源业务新签合同额 321 亿元；2021 年公司在智利首次突破新能源市场，成功签约 480MW 光伏电站项目，合同额 14.4 亿元，在印尼签署了第一个大型光伏电站，印尼奇拉塔漂浮光伏项目 EPC 合同及运维合同，为东南亚最大的漂浮光伏电站，合同额为 7.1 亿元。2020 年，公司签订了墨西哥帕查玛玛 375MW 光伏电站包含 20 年运维合同，巩固了公司作为拉美地区最大新能源承包商的地位；签署中资企业海外首个海上风电项目——越南公理项目（172MW），以 40% 市场总量成为越南最大的新能源承包商。

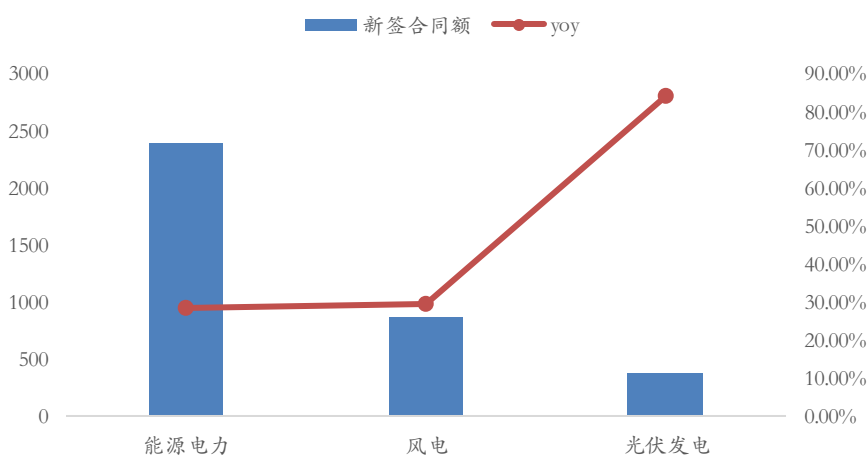
表 2：公司新能源电力工程承包代表性项目案例

| 项目名称 | 订单金额 (亿元) 或项目特色 |
|---------------------------------------|----------------------|
| 江苏如东海上风电场 | 125 |
| 三峡新能源山东牟平一期 300MW 海上风电 | 55 |
| 赞比亚 3 个 200MW 光伏项目 | 45.12 |
| 越南平大 310MW 海上风电项目 | 36.11 |
| 国家电投集团广西电力有限公司 2021 年保障类新能源 EPC 总承包项目 | 190.8 |
| 越南公理海上风电项目 (172MW) | 中资企业海外 首个海上风电项目 |
| 越南茶荣 II 号并网发电 | 公司首个实现商业运行 海上风电项目 |
| 札纳塔斯风电项目 | 中亚最大风电场 |
| 阿尔及利亚 233MW 光伏项目 | 阿国内首个大规模光伏电站 |

资料来源：公司官网、公司公告，安信证券研究中心

在新签订单上，2021 年公司能源电力领域新签合同额 2400 亿元，同比增长 28.60%，其中，风电、光伏工程业务新签合同额分别为 865.2 亿元、379.8 亿元，分别同比高增 29.8%、84.2%，二者占能源电力新签合同比重由 2020 年的 46.77% 快速提升至 2021 年的 51.88%。

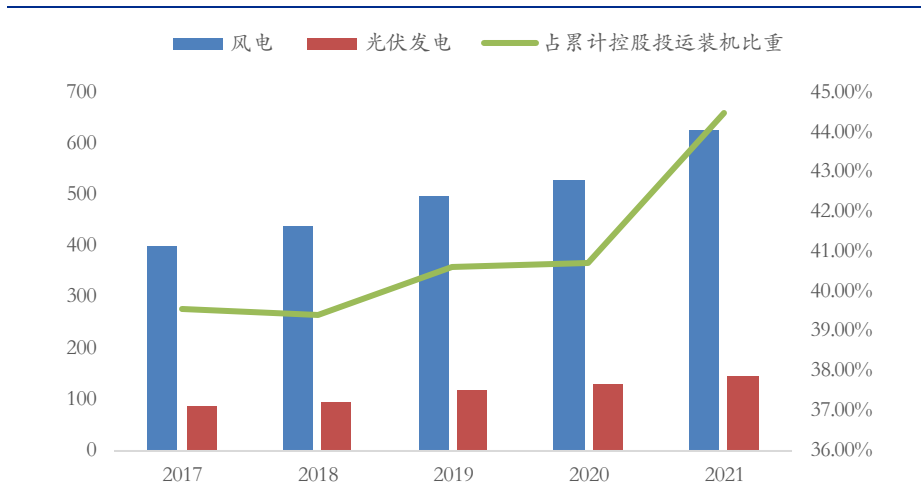
图 12：公司 2021 年风电和光伏发电工程新签合同额及 yoy (亿元、%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在新能源电力控股装机容量上，公司风电/光伏发电累计控股装机规模由 2017 年的 4.02/0.89GW 增加至 2021 年末的 6.28/1.45GW，占总装机容量比重持续提升。截至 2021 年底，公司控股风电和光伏发电投运装机容量占总装机容量比重为 44.52%（同比提升 3.77 个 pct）。2021 年 4 月，中国电建印发《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。从总体目标来看，文件要求“十四五”期间集团(股份)公司境内外新增控股投产风电、光电装机容量 30GW，根据指导意见对下属 28 家子企业分解下达的新能源开发目标，新增规模共计高达 48.5GW，未来随新增装机投运，新能源电力运营板块有望实现营收业绩高增，并带动整体盈利水平提升。

图 13：公司风电和光伏发电累计控股投运装机容量及占比（万 kW,%）

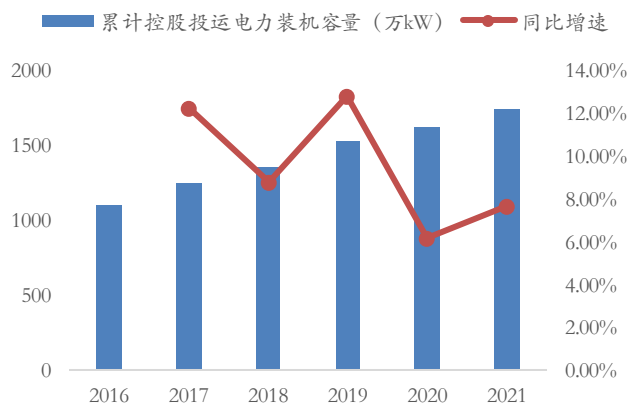


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.3. 电力运营资产结构优化，风光装机规模快速增长

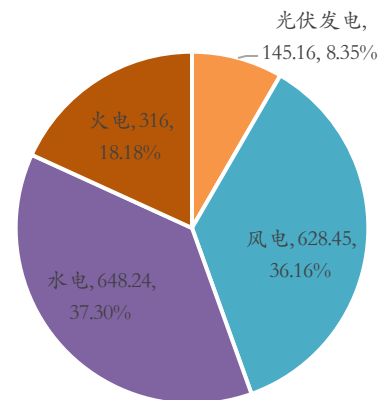
公司布局电力全产业链，立足工程承包，向电力投资和运营业务延伸，投资建设运营以清洁能源为主的电力工程，目前公司控股的在运营发电装机容量规模可观，截至 2021 年末，公司控股电力装机投产规模达 17.38GW，同比增长 7.68%，2017-2021 年间装机容量 CAGR 为 8.81%。在装机结构上，从各类型电力装机规模增速和占比结构来看，水电和风电装机容量占比最高，2021 年末，占比分别为 37.30% 和 36.16%，其次为火电，装机容量占比为 18.18%，光伏发电装机容量占比为 8.35%。

图 14：2016-2021 末公司控股装机容量规模及 yoy(万 kW,%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

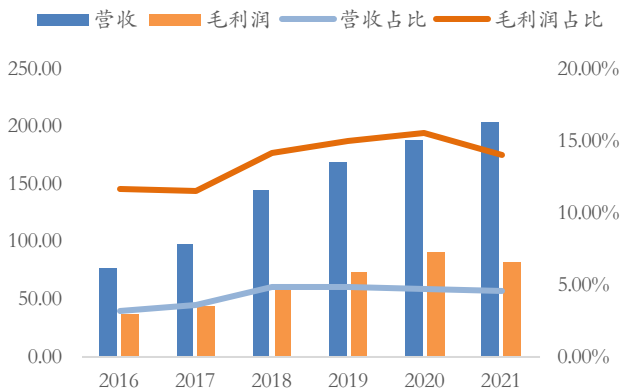
图 15：2021 年末公司控股装机容量结构（万 kW）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

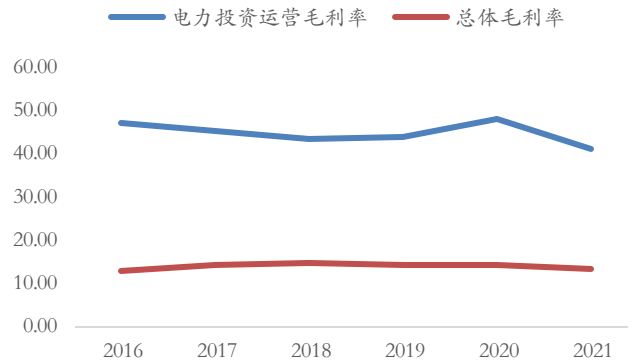
从营收和利润贡献水平看，公司电力投资运营业务营收占比目前接近 5%，2020 年和 2021 年营收比重分别为 4.69% 和 4.53%。在毛利率水平上，电力投资运营业务毛利率为 40% 以上，为各业务板块最高水平，远超出公司 15% 左右的整体毛利率水平，2020 年和 2021 年电力投资运营业务毛利率分别为 47.85% 和 40.82%。其毛利贡献比重高出营收贡献比重，且比重差值呈扩大趋势，2017-2020 年，此业务板块毛利占比持续提升，由 11.48% 提升至 15.59%，分别高出同期营收比重 7.85 个和 10.90 个 pct。2021 年，电力投资运营业务毛利率下滑至 40.82%，毛利润占比有所下降，为 13.98%，主要由于 2021 年部分水电站来水严重偏枯，电煤供应形势趋紧导致发电燃煤成本增幅超过电价增幅。

图 16: 公司电力投资运营业务营收、毛利及占比 (亿元、亿元、%)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

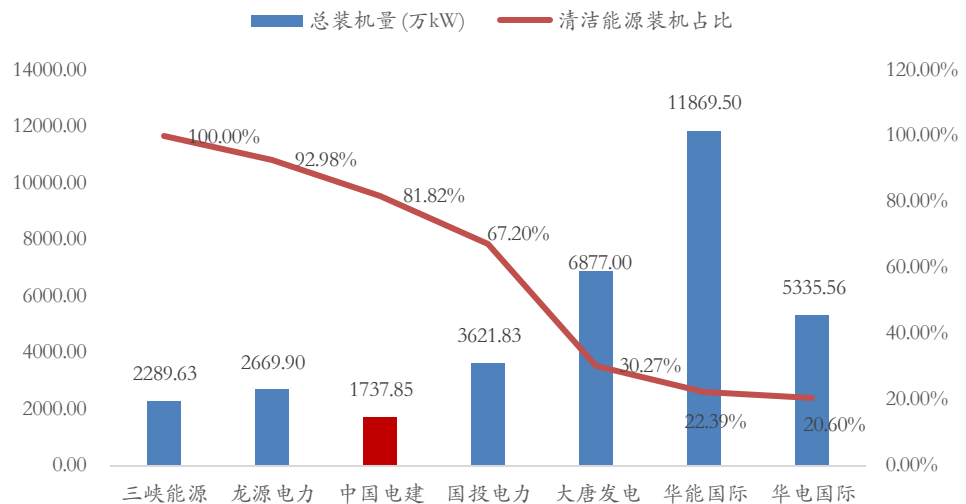
图 17: 公司电力投资运营业务及公司总体毛利率 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

和其他几家主营电力运营的公司相比, 公司清洁能源装机容量占比位居各公司前列, 我们共选择了包括中国电建在内的 7 家公司进行 2021 年末装机规模和清洁能源占比对比分析。在装机容量上, 华能国际总装机容量为 118.70GW, 位居板块首位, 其清洁能源占比为 22.39%, 略高于华电国际占比水平, 中国电建装机容量规模低于其他 6 家公司, 位居板块末位。在清洁能源装机规模占比上, 中国电建清洁能源占比为 81.82%, 仅次于三峡能源和龙源电力, 其中, 三峡能源投产装机电源类型均为清洁能源, 包括风电、光伏和水电三种类型, 清洁能源装机占比为 100%; 龙源电力电源类型主要为风电, 风电装机规模位居全国首位, 其清洁能源装机容量占比为 90.37%; 其他 5 家公司, 除国投电力清洁能源装机占比超过 60%外, 华电国际、大唐发电和华能国际占比均低于 31%。

图 18: 电力运营企业 2021 年末装机容量及清洁能源占比对比



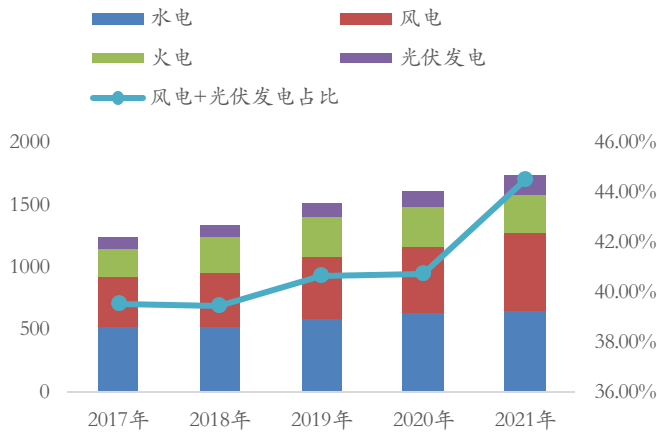
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司新能源电力控股装机规模快速增加, 2016-2021 年间, 光伏发电装机容量由 88.7 万 kW 增加至 145.16 万 kW, CAGR 为 13.10%, 风电装机容量由 401.5 万 kW 增加至 628.45 万 kW, CAGR 为 11.85%, 超出水电和火电装机容量复合增速水平。在装机容量占比上, 光伏发电和风电装机容量合计占比由 2016 年的 39.55% 提升至 2021 年末的 44.52%。

2021 年, 公司风电装机容量同比增速高达 18.90% (同比+12.78 个 pct), 其次为光伏发电装机容量, 同比增速为 12.40% (同比+4.63 个 pct), 水电装机容量同比增长 1.20%, 火电装机规模和 2020 年持平。2021 年, 公司清洁能源电力装机容量占比高达 81.82%, 其中水

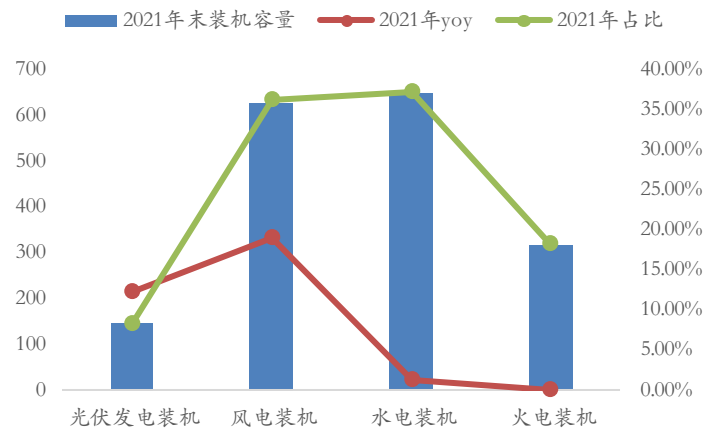
电、风电、光伏发电装机占比分别为 37.30%、36.16%和 8.35%，水电占比有所下降，同比下降 2.38 个 pct，风电和光伏发电装机容量占比分别同比提升 3.42 个和 0.35 个 pct，火电装机占比为 18.18%，同比下降 1.40 个 pct。

图 19: 2016-2021 末公司各类型发电控股装机容量(万 kW,%)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

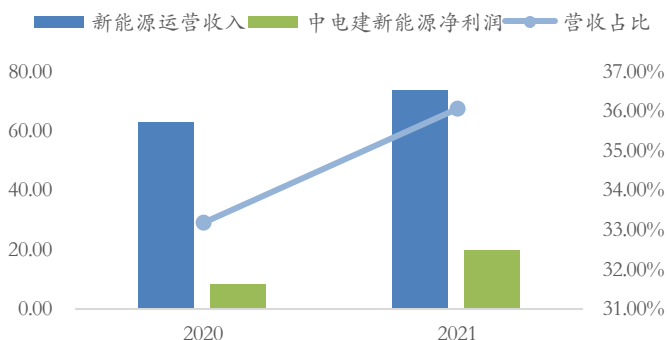
图 20: 2021 年末公司各类发电控股装机容量 yoy (万 kW,%,%)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

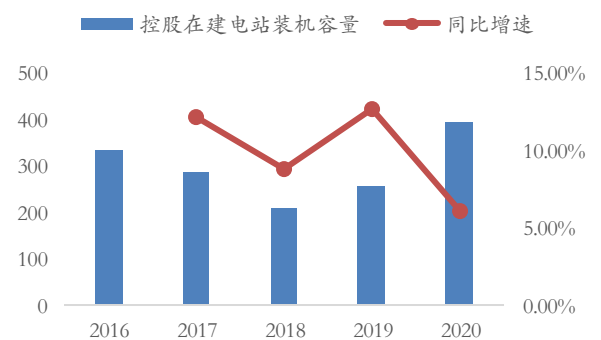
中国电建新能源集团有限公司是中国电建旗下唯一从事新能源投资开发业务的投资平台公司，主要从事以新能源为主的清洁低碳能源项目的投资开发和运营管理，已经形成扎实的发展基础和较强的新能源投资运营能力，有效整合中国电建旗下规划总院和设计院的规划设计能力、施工板块和装备制造板块成员企业的地缘优势和产业链带动能力，有极强的行业竞争力和项目实施推动能力，全面参与了我国陆上风电、光伏发电和海上风电项目的开发建设，成功参与开发了国内首批光热发电示范工程和离网型风光柴储微电网项目，在清洁能源领域投资建成了多个标杆工程，开创了众多行业第一。其中，河北张北坝头风电场，开启了我国清洁能源 EPC 总承包建设的先河；湖南株洲凤凰山风电场，是中国首个低风速山地风电项目；天津南港海上风电场，是中国首个单体装机 5MW 的商业化运营风电项目；青海共和光热发电项目，是中国首批光热发电示范工程之一，获得中国光热发电示范项目推动奖；新疆荣和风光柴储配电网项目，是中国规模最大、技术最复杂、海拔最高的离网型风光柴储微电网。在净利润水平上，根据公司年报，中国电建新能源集团 2020、2021 年分别实现净利润 7.93 亿元、19.63 亿元，公司新能源电力运营业务利润贡献占比快速提升。2020 年末，公司控股在建电站装机容量为 3.95GW，较 2019 年末增长 6.15%，2022 年公司计划开工新能源装机容量超过 10GW。公司在建电站项目覆盖火电、水电、风电、光电多种类型，随项目建成后投产运营，高毛利电力运营板块营收占比有望进一步提升，带动整体盈利水平持续改善。

图 21: 公司新能源电力运营营收及电建新能源公司净利润变化 (亿元, 亿元,%)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 22: 公司控股在建电站装机容量变化 (万 kW)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

2.4. 抽水蓄能建设目标宏大，水电建设龙头充分受益

在新型电力系统建设推进下，新能源发电占比不断提升，用电灵活性和稳定性要求提高，为抽水蓄能发挥调峰调频价值带来巨大应用空间，我国抽水蓄能中长期规划目标宏大，未来建设投资力度可期。公司为国内抽水蓄能电站建设的龙头主力，是国内最早从事抽水蓄能电站技术研究应用的单位，上世纪 60 年代设计建成国内首座抽水蓄能电站，承担了国内抽水蓄能电站大部分规划、勘测设计、施工建造、设备安装、工程监理等工作，根据公司官网报道和公司公告，国内约 90% 以上的抽水蓄能项目建设均有中国电建参与，并逐步向国际市场延伸，已具备一整套抽水蓄能电站的规划、勘察设计、工程建造的核心技术能力，形成了包括《抽水蓄能电站设计规范》、《抽水蓄能电站水能规划设计规范》、《抽水蓄能电站工程地质勘察规程》等较为完善的抽水蓄能技术标准。公司下属多家勘察设计院在抽水蓄能领域业务历史悠久、技术水平突出、项目案例丰富，如北京院和西北院均为最早一批从事抽水蓄能工程业务的单位，其中，北京院于上世纪六十年代，成功地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，填补了国内抽水蓄能电站建设的空白。地处中部的中南院在 10 个省市区规划抽水蓄能电站 30 余座，总装机容量超 30GW，并承担 20 余座抽水蓄能电站勘察设计工作，总装机容量超 20GW。以公司为核心资产的中国电建集团位居 ENR 全球工程设计公司 150 强第 1 位，连续两年居于榜首。

表 3：公司部分勘测设计研究院抽水蓄能业务情况

| 公司名称 | 抽水蓄能业务发展 | 项目案例 | 特点 |
|------|---|----------------------|------------------------------------|
| 北京院 | 相继开展了二十余座大型抽水蓄能电站的勘测设计工作 | 十三陵抽水蓄能电站 | 国内第一座上水库采用钢筋混凝土全库盆防渗的抽水蓄能电站 |
| | | 西龙池抽水蓄能电站 | 国内已建水头最高的抽水蓄能电站和首次采用改性沥青混凝土面板防渗的工程 |
| | | 内蒙古呼和浩特抽水蓄能电站 | 极端最低气温达到 -41.8°C 的国际领先水平 |
| | | 丰宁抽水蓄能电站 | 世界装机规模最大的周调节抽水蓄能电站，并首次采用交流励磁变速机组 |
| | | 辽宁清原抽水蓄能电站 EPC 总承包工程 | 国内合同金额最大、产业链最全的抽水蓄能总承包项目 |
| 华东院 | 负责勘测设计的已建在建抽水蓄能电站为 20 座；在复杂条件下的大型抽水蓄能电站建设、抽水蓄能机组等关键技术及工程应用方面已达到国际领先水平 | 洪屏抽水蓄能电站 | 1200MW |
| | | 响水涧抽水蓄能电站 | 1000MW |
| | | 仙居抽水蓄能电站 | 1500MW |
| | | 仙游抽水蓄能电站 | 1200MW |
| | | 宝泉抽水蓄能电站 | 1200MW |
| 西北院 | 是我国最早开展抽水蓄能业务的单位之一，具有承担复杂抽水蓄能电站规划、勘测设计与咨询、施工监理业务的能力 | 陕西镇安抽水蓄能电站 | |
| | | 新疆阜康抽水蓄能电站 | |
| 成都院 | | 羊卓雍湖抽水蓄能水电站 | |
| 中南院 | 在湖南、湖北、河南、广东、广西、重庆、贵州、海南、江苏、西藏等 10 个省市区规划抽水蓄能电站 30 余座，总装机容量超 30GW，并承担 20 余座抽水蓄能电站勘察设计工作，总装机容量超 20GW | 黑麇峰抽水蓄能电站 | |
| | | 琼中抽水蓄能电站 | |
| 昆明院 | | 广州抽水蓄能电站 | |
| | | 梅州抽水蓄能电站 | |
| | | 尚义抽水蓄能电站 | |
| | | 深平抽水蓄能电站 | |

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

根据公司公告，公司 2021 年抽水蓄能电站业务合同金额 202.4 亿元，同比高增 342.9%，新签/中标 5 个单个合同金额 5 亿元以上抽水蓄能项目，总金额达 108.14 亿元，远高于 2020 年 22.92 亿元同口径订单规模，2022 年 2 月承接的吉林省敦化大沟河抽水蓄能电站及配套

新能源项目金额高达 45 亿元。2022 年公司计划核准抽水蓄能项目 4 个，总装机容量约为 50GW。公司于 2022 年 5 月发布公告，拟实施定增，募集资金不超过 150 亿元，其中 40 亿元用于投建元阳建全抽水蓄能电站项目。根据《发展抽水蓄能推动绿色发展公司》内容，在“十四五”重点实施项目中，中国电力建设集团有限公司承担了 85%以上项目勘测设计工作，公司从前端规划勘测设计即开始切入国内抽水蓄能重点工程，作为抽水蓄能建设领域的优质龙头，在“十四五”期间抽水蓄能大力发展背景下，有望在后续工程建设订单承揽上实现新的突破。

表 4：公司 2020-2021 年新承接单个金额 5 亿元以上抽水蓄能项目

| | 新签合同/中标项目名称 | 金额 (亿元) |
|---------|------------------------------|---------|
| 2021.12 | 吉林省敦化大沟河抽水蓄能电站及配套新能源项目 | 45 |
| 2021.11 | 山东省潍坊抽水蓄能电站水库工程 | 13.43 |
| 2021.8 | 河北抚宁抽水蓄能电站输水发电系统工程 | 8.49 |
| 2021.3 | 河北易县抽水蓄能电站主体土建及金属结构安装工程施工合同 | 19.55 |
| 2021.2 | 内蒙古芝瑞抽水蓄能电站主体土建及金属结构安装工程施工合同 | 21.67 |
| 2020.12 | 河南省五岳抽水蓄能电站上水库工程施工 | 7.83 |
| 2020.8 | 河南省五岳抽水蓄能电站输水发电系统工程 | 8.76 |
| 2020.3 | 河北省抚宁抽水蓄能电站筹建期洞室道路及业主营地工程 | 6.33 |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.5. 剥离涉房业务轻装上阵，聚焦电力主业综合实力再提升

公司发布公告，将所持有的房地产板块资产和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，目前已完成资产交割和工商手续变更。本次资产置换，置入资产包括电建集团旗下 18 家电力相关设计和建设公司，置出资产为中国电建控股的 3 家地产公司，本次置换有利于减少公司和集团下属企业的在电力领域的同业竞争。根据计算，18 家置入公司 2020 年和 2021 年 1-8 月营收合计分别为 993.67 亿元和 697.46 亿元，净利润合计分别为 18.04 亿元和 0.21 亿元，同期置出资产营收合计分别为 223.97 亿元和 123.23 亿元，净利润合计分别为 1.05 亿元和 -17.67 亿元，本次交易置入的电力资产整体净利润和盈利能力均高出置出的地产业务，此外，电建集团承诺，上海院在 2022-2024 年累计实现净利润不低于 4.56 亿元，本次置换顺利完成，有望助力公司未来业绩增厚和盈利水平提升。

表 5：置入资产和置出资产营收、净利润及净利率对比 (亿元,亿元,%)

| | 2020 | | | 2021.1-8 | | |
|------|--------|-------|-------|----------|--------|---------|
| | 营业收入 | 净利润 | 总体净利率 | 营业收入 | 净利润 | 总体净利率 |
| 置入资产 | 993.67 | 18.04 | 3.11% | 697.46 | 0.21 | 0.03% |
| 置出资产 | 223.97 | 1.05 | 0.47% | 123.23 | -17.67 | -14.34% |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

注：上述累计值考虑置入、置出资产股权比例后计算

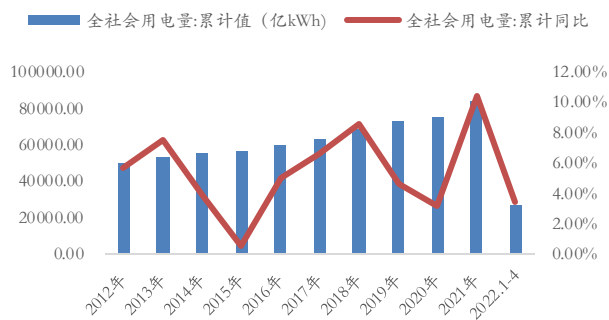
2022 年 6 月公司发布公告，为进一步剥离公司体内剩余房地产业务，拟向控股股东电建集团及其下属子公司转让所持房地产资产，标的资产为公司所持 24 家房地产项目公司的股权及公司对其享有的部分债权，交易对价为 49.42 亿元。若本次交易顺利完成，公司将获得约 15 亿元的资产处置收益，中国电建旗下则再无房地产业务，资产结构进一步优化，融资实力或将增强，为未来主业发展提供有力支撑。

3. 行业分析：新型电力建设需求强劲，抽水蓄能中长期空间广阔

3.1. 电力工程投资规模庞大，“十四五”风光发电需求强劲

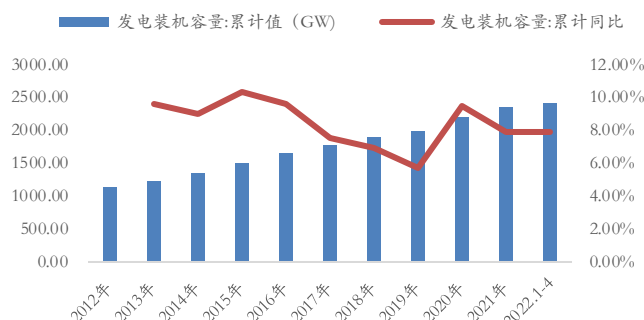
随着我国经济发展，民用和工业用电需求均有提升，我国用电量和发电装机容量过去十年稳健增长，2012-2021 年，全社会用电量由 4.97 万亿 kWh 增加至 8.31 万亿 kWh，CAGR 为 5.89%，2021 年同比增速为 10.30%；2021 年末我国发电装机容量为 2376.92GW，同比增长 7.90%，2012-2021 年间的 CAGR 为 8.49%，截至 2022 年 4 月末，我国发电装机容量为 2412.47GW，同比增长 7.90%。总体上，我国电力需求和供应均维持稳步增长的态势。

图 23: 全社会用电量及同比增速 (亿 kWh、%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

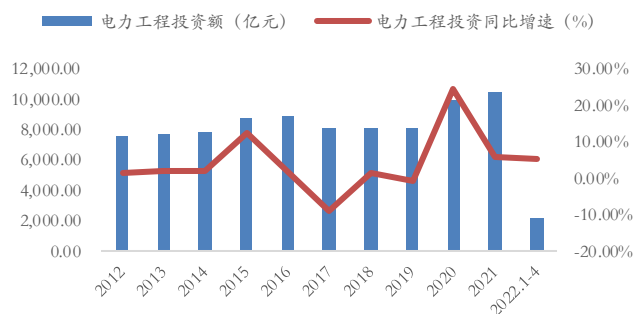
图 24: 我国发电装机容量及同比增速 (GW、%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

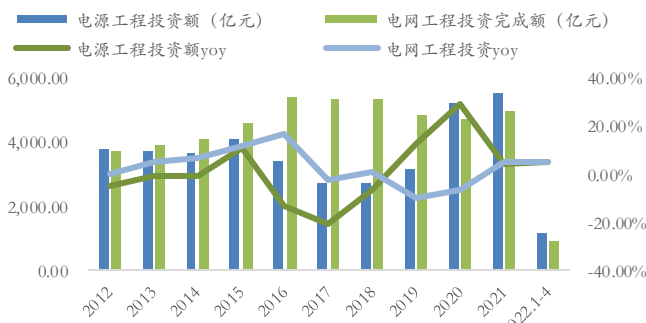
根据中电联数据,2012-2021年,我国电力工程建设投资额由7466亿元增长至10481亿元,其中,电源工程投资额由3772亿元增加至5530亿元,CAGR为4.34%,电网工程建设投资由3693亿元增加至4951亿元,CAGR为3.31%。根据国家电网、南方电网“十四五”规划,“十四五”期间两家公司电网计划投资额总和约3万亿,2022年国家电网投资计划首次突破5000亿元。我国电力建设投资规模庞大,随新型电力系统建设加速,电源和电网工程建设投资有望快速增长。

图 25: 我国电力工程投资及同比增速 (亿元、%)



资料来源: 国家能源局、安信证券研究中心

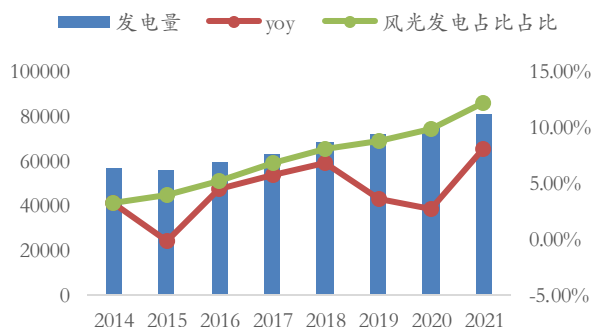
图 26: 我国电源/电网工程投资及同比增速 (亿元、%)



资料来源: 国家能源局、安信证券研究中心

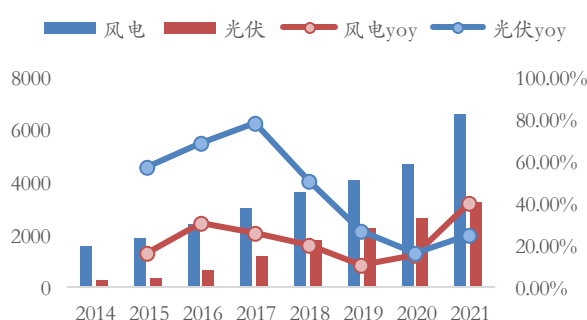
2014-2021年,在我国发电量结构中,风力发电和光伏发电量占比持续提升,二者合计发电量由2014年的1849亿kWh增至2021年的9815亿kWh,期内CAGR达26.93%,远高于总发电量增速水平,占总发电量比重由3.27%大幅提升至12.10%。2021年3月,中央财经委员会第九次会议提出深化电力体制改革,构建以新能源为主体的新型电力系统,新型电力系统包括新型发电系统、新型电网系统、新型负荷系统和新型储能系统,未来新能源发电占比将不断提升。

图 27: 我国逐年发电量及风光占比 (亿 kWh、%)



资料来源: 国家能源局、安信证券研究中心

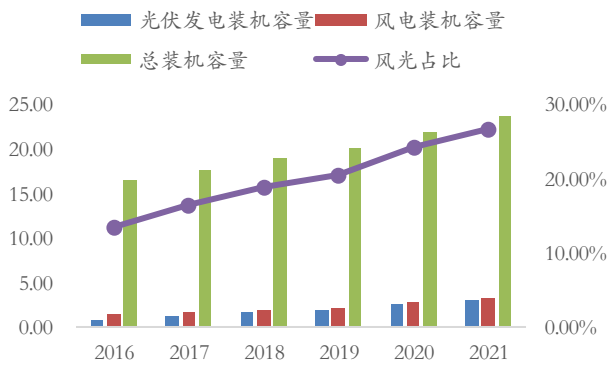
图 28: 我国逐年风电和光电发电量及同比 (亿 kWh、%)



资料来源: 国家能源局、安信证券研究中心

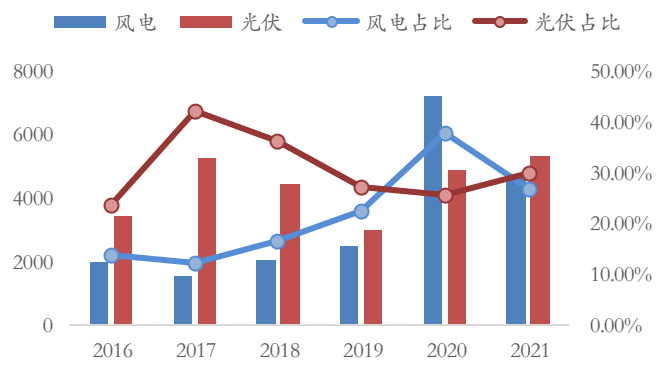
2016-2021年,我国发电装机容量由16.52亿kW增加至23.77亿kW,期内CAGR为7.55%。截至2021年末,我国风电、光电累计装机容量合计占比由2016年的13.63%提升至2021年的26.69%。2021年末,光伏发电并网装机容量达到3.06亿kW,突破3亿kW大关,连续7年稳居全球首位,2016-2021年间CAGR为31.78%;风电累计装机容量达到3.28亿kW,2016-2021年间CAGR为17.26%。在各年新增装机容量上,2021年,我国风电、光电新增装机容量合计超过1亿kW,合计占比已超过50%,2021年,新增风电和光电装机容量占比分别为26.62%和30.13%。2021年我国新增光伏发电并网装机容量5313万kW,连续九年位居世界第一,新增风电装机容量4695万kW。

图 29: 我国风光发电累计装机容量及占比 (亿 kW,%)



资料来源: 国家能源局、安信证券研究中心

图 30: 我国风光发电新增装机容量及占比 (万 kW,%)



资料来源: 国家能源局、安信证券研究中心

在光伏发电和风电领域,2021年至今,多项推进政策密集发布,行业政策暖风频吹。2021年10月发布的《2030年前碳达峰行动方案》提出:加快建设风电和光伏发电基地,推进光伏发电多元布局。国家发改委、工信部等七部门1月21日联合印发《促进绿色消费实施方案》提出,持续推动智能光伏创新发展,大力推广建筑光伏应用。2022年5月30日,《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》重磅发布,提出,加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设。在资金支持上,国务院表示2022年已下达的3.45万亿元专项债券在6月底前发行完毕,争取8月底前基本使用完毕,并且在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等9大领域基础上,扩大专项债支持领域,优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。未来随政策逐步推进落地,我国光伏和风力发电行业有望实现高速发展。

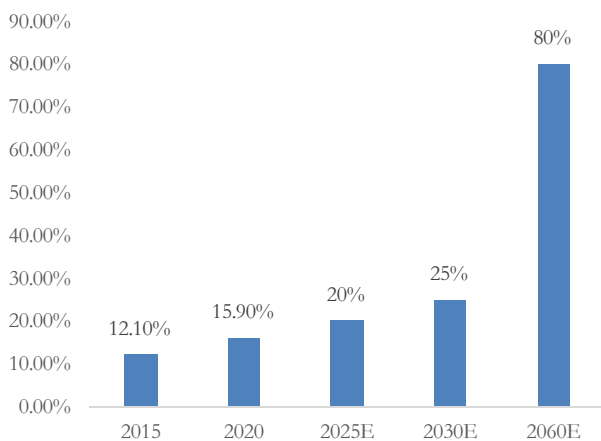
图 31: 我国新能源电力主要政策推进



资料来源: 发改委、国家能源局等, 安信证券研究中心

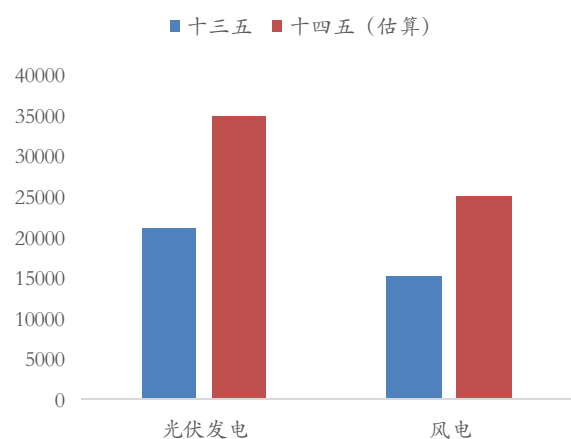
根据国家能源局信息，“十三五”时期，我国的非化石能源消费比重从 12.1% 提高到 15.9%，平均每年提高了 0.76 个百分点，国务院于 2020 年、2021 年先后印发《2030 年前碳达峰行动方案》、《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，提出，提高水、核、风、光伏等非化石能源的投资，目标为**非化石能源的消费比重在 2025 年达到 20% 左右，2030 年达到 25% 左右，2060 年达到 80% 以上**。目前我国非化石能源消费主要用于发电，为实现非化石能源消费比重提升目标，需增加光伏、风电的装机容量与发电量。2020 年 12 月，国家主席习近平在气候雄心峰会提出到 2030 年，我国风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿 kW 以上，截至 2021 年底，二者总装机容量为 6.34 亿 kW。根据中国光伏行业协会预测，“十四五”期间，国内年均光伏新增装机规模一般预计为 7000 万 kW，乐观预计为 9000 万 kW。2020 年，400 余家风能企业代表联合发布的《风能北京宣言》提出，“十四五”期间，须保证风电年均新增装机 5000 万 kW 以上，2025 年后，中国风电年均新增装机容量应不低于 6000 万 kW，到 2030 年至少达到 8 亿 kW，到 2060 年至少达到 30 亿 kW。根据上述数据进行估算，预计“十四五”期间新增光伏和风电装机容量分别约为 3.5 亿 kW 和 2.5 亿 kW，较“十三五”期间（新增光伏 2.1 亿 kW，新增风电 1.53 亿 kW）分别同比增长 66.47% 和 63.15%，“十四五”期间光伏和风电行业需求增速强劲。

图 32：我国非化石能源消费比重（%）



资料来源：国家能源局、安信证券研究中心

图 33：我国“十四五”风电/光伏新增装机容量预测（万 kW）



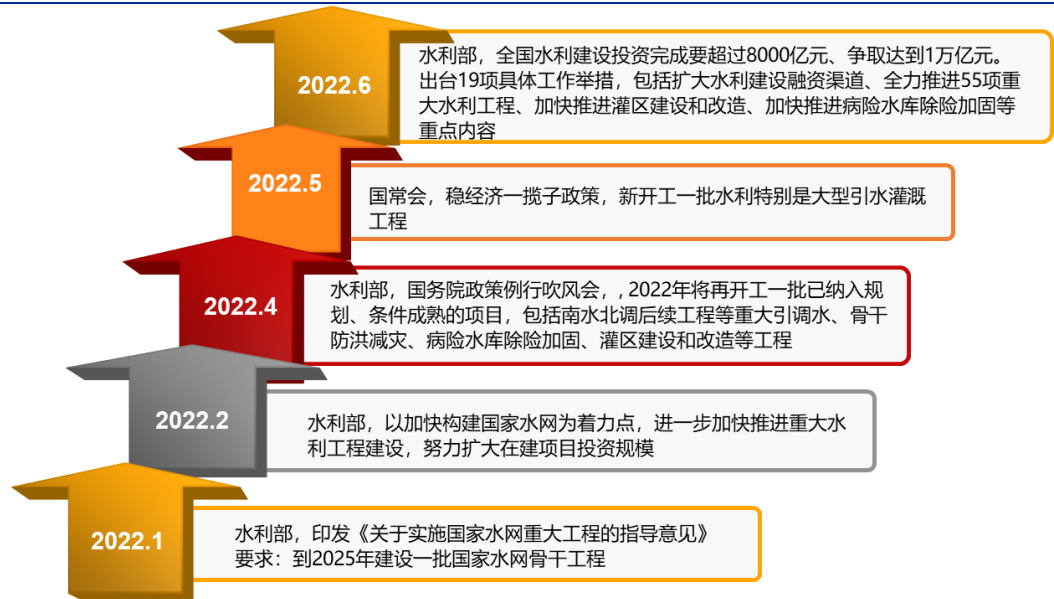
资料来源：国家能源局、中国光伏行业协会、《风能北京宣言》、安信证券研究中心

3.2. 2022 年水利建设全面提速，年度投资规模有望创新高

水利建设为我国“两新一重”建设目标的重要组成部分，过去几年年度投资规模提升明显，由 2015 年的 5452 亿元提升至 2021 年的 7576 亿元，2019-2021 年连续三年均保持在 7000 亿元以上的年投资规模，2021 年，150 项重大水利工程已批复 67 项，累计开工 62 项。2022 年 1 月，水利部印发《关于实施国家水网重大工程的指导意见》，要求：到 2025 年建设一批国家水网骨干工程，有序实施省市县水网建设，进一步提升水安全保障能力；2 月，水利部表示将以加快构建国家水网为着力点，进一步加快推进重大水利工程建设，努力扩大在建项目投资规模。重大水利工程吸纳投资大、产业链条长、创造就业机会多，在保障国家水安全、推动区域协调发展、拉动有效投资需求、促进经济稳定增长等方面具有重要作用。根据水利部信息，重大水利工程每投资 1000 亿元，可带动 GDP 增长 0.15 个百分点，新增就业岗位 49 万，对做好“六稳”“六保”工作、稳定宏观经济大盘将发挥重大作用。在 2022 年水利建设重点工程上，“十四五”规划里有一大批重大引调水工程，今年将重点做好两方面的工作：一是推进南水北调后续工程高质量发展，重点推进中线引江补汉工程的前期工作，确保年内开工建设。同时，还要深化南水北调东线后续工程的前期论证，推进工程适时建设；二是统筹推进其他重大引调水工程。对于条件基本成熟的，加快推进项目的开工建设。2022 年 6 月，水利

部出台 19 项具体工作举措，包括扩大水利建设融资渠道、全力推进 55 项重大水利工程、加快推进灌区建设和改造、加快推进病险水库除险加固等重点内容。

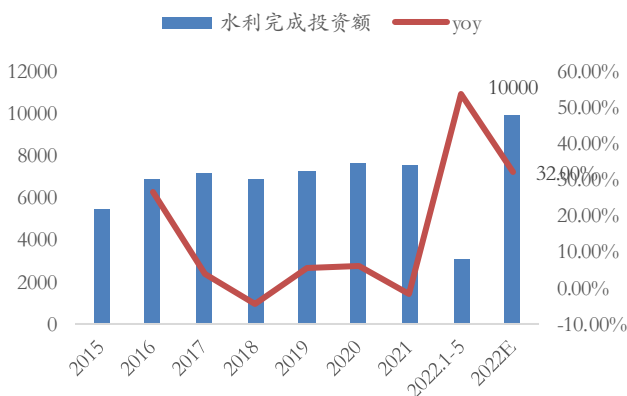
图 34：2022 年我国水利建设推进政策密集发布



资料来源：水利部等，安信证券研究中心

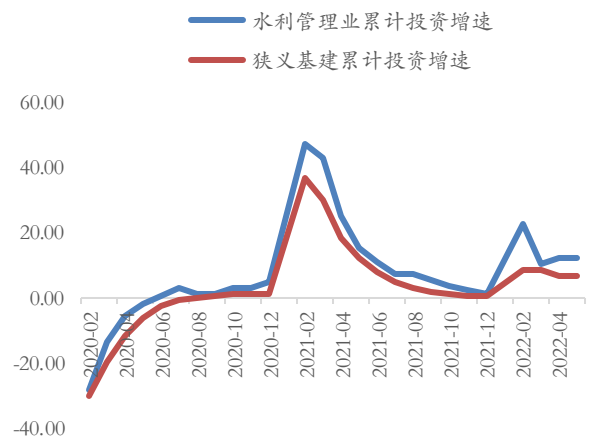
2022 年初至今我国水利建设进展快速，根据 4 月水利部发布内容，全年可完成投资约 8000 亿元，今年 1-5 月，全国水利建设全面提速，取得了明显成效。在推进项目开工方面，新开工 10644 个项目，投资规模 4144 亿元，其中投资规模超过 1 亿元的项目有 609 个。1-5 月完成投资 3108 亿元，同比增长 54%，6 月 17 日，水利部召开推进“两手发力”助力水利高质量发展有关情况新闻发布会表示，今年全国水利建设投资完成要超过 8000 亿元、争取达到 1 万亿元，若按照 1 万亿投资额计算，全年水利建设投资同比增速将高达 32%。

图 35：我国水利建设投资完成额及 yoy (亿元,%)



资料来源：水利部，安信证券研究中心

图 36：我国水利管理业累计投资增速变化 (%)



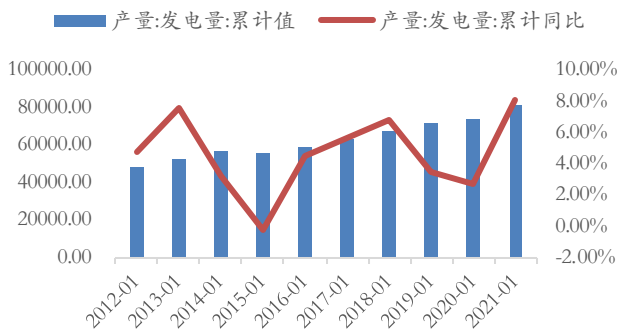
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

3.3. 抽水蓄能迎来广阔空间，“十四五”装机容量翻倍

我国发电量总规模从 2012 年的 48487.50 亿 kWh 增长至 2021 年的 81121.80 亿 kWh, CAGR 为 5.96%。截至 2021 年，火力发电仍为我国社会的主要发电模式，但占比呈下降趋势，从 2012 年的 81.23% 降至 2021 年的 69.60%；水电、核电、风电、光电四类清洁能源合计占比快速提升，由 2012 年的 20.05% 提升至 2021 年的 29.08%，其中水电占比在 15% 以上，位居四类清洁能源首位，2012-2021 年间，新能源类风电、光伏发电量合计占比由 2.14% 大

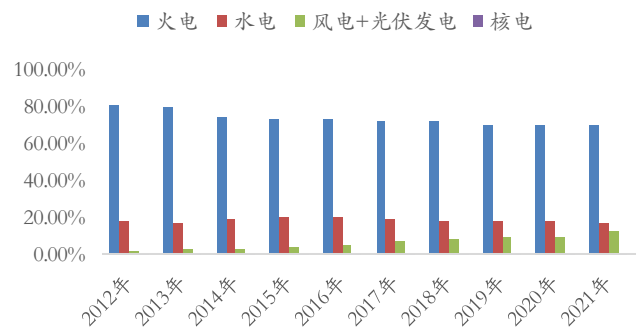
幅提升至 12.10%。

图 37: 我国发电量规模变化 (亿 kWh)



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

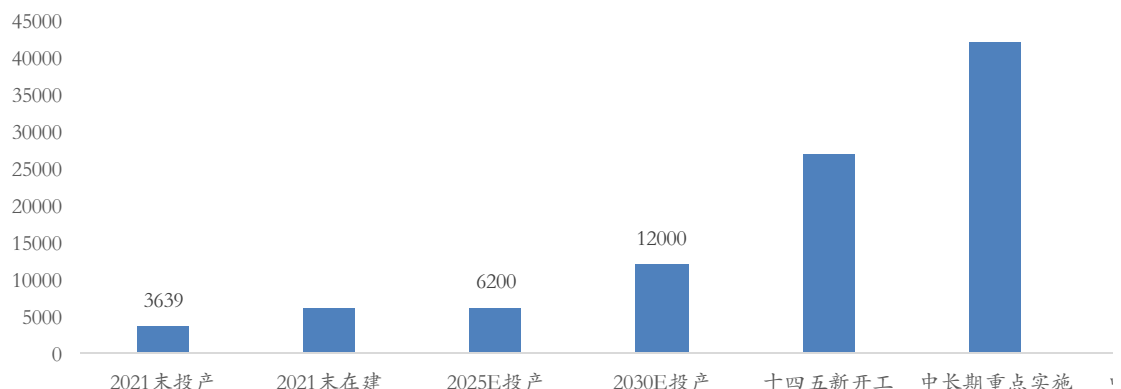
图 38: 2012-2021 年各类能源发电量占比变化 (%)



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

“十三五”期间，我国能源结构持续优化，清洁能源发电量占比提升，根据《2030 年前碳达峰行动方案》，未来将构建新能源占比逐渐提高的新型电力系统，由于新能源的间歇性特征，电力系统需要配备约 15% 左右的储能电源，未来大规模的新能源并网对储能需求更为迫切。目前我国储能方式主要包括机械储能、电磁储能、电化学储能、热储能和化学储能，其中机械储能类的抽水蓄能是目前技术最为成熟的储能方式，具有容量大、成本低的明显优势，对于削峰填谷、平滑负荷、快速调整电网频率等具有重要意义，有助于提高电网运行的稳定性和可靠性，构建以新能源为主体的新型电力系统对抽水蓄能发展提出更高要求。截至 2021 年末我国已投产抽水蓄能电站总规模 3639 万 kW、在建总规模 6153 万 kW，均居世界首位，但抽水蓄能在电力系统总装机容量的比例仅占 1.4%，与发达国家相比仍有较大差距，随着新能源装机容量占比持续提高，电力系统灵活调节要求提升，国家持续推进抽水蓄能电站发展建设。6 月 1 日，发改委等九部门印发《“十四五”可再生能源发展规划》提出：加快推进抽水蓄能电站建设，实现丰宁、长龙山等在建抽水蓄能电站按期投产；加快已纳入规划、条件成熟的大型抽水蓄能电站开工建设。在建设规模上，2021 年 9 月，国家能源局正式公布了《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，明确提出到 2025 年，抽水蓄能投产总规模 6200 万 kW 以上；到 2030 年，投产总规模 1.2 亿 kW 左右。本次中长期规划布局重点实施项目 340 个，总装机容量约 4.21 亿 kW，提出储备项目 247 个，总装机规模约 3.05 亿 kW，建设需求体量庞大。根据中国电力建设集团董事长丁焰章在人民日报发表署名文章《发展抽水蓄能推动绿色发展》内容，“十四五”期间我国将重点实施“双两百工程”，将在 200 个市、县开工建设 200 个以上的抽水蓄能项目，开工目标 2.7 亿 kW，超过此前市场预期。根据中国技术经济学会预测，预计 2022 年我国核准建设的抽水蓄能项目有望突破 7000 万 kW，同时，2025 年我国抽水蓄能装机或将超过 8000 万 kW，远超中长期规划中装机容量达 6200 万 kW 以上的目标。目前抽水蓄能电站建设单位造价约为 6000 元/kW，若以此为基准进行计算，“十四五”期间计划新开工的 2.7 亿 kW 抽水蓄能电站投资额约为 1.27 万亿元。

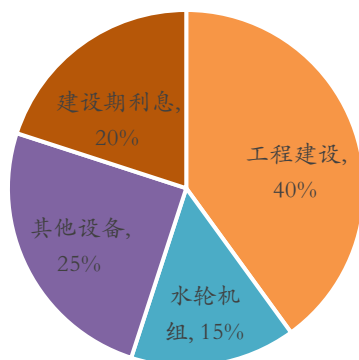
图 39: 我国抽水蓄能投产、在建以及规划装机容量 (万 kW)



资料来源:《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》、《发展抽水蓄能推动绿色发展》,安信证券研究中心

从抽水蓄能建设成本构成来看,抽水蓄能电站建造成本主要由工程建设、建设期利息、水轮机组和其他设备等构成,预计分别占总成本的40%、20%、15%和25%,工程建设是最主要的成本。抽水蓄能电站通常投资规模大、建设周期长,设计和施工技术要求高,抽水蓄能龙头央企和地方国企在项目承揽上优势更加突出,抽水蓄能电站项目投资建设提速将为龙头公司提供工程业务营收增量。

图 40: 我国抽水蓄能电站建设成本构成占比



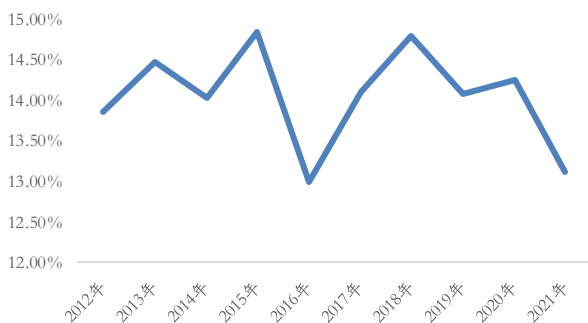
资料来源:中国水力发电工程学会,安信证券研究中心

4. 财务分析: 盈利能力总体稳定, 经营性现金流持续回正

4.1. 毛利率水平有望提升, 管理费用率控制有效

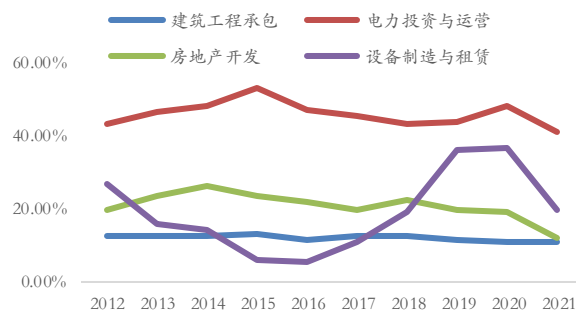
2012-2021年,公司毛利率在12-15%之间波动,年均毛利率为14.03%。公司毛利率由2016年的12.99%提升至2018年的14.77%,主要由于高毛利电力投资与运营业务营收占比增加,电力投资与运营业务的比重由2016年的3.22%增长至2018年的4.88%,其中2016年毛利率下滑至12.99%,其中工程承包、电力投资和运营及房地产开发业务毛利率均同比下滑,主要由于行业竞争加剧、“营改增”、上网电价下调、煤炭价格上涨等原因所致。2021年公司毛利率降至13.11%,同比下降1.12个pct,其中,电力投资与运营业务毛利率同比下降7.03个pct至40.82%,主要由于部分水电站来水严重偏枯,以及发电燃煤成本增加。此外,2021年,公司房地产业务毛利率同比下降7.25个pct,主要由于结利项目毛利率低于2020年,且商业地产盈利不及预期。根据公司公告,已完成房地产业务和电建集团优质电网辅业资产的置换,有望助力未来公司主营业务盈利水平提升。

图 41: 公司 2012-2021 年总体毛利率变化 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 42: 公司各主营业务毛利率变化 (%)

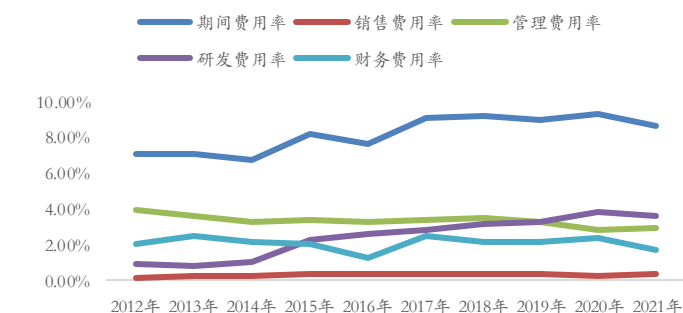


资料来源: Wind、安信证券研究中心

公司期间费用率在2012-2017年间整体呈提升趋势,由7.07%提升至9.14%,2018-2021年间基本维持稳定,2021年期间费用率降至8.61%(同比-0.72个pct),主要由于财务费用率同比下降0.64个pct。在各项费用中,公司管理费用控制有效,管理费用率整体呈下滑态

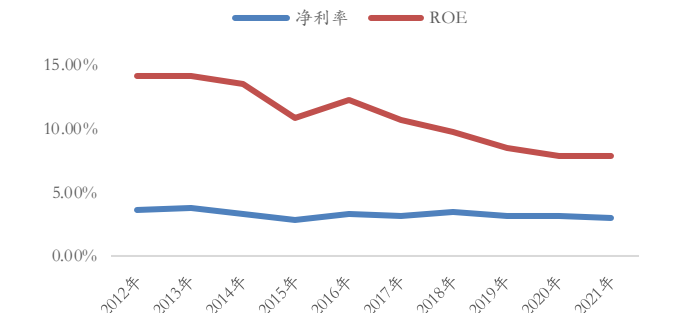
势，由 2012 年的 3.95% 降至 2021 年的 2.95%。公司净利率总体较为稳定，基本在 3% 上下波动，2012-2021 年间，除 2015 年净利率为 2.83% 外，其他各年份，净利率均超过 3%，2021 年净利率水平为 3.01%。公司 ROE（加权）总体呈下行态势，有 2012 年的 14.09% 降至 2021 年的 7.89%，主要由于公司杠杆率持续降低。

图 43：公司期间费用率变化（%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 44：公司净利率和 ROE（加权）变化（%）

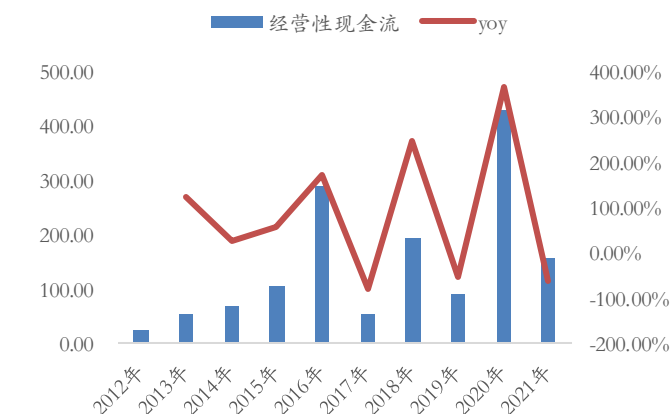


资料来源：Wind、安信证券研究中心

4.2. 经营性现金流持续为正，资产负债率控制有效

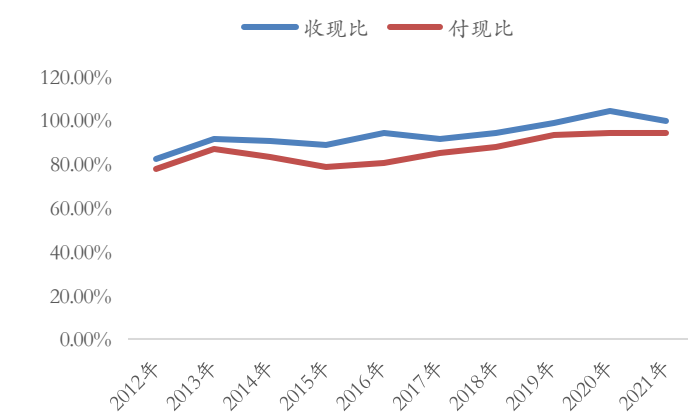
经营性现金流持续为正，各年收现比均高于付现比。2012-2021 年，公司经营性现金流均保持净流入状态，区别于传统建筑承包施工类企业，经营性现金流表现出色。公司经营活动现金流净额由 2012 年的 24.23 亿元增长至 2021 年的 156.24 亿元，其中在 2016、2018 和 2020 年经营性现金流净额实现了大幅增长，分别为 289.37 亿元、191.83 亿元和 429.63 亿元，2021 年经营性现金流净额为 156.24 亿元，较上年大幅减少 63.64%，主要由于根据财政部会计准则要求，金融资产模式核算的 PPP 项目在建设期的现金流出从计入投资活动改为计入经营活动，同时已办理的结算和投入的成本未及及时形成现金流入。通过观察公司收现比和付现比水平，2012-2021 年公司各年收现比均高出付现比水平，总体呈上升态势，2021 年收现比、付现比分别为 99.55%、94.16%，分别同比提升了 2.4 个和 4.38 个 pct。

图 45：2016-2021 经营活动现金流净额及同比（亿元，%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 46：2016-2021 公司收现比和付现比（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

公司资产以存货、无形资产、固定资产和应收账款/票据和合同资产为主要组成部分，2017-2021 年间，存货和固定资产占资产比重持续下降，存货占比由 22.25% 降至 13.05%，固定资产占比由 17.96% 降至 11.31%。应收账款+合同资产类和无形资产占比持续提升，其中应收账款、应收票据及合同资产合计占资产比重由 2017 年的 7.76% 提升至 2021 年的 14.42%，公司无形资产占比由 11.46% 提升至 23.66%，占比公司固定资产占资产比重总体处于较高水平，其中特许权增长幅度较大。

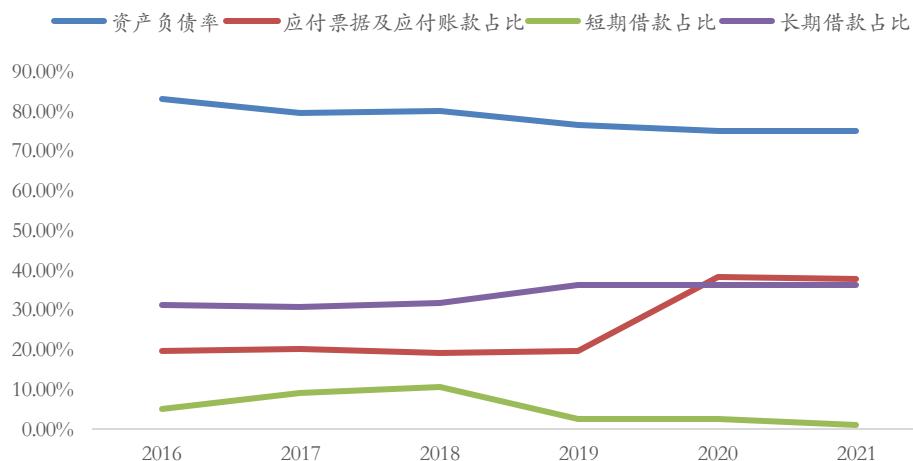
表 6：2016-2021 年公司资产情况（亿元）

| | 存货 | 应收账款及应收票据 + 合同资产 | 固定资产 | 无形资产 | 资产总额 | A/E | B/E | C/E | D/E |
|------|----------|------------------------|----------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|
| | (A) | (B) | (C) | (D) | (E) | | | | |
| 2016 | 1,113.16 | 388.29 | 898.52 | 573.21 | 5,002.78 | 22.25% | 7.76% | 17.96% | 11.46% |
| 2017 | 1,182.24 | 471.15 | 930.92 | 1,027.78 | 5,759.45 | 20.53% | 8.18% | 16.16% | 17.85% |
| 2018 | 1,342.94 | 462.46 | 955.56 | 1,412.77 | 7,132.53 | 18.83% | 6.48% | 13.40% | 19.81% |
| 2019 | 1,563.51 | 561.84 | 1,011.48 | 1,817.14 | 8,132.28 | 19.23% | 6.91% | 12.44% | 22.34% |
| 2020 | 1,226.80 | 1,178.80 | 1,014.85 | 2,015.23 | 8,865.43 | 13.84% | 13.30% | 11.45% | 22.73% |
| 2021 | 1,257.62 | 1,390.11 | 1,090.55 | 2,280.35 | 9,639.77 | 13.05% | 14.42% | 11.31% | 23.66% |

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

资产负债率控制有效, 应付票据、应付账款及合同负债占负债比重上升。2016-2021 年公司资产负债率水平总体呈下降态势, 由 2016 年的 82.86% 降至 2021 年的 75.09%, 其中应付票据、应付账款和合同负债以及长期借款为负债主要构成部分, 三者合计占负债比重超过了 70%, 2021 年, 应付票据、应付账款及合同负债占比为 37.54%, 长期借款占比呈提升趋势, 2016 年起, 占比均超过 30%, 由 30.97% 提升至 36.25%。

图 47: 2016-2021 年公司负债及主要构成占比 (%)



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

5. 盈利预测和投资建议: 全球水利水电龙头受益行业提速, 电力运营和抽水蓄能助力长期成长

5.1. 盈利预测: 工程承包稳步增长, 电力运营有望提速, 盈利能力提升可期

我们根据目前公司新签订单、在手订单、装机容量规划、行业需求等, 对公司未来营收及毛利率等进行测算:

- 1) 预计公司 2022-2024 年工程承包和勘察设计业务营业收入分别为 4401.26 亿元、5149.47 亿元和 6024.88 亿元, 分别同比增长 18.00%、17.00% 和 17.00%;
- 2) 公司电力运营板块规划装机容量规模可观, 预计营收有望持续增长, 预计 2022-2024 年电力运营业务营业收入分别为 232.69 亿元、279.53 亿元和 343.94 亿元, 分别同比增长 14.39%、20.13% 和 23.04%;
- 3) 公司将控股的 3 家地产公司和电建集团旗下 18 家电力相关设计和建设公司进行置换, 预计此部分置入业务 2022-2024 年营业收入分别为 992.78 亿元、1022.56 亿元和 1073.69 亿元, 分别同比增长 3.00%、3.00% 和 5.00%; (考虑到资产置换交割时间为 2022 年 4 月, 假设 2022 年置入板块营收的 70% 纳入公司报表)

4) 预计公司设备制造与租赁业务 2022-2024 年营业收入分别为 61.74 亿元、72.24 亿元和 86.68 亿元，分别同比增长 17.00%、17.00%和 20.00%；

预计公司 2022-2024 年总营收分别为 5390.63 元、6523.80 亿元和 7529.19 亿元，分别同比增长 20.06%、21.02%和 15.41%，预计 2022-2024 年公司综合毛利率分别为 13.89%、14.28%和 14.19%，预计 2022-2024 年公司分别实现归母净利润 107.23 亿元、131.61 亿元和 156.38 亿元，分别同比增长 24.2%、22.7%和 18.8%。

5.2. 估值分析：下游行业需求增速强劲，电力运营板块估值优势显著

我们将公司与央企基建及电力运营板块可比公司进行估值比较，公司 2022/2023 年预测 PE 分别为 11.55 和 11.03 倍，在央企板块处于较高水平，低于中国能建估值，公司工程建设板块下游行业主要为水利水电和抽水蓄能等行业投资增速相对较高的细分领域，与传统路桥和房建等公司相比，估值水平更高。在电力运营板块，大部分可比公司 2022 年预测 PE 在 12 倍以上，高出中国电建 PE 水平，公司电力运营板块估值具备较明显的优势。

表 7：可比公司估值分析

| | | EPS (wind 一致预期) | | | PE | | |
|--------|-------------|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 基建央企板块 | 中国建筑 | 1.25 | 1.36 | 1.51 | 4.34 | 3.99 | 3.60 |
| | 中国化学 | 0.84 | 0.96 | 1.20 | 11.92 | 10.46 | 8.33 |
| | 中国中冶 | 0.35 | 0.47 | 0.54 | 9.97 | 7.35 | 6.44 |
| | 中国铁建 | 1.60 | 2.05 | 2.30 | 4.94 | 3.85 | 3.43 |
| | 中国中铁 | 1.04 | 1.26 | 1.42 | 6.08 | 4.99 | 4.45 |
| | 中国交建 | 1.02 | 1.28 | 1.45 | 8.94 | 7.10 | 6.31 |
| | 中国能建 | 0.19 | 0.20 | 0.23 | 12.53 | 11.94 | 10.34 |
| | 中国电建 | 0.50 | 0.70 | 0.81 | 16.25 | 11.55 | 10.03 |
| 电力运营板块 | 华能国际 | / | 0.51 | 0.67 | / | 12.41 | 9.49 |
| | 华电国际 | / | 0.38 | 0.48 | / | 9.82 | 7.86 |
| | 大唐发电 | / | 0.12 | 0.17 | / | 19.90 | 14.18 |
| | 龙源电力 | 0.77 | 0.93 | 1.11 | 28.04 | 23.06 | 19.34 |
| | 国投电力 | 0.32 | 0.80 | 0.89 | 32.92 | 13.13 | 11.78 |
| | 三峡能源 | 0.23 | 0.29 | 0.35 | 27.42 | 21.78 | 17.85 |
| | 中国电建 | 0.50 | 0.70 | 0.81 | 16.25 | 11.55 | 10.03 |

资料来源：WIND，安信证券研究中心

5.3. 投资建议：新签订单高增业绩释放可期，新能源电力运营助力盈利估值提升

公司为水利水电建设行业优质龙头央企，规划设计和施工建设一体化能力和业务规模位居全球首位，同时全面进军交通、市政等基建领域，基建工程业务全面发展。公司大力发展新能源工程承包和投资运营业务，聚焦海上风电、陆上风电及光伏发电领域，新能源电力工程承包订单高增。公司向电力运营业务快速发展，投资建设运营以清洁能源为主的电力工程，2021 年末控股发电装机容量规模达 17.38GW，电力资产结构不断改善，新能源发电装机容量增速和占比显著提升，计划新增装机容量可观，电力运营业务有望助力未来盈利水平改善和估值提升。“十四五”期间我国抽水蓄能建设空间广阔，公司承担了国内抽水蓄能电站大部分规划、勘测设计、施工建造、设备安装、工程监理等工作，有望在订单承揽上实现新的突破。为聚焦电力主业，提升综合实力，公司通过置换和出售资产方式剥离房地产业务助力未来轻装上阵。我国电力建设投资体量庞大，目前新型电力系统全面推进，政策密集发布，“十四五”期间新能源电力建设需求强劲，抽水蓄能需求空间广阔，水利建设明显提速，龙头企业

有望充分受益。我们看好公司在水利水电和新能源发电工程建设领域的持续成长以及电力运营业务带来的业绩增厚及估值提升，预计公司 2022-2024 年分别实现营收 5390.63 亿元、6523.80 亿元和 7529.19 亿元，分别同比增长 20.06%、21.02%和 15.41%，分别实现归母净利润 107.23 亿元、131.61 亿元和 156.38 亿元，分别同比增长 24.2%、22.7%和 18.8%；EPS 分别为 0.70 元、0.86 元和 1.02 元，动态 PE 分别为 11.5 倍、9.4 倍和 7.9 倍，PB 分别为 0.9 倍、0.8 倍、0.7 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级，目标价 11.3 元。

5.4. 风险提示

疫情防控不及预期；政策落地不及预期；项目进展不及预期；资金募集不及预期；原材料价格大幅上涨等。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 401,955.5 | 448,980.3 | 539,063.2 | 652,380.0 | 752,919.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 344,083.3 | 389,566.2 | 464,213.8 | 559,227.3 | 646,079.2 | 营业收入增长率 | 15.3% | 11.7% | 20.1% | 21.0% | 15.4% |
| 营业税费 | 2,255.7 | 1,821.1 | 2,318.0 | 2,935.7 | 3,764.6 | 营业利润增长率 | 18.9% | 2.2% | 23.9% | 23.5% | 18.8% |
| 销售费用 | 1,078.1 | 1,371.7 | 1,617.2 | 2,283.3 | 2,635.2 | 净利润增长率 | 10.3% | 8.1% | 24.2% | 22.7% | 18.8% |
| 管理费用 | 11,479.3 | 13,285.6 | 16,010.2 | 19,897.6 | 22,964.0 | EBITDA 增长率 | 24.5% | -5.4% | 22.2% | 18.3% | 9.4% |
| 研发费用 | 15,268.9 | 16,088.3 | 19,406.3 | 23,811.9 | 27,858.0 | EBIT 增长率 | 32.7% | -14.5% | 31.6% | 24.2% | 11.8% |
| 财务费用 | 9,572.9 | 7,835.6 | 13,971.1 | 17,750.9 | 18,451.3 | NOPLAT 增长率 | 24.3% | -3.2% | 40.8% | 24.9% | 12.7% |
| 资产减值损失 | -2,175.4 | -808.9 | -1,359.1 | -1,562.9 | -1,554.5 | 投资资本增长率 | 14.9% | 10.1% | 6.3% | 4.0% | 4.4% |
| 加:公允价值变动收益 | 19.8 | -10.4 | -105.3 | -20.6 | 48.9 | 净资产增长率 | 15.7% | 7.2% | 10.9% | 6.1% | 6.8% |
| 投资和汇兑收益 | 3,100.5 | 650.3 | 500.0 | 500.0 | 500.0 | | | | | | |
| 营业利润 | 16,227.9 | 16,591.7 | 20,562.3 | 25,389.7 | 30,161.3 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -21.2 | 157.0 | 59.4 | -80.9 | -87.7 | 毛利率 | 14.4% | 13.2% | 13.9% | 14.3% | 14.2% |
| 利润总额 | 16,206.7 | 16,748.7 | 20,621.7 | 25,308.9 | 30,073.6 | 营业利润率 | 4.0% | 3.7% | 3.8% | 3.9% | 4.0% |
| 减:所得税 | 3,470.9 | 3,290.9 | 4,124.3 | 5,061.8 | 6,014.7 | 净利润率 | 2.0% | 1.9% | 2.0% | 2.0% | 2.1% |
| 净利润 | 7,987.2 | 8,632.1 | 10,723.3 | 13,160.6 | 15,638.3 | EBITDA/营业收入 | 10.6% | 9.0% | 9.1% | 8.9% | 8.4% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 8.2% | 6.3% | 6.9% | 7.1% | 6.9% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 91 | 84 | 70 | 54 | 43 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | -17 | -14 | -6 | 11 | 23 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 352 | 337 | 334 | 325 | 327 |
| | | | | | | 应收帐款周转天数 | 84 | 85 | 88 | 86 | 88 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 125 | 100 | 125 | 122 | 112 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 761 | 742 | 686 | 606 | 566 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 255 | 256 | 231 | 201 | 181 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 6.8% | 6.9% | 7.4% | 8.5% | 9.4% |
| | | | | | | ROA | 1.4% | 1.4% | 1.5% | 1.8% | 1.9% |
| | | | | | | ROIC | 7.7% | 6.4% | 8.2% | 9.7% | 10.5% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |
| | | | | | | 管理费用率 | 2.9% | 3.0% | 3.0% | 3.1% | 3.1% |
| | | | | | | 研发费用率 | 3.8% | 3.6% | 3.6% | 3.7% | 3.7% |
| | | | | | | 财务费用率 | 2.4% | 1.7% | 2.6% | 2.7% | 2.5% |
| | | | | | | 四费/营业收入 | 9.3% | 8.6% | 9.5% | 9.8% | 9.6% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 74.7% | 75.1% | 75.6% | 74.4% | 76.1% |
| | | | | | | 负债权益比 | 295.9% | 301.4% | 309.7% | 290.5% | 318.5% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.09 | 1.04 | 1.06 | 1.16 | 1.14 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.77 | 0.73 | 0.60 | 0.79 | 0.73 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 3.46 | 3.61 | 2.67 | 2.61 | 2.80 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.09 | - | 0.11 | 0.13 | 0.15 |
| | | | | | | 分红比率 | 17.6% | 0.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| | | | | | | 股息收益率 | 1.1% | 0.0% | 1.3% | 1.6% | 1.9% |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | EPS(元) | 0.52 | 0.56 | 0.70 | 0.86 | 1.02 |
| | | | | | | BVPS(元) | 7.71 | 8.17 | 9.51 | 10.12 | 10.82 |
| | | | | | | PE(X) | 15.5 | 14.3 | 11.5 | 9.4 | 7.9 |
| | | | | | | PB(X) | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| | | | | | | P/FCF | -6.6 | 58.9 | -4.0 | 2.0 | 26.9 |
| | | | | | | P/S | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 5.8 | 8.3 | 6.8 | 5.8 | 5.4 |
| | | | | | | CAGR(%) | 16.7% | 21.4% | 15.9% | 16.7% | 21.4% |
| | | | | | | PEG | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.4 |
| | | | | | | ROIC/WACC | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| | | | | | | REP | 0.8 | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034