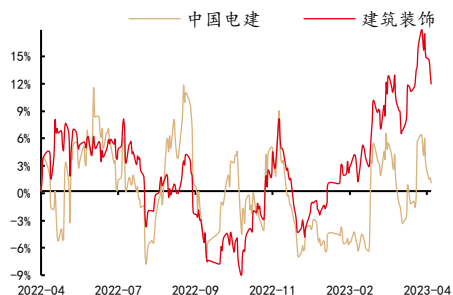


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.53
总股本/流通股本(亿股)	172.26 / 109.91
总市值/流通市值(亿元)	1,283 / 819
52 周内最高/最低价	8.33 / 6.79
资产负债率(%)	76.0%
市盈率	14.96
第一大股东	中国电力建设集团有限 公司
持股比例(%)	58.9%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsec.com
研究助理: 刘依然
SAC 登记编号: S1340122090020
Email: liuyiran@cnpsec.com

中国电建(601669.SH)

新能源基建全面发力，22 年业绩蹄疾步稳

● 事件

2023 年 4 月 26 日中国电建发布 2022 年报。2022 年公司实现营业收入 5726.1 亿元、YOY+1.23%，归母净利润 114.4 亿元、YOY+15.9%，扣非后归母净利润 103.5 亿元，YOY+26.7%。Q4 单季度实现营业收入 1755.2 亿元、归母净利润 28.2 亿元。

● 投资要点

新能源基建步伐稳健，新签订单规模高增。分业务看，22 年工程承包/电力投资运营/其他业务分别实现收入 5043.6/238.1/412.6 亿元，YOY+6.7%/+11.5%/-40.0%，其中工程承包占比 88.6%，贡献核心营业收入，其他业务收入下降系房地产开发业务置出所致。订单方面，22 年新签 10091.9 亿元，YOY+29.3%，能源电力新签订单高增至 4529.4 亿元、YOY+88.8%、占比 44.9%，其中光伏/风电/抽水蓄能订单分别增长 409.9%/68.2%/20.3%，新能源业务进一步扩张。22 年公司在手订单 16069.5 亿元，YOY+9.72%，订单充沛未来收入无虞。

清洁能源装机扩张，绿色砂石储量充沛。电力投资运营方面，截至 22 年公司控股并网装机规模 2038 万 KW、YOY+17.3%，其中风电 764.4 万 KW (+21.6%)、水电 685.5 万 KW (+5.8%)、光伏发电 272.4 万 KW (+87.6%)，清洁能源占比达 84.5%。砂石资源方面，截至 22 年公司在手绿色砂石采矿权 22 个、绿色砂石储量 85.7 亿吨、设计年产能 4.7 亿吨、投资规模 1003.7 亿元，提前实现“十四五”规划目标。

盈利水平提升，现金流持续改善。22 年公司毛利率同增 0.14 个 pct 至 12.21%，主要系毛利率较高的境内特许权经营规模增长所致。22 年期间费用率维持在 8.0% 的水平，销售/财务费用较 21 年分别下降 20.4%/17.0%，系房地产业务置出及汇兑净收益增加所致，研发费用同增 6.2%，系公司加大研发投入所致。22 年经营性净现金流 308.3 亿元，较 21 年增加 45.10%，主要来源于工程回款以及税费返还的现金增加。减值损失 50.3 亿元，较 21 年多计提 4.7 亿元。

“中特估”背景下，建筑央企估值有望修复。23 年国资委将央企主要经营指标调整为“一利五率”，对资产使用效率和创利能力提出要求，更加注重现金流安全和可持续投资能力的提升。随着考核指标落地，公司有望进一步修复估值水平、实现安全与发展并重的格局。

● 盈利预测与估值

我们预计 23-25 年公司归母净利润为 128.22(下调 5.1%)/169.03(下调 6.0)/206.41 亿元。按照 23 年 4 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 10.0/7.7/6.3 倍。我们看好“十四五”期间公司在新能源发电运营领域的业务进展，维持“买入”评级。

● 风险提示：

新能源投资建设不及预期；新能源装机不及预期；宏观经济下行。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	572,612.95	620,327.24	681,237.97	758,495.14
增长率(%)	1.23	8.33	9.82	11.34
EBITDA（百万元）	42,612.74	51,463.05	60,848.11	67,563.15
归属母公司净利润（百万元）	11,435.44	12,822.03	16,903.03	20,640.96
增长率(%)	15.93	12.13	31.83	22.11
EPS(元/股)	0.66	0.74	0.98	1.20
市盈率(P/E)	11.34	10.12	7.67	6.28
市净率(P/B)	0.85	0.72	0.66	0.59
EV/EBITDA	8.30	7.70	7.19	6.92

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	572,612.95	620,327.24	681,237.97	758,495.14	营业收入	1.23%	8.33%	9.82%	11.34%
营业成本	502,105.74	542,918.94	591,569.31	656,840.55	营业利润	3.87%	14.28%	33.52%	23.60%
税金及附加	2,104.73	2,295.21	2,656.83	3,033.98	归属于母公司净利	15.93%	12.13%	31.83%	22.11%
销售费用	1,340.64	1,550.82	1,703.09	1,896.24	获利能力				
管理费用	16,674.90	17,989.49	19,755.90	22,148.06	毛利率	12.21%	12.48%	13.16%	13.40%
研发费用	20,801.45	22,331.78	24,524.57	27,457.52	净利率	2.00%	2.07%	2.48%	2.72%
财务费用	7,231.34	9,415.10	9,693.00	8,919.78	ROE	7.53%	7.16%	8.58%	9.44%
资产减值损失	-814.21	-977.00	-987.00	-977.00	ROIC	3.61%	4.71%	4.86%	5.23%
营业利润	19,055.12	21,775.65	29,074.50	35,935.60	偿债能力				
营业外收入	339.07	550.00	650.00	700.00	资产负债率	76.89%	75.55%	76.48%	75.86%
营业外支出	146.92	340.00	480.00	550.00	流动比率	0.88	0.90	0.92	0.93
利润总额	19,247.26	21,985.65	29,244.50	36,085.60	营运能力				
所得税	3,562.83	4,177.27	5,702.68	7,217.12	应收账款周转率	5.66	5.90	5.90	5.95
净利润	15,684.44	17,808.38	23,541.82	28,868.48	存货周转率	7.60	15.23	7.54	5.40
归母净利润	11,435.44	12,822.03	16,903.03	20,640.96	总资产周转率	0.54	0.58	0.57	0.58
每股收益 (元)	0.66	0.74	0.98	1.20	每股指标 (元)				
资产负债表					每股收益	0.66	0.74	0.98	1.20
货币资金	100,954.13	87,059.05	125,720.33	104,933.63	每股净资产	8.82	10.39	11.43	12.69
交易性金融资产	299.97	299.97	299.97	299.97	估值比率				
应收票据及应收	102,667.74	112,310.11	123,776.69	136,934.94	PE	11.34	10.12	7.67	6.28
预付款项	32,054.00	34,746.81	38,452.01	42,694.64	PB	0.85	0.72	0.66	0.59
存货	16,954.66	64,483.18	116,274.10	164,707.69	现金流量表				
流动资产合计	415,739.95	465,278.30	586,077.13	648,382.75	净利润	15,684.44	17,808.38	23,541.82	28,868.48
固定资产	126,840.83	120,769.11	113,582.40	105,350.68	折旧和摊销	16,587.21	15,101.72	16,706.72	17,261.72
在建工程	24,407.58	25,407.58	26,607.58	27,707.58	营运资本变动	-13,220.6	-29,564.3	-40,804.2	-33,233.9
无形资产	267,835.33	292,828.33	321,321.33	352,314.33	其他	11,780.71	13,894.76	14,138.07	14,230.24
非流动资产合计	624,338.16	649,309.44	676,885.72	705,807.01	经营活动现金流净	30,831.75	17,240.52	13,582.35	27,126.53
资产总计	1,040,078.11	1,114,587.74	1,262,962.86	1,354,189.76	资本开支	-53,020.1	-34,529.8	-38,827.5	-40,782.4
短期借款	23,749.12	29,749.12	109,749.12	118,749.12	其他	7,353.84	-4,503.74	-4,659.38	-4,696.60
应付票据及应付	220,618.00	240,259.85	264,217.31	292,272.60	投资活动现金流净	-45,666.2	-39,033.5	-43,486.9	-45,479.0
其他流动负债	228,155.66	244,882.91	264,758.75	289,061.87	股权融资	48,449.83	13,332.16	0.00	0.00
流动负债合计	472,522.78	514,891.88	638,725.17	700,083.59	债务融资	55,085.79	6,000.00	80,000.00	9,000.00
其他	3,773.29	3,773.29	3,773.29	3,773.29	其他	-72,259.6	-11,434.1	-11,434.1	-11,434.1
非流动负债合计	327,211.34	327,211.34	327,211.34	327,211.34	筹资活动现金流净	31,275.98	7,897.97	68,565.82	-2,434.18
负债合计	799,734.12	842,103.21	965,936.51	1,027,294.93	现金及现金等价物净	17,612.92	-13,895.0	38,661.28	-20,786.7
股本	17,226.16	19,306.28	19,306.28	19,306.28					
资本公积金	35,786.91	47,038.95	47,038.95	47,038.95					
未分配利润	60,521.38	72,420.11	87,787.68	106,332.50					
少数股东权益	88,479.26	93,465.61	100,104.40	108,331.92					
其他	38,330.28	40,253.58	42,789.04	45,885.18					
所有者权益合计	240,343.99	272,484.53	297,026.35	326,894.83					
负债和所有者权	1,040,078.11	1,114,587.74	1,262,962.86	1,354,189.76					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048