

建筑+系列报告之二：吸并子公司重登

A 股，全产业链电力工程巨头启航

全球电力工程龙头，具备全产业链服务能力，吸并子公司葛洲坝后重登 A 股。中国能建是中国乃至全球最大的电力行业综合解决方案商。公司主营业务涵盖勘测设计及咨询、工程建设、工业制造、清洁能源及环保水务、投资及其他等五大板块，具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链。中国能建吸收换股合并其核心子公司葛洲坝，实现在 A 股的整体上市，将实现资源和资本的全面整合，大大提高公司的竞争能力与盈利能力。2020 年公司实现营业收入 2703 亿元，同比增长 9.3%；归母净利润 46.7 亿元，同比下滑 8.6%，若考虑葛洲坝合并后的盈利，净利润水平将达到 66.3 亿元。

积极拓展新能源业务，充分受益于国家双碳战略。作为能源电力行业的央企巨头，在国家双碳战略下，公司体现出其领先优势和使命担当。无论是在抽水蓄能亦或是新能源项目投建方面，公司都积累了丰富的工程业绩，具备较高的市场占有率。公司主营业务电力勘测和工程业绩有望从未来抽水蓄能以及新能源电力建设的快速发展下获益，此外，公司还将全面进军新能源运营产业，争取到 2025 年控股新能源装机容量达到当前 10 倍以上。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 2.40 元/股。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 0.19/0.22/0.27 元。根据分部估值法，公司目标市值为 1000 亿元，对应 A 股目标价 2.40 元，给予买入评级。

风险提示：抽水蓄能发展不及预期；碳中和政策推进不及预期；海外疫情持续发展；新能源运营推进不及预期。

重要财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	247,291	270,328	298,356	344,790	401,914
增长率(%)	10.4	9.3	10.4	15.6	16.6
净利润(百万元)	5,112	6,628	7,840	9,351	11,243
增长率(%)	8.7	29.6	18.3	19.3	20.2
ROE(%)	8.5	6.3	6.1	6.8	7.5
EPS(元/股，摊薄)	0.17	0.16	0.19	0.22	0.27
P/E(倍)	-	-	-	-	-
P/B(倍)	-	-	-	-	-

中国能建 (601868)

首次评级

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440520070004

发布日期：2021 年 09 月 27 日

目标价格 6 个月：2.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	/	/	/

12 月最高/最低价 (元)

总股本 (万股) 4,169,116.36

流通 A 股 (万股) 1,167,076.73

总市值 (亿元)

流通市值 (亿元)

近 3 月日均成交量 (万股)

主要股东

电力规划总院有限公司 0.47%

相关研究报告

目录

1. 全球电力工程龙头，具备全产业链服务能力.....	1
1.1 公司在电力工程领域具有领先地位，具全产业链服务能力.....	1
1.2 整体上市增强核心竞争力，核心高管团队专业且经验丰富.....	1
1.2.1 整体上市实现资源全面整合，增强核心竞争力.....	1
1.2.2 管理层专业且经验丰富，改革之风即将到来.....	2
1.3 业务覆盖建筑完整产业链，新签营收稳步增长.....	4
1.3.1 明确“146”发展战略，业务覆盖建筑完整产业链.....	4
1.3.2 上半年新签合同增速迅猛，在手合同充足.....	6
1.3.3 营收保持稳健增长，2021 年以来业绩表现优异.....	6
2. 能源革命下的“新”电力工程，稳增长迎来非电工程新机遇.....	8
2.1 抽水蓄能打开电力工程新空间，公司具备核心竞争力.....	10
2.1.1 储能步入快速发展期，抽水蓄能占据优势.....	10
2.1.2 丰富工程业绩彰显公司强大业务能力.....	12
2.2 传统建筑仍大有可为，公司非电业务稳步拓展.....	13
2.2.1 长短期我国建筑行业依然有较大发展空间.....	13
2.2.2 非电业务稳步拓展，多元化经营增强协同效应.....	14
3. 打造行业领先的工业制造能力.....	15
4. 新能源运营大踏步前进，有望成为公司新增长点.....	16
5. 房地产开发业务稳定经营，积极打造一流城市综合运营商.....	17
6. 盈利预测、投资建议及风险提示.....	18
6.1 盈利预测：预计 2021-2023 年 EPS 至 0.19/0.22/0.27 元.....	18
6.2 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 2.40 元.....	19
6.3 风险提示.....	20
报表预测.....	21

图表目录

图表 1：公司发展历程图.....	1
图表 2：公司合并葛洲坝前后股权结构图.....	1
图表 3：公司董事会.....	2
图表 4：公司非董事高管层.....	3
图表 5：公司业务板块情况.....	4
图表 6：2016-2020 年公司累计新签合同额情况.....	6
图表 7：公司营业收入持续增长.....	7
图表 8：葛洲坝合并后公司业绩表现.....	7
图表 9：2018-2020 年公司营业收入结构.....	7
图表 10：2018-2020 年公司五大业务板块毛利润（单位：亿元）.....	8
图表 11：2018-2020 年公司五大业务板块毛利率.....	8
图表 12：公司资产负债率持续下降.....	8

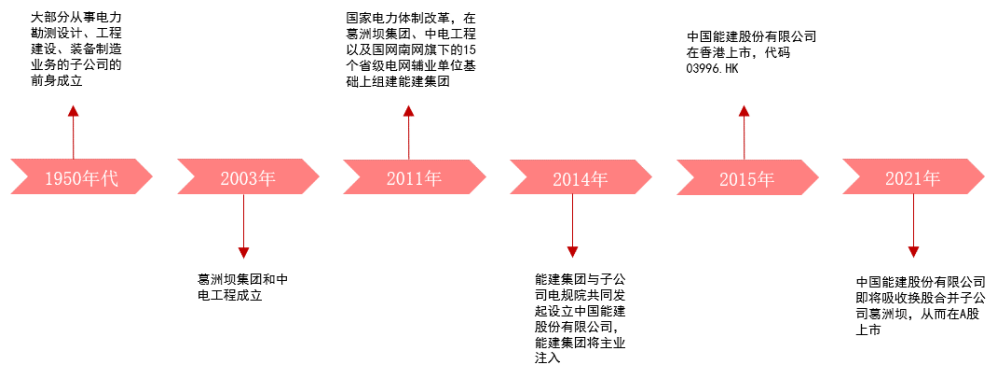
图表 13: 公司勘测设计及咨询业务经营情况	9
图表 14: 公司工程建设业务经营情况	9
图表 15: 近五年电力投资规模及增速	10
图表 16: 抽水蓄能未来投资规划	10
图表 17: 截至 2020 年, 抽水蓄能是应用最广泛的储能类型	11
图表 18: 各项储能技术参数对比	11
图表 19: 公司部分重大水电和新能源项目一览	13
图表 20: 中国当前城市化率是日本 1960 年代水平	13
图表 21: 今年以来专项债发行量并不大	13
图表 22: 2017-2020 年公司非电工程收入变化	14
图表 23: 2017-2020 年公司非电工程新签合同额变化	14
图表 24: 2017-2020 年公司非电工程毛利变化	14
图表 25: 2017-2020 年公司非电工程毛利率变化	14
图表 26: 公司 2017-2020 年工业制造业务经营情况	15
图表 27: 公司 2017-2020 年水泥业务经营指标	16
图表 28: 公司 2017-2020 年民爆业务经营指标	16
图表 29: 公司 2017-2020 年清洁能源及环保水务业务经营情况	16
图表 30: 公司 2017-2020 年投资及其他业务经营情况	17
图表 31: 分类收入预测	18
图表 32: 分部估值表 (更新至 2021-9-27)	19
图表 33: 可比公司估值 (更新至 2021-9-27)	19

1. 全球电力工程龙头，具备全产业链服务能力

1.1 公司在电力工程领域具有领先地位，具全产业链服务能力

中国能建是一家为中国乃至全球能源电力、基础设施等行业提供整体解决方案、全产业链服务的综合性特大型集团公司，主营业务涵盖能源电力、水利水务、铁路公路、港口航道、市政工程、城市轨道交通、生态环保和房屋建筑等领域，具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链。公司连续多年进入世界 500 强，在 ENR 全球工程设计公司 150 强、国际工程设计公司 225 强、全球承包商 250 强和国际承包商 250 强排名中位居前列，在 80 多个国家和地区设立了 200 多个境外分支机构，业务遍布世界 140 多个国家和地区。

图表1： 公司发展历程图



资料来源：公司公告，中信建投

公司的历史最早可以追溯至 20 世纪 50 年代，当时大部分从事电力勘测设计、工程建设和装备制造的子公司的前身相继成立。2003 年，主要子公司葛洲坝集团和中电工程成立。到了 2011 年，随着电力体制改革的进一步推进，国务院将国家电网和南方电网所属辅业单位拆分出来，一部分和中国水电集团等组建中国电建，而另一部分（15 个省市的电网辅业单位）与葛洲坝集团、中电工程组建中国能建集团。能建集团在 2014 年设立中国能建股份公司，并将主业注入后于 2015 年于港交所上市，代码 03996.HK。2021 年，中国能建股份有限公司吸收换股合并子公司葛洲坝，从而实现在 A 股的整体上市，代码 601868.SH。

1.2 整体上市增强核心竞争力，核心高管团队专业且经验丰富

1.2.1 整体上市实现资源全面整合，增强核心竞争力

根据中国能建吸收换股合并葛洲坝的交易方案，经除息调整后，中国能源建设将因本次换股吸收合并新增 116.7 亿股 A 股股票，本次交易完成后，不考虑收购请求权、现金选择权行权影响，中国能建集团直接及间接合计持有中国能源建设 187.85 亿股股份，占中国能源建设总股本的 45.06%，仍为中国能源建设的控股股东。国务院国资委持有中国能建集团 90% 股权，仍为中国能源建设的实际控制人。公司股权结构如下图：

图表2： 公司合并葛洲坝前后股权结构图

请参阅最后一页的重要声明

股东名称	合并葛洲坝前		合并葛洲坝后	
	持股数量（亿股）	持股比例	持股数量（亿股）	持股比例
中国能建集团	181.08	60.32%	181.08	43.43%
国新控股	20.29	6.76%	20.29	4.87%
诚通金控	5.22	1.74%	5.22	1.25%
电规院	0.99	0.33%	0.99	0.24%
原葛洲坝其他股东	-	-	116.71	27.99%
内资股（A 股）合计	207.58	69.15%	324.04	77.78%
中国能建集团	5.79	1.93%	5.79	1.39%
华星香港	6.34	2.11%	6.34	1.52%
其他 H 股股东	80.50	26.81%	80.50	19.31%
H 股合计	92.62	30.85%	92.62	22.22%
总股本	300.20	100.00%	416.91	100.00%

资料来源：公司公告，中信建投

本次换股吸收合并后，中国能建主营业务未发生变更，中国能建和葛洲坝将实现资源全面整合，消除潜在同业竞争，业务协同效应将得到充分释放。合并后存续公司将全资控股核心子公司葛洲坝，公司的综合服务能力将进一步提升。中国能建、葛洲坝将通过资产、人员、品牌、管理等各个要素的深度整合，进一步增强核心竞争力和行业影响力。

1.2.2 管理层专业且经验丰富，改革之风即将到来

公司董事会由 3 个执行董事、3 个非执行董事及 3 个独立非执行董事构成。董事长宋海良现任公司执行董事、董事长，同时兼任中国能建集团董事长，历任交通部水运规划设计院设计二室副主任、主任，中交水运规划设计院院长助理、副院长、院长，中交水运规划设计院有限公司董事长、总经理，上海振华重工（集团）股份有限公司（证券代码：600320.SH）董事长，中国交通建设股份有限公司（证券代码：601800.SH；1800.HK）总经理助理、装备制造海洋重工事业部总经理，中国交通建设股份有限公司副总经理、执行董事、总经理，中国交通建设集团有限公司董事、总经理。总裁孙洪水现任公司副董事长、执行董事、总经理，同时兼任中国能建集团董事、总经理，历任中国水电六局局长，中国水利水电建设集团公司副总经理，中国水电股份公司总经理，中国电力建设集团有限公司董事、总经理，中国电力建设股份有限公司（证券代码：601669.SH）副董事长、总经理。公司执行董事履职经理丰富。

图表3：公司董事会

姓名	职务	性别	当前任期	出生年份	职称
宋海良	执行董事、董事长	男	2021 年 2 月至今	1965 年	正高级工程师
孙洪水	执行董事、副董事长、总经理	男	2021 年 2 月至今	1962 年	正高级工程师
马明伟	执行董事	男	2021 年 2 月至今	1964 年	高级经济师
李树雷	非执行董事	男	2021 年 2 月至今	1964 年	-
刘学诗	非执行董事	男	2021 年 2 月至今	1965 年	-
司欣波	非执行董事	男	2021 年 2 月至今	1967 年	高级会计师
赵立新	独立非执行董事	男	2021 年 2 月至今	1954 年	-
程念高	独立非执行董事	男	2021 年 2 月至今	1956 年	-

魏伟峰 独立非执行董事 男 2021年2月至今 1962年 -

资料来源：公司公告，中信建投

公司的非董事高管层主要由 4 个副总裁、1 个总会计师和 1 个董事会秘书构成，均有较强的专业能力，从业经验丰富：

图表4： 公司非董事高管层

姓名	职务	性别	当前任期	出生年份	职称	任职经历
吴春利	副总经理	男	2021年2月至今	1963年	正高级工程师	历任电规院人才交流服务中心副主任、院长助理兼人事处处长、副院长，中国电力建设工程咨询公司副总经理，中国电力工程顾问集团公司副总经理、总经理、执行董事。
周厚贵	副总经理	男	2021年2月至今	1962年	正高级工程师	历任葛洲坝工程局三峡指挥部总工程师，中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司副总经理，葛洲坝集团副总经理和总工程师，葛洲坝集团副总经理和总工程师，中国能建集团副总经理和总工程师，中国能建集团工程研究院院长。
陈关中	总会计师	男	2021年2月至今	1969年	正高级会计师	历任中国化学工程第六建设公司财务部副主任、主任、审计室主任、副总会计师、总会计师，中国电力工程顾问集团有限公司总会计师，中国能建集团副总会计师、总会计师。
吴云	副总经理	男	2021年2月至今	1964年	正高级工程师	历任中国电力工程顾问集团有限公司规划处处长、副总工程师兼规划研究部主任、总经理助理、规划研究中心主任，中国电力工程顾问集团有限公司总工程师，中国能建集团总工程师、首席信息官，中国能源建设总工程师。
陈晓华	副总经理	男	2021年8月至今	1974年	正高级工程师	历任葛洲坝集团第三工程有限公司贺龙电站项目部施工员、汉川分水泵站项目部副总工，葛洲坝集团第一工程有限公司宣城供水项目部副经理、宜兴公司工程管理部部长，葛洲坝集团公司阳新干堤加固工程第一标段施工项目部总工程师，葛洲坝集团第一工程有限公司广东中江高速公路工程项目部党总支书记、第一工程处处长、新疆博斯腾湖土建工程施工项目部总经理、市场部部长、总经理助理，中国葛洲坝集团国际工程有限公司干部、项目管理与法律事务部副部长、副总经理、总经理、副董事长、党委副书记、董事长、党委书记，中国葛洲坝集团

秦天明 董事会秘书 男 2021年8月至今 1967年 正高级经济师

股份有限公司总经理助理、党委常委、副总经理，中国葛洲坝集团有限公司董事长(执行董事)、总经理，中国葛洲坝集团股份有限公司党委书记、董事长

历任水利电力部长江葛洲坝工程局第二工程公司办公室副科级秘书、办公室副主任，中国葛洲坝水利水电工程集团公司总经理办公室秘书、秘书科科长、副主任。中国葛洲坝集团有限公司人力资源部部长兼外事办公室主任，中国葛洲坝集团(股份)有限公司人力资源部主任兼外事办公室主任。中国能源建设集团有限公司筹备组人力资源组组长，中国能源建设集团有限公司人力资源部主任，中国能建集团装备有限公司董事，公司人力资源部主任及副总经济师

资料来源：公司公告，中信建投

董事长宋文良和总经理孙洪水均是在 2020 年方加入公司，有志在 2021 年中国能建成立 10 周年之际带给公司以革新。根据中国能建 2020 年报中的董事长报告书，2021 年是中国能建“深化改革攻坚年与品质提升年”，公司将在管理组织架构、考核机制和薪酬机制、市场开拓、国际业务管控、成本核算管理、项目管理、分包管控、财务信息管理和风险防控等多个方面狠下功夫进行调整，推动公司管理水平大升级、大提高。以更大的勇气变革创新，回报以社会、股东高质量的发展业绩。

1.3 业务覆盖建筑完整产业链，新签营收稳步增长

1.3.1 明确“146”发展战略，业务覆盖建筑完整产业链

中国能建于 2020 年底明确了“146”发展战略，即秉承行业领先、世界一流，建设具有全球竞争力的世界一流企业的战略愿景，力争在践行国家战略、能源革命、高质量发展及建设美好生活上走在前列，成为国家战略的践行者、能源革命的先行者、高质量发展的笃行者和美好生活的建设者，努力打造一流的能源一体化方案解决商、一流的工程总承包商、一流的基础设施投资商、一流的生态环境综合治理商、一流的城市综合开发运营商、一流的建材、工业产品和装备提供商。细分来看，公司主营业务涵盖勘测设计及咨询、工程建设、工业制造、清洁能源及环保水务、投资及其他等五大板块，具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链。

图表5：公司业务板块情况

业务板块	细分领域	主要产品或服务	优势或地位	从事子公司
勘测设计及咨询	建设业务	主要承接发电、电网、非电工程等项目的勘测设计及咨询服务，并提供电力行业规划、政策咨询以及电力项目估算、评估及监	在电力勘测设计技术上处于引领地位，在百万千瓦级超超临界燃煤机组、核电常规岛、洁净煤发电、空冷机组、特高压交直流输电、海上风电等勘测设计前沿技术领域具有领先优势	-

		理等服务		
工程建设	建设业务	主要为国内外的大型发电项目、输变电项目和各类基础设施建设项目提供服务	中国能建在电力和基础设施建设领域进行广泛布局，构建起强大的业务能力与资源网络	-
工业制造	水泥生产	主要包括水泥、商品混凝土、骨料及相关产品的生产和销售，具备研发制造、新型建材、环境工程、砂石骨料、商砼服务、物流配送、技术咨询等完整的产业链条	2020年，中国葛洲坝集团水泥有限公司名列全国水泥企业熟料产能50强第13位，名列中国建材企业500强第23位	葛洲坝
	民用爆破	主要包括民爆物品生产与销售、爆破工程施工、矿山工程施工总承包服务	易普力公司民爆物品品种、规格齐全，销售范围覆盖全国大部分地区及东南亚、非洲和南美洲；拥有营业性爆破作业单位一级资质、矿山工程施工总承包一级资质等高等级资质，是全国最大的现场混装一体化服务模式应用单位。2020年，易普力公司工业炸药许可产能38.65万吨，排名全国第二；产能利用率、混装炸药占比、年爆破量、盈利能力等均处于行业领先水平	
	装备制造	主要为电站辅机设备、输变电设备、节能环保设备、钢结构、船舶修造、分布式能源、储能等高端装备的制造、销售和综合服务，具有为大型电站提供全套设备和集成服务的综合能力	主要为电站辅机设备、输变电设备、节能环保设备、钢结构、船舶修造、分布式能源、储能等高端装备的制造、销售和综合服务，具有为大型电站提供全套设备和集成服务的综合能力	
清洁能源及环保水务	清洁能源	包括清洁高效火电、水电、风电、太阳能等电源投资建设与运营	-	下属相关新能源公司
	环保	围绕再生资源利用、水环境治理、污水污泥治理、新型道路材料、固废处理、城市垃圾处理等细分领域	再生资源利用位居行业前列	-
	水务	聚焦供水、污水处理、水环境综合治理等业务	-	-
投资及其他	房地产开发	-	坚持高品质定位和差异化发展	葛洲坝
	高速公路运营	-	在高速公路投资、建设、运营和资本运作领域具备全产业链优势	-
	金融服务	-	为公司加强资金集中管理和所属企业发展主业项	-

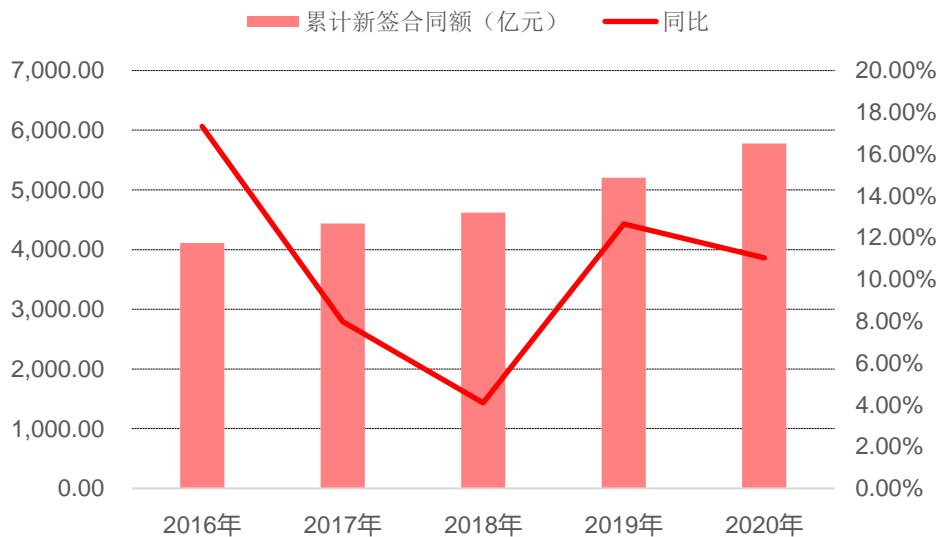
		目、丰富融资手段、节约融资成本提供了有力支持	
	其他业务		-

资料来源：公司公告，中信建投

1.3.2 上半年新签合同增速迅猛，在手合同充足

公司新签合同额总体保持稳健增长的态势，2016-2020 年新签合同额 CAGR 为 8.9%。2020 年，公司完成新签合同额 5778 亿元，同比增长 11.04%；2021 年上半年，公司完成新签合同额 4832.9 亿元，完成年度新签合同额计划的 74.7%，同比大幅增长 58.2%，体现公司欣欣向荣的发展态势。此外，截至 2020 年末，公司在手未完成合同额为 13427.7 亿元，是 2020 年营收 2706 亿元的 5 倍左右，在手合同充足保障了公司短期的发展。

图表6： 2016-2020 年公司累计新签合同额情况



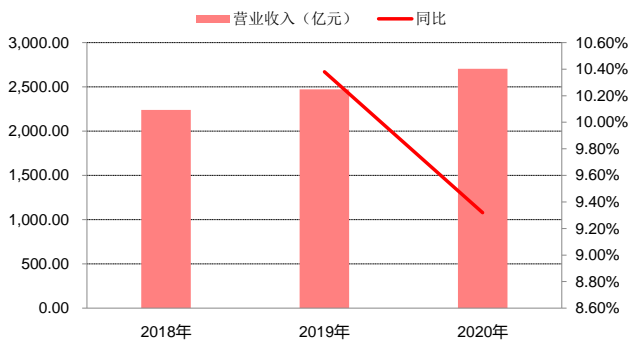
资料来源：Wind，中信建投

1.3.3 营收保持稳健增长，2021 年以来业绩表现优异

增长的合同订单顺利转化为经营收入。公司营业收入从 2018 年的 2240 亿元增长到 2020 年的 2703 亿元，归属净利润却一直在 50 亿元上下波动，主要受所得税影响。2020 年公司实现营业收入 2703 亿元，同比增长 9.32%，归属于归母净利润 46.71 亿元，同比下滑 8.64%。在中国能建吸收合并葛洲坝后，公司将对葛洲坝的持股比例将由原先的 42.84% 上升至 100%，因而合并后追溯的 2020 年归属净利润将由原先的 46.7 亿元变为 66.3 亿元。2021 年上半年，公司业绩表现优异，实现营业收入 1415 亿元，同比增长 34.04%，实现归母净利润 24.5 亿元（合并前），较去年同期增长 166.69%，利润的高速增长与去年同期受疫情影响有一定关系，与 2019 年上半年，公司归母净利润同比增长 13.4%¹。

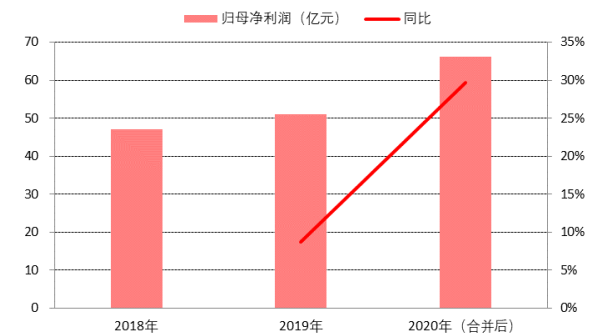
¹ 2018-2020 年数据取自《中国能源建设股份有限公司换股吸收合并中国葛洲坝集团股份有限公司暨关联交易报告书》，采用中国大陆会计准则。2021 年上半年数据取自中国能建港股半年度业绩公告，采用 IFRS 国际会计准则。

图表7： 公司营业收入持续增长



资料来源：公司公告，中信建投

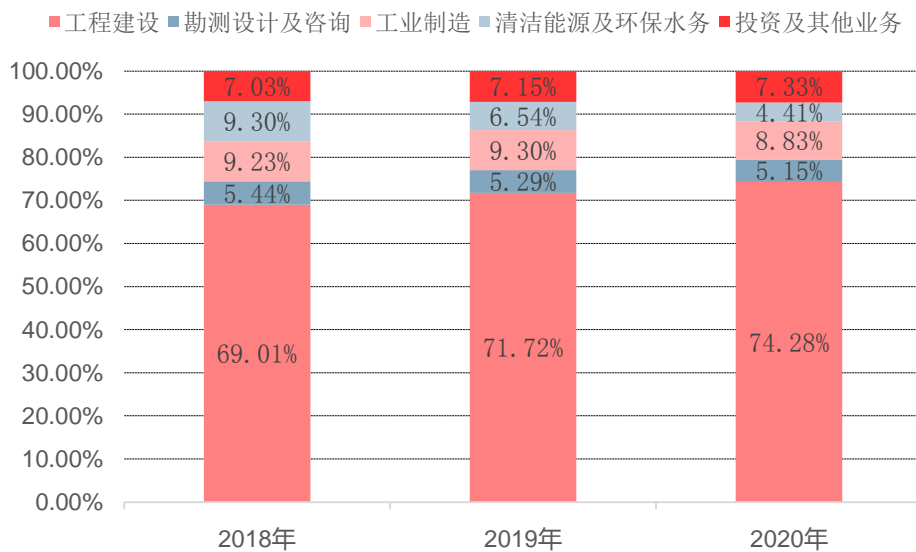
图表8： 葛洲坝合并后公司业绩表现



资料来源：公司公告，中信建投

收入结构上来看，工程建设业务作为公司核心业务，是公司收入的主要来源，收入贡献在 70%左右。此外公司近年来调整环保业务板块，因而清洁能源及环保水务板块的营收占比有所下降。

图表9： 2018-2020 年公司营业收入结构

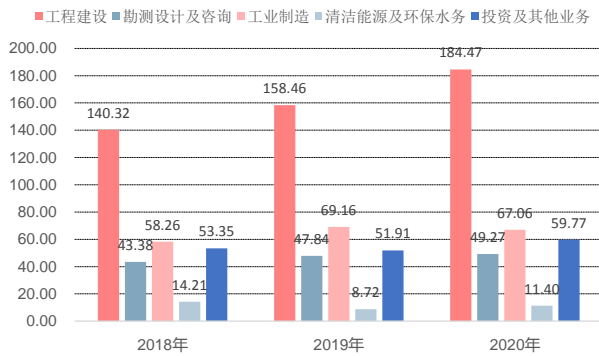


资料来源：公司公告，中信建投

从利润贡献来看，工程建设业务作为公司的核心业务，贡献了主要的利润且持续增长。其余业务虽同样有所增长，但速度相对缓慢。清洁能源及环保水务业务由于业务板块的调整和收入的缩减，其毛利也从 2018 年的 14.2 亿下降至 2020 年的 11.4 亿。

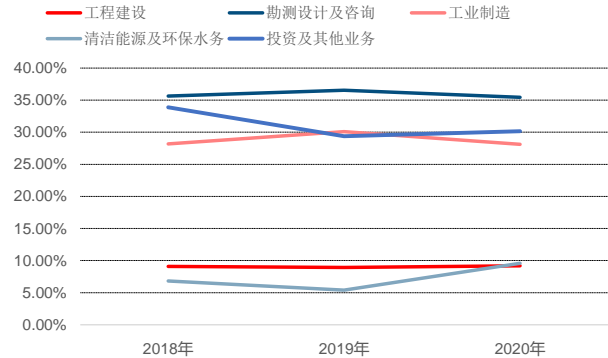
毛利率上来看，勘测设计及咨询、工业制造和投资及其他业务为公司的高毛利业务，毛利率都维持在 30% 附近。主要业务工程建设的毛利率也保持稳健，基本在 9% 左右。清洁能源及环保水务业务毛利率波动较大，主要是受到了业务板块调整（环保业务亏损）的影响。

图表10： 2018-2020 年公司五大业务板块毛利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

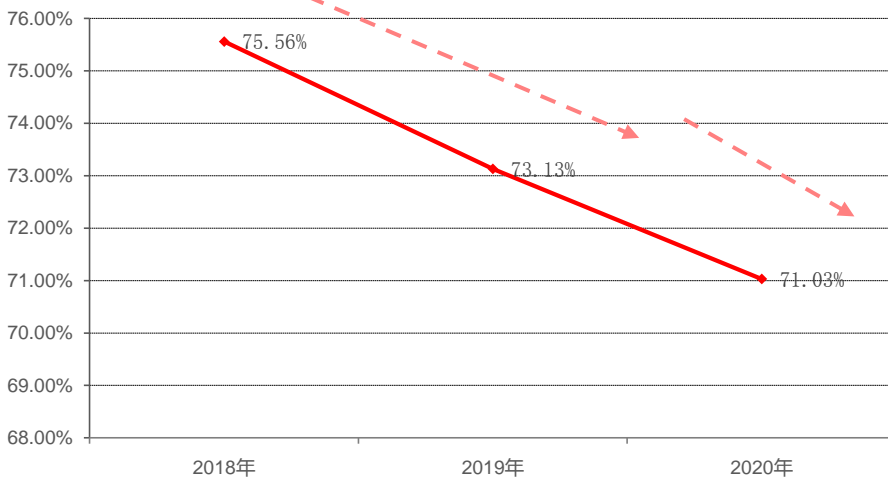
图表11： 2018-2020 年公司五大业务板块毛利率



资料来源：公司年报，中信建投

截至 2018 年末、2019 年末和 2020 年末，公司的资产负债率分别为 75.6%、73.1%和 71.0%。总体来看，公司资产负债率较高，但呈现下降趋势，主要原因是公司加强了债务风险的管控。

图表12： 公司资产负债率持续下降



资料来源：公司公告，中信建投

2. 能源革命下的“新”电力工程，稳增长迎来非电工程新机遇

作为电力工程行业的巨无霸，勘测设计及咨询、工程建设是公司的主要收入和利润来源，也是公司最具核心竞争力的部分，鉴于二者下游皆是建筑领域，因此在此我们作合并分析。公司勘测设计及咨询业务主要承接发电、电网、非电工程等项目的勘测设计及咨询服务，并提供电力行业规划、政策咨询以及电力项目估算、评估及监理等服务。中国能建在电力勘测设计技术上处于引领地位，在百万千瓦级超超临界燃煤机组、核电常规

岛、洁净煤发电、空冷机组、特高压交直流输变电、海上风电等勘测设计前沿技术领域具有领先优势。工程建设方面，中国能建拥有世界一流的工程建设能力，主要为国内外的大型发电项目、输变电项目和各类基础设施建设项目提供服务。中国能建在电力和基础设施建设领域进行广泛布局，构建起强大的业务能力与资源网络。

从经营数据来看，公司勘测设计及咨询业务近年来各项指标维持稳定，收入保持在 130-140 亿元左右，毛利率在 35% 左右，年度新签合同额在 100-110 亿元左右，非电工程的收入和新签合同额总体绝对值较小，均在 10 亿元以下。而工程建设的收入、毛利和新签合同额均处于高速扩张期间，截至 2020 年，上述三项指标数据分别为 2115 亿元、182 亿元和 2947 亿元，较上一年同期分别增长 14%、17% 和 12%，工程建设板块经营的良好发展主要得益于非电工程业务的大力开拓。

图表13： 公司勘测设计及咨询业务经营情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
板块营业收入（亿元）	132.83	122.16	131.54	140.95
——电力工程	125.45	115.82	123.37	130.96
——非电力工程	7.38	6.34	8.17	9.99
板块毛利（亿元）	56.78	42.3	46.47	47.89
——电力工程	55.1	40.02	43.9	44.73
——非电工程	1.68	2.28	2.57	3.16
板块毛利率	42.7%	34.6%	35.3%	34.0%
——电力工程	43.9%	34.6%	35.6%	34.2%
——非电工程	22.8%	36.0%	31.5%	31.6%
板块新签合同额	109	112.25	125.18	113.37
——电力工程	101.91	103.15	115.33	102.82
——非电工程	7.09	9.1	9.85	10.55

资料来源：公司港股年报，中信建投

图表14： 公司工程建设业务经营情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
板块营业收入（亿元）	1687.52	1632.95	1854.25	2115.39
——电力工程	1364.45	1272.51	1348.29	1482.09
——非电力工程	323.07	360.44	505.96	633.3
板块毛利（亿元）	134.54	145.03	155.14	181.67
——电力工程	101.16	100.69	100.71	101.46
——非电工程	33.38	44.34	54.43	80.21
板块毛利率	8.0%	8.9%	8.4%	8.6%
——电力工程	7.4%	7.9%	7.5%	6.8%
——非电工程	10.3%	12.3%	10.8%	12.7%
板块新签合同额	4207.39	4393.05	4972.35	5565.62
——电力工程	2441.28	2566.02	2778.39	2946.89
——非电工程	1766.11	1827.03	2193.96	2618.73

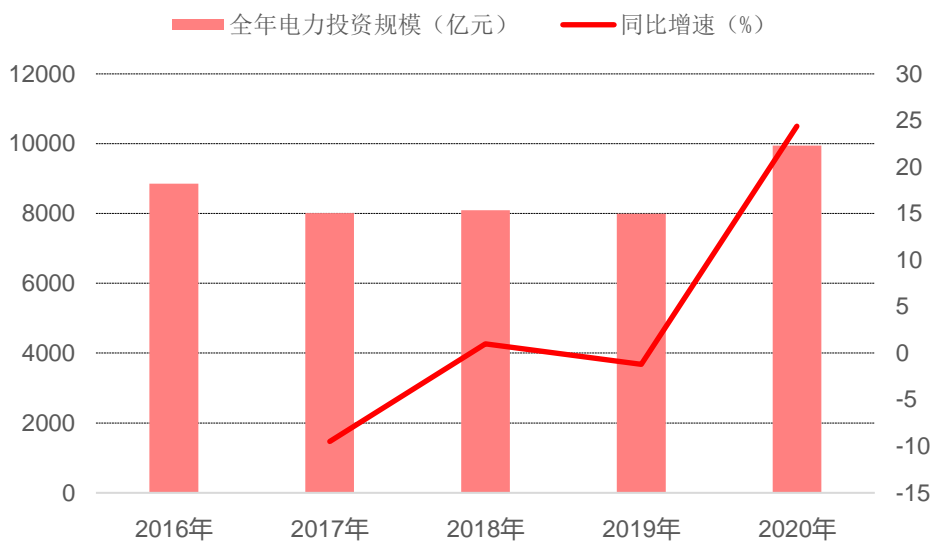
资料来源：公司港股年报，中信建投

2.1 抽水蓄能打开电力工程新空间，公司具备核心竞争力

2.1.1 储能步入快速发展期，抽水蓄能占据优势

国内电力投资规模保持在 8000 亿元，储能建设（尤其是抽水蓄能）或有望打开新空间。2016-2020 年，全国电力行业投资规模较为稳定，每年均保持在 8000 亿元以上，2020 年接近万亿，达到近五年来最高水平。在当前新能源革命下，为适应新型电力系统建设和大规模高比例新能源发展需要，助力实现碳达峰、碳中和目标，国家能源局于 9 月 9 日正式发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，提出到 2025 年，抽水蓄能投产总规模较“十三五”翻一番，达到 6200 万千瓦以上；到 2030 年，抽水蓄能投产总规模较“十四五”再翻一番，达到 1.2 亿千瓦左右；到 2035 年，形成满足新能源高比例大规模发展需求的，技术先进、管理优质、国际竞争力强的抽水蓄能现代化产业，培育形成一批抽水蓄能大型骨干企业。根据前期征求意见稿的数据，当前已投产抽水蓄能装机规模约为 3249 万千瓦，按平均每千瓦 0.5 万元投资规模计算，“十四五”和“十五五”的新增投资规模将分别达到 1500 亿元和 2900 亿元，年均规模达到 300 亿元和 600 亿元左右，有效开拓了现有的电力市场投资规模。

图表15： 近五年电力投资规模及增速



资料来源：公司公告，中信建投

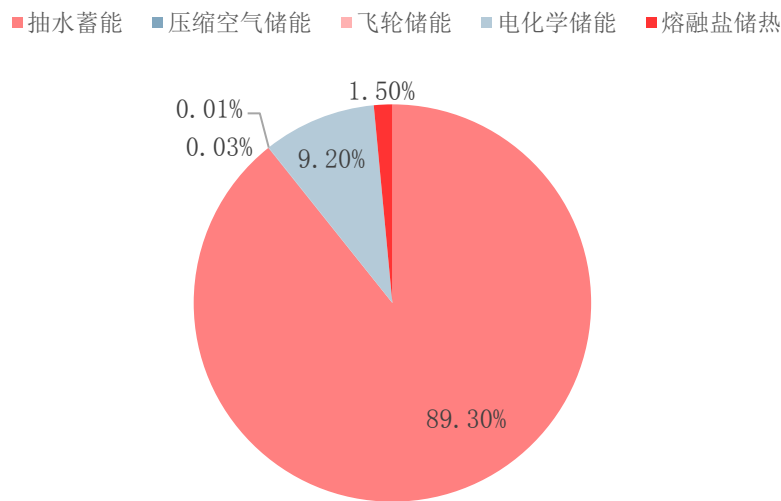
图表16： 抽水蓄能未来投资规划

	截至期末抽水蓄能电站投产总规模	新增投资规模	单价 (万元/千瓦)	平均每年新增投资 (亿元)
当前	3249 万千瓦	-	-	-
十四五	6200 万千瓦	1500 亿	0.5	300
十五五	1.2 亿千瓦	2900 亿	0.5	600

资料来源：中国能源报，国家能源局，中信建投

抽水蓄能是当前应用最广泛、技术最成熟和成本最低的储能方式。新能源（以光伏风电为代表）快速发展的同时，仍然面临着弃风弃光、调频调峰的消纳挑战。在风光发展不平衡不充分的矛盾日益凸显的背景下，国家出台了一系列政策要求加速储能发展，以促进风光消纳。综合来看，抽水蓄能是目前应用最为成熟的储能技术，技术成本目前最低且安全性高，根据 CNESA 的数据，截至 2020 年末，全国已投运储能装机规模一共为 35.6GW，其中，抽水蓄能的累计装机规模最大，为 31.79GW，占比接近 90%。鉴于抽水蓄能更适用于跨区域大电网中，主要解决大时间尺度和大区域范围的系统调峰，未来在政策推动下，抽水蓄能有望迎来更快的发展速度。

图表17：截至 2020 年，抽水蓄能是应用最广泛的储能类型



资料来源：CNESA，中信建投

图表18：各项储能技术参数对比

类别	名称	2020 年技术成本 (USD/kwh)	比能量/ (Wh kg-1)	典型额定功率 (MW)	放电时间	能量转换效率 (%)	循环次数/服役年限	安全性	响应速度	其他	应用范围
物理储能	抽水蓄能	21	0.5-1.5	100-5000	4-20h	75-80	>50 年	高	秒级	技术成熟	大电网调峰；系统备用；频率控制
	压缩空气储能	53	30-60	10-300	1-20h	75	30-50 年	差	分钟级	综合利用效率高	大规模；电力调峰和系统备用
	飞轮储能	3000	5-130	0.005-1.5	30s-15min	>95	百万次	差	毫秒级	噪音大	电网调峰调频、电能质量保障（蓄电池系统）

请参阅最后一页的重要声明

补充)

电 磁 储 能	超导储 能	320	0.5-5	0.01-1	2s-5min	90%-95%	≥100000 次	—	毫 秒 级	维护 困难	输配电网稳定、 电能质量控制、 不间断电源设 备(UPS)
	超级电 容器储 能	>300	—	0.01-1	1-30s	0.95	≥50000 次	一 般	毫 秒 级	维护 困 难; 续 航 能 力 差	短时间、大功率 的负载平滑和 电能质量峰值
电 化 学 储 能	锂离子 电池	300-350;下降 速度快	150-250	<100	0.5-8h	90-95	15000-3000- 次	高 7	百 毫 秒 级	无记 忆	电能质量、备用 电源、UPS、便 携式移动设备
	铅酸电 池	124	30-50	<100	1min-3h	0.75	500-1200 次	差	百 毫 秒 级	无记 忆; 回 收 性 好	电能质量、频率 控制、可再生储 能、电动汽车能 源
	液流电 池	高	40-130	<100	1-20h	75-85	10000-15000 次	较 高	百 毫 秒 级	储 能 密 度 高	电能质量、备用 电源、可再生储 能
	钠硫电 池	304	150-240	0.1-100	0.7-8h	80-90	4500 次	高 温 环 境 存 在 安 全 隐 患	百 毫 秒 级	材 料 要 求 高	负荷调频、调 峰、改善电能质 量

资料来源: 世界资源研究所, 中信建投

2.1.2 丰富工程业绩彰显公司强大业务能力

凭借强大的品牌影响力和领先的业务能力, 中国能建在低碳能源工程领域积累了丰富的工程业绩, 创造了无数个“中国/世界之最”。截至目前, 中国能建累计参与建设的水电站项目总装机容量约 1.9 亿千瓦(全国总装机容量为 3.7 亿千瓦, 含抽水蓄能), 在水电工程领域施工市场份额超过 30%, 其中大型水电工程领域施工市场份额超过 50%。新能源方面, 截至目前执行勘察设计任务的新能源项目累计装机容量超过 1.7 亿千瓦, 执行施工任务的新能源项目累计装机容量超过 1.1 亿千瓦(全国新能源装机容量约 5.3 亿千瓦), 践行了作为新能源发

展的坚定先行者和推动者的使命。

图表19： 公司部分重大水电和新能源项目一览

代表工程	技术特点或优势
葛洲坝水电站	万里长江第一坝
三峡水电工程 65% 施工份额	代表世界大坝施工最高技术水平
乌东德水电站工程 75% 施工份额	具有世界上最薄的 300 米级双曲拱坝
在建白鹤滩水电站	率先使用单机容量百万千瓦水电机组
粤电湛江外罗海上风电项目	作为全国第一个采用 EPC 总承包模式建设海上风电的承包商
新疆哈密 50 兆瓦熔盐塔式光热发电项目、亚洲首座兆瓦级太阳能塔式热电项目、世界首个高温熔盐槽式光热电站、世界首个线性菲涅尔熔盐光热电站等一批项目	在大型光热发电站技术上走在了世界前列，探索出成熟的光热发电项目技术实施方案

资料来源：《中国能建践行“30.60”战略目标行动方案（白皮书）》，中信建投

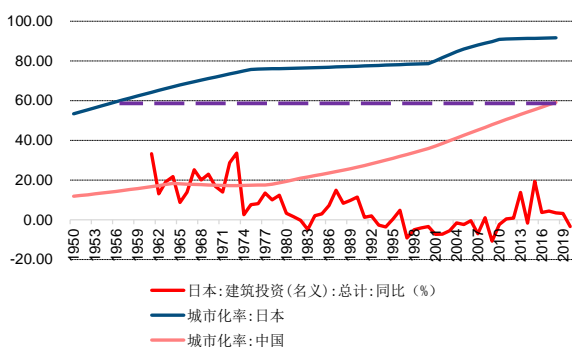
2.2 传统建筑仍大有可为，公司非电业务稳步拓展

2.2.1 长短期我国建筑行业依然有较大发展空间

从长期来看，我国建筑行业空间依存。从日本的经验来看，其建筑行业投资在 1980 年代，日本城市化率达到 75% 左右之时，方才进入下行区间。对比来看，2020 年，我国城市化率为 64%，仅相当于日本 1960 年代水平，伴随城市化率未来的逐步提高，我国建筑行业的市场空间或许依然能够保持增长的态势。此外，就基建而言，统计局新闻发言人在 2019 年 9 月的发言表示，从数据看，目前中国人均基础设施存量水平相当于发达国家的 20%-30%，在民生领域、区域发展方面，还有大量基础设施投资需求。

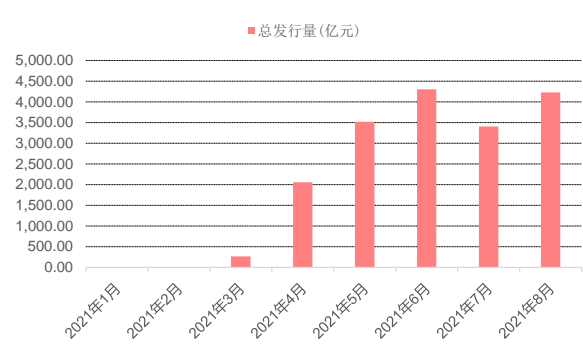
短期而言，基建有望扛起稳增长大旗。当前经济增长动能羸弱，9 月初的国常会上，要求“统筹做好跨周期调节。发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资”，短期内基建有望再度扛起稳增长大旗。从资金来源角度看，截至 8 月末，已发行的专项债额度仅占发行全年额度的 50% 左右，未来财政端可以运用的专项债资金较为充裕。

图表20： 中国当前城市化率是日本 1960 年代水平



资料来源：Wind，中信建投

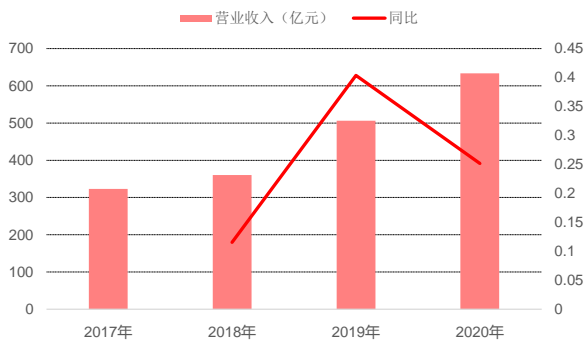
图表21： 今年以来专项债发行量并不大



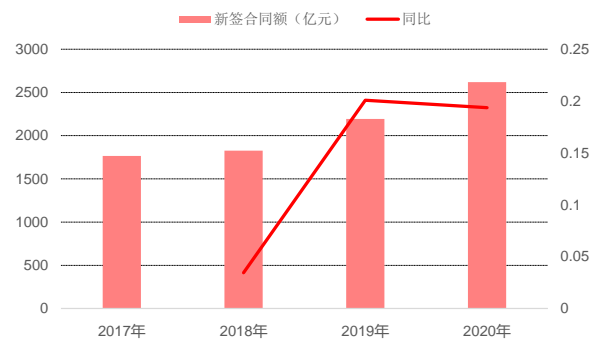
资料来源：Wind，中信建投

2.2.2 非电业务稳步拓展，多元化经营增强协同效应

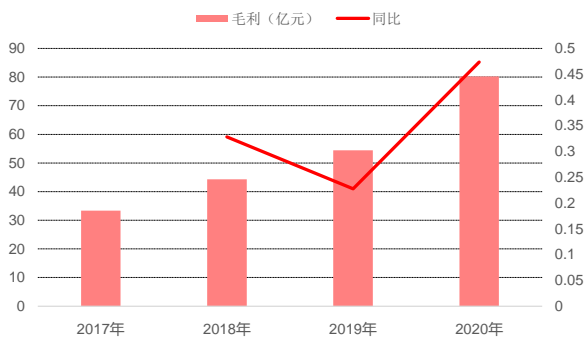
中国能建依托传统电力工程领域积累的能力与资源优势，积极向公路、桥梁、铁路、机场、港口、码头、市政、水利水务、环保、房建等非电基础设施工程领域拓展。2020年，中国能建新签合同金额 5778.28 亿元，其中非电工程占比已达到 45.5%；非电工程新签合同金额达 2629.29 亿元，同比增长 19.31%。中国能建加强与当地政府、金融企业和社会投资机构合作，以 BOT、PPP 等模式，通过投建营一体化等形式建设了汉宜高速铁路（湖北荆州至宜昌段）、湖北武汉至孝感城际铁路、湖北宜昌至喜长江大桥、四川泸州长江六桥、福建漳浦跨海大桥、山东济泰、枣菏、巨单三条高速公路、江苏南京江北新区地下空间等重要基础设施工程。公司具有一流的项目管理能力、工程技术创新能力、资源整合能力及日益增强的工程管理信息化能力，为客户提供高水平的全价值链集成、全生命周期管理的工程建设一体化服务。

图表22： 2017-2020 年公司非电工程收入变化


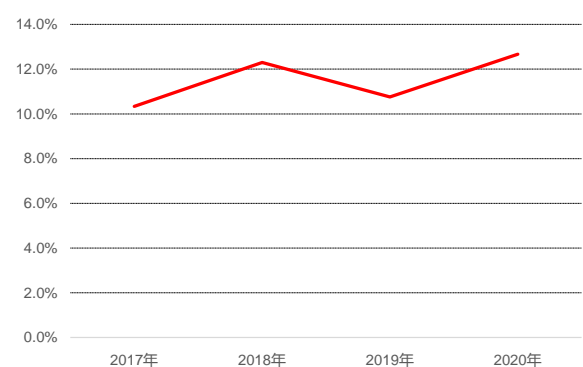
资料来源：公司港股年报，中信建投

图表23： 2017-2020 年公司非电工程新签合同额变化


资料来源：公司港股年报，中信建投

图表24： 2017-2020 年公司非电工程毛利变化


资料来源：公司港股年报，中信建投

图表25： 2017-2020 年公司非电工程毛利率变化


资料来源：公司港股年报，中信建投

产业链布局完善，一体化优势突出。公司具有集规划咨询、勘测设计、工程建设、投资运营、运行维护、装备制造、建筑材料等于一体的完整业务链，拥有电力（含水电、火电、核电、新能源、输变电等）、水利、交通、市政、工业与民用建筑等建筑行业的成套资质，拥有工程咨询和勘察设计、建筑施工、监理等领域的成系列、高等级资质。凭借覆盖全产业链的产品及服务，公司可以在规划咨询、勘测设计、建设施工、运营维护等全生命周期内，为客户提供系统化、定制化的一站式综合解决方案。公司充分发挥全产业链、全生命周期的一体化服务优势，增强各业务分部之间的协同效应，通过协调或集中采购方式增强议价能力、降低采购成本，通

过联合市场开发增强业务获取能力、提高客户满意度。

3. 打造行业领先的工业制造能力

公司持续加大对水泥生产、民用爆破、装备制造等相关产业的开拓。公司在基础设施工程建设、工业制造等领域的市场竞争力不断增强，逐步形成以能源电力建设为核心、多元化发展的业务格局。

水泥方面，公司具有研发制造、新型建材、环境工程、砂石骨料、商砼服务、物流配送、技术咨询等完整产业链条，所属水泥公司是国家重点支持的 60 家大型水泥企业（集团）之一，全国首批两化融合促进节能减排试点示范企业，被誉为“中国的大坝粮仓”。2020 年，公司生产熟料 1795.74 万吨，水泥 2118 万吨；销售水泥及熟料 2378 万吨，销售商品砼 136 万方，销售骨料 257 万吨。

公司民爆业务范围主要包括：民爆物品生产、销售，爆破工程施工，矿山工程施工总承包服务，民爆物品原材料生产及装备制造。所属易普力公司是国家民爆标准化管理委员会副主任单位中唯一一家企业单位，是工信部、公安部推行高质量发展、供给侧改革的示范企业，是国资委混合所有制改革的示范企业，是国内为数不多的既拥有民用爆炸物品生产、销售、进出口资质，又拥有矿山工程施工总承包和营业性爆破作业单位资质的大型民爆企业。2020 年，公司民爆业务全年合同签约、营业收入和利润总额均超额完成年度计划。行业前三地位进一步巩固，工业炸药产量达到 36 万吨；工业雷管 1436 万发。

公司的装备制造业务主要为电站辅机设备、输变电设备、节能环保设备、钢结构、船舶修造、分布式能源、储能等高端装备的制造、销售和综合服务，具有为大型电站提供全套设备和集成服务的综合能力。中国能建是中国最大的电站辅机供应商之一，向全球 80 多个国家和地区销售电力装备及提供相关服务，产品在电站、电网以及冶金、建筑材料、探矿、化工及交通运输等领域均有应用。

图表26： 公司 2017-2020 年工业制造业务经营情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
板块营业收入（亿元）	199.59	218.2	237.11	240.85
——水泥生产	66.8	88.91	97.03	85.87
——民用爆破	30.32	31.85	39.36	46.57
——装备制造	102.47	97.44	100.72	108.41
板块毛利（亿元）	41.83	59.06	64.67	64.81
——水泥生产	20.81	37.12	40.82	37.53
——民用爆破	6.96	7.51	8.86	12.14
——装备制造	14.06	14.43	14.99	15.14
板块毛利率	21.0%	27.1%	27.3%	26.9%
——水泥生产	31.2%	41.8%	42.1%	43.7%
——民用爆破	23.0%	23.6%	22.5%	26.1%
——装备制造	13.7%	14.8%	14.9%	14.0%
板块新签合同额	-	-	-	-
——水泥生产	-	-	-	-

——民用爆破	-	-	-	-
——装备制造	121.33	114.16	106.45	99.28

资料来源：公司港股年报，中信建投

图表27： 公司 2017-2020 年水泥业务经营指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
水泥产能（万吨/年）	2460	2460	2550	2550
水泥产量（万吨）	2233	2323	2492	2118
水泥及熟料销售（万吨）	2337	2542	2634	2378

资料来源：公司港股年报，中信建投

图表28： 公司 2017-2020 年民爆业务经营指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
工业炸药产能（万吨/年）	28.35	32.65	32.65	38.65
工业炸药产量（万吨）	22.48	27.50	30.88	36.00
工业炸药销量（万吨）	22.48	27.50	30.88	36.00

资料来源：公司港股年报，中信建投

4. 新能源运营大踏步前进，有望成为公司新增长点

中国能建清洁能源及环保水务业务包含清洁能源开发投资业务，再生资源利用、环境治理等环保业务，以及水处理和运营业务。公司清洁能源业务包括清洁高效火电、水电、风电、光伏、光热、生物质发电等电源投资、建设与运营，紧跟能源绿色低碳发展趋势，聚焦清洁能源领域，在国内多地以及越南、巴基斯坦开发建设了一批清洁能源项目，清洁能源业务规模以及影响力、带动力、竞争力持续提升。根据母公司能建集团《践行碳达峰、碳中和“30·60”战略目标行动方案（白皮书）》中的数据，截至 2020 年底，中国能建在新能源板块控股装机容量为 140 万千瓦，未来将全面进军新能源及储能相关产业，到 2025 年控股新能源装机容量力争达到 2000 万千瓦以上，是目前 140 万千瓦的 10 倍以上，新能源运营的大踏步前进有望成为公司新增长点。

公司环保和水务业务则聚焦于水环境治理、土壤修复、污泥污泥治理、园林绿化、供水和污水处理等方面，大力推进现金技术研发，为客户提供生态环境和水务治理的一揽子系统解决方案。从经营数据来看，水务业务收入和毛利在近三年均保持稳定，而环保业务由于持续亏损的缘故，公司对其进行调整，营收从 2017 年的 222 亿下降到 2020 年的 90 亿元。

图表29： 公司 2017-2020 年清洁能源及环保水务业务经营情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
板块营业收入（亿元）	239.83	208.26	161.73	119.27
——清洁能源	12.67	13.13	14.05	14.57

——环保业务	222.02	180.58	132.38	90.32
——水务业务	5.14	14.55	15.3	14.38
板块毛利（亿元）	3	11.09	4.96	10.02
——清洁能源	5.33	6.61	6.34	7.49
——环保业务	-4.55	-1.84	-7.36	-3.84
——水务业务	2.22	6.32	5.98	6.37
板块毛利率	1.3%	5.3%	3.1%	8.4%
——清洁能源	42.1%	50.3%	45.1%	51.4%
——环保业务	-2.0%	-1.0%	-5.6%	-4.3%
——水务业务	43.2%	43.4%	39.1%	44.3%

资料来源：公司港股年报，中信建投

5. 房地产开发业务稳定经营，积极打造一流城市综合运营商

公司投资及其他业务主要涉及房地产投资开发、高速公路投资运营、金融服务等业务，积极打造一流的基础设施投资商、一流的城市综合开发运营商。

公司房地产业务主要由子公司葛洲坝负责，葛洲坝是国务院国资委确定的首批 16 家以房地产为主业的央企之一，具有房地产开发一级资质。公司房地产业务范围主要包括：高端物业的开发与经营，产品形态包含精品住宅、城市综合体、旅游地产、高端写字楼等。2020 年，公司房地产业务创新拿地模式取得重大突破，项目开发实现一二级联动、棚改领域的突破。广州南沙金融岛项目按照“快周转”战略导向，如期实现项目“开工、开放、开盘”等目标，加速了项目现金回流，为“南沙”模式贡献经验。武汉江悦蘭园、南京鼓印蘭园拿地 5 个月开工、9 个月开盘，“快周转”发展能力持续增强。三亚海棠福湾、上海紫郡公馆、武汉紫郡蘭园项目分别荣获国家优质工程奖、国家三星级绿色建筑标识证书、湖北省建筑结构优质工程荣誉。2020 年，新开工建筑面积 70.04 万平方米，竣工建筑面积 105.9 万平方米；在建项目权益施工面积 450.42 万平方米；实现销售面积 68.55 万平方米，销售合同签约额 192.37 亿元。截至 2020 年末，公司已开盘可供销售面积为 34.42 万平方米。

公司公路投资运营业务范围主要包括：高速公路及其他收费公路、停车场等交通基础设施的投融资、建设、运营和资本运作，城市轨道交通工程投融资、建设，高速公路委托运营业务及路衍经济业务等。公司在高速公路投资、建设、运营和资本运作领域具备全产业链优势。金融服务方面，公司金融服务主要指财务公司金融业务等，为公司加强资金集中管理和所属企业发展主业项目、丰富融资手段、节约融资成本提供了有力支持。

图表30： 公司 2017-2020 年投资及其他业务经营情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
板块营业收入（亿元）	198.31	175.72	195.35	217.27
——房地产业务	63.1	74.41	90.48	120.71
——高速公路运营	15.93	19.18	23.01	13.99
——金融服务	0.78	6.6	10.03	13.94
——其他业务	118.5	75.53	71.83	68.63
板块毛利（亿元）	42.35	40.68	53.93	54.7
——房地产业务	15.76	9.86	16.61	20.27
——高速公路运营	9.6	11.8	15.81	10.73

——金融服务	0.31	4.41	5.43	7.02
——其他业务	16.68	14.61	16.08	16.68
板块毛利率	21.4%	23.2%	27.6%	25.2%
——房地产业务	25.0%	13.3%	18.4%	16.8%
——高速公路运营	60.3%	61.5%	68.7%	76.7%
——金融服务	39.7%	66.8%	54.1%	50.4%
——其他业务	14.1%	19.3%	22.4%	24.3%

资料来源：公司港股年报，中信建投

6. 盈利预测、投资建议及风险提示

6.1 盈利预测：预计 2021-2023 年 EPS 至 0.19/0.22/0.27 元

我们预计 2021-2023 年营业收入为 2984/3448/4019 亿元，归母净利润为 78.4/93.5/112.4 亿元，折合 EPS0.19/0.22/0.27 元。我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

1、预计 2021-2023 年公司收入仍将稳健增长，我们预计公司 2021-2023 年的收入增速分别为 10.4%、15.6% 及 16.6%。

2、我们预计公司工程承包业务 2021-2023 年毛利率为 8.59%，勘测设计及咨询业务 2021-2023 年毛利率维持在 33.97%，工业制造业务 2021-2023 年毛利率维持在 26.91%，清洁能源及环保水务业务 2021-2023 年毛利率分别为 33.9%、35.5% 及 37.2%，投资及其他业务 2021-2023 年毛利率为 25.0%、26.0% 和 27.1%。

3、我们预计公司 2021-2023 年销售费用率、管理费用率及研发费用率保持稳定并逐渐下降的趋势。

图表31： 分类收入预测

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
收入预测				
营业收入合计	270328	298356	344790	401914
YOY	9.3%	10.4%	15.6%	16.6%
勘测设计及咨询	14095	14800	15984	17263
YOY	7.2%	5.0%	8.0%	8.0%
工程建设	211539	245385	287101	338779
YOY	14.1%	16.0%	17.0%	18.0%
工业制造	24085	26493	29143	32057
YOY	1.6%	10.0%	10.0%	10.0%
清洁能源及环保水务	11927	5709.2	7552	10111
YOY	-26.3%	-52.1%	32.3%	33.9%
投资及其他业务	21726.7	21095	22492	24082
YOY	11.2%	-2.9%	6.6%	7.1%
毛利率预测				
勘测设计及咨询	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%

工程建设	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
工业制造	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
清洁能源及环保水务	8.4%	33.9%	35.5%	37.2%
投资及其他业务	25.2%	25.0%	26.0%	27.1%

资料来源：公司公告，中信建投

6.2 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 2.40 元

首次覆盖给予“买入”评级，目标市值 1000 亿人民币，对应 A 股目标价 2.40 元/股。我们按照分部估值法对公司各项业务进行估值，加总后得到公司的目标估值。根据可比公司估值，我们给予勘察设计、工程承包及工业制造板块 PE 为 10X，新能源运营板块 PE 为 24X，地产及金融板块 PE 为 7X，高速公路运营板块 PE 为 9X。分别对应估值为建筑工程类业务 718 亿、新能源运营 131 亿、房地产及金融 82 亿、高速公路运营 69 亿，合计目标总市值为 1000 亿元。考虑发行后总股本 416.9 亿股，对应 A 股目标价为 2.40 元。

图表32： 分部估值表（更新至 2021-9-27）

业务板块	2022E 净利润	2022PE	估值（亿元）
勘察设计+工程建设+工业制造+其他业务	71.8	10	718
新能源运营	5.4	24	131
房地产+金融服务	11.7	7	82
高速公路运营	7.7	9	69
环保+水务	-3.1	15	0
合计	93.5	10.7	1000
		总股本（亿股）	416.91
		A 股目标价（元人民币）	2.40

资料来源：公司公告，中信建投

图表33： 可比公司估值（更新至 2021-9-27）

勘察设计+工程建设+工业制造+其他业务	公司名称	2022PE	新能源运营	公司名称	2022PE
601669.SH	中国电建	14.4	600905.SH	三峡能源	28.0
601800.SH	中国交建	6.3	601016.SH	节能风电	24.4
601618.SH	中国中冶	9.6	000591.SZ	太阳能	21.1
平均值		10.1	平均值		24.5
环保+水务	公司名称	2022PE	房地产+金融服务	公司名称	2022PE
601827.SH	三峰环境	14.7	600663.SH	陆家嘴	8.9
601200.SH	上海环境	16.4	600266.SH	城建发展	6.4
300815.SZ	玉禾田	13.6	000736.SZ	中交地产	6.6
300422.SZ	博世科	11.3	平均值		7.3
600217.SH	中再资环	18.0			
平均值		14.9			
高速公路运营	公司名称	2022PE			
000429.SZ	粤高速 A	10.4			

600012.SH	皖通高速	6.9
600350.SH	山东高速	7.4
600548.SH	深高速	9.6
001965.SZ	招商公路	9.3
平均值		8.8

资料来源：公司公告，中信建投

6.3 风险提示

- 1) 抽水蓄能行业发展不及预期；
- 2) 碳中和政策推进不及预期；
- 3) 海外疫情持续发展；
- 4) 公司新能源业务推进不及预期。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	263459	288151	294686	314328	333291
现金	49135	56435	92455	84613	69318
应收票据及应收账款合计	52727	59678	64637	73279	81303
其他应收款	17268	16922	20812	22795	28037
预付账款	24760	25258	29946	33849	40516
存货	61953	61529	74291	82810	100475
其他流动资产	57616	68329	12544	16981	13641
非流动资产	158212	187901	203830	225505	250108
长期投资	21877	28954	36272	43589	50907
固定资产	31853	33243	35294	39181	43741
无形资产	51365	61599	67309	77108	89213
其他非流动资产	53116	64105	64955	65628	66248
资产总计	421670	476052	498515	539833	583399
流动负债	224937	253102	263474	287188	316468
短期借款	13042	11423	12565	13822	15204
应付票据及应付账款合计	104391	113564	117219	134666	149343
其他流动负债	107504	128115	133690	138700	151921
非流动负债	83443	85021	80595	72970	63909
长期借款	52576	62975	54034	46620	38924
其他非流动负债	30867	22046	26561	26350	24986
负债合计	308380	338123	344070	360158	380378
少数股东权益	55146	69512	71889	74724	78133
股本	30020	41691	41691	41691	41691
资本公积	8102	16487	16487	16487	16487
留存收益	16421	20109	30326	42511	57163
归属母公司股东权益	58145	88469	82557	104952	124889
负债和股东权益	421670	476052	498515	539833	583399

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10964	6490	69511	26209	22780
净利润	9634	8637	10217	12186	14652
折旧摊销	0	0	4099	4820	5755
财务费用	3606	3793	4004	4287	4604
投资损失	-3482	-559	-559	-559	-559
经营性应收项目的减少	0	0	54989	-3903	-6667
经营性应付项目的增加	0	0	12257	20934	26064
其他经营现金流	1206	-5381	-3240	9378	4994
投资活动现金流	-14513	-20192	-18661	-25129	-28991
资本支出	14362	15004	9753	15614	18668
长期投资	-4693	-8418	-7318	-7318	-7318
其他投资现金流	-4844	-13606	-16225	-16832	-17641
筹资活动现金流	-1974	22136	-14830	-8922	-9084
短期借款	-16947	-1620	1142	1257	1382
长期借款	11686	10399	-8940	-7415	-7696
普通股增加	0	11671	0	0	0
资本公积增加	118	8386	0	0	0
其他筹资现金流	3169	-6700	-7032	-2763	-2770
现金净增加额	-5019	7237	36020	-7842	-15295

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	247291	270328	298356	344790	401914
营业成本	213682	233132	256426	296604	346040
营业税金及附加	1626	1695	1871	2162	2520
销售费用	2384	1941	2118	2345	2653
管理费用	11748	11555	12441	13688	15152
研发费用	5512	6785	7488	8654	10087
财务费用	3606	3793	4004	4287	4604
资产减值损失	-317	-326	-360	-415	-484
公允价值变动收益	-67	376	376	376	376
其他收益	1768	1281	1281	1281	1281
投资净收益	3482	559	559	559	559
营业利润	12747	12520	14723	17467	20905
营业外收入	252	263	263	263	263
营业外支出	193	743	743	743	743
利润总额	12807	12040	14243	16987	20425
所得税	3173	3403	4026	4802	5773
净利润	9634	8637	10217	12186	14652
少数股东损益	4522	2009	2377	2835	3409
归属母公司净利润	5112	6628	7840	9351	11243
EBITDA	19641	19368	18766	21611	26162
EPS (元)	0.17	0.16	0.19	0.22	0.27

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.4	9.3	10.4	15.6	16.6
营业利润(%)	10.6	-1.8	17.6	18.6	19.7
归属于母公司净利润(%)	8.7	29.6	18.3	19.3	20.2
获利能力					
毛利率(%)	13.6	13.8	14.1	14.0	13.9
净利率(%)	2.1	2.5	2.6	2.7	2.8
ROE(%)	8.5	6.3	6.1	6.8	7.5
ROIC(%)	21.7	12.7	26.7	27.0	24.7
偿债能力					
资产负债率(%)	73.1	71.0	69.0	66.7	65.2
净负债比率(%)	30.3	31.8	-1.8	0.1	5.7
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.1	5.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.16	0.19	0.22	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.32	1.67	0.63	0.55
每股净资产(最新摊薄)	1.86	2.07	2.25	2.48	2.75
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	7.5	8.8	6.7	6.1	5.6

分析师介绍

竺劲：房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

尹欢科：房地产组研究助理，主要研究领域为房地产开发及存量地产领域。浙江大学金融学学士，复旦大学金融学硕士。2020 年 2018/2020 年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2020 年金牛奖最佳行业分析团队（房地产），2020 年新财富最佳分析师（房地产）入围团队成员，2018-2020 年连续三年 Wind 金牌分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk