

中国电建 (601669.SH)

当前时点怎么看中国电建?

工程业务：新能源及抽水蓄能业务快速增长，传统基建业务占比下降。2023 年公司新签订单 11428 亿元，同增 13%，其中能源电力订单 6168 亿元，占总订单的 54%，同比大幅增长 36%；水资源与环境/基础设施分别订单分别为 1548/3360 亿元，同比变化-12%/-6%。能源电力订单结构拆解来看，太阳能/抽水蓄能/火电/风电分别新签 2799/781/336/1148 亿元，同比变化 +45%/+221%/+50%/-21%，光伏与抽蓄订单快速增长，是当前公司订单增长的核心动能。2024 年 1-4 月公司新签订单同增 9%，其中能源电力/水资源与环境/城市建设与基础设施订单分别同比变化 +32%/+10%/-33%，今年以来能源电力业务持续驱动公司接单稳步增长。整体看，当前公司以光伏、抽蓄为代表的能源电力订单持续快速增长，传统基建类订单下滑，业务结构不断优化。当前国内以新能源为主体的新型电力系统加速构建，2023 年电源工程建设投资完成额 9675 亿元，同比快速增长 30%，后续公司有望持续受益国内能源电力建设景气。

雅鲁藏布江下游水电站若开建，有望为公司贡献业务增量。国家“十四五”规划提出将“加快西南水电基地建设”、“建设雅鲁藏布江下游水电基地”，雅鲁藏布江下游水资源开发有望提速。根据电力工业部实地考察结果，雅鲁藏布江水能开发以米林县派区到墨脱县希让村的 260km “大拐弯”峡谷段最优，河段差约 2350m。据中国能源报，雅鲁藏布江下游水电装机规模约 6000 万千瓦，按 1.72 万元单位千瓦投资额测算，总投资额可达 10295 亿元，按 15 年工期对应年均投资额 686 亿元。中国电建是我国水电建设领域最大的国有骨干领军企业，曾参与建设长江三峡水电站、南水北调工程、黄河小浪底水电站、二滩水电站等多个里程碑式水电工程项目，业务优势凸显，后续有望承接雅鲁藏布江下游水电基地主体部分建设项目。中国电建在全球大中型水利水电建设市场份额达 50% 以上，以此测算公司年均完成项目投资额约 343 亿元，占 2023 年收入的 6%，考虑到公司在设计环节业务优势的带动作用（国内大中型水电站规划设计市占率 80% 以上），有望在雅下水电站建设中获取更高份额。

新能源发电业务：新增装机大幅增长，未来两年落地有望提速。2023 年公司发电业务营收 240 亿元，同增 0.7%，占总营收的 4%，毛利率 44.4%，同比提升 4.3pct；其中新能源发电收入 95 亿元，同增 10%，毛利率 52.5%，同比下降 3.2pct。2023 年底公司控股并网装机 2719 万千瓦，同比快速增长 33%，其中风电/太阳能/水电/火电/独立储能分别为 841/773/685/365/55 万千瓦，同比变化 +10%/+190%/-0.1%/+15%/+1006%。公司当前风电、光伏等新能源装机快速增长，根据公司“十四五”规划，公司目标“十四五”期间新增 30GW 新能源装机，截至 2023 年末已完成约 10.1GW，后续装机有望加快，驱动公司发电板块收入提速；同时考虑到新能源发电毛利率更高，后续公司发电板块盈利能力有望增强，贡献利润占比将进一步提升。

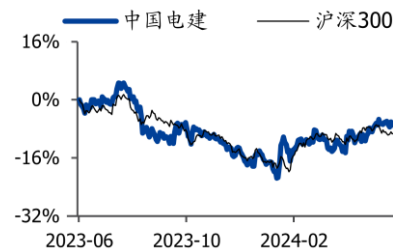
矿产资源业务：参股华刚矿业、布局砂石骨料，受益铜价上涨业绩贡献有望提升。参股华刚矿业：2008 年，公司与中国中铁、浙江华友组成中方企业集团，与刚果民主共和国政府代表刚果（金）矿业总公司采用“资源财政化一揽子合作模式”设立国际化矿业公司华刚矿业，中国电建持股 25.28%。华刚铜钴矿是世界级特大露天铜钴矿，矿石储量约 2.5 亿吨，截止 2023 末，铜资源储量约 692 万吨、钴资源储量约 55 万吨，中国电建对应权益储量为铜 175 万吨，钴 13.8 万吨。华刚矿业持续为公司贡献业绩增量，2023 年投资收益为 17.6 亿元，2019-2023 年 CAGR 高达 41%，扣除所得税后约占公司归母净利润的 11%。2024 年初以来铜价大幅上涨，截至 2024/6/14 均价较 2023 全年提高 7%，受益铜价上涨，华刚矿业投资收益贡献有望进一步提升。**绿色砂石业务：**公司布局绿色砂石产业，打造绿色砂石全产业链、塑

买入（维持）

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
6 月 14 日收盘价(元)	5.15
总市值(百万元)	88,714.72
总股本(百万股)	17,226.16
其中自由流通股(%)	75.88
30 日日均成交量(百万股)	132.57

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 1、《中国电建 (601669.SH)：毛利率上行带动 Q4 业绩提速，新能源运营规模持续扩张》2024-04-26
- 2、《中国电建 (601669.SH)：业绩稳健符合预期，能源、海外订单延续高增》2023-10-31
- 3、《中国电建 (601669.SH)：业绩符合预期，静待新能源装机投产加速》2023-04-27

造供应链，持续扩大中国电建绿色砂石品牌影响力。截至 2023 年末，公司绿色砂石资源储备量为 89.34 亿吨，设计产能达 5.05 亿吨/年，投运产能达 1.32 亿吨/年。2023 年度销量约为 9000 万吨，实现营业收入 46.3 亿元，占公司总收入的 0.8%，以 2023 年中报披露砂石业务毛利率 46.9% 估算，毛利占比为 2.7%，毛利率高于公司整体 34 个 pct；我们估算净利润约 14.5 亿元，占公司整体归母净利润的 11%，后续在建及待开工项目有望持续贡献业绩。我们估算 2023 年资源业务合计净利润约 29 亿元，约占公司整体归母净利润的 22%。

电力运营与资源业务价值重估空间大：利润方面，公司施工业务结构不断优化，盈利能力有望提高；新能源装机未来两年陆续落地有望带动利润贡献提升；在建及待开工绿色砂石项目有望持续贡献业绩增量；参股华刚矿业有望显著受益铜价上涨增厚投资收益，我们预计公司 2024 年工程/电力运营/绿色砂石/铜钴矿净利润贡献分别为 77/36/17/17 亿元。**估值方面，**分别参考建筑央企、电力、水泥、有色行业可比公司 2024 年平均 PE 对公司各项业务进行分部估值（考虑到地产景气度偏弱，砂石业务 PE 取 6X），重估后平均 PE 约 10X，对应市值为 1304 亿元，较当前市值高出 47%。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 146/164/181 亿元，同比增长 13%/12%/11%，对应 EPS 分别为 0.85/0.95/1.05 元/股，当前股价对应 PE 分别为 6.1/5.4/4.9 倍，PB-lf 仅 0.67 倍，估值处于历史底部区间。公司新能源及抽水蓄能工程业务快速增长，施工业务结构不断优化；新能源装机未来两年落地有望提速，贡献利润有望进一步提升；参股华刚矿业显著受益铜价上涨，分部估值市值较当前市值高出 47%，重点推荐。

风险提示：新能源及抽蓄业务开拓不及预期，雅鲁藏布江下游水电站开建进度偏慢，铜价下行风险，测算误差风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	571,649	608,439	663,452	712,534	753,879
增长率 yoy（%）	1.2	6.4	9.0	7.4	5.8
归母净利润（百万元）	11,435	12,988	14,631	16,389	18,120
增长率 yoy（%）	15.9	13.6	12.6	12.0	10.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.66	0.75	0.85	0.95	1.05
净资产收益率（%）	6.5	6.6	7.1	7.4	7.6
P/E（倍）	7.8	6.8	6.1	5.4	4.9
P/B（倍）	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	415741	457720	494637	524663	555179
现金	100955	97496	99518	106880	113082
应收票据及应收账款	102668	108160	121806	132670	136573
其他应收款	29133	29589	34442	34326	38433
预付账款	32054	34673	38087	40056	42622
存货	16955	16946	20111	19654	22364
其他流动资产	133976	170857	180673	191077	202106
非流动资产	624370	696055	717590	736913	752996
长期投资	28874	42988	58656	74563	90413
固定资产	126847	128765	139392	146865	151360
无形资产	267841	267691	263156	258622	254087
其他非流动资产	200808	256611	256384	256863	257136
资产总计	1040110	1153775	1212226	1261575	1308174
流动负债	472524	544159	579021	603367	623808
短期借款	23749	32620	67916	82992	89975
应付票据及应付账款	220618	253969	265925	272556	277309
其他流动负债	228157	257571	245180	247819	256524
非流动负债	327236	349965	356200	361257	365136
长期借款	299254	322806	329041	334098	337977
其他非流动负债	27982	27159	27159	27159	27159
负债合计	799760	894125	935221	964624	988944
少数股东权益	88481	99070	104145	109634	115810
股本	17226	17226	17226	17226	17226
资本公积	35789	38700	38700	38700	38700
留存收益	63011	72677	88965	107071	127068
归属母公司股东权益	151869	160580	172861	187317	203420
负债和股东权益	1040110	1153775	1212226	1261575	1308174

现金流量表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	30832	22265	28252	30861	36921
净利润	15683	17185	19707	21878	24296
折旧摊销	15760	17994	14106	14447	15531
财务费用	7231	10391	9513	10113	10282
投资损失	-871	-826	-1254	-791	-935
营运资金变动	-1289	-5117	-13595	-14571	-12034
其他经营现金流	-5683	-17363	-225	-214	-218
投资活动现金流	-45666	-80926	-34162	-32765	-30461
资本支出	57751	73666	5866	3417	233
长期投资	-5539	-12038	-15668	-15906	-15850
其他投资现金流	6545	-19298	-43964	-45255	-46078
筹资活动现金流	31276	54135	-27364	-5811	-7242
短期借款	14549	8871	0	0	0
长期借款	4369	23553	6235	5057	3879
普通股增加	1927	0	0	0	0
资本公积增加	-12498	2911	0	0	0
其他筹资现金流	22929	18800	-33598	-10868	-11121
现金净增加额	17613	-4444	-33274	-7715	-781

利润表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	571649	608439	663452	712534	753879
营业成本	501860	527934	577082	619254	654339
营业税金及附加	2105	2137	2386	2532	2695
营业费用	1341	1408	1546	1655	1753
管理费用	16675	18338	19904	21376	22616
研发费用	20801	23229	24879	26364	27894
财务费用	7231	10391	9513	10113	10282
资产减值损失	-814	-570	-6303	-6413	-6634
其他收益	662	756	640	686	694
公允价值变动收益	-47	4	-13	-22	-19
投资净收益	871	826	1254	791	935
资产处置收益	245	233	239	236	237
营业利润	19055	20800	23958	26519	29513
营业外收入	339	342	376	390	362
营业外支出	147	226	249	226	212
利润总额	19247	20916	24085	26683	29663
所得税	3564	3731	4378	4805	5366
净利润	15683	17185	19707	21878	24296
少数股东损益	4248	4197	5075	5489	6176
归属母公司净利润	11435	12988	14631	16389	18120
EBITDA	48200	53472	49031	52882	57360
EPS（元）	0.66	0.75	0.85	0.95	1.05

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	1.2	6.4	9.0	7.4	5.8
营业利润(%)	3.9	9.2	15.2	10.7	11.3
归属于母公司净利润(%)	15.9	13.6	12.6	12.0	10.6
获利能力					
毛利率(%)	12.2	13.2	13.0	13.1	13.2
净利率(%)	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
ROE(%)	6.5	6.6	7.1	7.4	7.6
ROIC(%)	5.1	5.1	4.7	4.9	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	76.9	77.5	77.1	76.5	75.6
净负债比率(%)	111.1	122.6	121.4	117.9	111.5
流动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.5	5.8	5.8	5.6	5.6
应付账款周转率	2.4	2.2	2.2	2.3	2.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.75	0.85	0.95	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	1.29	1.64	1.79	2.14
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.52	8.24	9.07	10.01
估值比率					
P/E	7.8	6.8	6.1	5.4	4.9
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.2	9.5	10.8	10.4	9.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价

内容目录

一、当前时点怎么看中国电建？	5
二、投资建议	8
三、风险提示	9

图表目录

图表 1: 公司新签订单情况	5
图表 2: 我国历年电源基本建设投资额及增速	6
图表 3: 西藏已建成及在建水电站情况	6
图表 4: 公司发电业务主要财务数据	6
图表 5: 公司发电业务主要装机数据（万千瓦）	7
图表 6: 华刚矿业资源储量及产量	7
图表 7: 中国电建对华刚矿业投资收益	8
图表 8: 可比公司估值	8
图表 9: 公司历史 PE 走势	9
图表 10: 公司历史 PB 走势	9

一、当前时点怎么看中国电建？

工程业务：新能源及抽水蓄能业务快速增长，传统基建业务占比下降。2023 年公司新签订单 11428 亿元，同增 13%，其中能源电力订单 6168 亿元，占总订单的 54%，同比大幅增长 36%；水资源与环境/基础设施分别订单分别为 1548/3360 亿元，同比变化 -12%/-6%。能源电力订单结构拆解来看，太阳能/抽水蓄能/火电/风电分别新签 2799/781/336/1148 亿元，同比变化+45%/+221%/+50%/-21%，光伏与抽蓄订单快速增长，是当前公司订单增长的核心动能。2024 年 1-4 月公司新签订单同增 9%，其中能源电力/水资源与环境/城市建设与基础设施订单分别同比变化+32%/+10%/-33%，今年以来能源电力业务持续驱动公司签单稳步增长。整体看，当前公司以光伏、抽蓄为代表的能源电力订单持续快速增长，传统基建类订单下滑，业务结构不断优化。当前国内以新能源为主体的新型电力系统加速构建，2023 年电源工程建设投资完成额 9675 亿元，同比快速增长 30%，后续公司有望持续受益国内能源电力建设景气。

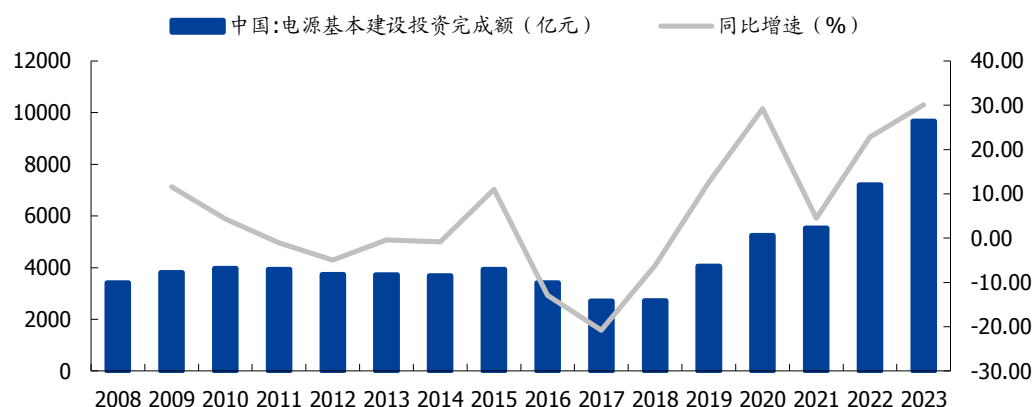
雅鲁藏布江下游水电站若开建，有望为公司贡献业务增量。国家“十四五”规划提出将“加快西南水电基地建设”、“建设雅鲁藏布江下游水电基地”，雅鲁藏布江下游水资源开发有望提速。根据电力工业部实地考察结果，雅鲁藏布江水能开发以米林县派区到墨脱县希让村的 260km“大拐弯”峡谷段最优，河段差约 2350m。据中国能源报，雅鲁藏布江下游水电装机规模约 6000 万千瓦，按 1.72 万元单位千瓦投资额测算，总投资额可达 10295 亿元，按 15 年工期对应年均投资额 686 亿元。**中国电建**是我国水电建设领域最大的国有骨干领军企业，曾参与建设长江三峡水电站、南水北调工程、黄河小浪底水电站、二滩水电站等多个里程碑式水电工程项目，业务优势凸显，后续有望承接雅鲁藏布江下游水电基地主体部分建设项目。中国电建在全球大中型水利水电建设市场份额达 50% 以上，以此测算公司年均完成项目投资额约 343 亿元，占 2023 年收入的 6%，考虑到公司在设计环节业务优势的带动作用（国内大中型水电站规划设计市占率 80% 以上），有望在雅下水电站建设中获取更高份额。

图表 1：公司新签订单情况

业务类型	2023 年		2024 年 1-4 月	
	新签合同金额（亿元）	同比增减	新签合同金额（亿元）	同比增减
能源电力	6168	36.17%	2464	32.27%
太阳能	2799	44.54%		
抽水蓄能	781	220.61%		
火电	336	50.42%		
风电	1148	-21.12%		
水资源与环境	1548	-12.38%	646	9.57%
基础设施	3360	-5.77%	782	-33.45%
其他	352	53.40%	172	81.97%
合计	11428	13.24%	4064	9.19%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 我国历年电源基本建设投资额及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 西藏已建成及在建水电站情况

水电站名称	总投资额 (亿元)	总装机容量 (万千瓦)	单位投资额 (万元/千瓦)	投资商	建设单位
藏木水电站	96	51	1.88	华能集团	葛洲坝等
加查水电站	78.3	36	2.18	华能集团	中国电建、中国能建
苏洼龙水电站	178.9	120	1.49	华电金上公司	中国电建、中国能建
大古水电站	122	66	1.85	华电集团	中国电建
扎拉水电站	120	101.5	1.18	大唐集团	中国安能、中国电建
平均单位投资额 (万元/千瓦)			1.72		

资料来源: 国资委、央视新闻、华电金上、中国电建、中国能建、水利家园、中国西藏网、西藏林芝网、中国安能、国盛证券研究所

新能源发电业务: 新增装机大幅增长, 未来两年落地有望提速。2023 年公司发电业务营收 240 亿元, 同增 0.7%, 占总营收的 4%, 毛利率 44.4%, 同比提升 4.3pct; 其中新能源发电收入 95 亿元, 同增 10%, 毛利率 52.5%, 同比下降 3.2pct。2023 年底公司控股并网装机 2719 万千瓦, 同比快速增长 33%, 其中风电/太阳能/水电/火电/独立储能分别为 841/773/685/365/55 万千瓦, 同比变化+10%/+190%/-0.1%/+15%/+1006%。公司当前风电、光伏等新能源装机快速增长, 根据公司“十四五”规划, 公司目标“十四五”期间新增 30GW 新能源装机, 截至 2023 年末已完成约 10.1GW, 后续装机有望加快, 驱动公司发电板块收入提速; 同时考虑到新能源发电毛利率更高, 后续公司发电板块盈利能力有望增强, 贡献利润占比将进一步提升。

图表 4: 公司发电业务主要财务数据

年份	电力投资与运营业务			其中: 新能源		
	收入(亿元)	增速	毛利率	收入(亿元)	增速	毛利率
2020 年	188.6	9.2%	47.9%	62.6	--	56.7%
2021 年	203.4	7.9%	40.8%	73.3	17.2%	58.1%
2022 年	238.1	11.5%	40.1%	86.4	6.1%	55.7%
2023 年	239.8	0.7%	44.4%	95.1	10.0%	52.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司发电业务主要装机数据 (万千瓦)

年份	总装机	增速	风电	增速	太阳能	增速	水电	增速	火电	增速	独立储能	增速
2019	1,520		498		120		586		316			
2020	1,614	6.2%	528	6.1%	129	7.8%	640	9.2%	316	0.0%		
2021	1,738	7.7%	628	18.9%	145	12.4%	648	1.2%	316	0.0%		
2022	2,038	17.3%	764	21.6%	272	87.6%	686	5.8%	316	0.0%		
2023	2,719	33.4%	841	10.0%	773	189.7%	685	-0.1%	365	15.4%	55	1006.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

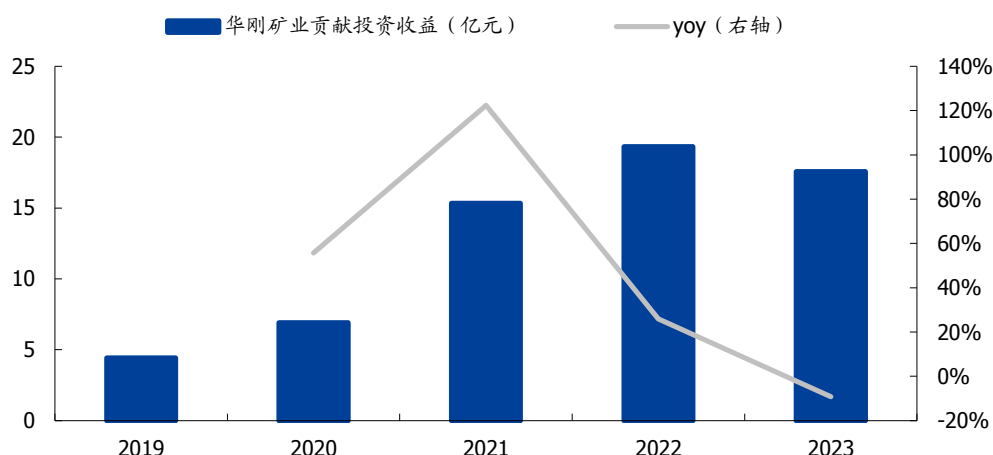
矿产资源业务: 参股华刚矿业、布局砂石骨料, 受益铜价上涨业绩贡献有望提升。参股**华刚矿业:** 2008 年, 公司与中国中铁、浙江华友组成中方企业集团, 与刚果民主共和国政府代表刚果(金)矿业总公司采用“资源财政化一揽子合作模式”设立国际化矿业公司华刚矿业, 中国电建持股 25.28%。华刚铜钴矿是世界级特大露天铜钴, 矿石储量约 2.5 亿吨, 截止 2023 末, 铜资源储量约 692 万吨、钴资源储量约 55 万吨, 中国电建对应权益储量为铜 175 万吨, 钴 13.8 万吨。华刚矿业持续为公司贡献业绩增量, 2023 年投资收益为 17.6 亿元, 2019-2023 年 CAGR 高达 41%, 扣除所得税后约占公司归母净利润的 11%。2024 年初以来铜价大幅上涨, 截至 2024/6/14 均价较 2023 全年提高 7%, 受益铜价上涨, 华刚矿业投资收益贡献有望进一步提升。**绿色砂石业务:** 公司布局绿色砂石产业, 打造绿色砂石全产业链、塑造供应链, 持续扩大中国电建绿色砂石品牌影响力。截至 2023 年末, 公司绿色砂石资源储备量为 89.34 亿吨, 设计产能达 5.05 亿吨/年, 投运产能达 1.32 亿吨/年。2023 年度销量约为 9000 万吨, 实现营业收入 46.3 亿元, 占公司总收入的 0.8%, 以 2023 年中报披露砂石业务毛利率 46.9%估算, 毛利占比为 2.7%, 毛利率高于公司整体 34 个 pct; 我们估算净利润约 14.5 亿元, 占公司整体归母净利润的 11%, 后续在建及待开工项目有望持续贡献业绩。我们估算 2023 年资源业务合计净利润约 29 亿元, 约占公司整体归母净利润的 22%。

图表 6: 华刚矿业资源储量及产量

	铜	钴
储量 (万吨)	691.5	54.8
权益储量 (万吨)	174.8	13.8
品位	3.5%	0.2%
设计产量 (万吨)	25.4	0.5

资料来源: 中国中铁公告、华刚矿业官网, 国盛证券研究所

图表 7: 中国电建对华刚矿业投资收益



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

电力运营与资源业务价值重估空间大: 利润方面, 公司施工业务结构不断优化, 盈利能力有望提高; 新能源装机未来两年陆续落地有望带动利润贡献提升; 在建及待开工绿色砂石项目有望持续贡献业绩增量; 参股华刚矿业有望显著受益铜价上涨增厚投资收益, 我们预计公司 2024 年工程/电力运营/绿色砂石/铜钴矿净利润贡献分别为 77/36/17/17 亿元。估值方面, 分别参考建筑央企、电力、水泥、有色行业可比公司 2024 年平均 PE 对公司各项业务进行分部估值 (考虑到地产景气度偏弱, 砂石业务 PE 取 6X), 重估后平均 PE 约 10X, 对应市值为 1304 亿元, 较当前市值高出 47%。

图表 8: 可比公司估值

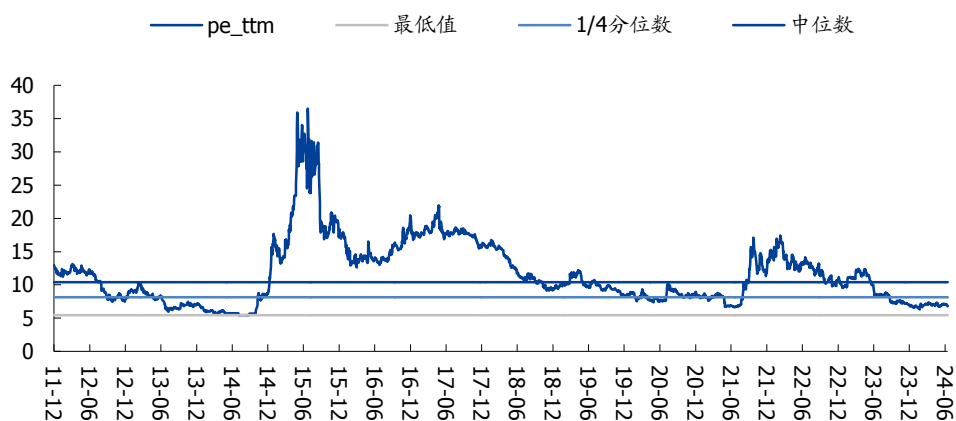
股票简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE				PB
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
华友钴业	25.6	2.0	2.0	2.5	3.1	12.9	12.7	10.1	8.2	1.31
紫金矿业	17.1	0.8	1.0	1.3	1.4	21.3	17.1	13.6	11.9	4.04
平均值						17.1	14.9	11.9	10.0	2.7
海螺水泥	23.8	2.0	1.8	2.0	2.2	12.1	13.5	12.1	11.0	0.7
华新水泥	13.9	1.3	1.4	1.6	1.9	10.5	9.8	8.5	7.5	1.0
平均值						11.3	11.7	10.3	9.3	0.8
华能国际	9.3	0.5	0.8	0.9	1.1	17.2	11.0	9.9	8.8	2.6
长江电力	27.9	1.1	1.4	1.5	1.5	25.1	20.3	19.0	18.1	3.3
国投电力	17.7	0.9	1.1	1.2	1.3	19.7	16.7	15.2	14.0	2.4
平均值						20.7	16.0	14.7	13.6	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、投资建议

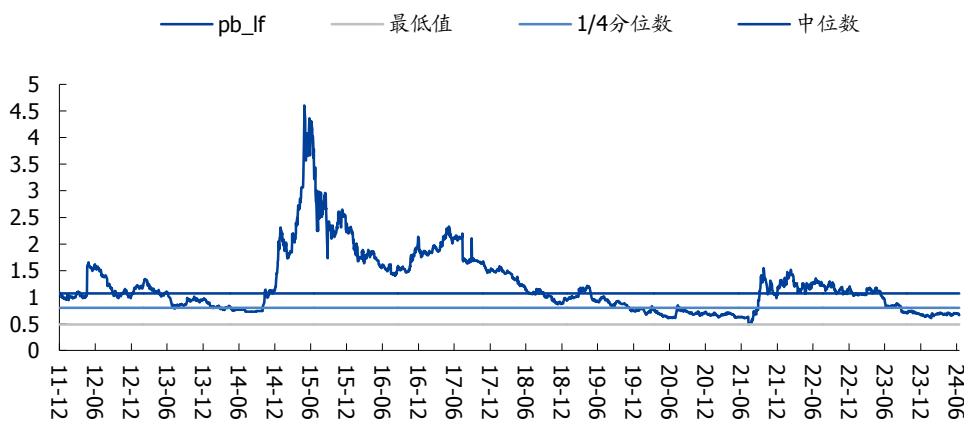
我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 146/164/181 亿元, 同比增长 13%/12%/11%, 对应 EPS 分别为 0.85/0.95/1.05 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 6.1/5.4/4.9 倍, PB-lf 仅 0.67 倍, 估值处于历史底部区间。公司新能源及抽水蓄能工程业务快速增长, 施工业务结构不断优化; 新能源装机未来两年落地有望提速, 贡献利润有望进一步提升; 参股华刚矿业显著受益铜价上涨, 分部估值市值较当前市值高出 47%, 重点推荐。

图表 9: 公司历史 PE 走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司历史 PB 走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、风险提示

新能源及抽蓄业务开拓不及预期,雅鲁藏布江下游水电站开建进度偏慢,铜价下行风险,测算误差风险等。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com