

公司研究

能源工程订单内外开花，算力中心建设蓬勃发展

——中国能源建设（3996.HK）经营近况点评

要点

事件：当地时间 3 月 11 日，公司中电工程西北院与 Masdar 在阿布扎比签约阿塞拜疆 Bilasuvar（比利亚苏瓦尔）445MW、Banka（班卡）315MW 光伏电站 EPC 项目。

点评：

国内外需求旺盛，公司能源订单内外开花。3 月 11 日，中国能建签约阿塞拜疆两大光伏项目 EPC 合同，这是公司在阿塞拜疆市场首次以 EPC 总承包模式承建的大型光伏电站项目，Bilasuvar 项目也是阿塞拜疆在建最大光伏项目。阿塞拜疆 23 年可再生能源发电量占比为 20.3%，计划到 2030 年提高至 30%；此外，基于对能源安全保障和经济转型的考量，目前众多油气资源大国开始加力推进新能源建设，海外能源工程需求旺盛，公司未来有望凭借强大的能源工程建设能力持续获得海外能源订单。国内能源市场方面，2 月 9 日国家发改委与能源局联合印发《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（以下简称“136 号文”），电价政策新老划断下掀起抢装潮，公司国内拿单提速，如 3 月初以来，公司先后中标国家电投隰县 75 兆瓦风力发电项目 EPC 总承包工程、国网东北分部 2025 年第一次服务公开招标批次采购 4 个标包 500 千伏一体化电网工程及上海电力东兴江平风电总承包项目等。

布局战新产业，积极构建全国一体化算力网络。公司凭借在绿电领域的技术优势和全产业链一体化建设的优势，积极参与全国一体化算力网络系统的构建，已在甘肃庆阳、宁夏中卫、安徽芜湖、广东韶关、山西大同、北京经开区等多个枢纽节点投资或布局了数据中心项目。目前在建的甘肃庆阳大数据产业园示范项目，一期工程已于 2024 年 9 月点亮投运，一次性通过中国质量认证中心（CQC）数据中心场地基础设施认证，获颁国标最高等级——增强级（GB50174-2017A 级）证书。公司旗下中能建（北京）智慧算力科技有限公司与城地香江签署了《附条件生效的股份认购协议》，致力于打造算力中心“国家队”。

盈利预测、估值与评级：中国能源建设在电力建设及运营投资领域有竞争优势，新签订单快速增长，算力中心建设蓬勃发展，我们看好公司在电力及算力等领域的发展。公司在 2024 年前三季度归母净利润同比增长 17.3%，经营表现优异，我们上调公司 24 年归母净利润预测至 86 亿元（上调约 3%），考虑“136 号文”的影响及高基数下的增长难度，下调 25 年归母净利润预测至 94 亿元（下调 11%），新增 26 年归母净利润预测为 98 亿元。考虑到公司估值水平较低且能源算力业务均有较大增长空间，维持“买入”评级。

风险提示：能源工程建设需求不及预期、新签订单增速放缓、项目回款不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	366,393	406,032	428,298	453,436	481,684
营业收入增长率	13.67%	10.82%	5.48%	5.87%	6.23%
净利润（百万元）	7,809	7,986	8,633	9,388	9,794
净利润增长率	20.07%	2.26%	8.10%	8.75%	4.33%
EPS（元）	0.19	0.19	0.21	0.23	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.66%	7.23%	7.31%	7.41%	7.22%
P/E	5	5	5	5	4
P/B	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-14，汇率：按 1HKD=0.93CNY 换算

买入（维持）

当前价：1.03 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebcn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

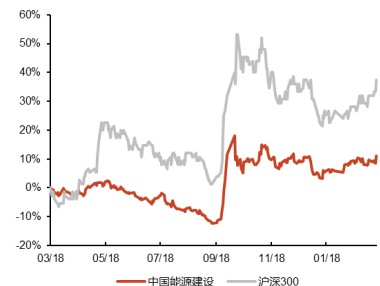
021-52523879

wuyujie@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	416.91
总市值(亿港元)	429.42
一年最低/最高(港元)	2.00/2.64
近 3 月换手率：	31.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.26	-4.10	-2.33
绝对	1.76	-1.68	9.90

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	366,393	406,032	428,298	453,436	481,684
营业成本	320,891	354,727	374,276	396,191	421,482
折旧和摊销	5,318	6,460	7,667	8,883	10,338
税金及附加	1,703	1,416	1,494	1,581	1,680
销售费用	1,687	1,900	2,056	2,155	2,266
管理费用	13,722	14,752	15,406	16,147	16,981
研发费用	10,442	12,980	12,849	13,830	14,691
财务费用	4,616	4,680	4,575	5,451	5,875
投资收益	997	321	600	500	600
营业利润	13,749	14,046	17,887	18,634	19,487
利润总额	13,675	14,011	17,359	18,652	19,502
所得税	3,268	2,755	4,149	4,458	4,661
净利润	10,407	11,256	13,210	14,194	14,841
少数股东损益	2,597	3,269	4,577	4,806	5,046
归属母公司净利润	7,809	7,986	8,633	9,388	9,794
EPS(元)	0.19	0.19	0.21	0.23	0.23

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,934	9,486	-18,453	26,716	28,855
净利润	7,809	7,986	8,633	9,388	9,794
折旧摊销	5,318	6,460	7,667	8,883	10,338
净营运资金增加	-12,650	-20,761	40,121	-2,239	-2,350
其他	7,457	15,801	-74,873	10,684	11,072
投资活动产生现金流	-49,026	-41,528	-33,079	-41,798	-39,876
净资本支出	-19,180	-30,484	-30,946	-42,298	-40,476
长期投资变化	40,697	46,549	0	0	0
其他资产变化	-70,543	-57,593	-2,132	500	600
融资活动现金流	52,324	36,051	55,770	19,867	16,398
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	66,341	42,687	61,429	26,097	23,111
无息负债变化	51,395	55,352	-18,170	20,850	23,672
净现金流	11,797	4,127	4,238	4,785	5,377

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	12.4%	12.6%	12.6%	12.6%	12.5%
EBITDA 率	7.3%	7.1%	7.1%	7.2%	7.3%
EBIT 率	5.6%	5.4%	5.3%	5.3%	5.2%
税前净利润率	3.7%	3.5%	4.1%	4.1%	4.0%
归母净利润率	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.0%
ROA	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%
ROE (摊薄)	7.7%	7.2%	7.3%	7.4%	7.2%
经营性 ROIC	7.7%	7.3%	5.6%	5.3%	5.1%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	75%	76%	76%	76%	76%
流动比率	1.11	1.02	0.99	0.95	0.92
速动比率	0.93	0.86	0.80	0.77	0.75
归母权益/有息债务	0.55	0.49	0.41	0.40	0.40
有形资产/有息债务	3.20	3.05	2.60	2.55	2.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	664,351	783,156	838,541	898,902	959,688
货币资金	73,104	77,289	81,527	86,312	91,689
交易性金融资产	3,081	422	422	753	1,084
应收账款	73,010	78,218	77,798	82,184	87,304
应收票据	7,175	5,229	5,516	5,840	6,203
其他应收款 (合计)	24,964	30,821	32,510	34,417	36,559
存货	61,381	67,958	85,317	90,374	96,210
其他流动资产	14,036	15,094	15,094	15,094	15,094
流动资产合计	378,753	426,070	457,350	483,301	512,830
其他权益工具	2,185	2,372	2,372	2,372	2,372
长期股权投资	40,697	46,549	46,549	46,549	46,549
固定资产	42,880	57,522	69,774	84,420	100,573
在建工程	16,336	25,484	35,456	44,445	52,067
无形资产	67,805	82,464	80,815	87,409	90,406
商誉	2,198	2,627	2,627	2,627	2,627
其他非流动资产	62,691	85,422	85,422	85,422	85,422
非流动资产合计	285,598	357,086	381,190	415,601	446,858
总负债	496,865	594,903	638,162	685,109	731,892
短期借款	25,550	35,015	96,444	122,541	145,652
应付账款	166,095	203,325	179,146	189,635	201,741
应付票据	14,947	14,387	15,180	16,069	17,095
预收账款	30	21	22	24	25
其他流动负债	9,904	9,546	9,546	9,546	9,546
流动负债合计	341,558	417,009	463,389	510,336	557,118
长期借款	132,124	157,944	157,944	157,944	157,944
应付债券	9,800	1,500	1,500	1,500	1,500
其他非流动负债	8,461	8,373	8,373	8,373	8,373
非流动负债合计	155,307	177,895	174,773	174,773	174,773
股东权益	167,486	188,253	200,379	213,793	227,797
股本	41,691	41,691	41,691	41,691	41,691
公积金	24,384	27,203	28,066	29,005	29,985
未分配利润	24,654	29,848	36,534	44,204	52,181
归属母公司权益	101,894	110,465	118,013	126,622	135,579
少数股东权益	65,593	77,788	82,365	87,171	92,218

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.46%	0.47%	0.48%	0.48%	0.47%
管理费用率	3.75%	3.63%	3.60%	3.56%	3.53%
财务费用率	1.26%	1.15%	1.07%	1.20%	1.22%
研发费用率	2.85%	3.20%	3.00%	3.05%	3.05%
所得税率	24%	20%	24%	24%	24%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02
每股经营现金流	0.19	0.23	-0.44	0.64	0.69
每股净资产	2.44	2.65	2.83	3.04	3.25
每股销售收入	8.79	9.74	10.27	10.88	11.55

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	5	5	5	5	4
PB	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	12.0	13.3	14.8	14.8	14.6
股息率	2.4%	2.5%	1.8%	2.0%	2.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

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

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP