

公司研究

经营稳健，新能源业务快速增长

——中国能源建设（3996.HK）2024 年年报及 2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：0.98 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

021-52523879

wuyujie@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	416.91
总市值(港元):	859.45
一年最低/最高(港元):	0.90/1.10
近 3 月换手率:	34.40%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.66	-0.25	-1.73
绝对	1.38	-0.90	1.35

资料来源：Wind

要点

事件：公司发布 24 年年报及 25 年一季报，24 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 4367.1/84.0/65.3 亿元，同比+7.6%/+5.1%/-8.9%。25Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 1003.7/16.1/13.9 亿元，同比+3.0%/+8.8%/+24.0%。

点评：

新能源业务快速增长，业务结构持续优化：24 年公司新能源及综合智慧能源实现营业收入 1397.6 亿元，同比+13.9%，推动营业收入同比增长，业务结构持续优化。截至 24 年年末，公司新能源控股并网项目装机容量 1519.6 万千瓦，同比增长 59.7%，24 年公司新获取风光新能源开发指标 2020.9 万千瓦，累计获取开发指标 7043.5 万千瓦。分业务板块看，24 年公司工程建设/投资运营业务/工业制造/勘测设计及咨询实现营业收入 3668.2/361.3/322.2/208.3 亿元，同比+6.8%/+22.8%/-4.5%/+8.6%。分区域看 24 年公司境内/境外业务实现营收 3805.7/561.4 亿元，同比+8.8%/+0.03%。

25Q1 毛利率有所改善：24 年公司毛利率/净利率为 12.4%/2.7%，同比-0.23/-0.06pcts，公司工程建设/投资运营业务/工业制造/勘测设计及咨询的毛利率分别为 7.6%/34.1%/16.8%/36.2%，同比-0.25/-1.16/-0.10/-3.20pcts。公司 24 年毛利率下降及减值提升，使归母净利润同比增幅小于营收。25Q1 公司营收有所增长，同比上升 3.0%，25Q1 年公司毛利率/净利率为 11.2%/2.6%，同比+0.47/+0.19pcts，毛利率提升及减值冲回推动公司 25Q1 归母净利润同比增幅高于营收。

新签合同快速增长，新能源及综合智慧能源订单持续高增：24 年公司新签合同额 14088.8 亿元，同比+9.8%，其中工程建设/勘测设计及咨询/工业制造新签合同 12750.8/197.2/848.2 亿元，同比+6.4%/-8.1%/+134.5%；24 年新能源及综合智慧能源工程建设/勘测设计及咨询新签合同同比+5.0%/+44.1%。分区域看，公司 24 年境内/境外新签合同 10873.1/3215.7 亿元，同比+8.4%/+14.6%。25Q1 公司新签合同额为 3889.0 亿元，同比+5.8%，其中工程建设/勘测设计及咨询/工业制造新签合同金额为 3640.5/65.2/91.3 亿元，同比+15.5%/+41.4%/-79.8%。25Q1 新能源及综合智慧能源工程建设/勘测设计及咨询新签合同同比+20.0%/+53.0%。境内/境外新签合同 2874.6/1014.4 亿元，同比+4.2%/+10.5%。

加强清收，现金流持续改善：24 年公司销售/管理/财务/研发费用率为 0.5%/3.4%/1.2%/3.2%，同比+0.08/-0.24/+0.08/持平 pcts。25Q1 公司销售/管理/财务/研发费用率为 0.5%/3.8%/1.4%/2.1%，同比+0.01/+0.01/持平/+0.46pcts。公司加强款项清收，现金流持续改善，24 年公司经营现金净流入 110.3 亿元，较上年同期多流入 15.4 亿元；25Q1 公司经营现金净流出 145.1 亿元，较上年同期少流出 16.8 亿元。

盈利预测、估值与评级：考虑“136 号文”加快推进新能源上网电价市场化，短期或影响新能源上网电价，进而影响公司新能源运营收益，因此我们下调公司 25-26 年归母净利润预测至 91/96 亿元（分别下调 4%/2%），新增 27 年归母净利润预测为 101 亿元。公司新能源及综合智慧能源订单持续高增，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。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	406,032	436,713	462,538	490,627	520,008
营业收入增长率	10.82%	7.56%	5.91%	6.07%	5.99%
归母净利润（百万元）	7,986	8,396	9,053	9,630	10,107
归母净利润增长率	2.26%	5.13%	7.83%	6.37%	4.94%
EPS（元）	0.19	0.20	0.22	0.23	0.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.23%	7.24%	7.30%	7.27%	7.14%
P/E	4.7	4.5	4.2	3.9	3.8
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-02，汇率：按 1HKD=0.92813CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	406,032	436,713	462,538	490,627	520,008
营业成本	354,727	382,530	404,464	428,200	453,060
折旧和摊销	6,460	7,742	8,270	10,013	12,127
税金及附加	1,416	1,654	1,752	1,858	1,969
销售费用	1,900	2,391	2,451	2,698	2,860
管理费用	14,752	14,833	15,726	16,681	17,680
研发费用	12,980	13,982	14,801	16,681	18,200
财务费用	4,680	5,379	4,944	5,611	6,195
投资收益	321	729	600	500	600
营业利润	14,046	14,828	17,576	18,139	19,021
利润总额	14,011	15,128	17,243	18,260	19,166
所得税	2,755	3,304	3,391	3,591	3,769
净利润	11,256	11,824	13,852	14,669	15,397
少数股东损益	3,269	3,428	4,799	5,039	5,291
归属母公司净利润	7,986	8,396	9,053	9,630	10,107
EPS(元)	0.19	0.20	0.22	0.23	0.24

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9,486	11,027	30,826	34,852	41,429
净利润	7,986	8,396	9,053	9,630	10,107
折旧摊销	6,460	7,742	8,270	10,013	12,127
净营运资金增加	-20,032	-1,074	-3,648	-5,728	-6,953
其他	15,072	-4,037	17,150	20,937	26,148
投资活动产生现金流	-41,528	-50,336	-61,162	-59,194	-60,354
净资本支出	-30,484	-44,351	-45,261	-59,694	-60,954
长期投资变化	46,549	52,771	0	0	0
其他资产变化	-57,593	-58,755	-15,901	500	600
融资活动现金流	36,051	53,362	35,728	30,205	25,058
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	42,687	43,385	41,847	37,091	32,386
无息负债变化	55,352	24,888	20,321	25,658	27,377
净现金流	4,127	13,965	5,391	5,863	6,133

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	12.6%	12.4%	12.6%	12.7%	12.9%
EBITDA 率	7.1%	7.1%	7.3%	7.5%	7.8%
EBIT 率	5.4%	5.3%	5.6%	5.5%	5.4%
税前净利润率	3.5%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%
归母净利润率	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%
ROA	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%
ROE (摊薄)	7.2%	7.2%	7.3%	7.3%	7.1%
经营性 ROIC	7.1%	6.0%	5.9%	5.4%	5.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	76%	76%	77%	77%	77%
流动比率	1.02	1.02	0.94	0.88	0.84
速动比率	0.86	0.85	0.77	0.72	0.69
归母权益/有息债务	0.49	0.43	0.40	0.38	0.37
有形资产/有息债务	3.05	2.81	2.68	2.60	2.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	783,156	869,005	943,933	1,020,277	1,094,301
货币资金	77,289	91,162	96,553	102,417	108,550
交易性金融资产	422	421	421	466	510
应收账款	78,218	85,237	84,412	88,055	91,230
应收票据	5,229	4,191	4,439	4,709	4,991
其他应收款 (合计)	30,821	32,258	34,163	36,236	38,403
存货	67,958	74,877	85,272	90,229	95,441
其他流动资产	15,094	18,153	18,784	20,239	21,727
流动资产合计	426,070	447,305	472,912	499,754	527,193
其他权益工具	2,372	2,567	2,567	2,567	2,567
长期股权投资	46,549	52,771	52,771	52,771	52,771
固定资产	57,522	73,909	94,219	118,032	144,394
在建工程	25,484	37,212	51,794	64,939	76,575
无形资产	82,464	100,522	97,172	103,896	108,666
商誉	2,627	2,625	2,625	2,625	2,625
其他非流动资产	85,422	100,773	114,623	114,623	114,623
非流动资产合计	357,086	421,700	471,021	520,523	567,108
总负债	594,903	663,176	725,344	788,093	847,855
短期借款	35,015	40,193	82,039	119,130	151,516
应付账款	203,325	188,538	198,977	210,654	222,883
应付票据	14,387	16,795	17,758	18,800	19,892
预收账款	21	31	33	35	37
其他流动负债	9,546	9,430	9,277	9,222	9,070
流动负债合计	417,009	437,230	502,202	565,151	624,911
长期借款	157,944	193,010	193,010	193,010	193,010
应付债券	1,500	13,999	13,999	13,999	13,999
其他非流动负债	8,373	8,774	8,691	8,490	8,493
非流动负债合计	177,895	225,946	223,142	222,941	222,945
股东权益	188,253	205,829	218,589	232,185	246,445
股本	41,691	41,691	41,691	41,691	41,691
公积金	27,203	28,969	29,874	30,837	31,848
未分配利润	29,848	34,625	41,681	49,275	57,235
归属母公司权益	110,465	116,011	123,972	132,530	141,500
少数股东权益	77,788	89,818	94,617	99,655	104,946

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.47%	0.55%	0.53%	0.55%	0.55%
管理费用率	3.63%	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%
财务费用率	1.15%	1.23%	1.07%	1.14%	1.19%
研发费用率	3.20%	3.20%	3.20%	3.40%	3.50%
所得税率	20%	22%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
每股经营现金流	0.23	0.26	0.74	0.84	0.99
每股净资产	2.65	2.78	2.97	3.18	3.39
每股销售收入	9.74	10.47	11.09	11.77	12.47

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	4.7	4.5	4.2	3.9	3.8
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	15.3	15.8	15.9	16.0	15.6
股息率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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