

中国能建（601868.SH）

能源及算力基础设施龙头，求新求变蓄势向上

占据能源规划核心地位，业绩逆势增长，业务结构不断优化。公司以能建集团电规总院为依托，在我国能源整体规划中占据核心地位，是新老能源一体化综合服务龙头，在火电、特高压、核电（常规岛）等领域市占率第一，水电、储能、新能源等领域竞争优势领先。2024 年至 2025 年 Q1 业绩逆势稳健增长，在建筑央企中表现突出，彰显龙头韧性。2024 年新签合同额同比+10%，2021-2024 年 CAGR 为 17.3%。近年来公司订单结构持续优化，电力工程订单占比由 2021 年末的 45%提升至 2025Q1 年的 65%，传统基建订单占比明显下降。

运营业务占比有望不断提升，新能源发电、储能、氢能等多维度发力。公司 2024 年投资运营业务实现营业收入 361.3 亿元，同比增长 22.8%，毛利润占比 23%，毛利率 34.1%，盈利能力显著高于公司整体水平。新能源发电方面，截止 2024 年末累计并网新能源 15.2GW，同比高增 60%，实现营业收入 53.01 亿元，同比增长 42.6%，毛利占比 4.5%，较 2021 年提升 2.8%。氢能方面，公司成立氢能子公司，全产业链布局，预计全球最大的绿色氢氨醇一体化松原氢能产业园项目年内投产。储能方面，公司前瞻性布局多种类储能，湖北应城压缩空气储能标志性项目落地，2024 年底控股并网新型储能装机规模达 46.7 万千瓦。此外还获取 10 余个抽水蓄能项目投资开发权，总装机规模超 27GW。随着后续各类运营业务投产运营，公司运营业务利润占比有望不断提升，带动商业模式优化，驱动公司价值重估。

算力基础设施投建营一体化布局潜力大。当前算力基础设施内生发展动能强劲，叠加优异的政策支持环境，预计后续投建营市场将持续高景气。算力设施对电力能源需求巨大，算力业务 60%以上成本集中在电力能耗，因此电力能源和算力设施两者天然需要有较强协作。公司在能源电力领域占据龙头地位，切入算力基础设施领域具备天然优势。公司深度参与全国八大节点区域算力枢纽中心建设，已在多个枢纽节点投资或布局了数据中心项目，同时拟战略收购城地香江，进一步完善全国算力基础设施运营布局网络，强化“投建营”一体化模式，有望打造未来新增长点。

市值管理动力不断强化，提升分红、增持并购等有望加快推进。政策引导下，公司已制定详细《市值管理办法》及估值提升方案。近期公告定增获批，有效期 12 个月，考虑到目前股价仍破净，为顺利推进定增，后续公司市值管理动力有望进一步增强，有望努力提升经营效率及盈利能力，综合运用并购重组、分红提升、加大增持回购等方式推动估值加快回升。公司 2024 年首次实施中期分红，全年分红率 19.2%，较 23 年大幅提升 5.65 个百分点，后续有望保持提升趋势。大股东自 2024 年 9 月来多次增持，彰显对公司未来发展的信心。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 93/101/108 亿元，同比增长 10.9%/8.5%/6.6%，EPS 分别为 0.22/0.24/0.26 元/股，当前股价对应 PE 分别为 10.0/9.2/8.6 倍，PB-LF 为 0.86 倍，维持“买入”评级。

风险提示：电力投资增长不及预期、新能源运营投产不及预期、市值管理成效不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	406,032	436,713	472,970	499,619	524,631
增长率 yoy（%）	10.8	7.6	8.3	5.6	5.0
归母净利润（百万元）	7,986	8,396	9,310	10,103	10,770
增长率 yoy（%）	2.1	5.1	10.9	8.5	6.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.19	0.20	0.22	0.24	0.26
净资产收益率（%）	7.2	7.2	7.5	7.7	7.7
P/E（倍）	11.6	11.1	10.0	9.2	8.6
P/B（倍）	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

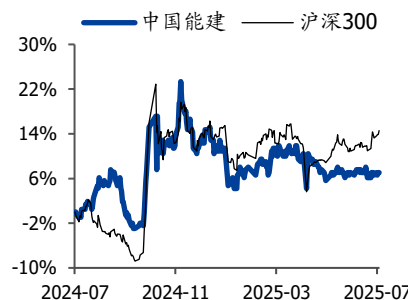
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 07 月 03 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
07 月 03 日收盘价（元）	2.23
总市值（百万元）	92,971.29
总股本（百万股）	41,691.16
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	159.87

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

研究助理 张天祚

执业证书编号：S0680123060030

邮箱：zhangtianyi@gszq.com

相关研究

- 《中国能建（601868.SH）：营收业绩稳健增长，新能源装机规模显著扩张》 2025-04-07
- 《中国能建（601868.SH）：Q4 业绩高增 35%，新能源运营及氢能加速布局》 2024-04-13
- 《中国能建（601868.SH）：扣非业绩增长 33%，新能源业务表现亮眼》 2023-09-03

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	426070	447305	490430	527280	582652
现金	77289	91162	96770	99128	123899
应收票据及应收账款	83447	89429	96989	101802	109956
其他应收款	30821	32258	34354	37040	38584
预付账款	34819	30180	37528	39027	39576
存货	67958	74877	79145	83018	86260
其他流动资产	131737	129399	145644	167266	184377
非流动资产	357086	421700	435505	457477	463461
长期投资	46549	52771	57001	60781	64281
固定资产	57580	73934	87343	109370	115688
无形资产	82464	100522	97121	93719	90318
其他非流动资产	170493	194474	194040	193607	193174
资产总计	783156	869005	925935	984757	1046113
流动负债	417009	437230	463168	487789	511171
短期借款	35015	40193	42193	45193	51193
应付票据及应付账款	217712	205333	236919	251162	257441
其他流动负债	164281	191704	184057	191434	202538
非流动负债	177895	225946	245946	267946	292946
长期借款	157944	193010	213010	235010	260010
其他非流动负债	19951	32936	32936	32936	32936
负债合计	594903	663176	709114	755735	804117
少数股东权益	77788	89818	93377	97417	101689
股本	41691	41691	41691	41691	41691
资本公积	17678	17662	17662	17662	17662
留存收益	39374	45932	53365	61527	70227
归属母公司股东权益	110465	116011	123444	131606	140306
负债和股东权益	783156	869005	925935	984757	1046113

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9486	11027	14802	20071	22919
净利润	11256	11824	12869	14143	15042
折旧摊销	7391	8410	11225	14313	16076
财务费用	4680	5379	6191	6283	7170
投资损失	-321	-729	-817	-697	-838
营运资金变动	-15933	-16337	-16579	-15672	-15817
其他经营现金流	2413	2481	1913	1701	1286
投资活动现金流	-41528	-50336	-23126	-34489	-19909
资本支出	-30484	-44351	-19713	-31406	-17246
长期投资	-10742	-7561	-4230	-3780	-3500
其他投资现金流	-302	1576	817	697	838
筹资活动现金流	36051	53362	14020	16775	21761
短期借款	9465	5178	2000	3000	6000
长期借款	25821	35065	20000	22000	25000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	838	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-73	13135	-7980	-8225	-9239
现金净增加额	4127	13965	5607	2358	24772

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	406032	436713	472970	499619	524631
营业成本	354727	382530	414505	437540	459066
营业税金及附加	1416	1654	1892	1998	2099
营业费用	1900	2391	2327	2511	2697
管理费用	14752	14833	16988	17689	18412
研发费用	12980	13982	15608	16737	17733
财务费用	4680	5379	5188	5219	6079
资产减值损失	-908	-1048	-800	-800	-1200
其他收益	746	825	1084	1002	1082
公允价值变动收益	331	45	0	0	0
投资净收益	321	729	817	697	838
资产处置收益	305	1109	827	839	1044
营业利润	14046	14828	16190	17663	18909
营业外收入	309	648	600	580	570
营业外支出	344	348	340	320	300
利润总额	14011	15128	16450	17923	19179
所得税	2755	3304	3581	3780	4136
净利润	11256	11824	12869	14143	15042
少数股东损益	3269	3428	3559	4040	4272
归属母公司净利润	7986	8396	9310	10103	10770
EBITDA	25519	27503	32863	37455	41334
EPS (元/股)	0.19	0.20	0.22	0.24	0.26

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.8	7.6	8.3	5.6	5.0
营业利润(%)	2.1	5.6	9.2	9.1	7.0
归属母公司净利润(%)	2.1	5.1	10.9	8.5	6.6
获利能力					
毛利率(%)	12.6	12.4	12.4	12.4	12.5
净利率(%)	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1
ROE(%)	7.2	7.2	7.5	7.7	7.7
ROIC(%)	3.5	3.1	3.3	3.3	3.3
偿债能力					
资产负债率(%)	76.0	76.3	76.6	76.7	76.9
净负债比率(%)	81.5	88.7	91.7	96.7	94.1
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.4	5.3	5.4	5.4	5.3
应付账款周转率	1.9	2.0	2.0	1.9	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.20	0.22	0.24	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.26	0.36	0.48	0.55
每股净资产(最新摊薄)	2.65	2.78	2.96	3.16	3.37
估值比率					
P/E	11.6	11.1	10.0	9.2	8.6
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.4	10.1	8.9	8.4	7.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 03 日收盘价

内容目录

1. 业绩逆势稳健增长，业务结构优化	5
2. 占据能源规划核心地位，新老能源一体化综合服务龙头	7
3. 运营业务占比有望不断提升	10
3.1. 新能源装机量快速增长，收入与利润占比不断提升	10
3.2. 氢能、空气储能、抽水蓄能多领域布局，强化运营业务成长动能	12
3.2.1. 氢能：高景气赛道投资显著增长，公司加力推进氢能一体化布局	12
3.2.2. 新型储能：前瞻性布局压缩空气储能领域，产业前景广阔	13
3.2.3. 抽水蓄能：中长期规划明确行业扩容空间，公司积极获投资开发指标	16
4. 算力基础设施投建营一体化布局潜力大	18
5. 市值管理动力持续强化	21
6. 盈利预测及投资建议	22
7. 风险提示	24

图表目录

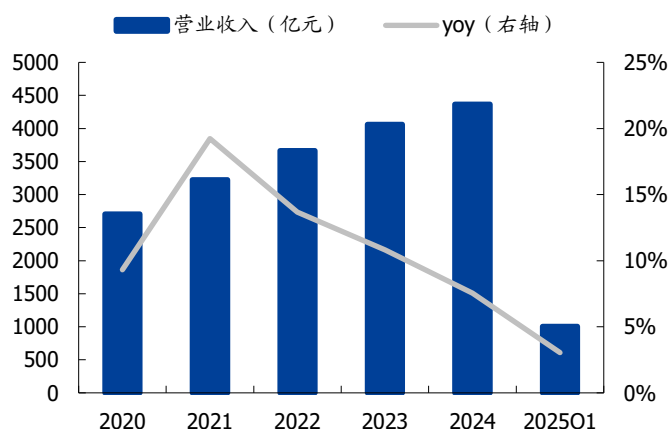
图表 1: 中国能建 2020-2025Q1 营业收入及增速	5
图表 2: 中国能建 2020-2025Q1 归母净利润及同比增速	5
图表 3: 建筑央企营收业绩同比增速对比	5
图表 4: 中国能建季度新签订单累计值及累计增速	6
图表 5: 中国能建电力工程订单占比	6
图表 6: 电规总院发展历程	7
图表 7: 中电工程发展历程	7
图表 8: 中国能建传统能源细分领域市占率及标志性项目	8
图表 9: 中国能建 2021-2024 年新能源建设业务收入及增速	8
图表 10: 中国能建 2021-2024 年新能源勘察设计业务收入及增速	8
图表 11: 中国能建 2022-2024 年新能源建设、设计业务毛利率	9
图表 12: 中国能建 2021-2024 年新能源工程订单及增速	9
图表 13: 中国能建 2021-2024 年投资运营业务收入及增速	10
图表 14: 中国能建 2021-2024 年投资运营业务与公司整体毛利率	10
图表 15: 中国能建 2024 年投资运营业务拆分（单位：亿元）	10
图表 16: 中国能建新能源累计并网装机规模（单位：万千瓦）	11
图表 17: 中国能建 2021-2024 年新能源运营业务收入及增速	11
图表 18: 中国能建 2021-2024 年新能源运营业务与公司整体毛利率	11
图表 19: 中国能建 2021-2024 年新能源运营业务收入占比	11
图表 20: 中国能建 2021-2024 年新能源运营业务毛利占比	11
图表 21: 氢能产业支持政策梳理	12
图表 22: 中国能建投资氢能项目梳理	13
图表 23: 中国新型储能在运装机规模	14
图表 24: 新型储能支持政策梳理	14
图表 25: 压缩空气储能项目已投运装机份额	15
图表 26: 截至 2025 年 5 月中国压缩空气储能在运行项目汇总	15
图表 27: 湖北应城 300 兆瓦压缩空气储能电站示范工程	16
图表 28: 中国能建投资运营压缩空气储能项目	16
图表 29: 中国抽水蓄能装机规模及增速	17
图表 30: 中国能建投资运营抽水蓄能项目	17
图表 31: 中国智能算力规模及预测	18
图表 32: 中国通用算力规模及预测	18
图表 33: 国家及一线城市算力支持政策一览	18
图表 34: “东数西算”工程规划的八大枢纽和十大集群	19
图表 35: 城地香江向中电智算定增方案	20
图表 36: 公司分红金额及分红比例	21
图表 37: 中国能建收入预测（单位：亿元）	22
图表 38: 中国能建收入增速预测	22

图表 39: 中国能建毛利率预测	23
图表 40: 中国能建期间费用率预测	23

1. 业绩逆势稳健增长，业务结构优化

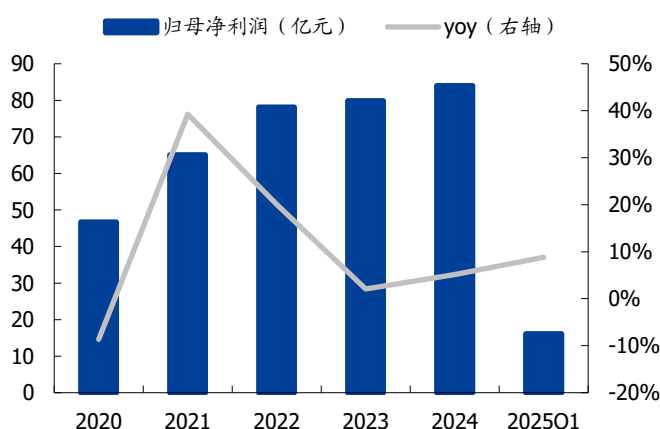
2024 年至 2025 年 Q1 业绩稳健增长，在建筑央企中表现突出，彰显龙头韧性。2024 年公司实现营业总收入 4367 亿，同比+7.6%，其中传统能源/新能源工程分别同比+12%/+13%，电力工程需求维持较高景气；投资运营业务在新能源运营驱动下增速较快，同比+23%。2024 年实现归母净利润 84 亿，同比+5%，增速位列建筑央企首位，显著高于建筑央企整体水平（2024 年建筑央企整体归母净利润同比-12%），逆势稳健增长。2025Q1 公司营业收入/归母净利润分别为 1004/16 亿元，同比+3%/+9%，在上年同期高基数下延续稳健增长，业绩增速在建筑央企中位居前列，展现较强经营韧性。

图表1: 中国能建 2020-2025Q1 营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 中国能建 2020-2025Q1 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 建筑央企营收业绩同比增速对比

公司名称	收入增速				业绩增速			
	23年	24年	24Q1	25Q1	23年	24年	24Q1	25Q1
中国能建	10.8%	7.6%	10.0%	3.0%	2.1%	5.1%	31.7%	8.8%
中国核建	10.3%	3.8%	0.4%	1.8%	16.1%	0.1%	9.6%	-1.0%
中国交建	5.1%	1.7%	0.2%	-12.6%	23.6%	-1.8%	10.0%	-11.0%
中国电建	6.4%	4.1%	5.1%	1.6%	13.6%	-7.2%	0.8%	-12.0%
中国铁建	3.8%	-6.2%	0.5%	-6.6%	-2.2%	-14.9%	2.0%	-14.5%
中国建筑	10.2%	-3.5%	4.7%	1.1%	6.5%	-14.9%	1.2%	0.6%
中国中铁	9.5%	-8.2%	-2.6%	-6.2%	7.1%	-16.7%	-5.0%	-19.5%
中国化学	30.5%	0.8%	-7.3%	11.0%	37.9%	-21.5%	-19.9%	21.6%
中国中冶	7.0%	-12.9%	3.8%	-18.5%	-15.6%	-22.2%	-20.6%	-40.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

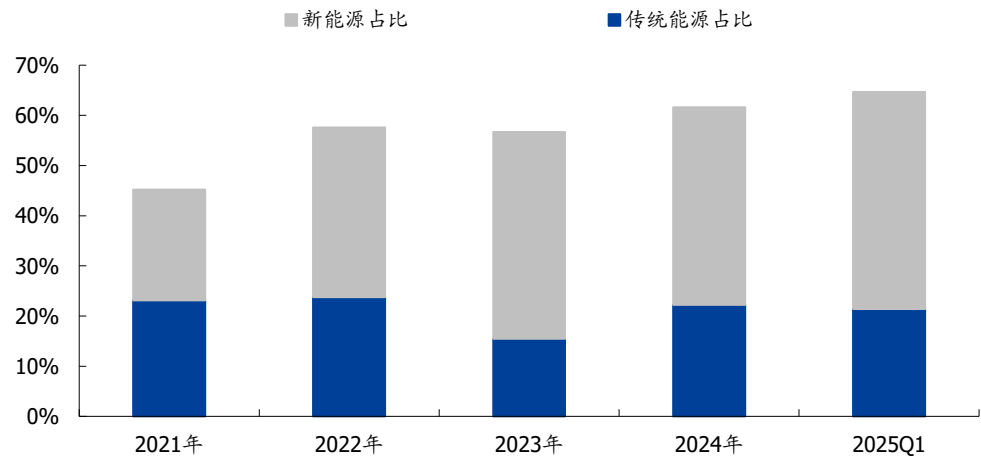
订单规模持续增长，业务结构优化，电力相关占比提升。公司新签订单金额持续增长，2024 年新签合同额 14089 亿元，同比+10%，2021-2024 年 CAGR 为 17.3%。分业务看，2024 年工程建设新签合同额 12751 亿元，同增 6.4%，其中传统能源签单额增长较快，同增 58%，主要系火电等传统能源改造需求推动；新能源签单额同增 5%；城建及交通订单有所下滑，同降 19%/41%。设计咨询/工业制造/其他业务分别新签 197/848/293 亿元，同比-8%/+134%/+5%。截至 2024 年末公司未完合同额 10775 亿，为 2024 年营收 2.5 倍，在手订单充裕。2025Q1 公司新签订单 3889 亿元，同比+5.8%，保持稳健增长。近年来公司订单结构持续优化，电力工程订单占比由 2021 年的 45% 提升至 2024 年的 62%，2025Q1 进一步提升至 65%，传统基建订单占比明显下降。

图表4: 中国能建季度新签订单累计值及累计增速

时间	新签合同额 (亿元)	yoy	工程建设 (亿元)												勘测 设计	yoy	工业 制造	yoy	其他 业务	yoy
			合计	yoy	传统 能源	yoy	新能源	yoy	城市 建设	yoy	综合 交通	yoy	其他	yoy						
2022Q1	2441	0.08%	1950	-6.3%	566	-24.5%	1026	187.5%	283	-59.3%	10	5.0%	65	-75.9%	49	59.0%	62	93.2%	379	28.2%
2022Q2	5328	10.2%	5015	6.6%	1310	-2.8%	2041	116.6%	1097	-29.7%	263	-15.2%	304	-44.2%	96	58.4%	139	103.3%	78	-
2022Q3	6946	17.3%	6566	21.5%	1970	21.0%	2669	108.3%	1244	-5.2%	264	-52.2%	419	-33.5%	118	18.8%	168	59.1%	95	-69.8%
2022Q4	10491	20.2%	9910	23.7%	2493	23.9%	3550	83.9%	2122	23.1%	564	-60.1%	1182	26.9%	143	20.1%	250	-5.4%	188	-43.8%
2023Q1	2977	22.0%	2855	24.1%	1115	97.0%	917	-10.6%	174	-28.0%	363	21.8%	286	308.4%	48	-3.0%	66	15.9%	7	-76.8%
2023Q2	6459	21.2%	6149	22.6%	1903	45.2%	2135	4.6%	1106	0.8%	355	35.2%	650	113.4%	119	24.7%	132	-5.7%	59	-23.3%
2023Q3	9415	35.5%	8778	33.6%	1699	12.2%	4033	29.1%	1880	55.0%	356	35.1%	810	77.9%	160	36.4%	308	89.0%	168	76.4%
2023Q4	12837	22.4%	11982	20.9%	1986	7.5%	5292	26.1%	2782	31.1%	469	-16.8%	1454	23.0%	215	50.0%	362	44.7%	279	48.6%
2024Q1	3678	23.5%	3152	10.4%	786	19.8%	1400	1.7%	468	33.8%	61	-67.5%	437	52.7%	46	-4.3%	451	582.5%	28	280.0%
2024Q2	7386	14.4%	6564	6.8%	2043	63.8%	2933	5.1%	908	-17.9%	120	-66.3%	560	-13.8%	114	-4.1%	603	358.6%	104	74.8%
2024Q3	9889	5.0%	8838	0.7%	2487	46.4%	3919	-2.8%	1279	-32.0%	200	-43.9%	954	17.8%	157	-2.0%	706	128.8%	188	11.5%
2024Q4	14089	9.8%	12751	6.4%	3130	57.6%	5553	5.0%	2249	-19.2%	279	-40.6%	1540	5.9%	197	-8.1%	848	134.5%	293	5.0%
2025Q1	3889	5.8%	3641	15.5%	833	6.1%	1680	20.0%	739	57.8%	119	96.7%	269	-38.6%	65	41.4%	91	-79.8%	92	224.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 中国能建电力工程订单占比

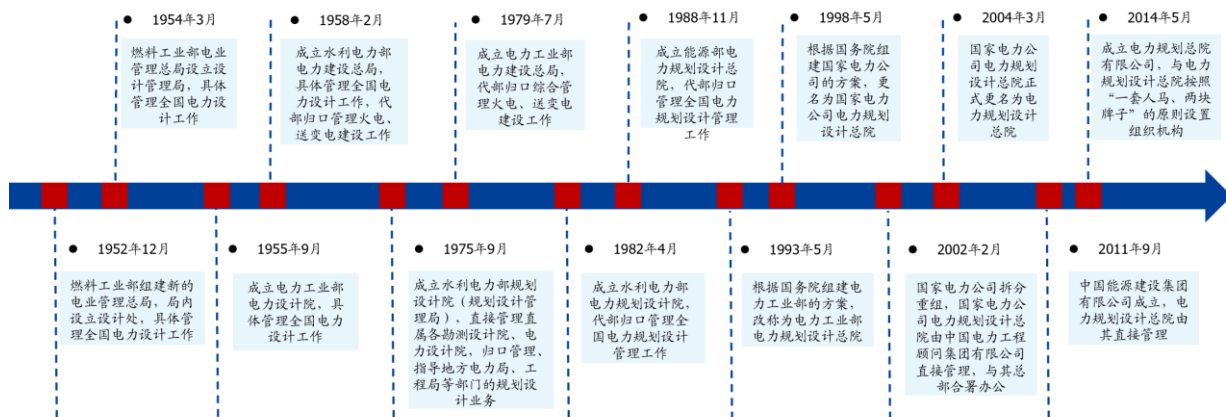


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 占据能源规划核心地位，新老能源一体化综合服务龙头

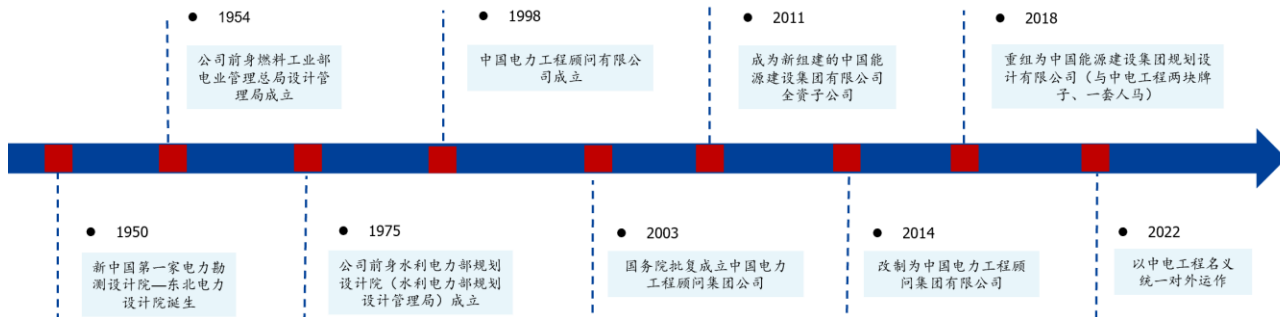
公司以电规总院为依托、中电工程为支撑，承担能源规划与电力工程勘察设计主力。电规总院 2011 年起由中国能源建设集团直接管理，是我国总体能源规划的委托单位，在电力设计规划领域占据特殊优势地位，是中国电力规划设计行业的“国家队”。中国能建下属中电工程是中国最具实力的能源电力工程规划咨询企业，具有国家工程设计综合甲级资质和工程勘察综合甲级资质，在电力勘察设计技术上处于国际领先地位。公司拥有以电规总院为依托、中电工程为支撑的高端规划咨询设计能力，承担了国家“十三五”“十四五”“十五五”能源、电力等重大规划及“一带一路”能源合作专项规划研究，建设运营国家电力规划研究、新能源消纳监测预警、新型储能和海上风电等大数据平台，在电力设计规划领域承担重要国家使命。

图表6: 电规总院发展历程



资料来源：电规总院官网，国盛证券研究所

图表7: 中电工程发展历程



资料来源：中电工程官网，国盛证券研究所

传统能源：火电、核电、特高压市占率均为第一，大型水电市占率超 50%。公司是传统能源电力建设的国家队、排头兵和主力军，在火电建设领域代表着世界最高水平，完成了国内 90%以上的火电设计业务，承担了国内 70%以上的火电工程建设，在水电工程领域施工市场份额超过 30%（大型水电超过 50%），在核电领域承担了国内已投运核电 90%以上常规岛勘察设计、66%以上常规岛工程建设。此外，公司在特高压输电线路建设等领域具备丰富工程业绩，完成了国内 90%的特高压输电线路勘测项目（2024 年）。

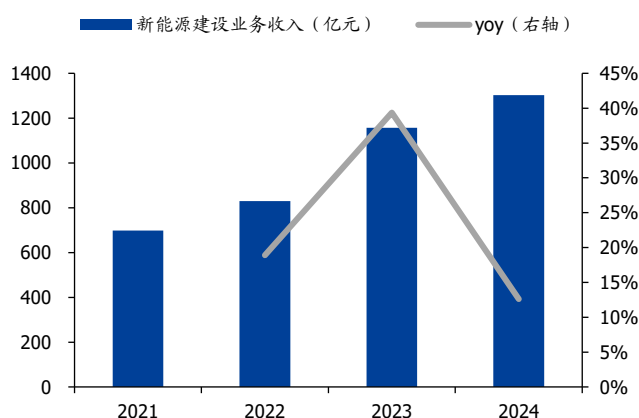
图表8: 中国能建传统能源细分领域市占率及标志性项目

细分领域	设计市占率	建设市占率	标志性项目
火电	90%以上	70%以上	世界首个“三百”（百万千瓦机组、百万伏等级变压器、百万伏线路）火电工程
			安徽铜陵发电厂六期 2*1000 兆瓦机组扩建工程（中国首次以 EPC 模式承接的 1000 兆瓦燃煤电厂）
			天津北疆电厂 4*1000 兆瓦机组工程（百万千瓦等级的超超临界机组在我国首次使用）
			华能玉环电厂一期工程（国内首个百万千瓦超超临界燃煤发电项目）
			国电泰州电厂二期工程（世界首个百万千瓦超超临界二次再热燃煤发电项目）
水电	--	30%以上（大型 50%以上）	万里长江第一坝——葛洲坝水电站 世界最薄的 300 米级双曲拱坝的乌东德水电站工程
核电常规岛	90%以上	66%以上	中广核阳江 5、6#核岛工程建设（全国一次核准规模最大核电项）
特高压输电线路	90% (2024 年)		三峡水电站送电江苏、上海、广东输变电工程
			云南至广东特高压直流输电示范工程（世界首条特高压直流工程） 四川锦屏水电站送电江苏特高压直流输电工程

资料来源:《中国能源建设集团有限公司践行碳达峰、碳中和“30·60”战略目标行动方案(白皮书)》、中国能建公告、中电工程官网、国资委官网、人民日报,国盛证券研究所

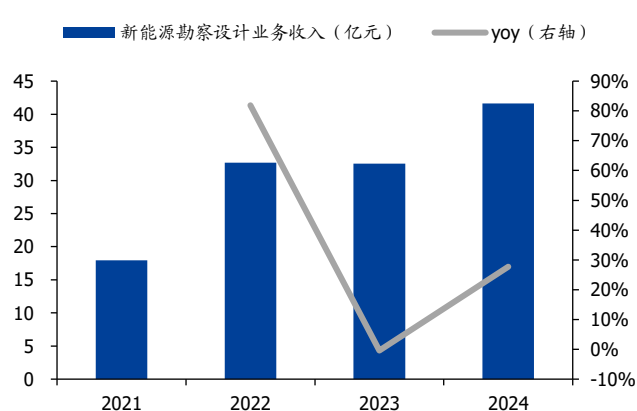
新能源: 积极开拓新能源业务, 大力布局风电、光伏、储能、氢能领域。截至 2023 年底, 公司执行勘察设计任务、施工任务的新能源项目累计装机容量分别超过 2 亿千瓦、1 亿千瓦, 分别占 2023 年全国风光装机容量的 19%/10%。2024 年境内签订广东汕尾红海湾四海上风电示范项目、青海共和 100 万千瓦源网荷储项目、京源天津绿电集储枢纽示范项目等一大批新能源项目。氢能方面加快业务布局, 2024 年签订了吉林白城通榆绿色氢氨醇一体化项目、新疆阿勒泰地区、塔城地区新能源产业项目等一批代表项目。抽水蓄能持续开拓, 2024 年签订了四川成都市大邑抽水蓄能电站、湖北长阳清江抽水蓄能电站等一批代表项目。海外市场中, 公司签订了老挝北部新能源光伏项目、乌兹别克斯坦安集延州洛奇 150MW/300MWh 储能电站等一批新能源项目。2024 年, 新能源及综合智慧能源工程建设业务新签合同额 5553.5 亿元, 同比增长 5.0%, 占比达 43.6%; 营业收入 1303 亿元, 同比增长 12.6%, 毛利率 6.6%, 同比提升 1.1pct。

图表9: 中国能建 2021-2024 年新能源建设业务收入及增速



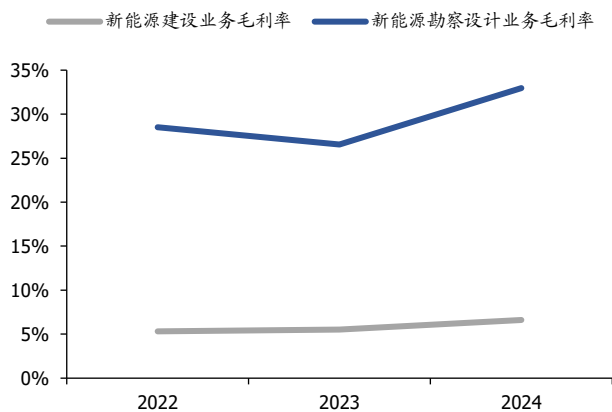
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表10: 中国能建 2021-2024 年新能源勘察设计业务收入及增速



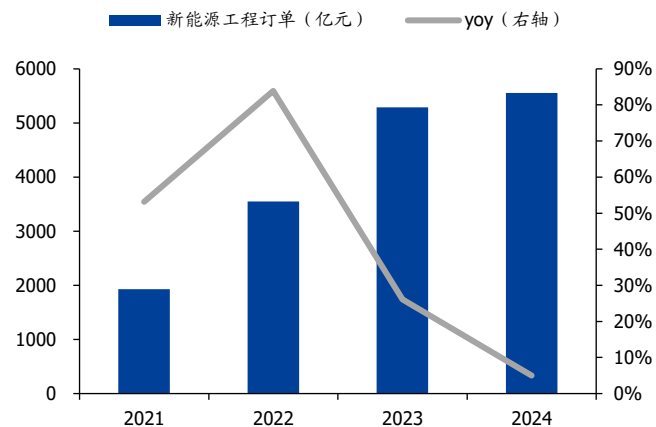
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 中国能建 2022-2024 年新能源建设、设计业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表12: 中国能建 2021-2024 年新能源工程订单及增速

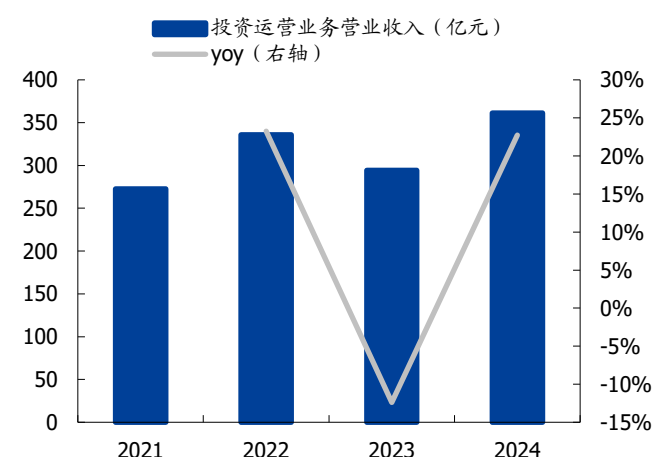


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 运营业务占比有望不断提升

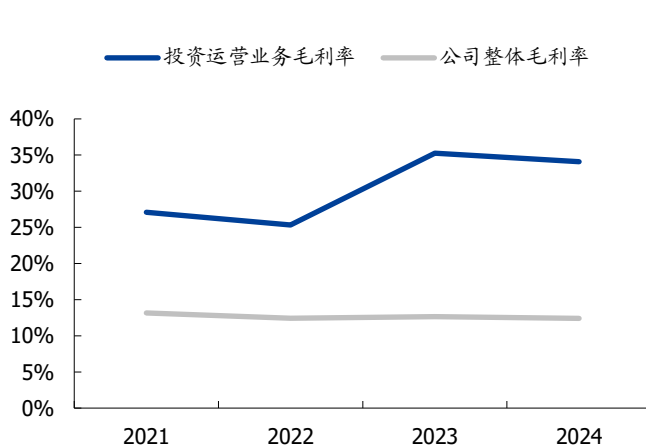
投资运营业务多领域布局，收入快速增长，盈利能力优越。公司投资运营业务主要包括传统能源、新能源及综合智慧能源、水利水务、生态环保、综合交通、市政、房地产（新型城镇化）、资本与金融服务等业务，致力于打造一流的能源一体化方案解决商、一流的基础设施投资商、一流的城市综合开发运营商。2024 年投资运营业务实现营业收入 361.3 亿元，同比增长 22.8%，毛利率 34.1%，盈利能力显著高于公司整体水平。

图表13: 中国能建 2021-2024 年投资运营业务收入及增速



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表14: 中国能建 2021-2024 年投资运营业务与公司整体毛利率



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表15: 中国能建 2024 年投资运营业务拆分 (单位: 亿元)

	营业收入	YOY	营收占比	毛利	毛利占比	毛利率	同比 (pct)
公司整体	4367.1	7.6%	100%	541.8	100%	12%	-0.2
投资运营业务	361.3	22.8%	8%	123.2	23%	34%	-1.2
新能源及综合智慧能源	53.0	42.6%	1%	24.3	4%	46%	-1.5
生态环保	2.3	135.4%	0.1%	0.6	0.1%	27%	-14.9
综合交通	25.6	9.1%	1%	14.3	3%	56%	-3.8
房地产 (新型城镇化)	180.6	34.8%	4%	45.5	8%	25%	-1.7

资料来源: ifind, 公司公告, 国盛证券研究所

3.1. 新能源装机量快速增长，收入与利润占比不断提升

新能源装机规模快速增长。公司熟悉电力项目建设各环节，资源整合能力强，同时资金实力雄厚，凭借投资、设计、施工、运营一体化的产业链优势，切入新能源电力投资运营市场潜力较大。公司持续加大新能源资产开拓力度，2024 年新获取风光新能源投资指标 2021 万千瓦，截止 2024 年末累计并网新能源 1520 万千瓦，同比高增 60%，其中风电/太阳能/生物质/新型储能分别达 341/1109/22/47 万千瓦。根据公司战略白皮书战略规划披露，公司在十四五期间将加大新能源“投建营一体化”项目开发力度，孵化开发以新能源为主的新型综合能源基地项目，到 2025 年控股新能源装机容量力争达到 2000 万千瓦以上。

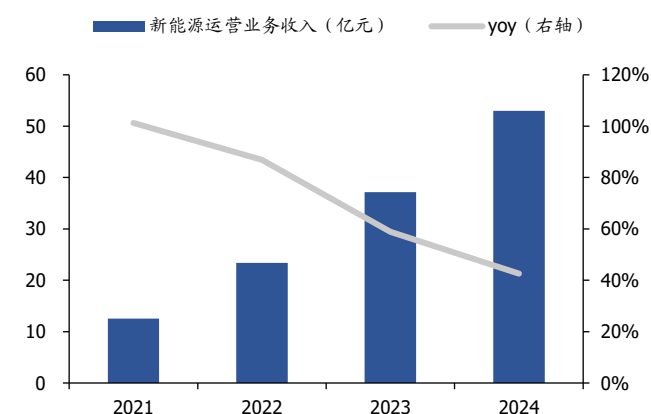
图表16: 中国能建新能源累计并网装机规模 (单位: 万千瓦)

装机类型	2022 年			2023 年			2024 年		
	规模	YOY	占比	规模	YOY	占比	规模	YOY	占比
风电	174	23%	35%	274	57%	29%	341	24%	22%
太阳能	302	217%	61%	667	121%	70%	1109	66%	73%
生物质能	22	0%	4%	--	--	--	22	--	1%
新型储能	--	--	--	10	--	1%	47	367%	3%
合计	499	192%	--	951	91%	--	1520	60%	--

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

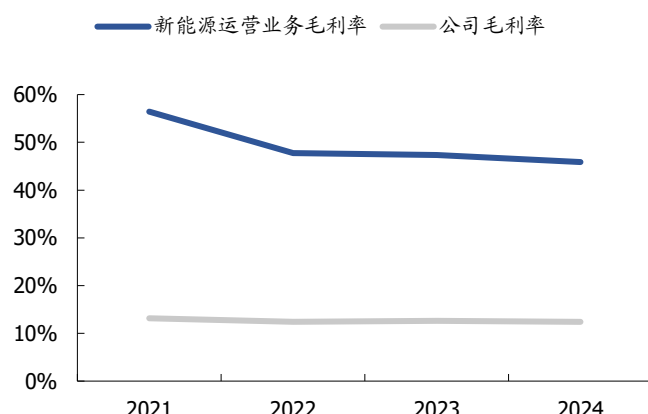
新能源运营收入与利润占比持续提升。公司 2024 年新能源及智慧能源投资运营业务实现营业收入 53.01 亿元, 同比增长 42.6%, 占公司总营收的 1.2%, 占比较 2021 年提升 0.8pct; 新能源运营毛利率显著高于公司整体水平, 2024 年为毛利率为 45.9%, 高于公司整体毛利率 33pct, 2024 年毛利占比 4.5%, 较 2021 年提升 2.8%, 利润贡献进一步凸显。伴随公司持续获取新能源投资指标, 后续运营规模有望不断扩大, 收入与利润贡献有望进一步提升。

图表17: 中国能建 2021-2024 年新能源运营业务收入及增速



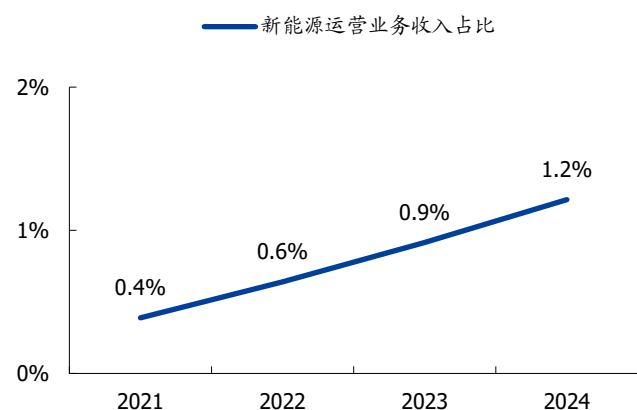
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表18: 中国能建 2021-2024 年新能源运营业务与公司整体毛利率



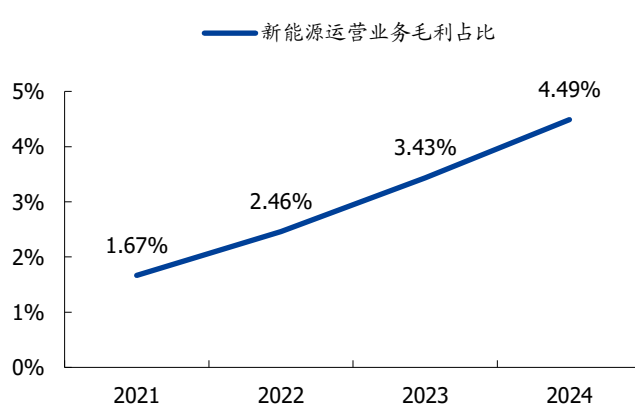
资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

图表19: 中国能建 2021-2024 年新能源运营业务收入占比



资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

图表20: 中国能建 2021-2024 年新能源运营业务毛利占比



资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

3.2. 氢能、空气储能、抽水蓄能多领域布局，强化运营业务成长动能

3.2.1. 氢能：高景气赛道投资显著增长，公司全力推进氢能一体化布局

氢能政策地位显著提升，高景气赛道迎投资热潮。2024 年氢能首次定位为“新质生产力”和“前沿新兴产业”，并写入政府工作报告，政策地位显著提升。各地政府将绿氢产业作为新质生产力发展的重要抓手，积极出台发展规划和支持政策，截至 2024 年底已有 28 个省（区、市）发布了地方氢能产业相关政策。氢能正式纳入《中华人民共和国能源法》，首次从法律层面明确氢的能源属性，为其发展提供法律保障。绿氢项目投资放量，2024 年签约项目达 74 个，总投资额超过 4700 亿元，投产后新增产能 280 万吨/年。

图表21: 氢能产业支持政策梳理

发布时间	发布机构/会议	文件名称	文件要点
2022/3/24	发改委、国家能源局	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》	1) 明确氢能为未来国家能源体系的重要组成部分、用能终端实现绿色低碳转型的重要载体及战略性新兴产业和未来产业重点发展方向。2) 规划到 2025 年形成较为完善的氢能产业发展制度政策环境，产业创新能力显著提高，基本掌握核心技术和制造工艺；到 2030 年形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系；到 2035 年形成氢能产业体系，构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态
2024/2/29	工信部、发改委等七部门	《加快推动制造业绿色化发展的指导意见》	1) 推进传统产业绿色低碳优化重构，推进绿氢等原料替代，提高绿色低碳原料比重；2) 前瞻布局绿色低碳领域未来产业，谋划布局氢能等产业发展，围绕用氢需求构建氢能制、储、输、用等全产业链技术装备体系，提高氢能技术经济性和产业链完备性
2024/3/5	国务院	《政府工作报告》	氢能首次定位为“新质生产力”和“前沿新兴产业”，提出加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎
2024/3/22	国家能源局	《2024 年能源工作指导意见》	提出编制加快推动氢能产业高质量发展的相关政策，有序推进氢能技术创新与产业发展，稳步开展氢能试点示范，重点发展可再生能源制氢，拓展氢能应用场景
2024/5/23	国务院	《2024-2025 年节能降碳行动方案》	提出统筹推进氢能发展、加强氢冶金等低碳冶炼技术示范应用、鼓励可再生能源制氢技术研发应用、支持建设绿氢炼化工程、逐步降低行业煤制氢用量
2024/11/8	第十四届人大常委会	《中华人民共和国能源法》	氢能正式纳入能源管理体系，与石油、煤炭、天然气、核电、水能等并列作为能源进行管理

资料来源：国家发改委、工信部、新华社、国家能源局、国务院，国盛证券研究所

全力推进氢能一体化布局，境内氢能项目总投资超 2500 亿元。公司着力构建氢能一体化发展格局，加大“绿电+绿氢+绿氨+绿醇”项目的投资开发，全力贯通氢能“制储运用”全链条。2021 年公司出资 50 亿元成立中能建氢能源子公司，布局氢能全产业链，业务覆盖投建营一体化、技术创新研发、技术合作应用及产业转化四大平台，同时进一步延伸产业链，加氢端适当布局建设运营综合加能站，用氢端丰富绿氢制氨、绿氢制甲醇、绿氨应用场景，与大型绿氢、绿氨、绿色甲醇消纳企业建立深度合作。公司 2022 年以来陆续签订氢能项目包括松原氢能产业园（绿色氢氨醇一体化）项目、甘肃酒泉风光氢储及氢能综合利用一体化示范项目、吉林白城通榆绿色氢氨醇一体化等项目，境内氢能项目总投资额已超 2500 亿元。

图表22: 中国能建投资氢能项目梳理

项目名称	投资额 (亿元)	建设内容
新疆疏勒县 100 万吨氢基一体化项目	445	计划分三期实施,全部建成后可实现年产合成甲醇 40 万吨、合成氨 60 万吨、生产氢气 13 万吨,年产值达 70 亿元以上
哈尔滨双城区风光氢氨醇一体化项目	300	以可再生能源制氢生产绿氢链能化产品(绿氢、绿色甲醇等)为核心,业务覆盖制、储、运、加、研氢能产业链各个环节
松原氢能产业园(绿色氢氨醇一体化)项目	296	项目规划年产绿氢 11 万吨,绿氢/醇 60 万吨;对推进吉林西部国家级可再生能源制氢规模化供应基地和多元化绿色氢基化工示范基地建设具有重要意义
赤峰市风光氢醇一体化及氢能配套产业项目	266	主要建设年产 11 万吨电解水制氢设施、年产 48 万吨绿色合成氨装置、年产 12 万吨绿色甲醇装置、年产 100 台套电解槽装备生产线
双鸭山绿色甲醇与绿色航油示范项目	208	规划建设年产 20 万吨绿色甲醇、30 万吨绿色航油。其中一期工程规划建设年产 10 万吨绿色航油项目,投资约 60 亿元
双鸭山百万吨级绿色甲醇生产基地项目(综合能源基地补充项目)	168	年产 100 万吨绿色甲醇生产基地,一期先行建设年产 30 万吨生物质气化耦合绿氢制绿色甲醇示范项目
吉林绿色甲醇与绿色航煤一体化项目	120	年产 20 万吨绿色甲醇和 10 万吨绿色航煤
辽宁台安县新能源制氢制氨项目	109	年产电解水制氢 5.6 万吨、绿氢制绿氨 30 万吨
辽宁铁岭开原储能制氢一体化项目	105	由风电、压缩空气储能、电解水制氢三个模块组成
辽宁营口风电制氢氨一体化项目	105	建设年产 3.6 万吨电解水制氢项目、20 万吨绿氢制绿氨项目,并配套建设 1.2GW 风力发电以及 220kV 升压站、降压站、输电线路及电化学储能等,项目分两期进行建设
铁岭调兵山绿色甲醇及绿色航油一体化示范项目	90	项目年产 20 万吨绿醇,总投资约 90 亿,分两期建设。一期年产 10 万吨绿醇及 2 万吨绿色航油,总投资额约 42 亿元。将配套建设集中风电场、光伏电站等设施
甘肃酒泉风光氢储及氢能综合利用一体化示范项目	76	拟建设年产 1.7 万吨氢、3.9 万吨合成氨的氢能综合利用项目。项目分两期建设。其中一期投资额 23 亿元
克拉玛依市风光制氢制绿色航煤项目	72	年产 10 万吨绿色航煤项目、年产 1 万吨绿氢项目、1GW 风光新能源项目
通榆绿色氢氨醇一体化项目	65	年产 30 万吨绿色甲醇,将建设 500 兆瓦集中式风电场、年处理 110 万吨生物质预处理工厂、30 万吨每年绿色甲醇合成装置及配套的公用设施
巴林左旗绿色氢基化工基地示范项目	50	年产 2 万吨电解水制氢设施、年产 10 万吨低压合成氨装置和综合加能站,项目涵盖制氢、加氢、氢能化工、氢能装备等全产业链条
石家庄光伏制氢及氢能配套产业项目	32	涵盖电解水制氢、综合加能站以及风电光伏等
乌拉特中旗风光制氢制氨综合示范项目	23	建设 210MW 风电、50MW 光伏、39MW/1h 电化学储能,预计年生产绿氢 1 万吨、绿氨 5.7 万吨
兰州新区绿电制氢项目	12	年产 2 万吨绿氢、6 万吨氨
临沂网氢储一体化示范项目	1	建设内容包含 2 套 1000 标方制氢装置综合加能站,利用约 200 亩水面新上 11MW 光伏电站,配套建设氢气制、储、运、加注等一体化相关设施
合计投资额	2543	

资料来源:北极星氢能网、中国改革报、中能建氢能源、国际新能源网、中国能建官网、流程工业网、国资委官网、中国电器工业协会、中国化工信息杂志、通榆县人民政府网、巴彦淖尔市政府门户网站、大众日报、华夏能源网、国际氢能网、国盛证券研究所

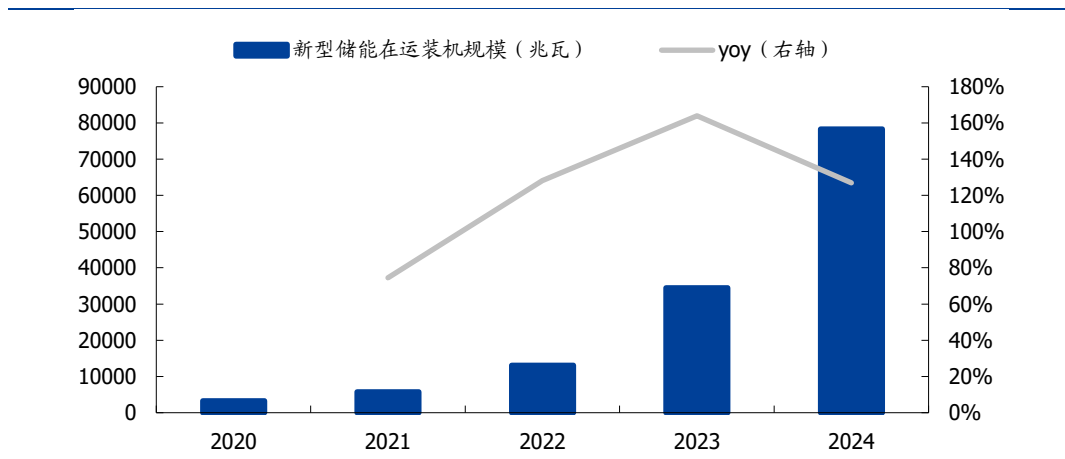
松原氢能产业园(绿色氢氨醇一体化)项目全力推进,年内预计投产。松原氢能项目入选国家发改委绿色低碳先进技术示范项目,项目总投资 296 亿元,是全球最大的绿色氢氨醇一体化项目。项目计划分阶段建成 300 万千瓦新能源发电装置,规划年产绿氢 11 万吨,绿氢/醇 60 万吨,配套建设电解槽装备制造生产线、综合加能站,设立氢能研究院,基本涵盖制氢、储氢、运氢、加氢、氢能化工、氢能装备全产业链条。其中一期项目投资 69.46 亿元,建设 800MW 风电光伏新能源、年产 4.5 万吨电解水制氢装置、20 万吨级柔性合成氨装置和 2 万吨绿色甲醇装置。2023 年 9 月项目正式开工,目前正处于全力建设之中,2025 年 6 月一期项目整体进度突破 80%,5 万千瓦光伏已建成,风机吊装完成 70%,氢氨醇化工土建施工已完成,制氢、纯化、空分、合成氨、氢氨储罐等主设备已经就位,正在进行设备和管道安装。按照计划,7 月开展单体设备调试、9 月试生产,二期工程筹备工作也在同步进行。

3.2.2. 新型储能: 前瞻性布局压缩空气储能领域, 产业前景广阔

政策大力推进新型储能发展,公司积极布局产业前景广阔。新型储能对新能源开发消纳、顶峰保供及保障电力系统安全稳定运行发挥重要作用,有力支撑新型电力系统建设。根据国家发改委及国家能源局《关于加快推动新型储能发展的指导意见》,2025 年国内新

型储能将实现从商业化初期向规模化发展转变，新型储能的市场空间广阔。目前超过十个省份正在开展新型储能试点示范，带动锂离子电池、液流电池、压缩空气储能等多种技术路线快速发展。截至 2024 年底，全国在运新型储能项目累计装机规模达 78315 兆瓦，同比增长 127%，约为“十三五”末装机规模的 24 倍。公司具备电力全产业链优势，依托于在电网规划方面积累的能力和资源，在储能产业投资方面具备较强竞争优势。截止 2024 年底公司控股并网项目新型储能装机规模达 46.7 万千瓦。

图表23: 中国新型储能并网装机规模



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

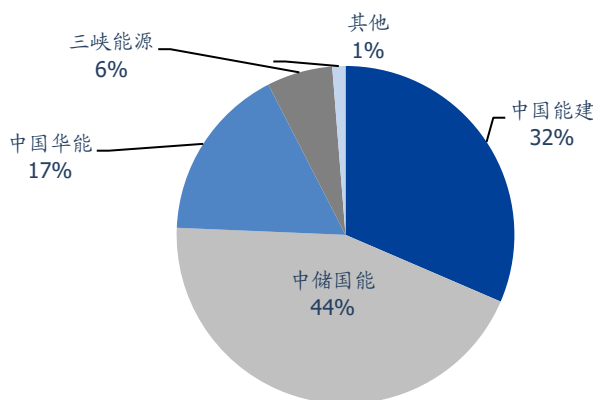
图表24: 新型储能支持政策梳理

时间	部门	政策名称	相关内容
2025/4/23	国家能源局	《关于促进能源领域民营经济发展若干举措的通知》	支持发展能源新业态新模式。支持民营企业积极投资新型储能、虚拟电厂、充电基础设施、智能微电网等能源新技术新业态新模式。鼓励民营企业高质量参与“一带一路”建设，稳妥开展风电、光伏、氢能、储能等绿色能源项目合作，提高企业国际竞争力。
2025/2/10	工业和信息化部等八部	《新型储能制造业高质量发展行动方案》	实施新型储能技术创新行动，发展多元化新型储能本体技术。压缩空气储能领域，研发大流量高效压缩机，提升大膨胀比、高可靠透平膨胀机供给能力，布局大容量、高密封性储气设施、高效储热装备、新工质低阻高效换热器，提高能量转化效率。
2025/1/17	国家金融监督管理总局、中国人民银行	《银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案》	支持能源体系低碳转型。银行保险机构要围绕太阳能光伏风电、水电、抽水蓄能、特高压、核能、储能、智能电网微电网等新能源产业生产、建设和运营以及更新、升级和改造，做好项目对接和信贷支持，加强金融风险防控，提供全生命周期保险保障。
2024/11/20	国家能源局	《关于加强电力安全治理 以高水平安全保障新型电力系统高质量发展的意见》	加强新能源及新型储能等新型并网主体涉网安全管理，通过提升涉网安全性能、加强涉网参数管理、优化并网接入服务、强化并网运行管理等措施，提升调度机构并网安全管理水平。
2024/11/7	市场监管总局	《质量认证行业公信力建设行动方案(2024-2026 年)》	聚焦推动高质量发展和加快发展新质生产力，重点围绕元宇宙、脑机接口、量子信息、人形机器人、生成式人工智能、生物制造、未来显示、未来网络、新型储能等 9 个未来产业，鼓励认证机构联合相关部门，结合相关政策、产业发展和市场消费，以发挥质量认证助力产业发展为目标以认证结果采信为导向，提前介入，构建具有一定前瞻性和市场需求的新型质量认证制度，努力实现认证结果采信和助力新兴产业、未来产业发展的高效协同。
2023/9/21	国家能源局	《关于加强新形势下电力系统稳定工作的指导意见》	科学安排储能建设，按需建设储能，有序建设抽水蓄能，积极推进新型储能建设；多元化储能科学配置，充分发挥电化学储能、压缩空气储能、飞轮储能、氢储能、热(冷)储能等各类新型储能的优势，探索储能融合发展新场景，提升电力系统安全保障水平和系统综合效率。
2021/7/15	国家能源局、发改委	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	开展前瞻性、系统性、战略性储能关键技术研发，强化电化学储能安全技术研究。坚持储能技术多元化，实现压缩空气、液流电池等长时储能技术进入商业化发展初期。

资料来源: 前瞻产业研究院、中国政府网, 国盛证券研究所

压缩空气储能标志性项目落地，已投运项目市场份额约 32%。公司积极整合内外部资源，成立了压缩空气储能研究院及工程技术中心等专门机构，充分发挥在压缩空气储能电站总体集成、主系统设计优化、关键工艺研究和迭代优化、核心装备研发、技术管理、成果转化等一体化综合优势，攻克 300MW 级压缩空气储能技术瓶颈，推动关键核心技术和装备实现 100%国产化。2025 年 1 月世界首套 300 兆瓦级压缩空气储能示范项目湖北应城示范工程于实现全容量全商业并网发电，创造了单机功率、储能规模、转换效率等多项世界纪录。截至 2025 年 5 月 15 日，我国已投运的压缩空气储能项目共 13 个，累计装机接近 1000 兆瓦，其中中国能建所属项目装机规模 300 兆瓦，占比 32%。公司 2022 年已完成了 50 余座压缩空气储能电站的选点布局工作，计划首批在全国范围内布局 100 座压缩空气储能电站。未来将继续推动压缩空气储能向更高效率、更低成本、更大规模方向进行技术革新，更好满足新型电力系统需求，有望在储能赛道持续领跑。

图表25: 压缩空气储能项目已投运装机份额



资料来源：前瞻产业研究院、北极星储能网、CSPPLAZA 光热发电网、齐鲁网、山东省能源局官网、中国江苏网、中国科学院官网、肥城市人民政府官网、中国能源网、内蒙古新闻广播、中储国能官网、北极星太阳能光伏网，国盛证券研究所

图表26: 截至 2025 年 5 月中国压缩空气储能运行项目汇总

项目	所属公司	装机规模 (MW)	并网时间
廊坊 1.5MW 超临界压缩空气储能示范项目	中储国能	1.5	2013 年并网
国网江苏同里 500kW 液态空气储能示范项目	国家电网	0.5	2013 年投运
安徽芜湖 500kW 压缩空气储能示范项目	太阳宝新能源	0.5	2014/11/11 投运
肥城盐穴先进压缩空气储能调峰电站(一期)	中储国能	10	2021/9/23 并网
贵州毕节 10MW 压缩空气储能验证平台	中储国能	10	2021/10/9 并网
金坛盐穴压缩空气储能国家试验示范项目	中盐集团、中国华能	60	2022/5/26 并网
河北省张家口国际首套百兆瓦先进压缩空气储能国家示范项目	中储国能	100	2022/9/30 并网
通渭县压缩空气+锂电池组合式网侧共享储能电站项目	国家电投	10	2024/2/28 并网
湖北应城 300 兆瓦压缩空气储能电站示范工程	中国能建	300	2024/4/9 并网
中储国能山东肥城 300MW/1800MWh 先进压缩空气储能国家示范电站	中储国能	300	2024/4/30 并网
建投储能液态空气储能项目	建投能源	1	2024/9/23 并网
内蒙古(乌兰察布)化德大规模压缩空气储能电站	三峡能源	60	2025/1 并网
华能阜康 100 万光伏+压缩空气储能 100MW/1000MWh 项目	中国华能	100	2025/5/5 并网
合计		954	

资料来源：前瞻产业研究院、北极星储能网、CSPPLAZA 光热发电网、齐鲁网、山东省能源局官网、中国江苏网、中国科学院官网、肥城市人民政府官网、中国能源网、内蒙古新闻广播、中储国能官网、北极星太阳能光伏网，国盛证券研究所

图表27: 湖北应城 300 兆瓦压缩空气储能电站示范工程



资料来源: IT之家, 国盛证券研究所

图表28: 中国能建投资运营压缩空气储能项目

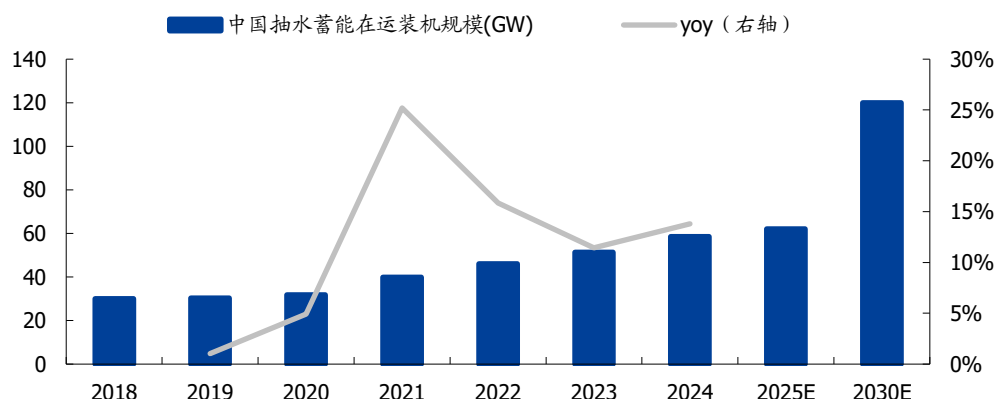
项目名称	装机规模 (MW)	投资额 (亿元)	项目进展
湖北应城 300MW 级压缩空气储能示范电站	300	19.5	并网; 2024 年 4 月 9 日首次并网一次成功, 已进入商业运营期
山东泰安 350MW 压缩空气储能创新示范电站	350	22.3	在建; 已经完成土建结构等节点, 正在进行设备安装, 预计 2025 年 12 月底完成并网发电工作
甘肃酒泉 300MW 级压缩空气储能电站	300	24.7	在建
辽宁朝阳 300MW 级压缩空气储能电站	300	24	在建; 计划于 2025 年 6 月投运
甘肃金昌 300MW 级压缩空气储能电站	300	-	已签约
辽宁开原 300 兆瓦压缩空气储能电站	300	-	可研设计; 2023 年 6 月通过评审
海西州乌兰县先进压缩空气储能(集成)示范项目	200	59	在建; 2023 年 10 月开工。
陕西铜川 350 兆瓦压缩空气储能电站	350	24	在建; 2025 年 1 月 2 日正式开工
河南南召 350MW 压缩空气储能项目	350	-	已签约
吉林洮南 350 兆瓦压缩空气储能绿色电站一体化示范项目	350	43 (一期)	在建; 2025 年 6 月 20 日开工。
甘肃酒泉敦煌 660 兆瓦人工硐室型压缩空气储能电站	660	46	可研设计; 2025 年 5 月 8 日通过可研评审
合计	3760		

资料来源: 中国能源网、国际储能网、中国能建官网、中国通用机械工业压缩机协会、中国储能网、青海人民政府网、碳索储能网、中能建数科集团、人民网、中国能建公众号、ESPlaza 长时储能网、山东省能源局, 国盛证券研究所

3.2.3. 抽水蓄能: 中长期规划明确行业扩容空间, 公司积极获投资开发指标

中长期规划指引行业扩容空间充足, 公司获取多个项目投资开发权。水电水利规划设计总院发布的《中国可再生能源发展报告 2024 年度》显示, 截至 2024 年底, 我国抽水蓄能累计投产规模超 5800 万千瓦, 装机容量连续 9 年居世界首位。2024 年抽水蓄能新增投产规模 775 万千瓦, 全年新增核准抽水蓄能电站 23 座。我国抽水蓄能站点资源禀赋得天独厚, 全国共普查筛选资源站点总规模约 16 亿千瓦 (含已建、在建及规划站点), 绝大部分省份均有抽水蓄能站点资源。国家能源局《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。公司积极拓展抽水蓄能业务, 2023 年连获辽宁本溪太子河、甘肃白银平川等 12 个国家“十四五”规划项目投资开发权, 总装机容量 1590 万千瓦, 截至 2025 年累计投资装机规模超 2700 万千瓦。

图表29: 中国抽水蓄能装机规模及增速



资料来源: ifind、国家能源局, 国盛证券研究所

图表30: 中国能建投资运营抽水蓄能项目

项目名称	装机规模 (万千瓦)	投资额 (亿元)	项目进展
湖北巴东三座抽水蓄能电站 (六郎、盘溪槽、卢家沟)	660	468	2022 年 5 月签订投资意向协议
内蒙古乌兰毛都抽水蓄能电站	210	-	2023 年 1 月签订投资开发合作协议
辽宁太子河抽水蓄能电站	180	121	2024 年 4 月开工, 年发电量 36.14 亿千瓦时, 年抽水电量 48.18 亿千瓦时
四川蓬安金溪镇抽水蓄能电站	140	-	2022 年 12 月正式签约
甘肃省西和县晒经抽水蓄能电站项目	140	-	2022 年 12 月签订投资开发合作协议
河北阜平大湾抽水蓄能电站	120	-	2022 年 10 月签订投资建设合作意向协议
山西侯马抽水蓄能电站	120	-	2023 年 3 月签订投资合作意向协议
甘肃康县云台抽水蓄能电站	120	-	2022 年 12 月项目签约仪式
江西横峰抽水蓄能电站	120	100	2022 年 10 月签署投资建设协议
山西垣曲二期抽水蓄能电站	120	89	2024 年 4 月举办开工动员大会
辽宁岫岩龙潭抽水蓄能电站	120	89	2025 年 5 月召开可研审查会
湖北兴山抽水蓄能电站	120	80	2022 年 6 月签约
湖南洞口长滩抽水蓄能电站	120	80	2022 年 7 月正式签约
湖北蕲春花园抽水蓄能电站	120	70	2024 年 7 月可行性研究报告通过水电水利规划设计总院审查; 2025 年 2 月项目环评获批
白银区抽水蓄能电站	120	88	2024 年 3 月召开项目预可行性研究报告审查会
湖北当阳抽水蓄能电站	90	60	2022 年 9 月签订投资合作意向协议
河北阜平县红土山抽水蓄能电站	72	-	2022 年 11 月完成选点规划阶段现场踏勘
山门水库抽水蓄能电站	45	44	2022 年 7 月正式签约
合计	2737		

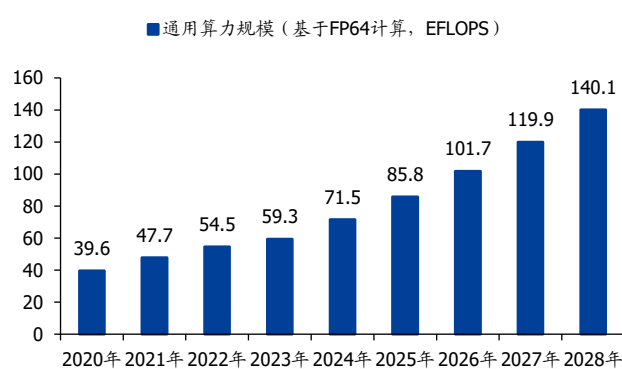
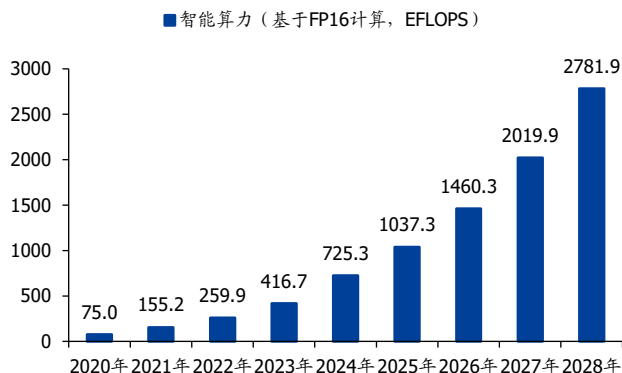
资料来源: 运河市政府、电力规划设计总院、湖北省生态环境厅、中国能建、北极星电力网、中国储能网、中国葛洲坝、湖北日报、中国储能网、见道网、葛洲坝路桥公众号, 国盛证券研究所

4. 算力基础设施投建营一体化布局潜力大

算力基础设施需求广阔，增长动能强劲。随着人工智能技术的迅猛发展，我国算力需求呈现爆发式增长。据 IDC 发布的《2025 年中国人工智能算力发展评估报告》，预测 2023-2028 年我国智能算力规模从 417EFLOPS 提升至 2782EFLOPS (CAGR 46.2%)，通用算力规模从 59EFLOPS 提升至 140EFLOPS (CAGR 18.8%)。为支持算力需求的指数级增长，我国陆续出台《算力基础设施高质量发展行动计划》、《关于深入实施“东数西算工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》等政策文件，各省市也针对地方特有情况相继发文支持算力发展，如北京发布《北京市算力基础设施建设实施方案(2024—2027 年)》，目标 2025 年底智算供给规模达到 45EFLOPS，上海发布《关于人工智能“模塑申城”的实施方案》，提出到 2025 年底，建成世界级人工智能产业生态，力争全市智能算力规模突破 100EFLOPS。当前算力基础设施内生发展动能强劲，叠加优异的政策支持环境，预计我国算力基础设施建设将持续景气。

图表31: 中国智能算力规模及预测

图表32: 中国通用算力规模及预测



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表33: 国家及一线城市算力支持政策一览

时间	发布方	政策名称	内容摘要
2023 年 10 月	工业和信息化部等六部门	《算力基础设施高质量发展行动计划》	计算力方面，算力规模超过 300EFLOPS，智能算力占比达到 35%。运载力方面，国家枢纽节点数据中心集群间基本实现不高于理论时延 1.5 倍的直连网络传输，重点应用场所光传送网 (OTN) 覆盖率达到 80%，骨干网、城域网全面支持 IPv6，SRv6 等新技术使用占比达到 40%。存储力方面，存储总量超过 1800EB，先进存储容量占比达到 30%以上。应用赋能方面，围绕工业、金融、医疗、交通、能源、教育等重点领域，各打造 30 个以上应用标杆。
2023 年 12 月	发改委等五部门	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	到 2025 年底，普惠易用、绿色安全的综合算力基础设施体系初步成型，东西部算力协同调度机制逐步完善，通用算力、智能算力、超级算力等多元算力加速集聚，国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的 60%以上，国家枢纽节点算力资源使用率显著超过全国平均水平。
2024 年 4 月	北京市经济和信息化局	《北京市算力基础设施建设实施方案 (2024—2027 年)》	到 2025 年，本市智算供给规模达到 45EFLOPS；到 2027 年，实现智算基础设施软硬件产品全栈自主可控。智能算力驱动的行业标杆案例超过 200 个，促进医疗、教育、文化、金融、制造、能源等各领域数字化转型。
2024 年 12 月	上海市人民政府办公厅	《关于人工智能“模塑申城”的实施方案》	到 2025 年底，建成世界级人工智能产业生态，力争全市智能算力规模突破 100EFLOPS，形成 50 个左右具有显著成效的行业开放语料库示范应用成果，建设 3-5 个大模型创新加速孵化器，建成一批上下游协同的赋能中心和垂直模型训练场。
2024 年 3 月	广东省通信管理局等九部门	《广东省算力基础设施高质量发展行动暨“粤算”行动计划 (2024-2025 年)》	到 2025 年，在计算力方面，算力规模达到 38EFLOPS，智能算力占比达到 50%。建成智能计算中心 10 个，基本形成算力规模体量与数字化发展需求相适应、算力供给结构与业务需求相匹配的发展格局。
2023 年 12 月	深圳市工业和信息化局	《深圳市算力基础设施高质量发展行动计划 (2024-2025 年)》	到 2025 年，通用算力达到 14EFLOPS (FP32)，智能算力达到 25EFLOPS (FP16)，超算算力达到 2EFLOPS (FP64)。存储总量达到 90EB。先进存储容量占比达到 30%以上，重点行业核心数据、重要数据灾备覆盖率达到 100%。

资料来源: 政府网, 工信部网站, 北京政府网, 上海政府网, 广东省通信管理局网站, 深圳政府网, 国盛证券研究所

电力能源规划与建设主力军，切入算力领域具备天然优势。算力设施对电力能源需求巨大，算力业务 60%以上成本集中在电力能耗，因此电力能源和算力设施两者天然需要有较强的协作。中国能建是我国能源电力规划及建设主力军，累计完成国内 90%以上的电力规划科研和标准制定、90%以上特高压输变电工程设计和核电常规岛设计咨询、70%以上火电工程总承包、50%以上的大型水电建设和新能源总承包工程，同时投资运营新能源、传统能源资产（截至 2024 年底分别控股装机风电/太阳能/生物质/储能/火电/水电 341/1109/22/47/130/164 万千瓦），在为算力设施提供定制化、低成本电力能源方面具备较强能力，切入算力领域具备天然优势。

算力基建技术翘楚，持续打造标杆项目。2021 年国家首次发布“东数西算”重大战略工程，推动建设八大国家枢纽节点和十大国家数据中心集群。至 2024 年 6 月，八大国家枢纽节点的直接投资已超过 435 亿元，并拉动了超过 2000 亿元的投资。其中中国能建大力开展“东数西算”战略布局与研究，深度参与全国八大节点区域算力枢纽中心建设，已在甘肃庆阳、宁夏中卫、安徽芜湖、广东韶关、山西大同、北京经开区等枢纽节点投资或布局了数据中心项目，取得阶段性成果。

标杆项目：甘肃庆阳“东数西算”源网荷储一体化智慧零碳大数据中心园区示范项目总投资约 41 亿元（含算力投资、不含配套新能源投资），总 IT 功率 6 万 kW，截至 2024 年底一期项目已建成 1700 面 8~12kW 高密机柜并出租。该项目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，被确认为华为全球样板点，入选国家数据局首批“全国一体化算力网应用优秀案例”。该项目充分依托当地绿色能源优势及绿色算力枢纽智慧运营平台，通过“源网荷储一体化”方式，融合能源和算力全产业链，成功打通“算力网+能源网”通道。项目运营主要采用裸机柜直销、分销、自用三种模式，智算部分计划采用“多维度定制化、合作共赢、优势合作”模式。

图表34: “东数西算”工程规划的八大枢纽和十大集群



资料来源：财经网，国盛证券研究所

战略收购城地香江，强化算力基建“投建营”能力。2024 年 10 月，城地香江公告拟向中国能建旗下控股公司中电智算定增发行股份 1.39 亿股（预计募资约 7 亿），发行后中电智算将持有城地香江股份 23.08%，成为城地香江的控股股东。城地香江经过多年战略转型，已成为华东区域领先的综合算力中心整体解决方案服务商，同时还在华东地区

拥有超 300 兆瓦 IT 容量的高标准综合算力中心。后续定增若顺利推进，则一方面有望强化中国能建算力基础设施建设能力，另一方面有望助力中国能建完善全国算力基础设施运营布局网络，强化“投建营”一体化模式，打造新增长点。

图表35: 城地香江向中电智算定增方案

股东姓名	本次交易前		本次交易后	
	股份数量	持股比例	股份数量	持股比例
中电智算	-	-	139,329,195	23.08%
谢晓东	76,051,395	16.38%	76,051,395	12.60%
卢静芳	14,463,846	3.11%	14,463,846	2.40%
其他股东	373,915,410	80.51%	373,915,410	61.93%
合计	464,430,651	100.00%	603,759,846	100.00%

资料来源：城地香江公告，国盛证券研究所

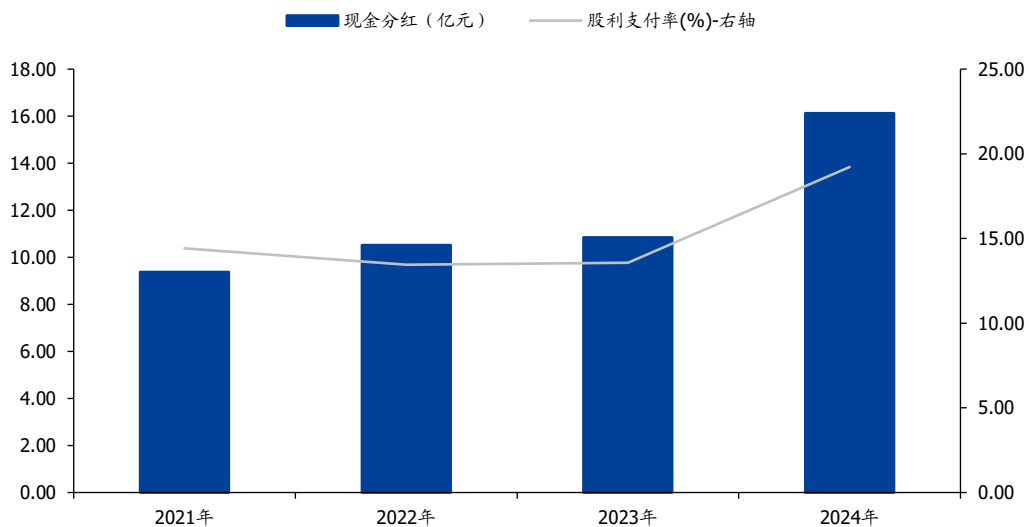
5. 市值管理动力持续强化

政策引导下，公司已制定详细《市值管理办法》及估值提升方案，多举措并施，有望推动公司估值加快修复。2024 年以来国资委与证监会多次发文，要求央国企重视上市公司质量提升，制定详细市值管理及估值提升方案。公司积极响应，在 2024 年 11 月发布 2024-2025 年度“提质增效重回报”专项行动方案，同时在 2025 年 3 月审议通过《市值管理办法》。这些具体文件的制定，后续有望显著增强公司主动市值管理动能，引导其提升经营效率及盈利能力，综合运用并购重组、分红提升、加大增持回购等方式推动估值回升。

定增获注册批复，公司市值管理动力有望进一步强化。公司于 2025 年 5 月 15 日公告向特定对象发行 A 股股票申请获得上海证券交易所审核通过，随后于 6 月 12 日公告增发获得中国证监会同意注册批复，有效期为 12 个月。据国资委，为维护国有权益，防止国有资产流失，国资委、财政部在监管中把握国有控股上市公司发行股份价格不得低于每股净资产值（即 $PB=1$ 倍）的原则。当前公司股价对应 $PB(If)$ 为 0.86 倍，距离 1 倍 PB 有 16% 左右差距。本次定增预案于 2023 年 2 月公告，后续相关授权事宜已经过两次延期，显示出公司希望推进完成本次预案的较强意图。考虑到当前公司股价仍明显破净，预计公司为顺利完成本次定增，后续市值管理动力有望进一步强化。

未来公司分红比例有望继续提升。2024 年公司响应“一年多次分红”政策号召，首次实施中期现金分红 5.21 亿元，叠加期末分红，2024 年全年合计现金分红 16.13 亿元，较 2023 年增加 48.8%；占归母净利润比例 19.22%，较 2023 年提升 5.65 个百分点。未来在市值管理及估值提升方案引导下，预计分红比例有望继续提升。

图表36: 公司分红金额及分红比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

大股东持续增持彰显信心。中国能建集团继 2024 年 9 月实施完成首次增持后，2024 年 10 月再次推出增持计划，并于 2025 年 4 月实施完成，合计增持金额 3.5 亿元，充分彰显控股股东对公司未来发展的信心。

6. 盈利预测及投资建议

收入预测：根据公司在手订单情况及未来战略规划，我们预计公司 2025-2025 年实现营业收入分别为 4730/4996/5246 亿元，同比分别增长 8%/6%/5%。

图表37: 中国能建收入预测 (单位: 亿元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4367	4730	4996	5246
设计咨询	208	229	252	277
工程建设	3668	4060	4278	4470
其中: 传统能源	1343	1531	1653	1769
新能源	1303	1525	1631	1696
房屋建筑	216	199	179	170
基建工程	382	367	359	359
生态环保	25	20	15	13
其他	400	420	441	463
工业制造	322	333	341	348
投资运营	361	387	418	454
其中: 新能源及综合智慧能源	53	74	96	121
其他业务	53	59	65	71

资料来源: Wind、公司公告, 国盛证券研究所

图表38: 中国能建收入增速预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	8%	8%	6%	5%
设计咨询	9%	10%	10%	10%
工程建设	7%	11%	5%	4%
其中: 传统能源	12%	14%	8%	7%
新能源	13%	17%	7%	4%
房屋建筑	-15%	-8%	-10%	-5%
基建工程	-4%	-4%	-2%	0%
生态环保	-26%	-20%	-25%	-15%
其他	2%	5%	5%	5%
工业制造	-4%	3%	2%	2%
投资运营业务	23%	7%	8%	9%
其中: 新能源及综合智慧能源	43%	40%	30%	25%
其他业务	-44%	10%	10%	10%

资料来源: Wind、公司公告, 国盛证券研究所

毛利率预测：根据公司各项业务发展情况，我们预计公司 2025-2027 年综合毛利率整体保持平稳，2025-2027 年分别为 12.4%/12.4%/12.5%。

图表39: 中国能建毛利率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
综合毛利率	12.4%	12.4%	12.4%	12.5%
设计咨询	36.2%	36.5%	36.7%	37.0%
工程建设	7.6%	7.6%	7.4%	7.3%
其中: 传统能源	6.6%	6.8%	6.7%	6.6%
新能源	6.6%	6.8%	6.7%	6.5%
房屋建筑	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
基建工程	17.3%	17.0%	16.9%	16.7%
生态环保	11.8%	12.0%	11.0%	10.0%
其他	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%
工业制造	16.8%	17.4%	17.6%	17.7%
投资运营业务	34.1%	34.2%	35.2%	35.9%
其中: 新能源及综合智慧能源	45.9%	46.2%	46.5%	46.5%
其他业务	32.6%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: Wind、公司公告, 国盛证券研究所

费用率预测: 公司当前大力布局氢能、新型储能、算力等新兴产业, 预计研发投入力度将有所加大, 预计公司 2025-2027 年整体期间费用率分别为 8.5%/8.4%/8.6%。

图表40: 中国能建期间费用率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
期间费用率	8.4%	8.5%	8.4%	8.6%
销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用率	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%
研发费用率	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%
财务费用率	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 93/101/108 亿元, 同比增长 10.9%/8.5%/6.6%, EPS 分别为 0.22/0.24/0.26 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 10.0/9.2/8.6 倍, PB-LF 为 0.86 倍, 市值管理政策以及定增要求驱动下估值有望修复, 维持“买入”评级。

7. 风险提示

电力投资增长不及预期、新能源运营投产不及预期、市值管理成效不及预期等。

电力投资增长不及预期：若电力投资增速放缓可能导致电力工程建设需求减少，影响公司订单承接及后续收入业绩转化。

新能源运营投产不及预期：公司控股新能源装机投产规模及进度存在一定不确定性，影响相关业务收入业绩贡献。

市值管理成效不及预期：公司已制定详细《市值管理办法》及估值提升方案，后续具体措施及实际执行效果存在不确定性。

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