

# 中国能建 (601868.SH)

## 扣非业绩稳健增长，新能源运营增速亮眼

**25H1 扣非业绩稳健增长，毛利率下行致 Q2 归母净利承压。**2025H1 公司实现营收 2121 亿元，同增 9%；归母净利润 28 亿元，同增 0.7%，符合预期；扣非业绩 25 亿元，同增 8%，增速高于归母主因去年同期非流动性资产处置收益（含已计提资产减值准备冲销）与政府补助较多。**分季度看**，Q1/Q2 分别实现营业收入 1004/1117 亿元，同增 3%/15%；归母净利润 16/12 亿元，同比变动+9%/-9%，Q2 业绩下行主因毛利率承压。**分业务看**，2025H1 工程建设营收 1820 亿元，同增 10%，其中新能源业务同增 18%；勘测设计/工业制造/投资运营分别同增 16%/11%/16%。**分地区看**，境内/境外上半年分别实现营收 1803/318 亿元，同增 9%/13%。

**境内毛利率下降，费用率优化。**公司 2025H1 综合毛利率为 11.3%，同比 -0.9pct，Q2 单季同比 -2pct。**分业务看**，2025H1 工程建设/勘测设计/工业制造/投资运营毛利率分别同比 -0.8/+2.8/-0.7/-8pct，工程主业承压，投资运营降幅较大主要受地产拖累。**分地区看**，境内/境外毛利率分别同比 -1.4/+2pct，境外盈利能力提升。期间费用率 7.6%，同比下降 0.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.01/-0.4/+0.04/-0.2pct，管理与财务费用率明显优化。资产（含信用）减值损失同比少计提 4 亿元。投资收益同比增多 1 亿元。所得税率 26.8%，同比下降 0.1pct。归母净利率同比下降 0.1pct 至 1.3%。经营性现金流净流出 134 亿，同比少流出 11 亿。

**新能源运营高速增长，大力开拓新型储能、氢能等新兴业务。**1) **新能源运营**：2025H1 新能源投资运营实现收入 36 亿元，同比高增 49%。截止 2025 年 6 月底，公司累计获得国内新能源开发指标超 7600 万千瓦；累计控股并网新能源装机容量 1603 万千瓦，同增 38%，其中风电/太阳能/生物质/新型储能分别达 380/1123/22/77 万千瓦。2) **储能**：目前公司已累计完成压缩空气储能选址签约超 30 座，加快推进山东泰安、陕西铜川、甘肃酒泉等示范项目建设。3) **氢能**：公司超前布局并快速抢占氢能市场，在吉林松原、甘肃兰州、印尼巴淡岛等国内外重点区域储备绿色氢氨醇、可持续航空燃料（SAF）等系列项目 50 余个，发展潜力充足。

**25H1 新签订单稳健增长，能源电力占比提升，境外增势较好。**公司 2025H1 新签合同额 7754 亿元，同增 5%，展现较强韧性；Q2 单季新签合同额 3865 亿，同增 4%。**分业务看**：25H1 工程建设新签合同额 7170 亿元，同增 9.2%，其中新能源、城市建设签单额增长较快，分别同增 13%/33%。能源电力（传统能源+新能源）订单占总订单比例为 66%，较 2024 全年提升 4.6pct，订单结构进一步优化。勘测设计/工业制造/其他业务分别新签 174/214/195 亿元，同比+52%/-65%/+87%。**分地区看**：25H1 境内/境外分别新签 5759/1995 亿元，同增 2%/14%，单增势较好。

**投资建议**：公司整体经营稳健，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 93/101/108 亿元，同增 11%/8.5%/6.6%，当前股价对应 PE 为 11/10/10 倍，维持“买入”评级。

**风险提示**：电力投资不及预期、新能源运营投产不及预期、坏账风险等。

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)	12.9	12.3	11.1	10.2	9.6
P/B (倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 28 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
08 月 28 日收盘价（元）	2.47
总市值（百万元）	102,977.17
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）	680.75

#### 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	张天祥
执业证书编号	S0680525070001
邮箱	zhangtianxi@gszq.com

#### 相关研究

- 《中国能建 (601868.SH)：践行“两山”理念龙头，积极转型价值待重估》 2025-08-16
- 《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》 2025-07-04
- 《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

**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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	783156	869005	925935	984757	1046113
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	783156	869005	925935	984757	1046113

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	9486	11027	14802	20071	22919
净利润	11256	11824	12869	14143	15042
折旧摊销	7391	8410			
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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	4127	13965	5607	2358	24772

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	14011	15128	16450	17923	19179
所得税	2755	3304	3581	3780	4136
<b>净利润</b>	11256	11824	12869	14143	15042
少数股东损益	3269	3428	3559	4040	4272
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	12.9	12.3	11.1	10.2	9.6
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.4	10.1	9.2	8.7	8.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

### 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

电话：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