

# 中国能建(601868.SH)/中国能源建设(03996.HK)

全球能源建设领军者，布局氢能、IDC 第二成长曲线

## 核心观点:

- **全球能源电力建设领军者，能数业务全产业链布局。**实控人国务院国资委，2014 年股份公司设立，2015 年 H 股上市，2021 年吸收合并葛洲坝股份实现 A 股上市。公司具有规划咨询、投建营、工业制造完整产业链服务能力。20-24 年营收/归母净利润 CAGR+12.7%/+15.8%。
- **下属企业强强联手，发力“四新”领域、走向海外。**公司布局新能源、新基建、新装备、新材料“四大核心产业”战略目标。**中电工程(全资子公司)**承担全国 90%以上电力规划研究、咨询评审和行业标准制定，6 区域院+14 省院布局全国。**葛洲坝集团(全资子公司)**为老牌水利水电工程龙头，业务覆盖工程建设及民爆、水泥等工业制造。**电规总院(能建集团全资子公司)**为国家电力规划设计排头兵，深度参与全国能源、电力行业发展规划编制。
- **立足水火风光，拓展氢储数算。电力领域，**截至 25H1 末，公司在国内火电市场市占率超 80%；占据国内大型水电市场份额超 50%，累计完成国内超 70%特高压工程设计；**新能源投建营一体化布局**，在运营&在建控股装机容量超 30GW。**非电领域，**氢能方面实现装备(氢电解槽、实验平台)+投资(吉林松原、酒泉、兰州等氢能基地项目)全链条布局；**数据中心方面**，投资已覆盖国家八大算力枢纽节点中的 6 个，其中甘肃庆阳项目总投资 55 亿元，规划建设 8000 台 8-12kW 机柜。
- **盈利预测与投资建议。**公司能源建设龙头地位凸显，加速海外业务+氢能&数据中心新兴业务布局，助力业绩&估值中枢提升。预计 25-27 年公司归母净利润分别 87.1/93.9/101.5 亿元，根据可比公司给予 26 年 15 倍 PE，对应合理价值 3.38 元/股，根据 AH 溢价，公司 H 股合理价值为 1.56 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级
- **风险提示：**下游需求下滑、地缘政治风险、项目收益不及预期。

## 盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	406,032	436,713	470,674	512,415	550,865
增长率 (%)	10.8%	7.6%	7.8%	8.9%	7.5%
EBITDA	28,393	30,557	31,178	33,284	35,524
归母净利润	7,986	8,396	8,706	9,388	10,150
增长率 (%)	2.3%	5.1%	3.7%	7.8%	8.1%
EPS (元/股)	0.19	0.20	0.21	0.23	0.24
市盈率 (P/E)	11.0	11.4	12.0	11.1	10.3
ROE (%)	7.2%	7.2%	7.1%	7.2%	7.3%
EV/EBITDA	7.2	8.2	9.1	9.2	9.2

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

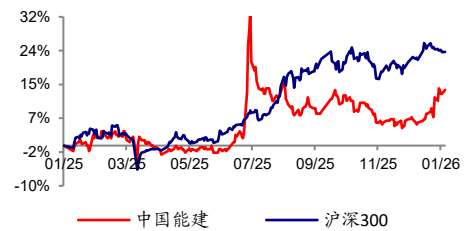
识别风险, 发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	2.53 元/1.17 港元
合理价值	3.38 元/1.56 港元
报告日期	2026-01-27

## 基本数据

股票代码	601868.SH	03996.HK
总股本(百万股)	41691.16	41691.16
流通股本(百万股)	32428.73	9262.44
总市值(百万)	105,479 元	48,779 港元
一年内最高/低价	3.01-2.17 元	1.60-0.92 港元
30 日日均成交量(百万股)	473.29	64.07
30 日日均成交额(百万)	1,167 元	73 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	1.61	-6.40

## 相对市场表现



分析师:

耿鹏智



SAC 执证号: S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意, 耿鹏智并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

联系人:

张子峻 021-38003620

zhangzijun@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、全球能源电力建设领军者，能数业务全产业链布局 .....	5
（一）能源基建央企，全产业链布局 .....	5
（二）产业链全面布局驱动，现金流投入新产业增援未来 .....	7
二、竞争优势：下属企业强强联手，发力“四新”领域、走向海外 .....	10
（一）战略发展：聚焦主责主业，推动“四新”发展新格局 .....	10
（二）企业布局：葛洲坝&中电工程&电规总院三位一体，构造能数全产业链全区域竞争力 .....	11
（三）定增赋予新动能，助力新兴领域业务拓展 .....	13
三、业务发展：立足水火风光，拓展氢储数算 .....	14
（一）电力基石：深耕“荷储源网”全领域，投资新能源及综合智慧能源 .....	14
（二）非电布局：加速氢能、算力、矿服高景气领域布局 .....	20
四、盈利预测与投资建议 .....	28
五、风险提示 .....	32
（一）下游需求下滑 .....	32
（二）地缘政治风险 .....	32
（三）项目收益不及预期 .....	32

## 图表索引

图 1: 中国能建历史沿革.....	5
图 2: 中国能建股权结构图 (截至 25Q3) .....	6
图 3: 21-24 年, 公司营业收入 CAGR+10.7% .....	7
图 4: 21-24 年, 公司归母净利润 CAGR+9.0%.....	7
图 5: 25H1, 工程建设/工业制造业务营收占比分别达 85.8%/6.4%.....	8
图 6: 25H1, 工程建设/工业制造业务、毛利占比分别达 49.6%/11.3% .....	8
图 7: 2021-2024 年, 归母净利率和毛利率略有下滑.....	8
图 8: 25Q1-3, 公司期间费用率为 4.97%, 同比-0.54pct .....	8
图 9: 25Q3 末, 公司资产负债率 39.93%, 同比-0.21pct.....	9
图 10: 25Q1-3, 公司应收账款/存货周转天数同比减少 3.6 天/同比减少 5.0 天....	9
图 11: 2020-25Q3, 公司投资性现金流持续净流出.....	9
图 12: 25Q1-3, 公司收现比 100.89%; 付现比 103.24% .....	9
图 13: 公司“四新”战略逻辑图 .....	10
图 14: 25Q1-3, 公司境外新签合同占比 26.7% .....	11
图 15: 25H1, 公司海外营收占比 15.0%.....	11
图 16: 中电工程通过 6 区域院+14 省院布局全国 .....	11
图 17: 25H1, 葛洲坝集团营业收入 550 亿元, 同比-3.0%.....	12
图 18: 25H1, 葛洲坝集团归母净利润 1.24 亿元, 同比-25.8% .....	12
图 19: 下设国家电力规划研究中心, 深度服务国家能源主管部门.....	13
图 20: 公司承接火电项目示意图.....	15
图 21: 2021-2024 年全国新增水电发电装机容量.....	16
图 22: 21-24 年, 国内水电投资完成额约 1000 亿元.....	16
图 23: 公司承接多个大型水电项目 .....	16
图 24: 2020-2060 年国内氢气需求规模呈增长趋势, 可至 13000 万吨。 .....	22
图 25: 2050 年, 可再生能源电解制氢需求占比有望达 70%.....	22
图 26: 投建营一体化、产业、技术创新研发和技术合作应用四大平台构筑氢能公司 氢能版图 .....	22
图 27: 公司具有制氢装置制造和氢能项目投建能力, 布局制氢、用氢全产业链.....	23
图 28: 2024 年氢能项目在新能源及综合智慧能源工程建设新签中占 1.8%.....	24
图 29: 2021-2025 年, 公司新能源及综合智慧能源新签 CAGR+32.4% .....	24
图 30: 我国四大主要铜矿基地均位于西藏.....	24
图 31: 2020-2024 年, 新疆原煤产量 CAGR+19.4% .....	24
图 32: 19-24 年, 中国采矿业对外投资额 CAGR+32.9%.....	25
图 33: 我国多类战略资源对外依存度高.....	25
图 34: 易普力新签重大合同集中分布在新疆, 占比达 54.94%.....	25
图 35: 2019-2024 年, 易普力新疆子公司营收 CAGR+18.8%, 净利润 CAGR+30.6% .....	25
图 36: 算力基础设施投资需求持续释放.....	26
图 37: 数据中心与 AI 算力协同扩容.....	26
图 38: 光环新网 2024 年 IDC 业务成本中, 电费占比超 40% .....	26

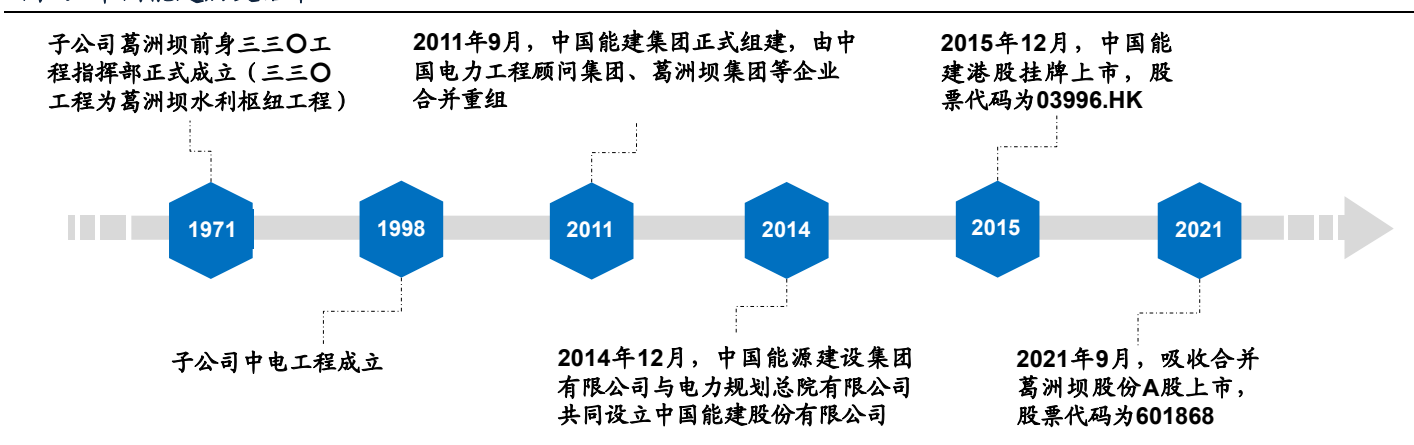
图 39: 公司“源网荷储一体化”创新解决方案示意图 .....	27
表 1: 中国能建子公司情况 (2024 年) .....	6
表 2: 25H1, 公司工程建设、工业制造、投资运营、勘探设计及咨询业务毛利占比 分别达 49.6%/11.3%/22.2%/15.0% .....	7
表 3: 公司募集 90 亿元资金用于 4 个大型能源项目 .....	13
表 4: 2020-2024 年及 25Q1-3 国内火电相关指标表 .....	14
表 5: 近年来火电行业政策 .....	14
表 6: 2025-2030 年风电及光伏年均市场空间合计 8629 亿元 .....	17
表 7: 公司电力投资运营业务数据一览 .....	17
表 8: 公司新能源及智慧能源工程业务相关数据表 .....	18
表 9: 2025 年国内特高压工程核准情况 .....	18
表 10: 中国能建承接特高压项目一览 .....	19
表 11: 各类新型储能优势及应用市场空间 .....	19
表 12: 公司布局多个压缩空气储能项目 .....	20
表 13: 氢能业务市场空间广阔, 迈入“规模化试点”新阶段 .....	20
表 14: 公司氢能核心项目布局: 总投资超 522 亿元, 松原一期 2025 年投产 .....	23
表 15: 中国能建算力基础设施核心项目布局及合作进展汇总 .....	27
表 16: 公司工程建设业务新签预测表 .....	28
表 17: 公司分业务营收预测表 .....	29
表 18: 期间费用预测表 .....	30
表 19: 公司盈利预测简表 .....	30
表 20: 可比公司估值情况 (2026.1.25) .....	31

## 一、全球能源电力建设领军者，能数业务全产业链布局

### （一）能源基建央企，全产业链布局

公司由中国葛洲坝集团、中电工程及电规总院和电力勘察设计、施工和修造企业组成。中国葛洲坝集团公司：2011年中国能建集团挂牌成立，由中国葛洲坝集团公司、中国电力工程顾问集团公司（简称“中电工程”）及国家电网、南方电网所属15个省（市、区）的电力勘察设计、施工和修造企业重组而成。2014年，中国能建集团与其全资子公司电力规划总院有限公司（简称“电规总院”）共同发起设立中国能建股份有限公司。2015年和2021年分别在港股、A股上市。公司是一家为中国乃至全球能源电力、基础设施等行业提供系统性、一体化、全周期、一揽子发展方案和服务的科技创新型、一体化能源型、综合基建型、融合发展型“四型”企业，具有集勘测设计及咨询、工程建设、工业制造和投资运营为一体的完整产业链服务能力。

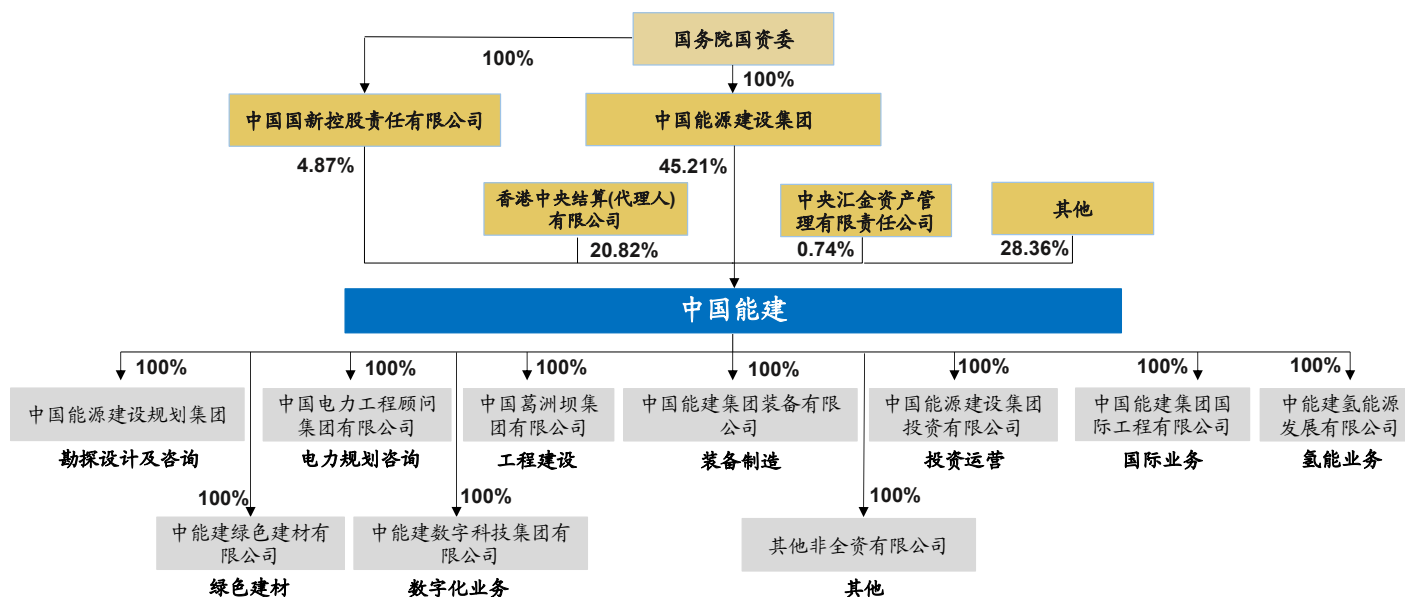
图1：中国能建历史沿革



数据来源：中国能建官网、广发证券发展研究中心

实控人为国务院国资委，控股股东为能建集团。股东端，截至25Q3末，中国能源建设集团（简称“能建集团”）为公司控股股东，持股比例45.21%，实控人为国务院国资委。子公司端，公司管理结构清晰，下设中国电力工程顾问集团有限公司（简称“中电工程”）、中国葛洲坝集团有限公司（简称“葛洲坝集团”），中国能建集团装备有限公司、中能建氢能发展有限公司、中能建绿色建材有限公司等多家专业子公司。

图2: 中国能建股权结构图 (截至25Q3)



数据来源: 公司年报、iFinD、广发证券发展研究中心

表1: 中国能建子公司情况 (2024年)

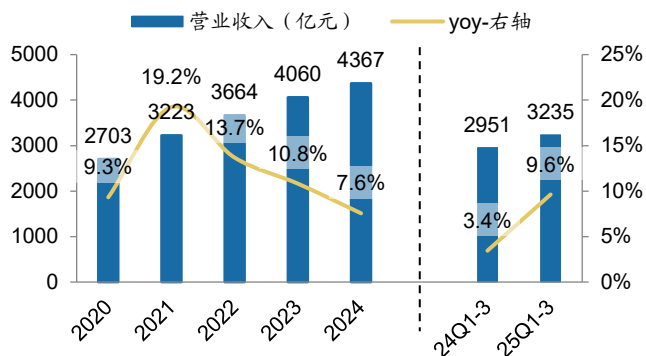
板块	被参控公司	主营业务	直接持股比例	营业收入	净利润
				(亿元)	(亿元)
工程&设计	中国电力工程顾问集团有限公司	EPC、投资运营(数据中心)	100%	1294	47.7
	中国葛洲坝集团有限公司	EPC、工业制造(民用爆破/水泥销售)、投资运营(地产开发)	100%	1284	17.7
	中能建国际建设集团有限公司	EPC、投资运营	100%	-	-0.2
	中国能源建设集团北方建设投资有限公司	EPC、投资运营	100%	-	-1.2
	中国能源建设集团华东建设投资有限公司	EPC、投资运营	100%	-	7.3
	中国能源建设集团南方建设投资有限公司	EPC、投资运营	100%	-	-1.6
投资运营	中国能源建设集团投资有限公司	投资运营	100%	80.5	10.6
	中能建氢能有限公司	氢能投建营、技术研究	100%	-	-
	新疆葛洲坝大石峡水利枢纽开发有限公司	投资运营(电力)	49%	-	-
	北京润能置业有限公司	投资运营(地产开发)	45%	63.2	9.1
工业制造	中国能建集团装备有限公司	工业制造(装备制造)	100%	-	2.6
	易普力(002096.SZ, 葛洲坝集团旗下)	民爆器材生产销售、矿服工程	-	85.5	7.6
	中能建绿色建材有限公司	绿色建材	100%	-	-
其他	中能建数字科技集团有限公司	新型储能	100%	-	0.5

资料来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

## （二）产业链全面布局驱动，现金流投入新产业增援未来

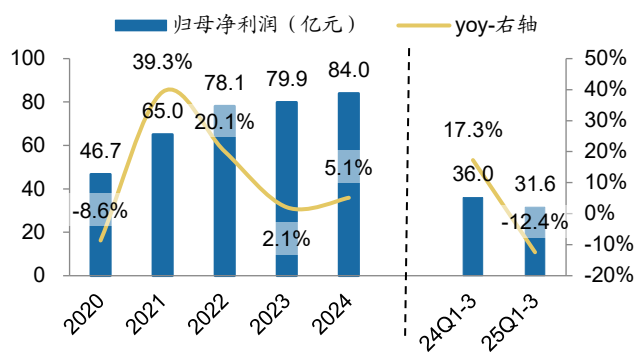
公司发展，营收、业绩快增。收入端，根据iFinD，25Q1-3，公司实现营业收入3235亿元，同比+9.6%，21-24年CAGR+10.7%。利润端，25Q1-3，公司实现归母净利润31.56亿元，同比-12.4%。2021-2024年，公司归母净利润CAGR+9.0%。

图3：21-24年，公司营业收入CAGR+10.7%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图4：21-24年，公司归母净利润CAGR+9.0%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

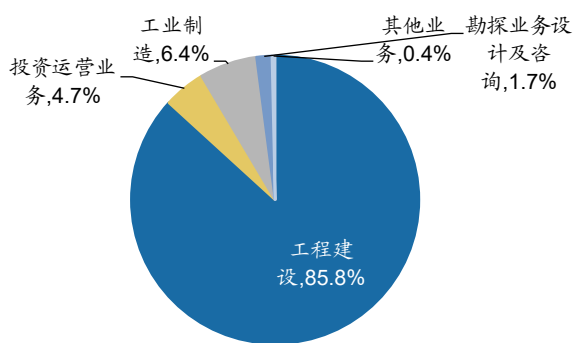
公司业务涵盖工程建设、工业制造、投资运营业务。营收端，25H1，工程建设、工业制造、投资运营、勘探设计及咨询业务分别实现营收1820/136/98.6/35.8亿元，同比+10%/+11%/+16%/+17%；毛利端，25H1，工程建设、工业制造、投资运营、勘探设计及咨询业务分别实现毛利润118.7/26.9/53.2/35.8亿元，毛利占比分别达49.59%/11.25%/22.23%/14.96%。

表2：25H1，公司工程建设、工业制造、投资运营、勘探设计及咨询业务毛利占比分别达49.6%/11.3%/22.2%/15.0%

单位：亿元	2021	2022	2023	2024	25H1
营业总收入	3223	3664	4060	4367	2121
YOY	19.23%	13.67%	10.82%	7.56%	9.18%
毛利率	13.16%	12.42%	12.64%	12.41%	11.29%
按行业分类					
工程建设	2639	3021	3435	3668	1820
YOY		14.45%	13.71%	6.80%	10.31%
营收占比	81.88%	82.44%	84.59%	84.00%	85.81%
毛利率	8.50%	7.65%	7.85%	7.60%	6.52%
投资运营业务	199	251	191	238	99
YOY		26.22%	-24.04%	24.96%	15.52%
营收占比	6.17%	6.85%	4.69%	5.45%	4.65%
毛利率	27.09%	25.33%	35.26%	34.10%	35.06%
工业制造	216	226	280	268	136
YOY		5.05%	23.76%	-4.36%	10.96%
营收占比	6.69%	6.18%	6.90%	6.14%	6.39%
毛利率	23.70%	17.70%	16.93%	16.83%	16.57%
勘探业务设计及咨询	52.2	72.5	75.6	75.4	35.8
YOY		38.87%	4.32%	-0.23%	16.46%
营收占比	1.62%	1.98%	1.86%	1.73%	1.69%
毛利率	35.36%	41.51%	39.41%	36.21%	39.35%
其他业务	12.9	21.8	13.6	17.4	7.5
YOY		69.71%	-37.90%	28.65%	-50.98%
营收占比	0.40%	0.60%	0.33%	0.40%	0.35%
毛利率	20.23%	26.45%	14.09%	32.64%	33.09%

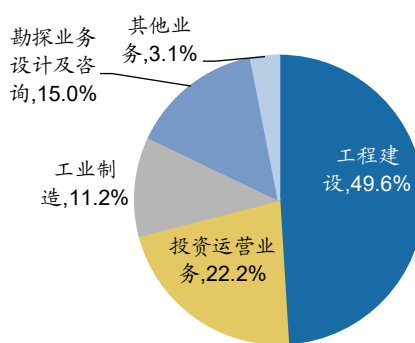
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图5: 25H1, 工程建设/工业制造业务营收占比分别达85.8%/6.4%



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

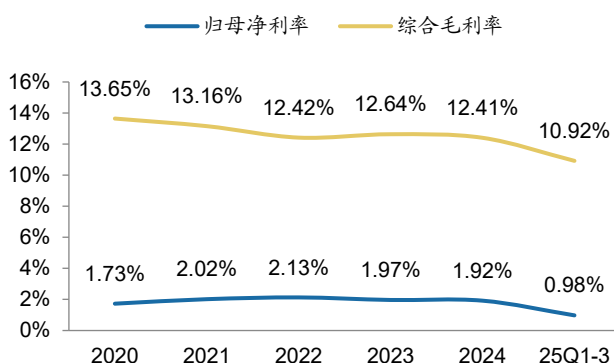
图6: 25H1, 工程建设/工业制造业务、毛利占比分别达49.6%/11.3%



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

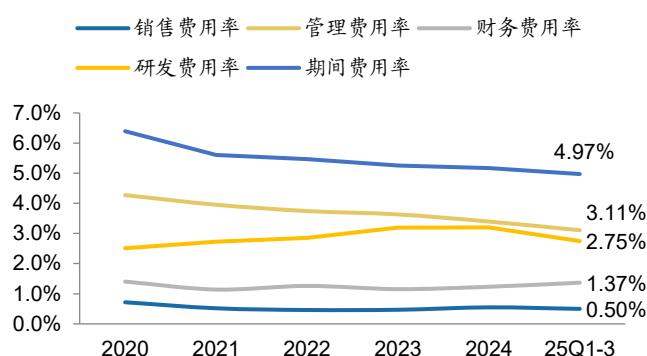
利润率整体下降, 期间费用持续压降。根据iFinD, 25Q1-3, 公司毛利率10.92%, 同比-0.62pct, 自2020年以来呈下降趋势。利润端, 25Q1-3, 公司归母净利润31.56亿元, 同比-12.4%。25Q1-3归母净利润下滑主要原因系房地产市场调整。费用端, 25Q1-3, 公司期间费用率(不含研发)为4.97%, 同比-0.54pct, 销售/管理/研发/财务费用率0.50%/3.11%/2.75%/1.37%, 同比-0.02/-0.43/-0.05/-0.09pct。

图7: 2021-2024年, 归母净利率和毛利率略有下滑



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

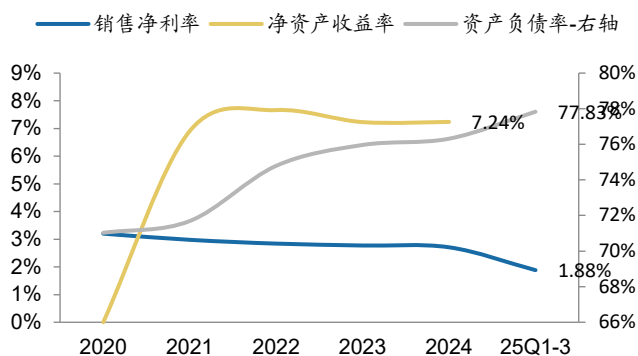
图8: 25Q1-3, 公司期间费用率为4.97%, 同比-0.54pct



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

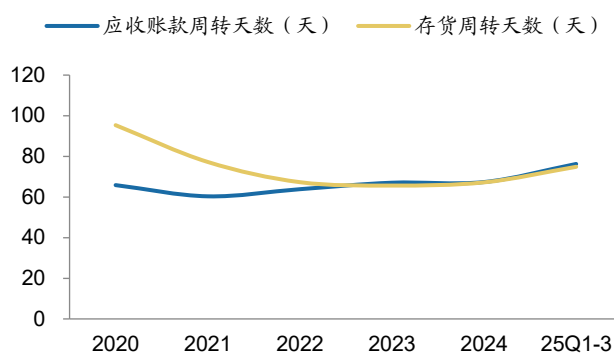
资产结构健康, 现金储备充足。根据iFinD, 25Q1-3, 公司两金规模达1,824.87亿元, 占总资产比例19.3%。周转情况看, 25Q1-3, 公司应收账款及票据/存货周转天数76.3/74.9天, 同比减少3.6天/同比减少5.0天。25Q1-3, 公司资产负债率77.83%, 同比+0.27pct, 资产负债表负担较重。

图9: 25Q3末, 公司资产负债率39.93%, 同比-0.21pct



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

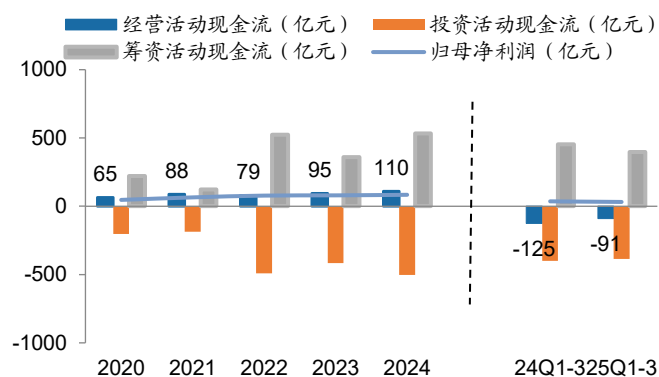
图10: 25Q1-3, 公司应收账款/存货周转天数同比减少3.6天/同比减少5.0天



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

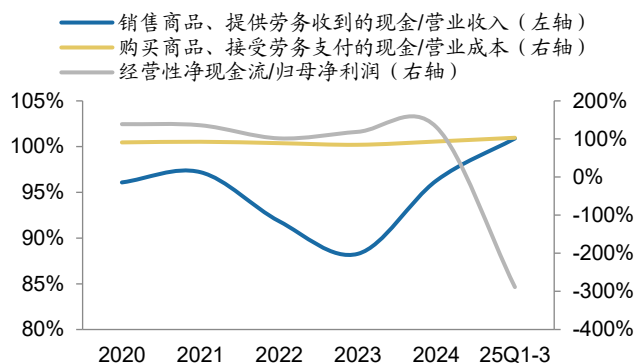
现金流表现平稳, 净现比长期大于100%。根据iFinD, 20-24年, 公司平均净现比约100%-105%, 经营性现金流对公司净利润覆盖比例高。25Q1-3, 公司经营性现金流净流出91.1亿元, 同比少流出34.1亿元, 边际改善。

图11: 2020-25Q3, 公司投资性现金流持续净流出



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图12: 25Q1-3, 公司收现比100.89%; 付现比103.24%



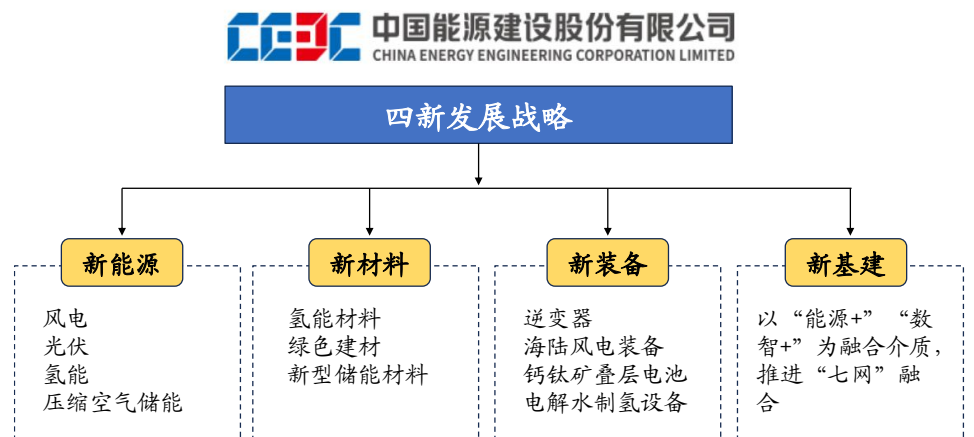
数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

## 二、竞争优势：下属企业强强联手，发力“四新”领域、走向海外

### （一）战略发展：聚焦主责主业，推动“四新”发展新格局

公司“四新”发展战略是指：全力打造新能源、新基建、新装备、新材料“四大核心产业”战略目标，系统重塑适应新质生产力发展的体制机制。公司以“四新”联盟为链接，坚持创新、绿色、数智、融合发展理念。**在新能源方面**：聚焦构建新型能源体系，依托全领域全要素一体化集成优势，创新运用“七个一体化”发展模式；**在新基建方面**：聚焦能源价值升级升维，以“能源+”“数智+”为融合介质，深入推进能源网、交通网、数字网、水网、生态网、产业网、文化网“七网”融合；**在新装备方面**：聚焦新型能源体系与新型电力系统建设，围绕风光新能源、综合储能、一体化氢能及新型电力电子装备等重点领域，加大逆变器、海陆风电重工设备、膨胀机、压缩机、钙钛矿叠层电池、新型储能智能控制系统、电解水制氢成套设备、多稳态柔性制氢氨醇等核心装备研发与产品升级力度，打造行业领先、具有能建特色的“拳头装备产品”；**在新材料方面**：聚焦提升产业链供应链创新能力和安全水平，围绕新能源、新基建关键材料以及相关矿产资源开发，加快打造一体化新材料产业链。

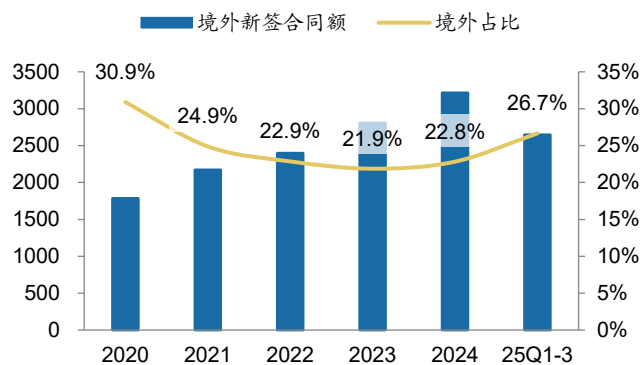
图13：公司“四新”战略逻辑图



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

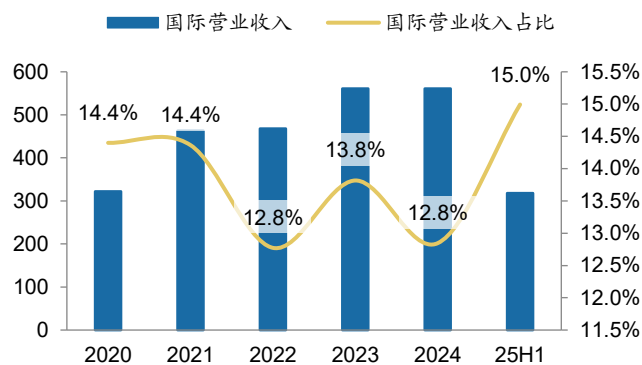
**“一体两翼”体系支撑全球布局深化。**公司持续推进业务由工程承包向跨国经营转变，构建“一体两翼”海外优先发展体系，按照“走出去、走进去、融进去、充分一体化”“四步走”路线，成立海外6大区域总部，设立256个分支机构，业务覆盖140多个国家和地区。同时，公司持续提升海外市场开发高端策划能力，积极拓展能源电力业务并开展境外在建项目监管，提升重点项目经营质效。**公司海外业务营收保持较高水平。**20-24年海外业务营收CAGR+14.9%，占比由14.4%增长至15.0%；海外业务新签CAGR+15.85%，占比由30.9%减少至22.8%。25Q1-3，海外业务新签合同额为2646.8亿元，同比+12.65%。

图 14: 25Q1-3, 公司境外新签合同占比26.7%



数据来源: 经营数据公告、广发证券发展研究中心

图 15: 25H1, 公司海外营收占比 15.0%



数据来源: 经营数据公告、广发证券发展研究中心

## (二) 企业布局: 葛洲坝&中电工程&电规总院三位一体, 构造能数全产业链全区域竞争力

**中电工程 (全资子公司):** 中电工程承担全国90%以上电力规划研究、咨询评审和行业标准制定, 6区域院+14省院布局全国。公司旗下拥有国内外27家子企业及88个海外区域分支机构, 业务覆盖全球100多个国家和地区, 通过6区域院+14省院的矩阵式组织架构引领全国能源电力行业发展。其中6家区域院主做全国/区域性项目, 14家省级电力勘测院深耕省内市场。旗下设计院各自具备光热、电网、海上风电等独特核心竞争力。西北院—光热发电领域并拥科研成果及商运工程业绩, 东北院—特高压电网技术实力雄厚, 中南院—特高压交直流输变电及长距离跨海电缆联网设计技术处于国际领先水平, 江苏院—储能技术先进, 广东院—引领海上风电技术发展、参与多项核电项目设计及建设。

图 16: 中电工程通过6区域院+14省院布局全国

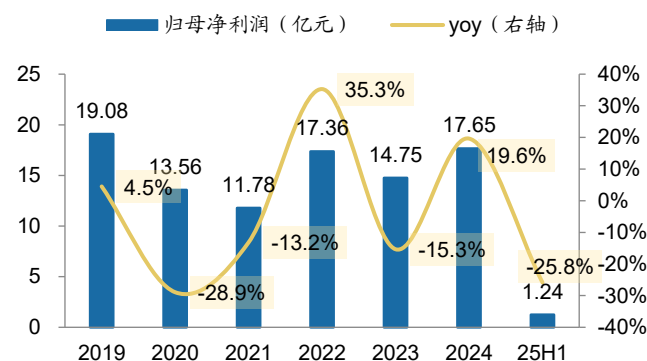
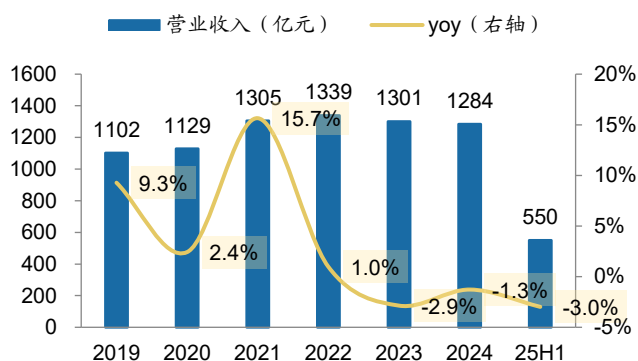


数据来源: 公司公众号、广发证券发展研究中心

**葛洲坝集团（全资子公司）：老牌水利水电工程龙头，业务覆盖全类别工程建设，民爆、水泥等工业制造。**葛洲坝集团成立于1970年，业务涵盖工程建设、工业制造等。**工程建设方面：**国内看，葛洲坝集团承建葛洲坝工程、三峡工程、雅砻江流域最大水电站等水利水电项目，国外看，在巴基斯坦承建巴拉科特、巴拉果德水电站，是全球领先的水电工程承包商。**工业制造方面：民爆领域，**葛洲坝集团上市子公司易普力已经成为矿服民爆领域龙头，工业炸药产量、爆破服务收入处于行业前列，曾承建三峡爆破工程，具有水利工程基因底蕴；**水泥生产领域，**旗下葛洲坝松滋水泥有限公司水泥熟料产能已通过产能置换实现6166吨/日，已成为公司建材板块重要支柱。其生产的“三峡牌”低热水泥水化热低、后期强度高，适配水电大坝大体积混凝土温控防裂需求，历经三峡、白鹤滩等 43 项国家级水电工程验证。

图 17: 25H1, 葛洲坝集团营业收入550亿元, 同比-3.0%

图 18: 25H1, 葛洲坝集团归母净利润 1.24 亿元, 同比-25.8%

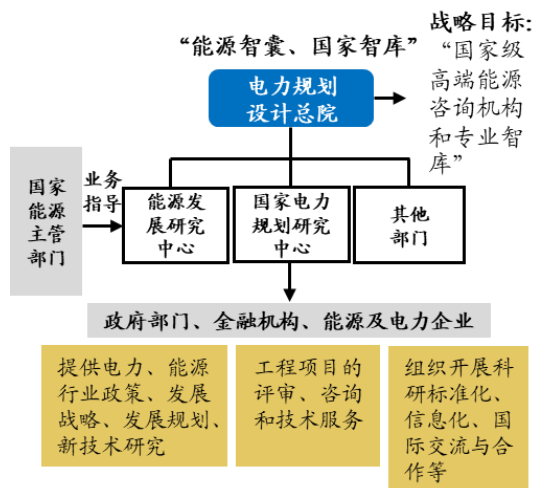


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**电规总院（能建集团全资子公司）：国家电力规划设计排头兵，深度参与全国能源、电力行业发展规划编制。**电规总院前身追溯至1952年成立的燃料工业部旗下电业管理局设计处；2011年9月，能建集团成立，由其直接管理。**下设能源发展研究中心、国家电力规划研究中心，**研究全国能源行业政策、规划、重大发展问题，接受国家能源主管部门业务指导，相继承担全国“十三五”电力工业/能源发展规划、“十四五”现代电力工业体系规划与“十五五”电力工业/能源与水利体系规划。**定位我国“能源智囊、国家智库”，**近三年，完成能源电力工程评审、评估、咨询项目1700余项，发电容量超580GW，220千伏及以上线路长度超7.4万公里，变电容量超4.4亿千伏安，累计节约投资超300亿元。

图19: 下设国家电力规划研究中心, 深度服务国家能源主管部门



数据来源: 电规总院官网、广发证券发展研究中心

### (三) 定增赋予新动能, 助力新兴领域业务拓展

2023年公司向特定对象非公开发行A股、募集资金不超90亿元, 用于多个新能源及储能项目。本次发行募集资金总额(含发行费用)不超过90亿元(含90亿元), 扣除发行费用后募集资金净额将用于光伏、压缩空气储能和风电等项目, 满足公司新能源和储能业务发展对营运资本的需求, 为公司新签项目稳步推进提供资金保障。

表3: 公司募集90亿元资金用于4个大型能源项目

项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
中能建哈密“光(热)储”多能互补一体化绿电示范项目	80.8	30.0
中国能源建设集团浙江火电建设有限公司光热+光伏一体化项目	61.1	30.0
湖北应城 300MW 级压缩空气储能电站示范项目	18.4	5.0
乌兹别克斯坦巴什和赞克尔迪风电项目	67.7	25.0
<b>合计</b>	<b>228.0</b>	<b>90.0</b>

资料来源: 公司定增说明书、广发证券发展研究中心

### 三、业务发展：立足水火风光，拓展氢储数算

#### （一）电力基石：深耕“荷储源网”全领域，投资新能源及综合智慧能源

##### 1. 火电：能源供应定心石，清洁改造释放增量

行业端：能源保供与煤电升级驱动需求，“十四五”期间煤电仍是基荷电源，清洁高效改造、灵活性提升及 CCUS 耦合项目释放增量。政策上：国家发改委提出煤电“三个 8000 万”目标，将“十四五”煤电发展目标 1250GW 调增到 1360GW；出台鼓励煤电“两个联营”、“煤电基准价+上下浮动不超过 20%”的市场化电价机制政策和容量电价。根据贵州省能源局“三联改动”文章，按照“十四五”时期煤电“三改联动”的目标测算，可带动全国范围内的有效投资约 1000 亿元，节约煤炭消费 5000 万吨以上，提升国内新能源消纳能力 5000 万千瓦以上。

表4：2020-2024年及25Q1-3国内火电相关指标表

指标名称	年份/单位	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1-3
火电-发电装机容量	GW	1,250	1,297	1,335	1,391	1,444	-
火电-新增装机容量	GW	57	49	46	66	53	-
火电-发电装机容量增速	%	4.8	3.8	2.8	4.2	3.8	-
火电-电源工程投资完成额	亿元	568	672	909	1029	1588	1268.5

数据来源：iFinD、火电展、广发证券发展研究中心

表5：近年来火电行业政策

年份	政策趋势	规划预期
2022 年	2022 年国家发展改革委、国家能源局印发的《全国煤电机组改造升级实施方案》，设置了煤电“三改联动”，针对煤电机组进行三种技术改造：“节能降碳改造”、“供热改造”及“灵活性改造”	“十四五”期间煤电节能降碳改造规模不低于 3.5 亿千瓦、供热改造规模力争达到 5000 万千瓦、灵活性改造完成 2 亿千瓦
2022 年	2022 年国家发展改革委明确提出煤电“三个 8000 万”目标	要求 2022 年、2023 年煤电各开工 8000 万千瓦、两年投产 8000 万千瓦，并将“十四五”煤电发展目标 12.5 亿千瓦调增到 13.6 亿千瓦。按照“十四五”时期煤电“三改联动”的目标测算，可带动有效投资约 1000 亿元，节约煤炭消费 5000 万吨以上，提升新能源消纳能力 5000 万千瓦以上
2025 年	国家发改委、国家能源局联合印发《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》在充分衔接“三改联动”基础上，着眼于适应“双碳”目标下新型电力系统建设需要，以“深调峰、快调节、强支撑、宽负荷、高韧性、低排放”为主线，从煤电清洁降碳、安全可靠、高效调节、智能运行四个方面建立健全煤电技术指标体系。	新一代煤电试点示范机组采用降碳措施后，度电碳排放水平应较 2024 年同类型机组降低 10%—20%，若充分实施灵活性改造，到 2027 年有望释放出 56 吉瓦灵活性调节空间，若进一步推动启停调峰普及，则中远期看还有 400 吉瓦以上的灵活性资源可以释放，促进新能源消纳。

数据来源：山东省煤炭行业协会、中国能源新闻网、人民网、广发证券发展研究中心

**公司端：掌握超超临界火电及核电常规岛核心技术，市占率保持 80% 以上。**公司围绕技术创新，掌握 630℃ 超超临界二次再热、三代四代核电常规岛、CCUS，发展超临界及二次再热发电技术、二氧化碳捕集封存利用等尖端技术，紧跟煤电转型升级机遇，前瞻性进行市场布局。根据公司财报，目前中国能建在国内火电市场占有率持续保持 80% 以上，仍占据能源电力行业领军地位。根据公司财报，公司承担国内 90% 以上已投运核电常规岛设计任务、60% 以上核电常规岛工程建设份额。25H1，公司国内火电工程新签合同额同比+18%。

**图 20：公司承接火电项目示意图**



贵州能源普定电厂项目EPC总承包工程  
项目内容：两台66万千瓦高效超超临界二次再热燃煤发电机组



中能建崇左2×660兆瓦电厂工程  
项目内容：建设2台660兆瓦超超临界燃煤发电机组



广东华阳西电厂5、6号机组工程  
项目内容：首个124万千瓦高效超超临界燃煤发电工程



内蒙古托克托发电厂  
项目内容：世界在役装机规模最大的火力发电厂

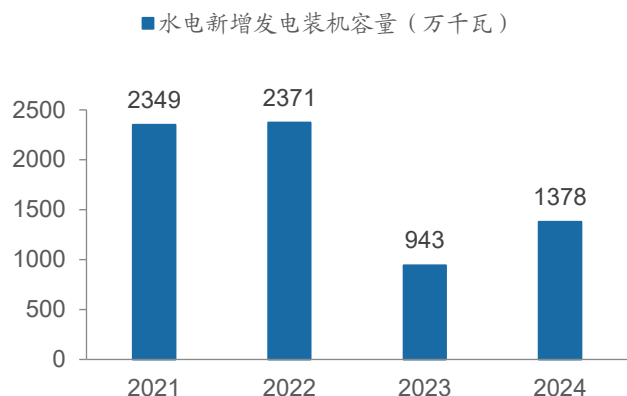
数据来源：中国能建西南院官网及公众号、广发证券发展研究中心

## 2.水电工程：雅下项目开工带动水电投资放量，抽蓄建设进入高峰期

**行业端-水电侧：大型水电基地开发加速，雅鲁藏布江下游项目获批。**根据公司 2024 年报，在 2024 年，国内水利建设投资创历史新高，全年新开工国家水网重大工程 41 项，实施水利工程项目 4.7 万个，完成水利建设投资人民币 1.4 万亿元、同比增长 12.8%，连续 3 年超 1 万亿元，水利基础设施建设规模创新高。根据雅下工程总投资 1.2 万亿元、建设周期 10-15 年估算，项目年均投资额或达 400 亿-960 亿元。

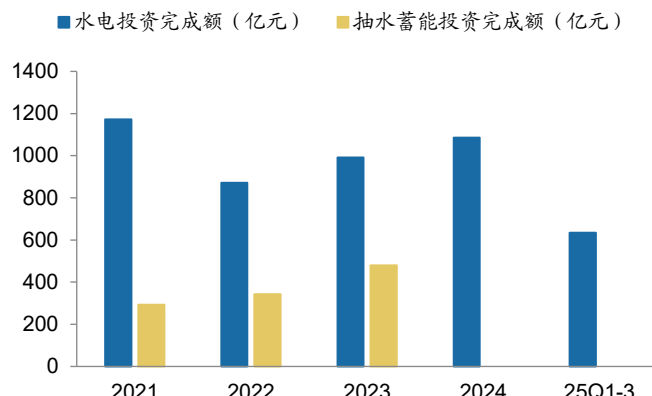
**行业端-抽蓄侧：抽水蓄能作为储能主力，《抽水蓄能中长期发展规划》推动 2030 年装机达 120GW。**根据《抽水蓄能产业发展报告 2024 年度》，截至 2024 年底，我国抽水蓄能累计装机容量超 5800 万千瓦。预计 2025 年全年抽水蓄能新增投产装机容量约 800 万千瓦，到 2025 年底，抽水蓄能总装机容量达到 6600 万千瓦左右，市场空间广阔。据华经情报网统计，截至 2024 年我国抽水蓄能发电行业累计装机容量为 58.47GW，新增装机容量为 7.07GW；2024 年我国水电电源工程完成投资额为 1029 亿元，其中抽水蓄能投资同比增长 40%，占水电投资比重 46.7%。

图 21: 2021-2024年全国新增水电发电装机容量



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图 22: 21-24 年, 国内水电投资完成额约 1000 亿元



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

注: 中国电力统计年鉴未公布 2024 年及之后的抽水蓄能投资完成额数据

**公司端:** 公司占据国内水电市场份额超 30% (大型水电超 50%), 承建三峡、葛洲坝等标杆工程。抽水储能方面, 中国能建布局 15 省、总装机超 333.2GW (约 1.5 个三峡), 90%项目由葛洲坝主导, 采用“自主投资+联合开发”模式, 覆盖全产业链。截至 25H1, 公司控股并网水电项目装机容量 1.64GW。

图 23: 公司承接多个大型水电项目



数据来源: 公司财报、公司公众号、广发证券发展研究中心

### 3.风光新能源: 投建营一体化布局, 已装机&在建控股投资项目超 30GW

**行业端:** 2035 远期计划出炉, 年均风光新能源工程市场空间达 8629 亿元。9 月 24 日, 国家主席习近平在联合国气候变化峰会宣布。到 2035 年风电和太阳能发电总装机容量力争达到 3600GW。2024 年末, 风电和太阳能合计装机容量 1407GW, 仍有较大提升空间。根据测算, 2025-2030 年风电及光伏年均市场空间合计 8629 亿元。

**表6: 2025-2030年风电及光伏年均市场空间合计8629亿元**

风光新能源工程市场空间测算 (装机容量单位均为 GW)	
2035 年风电和太阳能装机容量 (宣布值)	3600
2024 年风电和太阳能装机容量	1407
2025-2035 年风电和太阳能年均新增装机容量 (平均值)	199
2024 年风电装机容量	521
2030 年风电装机容量 (假设和 24 年风电占比一致)	964
<b>海上风电</b>	
2024 年海上风电装机容量	41
2030 年海上风电装机容量 (假设 20%)	193
平均造价 (亿元/GW)	100
<b>2025-2030 年海上风电工程年均市场空间 (亿元)</b>	<b>2526</b>
<b>陆上风电</b>	
2024 年陆上风电装机容量	480
2030 年陆上风电装机容量 (假设 80%)	771
平均造价 (亿元/GW)	37
<b>2025-2030 年陆上风电工程年均市场空间 (亿元)</b>	<b>1773</b>
<b>光伏发电</b>	
2024 年光伏装机容量	886
2030 年光伏装机容量 (假设和 24 年太阳能占比一致)	1639
平均造价 (亿元/GW)	35
<b>2025-2030 年光伏工程年均市场空间 (亿元)</b>	<b>4330</b>
<b>2025-2030 年风电及光伏年均市场空间合计 (亿元)</b>	<b>8629</b>

资料来源:《全球海上风电报告 2025》、《中国可再生能源工程造价管理报告 2024 年度》、能源局、广发证券发展研究中心

**公司端-投资业务: 综合智慧能源、源网荷储一体化项目需求旺盛, 海外新兴市场 (东南亚、中东、非洲) 增速显著。**根据财报, 截至 25H1 末, 公司累计获得国内新能源开发指标超 76GW; 控股投运的发电项目 (含境外) 共计 214 个, 并网装机容量 20.3GW; 在建发电项目装机容量 11.7GW。

**表7: 公司电力投资运营业务数据一览**

	2021	2022	2023	2024	25H1
新能源控股装机容量 (GW)	2.37	4.99	9.51	15.2	18.43
风电装机容量 (GW)	1.42	1.74	2.74	3.41	3.8
太阳能装机 (GW)	0.95	3.02	6.67	11.09	11.23
新能源及智慧能源-投资运营营收 (亿元)	12.52	23.41	37.18	53.01	35.63
新能源及智慧能源-投资运营毛利 (亿元)	7.07	11.18	17.61	24.32	13.96
投资运营业务营收 (包括新能源、房地产、综合交通等) (亿元)	272.6	336	294.3	361.3	144.1
投资运营业务分部利润 (包括新能源、房地产、综合交通等) (亿元)	49.48	55.67	78.13	94.91	40.05
YOY	-	12.5%	40.3%	21.5%	-9.0%

数据来源: 公司年报、iFinD、广发证券发展研究中心

**公司端-工程业务：新签持续快增，加速布局海上风电业务。**公司新能源及智慧能源新签合同额整体快增，2021-2025年新签合同额由1928亿元增至3302亿元，CAGR+32.4%。中国能建华东院以“沿海能源枢纽建设”为核心优势，深耕长三角、粤港澳大湾区等沿海区域，完成国内50%以上的海上风电场设计，包括福建平潭、广东湛江等千万千瓦级海上风电基地，有望受益海上风电核准建设提速。

**表8：公司新能源及智慧能源工程业务相关数据表**

工程建设板块	2021	2022	2023	2024	25H1
新能源及智慧能源新签合同额-工程建设业务	1928	3350	5292	5554	3302
YOY	-	73.8%	58.0%	4.9%	12.6%
新能源及智慧能源营收-工程建设业务	-	830	1157	1303	687
YOY	-	-	39.4%	12.6%	17.8%
新能源及智慧能源毛利润-工程建设业务	-	44.17	64.05	86.12	35.38
YOY	-	-	45.0%	34.5%	-1.2%
新能源及智慧能源毛利率-工程建设业务	-	5.32%	5.54%	6.61%	5.15%

数据来源：iFinD、公司财报、广发证券发展研究中心

**4.特高压：公司特高压设计市占率领先，有望受益“十五五”期间电网投资高增**

**行业端：“十五五”电网投资预计较“十四五”期间增长40%。**新型电力系统建设推动跨区域输电通道提速，“陇东-山东”、“藏东南-粤港澳”等特高压项目获批。

“十五五”规划建议提出，要优化能源骨干通道布局，加力建设新型能源基础设施。根据2026年1月15日国家电网官网披露，“十五五”期间，国家电网公司固定资产投资预计达到4万亿元，较“十四五”投资增长40%。

**表9：2025年国内特高压工程核准情况**

核准日期	项目名称	项目内容
2025/3/24	长沙1000千伏变电站主变扩建工程核准获批	项目总投资45322万元，将扩建1组3000兆伏安主变压器及主变压器低压侧无功补偿装置。
2025/6/23	藏东南至粤港澳大湾区800千伏特高压直流输电工程获国家发改委核准。	工程起点藏东南地区，落点粤港澳大湾区，电压等级800千伏，额定输送容量1000万千瓦，线路途经西藏、云南、广西、广东等省份，总长约2681公里。
2025/6/26	蒙西至京津冀800千伏直流输电工程获国家发改委核准。	工程起于内蒙古自治区鄂尔多斯中北部库布其沙漠达拉特换流站，途经山西，止于河北沧州换流站，全长669公里，动态投资171.78亿元。

数据来源：北极星智能电网在线、中国能建广发证券发展研究中心

**公司端：具备多项电网核心技术，特高压设计施工市占率领先。**公司为特高压全产业链主导者，设计施工市占率分别74%/48%，电网规划设计综合市占率超40%。具有“交直流特高压输变电技术”、“重冰/极寒地区特高压交直流输变电技术”和“GIL综合管廊、大跨越输变电技术”等技术领先优势，技术覆盖特高压输电全生命周期。旗下中南院是全球柔性直流输电技术的核心研发者之一，主导设计的±800kV藏粤直流工程（世界容量最大柔直工程），实现西藏清洁能源向粤港澳大湾区的跨区域输送，输电距离达2681公里，每年可减少碳排放1500万吨。

**表10: 中国能建承接特高压项目一览**

项目名称	项目内容
山西长治-河南南阳第二回 1000 千伏交流线路工程	全长约 449.3 公里。建成后，将显著增强华中电网电力保供能力，对保障华中地区能源安全具有重大意义。
内蒙古库布齐沙漠基地送电上海±800 千伏直流工程	线路总长近 1951 公里，为上海及整个华东地区输送源源不断的清洁电力，助推国家绿色转型与“双碳”目标实现
内蒙古腾格里沙漠基地送电江西工程	线路约 2250 公里，项目建成后，可加强江西及华中地区电力供应保障能力，优化受端地区能源供应格局。
松辽清洁能源基地送电华北工程	工程是落实国家“十四五”电力发展规划的重点储备项目，线路全长约 1031.4 公里，可外送东北地区富集清洁能源，有力保障华北负荷中心消纳需求。

数据来源：国际电力网、公司公众号、广发证券发展研究中心

### 5.新型储能：布局多场景储能应用，扩张压缩空气储能、飞轮储能、重力储能业务

**行业端：**国务院国资委战新产业“百大工程”项目，单机大容量趋势明确，市场空间快速扩容。长时储能需求爆发，压缩空气储能因规模大、寿命长、环保等优势，成为新型储能主流路线之一，《新型储能规模化建设专项行动方案(2025—2027年)》提出 2027 年新型储能装机规模达到 1.8 亿千瓦以上，带动投资约 2500 亿元。截至 2024 年底，全国已建成投运新型储能项目累计装机规模达 7376 万千瓦/1.68 亿千瓦时，约为“十三五”末的 20 倍，较 2023 年底增长超 130%，市场增长速度极快，且新型储能电站逐步呈现集中式、大型化趋势。

**表11: 各类新型储能优势及应用市场空间**

原理及优势	市场空间
<p><b>压缩空气储能：</b></p> <p><b>原理：</b>通过电能驱动压缩机将空气压缩并储存在储气装置中，需要时释放高压空气推动涡轮机发电，实现电能与压缩空气势能的转换。</p> <p><b>相对电化学储能的核心优势：</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.设计寿命长，循环次数无衰减，远超锂电池。</li> <li>2.单站容量可达百兆瓦级，储能时长数小时至数天，适合电网侧大规模调峰。</li> <li>3.无燃烧爆炸风险，无化学污染，不依赖锂、钴等稀缺矿产。</li> <li>4.度电成本低，全生命周期成本显著低于化学储能，适合长时储能应用</li> </ol>	<p>根据 Markets and Markets 预测：全球压缩空气储能市场将从 2024 年的 15.2 亿美元增长至 2030 年的 45.6 亿美元，年复合增长率 (CAGR) 达 20.1%</p> <p>根据《中国压缩空气储能行业发展现状分析与投资前景预测报告(2024-2031年)》，预计 2030 年压缩空气储能累计装机规模将达到 42.72GW，市场规模有望超 40 亿元。</p>
<p><b>飞轮储能：</b></p> <p><b>原理：</b>通过电能驱动电机使飞轮高速旋转储存动能，需要时利用飞轮带动发电机发电，实现电能与机械能的高效转换。</p> <p><b>相对电化学储能的核心优势：</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.毫秒级充放电响应，适合电网调频、电压支撑等短时高频应用</li> <li>2.转换效率远高于传统 CAES，接近锂电池水平</li> <li>3.循环次数高，无化学衰减，维护简单</li> <li>4.无有毒物质，无电解液泄漏风险，回收处理简便</li> <li>5.重量轻，设备体积小，适合分布式与移动应用</li> </ol>	<p>根据 Business Research Insights 预测：全球飞轮储能市场将从 2024 年的 21.4 亿美元增长至 2030 年的 68.7 亿美元，CAGR 达 21.3%。</p>

**重力储能:**

**原理:** 通过电能驱动电机提升重物储存重力势能, 需要时释放重物下落带动发电机发电, 实现电能与重力势能的相互转换

**相对电化学储能的核心优势:**

1. 纯物理原理, 无任何化学反应, 彻底杜绝热失控与爆炸风险
2. 充放电循环次数极高, 性能稳定无衰减, 设计寿命较长
3. 可利用建筑垃圾等固废制造储能重物, 全生命周期零碳排放, 不消耗稀缺资源
4. 不受地理条件限制, 可在废弃矿井、山地、城市周边等多种场景部署
5. 可长期存储能量 (数周甚至数月), 适合季节性储能需求

根据 Market Research Future 预测: 全球重力储能市场将从 2024 年的 4 亿美元增长至 2032 年的 41 亿美元, 年复合增长率达 36.77%, 成为增速最快的储能技术之一。

数据来源: 前瞻网、中国政府网、电力网、广发证券发展研究中心

**公司端: 技术布局方面,** 中能建牵头组建中国新型储能创新联盟, 搭建“1+N”开放式科技创新体系。在项目储备方面, 中国能建累计选址签约超 30 座, 推进山东泰安 350MW、陕西铜川 350MW、甘肃酒泉 300MW 等项目, 覆盖盐穴、人工硐室两条技术路线。**项目布局方面,** 26M1, 中能建数科成功实现世界首台(套)湖北应城 300MW “能储一号”全容量并网; 攻克非补燃绝热储能、多级压缩等核心技术, 关键设备 100% 国产化, 填补了 300 兆瓦级非补燃储换热系统应用的全球空白。

**表12: 公司布局多个压缩空气储能项目**

项目名称	项目内容
“能储一号”全球首座 300 兆瓦压气储能示范工程	全容量并网发电, 70 万立方米储气库全部投运, 打造了全球首创、全绿色、非补燃、高效率的 300 兆瓦级压缩空气储能项目, 是我国研发设计的具有完整自主知识产权的压气储能创新成果
中能建山东泰安 350MW 压气储能示范项目	盐穴型压缩空气储能电站项目, 设计储能充电 8 小时, 释能发电 4 小时, 年发电量可达 4.6 亿度
世界首台(套)人工硐室甘肃酒泉 300 兆瓦压气储能工程	世界首台(套)人工硐室甘肃酒泉 300 兆瓦压气储能工程 330 千伏线路及厂用受电一次圆满成功, 机组电气设备运行正常, 各项指标良好

数据来源: iFinD、中国能源网、中财网、广发证券发展研究中心

**(二) 非电布局: 加速氢能、算力、矿服高景气领域布局**

**1. 氢能: 战略合作、项目建设齐发力, 氢能业务一马当先**

绿氢制造未来市场空间广阔, 制氢系统处于高速发展期。根据 IRENA, 2025 年, 绿氢生产全球市场价值约 500-600 亿美元。政策引领规模化试点, 产能与配套双升。国家层面将氢能纳入 2024 年政府工作任务及《中华人民共和国能源法》, 2025 年“41+9”能源领域氢能试点名单落地, 标志行业从“零星示范”迈入“规模化试点”新阶段。2024 年底全国可再生能源电解水制氢项目规划超 600 个, 已建成及在建项目超 170 个。地方层面, 22 个省级行政区将氢能写入 2024 年《政府工作报告》, 多地推出通行费减免、非化工园区建站等支持政策, 上海牵头构建绿色氢基燃料供应交易体系, 城市群协同发展成为区域布局主流。

**表13: 氢能业务市场空间广阔, 迈入“规模化试点”新阶段**

项目名称	省份	业主
内蒙古深能鄂托克旗风光制氢一体化合成绿氢及氢能耦合应用项目	内蒙古	深能北方(鄂托克旗)能源有限公司
内蒙古中天合创乌审旗风光制氢一体化项目	内蒙古	中天合创能源有限责任公司
辽宁华电营口氢氨罐港一体化项目	辽宁	华电(营口)绿色能源有限公司
辽宁华电调兵山风电制氢耦合绿色甲醇一体化项目	辽宁	调兵山市华电清洁能源有限公司
吉林中能建松原绿色氢氨醇项目	吉林	能建绿色氢氨新能源(松原)有限公司

**表13: 氢能业务市场空间广阔, 迈入“规模化试点”新阶段**

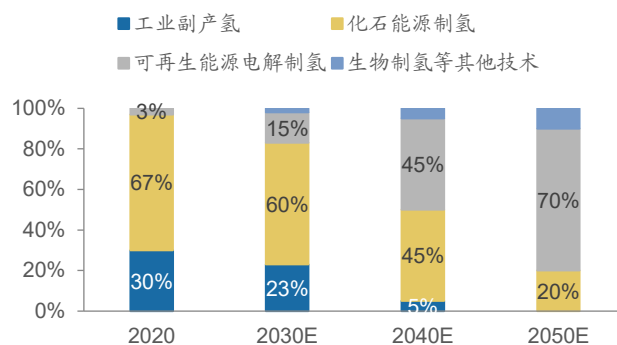
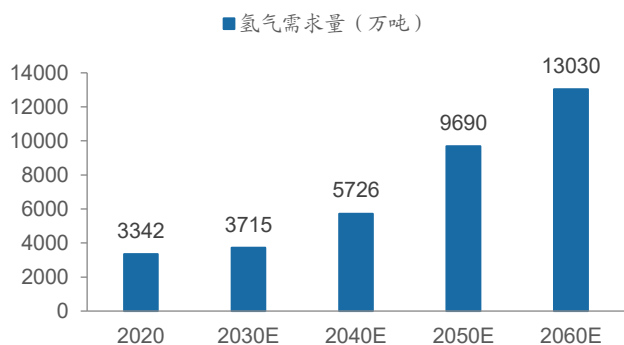
项目名称	省份	业主
吉林洮南市风电耦合生物质绿色甲醇一体化项目	吉林	上海电气绿源科技(吉林)有限公司
黑龙江安达市天楹风光储氢氨醇一体化项目(化工一期)	黑龙江	安达市天楹新能源有限公司
黑龙江双鸭山生物制绿色甲醇及绿色航煤一体化一期项目	黑龙江	中国电力工程顾问集团有限公司
安徽阜阳光氢绿色燃料柔性负荷调控与电网灵活互动项目	安徽	国网安徽省电力有限公司、中国电力科学研究院有限公司
湖北清北氢能潜江绿色氢气项目	湖北	潜江清北氢能有限公司
宁夏国能宁东可再生氢碳减排区一期项目	宁夏	国能(宁夏宁东)绿氢能源有限公司
辽宁华电铁岭新台子离网风电储能制氢一体化项目	辽宁	辽宁铁岭华电氢能科技发展有限公司
吉林大安规模化风光离网直流制氢项目	吉林	吉林电力股份有限公司、大安吉电绿氢能源有限公司
山西吕梁清洁低碳高纯氢综合开发与应用项目	山西	山西鹏飞集团有限公司
河南安阳氢气纯化制燃料电池用氢项目	河南	河南利源集团燃气有限公司
湖北武汉武钢焦炉煤气制氢项目	湖北	武汉钢铁集团气体有限责任公司
广东佛山南海区垃圾资源化制氢项目	广东	中鹏未来(广东南海)科技有限公司
重庆长寿燃料电池用氢供氢母站项目	重庆	重庆常氢科技有限公司
贵州六枝特区美锦氢能“制储运加用”一体化综合能源项目	贵州	贵州美锦华宇新能源有限公司
陕西榆林华秦新能源产业园氢纯化项目	陕西	榆林华秦新能源科技有限公司
陕西旭强瑞清洁低碳氢能综合开发项目	陕西	陕西旭强瑞清洁能源集团有限公司
内蒙古达茂旗至包头市区氢气长输管道项目	内蒙古	内蒙古华电华蒙管道有限公司
广东广州长距离低成本高效气态运氢项目	广东	广东云韬氢能科技有限公司
四川南充液氢“制-储-加-运”装备研发及应用项目	四川	四川中科氢能科技有限公司
江苏常州大容量对偶盐穴储氢试点项目	江苏	中国盐业集团有限公司
河南鹤壁镁基固态储氢材料应用项目	河南	淇县电氢纪元新材料有限公司
湖北大冶深地氢储能系统中试项目	湖北	湖北深地储能工程技术有限公司、中冶武勘工程技术有限公司
四川有机液体高安全、高密度储氢项目	四川	成都岷山绿氢能源有限公司、四川华电泸定水电有限公司
内蒙古大唐多伦风光制氢一体化项目	内蒙古	大唐多伦瑞源新能源有限公司、大唐内蒙古多伦煤化工有限责任公司
新疆中石化新星库车绿氢项目	新疆	中国石化新星石油公司
新疆天池能源准东绿氢制备高效耦合煤制天然气项目	新疆	新疆天池能源有限责任公司
内蒙古氢氨燃气轮机综合应用试点项目	内蒙古	慕帆能源科技(赤峰)有限公司
安徽国网六安氢能综合利用项目	安徽	国网安徽省电力有限公司
广东广州用户侧燃料电池微网项目	广东	广东电网有限责任公司广州供电局
浙江宁波 LNG 接收站兆瓦级固体氧化物燃料电池项目	浙江	中海石油气电集团有限责任公司
广东佛山南海氢能进万家智慧能源社区项目	广东	中科润谷智慧能源科技(佛山)有限公司
天津燃料电池实证试验平台项目	天津	中汽研新能源汽车检验中心(天津)有限公司
内蒙古氢能装备实证实验平台项目	内蒙古	国家能源集团氢能科技有限责任公司、氢检科技(内蒙古)有限公司、国能粤电台山发电有限公司、北京低碳清洁能源研究院
浙江白马湖实验室液氢装备实证验证平台项目	浙江	白马湖实验室氢能(长兴)有限公司
甘肃兰州电氢融合创新实验平台项目	甘肃	兰州兰石集团有限公司、兰州大学、国网甘肃电力公司、中国电力科学研究院有限公司、甘肃光热发电有限公司
重庆西部陆海新通道氢能全链条低碳转型项目	重庆	陆海新通道运营有限公司

资料来源: 国家能源局、广发证券发展研究中心

多场景需求放量，市场前景明确。碳中和背景下，氢能需求向交通、工业、储能多领域延伸。中国氢能联盟预测，2030年碳达峰情景下，我国氢气年需求量将达3715万吨，占终端能源消费比重约5%；可再生氢产量约500万吨，占氢供给量15%，对应电解槽装机80GW。

图24: 2020-2060年国内氢气需求规模呈增长趋势，可至13000万吨。

图25: 2050年，可再生能源电解制氢需求占比有望达70%

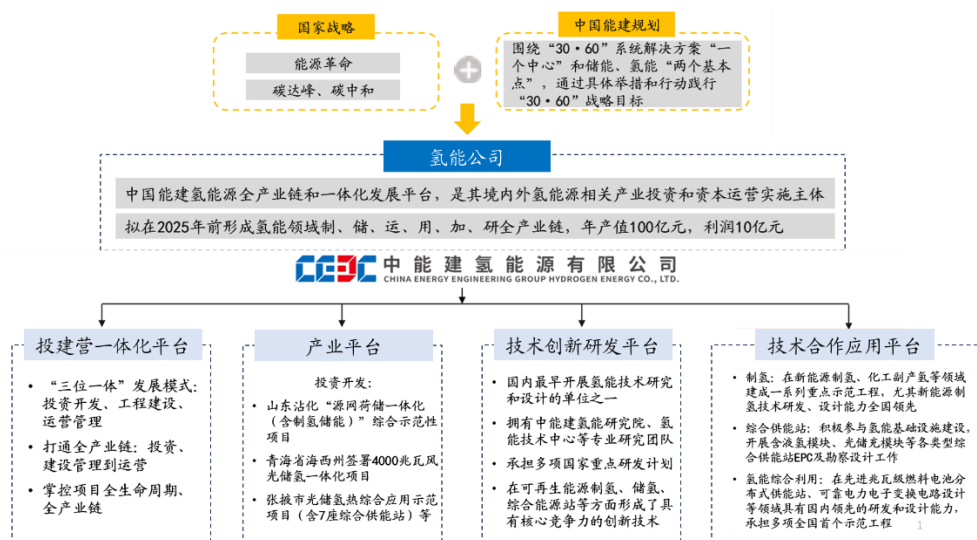


数据来源: 中国氢能联盟、广发证券发展研究中心

数据来源: 中国氢能联盟、广发证券发展研究中心

公司端: 锚定全产业链布局, 深度参与能源领域氢能试点项目, 强调氢能业务重要地位。公司将氢能业务确立为践行“双碳”目标的核心抓手, 2021年6月, 公司发布白皮书, 提出围绕“30·60”系统解决方案“一个中心”和储能、氢能“两个基本点”践行“双碳”目标。资源投入上, 2022年1月在北京挂牌成立中能建氢能有限公司, 该公司作为央企中注册资本最大且唯一布局氢能全产业链的专业平台, 承担境内外产业投资与资本运营核心职能。技术与合作层面, 2022年起陆续与明阳集团、山东能源集团、凯豪达氢能源等企业达成战略合作, 以技术研发为先行导向, 形成“战略定调+平台承载+技术支撑+合作赋能”的全方位布局。

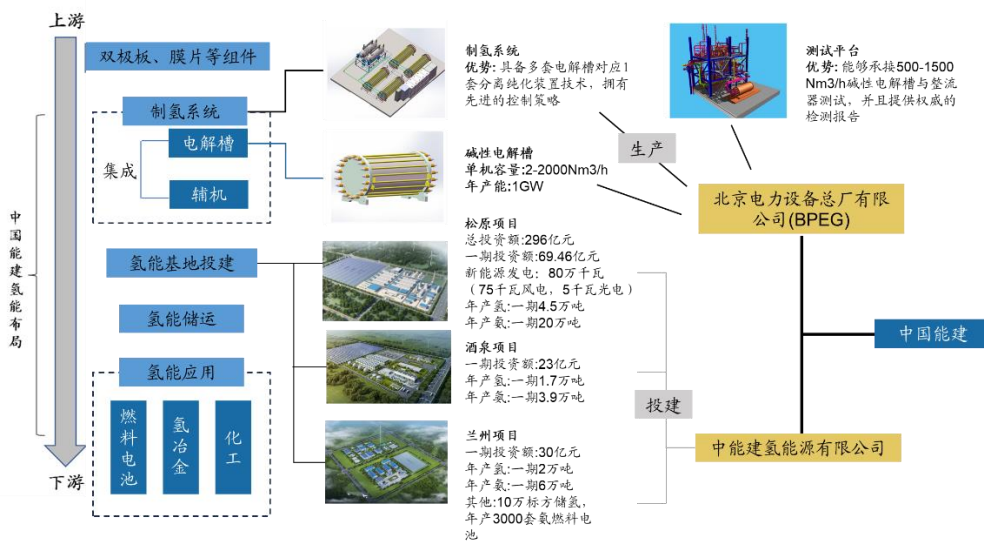
图26: 投建营一体化、产业、技术创新研发和技术合作应用四大平台构筑氢能公司氢业版图



数据来源: 中国能建氢能公众号、广发证券发展研究中心

产能布局全链条覆盖，多项目建设落地，支撑规模化应用。依托全产业链优势，公司上游专注核心装备，中游进行基建储运，下游实施多元应用。上游自主布局制氢系统（含电解槽、辅机），配套北京电力设备总厂有限公司（BPEG）的碱性电解槽产能达 2000Nm<sup>3</sup>/h、年产能 1GW，同时具备 500-1500Nm<sup>3</sup>/h 电解槽测试能力；中游推进氢能基地投建与储运网络搭建；下游覆盖燃料电池、氢冶金、化工等应用场景。项目落地及应用方面，已投建松原、酒泉、兰州等标杆项目，其中松原项目已于2025年12月16日投产，配套75万千瓦风电、5万千瓦光伏，可年产4.5万吨绿氢、20万吨绿氨和绿色甲醇。兰州项目规划年产 3000 套燃料电池，形成多点布局、重点突破的产能格局，为氢能规模化应用筑牢硬件基础。

图27: 公司具有制氢装置制造和氢能项目投建能力，布局制氢、用氢全产业链



数据来源：中能建氢能有限公司官网、北京电力设备总厂有限公司官网、北极星电力网、Wind、广发证券发展研究中心

表14: 公司氢能核心项目布局：总投资超 522 亿元，松原一期 2025 年投产

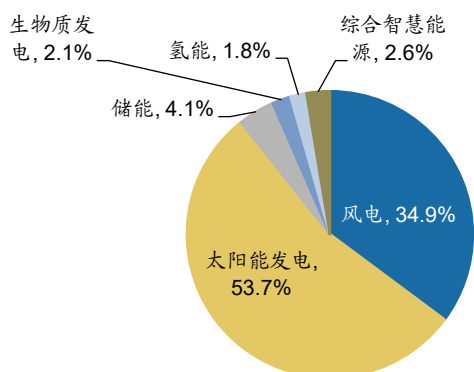
项目名称	签约时间	总投资额	工程进度
中能建松原氢能产业园（绿色氢氨醇一体化）项目	2022 年 12 月 28 日	296 亿元	一期已投产（2025 年投产）
甘肃酒泉风光氢储及氢能综合利用一体化示范项目	2022 年 11 月 11 日	76.25 亿元	一期在建（主体工程接近完工）
兰州新区氢能产业园制储加用氢及配套光伏项目	2022 年 7 月 1 日	150 亿元	一期在建（绿氢供应基地主体完工）

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

氢能业务占比有望持续提升。2021-2025年新能源及综合智慧能源工程新签合同额从1928亿元增至5926亿元，CAGR高达32.4%，氢能业务贡献有望稳步提升，2024年氢能项目新签合同额达 26.69 亿元，在新能源及综合智慧能源工程建设新签合同额中的占比为 1.8%；虽当前占比仍低，但依托全链条布局与试点项目落地，后续增长潜力显著。同时，公司及旗下主体吉林中能建松原绿色氢氨醇项目等入选首批国

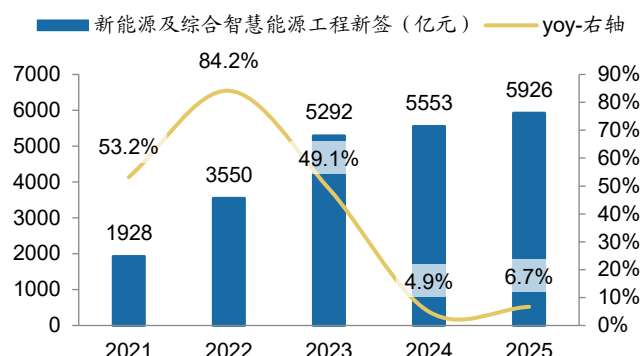
家能源领域氢能试点清单，成为行业从示范向规模化发展的核心参与者，为氢能业务长期放量奠定基础。

图28：2024年氢能项目在新能源及综合智慧能源工程建设新签中占1.8%



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图29：2021-2025年，公司新能源及综合智慧能源新签 CAGR+32.4%

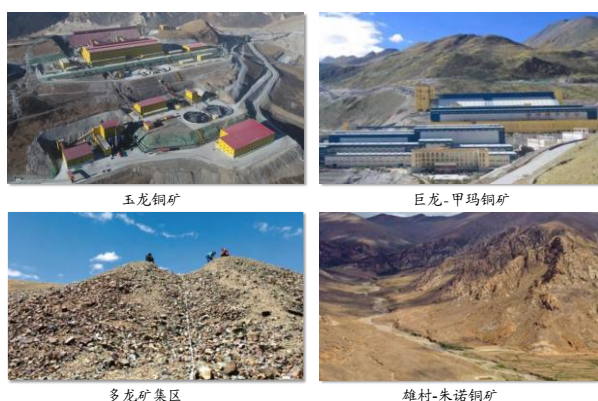


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 2.矿服民爆：疆煤藏矿&水电工程多维驱动，控股专业民爆矿服龙头企业

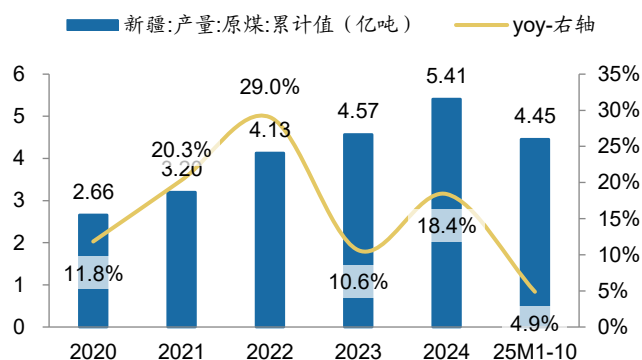
国内看：疆煤藏矿开发高景气。露天煤矿采挖方面，内蒙古、山西、陕西和新疆煤炭产量均呈现提升趋势，带动我国煤炭产量整体实现增长。新疆煤炭产量保持快增。根据Wind，2020-2024年，新疆原煤产量迅速增长，由2.66亿吨增至5.41亿吨，CAGR+19.4%。铜矿开发方面，四大铜矿基地中，玉龙铜矿采选规模计划从现有超2280万吨/年提升至2026年3000万吨/年，铜精矿年产能将从当前13万-15万吨提升至2026年20万吨；巨龙-甲玛铜矿将于2025年新增每日20万吨采选能力，总产能达每日35万吨，预计年产铜30-35万吨。我们在易普力深度报告中测算得出，2025年国内地下/露天非煤矿山采矿服务市场空间达833/2315亿元。2025年露天煤矿钻爆工程市场规模达278亿元。

图30：我国四大主要铜矿基地均位于西藏



数据来源：自然资源部、广发证券发展研究中心

图31：2020-2024年，新疆原煤产量 CAGR+19.4%

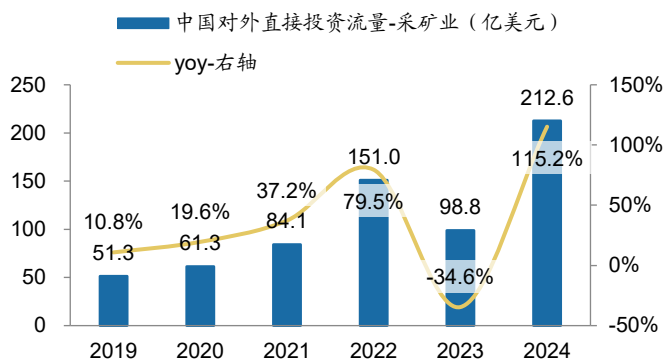


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

海外看：中企在海外资源投资继续放量。2023年，我国24种战略性矿产资源消耗量约占全球总量的40%-50%，国内对应的资源储量不足全球比重的10%。我国关键矿产对外依存度较高，资源安全支撑指引下，中企持续加大对外矿产资源投资。根据《中国对外直接投资统计公报》，2024年，中国采矿业对外投资额212.6亿美元，同比+115.2%，占投资总额11.1%，2019-2024年CAGR+32.9%。矿服企业持续跟随中

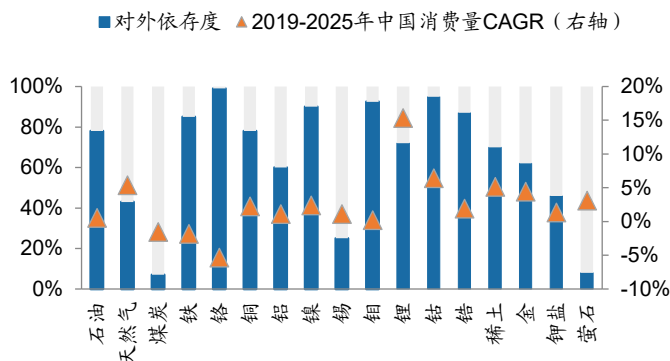
**资矿企出海，大力拓展海外业务。**易普力于利比里亚、纳米比亚、厄瓜多尔设立三家分公司并建设巴勒、达苏两个项目部用于布局当地爆破业务，25H1。易普力海外业务营收2.0亿元，同比-12.7%，占营业收入4.3%。江南化工通过子公司科技有限公司承接蒙古、纳米比亚、刚果（金）、塞尔维亚等国家矿服业务。25H1海外营收6.0亿元，同比+20.2%，占营业收入13%。

图32: 19-24年，中国采矿业对外投资额CAGR+32.9%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

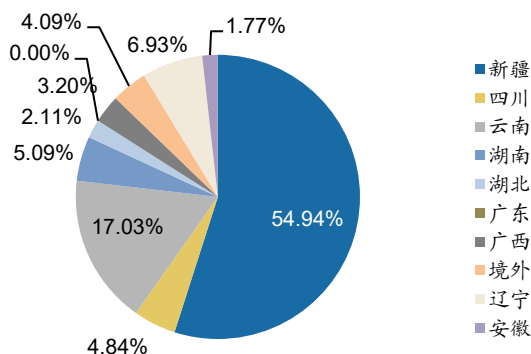
图33: 我国多类战略资源对外依存度高



数据来源: 中国矿业网、广发证券发展研究中心 注: (1) 除锂为2020年数据外, 其他矿产对外依存度为2019年数据; (2) 消费量为中国矿业网预计数

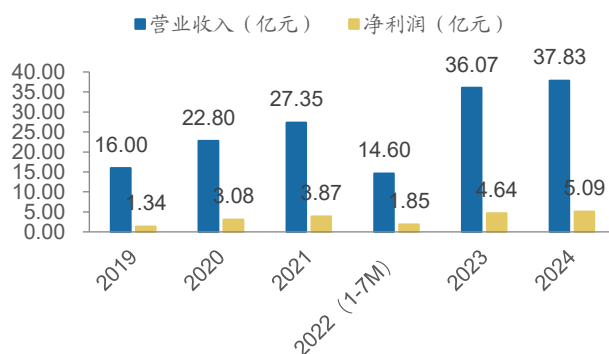
**公司端: 控股民爆矿服一体化龙头易普力, 进军西北、剑指海外。**旗下专业爆破工程子公司易普力(上市公司, 中国能建控股43.37%)覆盖民爆业务领域研产销和爆破服务全链条, 业务区域覆盖西北、华中、华南等地区。曾承建三峡爆破工程, 具有水利工程基因底蕴。2002年以来完成十余次收并购, 2024年炸药产量达到50.6万吨, 位列行业第2名。**在疆项目落地提速, 新疆订单占比提升。**据公司日常经营合同情况公告, 24年易普力公布新签或开始执行爆破服务工程类日常经营合同中, 新疆订单达6项, 占比37.50%; 金额达35.74亿元, 占比达54.94%。合同向西北富矿区业务转移趋势明显。**持续跟随中企承接海外水电、矿山项目。**2024年, 易普力境外营收4.16亿元, 同比-5.22%, 占据营业总收入4.87%, 同比-0.34pct。

图34: 易普力新签重大合同集中分布在新疆, 占比达54.94%



数据来源: 易普力日常经营合同情况公告、广发证券发展研究中心

图35: 2019-2024年, 易普力新疆子公司营收CAGR+18.8%, 净利润CAGR+30.6%



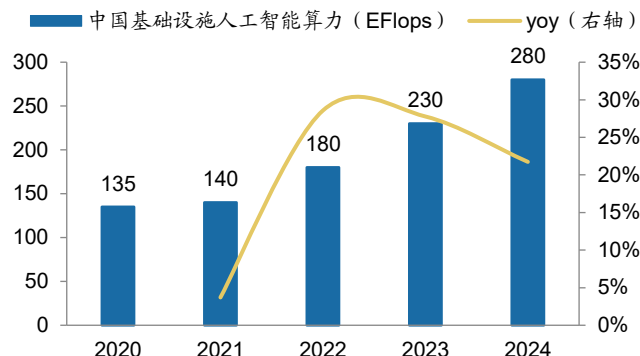
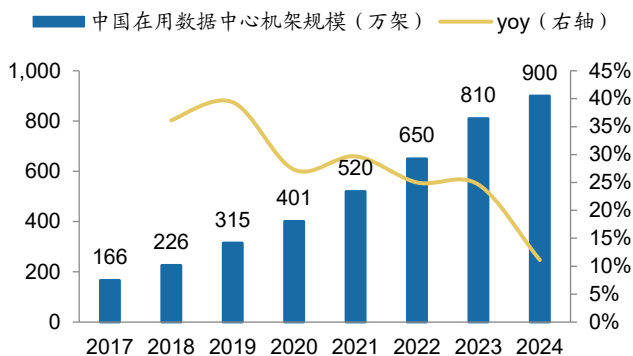
数据来源: 易普力财报、南岭民爆资产购买报告、广发证券发展研究中心

### 3.算力：发力“瓦特”转向“比特”，投资布局六大国家算力枢纽节点

**行业端：AI计算需求持续扩张，算力基础设施投资需求爆发。**算力基础设施投资需求持续释放，数据中心与AI算力协同扩容成行业核心主线。中国在用数据中心机架规模从2017年的166万架增至2024年的900万架，虽近年增速有所放缓，但仍保持稳定扩张态势，成为承载算力需求的核心硬件载体。中国基础设施人工智能算力从2020年的135EFlops快速增长至2024年的280EFlops，年增速维持在20%以上。

图36：算力基础设施投资需求持续释放

图37：数据中心与AI算力协同扩容

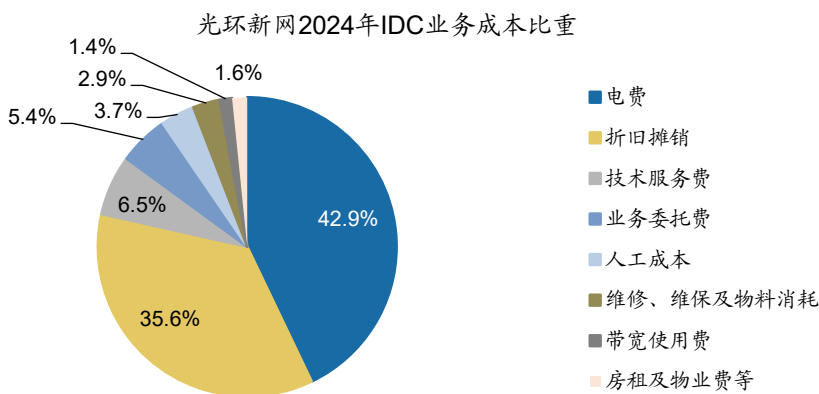


数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

数据来源：IDC、信通院、广发证券发展研究中心

**行业端：电力构成运营核心成本，IDC电力需求持续扩张。**根据光环新网财报，2024年其IDC运营业务成本中，电费占比超40%，为主要成本项。根据IEA发布的《能源与人工智能(AI)报告》，2024年，数据中心约占全球电力需求的1.5%，达415TWh；到2030年，数据中心的用电量将增长至945TWh，CAGR+14.7%。

图38：光环新网2024年IDC业务成本中，电费占比超40%



数据来源：光环新网财报、广发证券发展研究中心

**公司端：锚定“数能融合”，创新研发“源网荷储”一体化绿色算力枢纽智慧运营平台。**公司可通过整合绿电资源和先进储能技术，为算力设施提供全天候、不间断的电力保障，同时降低数据中心的运营成本，助力数据中心等算力设施减少碳排放，实现绿色发展。

图39: 公司“源网荷储一体化”创新解决方案示意图



数据来源: 中电工程公众号、广发证券发展研究中心

**公司端: 发挥投建营一体化能力, 投资“东数西算”算力基础设施核心枢纽。**全资子公司中电工程积极推动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、山西大同及北京等六大节点布局。

表15: 中国能建算力基础设施核心项目布局及合作进展汇总

项目名称	项目进展	内容
甘肃庆阳大数据中心产业园示范项目	一期已建成	<b>公司投资项目。</b> 项目总投资约 55 亿元, 设计总功率为 60000kW。该项目一期工程已于 2024 年 9 月点亮投运。园区占地面积 110 亩, 建筑面积约 8.7 万平方米, 规划建设 6 万千瓦时, 约 8000 面 8 千瓦-12 千瓦高密机柜。配套建设 20 万千瓦新能源发电项目。
华为公司数据中心配套项目	中标	中国能建安徽院中标华为云计算技术有限公司芜湖市“东数西算”数据中心配套的职教园、三山和江北三座 220 千伏变电站机电工程总承包项目。安徽院中标的三个数据中心配套 220 千伏变电站工程建成后, 可向数据中心提供安全、可靠的电力供应, 助力长三角地区数据中心绿色低碳建设。
飞拓低碳绿色大数据产业基地一期项目	中标	中国能建西北城建成功中标飞拓低碳绿色大数据产业基地一期建筑机电工程(二包)项目。项目位于河北省张家口市宣化区赵川镇高新技术产业园, 集数据中心、智能算力与绿色能源于一体, 该基地占地 217.2 亩, 总建筑面积约 24.3 万平方米, 计划部署 24000 台机架。一期规划建设两栋数据中心楼, 共设置 GPU 机柜共 1920 个, 建成后将成为北方地区单体规模最大的智能计算中心, 成为京津冀区域重要的数据中心节点。
内蒙古乌兰察布数据中心低碳算力基地源网荷储一体化项目	已建成投运	中国能建华北院牵头总承包、天津电建承建的全国首个数据中心源网荷储一体化绿电直供项目。项目包含新建 200 兆瓦风电、100 兆瓦光伏及配套集电线路, 45 兆瓦/180 兆瓦时储能系统, 一体化运营平台, 以及 1 座 220 千伏升压站。该项目是内蒙古首个基于算力基地的源网荷储一体化项目, 也是国内单体容量最大的基于算力基地的源网荷储一体化项目。项目投运后, 年风光新能源发电量可达 8.48 亿千瓦时, 相当于减排二氧化碳约 48 万吨。
青海海东训推一体化智算中心(高等教育算力资源池)项目	中标	中国能建西北城建中标青海海东训推一体化智算中心(高等教育算力资源池)项目 EPC 总承包工程。项目位于青海省海东市河湟新区, 总占地约 50 亩, 分四期建设, 建成后总算力规模 20000P。本期项目建设内容主要为算力经济产业园一号地块, 包括 1-4 号算力中心及机电配套设备工程、宿舍及食堂工程。

数据来源: 公司公众号、广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测与投资建议

**传统能源:** 公司传统能源新签额2023年同比-20.3%，主要系2022年火电“3个80GW”政策致使当前传统能源新签额高基数（同比+23.9%）。火电作为基核能源和调峰能源，预计未来仍有较为稳定的火电建设需求；预计新能源装机发电量持续增长下，火电调峰功能将持续放大，灵活性改造等需求将温和扩张。此外，雅下水电站开工，总投资额1.2万亿元，预计将带动水电项目新签快增，预计26-27年新签增速均为5%。

**新能源及综合智慧能源:** 随着技术降本、产业链成熟，大型新能源基地集中投产，2023-2024年全国光伏装机持续放量，带动公司新能源及综合智慧能源合同额高增后保持稳增。2025年，风电核准继续高增，海上风电经济性逐步显现，预计将进入密集建设期，叠加2030年碳达峰承诺带动能源结构转型加速，预计新能源工程订单保持快增，预计26-27年新签增速均为10%。

**城市建设:** 23M7政治局会议提出保障房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设，带动2023年城市建设项目招投标放量，公司城市建设新签合同额同步高增，2024年新签回落。当前看，国内多地继续推进城改、城综项目，仍有较多城市建设需求，预计26-27年城市建设订单将温和扩张，增速均增长5%。

**综合交通:** 地方财政承压下，公路、轨交等项目招标、建设放缓，2023-2024年公司综合交通新签下滑。地方政府当前面临持续的化债压力，预计短期交通基建需求总量仍承压，预计公司26-27年综合交通保持平稳。

**勘测设计及咨询:** 公司在特高压、火电等领域竞争力强，下属全资子公司中电工程布局全国。国家电网投资高增背景下公司设计业务新签有望保持快增，预计26-27年勘测设计及咨询业务新签增速均为10%。

表16: 公司工程建设业务新签预测表

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>新能源及综合智慧能源</b>					
新签合同额	5292	5553	5926	6518	7170
yoy	49.1%	4.9%	6.7%	10.0%	10.0%
<b>传统能源</b>					
新签合同额	1986	3130	2909	3055	3208
yoy	-20.3%	57.6%	-7.0%	5.0%	5.0%
<b>城市建设</b>					
新签合同额	2782	2249	2703	2838	2980
yoy	31.1%	-19.2%	20.2%	5.0%	5.0%
<b>综合交通</b>					
新签合同额	469	279	426	426	426
yoy	-16.8%	-40.6%	52.8%	0.0%	0.0%
<b>勘测设计及咨询</b>					
新签合同额	215	197	262	288	317
yoy	50.0%	-8.1%	32.7%	10.0%	10.0%

资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 我们对公司各业务作出预测:

**工程建设:** 公司在传统电源、新能源电源、电网及储能等工程领域具备领先地位, 并加快氢能、数据中心等新兴领域业务扩张, 预计25-27年公司工程建设业务营收分别为3998、4369、4703亿元, 同比+9.0%、+9.3%、+7.6%。总量需求下行背景下, 建筑行业竞争压力较大, 预计25-27年毛利率分别为7.50%、7.40%、7.35%。

**投资运营:** 2025年目标完成累计新能源装机20GW(截至2024年已完成15.2GW)。我们假设25-27年公司控股电力装机容量分别达21.78、26.48、31.48GW。根据以上预测及发电小时数、电价测算得25-27年新能源运营营收73、94、113亿元, 同比+38.2%、28.0%、20.7%。136号文件发行后, 预计项目毛利率有所承压, 预计25-27年新能源运营毛利率分别为44.4%、42.9%、41.4%。

**工业制造:** 公司工业制造业务主要包括水泥、民爆及装备制造, 根据对三项业务分别的预测, 预计25-27年公司工业制造营收分别为341、361、383亿元, 同比+5.9%、+5.9%、+6.0%。三项业务参与者众多但具有资质、技术门槛, 市场格局较为稳定, 预计25-27年毛利率分别为16.4%、16.3%、16.1%。

**勘测设计:** 公司旗下电规总院、中电工程在电力勘测设计领域具备龙头地位, 预计在电力需求持续扩张背景下, 勘测设计业务将保持快增, 基于新签和结转预期, 预计25-27年公司勘测设计营收分别为224、244、265亿元, 增速分别为7.7%、8.6%、8.6%。该业务具有较高资质壁垒, 预计25-27年毛利率保持稳定, 均为36.2%。

表17: 公司分业务营收预测表

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	4060	4367	4707	5124	5509
<b>yoy</b>	10.8%	7.6%	7.8%	8.9%	7.5%
<b>毛利率</b>	12.64%	12.41%	12.29%	12.10%	11.99%
<b>工程建设</b>					
营业收入	3435	3668	3998	4369	4703
yoy	13.7%	6.8%	9.0%	9.3%	7.6%
毛利率	7.85%	7.60%	7.50%	7.40%	7.35%
<b>投资运营</b>					
营业收入	294	361	391	422	452
yoy	-12.4%	22.8%	8.3%	7.8%	7.1%
毛利率	35.26%	34.10%	33.76%	33.28%	32.66%
<b>其中: 新能源运营</b>					
营业收入	37	53	73	94	113
yoy	58.8%	42.6%	38.2%	28.0%	20.7%
毛利率	47.36%	45.86%	44.36%	42.86%	41.36%
<b>工业制造</b>					
营业收入	337	322	341	361	383
yoy	22.6%	-4.5%	5.9%	5.9%	6.0%
毛利率	16.93%	16.83%	16.43%	16.26%	16.07%

**表17: 公司分业务营收预测表**

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>勘测设计及咨询</b>					
营业收入	192	208	224	244	265
yoy	9.9%	8.6%	7.7%	8.6%	8.6%
毛利率	39.41%	36.21%	36.21%	36.21%	36.21%
<b>其他业务</b>					
营业收入	96	53	56	59	62
yoy	16.6%	-44.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	14.09%	32.64%	32.64%	32.64%	32.64%

资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

**费用端:** (1) **销售费用:** 随着公司营收规模上升, 预计销售费用率保持平稳, 我们预计公司25-27年销售费用率均为0.55%; (2) **管理费用:** 随业务发展及营收规模扩张, 公司提高管理水平、管理费率有望逐步下降, 我们预计公司25-27年管理费用率分别为3.35%、3.30%、3.25%; (3) **研发费用:** 公司加快培育发展新质生产力、推动产业创新升级, 研发费用率预计保持平稳, 预计公司25-27年研发费用率均为3.2%。

**表18: 期间费用预测表**

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4060	4367	4707	5124	5509
销售费用	19.00	23.91	25.77	28.06	30.16
销售费用率	0.47%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
管理费用	147.52	148.33	157.52	168.92	178.84
管理费用率	3.63%	3.40%	3.35%	3.30%	3.25%
研发费用	129.80	139.82	150.70	164.06	176.37
研发费用率	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%

资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

根据营收预测情况, 预计25-27年营收分别为4707、5124、5509亿元, 同比+7.8%、+8.9%、+7.5%。归母净利润分别为87.1、93.9、101.5亿元, 同比+3.7%、+7.8%、+8.1%。

**表19: 公司盈利预测简表**

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4060	4367	4707	5124	5509
yoy	10.8%	7.6%	7.8%	8.9%	7.5%
毛利率	12.64%	12.41%	12.29%	12.10%	11.99%
归母净利润	79.9	84.0	87.1	93.9	101.5
yoy	2.3%	5.1%	3.7%	7.8%	8.1%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司主业为能源电力建设，持续拓展新能源及氢能运营、IDC运营业务。当前看IDC运营业务处于起步期，以能源电力建设，新能源及氢能运营为主要估值锚。

**电力建设领域**，我们选取（1）同为八大建筑央企之一、与中国能建估值相当的全球电力建设龙头—中国电建、（2）华电集团旗下科工板块、火电、风光工程服务供应商华电科工作为可比公司，其26年PE估值约8-40倍。华电科工估值水平远高于中国电建，主要系中国电建主业中包含下游需求较弱的基建房建业务拖累估值，且华电科工布局深度布局绿氢领域，具有制氢电解槽制造与绿氢工程服务能力，市场给予较多估值溢价。

**新能源及氢能运营领域**，我们选取布局氢能的新能源运营企业—吉电股份、三峡能源，两者26年PE估值约17-23倍，吉电股份估值较高主要系其体量较小、预期氢能布局对业绩影响更大，股价中含有更多市场对氢能业务的估值溢价。

**IDC运营领域**，我们选取国内头部IDC运营商奥飞数据、光环新网作为可比公司，两者26年PE估值约59-62倍。中国能建当前IDC运营业务处于起步阶段，相关经营数据披露较少，看好该板块长足发展增厚公司业绩，提升估值水平。

参考可比公司，我们给予公司26年15倍PE估值，对应合理价值3.38元/股，根据AH溢价，公司H股合理价值为1.56港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表20: 可比公司估值情况 (2026.1.25)

股票代码	公司简称	股价 (元)	PE (倍)			PE (TTM)	PB (LF)
			2025E	2026E	2027E		
电力建设							
601669.SH	中国电建	5.97	8.6	8.1	7.7	9.6	0.72
601226.SH	华电科工	9.65	53.1	39.7	33.8	87.9	2.58
新能源及氢能运营							
000875.SZ	吉电股份	6.93	26.6	22.9	20.6	53.7	1.45
600905.SH	三峡能源	4.16	19.1	17.8	16.5	22.3	1.33
IDC运营							
300738.SZ	奥飞数据	21.62	101.7	61.6	44.2	130.2	6.06
300383.SZ	光环新网	14.46	84.8	59.3	45.4	158.5	2.04

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心 注: 可比公司估值预测为 Wind 一致预测

## 五、风险提示

### （一）下游需求下滑

公司工程建设业务涵盖电力、基建、房建等多个下游，如重点下游需求下滑，将对公司订单签约、项目执行造成不利影响。

### （二）地缘政治风险

公司海外业务持续扩张，如海外项目所在地区发生严重地缘政治冲突，可能使得相关项目产生亏损，进而影响公司业绩。

### （三）项目收益不及预期

公司持续加大氢能、IDC等新兴业务投资。如相关项目无法实现应有收益，公司总体业绩或承压。136号文件发布后，公司新能源运营项目收益同样存在短期下滑风险。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产总额</b>	<b>426,070</b>	<b>447,305</b>	<b>486,330</b>	<b>530,033</b>	<b>572,677</b>
货币资金	77,289	91,162	111,860	131,405	152,822
应收及预付	231,482	223,264	235,579	252,277	266,667
存货	67,958	74,877	80,805	88,161	94,902
其他	49,342	58,002	58,086	58,190	58,286
<b>非流动资产总额</b>	<b>357,086</b>	<b>421,700</b>	<b>459,667</b>	<b>497,128</b>	<b>534,096</b>
长期股权投资	46,549	52,771	52,771	52,771	52,771
固定资产	57,580	73,934	88,805	102,918	116,273
在建工程	25,485	37,212	37,212	37,212	37,212
使用权资产	4,500	4,396	4,396	4,396	4,396
无形资产	82,464	100,522	118,579	136,637	154,694
其他	140,509	152,866	157,904	163,195	168,750
<b>资产总额</b>	<b>783,156</b>	<b>869,005</b>	<b>945,997</b>	<b>1,027,161</b>	<b>1,106,773</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>417,009</b>	<b>437,230</b>	<b>463,439</b>	<b>493,164</b>	<b>520,607</b>
短期借款	35,015	40,193	44,000	46,000	48,000
应付及预收	287,823	284,357	306,760	334,484	359,927
其他	94,171	112,680	112,680	112,680	112,680
<b>非流动负债总额</b>	<b>177,895</b>	<b>225,946</b>	<b>265,946</b>	<b>305,946</b>	<b>345,946</b>
长期借款	157,944	193,010	233,010	273,010	313,010
应付债券	1,500	13,999	13,999	13,999	13,999
其他	18,451	18,937	18,937	18,937	18,937
<b>负债总额</b>	<b>594,903</b>	<b>663,176</b>	<b>729,385</b>	<b>799,110</b>	<b>866,553</b>
股本	41,691	41,691	41,691	41,691	41,691
其他	68,774	74,320	81,546	89,244	97,466
归母权益合计	110,465	116,011	123,238	130,936	139,157
少数股东权益	77,788	89,818	93,374	97,116	101,063
<b>负债和股东权益</b>	<b>783,156</b>	<b>869,005</b>	<b>945,997</b>	<b>1,027,161</b>	<b>1,106,773</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>406,032</b>	<b>436,713</b>	<b>470,674</b>	<b>512,415</b>	<b>550,865</b>
营业成本	354,727	382,530	412,815	450,394	484,833
营业税金及附加	1,416	1,654	1,782	1,940	2,086
销售费用	1,900	2,391	2,577	2,806	3,016
管理费用	14,752	14,833	15,752	16,892	17,884
研发费用	12,980	13,982	15,070	16,406	17,637
财务费用	4,680	5,379	5,786	5,999	6,243
资产信用减值损失	-3,233	-3,823	-3,801	-3,931	-4,051
公允价值变动收益	331	45	0	0	0
投资收益	321	729	730	730	730
<b>营业利润</b>	<b>14,046</b>	<b>14,828</b>	<b>15,521</b>	<b>16,526</b>	<b>17,644</b>
营业外收支	-35	300	200	200	200
利润总额	14,011	15,128	15,721	16,726	17,844
所得税费用	2,755	3,304	3,459	3,596	3,747
<b>合并净利润</b>	<b>11,256</b>	<b>11,824</b>	<b>12,263</b>	<b>13,130</b>	<b>14,097</b>
少数股东损益	3,269	3,428	3,556	3,742	3,947
<b>归母净利润</b>	<b>7,986</b>	<b>8,396</b>	<b>8,706</b>	<b>9,388</b>	<b>10,150</b>
EPS (元/股)	0.19	0.20	0.21	0.23	0.24

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>9,486</b>	<b>11,027</b>	<b>28,862</b>	<b>30,934</b>	<b>34,198</b>
合并净利润	11,256	11,824	12,263	13,130	14,097
折旧摊销	7,391	8,410	7,600	8,358	9,116
营运资金变动	-15,933	-16,337	224	-413	116
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-41,528</b>	<b>-50,336</b>	<b>-34,927</b>	<b>-44,240</b>	<b>-44,504</b>
资本性开支	-30,484	-44,351	-40,479	-40,479	-40,479
投资	-10,742	-7,479	0	0	0
其他	-302	1,495	5,552	-3,761	-4,025
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>36,051</b>	<b>53,362</b>	<b>35,823</b>	<b>32,851</b>	<b>31,723</b>
股本融资	12,331	17,058	0	0	0
债权融资	40,491	56,738	43,807	42,000	42,000
股利分配与偿付利息	-11,360	-12,048	-7,984	-9,149	-10,277
其他	-5,411	-8,385	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>4,127</b>	<b>13,965</b>	<b>29,758</b>	<b>19,546</b>	<b>21,417</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>64,009</b>	<b>68,136</b>	<b>82,101</b>	<b>111,860</b>	<b>131,405</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>68,136</b>	<b>82,101</b>	<b>111,860</b>	<b>131,405</b>	<b>152,822</b>

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	10.8%	7.6%	7.8%	8.9%	7.5%
营业利润增长率	2.2%	5.6%	4.7%	6.5%	6.8%
归母净利润增长率	2.3%	5.1%	3.7%	7.8%	8.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.6%	12.4%	12.3%	12.1%	12.0%
净利率	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
ROE	7.2%	7.2%	7.1%	7.2%	7.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.0%	76.3%	77.1%	77.8%	78.3%
有息负债率	24.8%	28.4%	30.8%	32.4%	33.9%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
利息保障倍数	3.6	3.3	3.6	3.3	3.2
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.4	5.3	5.4	5.7	6.0
存货周转率	5.2	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.19	0.20	0.21	0.23	0.24
每股净资产	2.65	2.78	2.96	3.14	3.34
每股经营现金流	0.23	0.26	0.69	0.74	0.82
<b>估值比率</b>					
PE	11.0	11.4	12.0	11.1	10.3
PB	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.2	8.2	9.1	9.2	9.2

## 广发建筑行业研究小组

耿 鹏 智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024 年加入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

张 子 峻：高级研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。