

# 建投能源 (000600)

## 背靠用电紧平衡河北省，热电联产模式显著提高效率

买入 (首次)

2025年06月10日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001  
021-60199782

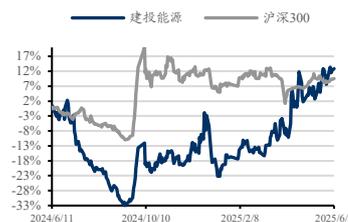
yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005  
tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	19,583	23,517	23,046	24,840	24,051
同比 (%)	6.98	20.09	(2.00)	7.78	(3.18)
归母净利润 (百万元)	188.63	531.16	1,339.60	1,559.29	1,594.83
同比 (%)	77.13	181.59	152.20	16.40	2.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.10	0.29	0.74	0.86	0.88
P/E (现价&最新摊薄)	68.29	24.25	9.62	8.26	8.08

### 股价走势



### 投资要点

- **复盘发现 2024 年以来火电板块投资核心看电力区域供需，重点推荐无核贫水河北省：**受益于京津冀地区无核贫水，我们判断未来 3 年河北地区用电紧平衡。2022 年主要受益于四川百年难遇枯水影响下，火电顶峰出力享受火电尖峰电价，潜在盈利能力提升；2023 年受益于成本端煤价的下跌+预期煤电容量电价政策的落地，2023Q2 火电板块拥有明显超额收益；2024 年受益于全球范围内因 AI 数据中心、电动车带来的全社会用电量超预期，以及“南涝北旱”的气候性因素，京津冀的电力公司 2024 年业绩超预期。**进入 2025 年，我们认为延续 2024 年投资逻辑，重点关注区域供需缺口，而京津冀地区因常规能源供给上无核贫水，重点推荐。**
- **我们预计未来三年河北常规电源维持供给不足：当前常规电源占比远低于全国平均，预期未来三年维持偏紧趋势：**2024 年河北省常规电源火、水、核电占比 63%、2%、0%，显著低于全国占比 67%、14%、5%。**全国电源品种上，**我们预期火电受到新能源、核电上网挤压，发电量增速逐年放缓；**河北省电源品种上，**我们预期维持无核贫水趋势，火电增长略高于全国水平、光伏增速放缓、风电维持较快增长。
- **电价：2025 年河北年度长协价格坚挺，点火差同比继续扩大：**2025 年我们估计电价端同比持平，发电量小幅微降，煤价端同比-15%，点火差同比扩大，2025 业绩持续增长。2024 年，公司控股运营 14 家火电发电公司共完成发电量 538.90 亿千瓦时，同比增加 116.24 亿千瓦时；完成上网电量 500.10 亿千瓦时，同比增加 107.98 亿千瓦时；发电机组平均利用小时为 4,579 小时，同比增加 103 小时。平均上网电价 438.22 元/兆瓦时 (含税)，同比降低 12.57 元/兆瓦时。
- **公司层面：热电联产提高热效率、股权激励迸发企业活力：**热电联产热效率高达 80%-90%，发电同时能副产热水。2024 年累计售热量同比增加 12.8%，收入占比 4.5%。2024 年公司实施股权激励计划，2024-2026 年营业利润增长目标分别为在 2022 年基数 1.25 亿基础上增长 240.31%、317.65%、401.45%，对应目标利润为 3.0 亿元、5.2 亿元、6.3 亿元；实现 ROE3.5%、4.0%、4.5%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润为 13.40 亿元、15.59 亿元、15.95 亿元，同比增速为 152.2%、16.4%、2.3%；对应 2025-2027 年 PE 为 10、8、8 倍。由于公司背靠无核贫水的河北，电力供需紧平衡、电价端有价格支撑；同时毗邻产煤大省陕西山西内蒙，成本端也较有优势，因此首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**电力需求增长不确定性；煤炭价格波动风险；新能源挤压火电发电量的风险；环保政策趋严风险

### 市场数据

收盘价(元)	7.12
一年最低/最高价	4.19/7.29
市净率(倍)	1.18
流通 A 股市值(百万元)	7,761.16
总市值(百万元)	12,882.21

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.03
资产负债率(% ,LF)	61.24
总股本(百万股)	1,809.30
流通 A 股(百万股)	1,090.05

### 相关研究

## 内容目录

1. 背靠用电紧平衡河北省，无核贫水区域供需紧平衡 .....	4
1.1. 当前供给：2024 年河北省常规电源火、水、核电占比 63%、2%、0%，显著低于全国占比 67%、14%、5%.....	4
1.2. 预期供给：维持无核贫水趋势、火电增速略高于全国平均.....	5
1.3. 需求：东数西算下算力中心释放需求增量.....	7
1.4. 电价：2025 年河北年度长协价格坚挺，点火差同比继续扩大.....	9
2. 地域毗邻产煤大省山西陕西内蒙，坑口煤下跌公司业绩弹性更大 .....	10
3. 热电联产显著提高发电效率，降低综合成本 .....	11
4. 股权激励迸发企业活力，高业绩考核目标彰显管理层信心 .....	13
5. 盈利预测与估值 .....	15
6. 风险提示 .....	16

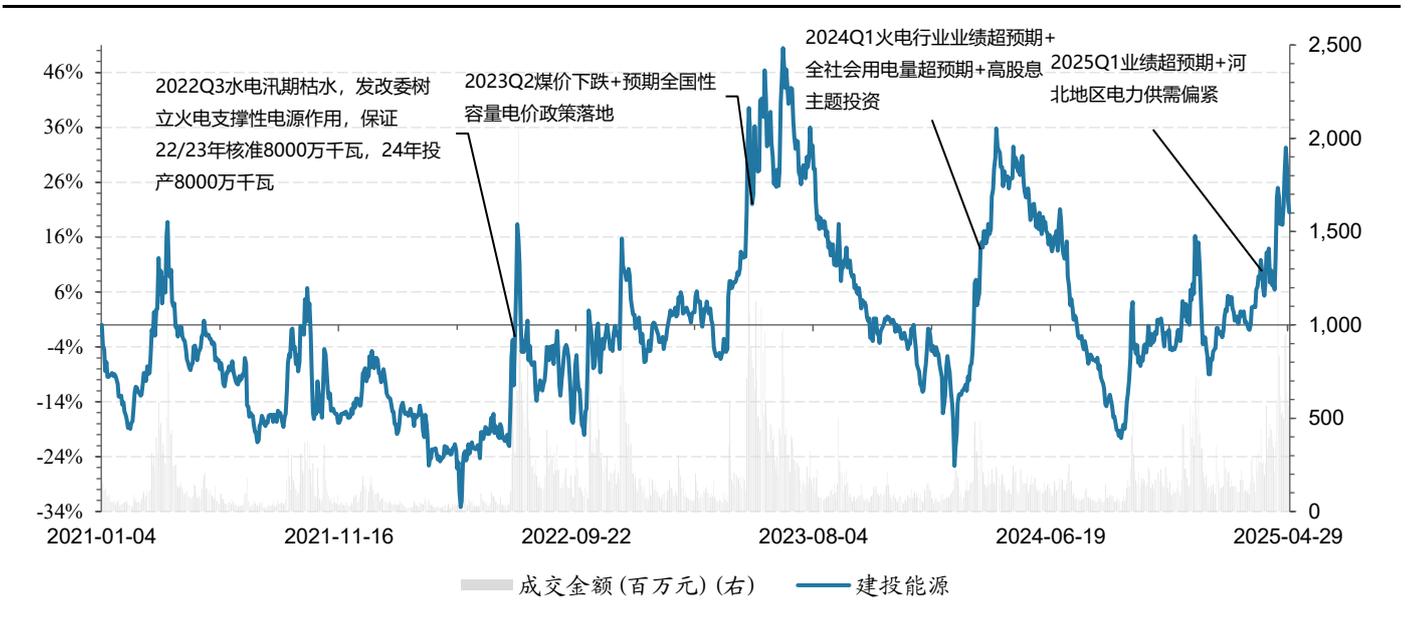
## 图表目录

图 1:	2021 年以来建投能源股价复盘图.....	4
图 2:	2024 年河北省各电源品种发电量占比.....	5
图 3:	2024 年全国各个电源品种发电量占比.....	5
图 4:	2015-2024 全社会、河北用电量增速.....	9
图 5:	2015-2024 全国 GDP、河北 GDP 增速情况.....	9
图 6:	2021-动力煤秦皇岛港 5500 大卡价格走势 (元/吨).....	11
图 7:	公司股权结构图 (截至 2025Q1).....	11
图 8:	2021-2024 年公司控股火电装机 (万千瓦).....	11
图 9:	2024 年公司电力资产区域分布占比.....	11
图 10:	2020-2024 年公司营收和归母净利润情况.....	12
图 11:	2020-2024 年公司 ROE、销售毛利率、净利率情况.....	12
图 12:	2021-2024 年上网电价 (元/兆瓦时).....	13
图 13:	2021-2024 年上网电量 (亿千瓦时).....	13
图 14:	我们预计公司 2025-2026 完成 ROE 考核目标.....	14
图 15:	我们预计公司 25-26 完成营业利润增长目标 (亿元).....	14
表 1:	我国各个电源品种发电量预测.....	5
表 2:	河北省电源发电量预计.....	6
表 3:	2022 年以来河北省数据中心审批情况.....	7
表 4:	2024 年公司参、控股发电企业电量完成情况.....	9
表 5:	公司股权激励目标.....	14
表 6:	主营业务收入拆分 (亿元).....	15
表 7:	可比公司估值 (截至 2025/6/8).....	16

## 1. 背靠用电紧平衡河北省，无核贫水区域供需紧平衡

复盘发现 2024 年以来火电板块投资核心看电力区域供需。我们在 2024 年发布的火电行业深度中复盘过 2022 年以来火电行业的股价上涨驱动因素，2022 年主要受益于四川百年难遇枯水影响下，火电顶峰出力享受火电尖峰电价，潜在盈利能力提升；2023 年受益于成本端煤价的下跌+预期煤电容量电价政策的落地，2023Q2 火电板块拥有明显超额收益；2024 年受益于全球范围内因 AI 数据中心、电动车带来的全社会用电量超预期，以及“南涝北旱”的气候性因素，京津冀的电力公司 2024 年业绩超预期。进入 2025 年，我们认为延续 2024 年投资逻辑，重点关注区域供需缺口，而京津冀地区因常规能源供给上无核贫水，重点推荐。

图1：2021 年以来建投能源股价复盘图



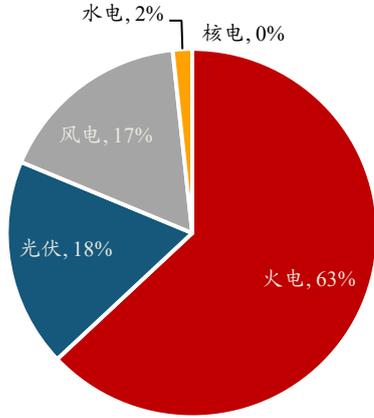
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.1. 当前供给：2024 年河北省常规电源火、水、核电占比 63%、2%、0%，显著低于全国占比 67%、14%、5%

河北省用电量紧平衡，2024 年常规电源火电+水电+核电占比显著低于全国平均水平。2024 年河北省实现全社会用电量 4986.7 亿千瓦时，同比+4.82%；发电量 3869.8 亿千瓦时，同比+5.9%；全省累计输入电量 1116.9 亿千瓦时，同比+1.3%。从电源品种看发电量情况：火电 2437.6 亿千瓦时，同比+1.9%，占比 63.0%；光伏发电 708.7 亿千瓦时，同比+28.2%，占比 18.3%；风电 658.1 亿千瓦时，同比+1.2%，占比 17.0%；水电 65.4 亿千瓦时，同比+12.2%，占比 1.7%。2024 年我国实现火电发电量 63742.6 亿千瓦时，同比+1.7%，占总发电量 67.4%；实现水电发电量 14256.8 亿千瓦时，同比+10.9%，占总发电量 14.1%；实现核电发电量 4508.5 亿千瓦时，同比+3.7%，占总发电量 4.5%。

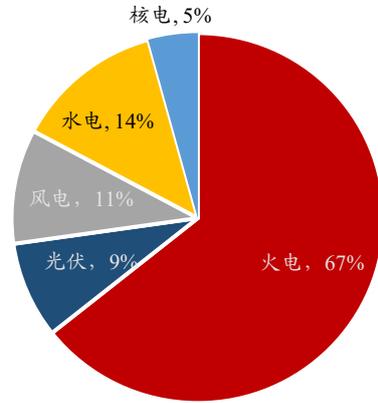
2024 年外电入冀占比全社会用电量 22.4%。全省累计输入电量 1116.9 亿千瓦时，同比增长 1.25%，占比全社会用电量的 22.4%。其中河北南网累计输入电量 959.0 亿千瓦时，同比增长 3.82%；河北北网累计输入电量 157.9 亿千瓦时，同比增长-11.98%。

图2：2024 年河北省各电源品种发电量占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2024 年全国各个电源品种发电量占比



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

## 1.2. 预期供给：维持无核贫水趋势、火电增速略高于全国平均

全国不同电源品种上，我们预期火电受到新能源、核电上网挤压，发电量增速逐年放缓。近年来，我国不同电源发电量看占比看：火电占比逐年下降、风电光伏占比逐年提升、核电水电保持相对稳定；展望未来五年的我国电源品种发展：我们预计火电发电量占比继续下降、风电光伏占比提高、核电占比逐年提高、水电保持相对稳定小幅上涨。

表1：我国各个电源品种发电量预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
发电量（亿千瓦时）	89090.8	94180.6	97971.0	101004.1	103317.9
yoy	5.2%	4.6%	4.0%	3.1%	2.3%
利用小时数	3592	3442	3400	3400	3400
火电	62318.0	63437.7	64706.5	65353.5	65353.5
yoy	6.1%	1.5%	2.0%	1.0%	0.0%
利用小时数	4466	4400	4301	4232	4151
占比	69.9%	67.4%	66.0%	64.7%	63.3%
风电	8090.5	9360.5	10483.8	11741.8	12916.0
yoy	12.3%	11.1%	12.0%	12.0%	10.0%
利用小时数	2225	2127	2100	2100	2100
占比	9.1%	9.9%	10.7%	11.6%	12.5%
光伏	2939.7	4190.8	5029.0	5531.9	5974.5

yoy	17.2%	28.2%	20.0%	10.0%	8.0%
利用小时数	1286	1211	1200	1200	1200
占比	3.3%	4.4%	5.1%	5.5%	5.8%
水电	11408.9	12742.5	13124.8	13518.5	13924.1
yoy	-5.6%	10.7%	3.0%	3.0%	3.0%
利用小时数	3133	3349	3300	3300	3300
占比	12.8%	13.5%	13.4%	13.4%	13.5%
核电	4332.6	4449.0	4627.0	4858.3	5149.8
yoy	3.7%	2.7%	4.0%	5.0%	6.0%
利用小时数	7670	7683	7680	7680	7680
占比	4.9%	4.7%	4.7%	4.8%	5.0%

数据来源：国家能源局，东吴证券研究所预测

**河北省电源品种上我们预期维持无核贫水趋势，火电增长略高于全国水平。**受益于京津冀地区无核贫水，我们判断未来3年河北地区用电紧平衡。就河北省不同电源品种发电量情况看，与全国平均存在较为显著的差异：河北省无核电贫水，常规电源火电+核电+水电的占比远低于全国平均。我们预期未来5年河北省继续维持无核贫水的电源体系，火电增速略高于全国平均水平，光伏增速放缓、风电维持较快增长。

表2：河北省电源发电量预计

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
发电量（亿千瓦时）	3654.2	3869.8	4131.9	4396.8	4674.6
yoy	6.7%	5.9%	6.8%	6.4%	6.3%
火电	2392.9	2437.6	2486.4	2536.1	2561.4
yoy	4.9%	1.9%	2.0%	2.0%	1.0%
占比	65.5%	63.0%	60.2%	57.7%	54.8%
风电	650.2	658.1	691.0	725.6	761.8
yoy	8.0%	1.2%	5.0%	5.0%	5.0%
占比	17.8%	17.0%	16.7%	16.5%	16.3%
光伏	552.7	708.7	885.9	1063.1	1275.7
yoy	15.9%	28.2%	25.0%	20.0%	20.0%
占比	15.1%	18.3%	21.4%	24.2%	27.3%
水电	58.3	65.4	68.7	72.1	75.7
yoy	94.6%	12.2%	5.0%	5.0%	5.0%
占比	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
核电	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：公司年报，东吴证券研究所预测

### 1.3. 需求：东数西算下算力中心释放需求增量

2022 年我国启动“东数西算”工程，张家口成为京津冀唯一获批的国家数据中心集群。政策上，河北省出台《关于进一步优化算力布局推动人工智能产业创新发展的意见》，提出到 2025 年算力规模达到 35EFlops，智能算力占比 35%。地域优势上，廊坊润泽国际信息港，130 万台服务器通过 100G 光纤直连北京，网络延迟低于 4 毫秒，实现“北京需求，河北计算”的即时响应。这种“同城化”网络能力，源于河北对基础设施的超前投入，全省建成 5G 基站 1.6 万个，万人基站密度 28.8 个，位列全省第一。自 2022 年以来张家口因自然条件和绿电资源吸引了大批数据中心项目落户。张家口构建起“双枢纽”网络架构：怀来数据中心集群 2 毫秒时延通连接北京，张北基地依托国家级骨干网络节点辐射华北。

环球零碳研究中心预计全国智算中心将占比全社会用电量的 5-10%。根据环球零碳研究中心与未尽研究 8 月 7 日联合发布《AI 改变能源——智算如何引领新型电力系统》报告，从 2023 年到 2030 年，中国智能算力规模将以每年 70% 的复合增长率持续攀升。至 2030 年，全国智算中心年用电量在 0.6 万亿度-1.3 万亿度，约占当年全社会用电量的 5%-10%。

表3：2022 年以来河北省数据中心审批情况

项目名称	区域	审批时间
怀来元宇动力算力中心项目	张家口市怀来县	2023/3/7
百度云计算(定兴)中心三期项目	保定市定兴县	2023/3/8
秦淮数据总部基地三期建设项目	张家口市怀来县	2023/3/8
百度云计算(徐水大王店)中心三期项目	保定市徐水区	2023/3/10
文化大数据产业园华北区域中心项目一期项目	张家口市怀来县	2023/3/15
环首都·存瑞云计算产业基地建设项目(三期)	张家口市怀来县	2023/3/21
易云京津冀大数据产业基地项目	张家口市怀来县	2023/3/31
中珑云(怀来)绿色智能数据中心项目	张家口市怀来县	2023/4/3
京北虚拟现实应用基地 VR 应用项目	张家口市桥东区	2023/4/3
博浩(怀来)云计算大数据中心建设项目	张家口市怀来县	2023/4/7
河北云计算产业基地项目	张家口市怀来县	2023/4/18
环首都·桑园云计算产业基地	张家口市怀来县	2023/4/25

建设项目（三期）项目		
世纪互联华北云计算中心基地一期项目 2#、3# 楼机电工程项目	张家口市怀来县	2023/6/14
怀来中泰信云大数据产业园项目	张家口市怀来县	2023/6/15
阿里巴巴张北云计算数据中心察哈尔项目	张家口市张北县	2023/6/29
基业达（怀来）智慧云元宇宙数据中心项目	张家口市怀来县	2023/7/13
怀来合盈金融数据科技产业园项目（一期第二阶段）项目	张家口市怀来县	2023/7/24
怀来合盈云计算科技产业园项目	张家口市怀来县	2023/8/2
飞拓低碳绿色大数据产业基地四期项目	张家口市宣化区	2023/8/4
中国电信智慧云基地怀来园区项目	张家口市怀来县	2023/9/5
秦准数据总部基地四期建设项目	张家口市怀来县	2023/9/15
华章宣化算力枢纽产业基地（一区）项目	张家口市宣化区	2023/9/22
联通云数据廊坊基地二期项目	廊坊市安次区	2023/10/12
张北云数据中心机电安装（二期）项目	张家口市张北县	2023/10/23
世纪互联北方总部基地云创智算产业园项目	张家口市怀来县	2023/10/27
华章宣化算力枢纽产业基地（六区）项目	张家口市宣化区	2023/11/15

数据来源：河北省发改委，东吴证券研究所

**受益于张家口获批国家数据中心集群的优势，河北省用电量增速自 2023 年以来显著回升，反映出数字经济基础设施建设的能源需求拉动效应。**根据国家能源局数据，2022 年全国全社会用电量增速为 3.6%，2023 年回升至 6.7%，2024 年进一步增至 6.8%；而河北省用电量增速在 2022 年受阶段性因素影响仅为 1.2%（同期 GDP 增速 3.8%），但 2023 年快速反弹至 9.5%，显著高于全国增速（6.7%）2.8 个百分点，2024 年增速为 4.8%，仍保持稳健增长。近三年（2022-2024 年）河北省用电量复合增速达 7.07%（全国同期复合增速 6.77%），用电增速随数据中心集群产能释放快速回升，凸显河北省在承接京津冀数字产业转移中的战略地位，未来用电增长动能有望进一步强化。

图4：2015-2024 全社会、河北用电量增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2015-2024 全国 GDP、河北 GDP 增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 1.4. 电价：2025 年河北年度长协价格坚挺，点火差同比继续扩大

2025 年我们估计电价端同比持平，发电量小幅微降，煤价端同比-15%，点火差同比扩大，2025 业绩持续增长。2024 年，公司控股运营 14 家火电发电公司共完成发电量 538.90 亿千瓦时，同比增加 116.24 亿千瓦时；完成上网电量 500.10 亿千瓦时，同比增加 107.98 亿千瓦时；发电机组平均利用小时为 4,579 小时，同比增加 103 小时。平均上网电价 438.22 元/兆瓦时（含税），同比降低 12.57 元/兆瓦时。

表4：2024 年公司参、控股发电企业电量完成情况

公司名称	装机容量 (万千瓦)	持股比例 %	发电量 (亿千瓦时)		上网电量 (亿千瓦时)	
			2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
西柏坡发电	132	60	57.32	60.84	52.5	55.73
西柏坡第二发电	120	51	54.64	55.36	50.96	51.69
国泰发电	66	51	30.82	30.52	28.08	27.95
建投任丘热电	70	81.65	31.67	32.38	29.29	30.01
建投沙河发电	120	89.79	56.25	50.44	52.13	46.82
建投宣化热电	66	100	31.07	29.11	28.88	26.97
恒兴发电	66	60	30.42	27.89	28.33	25.92
建投邢台热电	70	100	32.97	31.79	31.05	29.9
建投承德热电	70	94	33.17	31.38	30.65	29.02
建投遵化热电	70	51	32.5	31.48	30.29	29.44

泰热发电	65	40	31.43	29.31	29.68	27.54
建投唐山热电	60	51	28.23	*	25.74	*
建投寿阳热电	70	51	28.42	12.22	25.85	11.13
建投准能发电	132	50	60	*	56.68	*
控股子公司合计	1,177	*	538.9	425.66	500.1	392.12
国能丰发发电	66	35	32.33	30.09	28.96	27.83
邯峰发电	132	20	61.41	60.32	57.49	56.53
国能沧东发电	252	40	119.83	118.05	113.95	112.31
三河发电	130	15	56.22	59.36	52.29	55.21
大唐王滩发电	120	30	54.35	53.24	50.57	49.41
国能龙山发电	120	29.43	56.72	56.19	51.97	51.39
国能承德热电	66	35	29.01	29.57	25.92	26.26
国际能源邢台煤电	200	20	102.14	95.04	97	89.91
建投海上风电	30	45	7.72	7.37	7.54	7.19
建投任阳泉热电	132	50	55.81	8.76	51.65	8.02

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 地域毗邻产煤大省山西陕西内蒙，坑口煤下跌公司业绩弹性更大

公司位于河北，毗邻产煤大省，区位优势显著。公司入炉煤 100%坑口煤，动力煤价格进入下跌周期，截至 2025 年 4 月 30 日，秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格为 650 元/吨，同比-21.6%。2024 年公司综合标煤单价 822.02 元/吨，同比-10%；2024 年北方港 5500 大卡动力煤均价为 863 元/吨，同比-11%。优化调整燃料采购机制，科学做好燃料采购集约化管理。适时成立燃料协调管理中心，充分发挥集中采购优势，准确研判市场供需形势，优化来煤结构，燃料成本管控成效显著。

公司的主营业务成本是火力发电燃料成本，占比营业成本的 71.8%。公司运营的发电资产地处华北地区，该区域为煤炭资源与用电负荷双中心，电源结构以火力发电为主。公司所属发电机组是该地区重要的电源支撑。同时，公司靠近晋、冀、蒙煤炭富集地区，有利于实施煤炭集中采购和错峰采购策略控制成本，为公司火电业务经营提供保障。京津冀一体化发展、雄安新区推进及北方算力中心的建设，将为公司综合能源业务发展提供新的空间。

图6: 2021-动力煤秦皇岛港 5500 大卡价格走势 (元/吨)

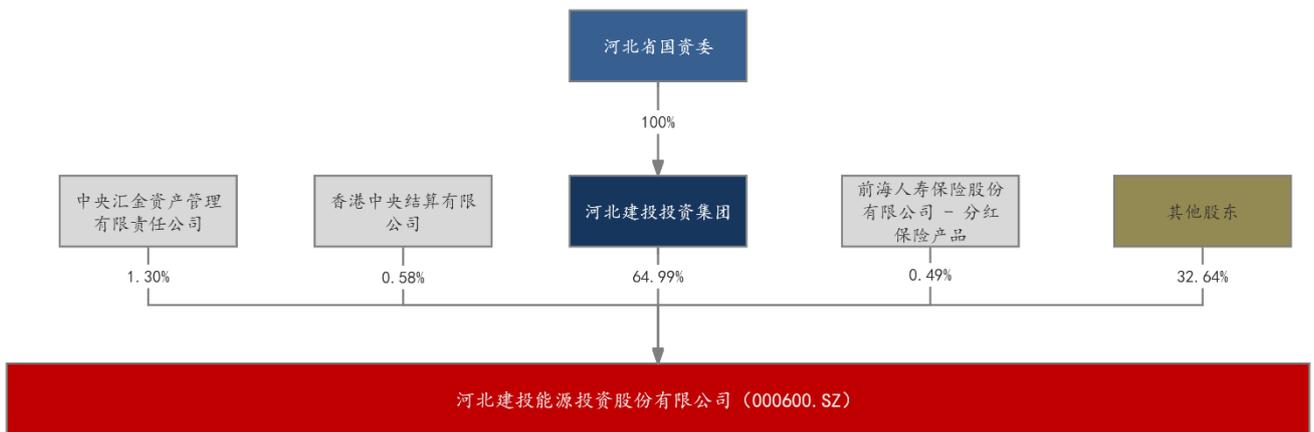


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 热电联产显著提高发电效率, 降低综合成本

建投能源是河北省最大国企建投集团旗下的火电运营平台, 实际控制人为河北省国资委。截至 2025Q1 河北省建投集团持股 64.99%, 是公司控股股东。河北省建投集团是河北省最大的国有企业, 建投能源是建投集团控股的主营在河北省内的火电运营平台。2021-2024 年公司控股火电装机容量为 915 万千瓦、915 万千瓦、985 万千瓦、1177 万千瓦。

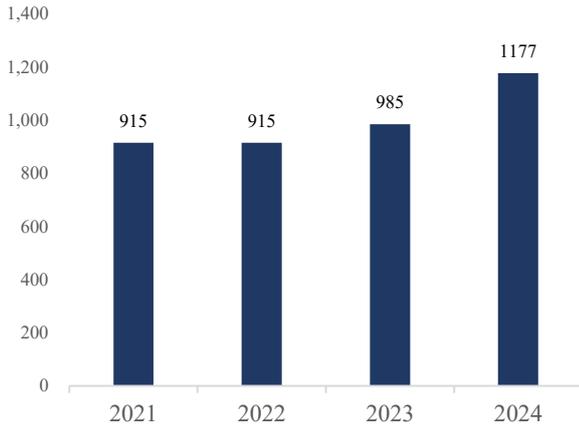
图7: 公司股权结构图 (截至 2025Q1)



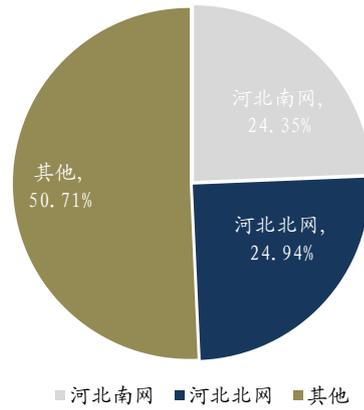
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 2021-2024 年公司控股火电装机 (万千瓦)

图9: 2024 年公司电力资产区域分布占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

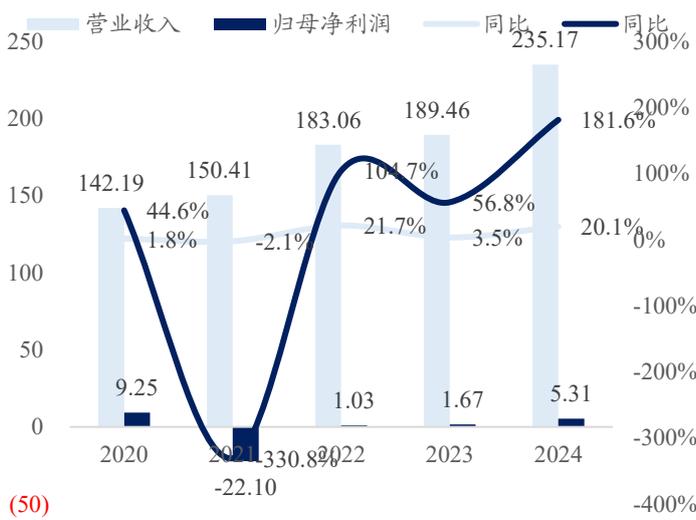
**热电联产热效率高达80%-90%，发电同时能副产热水。** 我国的工业锅炉大部分是燃煤锅炉，热效率较低，一般在50%~60%左右，容量较大的工业锅炉效率在70%~80%之间；热电联产的电站锅炉热效率在80%~90%之间，热效率提升很多。同时，部分热电厂还可回收冷却塔余热供热，增加供热能力，产生节水、节煤效益，并可取缔燃煤小锅炉。公司90%以上机组为大容量、低能耗性能优良的热电联产机组，且全部为优于国家和区域排放限值要求的发电机组，实现了清洁绿色发电，节能减排优势明显，机组平均利用率长期处于较高水平。

**分区域看，2024年营收87.6%位于河北。** 2024年河北省、内蒙古自治区和山西省营收占比分别为87.6%、7.8%、4.4%。其中火力发电业务销售电价是根据电力市场交易规则等文件实施市场交易产生的交易电价。2024年公司控股运营发电公司全年共完成上网电量503.66亿千瓦时，同比提高27.79%，主要原因为报告期收购建投准能发电和建投唐山热电装机规模扩大；平均上网结算电价437.37元/兆瓦时（含税），同比下降2.82%；公司全年完成售热量7,166.60万吉焦，同比增长12.83%。

**2024年累计售热量同比增加12.8%，收入占比4.5%。** 公司持续打造临厂经济圈，持续拓展供热业务，2024年公司积极拓展工业及民用供热市场，供热面积和供汽量进一步增加。2024-2025年采暖季公司供热覆盖面积达到2.75亿平方米，同比增长0.34亿平方米。全年公司控股运营发电公司累计完成售热量7,166.60万吉焦，同比增加12.83%。控股公司秦热发电及建投承德热电工业供汽项目已稳定供汽，建投沙河发电供热改造项目已开工建设。

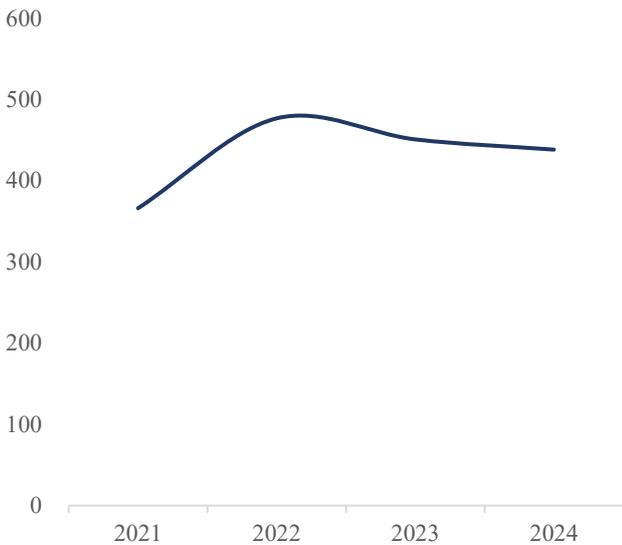
图10：2020-2024 公司营收和归母净利润情况

图11：2020-2024 公司 ROE、销售毛利率、净利率情况

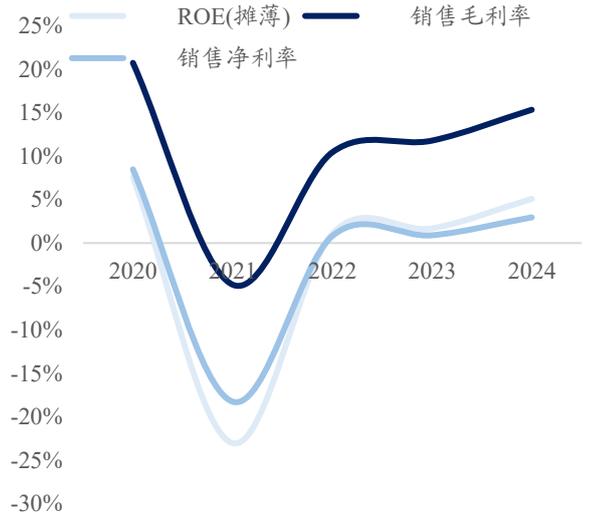


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2021-2024 上网电价 (元/兆瓦时)

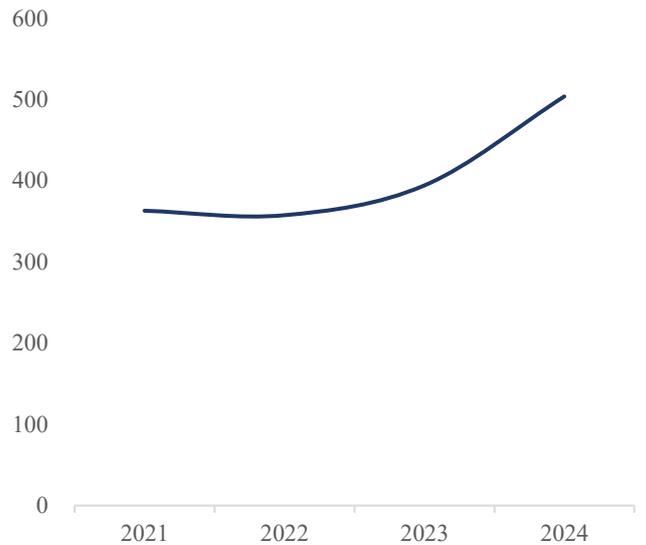


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2021-2024 上网电量 (亿千瓦时)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4. 股权激励迸发企业活力, 高业绩考核目标彰显管理层信心

**股权激励高业绩增长目标彰显管理层信心。**2024 年公司实施股权激励计划, 向 417 名激励对象授予 1767.30 万股限制性股票, 占比公司总股本的 0.99%, 授予价格为 3.07 元/股, 覆盖员工总数的 8.05%。建立公司股东与经营管理层之间的利益共享、风险共担机制, 有利于全面提升公司治理、迸发企业活力。授予的限制性股票自授予登记完成之日起满 24 个月后, 激励对象获授的限制性股票在未来 36 个月分 3 期解禁。2024-2026

年营业利润增长目标分别为在 2022 年基数 1.25 亿基础上增长 240.31%、317.65%、401.45%，对应目标利润为 3.0 亿元、5.2 亿元、6.3 亿元；实现 ROE3.5%、4.0%、4.5%。同时要求超过行业平均水平，我们预计河北地区的发用电形势将高于行业平均水平。

表5: 公司股权激励目标

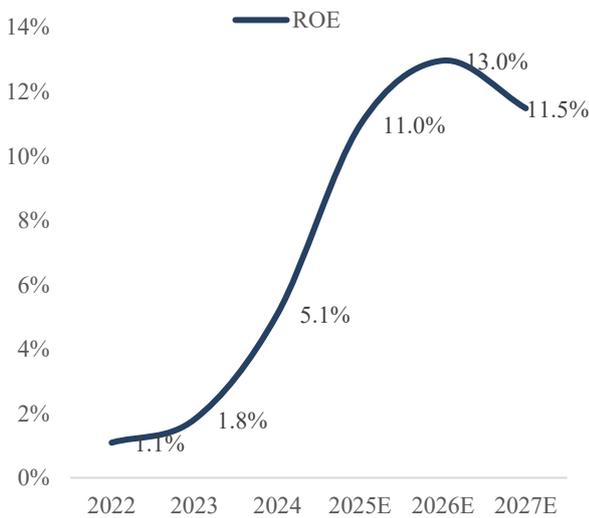
	营业利润 (亿元)	ROE (%)
2024 年	3.0	3.5%
2025 年	5.2	4.0%
2026 年	6.3	4.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**我们预计受益于点火差扩大+管理层治理, 公司大概率大幅超过公司股权激励目标。**

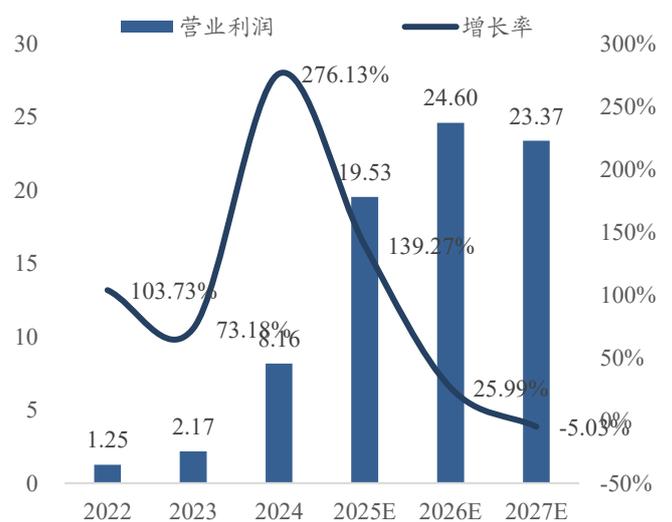
公司 2024 年实现 ROE 5.1%，营业利润为 8.16 亿，较 2022 年基数 1.25 亿，营业利润增长率约为 500.53%，达成考核要求。根据投资者关系信息披露，公司控股股东河北建投持续注入优质火电资产，并通过新增低息贷款与存量贷款置换使综合融资成本实现逐年下降，为实施股权激励创造了有利的财务环境。我们预测公司考核年度 2025-2026ROE 为 11.0%、13.0%，营业利润为 19.53 亿、24.60 亿，均能达成各年度解除限售业绩考核目标。

图14: 我们预计公司 2025-2026 完成 ROE 考核目标



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图15: 我们预计公司 25-26 完成营业利润增长目标 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

## 5. 盈利预测与估值

核心假设: 2025-2027 年公司火电发电业务实现营业收入增速为-4.0%、7.8%、-5.9%，毛利率为 25%、25%、26%；公司火电热量业务实现营业收入增速为 3.0%、3.0%、3.0%，毛利率为-40%、-35%、-30%；光伏发电板块实现营业收入增速为 20%、15%、15%，毛利率为 30%、25%、25%；热力供应板块实现营业收入增速为 20%、20%、20%，毛利率为 8.5%、9.0%、9.0%。

表6: 主营业务收入拆分 (亿元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	235.17	230.46	248.40	240.51
增速	20.09%	-2.0%	7.8%	-3.2%
毛利率	15.4%	18.1%	18.7%	19.4%
火电行业	216.43	209.41	224.63	213.48
增速	18.5%	-3.2%	7.3%	-5.0%
毛利率	14.7%	17.8%	18.6%	19.6%
火电发电	193.94	186.24	200.77	188.90
增速	19.1%	-4.0%	7.8%	-5.9%
毛利率	21.3%	25.0%	25.0%	26.0%
火电热量	22.49	23.17	23.86	24.58
增速	13.6%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	-41.9%	-40.0%	-35.0%	-30.0%
光伏发电	1.03	1.24	1.43	1.64
增速	30.5%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	35.8%	30.0%	25.0%	25.0%
热力供应	10.55	12.66	15.19	18.23
增速	39.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	8.0%	8.5%	9.0%	9.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入为 230.46 亿元、248.40 亿元、240.51 亿元，同比增速为-2.0%、7.8%、-3.2%；实现归母净利润为 13.40 亿元、15.59 亿元、15.95 亿元，同比增速为 152.2%、16.4%、2.3%；对应 2025-2027 年 PE 为 10、8、8 倍。可比公司估值上，我们选取全国性火电龙头华电国际和地域性龙头申能股份，对应 2026 年平均 PE 为 10 倍，我们认为当前估值被低估。由于公司背靠无核贫水的河北，电力供需

紧平衡、电价端有价格支撑；同时毗邻产煤大省陕西山西内蒙，成本端也较有优势，因此首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比公司估值（截至 2025/6/8）

证券代码	公司	市值 (亿)	2025 归母 净利润 (亿元)	2026 归母 净利润 (亿元)	2027 归母 净利润 (亿元)	2025PE	2026PE	2027PE
600027.SH	华电国际	596.3	64.5	68.1	77.4	9	9	8
600642.SH	申能股份	426.8	40.5	41.4	43.0	11	10	10
可比公司 平均估值						10	10	9
000600.SZ	建投能源	128.8	13.4	15.6	15.9	10	8	8

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

## 6. 风险提示

- (1) **电力需求增长不确定性**：区域经济发展及“东数西算”项目推进节奏可能影响用电需求；
- (2) **煤炭价格波动风险**：公司作为火电运营商面临燃料成本周期性波动压力；
- (3) **新能源挤压火电发电量的风险**：光伏、风电装机加速可能挤占火电市场份额；
- (4) **环保政策趋严风险**：碳排放约束及超低排放改造要求或增加运营成本。

## 建投能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>8,140</b>	<b>8,950</b>	<b>7,165</b>	<b>7,145</b>	<b>营业总收入</b>	<b>23,517</b>	<b>23,046</b>	<b>24,840</b>	<b>24,051</b>
货币资金及交易性金融资产	1,968	2,383	450	517	营业成本(含金融类)	19,907	18,886	20,198	19,385
经营性应收款项	4,011	4,132	4,363	4,243	税金及附加	205	182	203	195
存货	1,256	1,172	1,260	1,207	销售费用	173	167	181	175
合同资产	142	149	157	153	管理费用	885	875	940	911
其他流动资产	762	1,114	934	1,025	研发费用	1,152	1,090	1,189	1,146
<b>非流动资产</b>	<b>38,999</b>	<b>43,211</b>	<b>45,752</b>	<b>46,464</b>	财务费用	741	103	97	126
长期股权投资	5,258	5,458	5,658	5,858	加:其他收益	71	68	74	72
固定资产及使用权资产	27,616	31,223	34,815	35,901	投资净收益	331	320	346	335
在建工程	2,367	2,357	1,020	364	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,901	1,922	1,939	1,950	减值损失	(47)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	7	8	8	8
长期待摊费用	94	44	64	84	<b>营业利润</b>	<b>816</b>	<b>2,139</b>	<b>2,462</b>	<b>2,527</b>
其他非流动资产	1,763	2,207	2,257	2,307	营业外净收支	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>47,139</b>	<b>52,161</b>	<b>52,917</b>	<b>53,609</b>	<b>利润总额</b>	<b>822</b>	<b>2,139</b>	<b>2,462</b>	<b>2,527</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,962</b>	<b>13,945</b>	<b>14,416</b>	<b>14,304</b>	减:所得税	126	469	486	517
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,517	8,638	8,638	8,638	<b>净利润</b>	<b>696</b>	<b>1,670</b>	<b>1,976</b>	<b>2,010</b>
经营性应付款项	3,663	3,437	3,689	3,537	减:少数股东损益	165	331	417	415
合同负债	1,194	1,200	1,283	1,246	<b>归属母公司净利润</b>	<b>531</b>	<b>1,340</b>	<b>1,559</b>	<b>1,595</b>
其他流动负债	587	670	805	884	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.74	0.86	0.88
非流动负债	17,596	19,531	18,531	18,031	EBIT	1,261	2,242	2,558	2,653
长期借款	13,044	15,044	14,044	13,544	EBITDA	3,226	2,824	3,587	3,911
应付债券	2,500	2,500	2,500	2,500	毛利率(%)	15.35	18.05	18.69	19.40
租赁负债	1,023	1,023	1,023	1,023	归母净利率(%)	2.26	5.81	6.28	6.63
其他非流动负债	1,029	963	963	963	收入增长率(%)	20.09	(2.00)	7.78	(3.18)
<b>负债合计</b>	<b>29,558</b>	<b>33,476</b>	<b>32,947</b>	<b>32,335</b>	归母净利润增长率(%)	181.59	152.20	16.40	2.28
归属母公司股东权益	10,444	11,218	12,086	12,975					
少数股东权益	7,137	7,467	7,884	8,299					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,580</b>	<b>18,685</b>	<b>19,971</b>	<b>21,274</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>47,139</b>	<b>52,161</b>	<b>52,917</b>	<b>53,609</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,771	1,545	3,105	3,033	每股净资产(元)	5.77	6.20	6.68	7.17
投资活动现金流	(3,860)	(4,470)	(3,216)	(1,627)	最新发行在外股份(百万股)	1,809	1,809	1,809	1,809
筹资活动现金流	480	3,340	(1,823)	(1,339)	ROIC(%)	2.74	4.04	4.46	4.53
现金净增加额	392	415	(1,933)	67	ROE-摊薄(%)	5.09	11.94	12.90	12.29
折旧和摊销	1,965	582	1,029	1,259	资产负债率(%)	62.70	64.18	62.26	60.32
资本开支	(3,266)	(4,198)	(3,292)	(1,692)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.25	9.62	8.26	8.08
营运资本变动	606	(573)	323	(26)	P/B (现价)	1.23	1.15	1.07	0.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>