

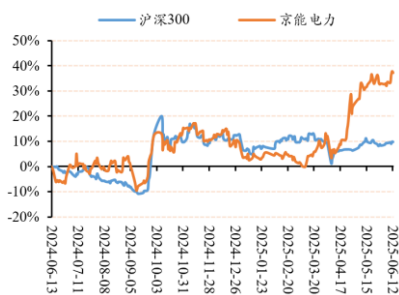
区域优势支撑电价，煤价仍有改善空间

相关研究：

《广东“136号文”征求意见，增量项目保障比例不超过90%》 2025.05.18
《1-3月风光新增7433万千瓦，电网投资延续高增》 2025.04.22
《政府工作报告强调绿色低碳，关注新能源高质量发展》 2025.03.11

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	5	35	27
绝对收益	5	34	37

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：孙菲

证书编号：S0500524010002

Tel: (8621) 50293587

Email: sf06902@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 煤电装机为主，新能源转型加速

根据公司财报，公司控股股东为北京能源集团，实控人为北京市国资委，主营电力、热力的生产、销售。其中电力产品进入华北、蒙西、山西等电网销售；热力产品进入北京、内蒙、山西城市集中供热网销售。公司业务呈煤电托底+风光增量+跨区协同+供热业务同步增长的布局，截至2024年末，公司控股发电装机2344.49万千瓦，同比+16.03%：

- ◆ 煤电装机2139万千瓦。其中，2024年湖北区域新增投产35万千瓦；2024年12月收购集团持有的锡林能源51%股权，新增132万千瓦。从资产区域分布看，内蒙古为公司核心产区，煤电装机容量达1372万千瓦，占煤电装机容量的64.14%。
- ◆ 新能源装机205.49万千瓦，较2023年末42.55万千瓦的装机量，大幅增长382.94%。截至2024年底，公司已累计取得新能源建设指标超过700万千瓦。公司在建项目主要为新能源，岱海剩余10万千瓦、察右后旗81.8万千瓦风电、查干40万千瓦风电等项目投产有望驱动新能源装机高增。

□ 2024年收入稳健增长+成本修复促进业绩大幅改善

根据公司财报，2024年公司营业收入354.28亿元，同比+6.54%；归母净利润17.23亿元，同比+95.52%；毛利率13.31%，同比+3.53pct。2024年公司完成上网电量909.5亿千瓦时，同比+6.04%（同比已还原锡林能源数据），其中火电上网电量892.45亿千瓦时，同比+4.55%。

□ 看好公司电价支撑性和煤价改善空间

根据公司财报，2025Q1，公司营业收入98.85亿元，同比增长4.59%；归母净利润10.63亿元，同比增长129.84%。根据公司电量完成公告，2025Q1，公司完成上网电量216.61亿千瓦时，同比-4.2%，其中火电204.44亿千瓦时，同比-8.93%，新能源12.17亿千瓦时，同比+654.66%。

- ◆ 从电价端看，公司电量主要送往蒙西、京津冀等高耗能产业聚集区或经济较为发达的地区，据内蒙古电力公司，2024年12月内蒙古电力市场成交电量中高耗能用户交易电量占比38.54%。预计电价对公司收入增长起到较强支撑。据北极星电力网，2025年1-3月山东、山西、蒙西等地电网代购电价同比均有一定程度上涨。
- ◆ 从成本端看，公司主要电厂位于坑口或准坑口，电煤采购运输以铁路为主、公路为辅。据公司财报，2024年公司采购长协煤量占总耗煤量的94%，入厂标煤单价同比-3.9%，促进成本端改善。根据wind，2024年京唐港动力末煤(Q5500，山西产)平仓价全年均价同比-11.6%，2025年1-5月均价降幅在16%至28%不等。公司煤炭采购以长协为主，考虑到2024年公司煤价降幅及目前煤价持续下行背景，我们认为公司2025至2026年成本仍有优化空间。

□ 盈利预测及投资建议

我们看好公司机组布局区域及煤价下行释放利润空间，预计公司2025/2026/2027年归母净利润分别为37.54/40.05/45.54亿元，同比增速

分别为 117.87%/6.67%/13.73%；毛利率 19.77%/20.51%/21.95%，同比 +6.46/0.73/1.45pct。截至 2025/6/12 日收盘，股价对应 PE 为 8.02/7.52/6.61 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

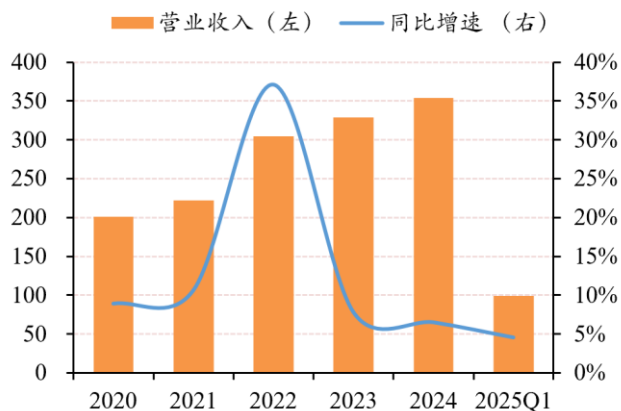
煤炭价格波动风险；市场电价下跌超预期；新能源装机进度不及预期；行业需求不及预期；行业政策变动的风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	35,428.03	38,572.29	39,245.92	40,096.72
同比	6.54%	8.88%	1.75%	2.17%
归母净利润（百万元）	1,723.18	3,754.25	4,004.60	4,554.45
同比	95.52%	117.87%	6.67%	13.73%
毛利率	13.31%	19.77%	20.51%	21.95%
ROE	6.09%	12.02%	11.36%	11.44%
每股收益（元）	0.26	0.56	0.60	0.68
PE	17.48	8.02	7.52	6.61
EV/EBITDA	8.47	5.94	5.48	4.96

资料来源：天软、湘财证券研究所

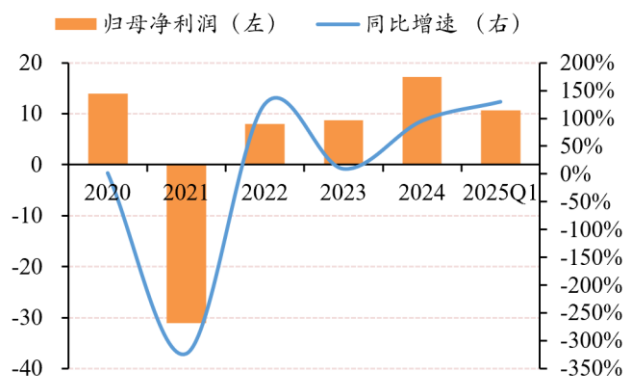
1 公司财务情况

图 1 2020-2025Q1 公司营业收入（亿元）及增速



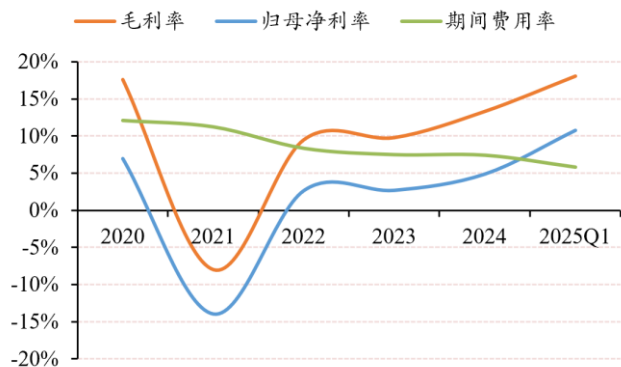
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2020-2025Q1 公司归母净利润（亿元）及增速



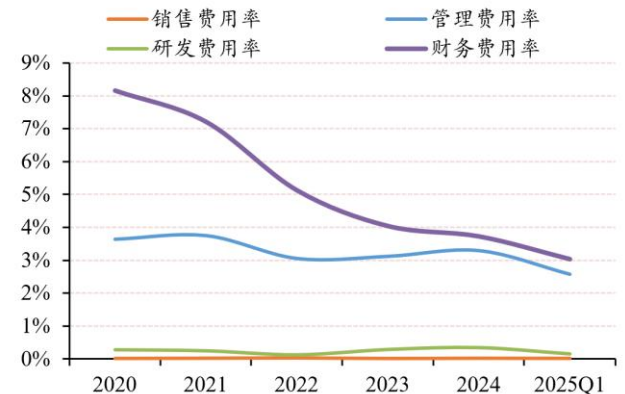
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2020-2025Q1 公司盈利水平及期间费用率



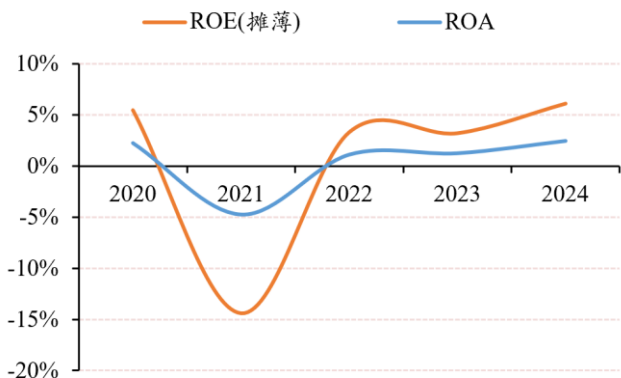
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2020-2025Q1 公司各项费用率



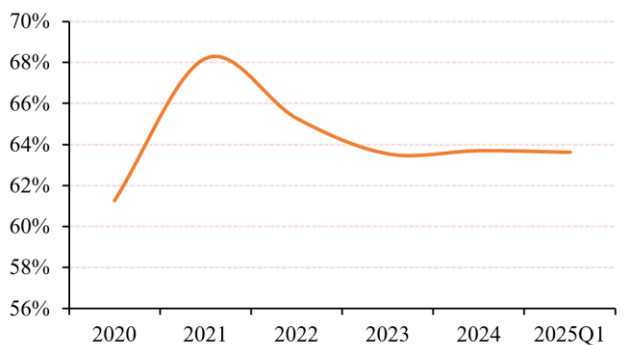
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2020-2024 年公司 ROE 和 ROA 水平



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 2020-2025Q1 公司资产负债率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 盈利预测与投资建议

我们看好公司机组布局区域及煤价下行释放利润空间，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 37.54/40.05/45.54 亿元，同比增速分别为 117.87%/6.67%/13.73%；毛利率 19.77%/20.51%/21.95%，同比+6.46/0.73/1.45pct。截至 2025/6/12 日收盘，股价对应 PE 为 8.02/7.52/6.61 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

3 风险提示

煤炭价格波动风险；市场电价下跌超预期；新能源装机进度不及预期；行业需求不及预期；行业政策变动的风险。

附表 1 京能电力财务报表以及相应指标(百万元)

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,865	13,443	13,472	13,992	营业收入	35,428	38,572	39,246	40,097
现金	3,513	3,825	3,892	3,976	营业成本	30,711	30,945	31,198	31,294
应收账款	4,786	5,228	5,322	5,442	营业税金及附加	321	350	356	363
其他应收款	265	592	280	611	销售费用	12	13	13	14
预付账款	906	913	920	923	管理费用	1,168	1,272	1,294	1,322
存货	2,311	2,028	2,146	2,118	财务费用	1,320	1,281	1,326	1,299
其他流动资产	1,084	857	912	921	资产减值损失	-253	-300	-300	-300
非流动资产	84,069	90,575	95,837	99,863	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13,213	14,213	15,213	16,213	投资净收益	1,139	1,139	1,139	1,139
固定资产	57,485	62,393	66,308	69,156	营业利润	2,646	5,427	5,770	6,523
无形资产	2,799	3,276	3,754	4,231	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	10,572	10,693	10,563	10,264	营业外支出	299	299	299	299
资产总计	96,934	104,018	109,309	113,855	利润总额	2,359	5,140	5,483	6,236
流动负债	25,264	27,001	27,344	26,837	所得税	72	156	167	190
短期借款	9,237	11,820	11,732	11,315	净利润	2,287	4,983	5,316	6,046
应付账款	6,825	6,877	6,933	6,954	少数股东损益	564	1,229	1,311	1,491
其他流动负债	9,203	8,304	8,679	8,567	归属于母公司净利润	1,723	3,754	4,005	4,554
非流动负债	36,484	37,667	37,295	36,303	EBITDA	7,354	10,486	11,364	12,547
长期借款	27,878	28,309	28,063	27,134	EPS (元)	0.26	0.56	0.60	0.68
其他非流动负债	8,606	9,357	9,232	9,169	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	61,749	64,668	64,638	63,140	成长能力				
少数股东权益	6,877	8,107	9,418	10,909	营业收入	6.5%	8.9%	1.7%	2.2%
股本	6,694.6	6,694.6	6,695	6,695	营业利润	123.5%	105.1%	6.3%	13.0%
资本公积	8,251	8,251	8,251	8,251	归属于母公司净利润	95.5%	117.9%	6.7%	13.7%
留存收益	6,721	9,672	13,677	18,231	获利能力				
归属于母公司股东权益	28,308	31,243	35,253	39,806	毛利率(%)	13.3%	19.8%	20.5%	22.0%
负债和股东权益	96,934	104,018	109,309	113,855	净利率(%)	4.9%	9.7%	10.2%	11.4%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	6.09%	12.02%	11.36%	11.44%
经营活动现金流	6,123	8,648	9,902	10,466	ROIC(%)	6.3%	9.8%	9.8%	10.2%
净利润	2,287	4,983	5,316	6,046	偿债能力				
折旧摊销	3,388	3,779	4,268	4,725	资产负债率(%)	63.7%	62.2%	59.1%	55.5%
财务费用	1,320	1,281	1,326	1,299	净负债比率(%)	71.39%	71.53%	71.48%	70.90%
投资损失	-1,139	-1,139	-1,139	-1,139	流动比率	0.51	0.50	0.49	0.52
营运资金变动	-141	-231	124	-462	速动比率	0.42	0.42	0.41	0.44
其他经营现金流	409	-25	8	-3	营运能力				
投资活动现金流	-3,836	-9,133	-8,344	-7,576	总资产周转率	0.37	0.38	0.37	0.36
资本支出	4,852	8,636	7,920	7,128	应收账款周转率	7	7	7	7
长期投资	384	1,000	1,000	1,000	应付账款周转率	4.53	4.52	4.52	4.51
其他投资现金流	1,399	503	576	552	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-3,445	797	-1,491	-2,806	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.56	0.60	0.68
短期借款	-516	2,584	-89	-416	每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.29	1.48	1.56
长期借款	-898	432	-246	-929	每股净资产(最新摊薄)	4.23	4.67	5.27	5.95
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-624	0	0	0	P/E	17.48	8.02	7.52	6.61
其他筹资现金流	-1,406	-2,219	-1,156	-1,460	P/B	1.06	0.96	0.85	0.76
现金净增加额	-1,158	312	67	84	EV/EBITDA	8.47	5.94	5.48	4.96

资料来源：天软、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。