

煤价有望保持低位运行，火电利润持续边际改善

核心观点

京能电力系北京能源集团有限责任公司旗下唯一的煤电业务投融资平台。2025 年初以来，动力煤市场价格持续下行。在目前煤炭供需趋向宽松的背景下，我们预计动力煤市场价格有望维持低位运行，火电燃料成本有望边际改善。公司煤电业务占据主导地位，伴随动力煤价格的下行，公司燃料成本有望持续改善，煤电利润贡献有望进一步增长。同时，公司依托煤电业务积极推进新能源转型发展，新能源装机规模及利润贡献有望持续增长。投资收益方面，煤炭参股公司与火电参股公司的业绩互补使得公司投资收益维持相对稳定。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 35.32 亿元、35.94 亿元、36.42 亿元，对应 EPS 为 0.50、0.50 和 0.51 元/股。

摘要

北京市属电力国企，深耕发电供热业务

京能电力系北京能源集团有限责任公司旗下唯一的煤电业务投融资平台，控股股东北京能源集团有限责任公司持有公司 66.73% 股权。在分红派息方面，除个别亏损年份（2021 年）外，公司均维持分红派息，10 年间累计现金分红额达 69.31 亿元，占归母净利润的 58.3%（剔除 2021 年数据）。2024 年，公司现金分红总额 8.03 亿元，占当期归母净利润的 46.64%，占归属于普通股股东净利润的 53.30%（剔除归母净利润中永续债利息部分）。同时，公司持续发布股东回报规划，最新三年规划（2023 年—2025 年）提出现金分红不低于当年实现可供分配利润的 70%。该口径为母公司报表净利润-永续债利息-盈余公积，2024 年公司可供分配利润约为 9.26 亿元，现金分红占比约为 86.72%。伴随公司控参股煤电业务盈利的边际改善，公司可供分配利润有望持续增长，预计公司分红率（现金分红/归母净利润）可维持 50% 水平。

煤价下行公司利润改善，利率宽松财务费用压降

煤电作为公司传统主业，其经营成本受动力煤市场价格波动的影响较大，因此，公司经营业绩受煤价变化影响存在周期性波动。2022-2024 年，伴随动力煤价格波动下行以及火电上网电价维持高位，公司归母净利润整体趋于改善，归母净利润逐步回升至 17.23 亿元。2025 年一季度，公司实现营业收入 98.85 亿元，同比增长 4.59%；实现归母净利润 10.63 亿元，同比增长 129.84%。25Q1 公司归母净利润同比倍增主要系动力煤价格下行带动公司煤电成本减少以及新能源业务利润增加的贡献。期间费用率方面，公司财务费用率呈下降趋势，管理费用率呈波动趋势。得益于公司资产负债率的下行和综合融资成本降低，公司财务费用率持续改善；受资产整合及装机投产的影

京能电力 (600578. SH)

首次评级

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440519060004

发布日期：2025 年 06 月 27 日

当前股价：4.66 元

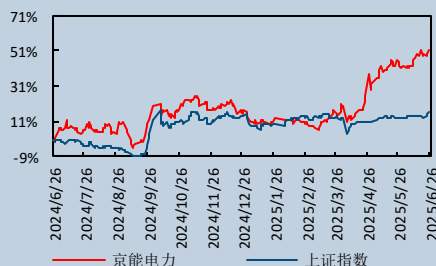
目标价格 6 个月：6 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.88/3.89	29.09/26.76	47.00/30.11
12 月最高/最低价 (元)		4.67/2.96
总股本 (万股)		669,462.10
流通 A 股 (万股)		669,462.10
总市值 (亿元)		311.97
流通市值 (亿元)		311.97
近 3 月日均成交量 (万)		5618.03
主要股东		
北京能源集团有限责任公司		66.73%

股价表现



响，公司管理费用率有所上升。2024 年，公司管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 3.30%、0.35%和 3.73%，同比变化+0.17、+0.06 和-0.32 个百分点。截至 2024 年末，公司带息债务规模约为 458.58 亿元，在利率环境整体偏宽松的背景下，假设公司综合债务成本下降 10BP，则利息支出可下降约 0.46 亿元。

煤炭市场供需宽松运行，动力煤价格有望维持低位

年初以来，受动力煤市场宽松运行、水电出力偏丰、火电发电量下降等因素的综合影响，煤价维持下行趋势。截至 5 月 24 日秦皇岛港 5500 大卡动力煤现货价格下降至 620 元/吨，环比上周下降 1.59%，较 2024 年同期下降 29.55%。进口煤炭方面，广州港 5500 大卡印尼煤 5 月 21 日价格下降至 688 元/吨，环比上周下降 3.13%，同比减少 30.05%。动力煤消费方面，受火电出力下降的影响，电厂用煤需求减少，动力煤消费有所下降。2025 年一季度，我国动力煤消费量为 10.40 亿吨，较去年同期下降 0.29%。整体来看，在新能源出力的挤压下，电煤需求相对乏力，尽管非电产业动力煤需求有所增长，但整体动力煤消费增速预计难达产量增速水平，煤炭市场供需有望维持宽松。

控股机组煤电主导，参股公司业绩互补

截至 2024 年末，公司控股装机容量达 2344.49 万千瓦，较 2023 年底增长 323.94 万千瓦，其中煤电装机达 2139 万千瓦，同比新增 167 万千瓦，占全部装机比例的 91.24%，在公司装机结构中占据主导地位；新能源装机容量达 205.49 万千瓦；同比新增 163 万千瓦，装机规模维持较快增速。截至 2024 年末，公司在建装机 171.67 万千瓦，均为新能源项目，且以风电项目为主。伴随在手项目的投产，公司新能源装机规模有望进一步增长。除控股机组外，参股公司所贡献的投资收益也是公司利润的重要来源。截至 2024 年末，公司参股发电公司 13 家（火电为主），参股煤矿 1 家（内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业），参股金融企业 1 家（京能集团财务公司）。得益于参股企业之间经营业绩的互补，近年来公司投资收益维持较稳定水平。2022-2024 年，公司投资净收益为 11.61、11.16 和 11.39 亿元。根据公司 2024 年报所披露数据，火电企业贡献投资收益约占 36%，煤炭企业贡献收益约占 54%。在目前煤价下行的背景下，煤炭企业的投资收益贡献或将减少，但火电企业的利润边际改善有望保障公司投资收益规模。

动力煤价格有望低位运行，煤电利润有望边际改善，给予公司“买入”评级。

公司煤电业务占据主导地位，在目前动力煤市场价格维持下行趋势的背景下，公司燃料成本有望持续改善，煤电利润贡献有望进一步增长。同时，公司依托煤电业务进行新能源发展转型，新能源装机规模及利润贡献有望持续增长。投资收益方面，煤炭业务与火电业务的互补使得公司投资收益维持相对稳定。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 35.32 亿元、35.94 亿元、36.42 亿元，对应 EPS 为 0.50、0.50 和 0.51 元/股，在 50%分红率假设下，对应股息为 0.25、0.25 和 0.26 元/股，对应股息率为 5.57%、5.67%和 5.75%。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

煤价大幅上涨的风险；利用小时下降的风险；新能源装机不及预期的风险。

目录

北京市属电力煤电国企，煤价下行促进利润回升	1
北京市属电力国企，深耕发电供热业务	1
煤价下行助力利润改善， 利率宽松财务费用压降	3
动力煤价格维持下行，火电利润有望边际改善	6
煤炭市场供需宽松运行，动力煤价格有望维持低位	6
用电量增速同比放缓，火电出力同比下行	9
控股机组煤电主导，参股公司业绩互补	11
风险分析	17

图目录

图 1:京能电力发展沿革	1
图 2:公司股份结构图	2
图 3: 公司近年来现金分红情况（亿元）	2
图 4:公司营业收入及同比变化情况（亿元）	3
图 5:公司归母净利润及同比（亿元）	3
图 6: 公司各业务毛利润贡献（亿元）	4
图 7: 公司电力业务毛利润拆分（亿元）	4
图 8: 公司资产负债率变化情况（%）	4
图 9:公司期间费用率情况（%）	4
图 10: 公司现金流情况（单位：亿元）	5
图 11:公司净现比情况	5
图 12:秦皇岛动力煤现货 5500 大卡（单位：元/吨）	6
图 13:印尼进口煤 5500 大卡（单位：元/吨）	6
图 14: 秦皇岛港煤炭库存变动情况（单位：万吨）	7
图 15: 广州港煤炭库存变动情况（单位：万吨）	7
图 16: 沿海省份煤炭日耗变动情况（单位：万吨）	7
图 17: 内陆省份煤炭日耗变动情况（单位：万吨）	7
图 18: 原煤累计产量及增速（单位：亿吨）	8
图 19: 我国煤炭累计进口量及同比（单位：万吨，%）	8
图 20: 动力煤当月消费量（单位：万吨）	8
图 21: 全社会用电量及增速（单位：亿千瓦时，%）	9
图 22: 全国发电量及同比增速（单位：亿千瓦时，%）	9
图 23: 火电当月发电量增速（单位：%）	10
图 24: 水电当月发电量增速（单位：%）	10
图 25: 风电当月发电量增速（单位：%）	10
图 26: 核电当月发电量增速（单位：%）	10
图 27: 京能电力全国电源装机分布情况（单位：万千瓦）	11
图 28: 公司发电量情况（单位：亿千瓦时）	12

图 29：公司分电源类型上网电价及利用小时情况测算（左：元/千瓦时，右：小时）	12
图 30：煤价及利用小时波动的敏感性测算	13
图 31：煤价及利用小时波动的敏感性测算	14

表目录

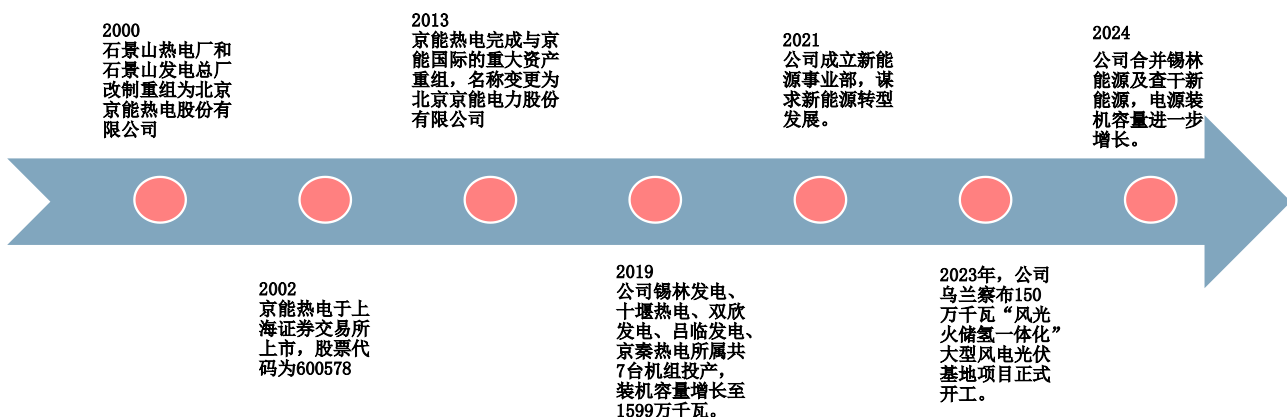
表 1：公司主要参股企业 2024 年经营情况	13
表 2：公司营收及成本构成预测表（单位：亿元）	15
表 3：京能电力盈利预测（单位：百万元，元/股）	16
表 4：京能电力资产负债表预测（单位：百万元）	16
表 5：京能电力现金流量表预测（单位：百万元）	17

北京市属电力煤电国企，煤价下行促进利润回升

北京市属电力国企，深耕发电供热业务

2000 年，北京国际电力开发投资公司和中国华北电力集团公司对北京市石景山热电厂和北京石景山发电总厂改制重组，建立北京京能热电股份有限公司，主营发电及供热业务，电源装机规模为 80 万千瓦。2002 年，京能热电于上海证券交易所上市，股票代码为 600578。2013 年，京能热电完成与京能国际的重大资产重组，控制运营装机容量增长至 583 万千瓦；同年，公司名称变更为北京京能电力股份有限公司，股票简称变更为“京能电力”。2019 年，公司锡林发电、十堰热电、双欣发电、吕临发电、京秦热电所属共 7 台机组投产，装机容量增长至 1599 万千瓦。2021 年，公司成立新能源事业部，谋求转型发展。2023 年，公司乌兰察布 150 万千瓦“风光火储氢一体化”大型风电光伏基地项目正式开工。2024 年，公司合并锡林能源及查干新能源，电源装机容量进一步增长。

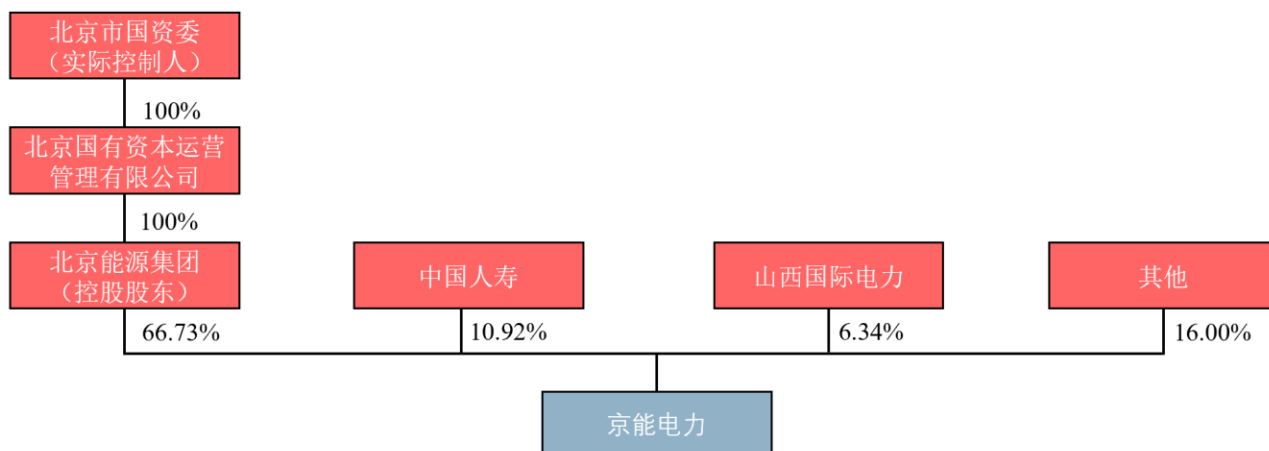
图 1:京能电力发展沿革



数据来源:公司公告,中信建投

京能电力系北京能源集团有限责任公司旗下唯一的煤电业务投融资平台，控股股东北京能源集团有限责任公司持有公司 66.73% 股权，是北京市国资委管理的国有独资企业。截至 2024 年底，京能集团电力装机规模达 5490 万千瓦，其中可再生能源装机规模达 2738 万千瓦、占比 49.88%，电力装机规模和可再生能源装机规模均位列地方能源企业前列。2024 年，为进一步优化资源配置，避免同业竞争，京能电力收购控股股东持有的锡林能源 51% 股权及查干新能源 100% 股权，新增煤电装机 132 万千瓦，新能源装机 40 万千瓦（新能源发电项目仍处于在建状态）。

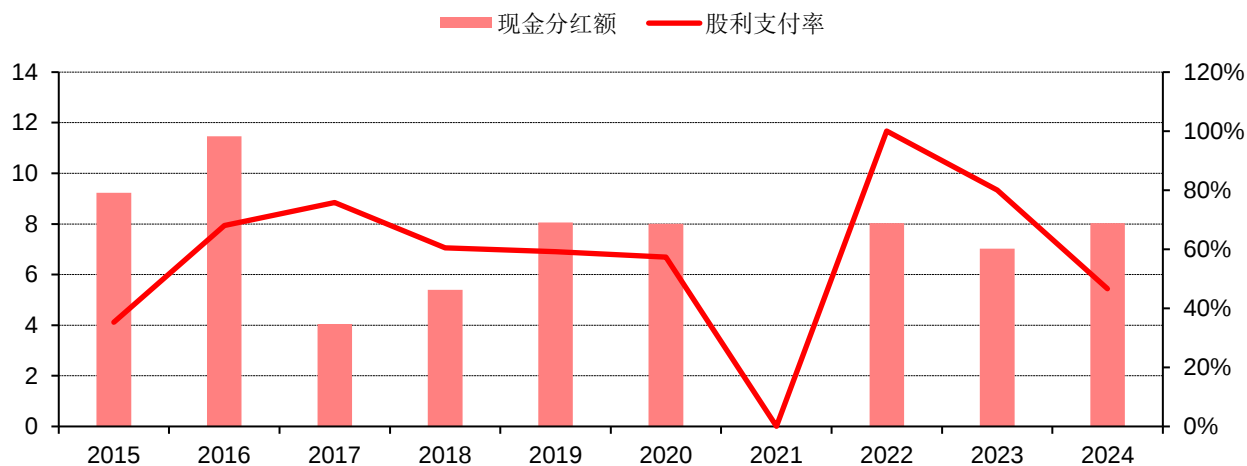
图 2:公司股份结构图



数据来源:公司公告, 中信建投

在分红派息方面, 除个别亏损年份(2021年)外, 公司均维持分红派息, 10年间累计现金分红额达 69.31 亿元, 占归母净利润的 58.3% (剔除 2021 年数据)。2024 年, 公司现金分红总额 8.03 亿元, 占当期归母净利润的 46.64%, 占归属于普通股股东净利润的 53.30% (剔除归母净利润中永续债利息部分)。同时, 公司持续发布股东回报规划, 最新三年规划(2023 年—2025 年)提出现金分红不低于当年实现可供分配利润的 70%。该口径为母公司报表净利润-永续债利息-盈余公积, 2024 年公司可供分配利润约为 9.26 亿元, 现金分红占比约为 86.72%。伴随公司控参股煤电业务盈利的边际改善, 公司可供分配利润有望持续增长, 预计公司分红率(现金分红/归母净利润)可维持 50% 水平。

图 3: 公司近年来现金分红情况(亿元)

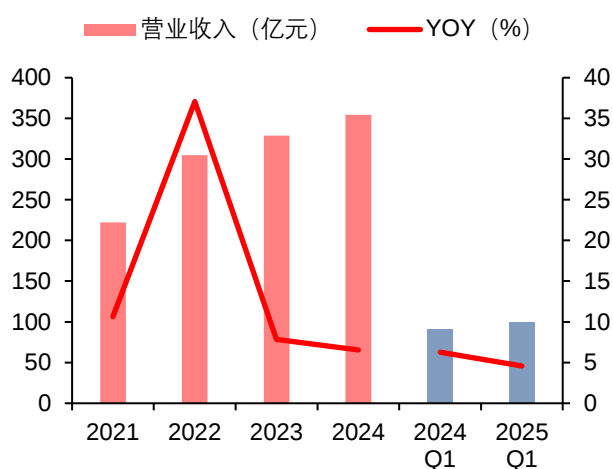


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

煤价下行助力利润改善，利率宽松财务费用压降

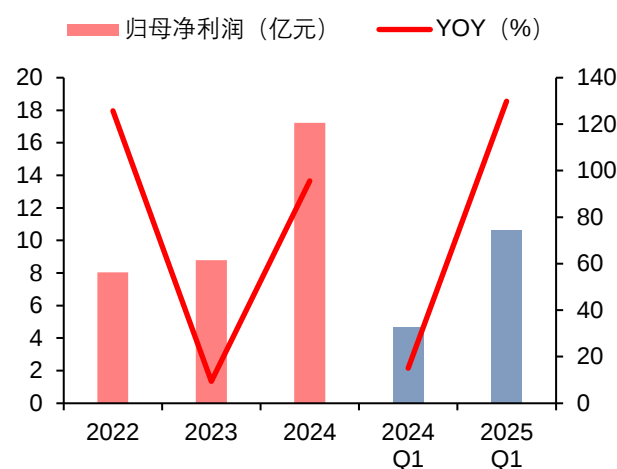
煤电作为公司传统主业，其经营成本受动力煤市场价格波动的影响较大，因此，公司经营业绩受煤价变化影响存在周期性波动。2021 年，受动力煤价格高企、长协煤覆盖不足等因素的综合影响，公司经营业绩下滑，归母净亏损 31.11 亿元。2022-2024 年，伴随动力煤价格波动下行以及火电上网电价维持高位，公司归母净利润整体趋于改善，归母净利润逐步回升至 17.23 亿元。2025 年一季度，公司实现营业收入 98.85 亿元，同比增长 4.59%；实现归母净利润 10.63 亿元，同比增长 129.84%。25Q1 公司归母净利润同比倍增主要系动力煤价格下行带动公司煤电成本减少以及新能源业务利润增长的贡献。

图 4:公司营业收入及同比变化情况（亿元）



数据来源:wind, 中信建投

图 5:公司归母净利润及同比（亿元）

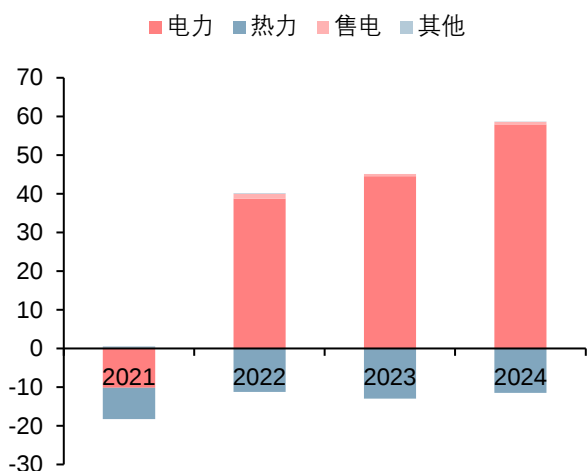


数据来源:wind, 中信建投

公司主营业务包括电力、热力、售电和其他业务，其中电力业务占据主导地位，2024 年贡献营业收入 325.15 亿元，在总营业收入中占比达 91.8%；热力、售电和其他业务分别实现营业收入 25.75、0.94 和 2.44 亿元，占比 7.3%、0.3%和 0.7%。利润贡献方面，电力业务系公司主要毛利来源，24 年实现毛利率 17.8%，贡献毛利润 57.94 亿元；热力业务基本维持亏损状态；售电及其他业务利润贡献占比相对较小。

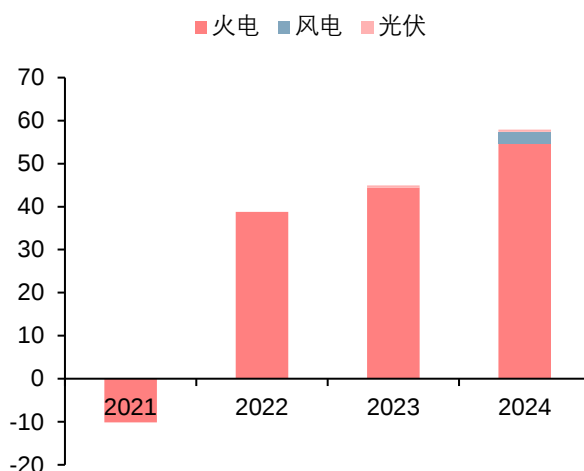
2024 年，公司火电、风电和光伏分别实现营业收入 320.97、3.03 和 1.16 亿元，分别占比 98.7%、0.9%和 0.4%；实现毛利润 54.76、2.65 和 0.54 亿元，分别占比 94.5%、4.6%和 0.9%。短期来看，火电业务作为公司的主要利润来源受惠于煤价下行，将贡献较大的利润弹性；中长期来看，伴随新型电力系统转型的推进和公司新能源装机容量的增长，公司新能源利润贡献有望增长，火电盈利稳定性有望增强。

图 6: 公司各业务毛利润贡献 (亿元)



数据来源:wind, 中信建投

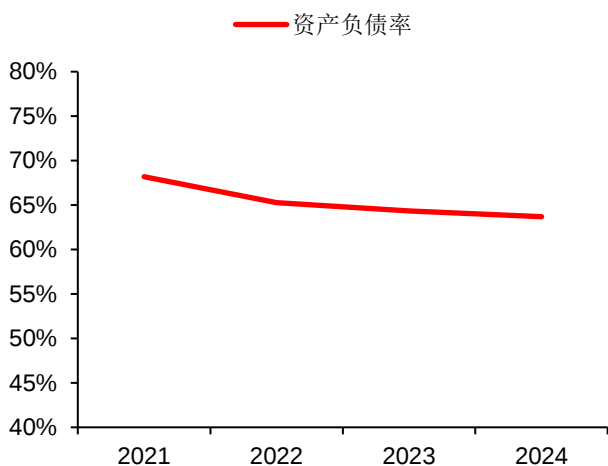
图 7: 公司电力业务毛利润拆分 (亿元)



数据来源:wind, 中信建投

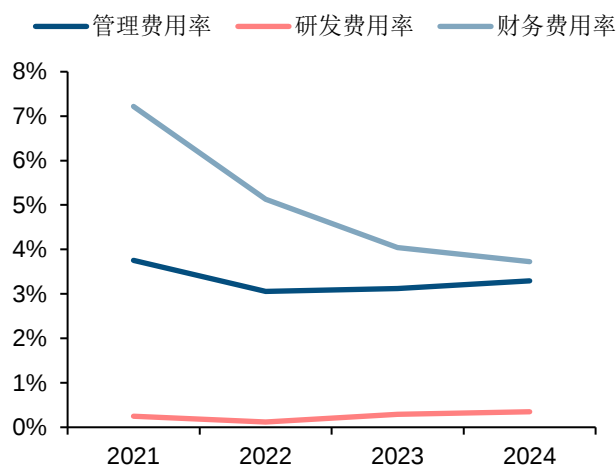
资产负债率方面, 得益于公司带息负债的有序偿还和资产规模的增长, 公司资产负债率水平整体下行。截至 2024 年末, 公司资产负债率下降至 63.70%, 较去年同期下降 0.62 个百分点 (考虑合并锡林能源调整后)。期间费用率方面, 公司财务费用率呈下降趋势, 管理费用率呈波动趋势。得益于公司资产负债率的下行和综合融资成本降低, 公司财务费用率持续改善; 受资产整合及装机投产的影响, 公司管理费用率有所上升。2024 年, 公司管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 3.30%、0.35%和 3.73%, 同比变化+0.17、+0.06 和-0.32 个百分点。截至 2024 年末, 公司带息债务规模约为 458.58 亿元, 在国内利率环境整体偏宽松的背景下, 公司综合融资成本有望进一步下降。假设公司综合债务成本下降 10BP, 在现有债务规模基础上, 年利息支出可下降约 0.46 亿元。

图 8: 公司资产负债率变化情况 (%)



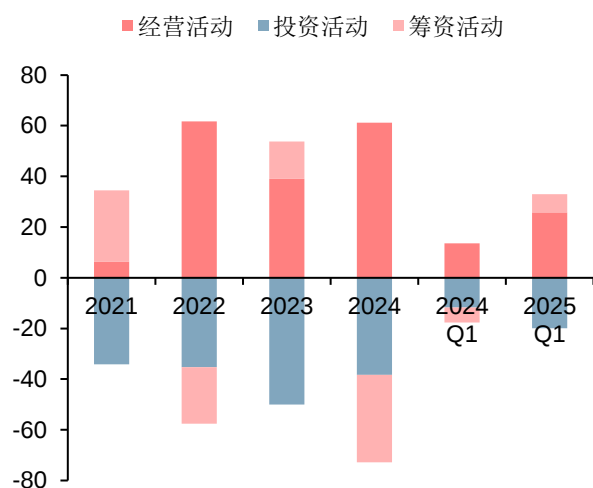
数据来源:wind, 中信建投

图 9: 公司期间费用率情况 (%)

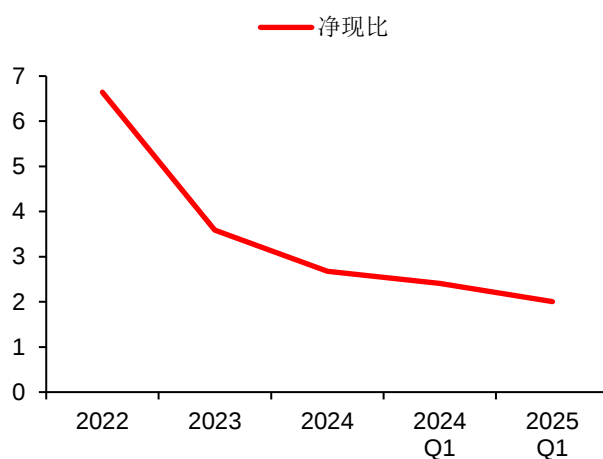


数据来源:wind, 中信建投

现金流方面，得益于燃料成本的改善及在手项目的陆续投建，公司经营活动现金流入与投资活动现金流出同比增长，2025 年一季度，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 25.81、-19.88 和 7.15 亿元，同比变化+ 89.50%、+ 69.48%和-219.57%。净现比方面，火电为主的电源结构使得公司应收账款占比较少，净现比维持较高水平，盈利质量较优秀。2025Q1，公司净现比为 2.01 倍，较去年同期略有下降。

图 10: 公司现金流情况（单位：亿元）


数据来源:wind, 中信建投

图 11: 公司净现比情况


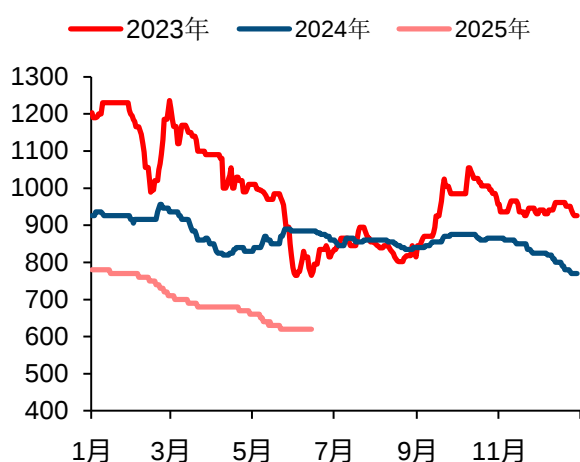
数据来源:wind, 中信建投

动力煤价格维持下行，火电利润有望边际改善

煤炭市场供需宽松运行，动力煤价格有望维持低位

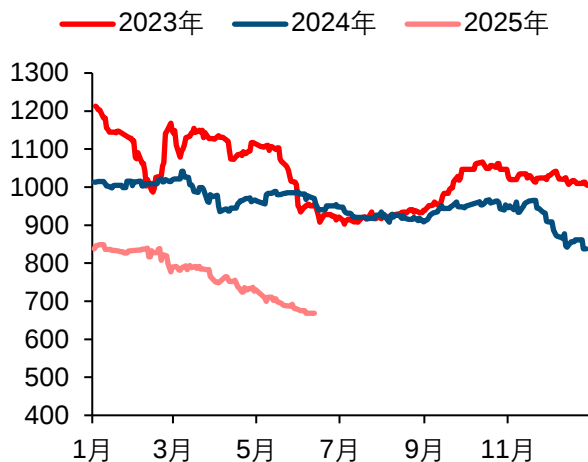
年初以来，受动力煤市场宽松运行、火电发电量下降、水电出力偏丰等因素的综合影响，煤价维持下行趋势。截至 6 月 13 日秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价格为 620 元/吨，环比持平，同比下降 29.94%。进口煤炭方面，广州港 5500 大卡印尼煤 6 月 11 日价格为 668 元/吨，环比下降 1.02%，同比下降 31.12%。

图 12:秦皇岛动力煤现货 5500 大卡（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，中信建投

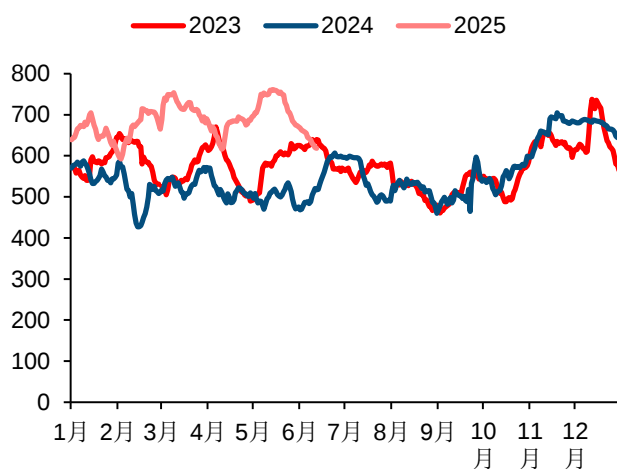
图 13:印尼进口煤 5500 大卡（单位：元/吨）



资料来源：wind，中信建投

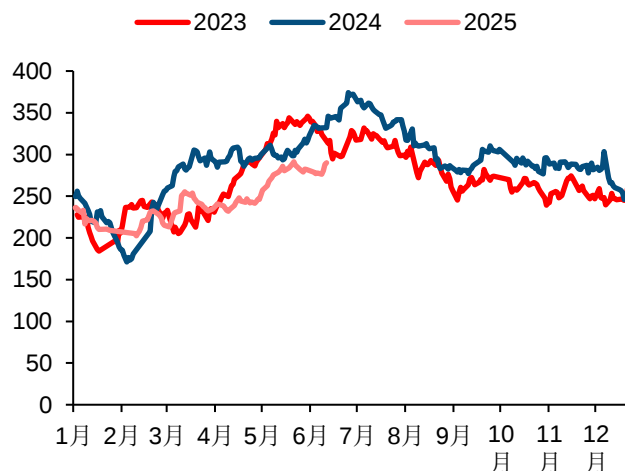
港口库存方面，受上游产量增长和下游需求乏力的综合影响，港口煤炭库存处于高位水平。根据 Wind 统计，煤炭库存方面，截至 6 月 13 日，秦港库存 618 万吨，环比减少 37 万吨，降幅 5.65%，同比增加 100 万吨，增幅 19.54%。而广州港 6 月 12 日库存为 290 万吨，环比增加 13 万吨，增幅 4.69%，同比减少 41.7 万吨，降幅 12.57%。电厂日耗方面，煤炭日耗方面，截至 6 月 12 日，沿海 8 省份日耗 171.50 万吨，环比减少 0.30 万吨，幅度为 0.17%；同比减少 20.1 万吨，幅度为 10.49%。而内陆省份日耗为 304.10 万吨，环比减少 9.50 万吨，幅度为 3.03%；同比减少 24.3 万吨，幅度为 7.40%。伴随迎峰度夏的到来，电厂燃煤日耗将有所增加，补库需求有望增长，但综合考虑清洁能源发电量增长对火电出力的压制、下游用电增速的放缓，我们预计煤价大幅回升上涨可能较小。

图 14: 秦皇岛港煤炭库存变动情况 (单位: 万吨)



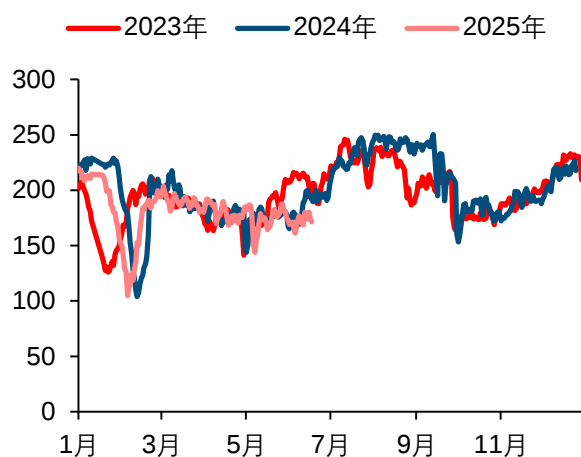
资料来源: 百川盈孚, 中信建投

图 15: 广州港煤炭库存变动情况 (单位: 万吨)



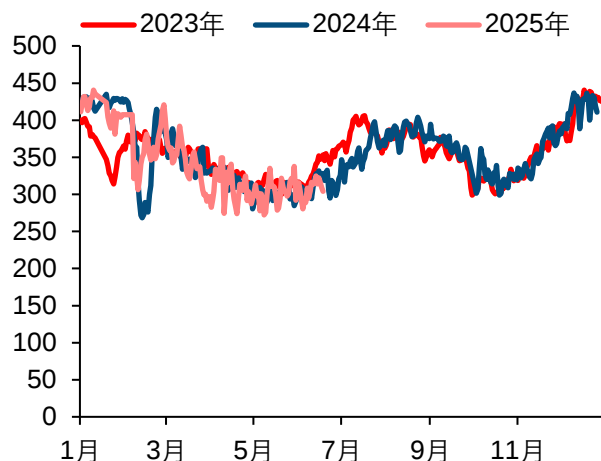
资料来源: wind, 中信建投

图 16: 沿海省份煤炭日耗变动情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚, 中信建投

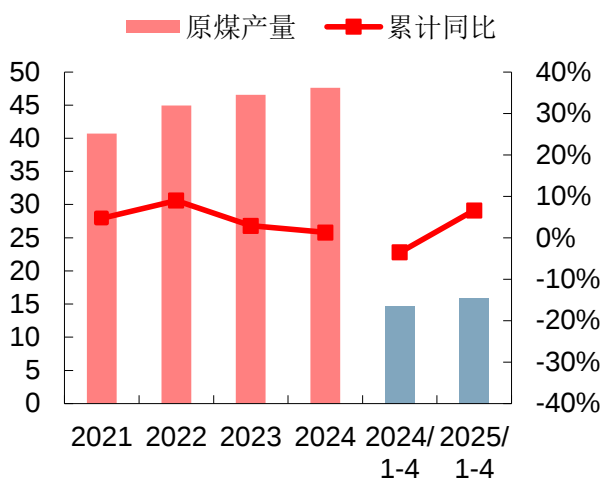
图 17: 内陆省份煤炭日耗变动情况 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 中信建投

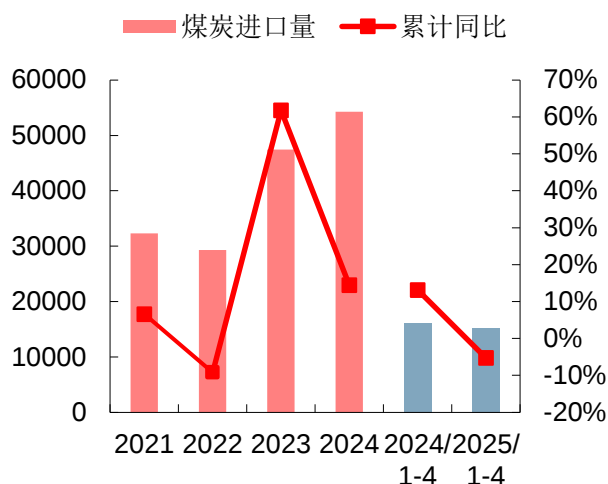
2025 年, 国内煤炭主产区产能持续释放, 进口煤规模维持较高水平, 煤炭供应规模同比增长。原煤生产方面, 4 月份, 我国规上工业原煤产量 3.9 亿吨, 同比增长 3.8%, 增速比 3 月份回落 5.8 个百分点; 日均产量 1298 万吨。1-4 月份, 规上工业原煤产量 15.8 亿吨, 同比增长 6.6%。煤炭进口方面, 受国内煤价下行的影响, 进口煤价格优势减弱, 进口规模有所下降。4 月份我国煤炭进口规模为 3783 万吨, 同比下降 16.40%; 2025 年 1-4 月, 我国共进口煤炭 15267 万吨, 同比下降 5.30 %。

图 18: 原煤累计产量及增速 (单位: 亿吨)



数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

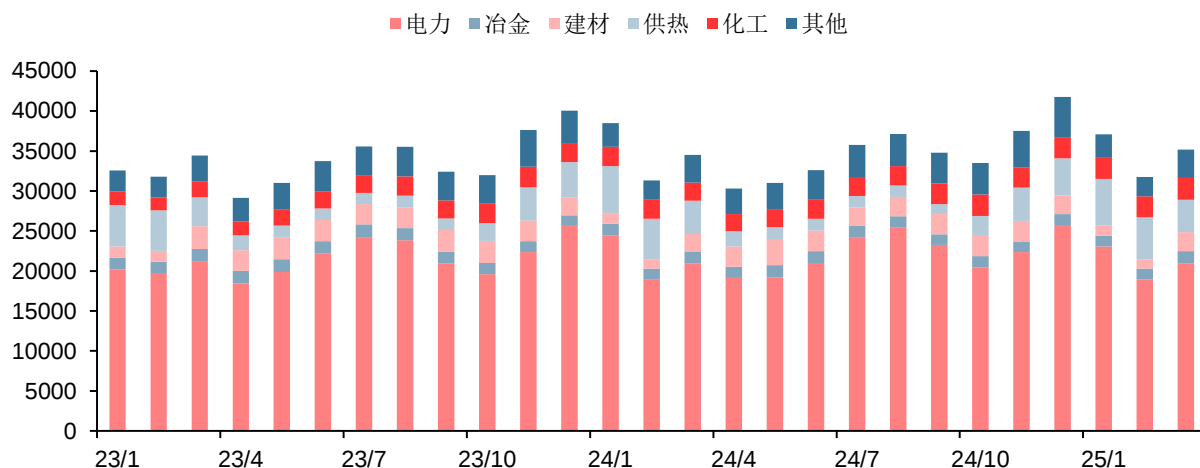
图 19: 我国煤炭累计进口量及同比 (单位: 万吨, %)



数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

动力煤消费方面, 受火电出力下降的影响, 电厂用煤需求减少, 动力煤消费数量下降。2025 年第一季度, 我国动力煤消费量为 10.40 亿吨, 较去年同期下降 0.29%; 分行业来看, 电力、冶金、建材、供热、化工和其他行业 25Q1 动力煤消费量分别为 6.30、0.43、0.47、1.51、0.81 和 0.88 亿吨, 较去年同期变化-2.24%、+1.84%、+3.14%、-0.90%、+15.07%和-0.07%。整体来看, 在新能源出力的挤压下, 电煤需求相对乏力, 尽管非电产业动力煤需求有所增长, 但整体动力煤消费增速预计难达产量增速, 煤炭供需仍将有维持宽松。

图 20: 动力煤当月消费量 (单位: 万吨)

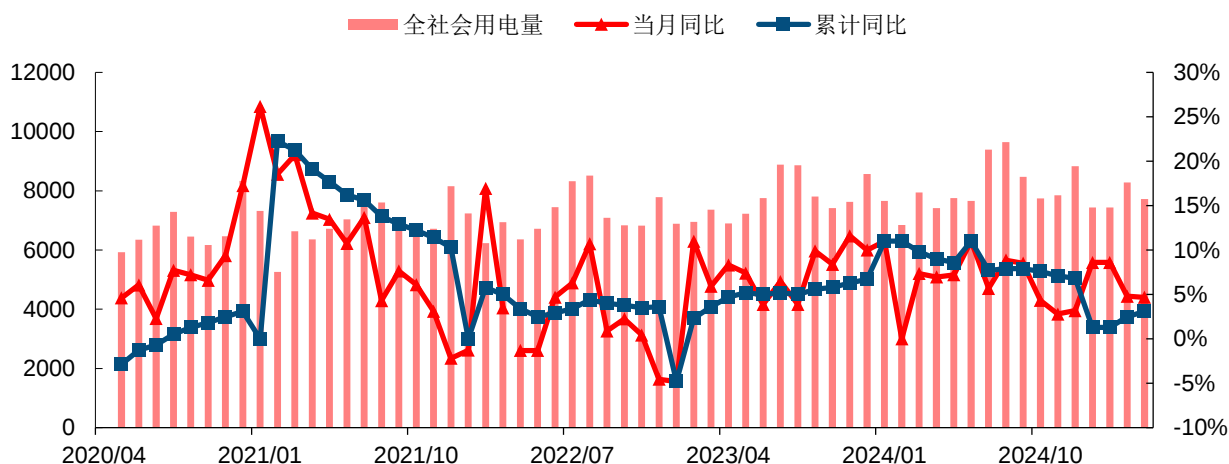


资料来源: Wind, 中信建投

用电量增速同比放缓，火电出力同比下行

用电量方面，受国内外经济环境波动、冬季气候偏暖等因素的综合影响，用电量增速有所放缓。2025 年 1~4 月，全社会用电量累计 31566 亿千瓦时，同比增长 3.1%，较去年同期放缓 5.9 个百分点；2025 年 4 月份，全社会用电量 7721 亿千瓦时，同比增长 4.70%，较去年同期放缓 2.28 个百分点。分产业来看，2025 年 4 月第一产业用电量 110 亿千瓦时，同比增长 13.8%；第二产业用电量 5285 亿千瓦时，同比增长 3.0%；第三产业用电量 1390 亿千瓦时，同比增长 9.0%；城乡居民生活用电量 936 亿千瓦时，同比增长 7.0%。

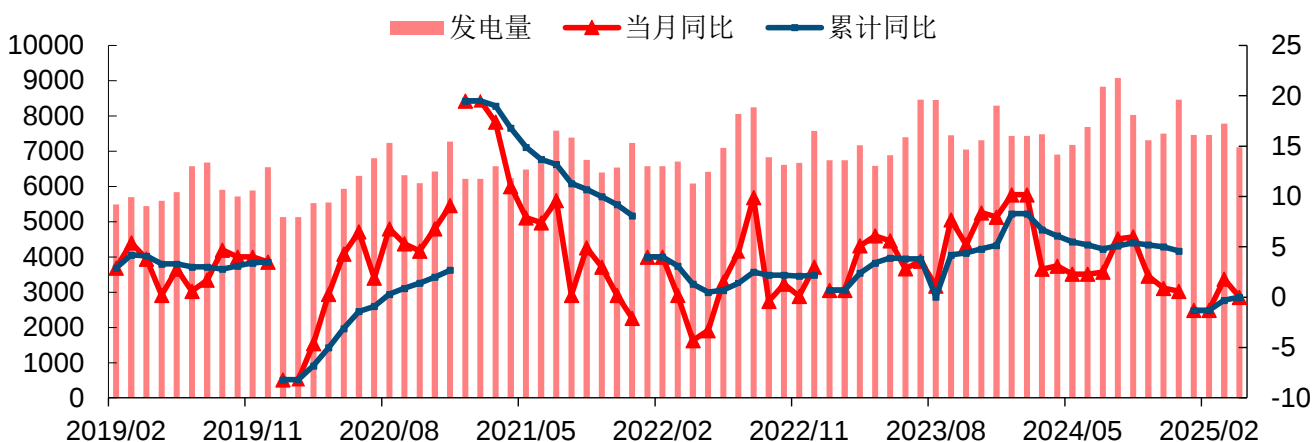
图 21: 全社会用电量及增速（单位：亿千瓦时，%）



资料来源：中国电力企业联合会，中信建投

发电量方面，规上发电量增速同比放缓，火电出力同比下降。2025 年 4 月份，规上工业发电量 7111 亿千瓦时，同比增长 0.9%，增速比 3 月份放缓 0.9 个百分点；日均发电 237.0 亿千瓦时。1-4 月份，规上工业发电量 29840 亿千瓦时，同比增长 0.1%，扣除天数原因，日均发电量同比增长 0.9%。

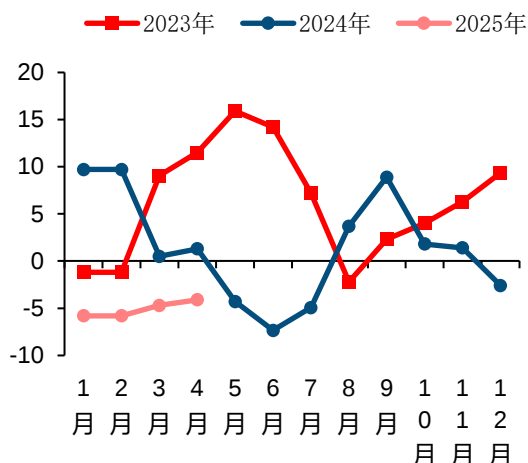
图 22: 全国发电量及同比增速（单位：亿千瓦时，%）



资料来源：中国电力企业联合会，中信建投

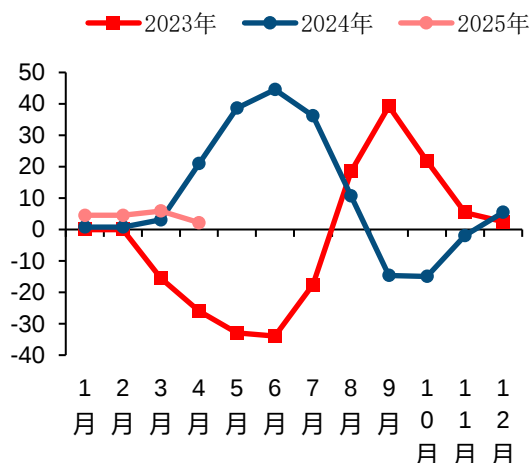
分电源类型来看，2025 年 4 月，火电发电量为 4491.5 亿千瓦时同比下降 2.30%，较去年增速下降 3.6 个百分点；水电发电量为 786.2 亿千瓦时同比下降 6.50%，较去年增速下降 27.5 个百分点；风电发电量为 974.5 亿千瓦时同比增长 12.70%，增速同比提升 21.1 个百分点；核电发电量为 411.1 亿千瓦时同比增长 12.40%，增速同比提升 6.5 个百分点。整体来看，在用电量需求整体放缓、新能源出力维持高增的情况下，我们认为火电出力大涨导致煤价上行的可能较小。

图 23: 火电当月发电量增速（单位：%）



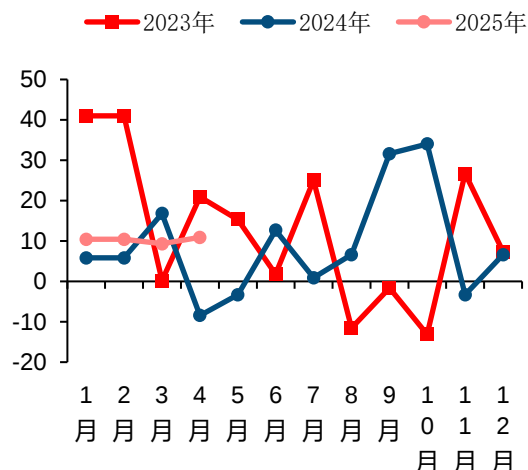
数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

图 24: 水电当月发电量增速（单位：%）



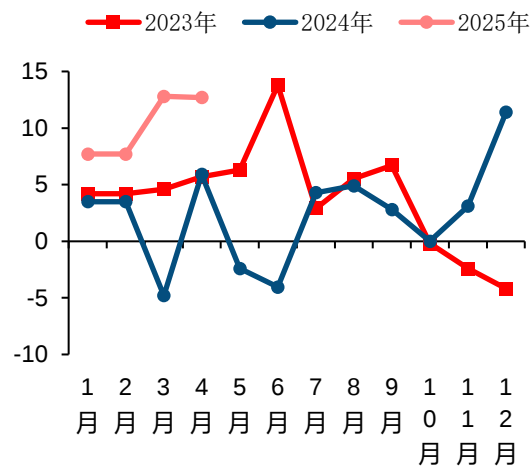
数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

图 25: 风电当月发电量增速（单位：%）



数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

图 26: 核电当月发电量增速（单位：%）



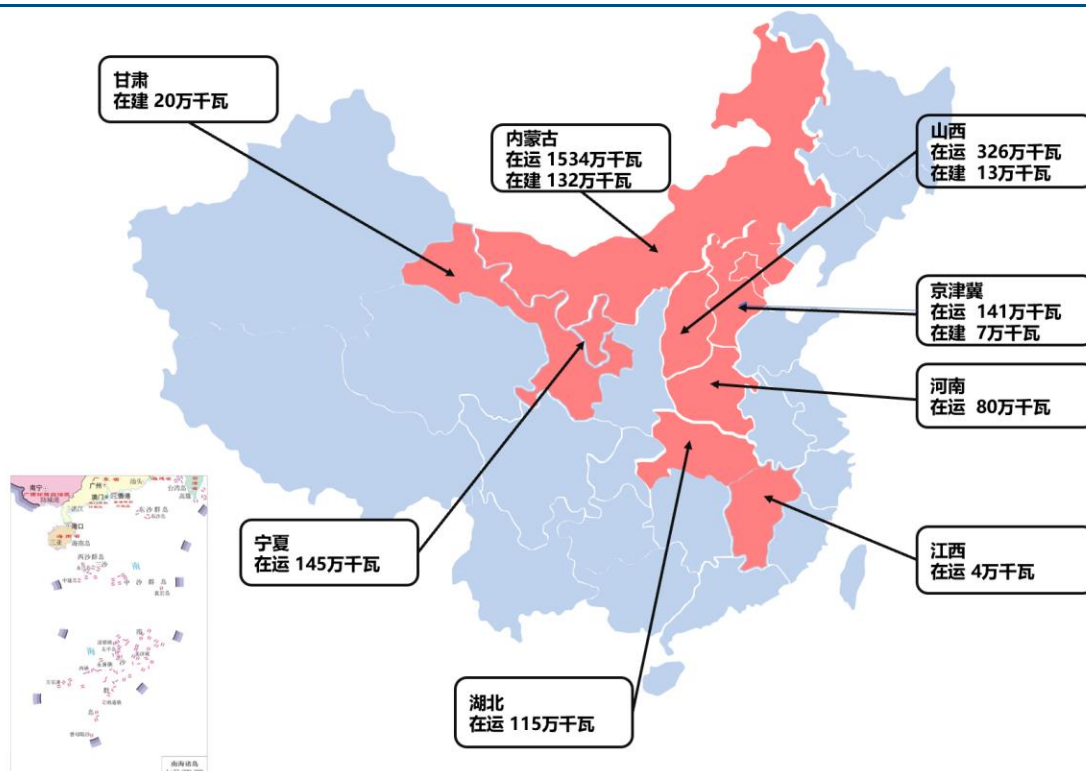
数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

控股机组煤电主导，参股公司业绩互补

煤电占据主导地位，新能源装机稳步增长。截至 2024 年末，公司控股装机容量达 2344.49 万千瓦，较 2023 年底增长 323.94 万千瓦，其中煤电装机达 2139 万千瓦，同比新增 167 万千瓦，占全部装机比例的 91.24%，在公司装机结构中占据主导地位；新能源装机容量达 205.49 万千瓦；同比新增 163 万千瓦，装机规模维持较快增速。截至 2024 年末，公司在建装机 171.67 万千瓦，均为新能源项目，且以风电项目为主。伴随在手项目的投产，公司新能源装机规模有望进一步增长。

区域分布方面，公司机组分布呈现北方多于南方，内陆多于沿海的态势。截至 2024 年末，公司在运机组主要分布于内蒙古、山西、河北、宁夏、河南、湖北等区域，其中内蒙古地区在运装机规模达 1533.84 万千瓦，占公司装机容量 65.4%；在建装机容量达 131.8 万千瓦，占比 76.8%。整体来看，公司统筹煤电和新能源发展，积极融入新型电力系统建设进程，以煤电为主导加速发展新能源，风光装机容量稳步提升。

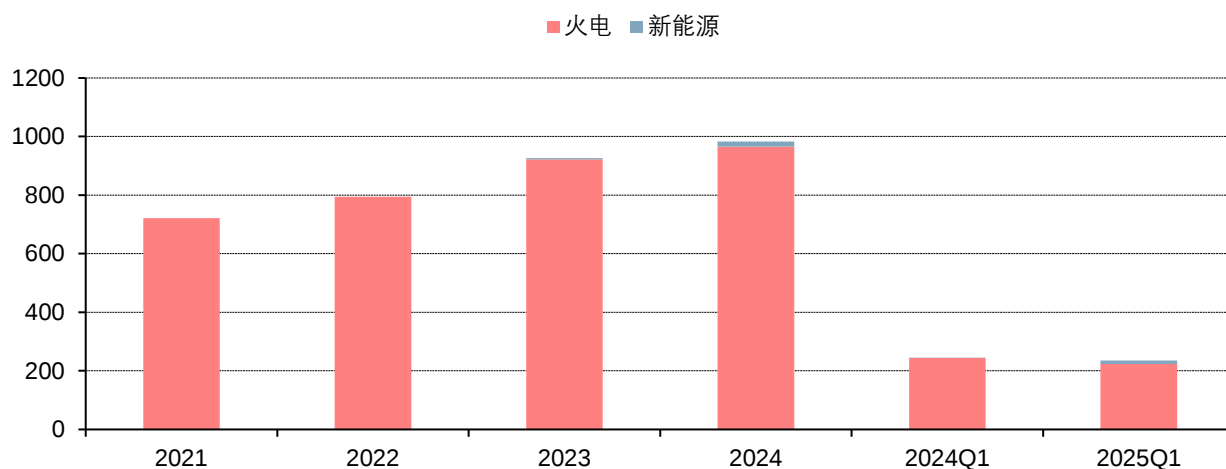
图 27: 京能电力全国电源装机分布情况（单位：万千瓦）



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

电量方面，伴随公司电源装机容量的增长，公司发电量规模整体呈增长趋势。2024 年，公司总发电量达 982.19 亿千瓦时，较去年同期增长 6.10%；火电发电量达 964.87 亿千瓦时，同比增长 4.69%；新能源发电量达 17.32 亿千瓦时，同比增长 326.60%。随着公司在建新能源装机的陆续投产，我们预计公司 2025 新能源发电量仍将维持较高增速。2025 年一季度，公司完成发电量 235.28 亿千瓦时，同比下降 4.03%；其中火电发电量 222.89 亿千瓦时，同比下降 8.46%；新能源发电量 12.39 亿千瓦时，同比增长 648.08%。我们认为公司 25Q1 火电发电量同比下降主要受可再生能源挤压、冬季供暖季和气候变化综合影响，伴随生产生活用电的逐步回升，公司火电发电量年内降幅有望收窄。

图 28: 公司发电量情况（单位：亿千瓦时）

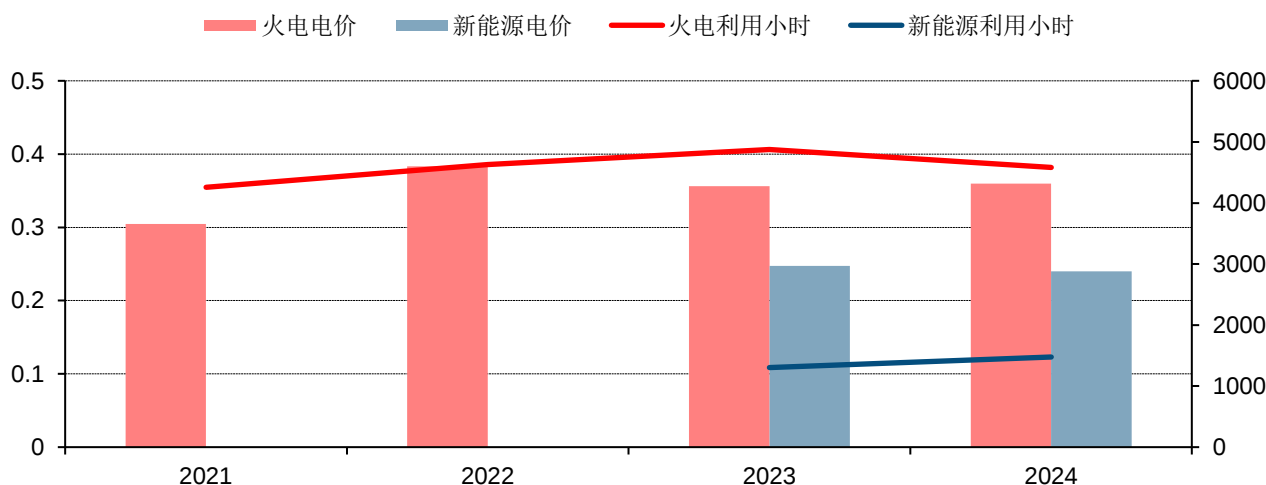


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

电价方面，伴随公司电源装机容量的增长，公司发电量规模整体呈增长趋势。根据公司售电量及收入测算，公司 2024 年平均上网电价约为 0.3574 元/千瓦时（不含税），较去年同期增加 0.0018 元/千瓦时。分电源类型来看，公司火电、光伏和风电测算电价分别为 0.3596、0.1693 和 0.2809 元/千瓦时。其中，火电电价同比微增 0.004 元/千瓦时，光伏电价同比下降 0.078 元/千瓦时。我们认为公司 2024 年新能源电价偏低主要系平价项目较多且项目区域分布的影响，同时，目前公司新能源电价已下行至较低水平，进一步下降空间有限。火电方面，得益于公司所属区域电力供需结构相对稳定，我们预计公司 2025 火电上网电价有望维持较高水平。

利用小时方面，受煤价波动及电力供需情况影响，公司火电利用小时有所波动。2024 年，公司火电利用小时数为 4584 小时，同比下降 295 小时；新能源利用小时为 1477 小时，同比增加 174 小时。我们认为，公司 2024 年火电利用小时数下降主要系清洁能源出力增加对火电的挤压。受用电量增速放缓和新能源出力持续增长的影响，我们认为公司 2025 年火电利用小时数或将维持下行。

图 29: 公司分电源类型上网电价及利用小时情况测算（左：元/千瓦时，右：小时）

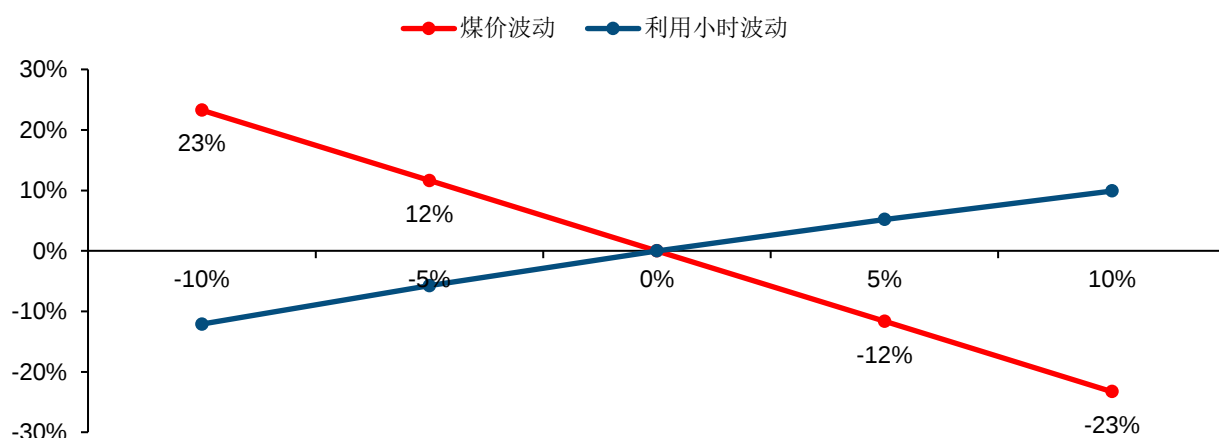


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

入炉标煤单价及火电利用小时是火电度电毛利的主要影响因素，其中煤价直接影响度电燃料成本，利用小时数则影响度电其他成本的分摊。综合动力煤市场价格及电力供需情况，我们预计公司火电 2025 年入炉标煤单价和利用小时数分别为 617 元/吨及 4285 小时，对应火电度电毛利约为 0.078 元/千瓦时。同时，假设入炉标煤单价和利用小时数分别波动-10%、-5%、5%和 10%，我们对公司 2025 年度电毛利进行敏感性测算

根据测算结果，在煤价波动-10%、-5%、5%和 10%时火电度电毛利变化为 0.097、0.087、0.069 和 0.060 元/千瓦时，即入炉标单下降 100 元/吨，对应度电毛利上涨约 0.03 元/千瓦时；利用小时数波动-10%、-5%、5%和 10%时对应度电毛利分别为 0.069、0.074、0.082 和 0.086 元/千瓦时，即利用小时下降 100 小时，对应度电毛利下降 0.002 元/千瓦时。

图 30: 煤价及利用小时波动的敏感性测算



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

除控股机组外，参股公司所贡献的投资收益也是公司利润的重要来源。截至 2024 年末，公司参股发电公司 13 家（火电为主），参股煤矿 1 家（内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业），参股金融企业 1 家（京能集团财务公司）。得益于参股企业之间经营业绩的互补，近年来公司投资收益维持较稳定水平。2022-2024 年，公司投资净收益为 11.61、11.16 和 11.39 亿元，投资收益贡献较多的参股企业包括：华能北京热电、大唐国际托克托发电、内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业和京能集团财务有限公司。根据公司 2024 年报所披露数据，火电企业贡献投资收益约占 36%，煤炭企业贡献收益约占 54%。在目前煤价下行的背景下，煤炭企业的投资收益贡献或将减少，但火电企业的利润边际改善，公司投资收益规模有望维持较高水平。

表 1: 公司主要参股企业 2024 年经营情况

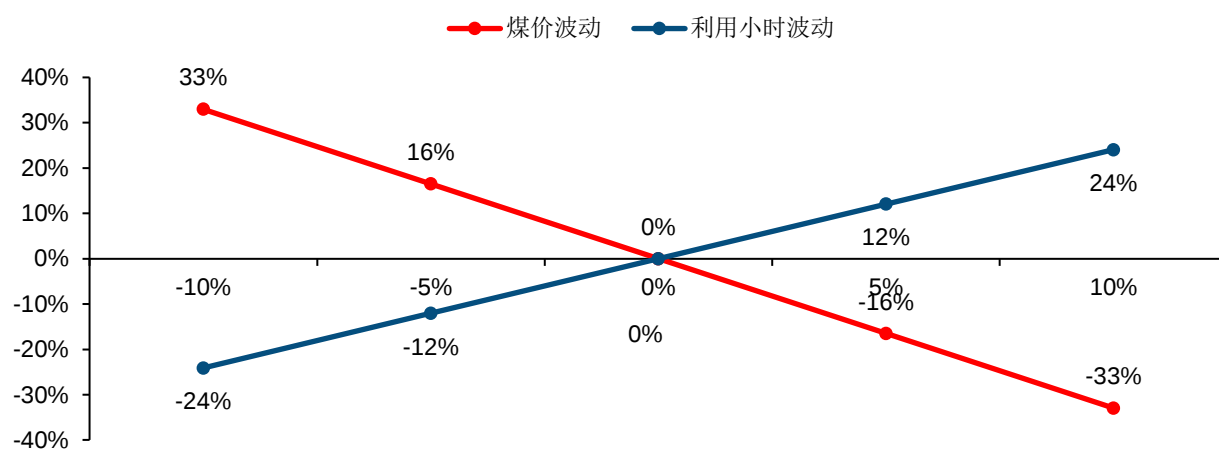
主要参控股公司	主营业务	净利润 (亿元)	持股比例	对应利润测算 (亿元)
华能北京热电有限责任公司	火电	5.96	34%	2.03
内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司	火电	8.64	25%	2.16
内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业有限责任公司	煤炭	26.37	24%	6.33
京能集团财务有限公司	金融	5.82	20%	1.16
合计/平均		46.79	25%	11.68

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

受公司控股装机及参股公司结构的影响，入炉标煤单价及火电利用小时是公司业绩的主要影响因素，在此基础上，我们测算了煤价及利用小时波动对公司归母净利润的影响。在上文假设条件的基础上，对应 2025 年归母净利润约为 35.3 亿元。我们假设入炉标煤单价和利用小时数分别波动-10%，-5%，5%和 10%，并对公司 2025 年归母净利润进行了敏感性测算。

根据测算结果，煤价波动-10%、-5%、5%和 10%时对应归母净利润分别为 46.9、41.1、29.5 和 23.7 亿元，即入炉标单下降 10 元/吨，对应归母净利润上涨约 1.88 亿元；利用小时数波动-10%、-5%、5%和 10%时对应归母净利润分别为 26.8、31.1、39.6 和 43.8 亿元，利用小时下降 100 小时，对应归母净利润下降 1.98 亿元。根据测算结果，尽管煤价下降或将导致煤炭企业投资收益的减少，但煤价的下降仍将带来公司归母净利润的增长。

图 31: 煤价及利用小时波动的敏感性测算



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

盈利预测和投资建议：

京能电力 2025-2027 年盈利预测核心假设如下：

- 火电及供热：**在目前动力煤价格与火电利用小时均下行的背景下，我们假设 2025 年公司平均入炉标煤单价、利用小时数和供热量分别为 617 元/吨（除税）、4285 小时（同比下降 5%）和 9333 万吉焦（同比增长 3%），对应火电（含供热）贡献收入约为 331.8 亿元，对应毛利约为 75.7 亿元。
- 新能源及售电：**伴随公司在建项目的陆续完工，公司新能源业绩有望稳健增长。假设 2025 年公司在建新能源项目均可投产，上网电价略有下降，则 2025 年新能源业务收入贡献为 13.2 亿元，售电业务收入贡献约为 1 亿元。
- 投资收益：**公司主要参股公司包括煤电、气电、煤炭及金融企业，在煤价下行的背景下，假设参股煤矿营收降幅与公司入炉标单一致，煤电企业成本降幅与公司入炉标单保持一致，气电及金融企业保持相对稳定，预计公司 2025 年投资净收益约为 12.0 亿元。

根据上述核心假设公司营业收入和成本构成如下：

表 2:公司营收及成本构成预测表（单位:亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入合计	326.2	351.8	346.0	341.2	335.2
火电及供热	324.3	346.7	331.8	321.1	310.7
新能源	1.0	4.2	13.2	19.1	23.5
售电	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
投资收益	11.2	11.4	12.0	12.7	13.4
成本合计	294.0	304.7	282.4	278.2	272.9
火电及供热	293.2	303.4	275.8	268.6	260.9
新能源	0.5	1.0	6.3	9.3	11.7
售电	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利合计	43.4	58.6	75.7	75.8	75.7
火电及供热	31.12	43.29	56.01	52.55	49.75
新能源	0.49	3.19	6.89	9.75	11.76
售电	0.60	0.70	0.75	0.75	0.75
投资收益	11.16	11.39	12.02	12.74	13.41

数据来源:公司公告, 中信建投

公司煤电业务占据主导地位，在目前动力煤市场价格维持下行趋势的背景下，公司燃料成本有望持续改善，煤电利润贡献有望进一步增长。同时，公司依托煤电业务进行新能源发展转型，新能源装机规模及利润贡献有望持续增长。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 35.32 亿元、35.94 亿元、36.42 亿元，对应 EPS 为 0.50、0.50 和 0.51 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 3:京能电力盈利预测（单位:百万元，元/股）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32877.8	35428.0	34601.5	34121.5	33519.5
营业成本	29660.0	30710.8	28237.0	27815.6	27293.2
营业税金及附加	268.6	321.1	313.6	309.2	303.8
销售费用	9.9	12.1	11.8	11.6	11.4
管理费用	1026.5	1168.0	1038.0	1023.6	1005.6
研发费用	96.0	124.5	121.6	119.9	117.8
财务费用	1328.8	1320.2	1185.6	1100.9	1014.5
减值损失	(518.4)	(253.2)	258.6	(175.0)	(175.0)
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	1115.9	1139.4	1202.0	1273.7	1340.6
其他收益	97.3	63.3	51.0	51.0	51.0
营业利润	1177.2	2646.3	4771.9	4890.2	4989.9
营业外收入	196.5	11.5	0.0	0.0	0.0
营业外支出	112.4	298.6	0.0	0.0	0.0
利润总额	1261.3	2359.2	4771.9	4890.2	4989.9
所得税	175.9	71.8	357.0	397.8	437.9
净利润	1085.3	2287.4	4414.9	4492.4	4552.0
少数股东损益	207.1	564.2	883.0	898.5	910.4
归属母公司净利润	878.3	1723.2	3531.9	3593.9	3641.6
EPS（摊薄）	0.11	0.23	0.50	0.50	0.51

数据来源:公司公告, 中信建投

表 4:京能电力资产负债表预测（单位:百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,981.86	12,865.25	11,927.70	11,760.62	11,551.43
现金	4,645.82	3,513.02	3,460.15	3,412.15	3,351.95
应收票据及应收账款	5,109.55	4,802.29	5,135.78	5,064.53	4,975.19
其他应收款	438.22	264.94	404.00	398.39	391.37
预付账款	1,064.09	905.87	825.99	814.53	800.17
存货	1,379.40	2,311.32	1,538.01	1,515.06	1,486.61
其他流动资产	344.78	1,067.81	563.77	555.95	546.15
非流动资产	76,981.52	84,068.55	85,683.66	87,102.63	88,442.25
长期投资	12,912.24	13,212.91	14,348.22	15,483.53	16,618.84
固定资产	54,085.89	59,064.35	57,240.43	56,223.58	55,950.45
无形资产	2,160.60	2,799.01	2,348.53	1,894.85	1,437.97
其他非流动资产	7,822.78	8,992.29	11,746.48	13,500.67	14,435.00
资产总计	89,963.38	96,933.80	97,611.37	98,863.25	99,993.69
流动负债	23,253.98	25,264.44	24,992.60	25,981.06	27,596.17
短期借款	9,752.68	9,236.54	10,348.78	11,555.32	13,440.91
应付票据及应付账款	7,168.27	7,853.66	7,231.62	7,123.72	6,989.92
其他流动负债	6,333.03	8,174.24	7,412.20	7,302.02	7,165.33
非流动负债	33,915.99	36,484.35	35,138.66	33,066.70	30,215.68

长期借款	29,525.27	29,652.72	28,307.04	26,235.08	23,384.06
其他非流动负债	4,390.72	6,831.62	6,831.62	6,831.62	6,831.62
负债合计	57,169.97	61,748.78	60,131.26	59,047.76	57,811.85
少数股东权益	5,295.81	6,877.41	7,760.39	8,658.87	9,569.27
股本	6,694.62	6,694.62	6,694.62	6,694.62	6,694.62
资本公积	8,365.96	8,251.02	8,251.02	8,251.02	8,251.02
留存收益	12,437.01	13,361.97	14,774.08	16,210.98	17,666.93
归属母公司股东权益	27,497.59	28,307.61	29,719.71	31,156.61	32,612.57
负债和股东权益	89,963.38	96,933.80	97,611.37	98,863.25	99,993.69

数据来源:公司公告, 中信建投

表 5:京能电力现金流量表预测 (单位:百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,895.69	6,123.43	8,424.41	8,942.57	8,906.17
净利润	1,085.35	2,287.40	4,414.89	4,492.41	4,551.97
折旧摊销	3,532.24	3,504.54	4,520.20	4,716.35	4,795.68
财务费用	1,328.75	1,320.22	1,185.61	1,100.92	1,014.46
投资损失	-1,115.93	-1,139.37	-1,202.00	-1,273.72	-1,340.58
营运资金变动	-1,483.02	-141.39	-499.40	-99.01	-121.48
其他经营现金流	548.29	292.03	5.10	5.61	6.12
投资活动现金流	-5,002.74	-3,836.08	-1.71	-5,002.22	-5,002.73
资本支出	4,917.79	2,410.75	5,000.00	5,000.00	5,000.00
长期投资	-187.22	-383.53	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-9,733.31	-5,863.30	-5,001.71	-10,002.22	-10,002.73
筹资活动现金流	1,477.51	-3,444.93	-8,475.57	-3,988.35	-3,963.63
短期借款	2,517.87	-516.14	-3,395.76	1,951.77	2,752.40
长期借款	629.39	127.45	-1,345.68	-2,071.96	-2,851.02
其他筹资现金流	-1,669.75	-3,056.25	-3,734.12	-3,868.15	-3,865.02

数据来源:公司公告, 中信建投

风险分析

煤价大幅上涨的风险: 燃煤成本作为公司营业成本的主要构成部分受燃煤价格波动的影响, 如果动力煤市场价格大幅上涨导致公司入炉标煤单价上行, 则公司经营业绩或将不及预期。在我们入炉标煤假设的基础上, 假设煤价波动 5% 和 10%, 则对应归母净利润分别为 29.5 和 23.7 亿元。

利用小时下降的风险: 目前火电发电量呈下降趋势, 如果清洁能源发电量持续高增, 进一步压制火电出力, 则公司机组利用小时数或将下行, 导致利润贡献不及预期。在我们利用小时假设基础上, 假设利用小时数波动 -10%、-5%, 对应归母净利润分别为 26.8、31.1 亿元。

新能源装机不及预期的风险: 目前公司多个新能源发电项目在建, 如果建设进度不及预期导致新能源发电量增长不及预期, 则经营业绩或低于预期水平。

分析师介绍

高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

研究助理

侯启明

houqiming@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk