

火电基石稳固，盈利仍有较大提升空间

2025 年 7 月 22 日

核心观点

- 河北建投集团火电运营主体，河北省内装机市占率 25%。**公司是建投集团的火电运营主体，截至 2024 年末控股火电装机 11.77GW，含参股权益火电装机 12.12GW。公司控股火力发电机组主要集中于河北省内，在河北南部电网、河北北部电网装机市占率均在 25% 左右，是河北地区重要的电源支撑。公司营收结构中火力发电占据绝对优势地位，多年来均在 90% 以上。
- 营业收入稳健增长，盈利能力大幅修复。**十四五以来公司营收稳健增长，2020-2024 年，公司营业收入从 153.70 亿元增长至 235.17 亿元，年化复合增速为 11.22%。近年来煤价下跌推动盈利能力大幅修复，其中 2024 年、2025 年一季度公司平均入炉标单分别为 822 元/吨、775 元/吨，同比分别下降 10.1%、11.4%；2024 年、2025 年上半年公司归母净利润分别为 5.31 亿元、8.8 亿元，同比分别增长 181.6%、153.4%。
- 火电装机投产叠加煤价下行，盈利仍有较大提升空间。**目前公司共有 2 家控股电厂和 4 家参股电厂在建，预计将在 2026 年全部投产，届时公司权益装机将由 12.12GW 增加至 16.02GW，增幅 32%。公司盈利对煤价敏感性高，年初至 7 月 16 日秦港 5500 大卡动力煤市场价均价（市场煤价）、1-7 月秦港 5500 大卡动力煤长协价（长协煤价）分别为 671 元/吨、680 元/吨，同比分别下跌 201 元/吨、23 元/吨。假设市场煤和长协煤占比各 50%，2025 年市场煤、长协煤均价同比分别下跌 180 元/吨、20 元/吨，则 2025 年归母净利润预计为 13.26 亿元，同比增长 149.6%；假设 2026 年市场煤、长协煤均价同比分别下跌 60 元/吨、10 元/吨，电价下降 0.5 分/千瓦时，则 2026 年归母净利润预计为 14.6 亿元，同比增长 10.1%。
- 新能源装机增长空间大，加速绿色低碳转型进程。**截至 2024 年末，公司已投产光伏装机 45.71 万千瓦，在建+储备项目 276 万千瓦，超过在运装机 6 倍。公司持续推进绿色电厂建设，开展多项节能减排、机组灵活性及供热改造项目，2024 年公司碳排放强度同比降低 3.09 克/千瓦时。
- 投资建议：**预计公司 25-27 年归母净利润分别为 13.26、14.60、15.83 亿元，对应当前 PE 分别为 10.6x、9.6x、8.9x。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**煤炭价格上升的风险；项目建设进度不及预期的风险；绿电装机加速挤压火电的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23517.24	22560.01	22212.64	23495.72
收入增长率%	20.09	-4.07	-1.54	5.78
归母净利润(百万元)	531.16	1325.90	1460.35	1583.13
利润增速%	181.59	149.62	10.14	8.41
毛利率%	15.35	22.13	24.04	24.45
摊薄 EPS(元)	0.29	0.73	0.81	0.87
PE	26.50	10.62	9.64	8.89

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

建投能源 (000600.SZ)

推荐 首次评级

分析师

陶贻功

☎: 010-8092-7673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-8092-7656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025-07-16

股票代码	000600
A 股收盘价(元)	7.78
上证指数	3,503.78
总股本(万股)	180,930
实际流通 A 股(万股)	109,005
流通 A 股市值(亿元)	84.8

相对沪深 300 表现图

2025-07-16



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 建投集团火电运营主体，盈利能力大幅修复	3
（一） 河北建投集团火电运营主体，河北省内装机市占率 25%	3
（二） 营业收入稳健增长，盈利能力大幅修复	4
二、 主营火力发电业务，盈利仍有较大提升空间	8
（一） 火电装机增量，盈利仍有较大提升空间	8
（二） 新能源装机增长空间大，加速绿色低碳转型进程	11
三、 盈利预测与估值	13
（一） 盈利预测	13
（二） 相对估值	14
四、 风险提示	15

一、建投集团火电运营主体，盈利能力大幅修复

（一）河北建投集团火电运营主体，河北省内装机市占率 25%

河北火力发电龙头，集团火电运营主体。公司前身“石家庄国际大厦（集团）股份有限公司”成立于 1994 年 1 月 18 日，主营酒店、商贸等业务，公司于 1996 年 6 月 6 日在深圳证券交易所挂牌上市，2003 年公司收购河北建投持有的西柏坡发电公司 60%股权，主营业务正式从酒店商贸转向火力发电。公司是河北建设投资集团有限责任公司（简称“建投集团”）旗下重要的境内资本运作平台，是河北省重要的能源投资主体，主营业务为投资、建设、运营管理以电力生产为主的能源项目，公司电力业务以燃煤火力发电和供热为主，同时涉及核电、风电、水电等新能源项目投资。

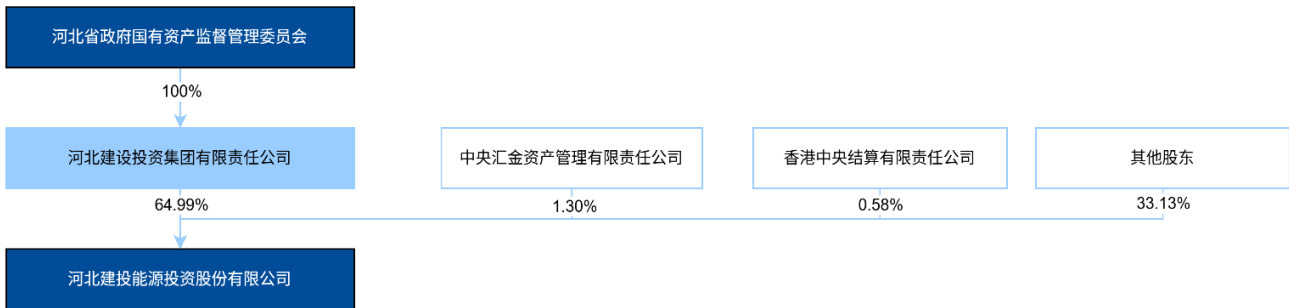
表1：建投能源发展历史

时间节点	关键事件
1994	公司前身“石家庄国际大厦（集团）股份有限公司”成立，主营酒店、商贸等业务
1996	公司在深交所上市，总股本 5915.6 万股
2001	河北建设投资集团（河北建投）受让原大股东国大集团 27.27%股权，成为第一大股东
2003	公司收购了河北建投集团拥有的河北西柏坡发电有限责任公司 60%的股权，主营业务转型为发电
2004	公司更名为河北建投能源投资股份有限公司
2007	定向增发引入华能国际、中国人寿等战略投资者，募集资金收购西柏坡二电等 5 家发电企业股权
2014	资产重组收购宣化热电 100%、国华沧东发电 40%股权，新增控股装机容量 634 万千瓦
2015	收购大唐王滩电厂 30%、国电承德热电 35%等股权
2020	控股新能源装机起步，储备首批风光项目，启动清洁能源转型

资料来源：建投能源官网、公司公告、中国银河证券研究院

河北省国有资产监督管理委员会是公司实际控制人。截至 2025 年一季度末，河北国资委持有公司控股股东（河北建设投资集团有限责任公司）100%股权，是公司实际控制人。河北建设投资集团有限责任公司是河北省政府核心的国有资本投资运营平台和基础设施投资主体，旗下有建投能源和新天绿能分别开展火电和新能源发电业务，新天绿能新能源发电以风电为主，光伏电站分布在东北、西北、华北地区，规模较小。集团拥有河北省最大的电力类主体上市公司，控股 13 家骨干发电公司，运营控股装机容量 1117 万千瓦。

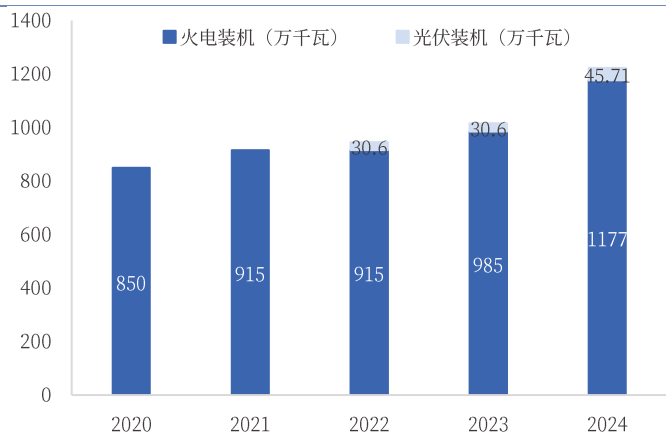
图1：建投能源股权结构（截至 2025Q1）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

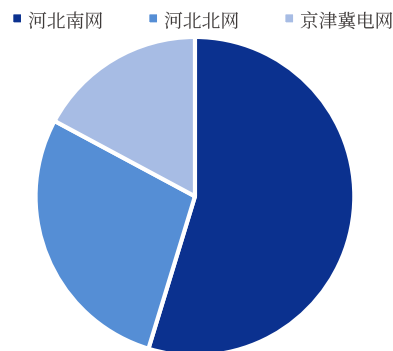
公司参、控股火力发电机组均为河北区域电网的重要电源支撑。截至 2024 年末，公司控股火电装机 1177 万千瓦，占公司总装机 96.26%，光伏装机 45.71 万千瓦，占公司总装机 3.74%。公司控股火力发电机组主要集中于河北南部电网，拥有西柏坡发电、西柏坡第二发电、国泰发电、建投沙河发电、建投任丘热电、建投邢台热电和恒兴发电 7 家发电公司，装机容量占河北南部电网统调煤电装机的 24.35%；公司在河北北部电网拥有建投宣化热电、建投承德热电、建投遵化热电、秦热发电和建投唐山热电 5 家发电公司，装机容量占河北北部电网统调煤电装机的 24.94%。同时，公司在山西区域拥有建投寿阳热电，内蒙区域拥有建投准能发电。同时公司西柏坡电厂四期 2×660 兆瓦项目、任丘热电二期 2×350 兆瓦项目已于年内开工建设，计划 2026 年实现投产运营。

图2：截至 2024 年末公司装机结构



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图3：公司控股发电公司所属电网

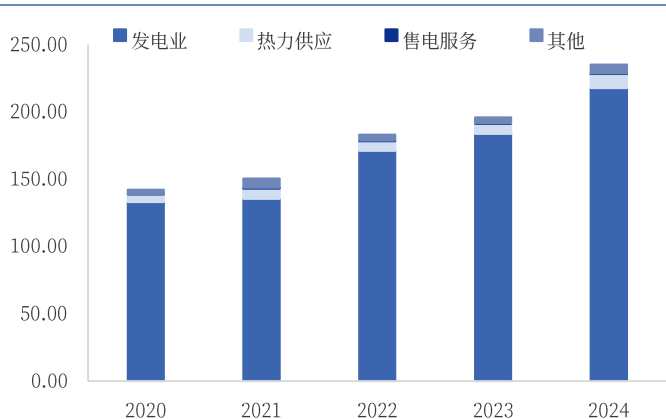


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）营业收入稳健增长，盈利能力大幅修复

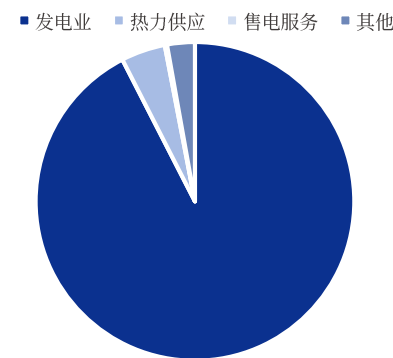
公司营收结构中火力发电占据绝对优势地位，长年维持在 90%以上。公司运营的发电资产地处华北地区，该区域为煤炭资源与用电负荷双中心，电源结构以火力发电为主。公司所属发电机组是该地区重要的电源支撑。公司的主要产品为电量、热量以及售电和供热服务，从营收结构来看，2024 年公司发电业、热力供应、售电服务营收分别为 217.47 亿元、10.55 亿元、0.54 亿元，营收占比分别为 92.47%、4.48%、0.22%。

图4：公司 2020-2024 年营收构成（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图5：公司 2024 年营收占比

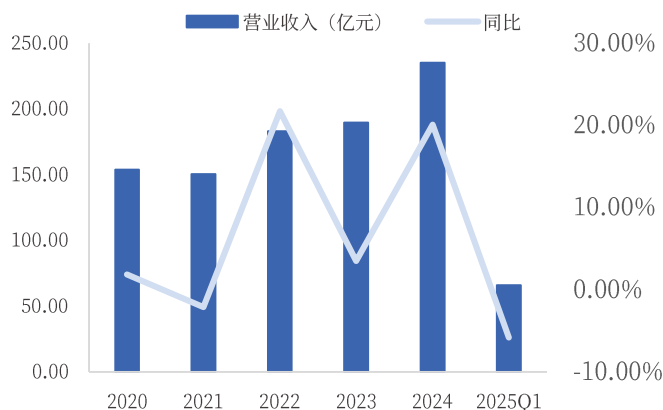


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

公司营业收入稳健增长，归母净利润持续改善。十四五以来公司新增装机带来发电量上升，公司营收稳健增长。2020-2024 年，公司营业收入从 153.70 亿元增长至 235.17 亿元，年均复合增速为 11.22%；由于公司营业成本主要由燃料费用构成，2021 年由于煤价大涨，导致公司归母净利润

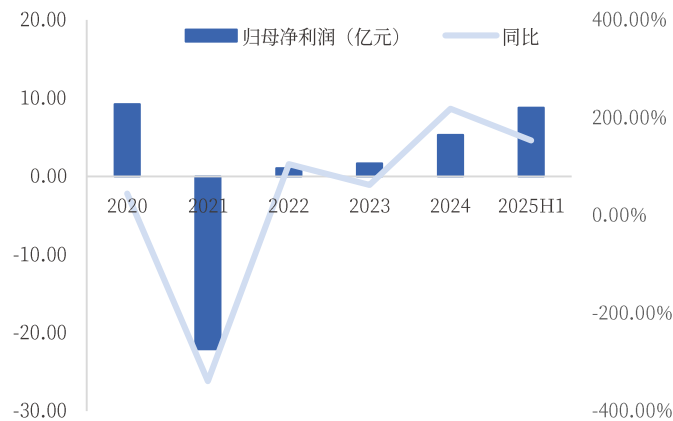
同比下降 338.99%，2022 年煤价持续维持高位，但平均上网结算电价大幅提升，公司归母净利润扭亏为盈，达到 1.03 亿元。2023 年-2024 年公司平均上网结算电价小幅下跌，但电价跌幅低于煤价跌幅，因此公司归母净利润持续改善，2023 年、2024 年分别达到 1.67 亿元、5.31 亿元，同比分别增长 62.15%、218.06%。2025 年上半年公司归母净利润达到 8.8 亿元，同比增长 153.39%。

图6：公司 2020-2025 年一季度营收及同比（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

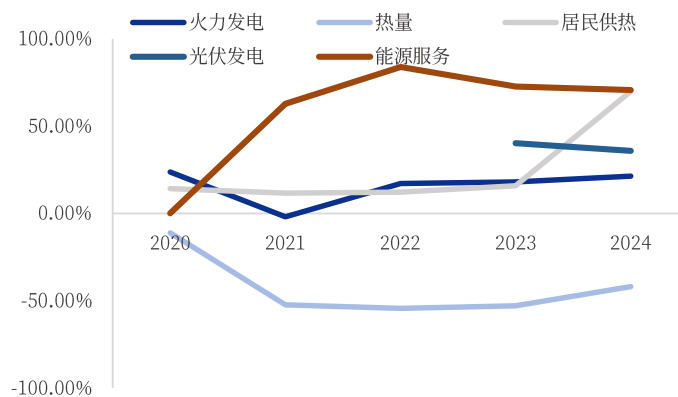
图7：公司 2020-2025H1 归母净利润及同比（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

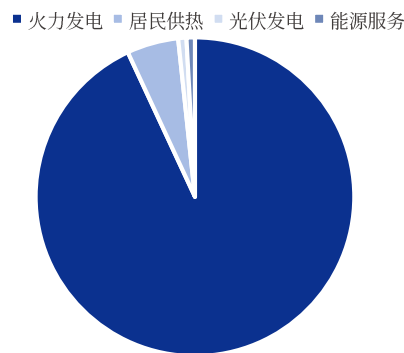
十四五以来火力发电业务毛利率持续提升。公司火力发电业务毛利率由 2021 年的-1.94%提升至 2024 年的 21.30%；2023 年在公司光伏发电机组投产后光伏发电业务毛利率在 2023 年、2024 年分别达到 40.19%、35.78%；公司能源服务业务毛利率在 2021-2024 年保持在 60%以上的高位。2024 年公司火力发电业务、居民供热业务、光伏发电业务、能源服务业务毛利分别为 41.32 亿元、2.33 亿元、0.37 亿元、0.38 亿元，占比分别为 93.06%、5.25%、0.83%、0.86%。

图8：公司 2020-2024 分板块毛利率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

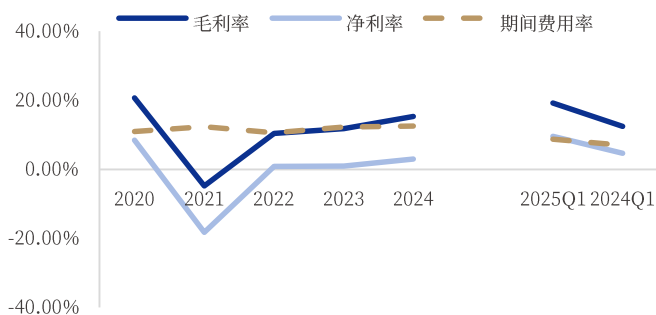
图9：公司 2024 年毛利构成



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

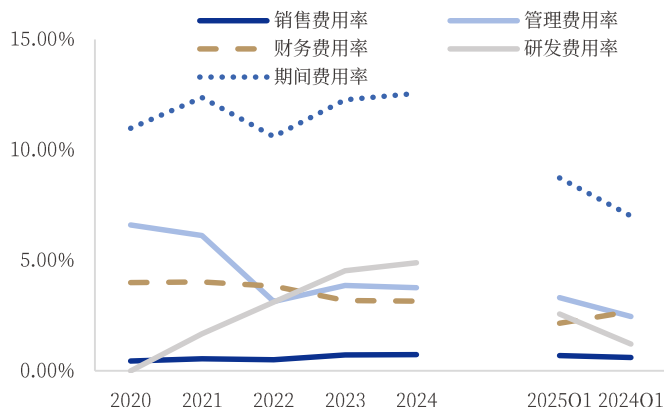
十四五以来公司毛利率、净利率同步波动上行，期间费用率小幅上升。由于 2021 年煤价大涨，公司营业成本上升，公司毛利率与净利率出现较大降幅。而 2022-2024 年，受益于火力发电业务盈利能力提升，公司毛利率由 10.45%提升至 15.35%，累计涨幅 4.9pct，净利率由 0.82%提升至 2.96%，累计涨幅 2.14pct。公司 25Q1 毛利率和净利率分别为 19.24%、9.55%，同比分别增加 6.79pct、4.91pct。期间费用率方面，2022-2024 年公司期间费用率由 10.60%上升至 12.55%，累计增幅 1.95pct，主要因研发费用率的不断上升所致。

图10: 公司 2020-2025Q1 毛利率、净利率、期间费用率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

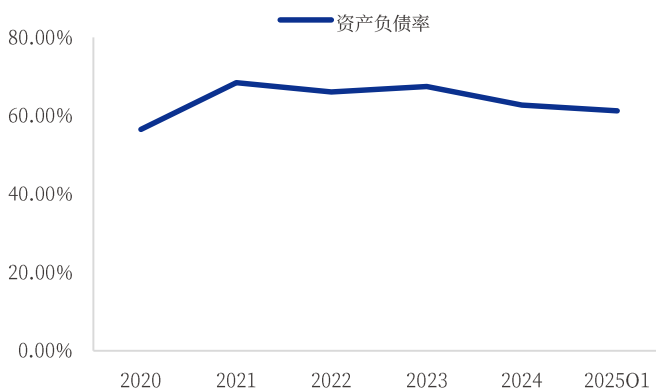
图11: 公司 2020-2025Q1 期间费用率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

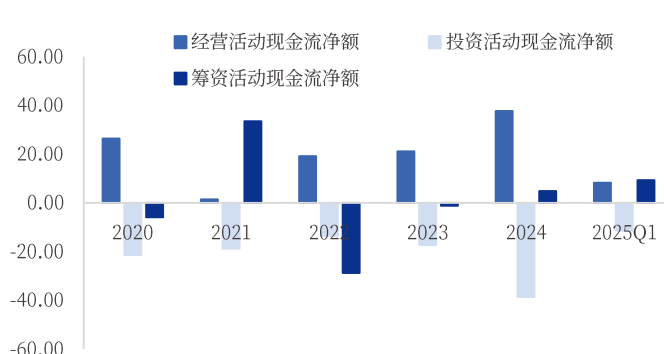
经营性现金流均保持正值，资产负债率波动下行。公司经营活动现金流净额在 2021 年由于煤价上涨大幅萎缩，自 2022 年来由于火电业务营收改善逐步修复，2024 年达到 37.71 亿元。公司 2020-2024 经营活动现金流净额均保持正值，2025Q1 达到 8.3 亿元，年均经营活动现金流净额达到 21.16 亿元。2021 年由于煤价大幅上涨导致长期借款增长较快，导致公司资产负债率较 2020 年末上涨 11.93pct。随着公司经营活动现金流净额修复借款减少，2021-2024 公司资产负债率由 68.49% 下降至 62.70%，累计降幅 5.79pct，2025 年一季度进一步下降至 61.24%，较 2024 年末降低 1.46pct。

图12: 公司资产负债率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

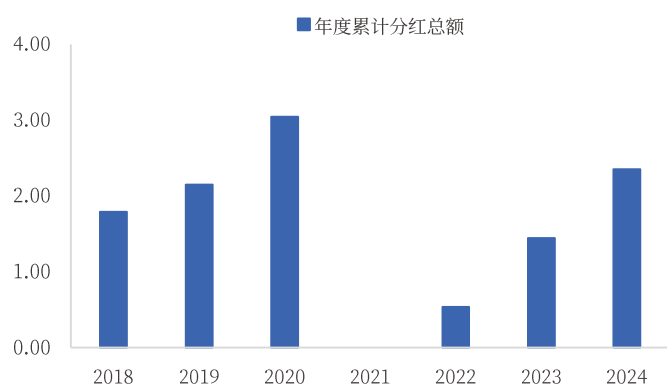
图13: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

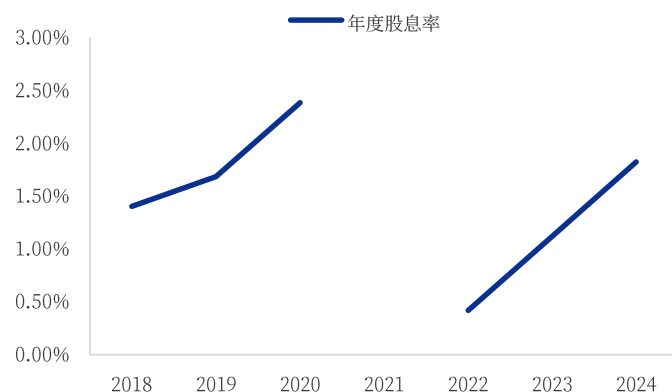
近年来分红金额、股息率逐年提高。2021 年由于煤价大幅上涨公司亏损 22.10 亿元未进行分红，而 2022-2024 年，公司年度现金分红金额分别为 0.54 亿元、1.45 亿元、2.35 亿元，年均复合增速为 63.26%；2022-2024 年度股息率分别为 0.42%、1.12%、1.83%，年均提升 0.71pct。预计 2025 年归母净利润 13.26 亿元，按照 45%分配比例测算，当前股价对应股息率为 4.26%。

图14：公司年度现金分红金额（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图15：公司年度股息率



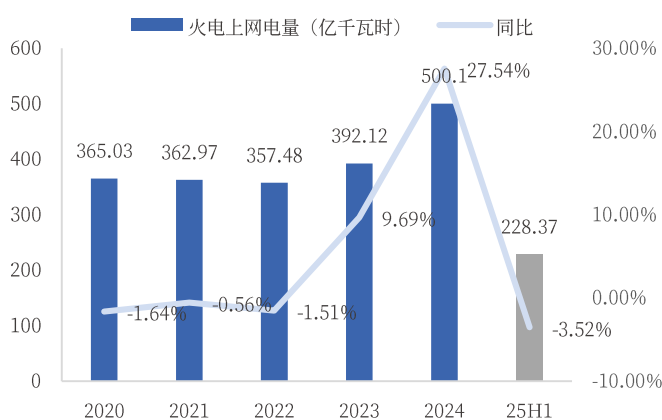
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

二、主营火力发电业务，盈利仍有较大提升空间

（一）火电装机增量，盈利仍有较大提升空间

近年公司火电上网电量与利用小时均有所增长。公司 2019-2022 年上网电量和利用小时持续下滑，伴随火电装机规模的不断扩大与公司火电利用小时数的增加，公司在 2023-2024 年火力上网电量有所改善，2023 年与 2024 年公司火电上网电量分别达到 392.12、500.12 亿千瓦时，同比分别增加 9.69%、27.54%；2025 上半年公司完成总上网电量 228.37 亿千瓦时，同比下降 3.52%。利用小时方面，受益于河北省用电需求的增加，公司火电平均利用小时在 2023 年、2024 年达到 4476 小时、4579 小时，同比分别增长 6.42%、2.30%。且公司 2020-2024 五年平均火电利用小时数高出河北同期平均火电利用小时数 126 小时。

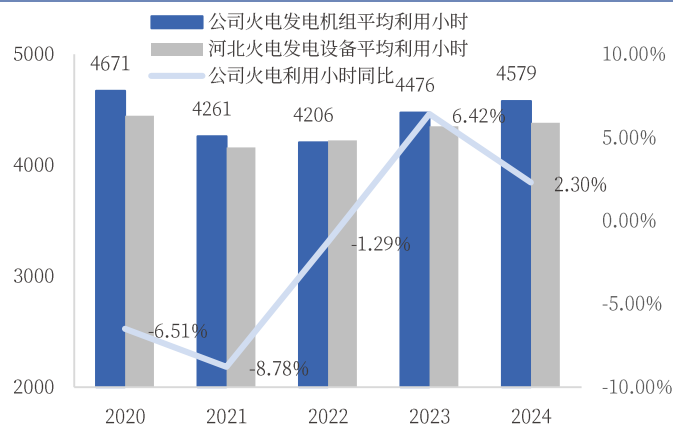
图16：公司火电上网电量及同比（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

注：此处 25H1 数据为公司总上网电量

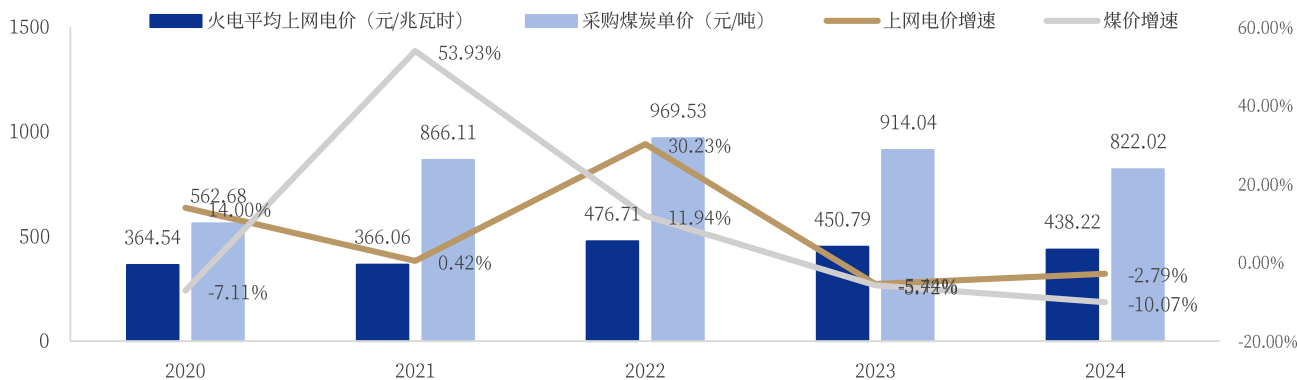
图17：公司火电发电机组平均利用小时及同比（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

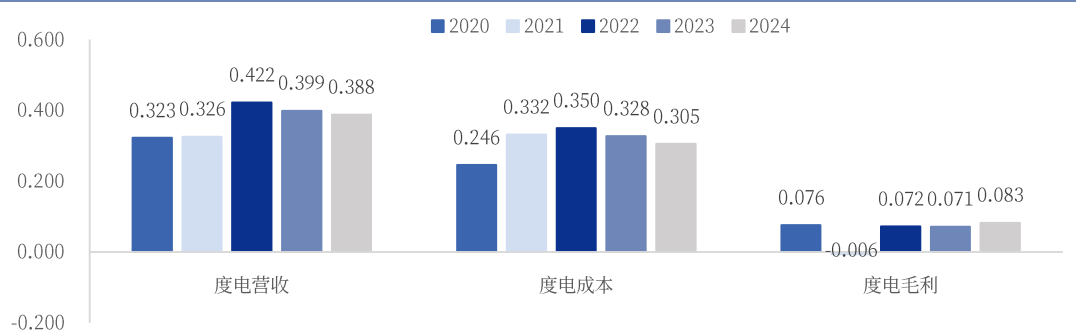
公司上网电价跌幅低于煤价跌幅，火电业务盈利能力有所改善。2021 年公司火电上网电价基本保持不变，但由于煤价大幅上涨（同比提升 53.93%），导致度电毛利由 0.076 元下降为负值。2022 年公司煤炭采购单价仍同比提升 11.94%，但火电上网电价同比增加 30.23%，火电上网电价涨幅高于煤价涨幅，使得度电毛利由 -0.006 元提升至 0.072 元。2023-2024 年公司火电上网电价分别同比下降 5.44%、2.79%，同时公司采购煤炭单价下降分别同比下降 5.72%、10.07%，火电上网电价跌幅低于煤价跌幅，因此公司火电业务盈利能力有所改善，2024 年度电毛利上升至 0.083 元，同比提升 0.012 元。

图18：公司火电上网电价、煤炭采购单价及同比



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

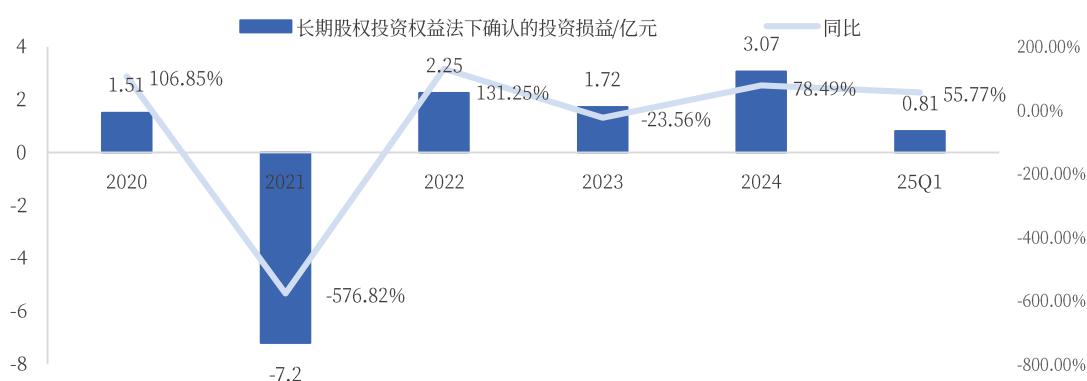
图19：公司火电业务度电营收、度电成本、度电毛利（元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

公司正常经营年份长期股权投资贡献 2 亿元左右利润。公司主要参股火电、新能源发电公司，公司由于 2021 年煤价大涨的影响长期股权投资收益亏损 7.2 亿元，同比下降 576.82%，但在正常经营年份公司年均长期股权投资收益达到 2.14 亿元，2024 公司长期股权投资收益年达到 3.07 亿元，同比增长 78.49%，主要系上网电价跌幅低于煤价跌幅，长期股权投资公司盈利增加。25Q1 达到 0.81 亿元，同比增长 55.77%。其中 2024 年国能沧东发电、国际能源裕光煤电、建投海上风电三家公司对于长期股权投资收益的贡献最大，贡献占比达到 78.83%。

图20：公司长期股权投资收益及同比



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表2：公司长期股权投资收益（亿元）

公司名称	2020	2021	2022	2023	2024
邯峰发电	-0.01	-0.58	0.53	0.33	0.01
国能衡丰发电	0.36	-0.69	-0.29	0.00	-0.03
国能沧东发电	0.34	-2.36	1.57	0.66	1.05
大唐王滩发电	0.01	-1.13	-0.23	-0.32	0.04
国能龙山发电	0.47	-1.11	0.02	0.02	0.21
国际能源裕光煤电	0.00	-1.01	-0.28	0.16	0.69
华阳建投阳泉热电	0.00	0.00	0.00	0.22	0.18
建投海上风电	0.30	0.82	0.69	0.49	0.68
其他	0.03	-1.13	0.25	0.14	0.23
收益合计	1.51	-7.20	2.25	1.72	3.07

资料来源：建投能源官网、公司公告、中国银河证券研究院

公司控股/参股在建项目众多，2026 年底火电权益装机有望提升 32%。公司积极推进公司控股项目建设，西柏坡电厂四期 2×660 兆瓦项目、任丘热电二期 2×350 兆瓦项目已于年内开工建设，计划 2026 年实现投产运营；参股定州三期 2×660 兆瓦、沧东三期 2×660 兆瓦和秦电 2×350 兆瓦项目已处于建设期，衡丰二期 2×660 兆瓦项目正在开展项目前期工作。同时公司收购建投准能公司、秦电公司各 50%股权，进一步解决了与控股股东之间的火电业务同业竞争问题，控制及权益运营装机规模进一步扩大。截至 2024 年末公司旗下控股电厂对应火电权益装机共 7.74GW，参股电厂对应火电权益装机共 4.38GW，火电权益装机（控股+参股）共 12.12GW。上述项目预计于 2026 年投产后增加公司火电权益装机 3.90GW，火电权益装机有望提升约 32%。

表3：公司控股在运、在建火电项目（截至 2025Q1）

区域	名称	类型	装机容量/兆瓦	机组构成	持股比例	权益装机/兆瓦	投运时间
河北南网	西柏坡发电	热电联产	1320	4×330	60.00%	792	1993-1999
	西柏坡第二发电	热电联产	1200	2×600	51.00%	612	2006
	国泰发电	热电联产	660	2×330	51.00%	337	2005-2006
	建投任丘热电	热电联产	700	2×350	81.65%	572	2013
	建投沙河发电	燃煤纯凝发电	1200	2×600	89.79%	1077	2013
	恒兴发电	热电联产	660	2×330	60.00%	396	2004-2005
	建投邢台热电	热电联产	700	2×350	100.00%	700	2016
河北北网	建投宣化热电	热电联产	660	2×330	100.00%	660	2010
	建投承德热电	热电联产	700	2×350	94.00%	658	2017
	建投遵化热电	热电联产	700	2×350	51.00%	357	2019-2020
	秦热发电	热电联产	650	320+330	40.00%	260	2006-2007
	建投唐山热电	热电联产	600	2×330	51.00%	306	2015
京津冀电网	建投准能热电	燃煤纯凝发电	1320	2×660	50.00%	660	2023
	建投寿阳热电	热电联产	700	2×350	51.00%	357	2023
合计			11770			7744	

资料来源：建投能源官网、公司公告、中国银河证券研究院

表4：公司与国内大型发电集团合作投资参股发电项目

名称	类型	装机容量/兆瓦	机组构成	持股比例	权益装机/兆瓦	投运时间
邯峰发电	燃煤发电	1320	2×660	0.2	264	2001
国能衡丰发电	热电联产	660	2×330	0.35	231	1995-1996
国能沧东发电	燃煤发电	2520	2×600+2×660	0.4	1008	2006-2009
大唐王滩发电	燃煤发电	1200	2×600	0.3	360	2005
国能龙山发电	燃煤发电	1200	2×600	0.2943	353	2007
国际能源裕光煤电	燃煤发电	2000	2×1000	0.2	400	2021
建投海上风电	风电	300	/	0.45	135	2020
国能承德热电	热电联产	660	2×330	0.35	231	2008
国能三河发电	热电联产	1330	2×315+2×350	0.15	200	1999-2007
华阳建投阳泉热电	燃煤发电	1320	2×660	0.5	660	2023
秦皇岛发电一期	热电联产	430	2×215	0.5	215	2024收购
秦皇岛发电二期	热电联产	640	2×320	0.5	320	2024收购
合计		13580			4377	

资料来源：建投能源官网、公司公告、中国银河证券研究院

表5：公司控股/参股在建火力发电项目

参股/控股	名称	类型	装机容量/兆瓦	机组构成	持股比例	权益装机/兆瓦	预计投产时间
控股	西柏坡电厂四期	热电联产	1320	2×660	100%	1320	2026
	任丘热电二期	热电联产	700	2×350	100%	700	2026
参股	定州三期	燃煤发电	1320	2×660	40.50%	535	2026
	沧东三期	热电联产	1320	2×660	40%	528	2026
	秦电	热电联产	700	2×350	50%	350	2026
	衡水二期	燃煤发电	1320	2×660	35%	462	2026
合计			6680			3895	

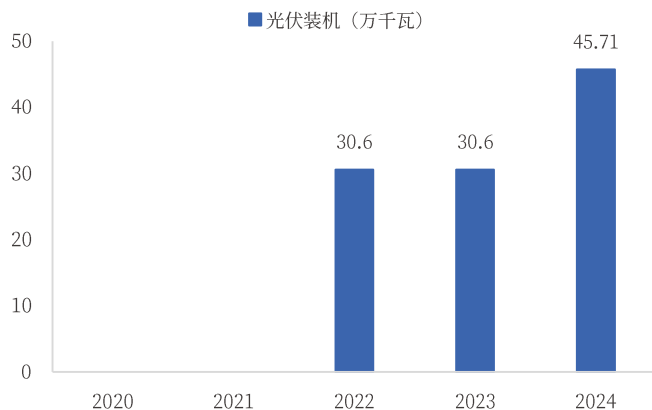
资料来源：建投能源官网、公司公告、中国银河证券研究院

煤价下行，公司火电盈利仍有改善空间。公司盈利对煤价敏感性高，年初至7月16日秦港5500大卡动力煤市场价均价（市场煤价）、1-7月秦港5500大卡动力煤长协价（长协煤价）分别为671元/吨、680元/吨，同比分别下跌201元/吨、23元/吨。假设市场煤和长协煤占比各50%，2025年市场煤、长协煤均价同比分别下跌180元/吨、20元/吨，则2025年归母净利润预计为13.26亿元，同比增长149.6%；假设2026年市场煤、长协煤均价同比分别下跌60元/吨、10元/吨，电价下降0.5分/千瓦时，则2026年归母净利润预计为14.6亿元，同比增长10.1%。

（二）新能源装机增长空间大，加速绿色低碳转型进程

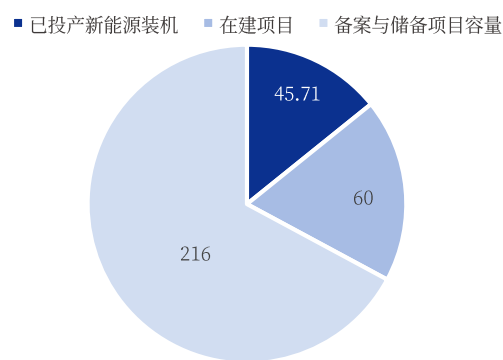
新能源储备项目容量较大，储备+在建装机/在运装机达6倍。2022年公司全资设立冀能新能源公司，开展内蒙古自治区清洁能源项目开发工作；收购建昊光伏股权，着力打造公司系统新能源开发、建设、运营的主体平台，加速光伏领域布局。截至2024年末，公司已投产光伏装机45.71万千瓦，新能源在建项目60万千瓦，备案及储备项目容量216万千瓦，新能源项目装机（储备+在建）/在运达6倍。

图21：公司光伏装机容量



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

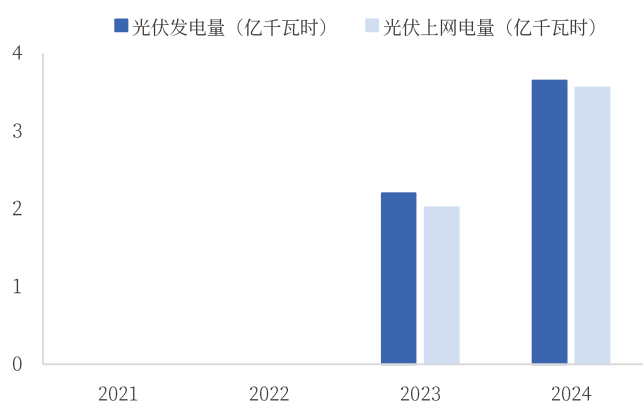
图22：公司新能源装机计划（万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

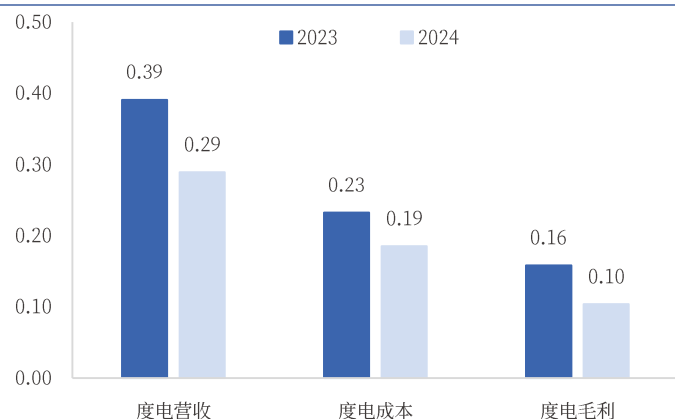
光伏发电量与上网电量跃升，新能源发电盈利能力承压。公司光伏发电设备从2023年开始投运，发电量与上网电量分别从2023年的2.2亿千瓦时、2.02亿千瓦时提升至2024年的3.65亿千瓦时、3.56亿千瓦时。在收入端，受到新能源市场化电量占比增加，上网电量价格下降的影响，公司度电营收由2023年的0.39元降至0.29元，同时在度电成本有小幅下降的前提下，公司新能源度电毛利由2023年的0.16元降至0.1元，盈利能力承压。

图23：公司光伏发电量与售电量



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图24：公司光伏营收、度电成本、度电毛利（元/千瓦时）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

公司积极布局储能业务，持续推动低碳绿色转型。建投能源旗下子公司建投储能专注储能领域技术开发与服务，子公司液态空气储能中试项目和科林产业园用户侧分布式储能项目均已投运，临城抽水蓄能项目已取得国家纳规批复。建投能源旗下子公司建投融碳提供专业化碳资产管理与服务，公司对控股发电公司碳资产进行统一的专业化管理，加强碳排放管理相关业务培训，确保公司碳排放强度目标的完成。2024年，公司碳排放强度同口径同比降低 3.09 克/千瓦时。

三、盈利预测与估值

（一）盈利预测

火电：预计 2025-2027 年装机分别为 1177、1379、1379 万千瓦，上网电量分别为 483、471、498 亿千瓦时，度电营收分别为 0.380、0.376、0.375 元/千瓦时，度电成本分别为 0.267、0.254、0.251 元/千瓦时。

光伏：预计 2025-2027 年装机分别为 76、106、136 万千瓦，利用小时数均为 1200 小时，上网电量分别为 7、11、15 亿千瓦时，度电营收分别为 0.270、0.265、0.260 元/千瓦时，度电成本均为 0.185 元/千瓦时。

火电热量：预计 2025-2027 年营业收入分别为 22.49、23.61、24.80 亿元，毛利率分别为-40%、-38%、-38%。

热力：预计 2025-2027 年营业收入分别为 10.55、11.08、11.63 亿元，毛利率均为 0%。

基于上述假设，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 225.60、222.13、234.96 亿元，同比增长-4.1%、-1.5%、5.8%；实现归母净利润 13.26、14.60、15.83 亿元，同比增长 149.6%、10.1%、8.4%；对应 EPS 分别为 0.73、0.81、0.87 元。

表6：建投能源营收拆分&预测

业务类型	项目	2024A	2025E	2026E	2027E
火电	收入（亿元）	193.94	183.38	177.02	186.91
	成本（亿元）	152.63	128.87	119.44	125.18
	毛利（亿元）	41.31	54.51	57.58	61.72
	毛利率	21.3%	29.7%	32.5%	33.0%
光伏	收入（亿元）	1.03	1.90	2.78	3.63
	成本（亿元）	0.66	1.35	2.02	2.69
	毛利（亿元）	0.37	0.54	0.76	0.94
	毛利率	35.9%	28.7%	27.3%	25.8%
火电热量	收入（亿元）	22.49	22.49	23.61	24.80
	成本（亿元）	31.92	31.49	32.59	34.22
	毛利（亿元）	-9.43	-9.00	-8.97	-9.42
	毛利率	-41.9%	-40.0%	-38.0%	-38.0%
热力	收入（亿元）	10.55	10.55	11.08	11.63
	成本（亿元）	10.74	10.55	11.08	11.63
	毛利（亿元）	-0.19	0.00	0.00	0.00
	毛利率	-1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
餐饮住宿	收入（亿元）	3.33	3.50	3.67	3.85
	成本（亿元）	1.01	1.05	1.10	1.16
	毛利（亿元）	2.32	2.45	2.57	2.70
	毛利率	69.7%	70.0%	70.0%	70.0%
商贸流通	收入（亿元）	2.09	2.19	2.30	2.42
	成本（亿元）	2.08	2.18	2.29	2.41

	毛利（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
	毛利率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
能源服务	收入（亿元）	0.54	0.59	0.65	0.72
	成本（亿元）	0.16	0.18	0.20	0.22
	毛利（亿元）	0.38	0.42	0.46	0.50
	毛利率	70.4%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	营业收入（亿元）	235.17	225.60	222.13	234.96
	营业成本（亿元）	199.07	175.67	168.72	177.50
	毛利（亿元）	36.10	49.93	53.41	57.45
	毛利率	15.4%	22.1%	24.0%	24.5%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）相对估值

- 选取京能电力、内蒙华电、大唐发电作为可比公司，公司估值水平低于可比公司平均，我们认为公司估值有提升空间。

表7：公司&可比公司估值水平（截至 2025 年 7 月 16 日）

代码	简称	股价	EPS				PE				PB（最新）
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600578.SH	京能电力	4.55	0.26	0.18	0.22	0.25	17.7	24.9	20.9	17.9	1.40
600863.SH	内蒙华电	4.28	0.36	0.37	0.41	0.46	12.0	11.5	10.4	9.3	1.62
601991.SH	大唐发电	3.32	0.24	0.23	0.28	0.32	13.6	14.7	12.0	10.3	1.90
	平均数						14.4	17.0	14.4	12.5	1.51
000600.SZ	建投能源	7.78	0.29	0.73	0.81	0.87	26.5	10.6	9.6	8.9	1.32

资料来源：Wind、中国银河证券研究院，京能电力、内蒙华电、大唐发电 EPS 采用 wind 一致预期

四、风险提示

煤炭价格上升的风险：公司火电业务的主要成本是燃料费用，煤价上升将影响公司发电业务业绩。

项目建设进度不及预期的风险：公司有多个火电、光伏在建项目，若项目建设进度不及预期，可能会对于公司的发售电量与业绩产生影响。

绿电装机加速挤压火电的风险：省内新能源装机规模不断扩大，可能会挤压公司的火电电量。

图表目录

图 1: 建投能源股权结构（截至 2025Q1）	3
图 2: 截至 2024 年末公司装机结构	4
图 3: 公司控股发电公司所属电网	4
图 4: 公司 2020-2024 年营收构成（亿元）	4
图 5: 公司 2024 年营收占比	4
图 6: 公司 2020-2025 年一季度营收及同比（右）	5
图 7: 公司 2020-2025H1 归母净利润及同比（右）	5
图 8: 公司 2020-2024 分板块毛利率	5
图 9: 公司 2024 年毛利构成	5
图 10: 公司 2020-2025Q1 毛利率、净利率、期间费用率	6
图 11: 公司 2020-2025Q1 期间费用率	6
图 12: 公司资产负债率	6
图 13: 公司现金流情况（亿元）	6
图 14: 公司年度现金分红金额（亿元）	7
图 15: 公司年度股息率	7
图 16: 公司火电上网电量及同比（右）	8
图 17: 公司火电发电机组平均利用小时及同比（右）	8
图 18: 公司火电上网电价、煤炭采购单价及同比	8
图 19: 公司火电业务度电营收、度电成本、度电毛利（元）	9
图 20: 公司长期股权投资收益及同比	9
图 21: 公司光伏装机容量	11
图 22: 公司新能源装机计划（万千瓦）	11
图 23: 公司光伏发电量与售电量	12
图 24: 公司光伏营收、度电成本、度电毛利（元/千瓦时）	12
表 1: 建投能源发展历史	3
表 2: 公司长期股权投资收益（亿元）	9
表 3: 公司控股在运、在建火电项目（截至 2025Q1）	10
表 4: 公司与国内大型发电集团合作投资参股发电项目	10
表 5: 公司控股/参股在建火力发电项目	11
表 6: 建投能源营收拆分&预测	13
表 7: 公司&可比公司估值水平（截至 2025 年 7 月 16 日）	14

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8139.96	9359.62	9538.11	10300.06
现金	1968.26	3326.86	3728.30	4244.38
应收账款	3027.70	3014.00	2973.97	3123.37
其它应收款	246.50	301.70	263.52	285.15
预付账款	893.27	914.74	868.58	897.74
存货	1256.16	1018.35	966.95	989.97
其他	748.07	783.98	736.80	759.45
非流动资产	38998.55	40533.37	41809.51	43223.06
长期投资	5257.75	5794.20	6400.68	7059.52
固定资产	26177.65	27213.13	28141.09	28963.13
无形资产	1900.93	2090.46	2308.56	2533.33
其他	5662.23	5435.58	4959.19	4667.08
资产总计	47138.51	49892.99	51347.62	53523.12
流动负债	11961.84	14456.89	15340.00	16582.43
短期借款	4409.49	5409.49	6409.49	7409.49
应付账款	3380.14	2936.82	2853.63	2992.55
其他	4172.21	6110.58	6076.88	6180.39
非流动负债	17596.20	16530.76	15730.76	15230.76
长期借款	13044.10	12044.10	11244.10	10744.10
其他	4552.10	4486.66	4486.66	4486.66
负债合计	29558.04	30987.65	31070.76	31813.19
少数股东权益	7136.68	7555.38	8016.55	8516.48
归属母公司股东权益	10443.79	11349.96	12260.31	13193.44
负债和股东权益	47138.51	49892.99	51347.62	53523.12

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3771.01	3475.24	4337.67	4474.21
净利润	695.93	1744.60	1921.52	2083.07
折旧摊销	1964.69	2067.98	2171.56	2274.05
财务费用	762.44	586.33	584.83	592.08
投资损失	-331.29	-451.20	-444.25	-469.91
营运资金变动	605.77	-557.49	76.07	-33.44
其它	73.47	85.02	27.95	28.37
投资活动现金流	-3859.74	-3148.62	-3001.40	-3216.05
资本支出	-3266.14	-2729.52	-2842.72	-3030.67
长期投资	-944.24	-531.94	-602.93	-655.30
其他	350.63	112.84	444.25	469.91
筹资活动现金流	480.34	1031.98	-934.83	-742.08
短期借款	2037.34	1000.00	1000.00	1000.00
长期借款	-1828.43	-1000.00	-800.00	-500.00
其他	271.43	1031.98	-1134.83	-1242.08
现金净增加额	391.60	1358.60	401.44	516.09

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23517.24	22560.01	22212.64	23495.72
营业成本	19907.32	17567.03	16872.05	17750.31
营业税金及附加	204.52	203.04	199.91	211.46
营业费用	173.43	203.04	222.13	246.71
管理费用	884.57	947.52	999.57	1057.31
财务费用	741.48	566.65	551.56	554.80
资产减值损失	-32.22	-36.45	-39.62	-40.42
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	331.29	451.20	444.25	469.91
营业利润	816.22	2321.14	2557.02	2772.42
营业外收入	34.84	35.00	35.00	35.00
营业外支出	29.07	30.00	30.00	30.00
利润总额	821.98	2326.14	2562.02	2777.42
所得税	126.05	581.53	640.51	694.36
净利润	695.93	1744.60	1921.52	2083.07
少数股东损益	164.77	418.70	461.16	499.94
归属母公司净利润	531.16	1325.90	1460.35	1583.13
EBITDA	3225.86	4960.76	5285.14	5606.27
EPS (元)	0.29	0.73	0.81	0.87

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20.09%	-4.07%	-1.54%	5.78%
营业利润	276.13%	184.38%	10.16%	8.42%
归属母公司净利润	181.59%	149.62%	10.14%	8.41%
毛利率	15.35%	22.13%	24.04%	24.45%
净利率	2.26%	5.88%	6.57%	6.74%
ROE	5.09%	11.68%	11.91%	12.00%
ROIC	2.63%	4.92%	5.11%	5.25%
资产负债率	62.70%	62.11%	60.51%	59.44%
净负债比率	120.11%	115.73%	106.91%	99.78%
流动比率	0.68	0.65	0.62	0.62
速动比率	0.45	0.47	0.46	0.47
总资产周转率	0.52	0.47	0.44	0.45
应收账款周转率	8.02	7.47	7.42	7.71
应付账款周转率	6.25	5.56	5.83	6.07
每股收益	0.29	0.73	0.81	0.87
每股经营现金	2.08	1.92	2.40	2.47
每股净资产	5.77	6.27	6.78	7.29
P/E	26.50	10.62	9.64	8.89
P/B	1.35	1.24	1.15	1.07
EV/EBITDA	9.72	7.25	6.76	6.37
P/S	0.60	0.62	0.63	0.60

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn