



Research and
Development Center

甘肃国资旗下核心电力平台，火水风光多元化协同发展

—甘肃能源(000791)公司首次覆盖报告

2025 年 09 月 24 日

证券研究报告

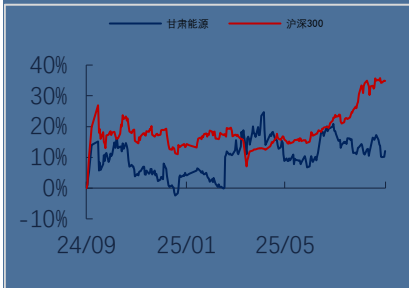
公司研究

公司首次覆盖报告

甘肃能源 (000791)

投资评级 买入

上次评级 -



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	6.49
52 周内股价波动区间 (元)	7.22-5.65
最近一月涨跌幅 (%)	-1.67
总股本 (亿股)	32.44
流通 A 股比例 (%)	45.26
总市值 (亿元)	210.53

资料来源：聚源，信达证券研发中心

李春驰 电力公用联席首席分析师
执业编号：S1500522070001
联系电话：010-83326723
邮箱：lichunchi@cindasc.com

邢秦浩 电力公用分析师
执业编号：S1500524080001
联系电话：010-83326712
邮箱：xingqinhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦
B 座
邮编：100031

甘肃国资旗下核心电力平台，火水风光多元化协同发展

2025 年 09 月 24 日

报告内容摘要：

- ◆**甘肃能源为省属龙头电力平台，火水风光多种电源共同发展。**甘肃能源的控股股东为甘肃省电力投资集团，是甘肃省内第二大发电主体和省属龙头上市公司，体内火水风光多种电源共同发展。截至 2025H1，公司在运控股装机合计 753.97 万千瓦，其中火电/水电/风电/光伏控股装机分别为 400/170.02/110.35/73.6 万千瓦。
- ◆**清洁能源为基筑底利润，火电注入大幅提高业绩。**分板块来看，公司清洁能源板块经营稳健增长，2019-2023 年公司营收自 22.68 亿元增至 26.41 亿元，CAGR 为 3.88%；归母净利自 4.23 亿元增长至 5.21 亿元，CAGR 为 5.38%。2024 年，公司通过发行股份及支付现金方式，收购控股股东旗下火电常乐电厂 66% 股权。常乐电厂注入完成后业绩实现全年并表，2024 年公司营收大幅增加至 86.95 亿元，归母净利大幅增加至 16.44 亿元。2025H1 公司实现营业收入 39.31 亿元，实现归母净利润 8.25 亿元。常乐公司注入后，公司各项经营利润指标都有显著改善。
- ◆**火电板块：一期背靠疆煤独占外送优势，二期新投产贡献业绩增量。**一期为“陇电入湘”唯一支撑火电，二期定位省内调峰电源。截至 2024 年底，公司火电板块控股机组为常乐电厂。其中，一期 400 万千瓦煤电机组是“陇电入湘”酒泉-湖南±800 千伏特高压直流输电工程唯一配套调峰火电项目，电量通过祁韶直流直送湖南省内消纳；二期 5 号机组已经投产，6 号机组有望于 9 月底投产运营。**成本端：背靠疆煤外运区位，燃料成本优势凸显。**常乐电厂地处酒泉市瓜州县布隆吉乡柳沟工业园区，距新疆哈密市仅约 400 公里；厂址南靠兰新铁路，并以专用线接至兰新铁路柳沟站。凭借其区位优势，常乐电厂的主要煤炭采购来源为疆煤。**疆煤市场运行相对独立，价格较内地煤价更低且波动更小。**常乐电厂度电营业成本持续低于同行业全国性及其他区域性火电公司。**一期外送湖南电价：执行“基准电价+浮动电价”机制，价格机制优于省内且较平稳，容量电价执行湖南标准。**常乐一期外送湖南，采用湖南当地较高的煤电容量电价。电量电价执行“基准电价+浮动电价”机制，基准价高于甘肃省内煤电基准价；且在“基准区间”外的浮动部分按六五折，因而整体电价波动幅度大幅收窄。**二期送甘肃省内电价：电量电价高于外送，容量电价获超预期提升。**常乐二期（5-6 号机组）定位为甘肃省内调峰电源，省内火电结算均价不仅高于甘肃燃煤基准价，同样远高于外送火电结算均价。且甘肃容量电价标准获得超预期提升，常乐二期有望获益。
- ◆**水电板块：甘肃小水电量价稳定，电源稀缺性凸显，控参股机组共筑公司业绩基石。**截至 2024 年，公司控股水电装机容量 170.02 万千瓦。公司水电装机均为 2~30 万千瓦的小机组，主要分布在白龙江、黑河、大通河、洮河以及黄河干流流域。**电量方面，**公司水电发电量受当季流量影响波动较大。**电价方面，**公司水电参加中长期及现货市场交易。2025 年上半年，公司水

电板块平均上网电价同比实现大幅上涨。**成本方面**，公司水电机组折旧占成本主要部分。由于公司水电装机大部分于 2000-2010 年左右投产，水电板块折旧有望于 2030-2040 年间逐步到期，**折旧到期后机组利润有望呈现明显提升**。此外，公司还大比例参股国投小三峡股权。国投小三峡公司合计机组容量 75.45 万千瓦。其整体经营业绩稳定，近五年年均为公司贡献 1 亿元左右的投资收益。**参控股水电合计稳定贡献归母净利润约 3~4 亿元，共筑公司业绩基石。**

◆**新能源板块：装机电量以风电为主，未来成长潜力较大。**截至 2025H1，公司控股风电与光伏装机分别为 110.35 万千瓦和 73.6 万千瓦，主要分布在甘肃河西地区。2025 年 7 月，甘肃“136”号文衔接落地，但综合来看甘肃存量项目机制电量保障一般，增量项目执行期限较短。2025 年上半年，新能源入市对公司新能源电价及利润影响较大：风电上网电价同比-18.61 分/千瓦时，光伏上网电价同比-6.22 分/千瓦时。**从未来成长角度看，公司在手获得核准新能源项目合计 610 万千瓦。**其中，庆阳绿电项目配合数据中心建设落地、腾格里沙漠大基地项目或将以外送形式进行消纳，项目利用小时数与上网消纳电量均有较强保障。**公司后续新能源产能扩张潜力较大，有望给公司持续带来业绩增长。**

◆**潜在资产注入可能：集团在手火电在运在建合计 4.67GW，已扭亏为盈注入可期。**除常乐公司以外，公司控股股东甘肃电投集团旗下还有武威、张掖、金昌三家火电公司，合计在运装机 2.67GW，在建装机 2GW。根据控股股东的同业竞争承诺，其旗下火电资产若符合条件有望注入上市公司。2024 年张掖与金昌电厂较 2022-2023 年均实现扭亏为盈。若后续电厂盈利水平进一步稳健提升，有望实现注入并成为上市公司火电板块的增量产能。

◆**盈利预测与投资评级：**甘肃能源作为甘肃省内电力运营龙头旗下常规能源整合平台，背靠集团股东优势，火水风光多种电源协同发展，业绩稳定性较强；叠加未来在建及注入项目持续落地，具有较高增长潜力。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.71/22.72/23.74 亿元；对应 9 月 23 日收盘价的 PE 分别为 10.68/9.27/8.87 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**机组利用小时数大幅下滑及电价大幅下降的风险；在建及规划项目进展不及预期风险；煤价再度超预期大幅上行的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,968	8,695	8,949	11,189	11,511
增长率 YoY %	240.5%	24.8%	2.9%	25.0%	2.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,172	1,644	1,971	2,272	2,374
增长率 YoY%	288.2%	40.3%	19.9%	15.3%	4.5%
毛利率%	34.1%	35.7%	37.7%	35.5%	34.7%
净资产收益率ROE%	10.4%	12.1%	13.3%	13.9%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.51	0.61	0.70	0.73
市盈率 P/E(倍)	17.96	12.80	10.68	9.27	8.87
市净率 P/B(倍)	1.86	1.55	1.42	1.29	1.18

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 09 月 23 日收盘价

目 录

一、甘肃国资旗下核心电力平台，火水风光多元化发展.....	5
1.1 甘肃能源为省属龙头电力平台，火水风光多种电源共同发展.....	5
1.2 清洁能源为基筑底利润，火电注入大幅提高业绩	6
二、火电：一期背靠疆煤独占外送优势，二期投产带来业绩增量.....	8
2.1 燃料成本：背靠疆煤外运区位，燃料成本优势凸显.....	9
2.2 电价情况：一期外送挂钩湖南电价浮动，二期送省网电价更高，甘肃容量电价新政利好二期收入	11
2.3 电量情况：外送电量消纳协议保证，省内调峰定位小时数有限.....	13
三、水电：甘肃小水电量价稳定，电源稀缺性凸显，控参股机组共筑公司业绩基石	14
四、新能源：装机电量以风电为主，未来成长潜力较大.....	16
五、潜在资产注入：集团在手火电在运在建合计 4.67GW，煤价下行扭亏为盈注入可期.....	19
六、盈利预测与投资评级.....	19
6.1 盈利预测.....	19
6.2 投资评级.....	21
风险因素	22

表 目 录

表 1：甘肃能源控股在运在建火电装机情况（截止至 2025H1，万千瓦）	8
表 2：常乐电厂前五名原材料供应商情况及当期采购金额占比情况	9
表 3：常乐电厂历年送电协议内容	12
表 4：甘肃能源控股水电站情况（截至 2025H1）	14
表 5：甘肃能源控股在运新能源装机情况（截止至 2025H1）	16
表 6：甘肃能源控股在手新能源项目情况（截止至 2025H1）	18
表 7：甘肃省电投集团未上市火电资产情况	19
表 8：甘肃能源分业务板块量价假设.....	20
表 9：甘肃能源主要财务指标预测	20
表 10：可比公司估值.....	21

图 目 录

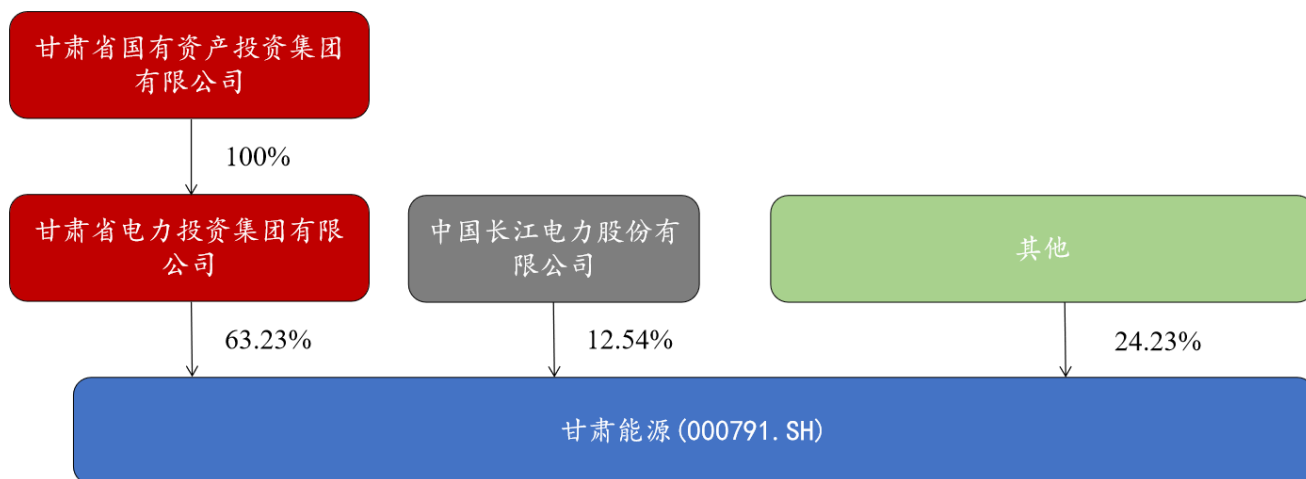
图 1：甘肃能源股权结构（截至 2025H1）	5
图 2：2020-2025H1 年甘肃能源装机情况（万千瓦）	5
图 3：2019-2025H1 公司营业收入情况（亿元）	6
图 4：2019-2025H1 公司归母净利润情况（亿元）	6
图 5：2020-2025H1 公司板块营收情况（亿元）	6
图 6：2020-2024 年公司板块毛利占比情况（亿元）	6
图 7：2020-2025H1 年公司分板块业务毛利率情况	7
图 8：2020-2025H1 公司 ROE、ROIC 及销售净利率情况（%）	7
图 9：2019-2025H1 公司负债结构及资产负债率情况.....	8
图 10：2019-2025H1 年公司现金流情况（亿元）	8
图 11：2020-2024 年公司分红额及分红比例情况	8
图 12：兰新铁路通道地理位置示意	9
图 13：疆煤坑口价与晋陕蒙煤炭坑口价、秦港港口价对比情况（元/吨，均折算至 5000K）	10
图 14：2022-2024 年主要火电公司火电板块度电成本（元/兆瓦时）	10
图 15：2017-2024 年不同地域煤炭产量占全国比重	11
图 16：新疆煤炭储量占全国比重远高于产量占比	11
图 17：2022-2025H1 年常乐电厂上网电价情况与甘肃、湖南燃煤基准价对比（元/兆瓦时）	12
图 18：2021-2025M5 甘肃省内及外送火电结算均价情况（元/兆瓦时）	13
图 19：2020-2025H1 甘肃火电及常乐电厂小时数变化情况（小时）	13
图 20：2019-2025H1 公司水电发电量情况	15
图 21：2019-2025H1 公司及全国水电利用小时数情况（小时）	15
图 22：2019-2025H1 公司水电上网电价情况（元/千瓦时）	15
图 23：2019-2024 年公司水电板块成本结构情况（亿元）	15
图 24：2020-2025H1 公司参控股水电部分归母净利润情况（亿元）	16
图 25：2019-2025H1 公司新能源板块装机情况（万千瓦）	17
图 26：2019-2025H1 公司新能源板块上网电量情况（亿千瓦时）	17
图 27：2019-2025H1 公司风电利用小时数情况（小时）	17
图 28：2019-2025H1 公司光伏利用小时数情况（小时）	17
图 29：2019-2025H1 公司风光上网电价（元/千瓦时）	18
图 30：2019-2025H1 公司风光板块度电毛利（元/千瓦时）	18

一、甘肃国资旗下核心电力平台，火水风光多元化发展

1.1 甘肃能源为省属龙头电力平台，火水风光多种电源共同发展

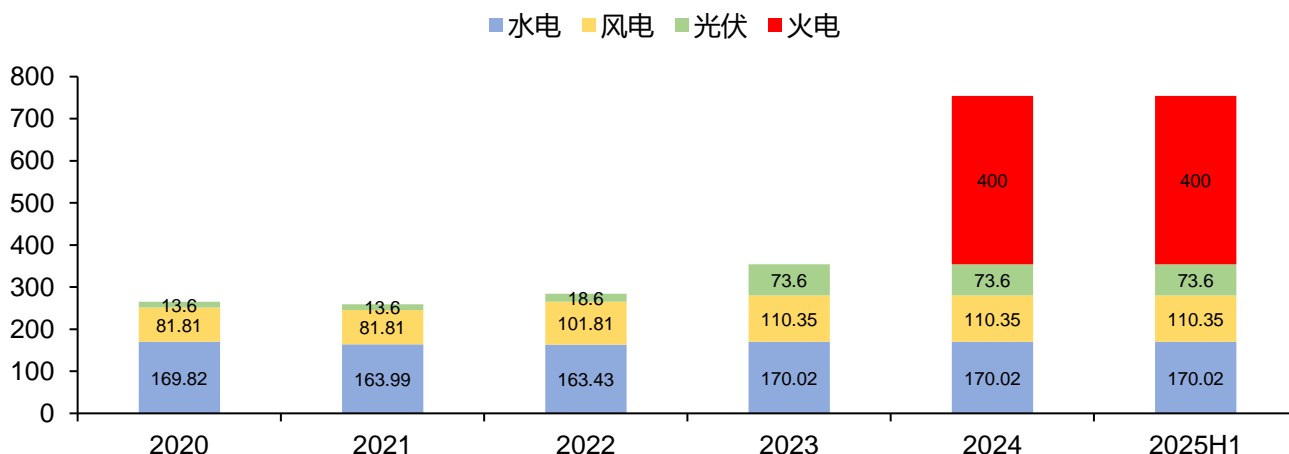
甘肃能源的主营业务为火力发电、水力发电、风力发电和光伏发电等可再生能源项目的开发、建设与运营。公司控股股东为甘肃省电力投资集团有限公司，实控人为甘肃省国资委。公司前身为于 1997 年成立及上市的西北永新化工股份有限公司；2012 年公司原控股股东西北油漆厂以无偿划转的方式将控股股权变更给甘肃省电力投资集团，公司更名为“甘肃电投能源发展股份有限公司”。随后控股股东持续向上市公司注入水电、风电及光伏等清洁能源发电资产，公司正式转型为甘肃省属清洁能源发电运营商上市公司。2024 年底，控股股东以发行股份及支付现金的方式和总计 76.28 亿元的交易价格向上市公司注入旗下常乐电厂 66% 的控股股权，公司实现火水风光多种电源共同发展的格局。截至 2024 年底，公司在运控股装机合计 753.97 万千瓦，其中火电/水电/风电/光伏控股装机分别为 400/170.02/110.35/73.6 万千瓦。截至 2025H1，控股股东甘肃省电力投资集团持股占比 63.23%，实控人为甘肃省国资委；长江电力总共持股公司 12.54%，为公司第二大股东。

图 1：甘肃能源股权结构（截至 2025H1）



资料来源：IFind，信达证券研发中心

图 2：2020-2025H1 年甘肃能源装机情况（万千瓦）

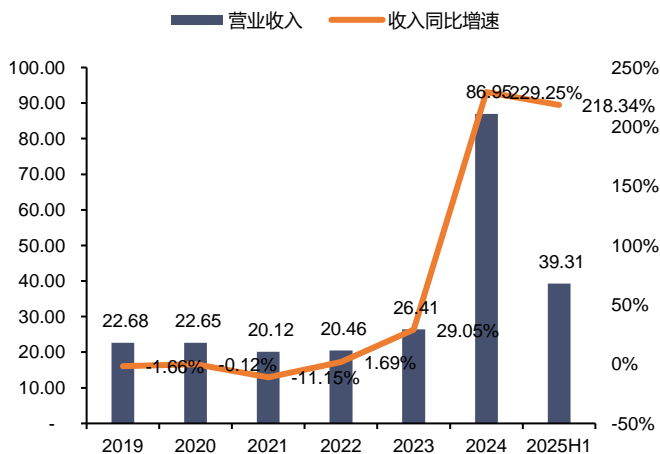


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 清洁能源为基筑底利润，火电注入大幅提高业绩

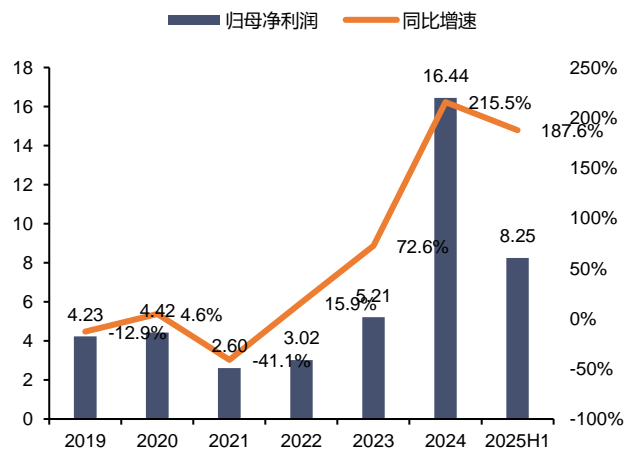
清洁能源板块经营稳中有增，常乐电厂注入大幅增厚营收利润。控股装机方面，2022-2023 年，公司实现麻黄滩风电场、盐池滩风电场、瓜州北大桥 50MW 光伏项目、瓜州干河口 200MW 光伏项目、永昌河清滩 300MW 光伏项目、凉州九墩滩 50MW 光伏项目等接续投产，实现公司清洁能源板块的持续扩张；2024 年，公司通过发行股份及支付现金方式，收购控股股东旗下火电常乐电厂 66% 股权。公司清洁能源板块经营稳健增长，2019-2023 年公司营收自 22.68 亿元增至 26.41 亿元，CAGR 为 3.88%；归母净利润自 4.23 亿元增长至 5.21 亿元，CAGR 为 5.38%。2024 年常乐电厂注入完成后业绩实现全年并表，公司营收大幅增加至 86.95 亿元，归母净利润大幅增加至 16.44 亿元。2025H1 公司实现营业收入 39.31 亿元，同比+218.34%，实现归母净利润 8.25 亿元，同比+187.60%。

图 3：2019-2025H1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 4：2019-2025H1 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

常乐注入前公司业绩水电筑底，风光增长迅速；常乐注入后火电成业绩支柱。2023 年及以前，公司主要营收及毛利部分为水电，其占总营收比例长期超过 50%，夯实业绩根基；风光部分营收及毛利随装机逐年增长，占比持续扩张。但随着常乐电厂完成注入，其代表的火电板块占营收及毛利占比均接近 70%，成为公司业绩支柱。2024 年，公司火电/水电/风电/光伏的营收分别为 60.7/14.9/7.65/3.29 亿元，毛利分别为 21.39/4.68/3.64/1.00 亿元。

图 5：2020-2025H1 公司板块营收情况（亿元）

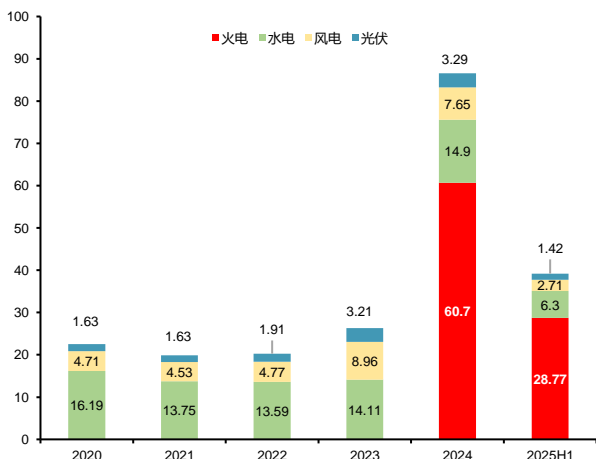
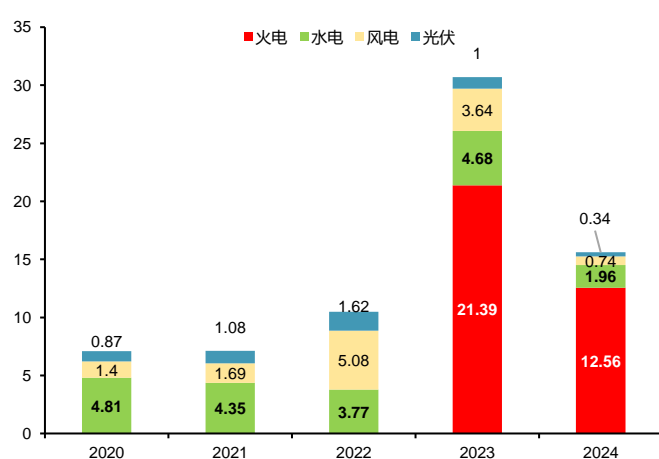


图 6：2020-2024 年公司板块毛利占比情况（亿元）

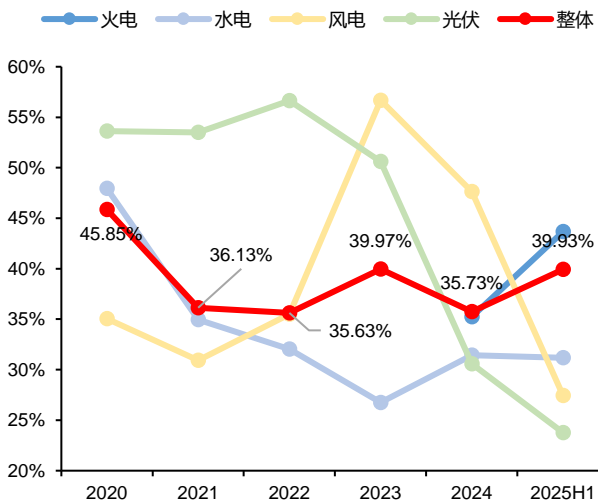


资料来源：iFind，信达证券研发中心

资料来源：iFind，信达证券研发中心

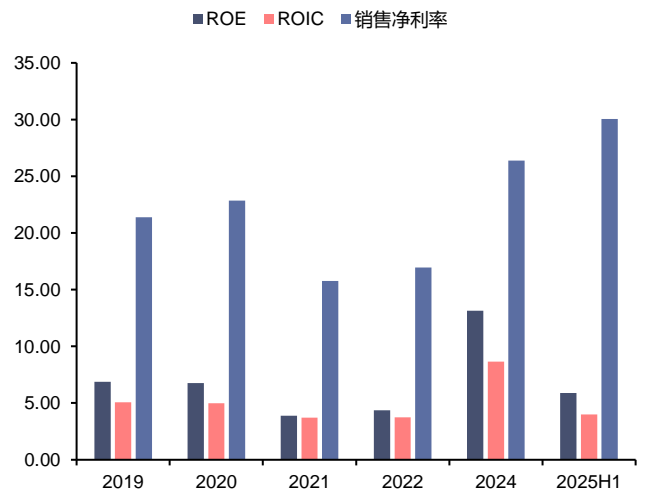
公司毛利率常年维持小幅波动，常乐电厂注入后生产及销售等利润率指标均出现大幅提升。2024 年公司整体毛利率 35.73%，近四年内维持在 35~40%之间，仅有小幅波动。常乐电厂注入后销售利润率指标均出现大幅提升，其中 2024 年公司 ROE 实现 13.15%，同比大幅提升 8.80pct；ROIC 实现 8.64%，同比大幅提升 4.91pct；销售净利率实现 26.37%，同比大幅提升 9.41pct。整体看，常乐电厂注入前公司盈利能力依靠水电板块业绩表现基本保持稳定，常乐公司注入后公司生产及销售等利润率指标均实现大幅提升。

图 7：2020-2025H1 年公司分板块业务毛利率情况



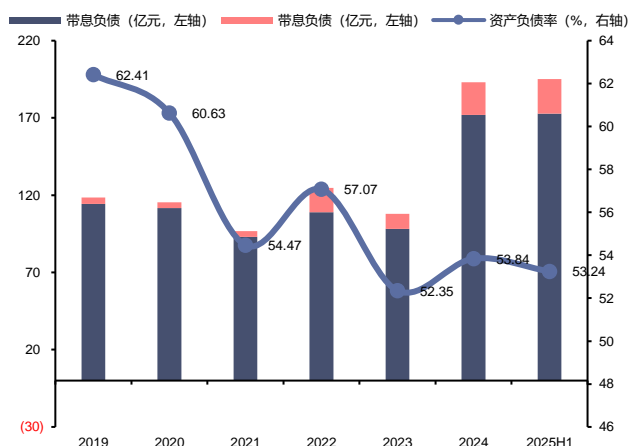
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 8：2020-2025H1 公司 ROE、ROIC 及销售净利率情况 (%)

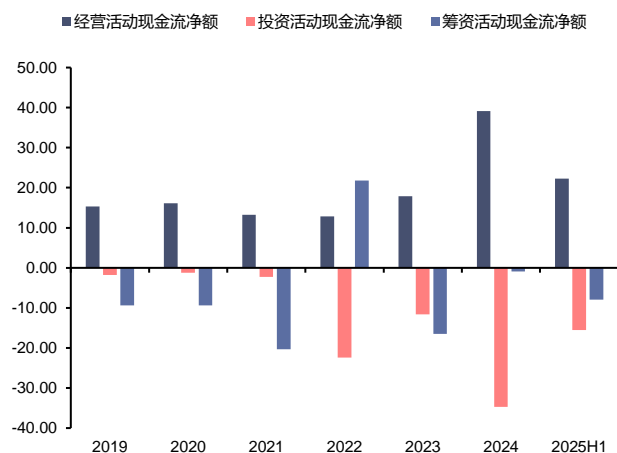


资料来源：iFind，信达证券研发中心

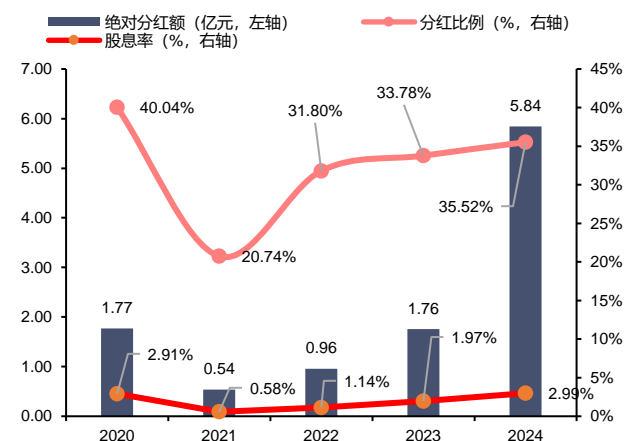
在建项目开支基本稳定，后续扩表空间充足，常乐电厂注入提升股息绝对值。现金流方面，2023 年及以前，公司风电光伏项目主要集中在 2021-2022 年开工及投产，公司投资活动现金流持续上升和经营活动现金流持续上升；2024 年公司实现常乐电厂并表，投资活动现金流大幅增至 34.72 亿元，经营活动现金流大幅增至 39.14 亿元。资产负债率方面，公司资产负债率持续走低，截至 2025 年 H1 已下降至 53.24%。较低的负债率使得公司后续仍有较大的债权融资空间，有利于保障后续新项目的建设资金。分红方面，公司未来三年维持“现金分红不低于当年实现的可分配利润的 20%”的承诺，且近五年内除 2021 年外，其余年份实际分红比例在 30~40%之间。我们预计 2025 年公司在常乐电厂并表后，自由现金流有望大幅提升，逐渐具备提升股息的高分红潜力。

图 9：2019-2025H1 公司负债结构及资产负债率情况


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 10：2019-2025H1 年公司现金流情况（亿元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 11：2020-2024 年公司分红额及分红比例情况


资料来源：iFind，信达证券研发中心

二、火电：一期背靠疆煤独占外送优势，二期投产带来业绩增量

常乐一期为“陇电入湘”唯一支撑火电，二期定位甘肃省内调峰电源。截至 2025H1，公司火电板块控股机组为常乐电厂，包含一期 4×100 万千瓦在运超超临界煤电机组和二期 2×100 万千瓦在建超超临界煤电机组。其中，一期 400 万千瓦煤电机组是“陇电入湘”酒泉-湖南±800 千伏特高压直流输电工程唯一配套调峰火电项目，电量通过祁韶直流直送湖南省内消纳。2023 年 4 月，常乐公司二期 2×100 万千瓦机组开工建设，主要作为甘肃省内调峰电源使用。2025 年 9 月 6 日，常乐二期 5 号机组已经通过 168 小时满负荷试运行，正式投入商业运营；我们预计 6 号机组有望于 9 月底实现投产运营。

表 1：甘肃能源控股在运在建火电装机情况（截止至 2025H1，万千瓦）

控股在运装机	控股装机容量	权益比例	权益装机容量	电源类型	其他主要参 股股东	机组类型	电厂投产时间	电量销售地
常乐一期	400	66%	264	煤电	华润电力 (34%)	超超临界	2023.12	湖南

控股在建装机	控股装机容量	权益比例	权益装机容量	电源类型	其他主要参 股股东	机组类型	电厂投产时间	电量销售地
常乐二期	200	66%	132	煤电	华润电力 (34%)	超超临界	2025 年三季度 (预计)	甘肃

资料来源：常乐电厂资产评估报告，常乐之声，信达证券研发中心

2.1 燃料成本：背靠疆煤外运区位，燃料成本优势凸显

电厂直连兰新铁路，使用疆煤区位优势便捷。常乐电厂地处酒泉市瓜州县布隆吉乡柳沟工业园区，距新疆哈密市仅约 400 公里；厂址南靠兰新铁路，并以专用线接至兰新铁路柳沟站。兰新铁路是沟通新疆与内地的主要铁路通道，也是疆煤外运的主干线。常乐电厂凭借其区位优势，主要煤炭采购来源于疆煤，主要供应商包括广汇能源、新疆能源集团、潞安新疆煤化工集团、天池能源等疆内煤炭企业。

图 12：兰新铁路通道地理位置示意



资料来源：丁海涛《兰新铁路通道运输格局优化研究》，信达证券研发中心（注：标红星处为常乐电厂大致位置）

表 2：常乐电厂前五名原材料供应商情况及当期采购金额占比情况

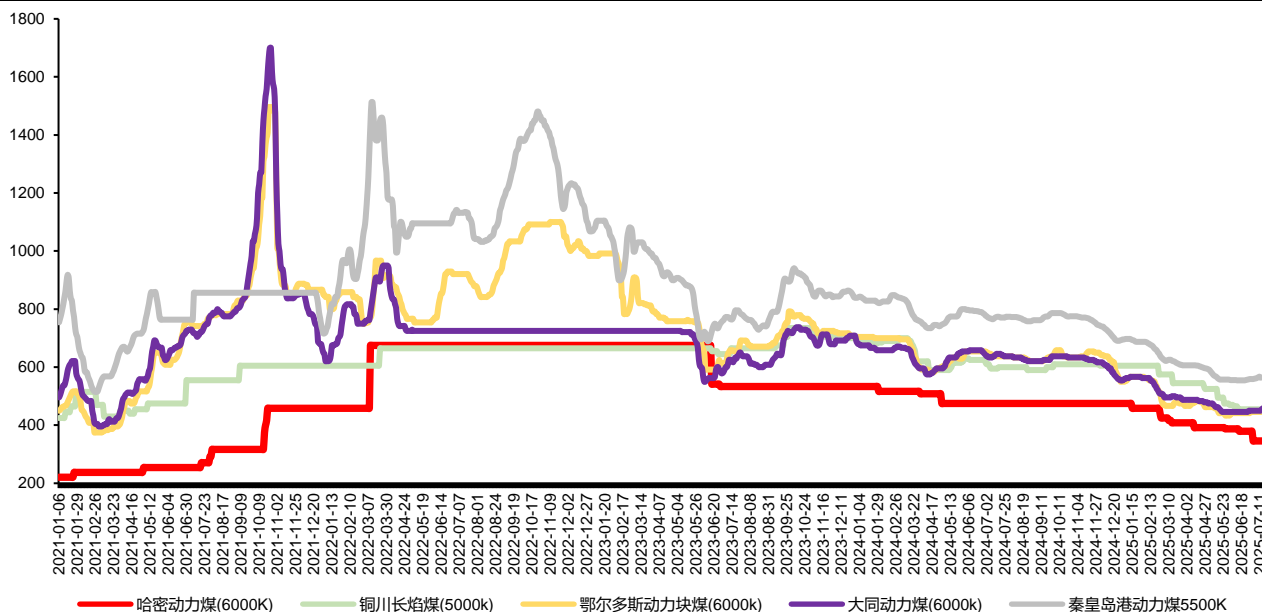
2022			2023		2024（1-3 月）	
名称	占比		名称	占比	名称	占比
1 广汇能源	45.64%		新疆能源集团	25.81%	新疆能源集团	37.61%
2 天津利诚供应链管理有限公司	9.16%		广汇能源	18.09%	潞安新疆煤化工集团	10.34%
3 窑街煤电集团	8.88%		潞安新疆煤化工集团	10.82%	窑街煤电集团	8.05%
4 潞安新疆煤化工集团	7.87%		窑街煤电集团	10.04%	新疆天池能源	7.30%
5 新疆国合能源有限责任公司	5.81%		甘肃陇能煤炭物流有限公司	9.04%	巴里坤新晟源煤炭商贸	6.40%

资料来源：甘肃能源重大资产重组报告书，信达证券研发中心（注：天津利诚为瓜州广汇能源的合作单位，承接部分瓜州广汇由白石湖矿至柳沟煤场的运输服务）

疆煤市场价格独立运行，常乐用煤成本偏低&稳定。通常煤电机组的成本中，约 70%以上是燃料成本，其余还包括折旧、人工、其他等部分成本。据常乐电厂资产评估报告，2022-2024 年 Q1 期间其主营业务成本为燃料费和折旧费，平均占比分别为 79.90%和 9.59%。据信达

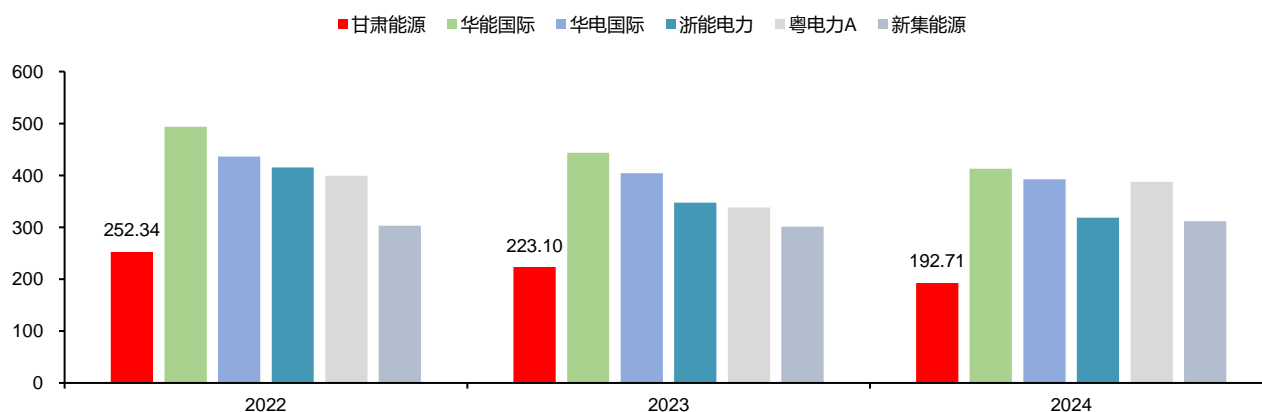
能源团队《疆煤外运竞争力分析》研究报告的结论，由于疆煤出疆运距较远，吨煤运输经济性处劣势，疆煤外运辐射区间主要为西北地区（主要为甘青宁三地）和西南地区（主要为川渝云贵四地）。在运费刚性支撑下，疆煤坑口价不仅偏低，且与晋陕蒙坑口价及秦港港口价的联动性相对较弱。换言之，疆煤市场运行相对独立，价格较低且更为稳定。常乐电厂背靠价格偏低且走势稳定的疆煤，长期可实现稳定且有相对优势的入炉标煤价格。自 2022 至 2024M1-8，常乐电厂入炉标煤单价分别为 625.39/576.21/509.19 元/吨（7000K 不含税），其度电营业成本持续低于同行业全国性及区域性火电公司。

图 13：疆煤坑口价与晋陕蒙煤炭坑口价、秦港港口价对比情况（元/吨，均折算至 5000K）



资料来源：CCTD，信达证券研发中心

图 14：2022-2024 年主要火电公司火电板块度电成本（元/兆瓦时）

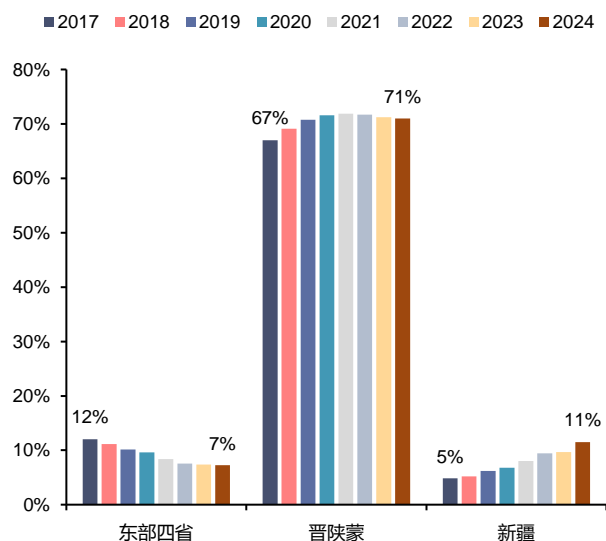


资料来源：各公司年报，信达证券研发中心

展望后续，全国煤炭供需紧张的情形自 2023 年以来持续缓解，且新疆煤炭的潜在增量产能丰富，我们预计疆煤价格有望长期保持较低且较稳定的水平，对应常乐电厂将长期保持有竞

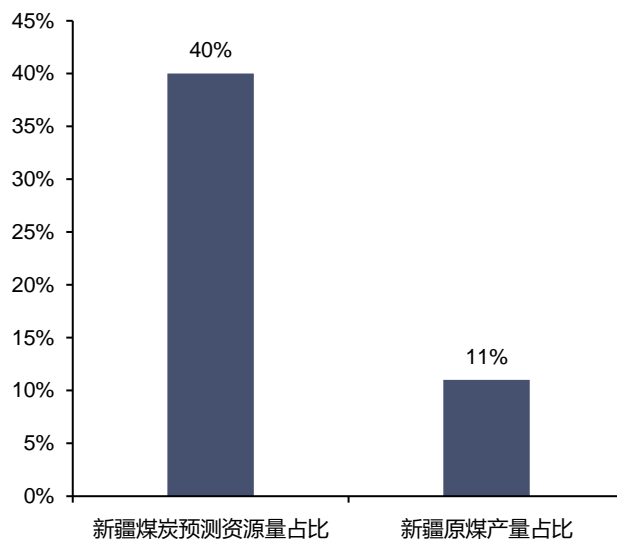
争力的燃料成本。

图 15: 2017-2024 年不同地域煤炭产量占全国比重



资料来源: CCTD, 信达证券研发中心 (注: 东部四省为山东、安徽、河北和河南)

图 16: 新疆煤炭储量占全国比重远高于产量占比

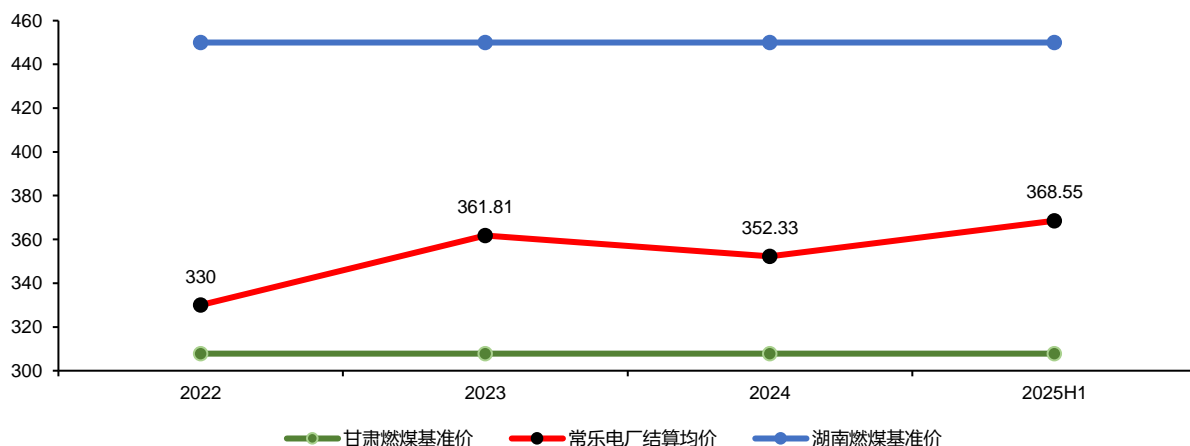


资料来源: CCTD, 新疆煤炭交易中心, 信达证券研发中心 (注: 新疆原煤产量占比为 2024 年数据)

2.2 电价情况：一期外送挂钩湖南电价浮动，二期送省网电价更高，甘肃容量电价新政利好二期收入

外送湖南电价：执行“基准电价+浮动电价”机制，价格波动较为平稳，容量电价执行湖南标准。根据常乐电厂资产评估报告，常乐一期与国网湖南省电力有限公司以“点对网”形式签订《2022 年甘肃电投常乐电厂送电湖南交易价格协议》、《2023 年甘肃电投常乐电厂送电湖南交易价格协议》对电量电价进行约定，以及签订《2024-2028 年甘肃电投常乐电厂送电湖南交易价格协议》对电量电价及容量电价进行约定。综合来看，常乐电厂外送湖南的电量电价执行“基准电价+浮动电价”机制，容量电价则按湖南当地容量电价标准执行。就 2024-2028 年电价情况来看，常乐一期执行 320 元/兆瓦时的基准价，以湖南省内燃煤火电中长期交易当月合同电量均价（以下简称湖南煤电均价）的 480~496 元/兆瓦时设定区间。当湖南煤电均价在区间内时，常乐一期上网电价执行基准价；当湖南煤电均价超出区间时，常乐一期上网电价按湖南煤电均价与区间上下限之差，乘以基准价与区间上限/下限的比值后叠加基准价实现上下浮动。综合来看，常乐一期外送湖南，已经得到相较甘肃更优的煤电容量电价。上网电价定价模式优异，其基准价高于省内煤电基准价（307.8 元/兆瓦时）；尽管同样需要对标湖南煤电均价进行浮动，但相较于传统省调机组，浮动部分不仅具有 480~496 元/兆瓦时对应的“基准区间”，且在“基准区间”外的浮动部分还享受约六五折的“折扣”（基准价 320 元/兆瓦时与区间上限 480 元/兆瓦时/下限 496 元/兆瓦时之差的比值分别为 0.67/0.65），浮动部分的波动幅度因而大幅收窄，有效平抑其上网电价的波动。除此之外，一期外送湖南的容量电价政策执行受端省份湖南标准，2024-2025 年为 165 元/千瓦·年（含税）。根据国家发改委，对煤电转型较快，机组利用小时数较低的地方安排适当调高的煤电容量电价标准，湖南容量电价即高于全国大部省市区水平；且 2026 年其有望提升至回收煤电固定成本的 70% 水平。

图 17: 2022-2025H1 年常乐电厂上网电价情况与甘肃、湖南燃煤基准价对比 (元/兆瓦时)



资料来源: 甘肃能源资产评估报告, 信达证券研发中心

表 3: 常乐电厂历年送电协议内容

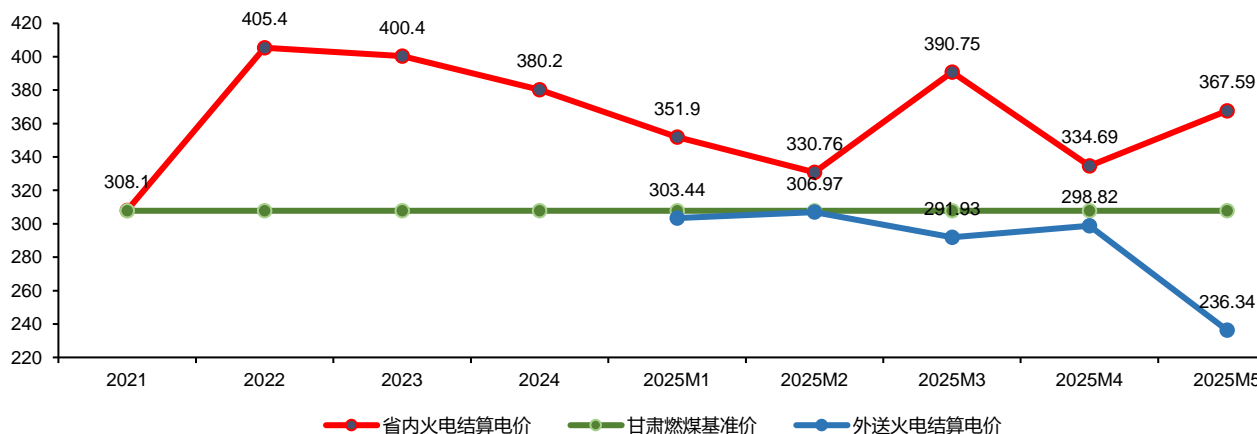
名称	内容
2022 《2022 年甘肃电投常乐电厂送电湖南交易价格协议》	<ul style="list-style-type: none"> 2022 年 1 月: 常乐电厂送湖南上网电价执行固定价 369.36 元/兆瓦时。 2022 年 2-12 月份: 按“基准电价+浮动电价”方式确定。其中, 基准电价为祁韶直流长期送受电合作协议约定的 285 元/兆瓦时; 浮动电价与甘肃及湖南月度代理购电火电价格挂钩。 当甘肃月度代理购电火电价格<285 元/兆瓦时, 常乐电厂上网电价=甘肃月度代理购电火电价格; 当 285 元/兆瓦时≤甘肃月度代理购电火电价格<296.4 元/兆瓦时, 常乐电厂上网电价=285 元/兆瓦时; 当甘肃月度代理购电火电价格≥296.4 元/兆瓦时, 常乐电厂上网电价=甘肃月度代理购电火电价格-307.8 元/兆瓦时+11.4 元/兆瓦时。 当湖南月度代理购电火电价格-输电费用 (祁韶直流为 63.7 元/兆瓦时) -前述计算上网电价<15 元/兆瓦时, 常乐电厂上网电价=湖南月度代理购电火电价格-输电费用-15 元/兆瓦时。
2023 《2023 年甘肃电投常乐电厂送电湖南交易价格协议》	<ul style="list-style-type: none"> 年度交易: 常乐电厂上网电价=甘肃月度代理购电火电价格, 原则上不超过 369.36 元/兆瓦时。 当湖南月度代理购电火电价格-输电费用 (祁韶直流为 63.7 元/兆瓦时) -前述计算上网电价<15 元/兆瓦时, 常乐电厂上网电价=湖南月度代理购电火电价格-输电费用-15 元/兆瓦时。 月度、月内常乐电厂增送交易价格与年度交易当月上网电价保持一致。
2024 《2024-2028 年甘肃电投常乐电厂送电湖南交易价格协议》	<ul style="list-style-type: none"> 2024-2025 年容量电价标准为 165 元/千瓦·年 (含税)。 按照“基准电价+浮动机制”原则月度确定电价, 基准价设定为 320 元/兆瓦时, 以湖南省内燃煤火电中长期交易当月合同电量均价 (以下简称湖南煤电均价) 的 480~496 元/兆瓦时设定区间。当湖南煤电均价在区间内时, 常乐电厂上网电价执行基准价; 当湖南煤电均价上浮/下浮超出区间时, 常乐电厂上网电价按湖南煤电均价与区间上限/下限之差, 乘以基准价与区间上限/下限的比值, 叠加基准价实现上下浮动。

资料来源: 甘肃能源重大资产重组报告书, 信达证券研发中心

送甘肃省内电价: 电量电价高于外送, 容量电价获超预期提升。根据常乐电厂资产评估报告, 常乐二期 (5-6 号机组) 定位为甘肃省内调峰电源, 投运后将参与甘肃电力中长期市场交易及现货市场交易。就甘肃历史火电结算电价情况来看, 2021-2024 年甘肃省内火电全年结算均价分别为 308.1 元/兆瓦时、405.4 元/兆瓦时、400.4 元/兆瓦时、380.2 元/兆瓦时; 2025 年 1-5 月甘肃省内火电月度结算均价在 330~390 元/兆瓦时区间波动, 不仅高于甘肃燃煤基准价 307.8 元/兆瓦时, 同样远高于外送火电结算均价。此外, 7 月 14 日甘肃省发展和改革委员会发布关于公开征求《甘肃省关于建立发电侧容量电价机制的通知 (征求意见稿)》意见的公告。本次甘肃容量电价新政的主要亮点在于超预期提升容量电价标准。按照 2023 年国家发改委“1501”号文, 甘肃 2024-2025 年煤电容量电价标准为 100 元/千瓦·年, 并有望于

2026 年提升至不低于 165 元/千瓦·年。但此次新政直接将煤电容量电价标准提升至 330 元/千瓦·年，并给予 2 年的执行期，提升幅度超市场预期；同时“以需定价”，根据容量实际需求和容量供给的供需关系市场化确定实际的容量电费。根据我们测算，我们预计 2026 年甘肃容量供需系数有望维持在 70% 左右。因而最终结算的容量电费水平依旧高于原先“1501”号文的 50% 水平。2025 年年中投运的常乐二期将有望实现容量电费收入的超预期提升。

图 18: 2021-2025M5 甘肃省内及外送火电结算均价情况（元/兆瓦时）

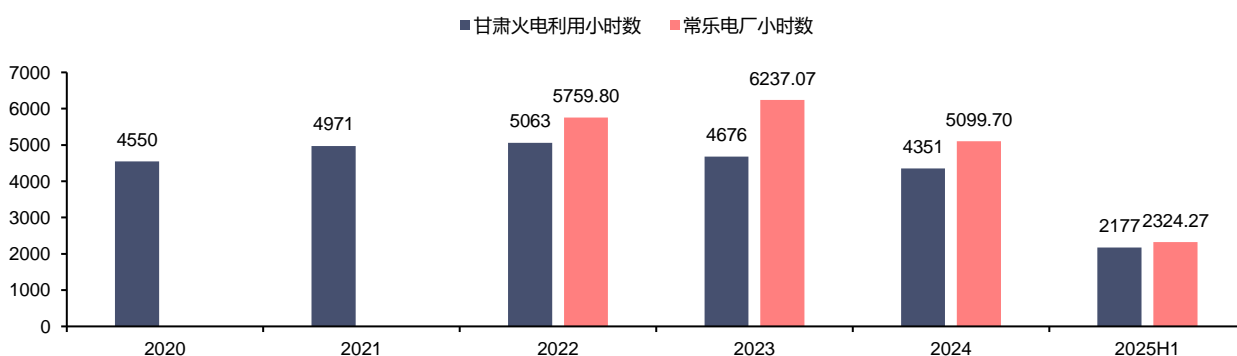


资料来源：甘肃电力交易中心，甘肃能源资产评估报告，信达证券研发中心

2.3 电量情况：外送电量消纳协议保证，省内调峰定位小时数有限

外送电量方面，湖南省政府、甘肃省人民政府以及国家电网等相关方已签署协议确保常乐公司长期稳定优先向湖南送电。根据《甘肃省人民政府、湖南省人民政府、国家电网有限公司关于甘肃酒泉至湖南湘潭特高压直流输电工程长期送受电合作协议》及其补充协议，常乐公司 1 至 4 号机组作为甘肃至湖南±800 千伏特高压祁韶直流输电工程配套调峰火电项目，与甘肃河西走廊清洁能源基地的新能源电力打捆送至湖南，机组利用效率不低于湖南省同类型发电机组平均利用小时；优先安排配套电源送电，配套火电与配套新能源打捆外送，2024 年开始每年输送电量 340 亿千瓦时以上（常乐电厂 200 亿千瓦时），上述协议有效期至 2039 年 12 月（有效期 20 年）。常乐电厂外送电量通过两省政府及电网的三方协议形式进行确定，电量消纳长期有保证。省内电量方面，2021-2024 年甘肃省内火电利用小时数持续下行，但依然维持在 4000 小时以上。因而我们预计常乐二期投产后依然可以至少维持 4000 小时左右的利用小时。

图 19: 2020-2025H1 甘肃火电及常乐电厂小时数变化情况（小时）



资料来源：甘肃省工信厅，北极星电力市场网，公司公告，信达证券研发中心

三、水电：甘肃小水电量价稳定，电源稀缺性凸显，控参股机组共筑公司业绩基石

公司水电机组概况：均为甘肃省内小水电，总容量 **170 万千瓦**。截至 2025H1，公司控股水电装机容量 170.02 万千瓦。公司水电装机均为 2~30 万千瓦的小机组，主要分布在白龙江、黑河、大通河、洮河以及黄河干流流域，分别于九甸峡水电、河西水电、炳灵水电、大容水电四个子公司体内运营（洮河水电于 2022 年整体被吸收合并至九甸峡水电）。

表 4：甘肃能源控股水电站情况（截至 2025H1）

运营主体	权益比例	水电站名称	装机容量（万千瓦）	标杆电价（元/兆瓦时）	投产时间
九甸峡水电	74.51%	九甸峡	30	357.35	2008 年 12 月
		莲峰	2	257	2014 年 4 月
		三甲	3.15	265	1997 年 9 月
		海甸峡	6	255.94	2006 年 5 月
		莲麓	6.6	262.7	2011 年 8 月
		峡城	3.75	272	2011 年 8 月
		吉利	2	257	2011 年
河西水电	96.62%	龙首	5.9	257.87/144.87	2001 年 7 月
		西流水	15.7	257.87/144.87	2004 年 9 月
		龙汇	1.3	232	2007 年 9 月
炳灵水电	55.43%	炳灵（寺沟峡）	24	249.08	2009 年 6 月
		河口	7.4	272.36	2010 年 10 月
		天王沟	5.1	246.57	2008 年 6 月
		朱岔峡	3.4	255.3	2006 年 4 月
		水泊峡	5.7	262.7	2010 年 4 月
大容水电	100%	大立节	4.02	255	2009 年 9 月
		石门坪	1.5	232	2006 年
		橙子沟	11.5	293.61	2014 年 8 月
		杂木寺	2.3	257	2010 年 12 月
		神树	5.2	262.7	2021 年 10 月
		三道湾	11.2	235.66	2009 年 7 月
		宝瓶	12.3	293.61	2012 年

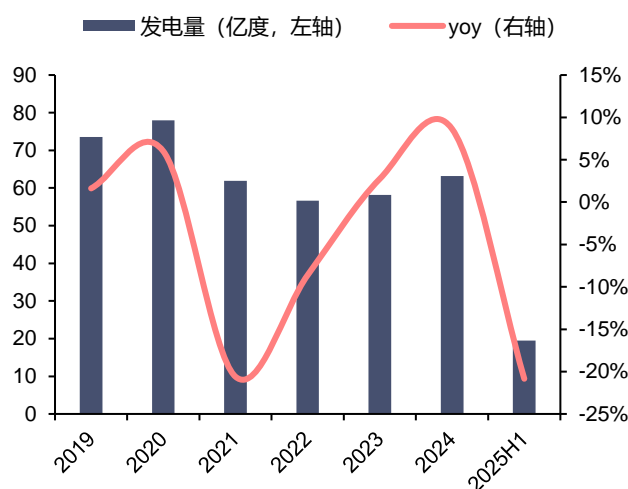
资料来源：公司公告，中华工控网，北极星水力发电网，国际电力网，中国水力发电工程学会，康乐县人民政府，北极星电力技术网，甘肃省生态环境厅，中国水利报社，新浪新闻，天祝藏族自治县人民政府，中国能源网，舟曲县人民政府，甘肃经济信息网，信达证券研发中心

水电板块营收及利润：营收与利润与来水相关性较强，水电电价稳中上行。水电板块的收入主要取决于来水水量情况与水电上网电价机制情况。**水量方面**，由于公司水电机组规模有限，其发电量直接与当季流量直接挂钩，波动较大。**电价方面**，据公司公告，甘肃省在 2019 年调整水电优先发电计划，叠加要求水电参与市场化交易，导致公司水电市场化交易比例处于高位，造成公司电站上网电量平均结算电价持续下降；从 2022 年开始，甘肃年度电力交

易中水电由政府委托甘肃省电力公司采购，企业不再自主参与交易。2025 年，公司水电参加中长期及现货市场交易，其中中长期价格以 257.5 元/兆瓦时挂牌。2025 年上半年，公司水电板块平均上网电价 375.75 元/兆瓦时，同比实现大幅上涨。

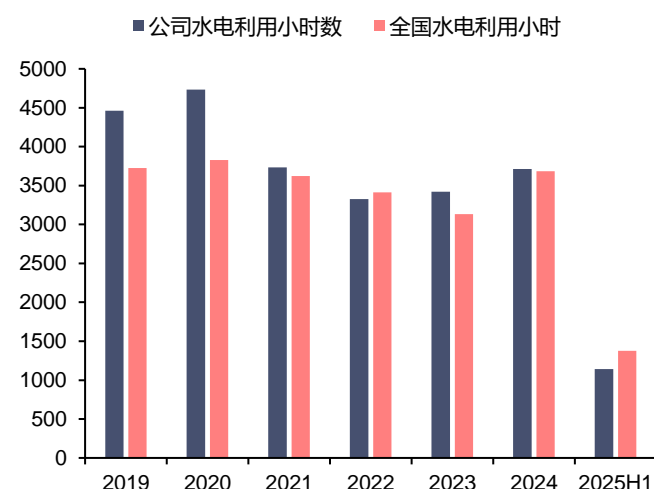
水电板块成本构成：折旧占主要部分，预计 2030-2040 年间逐步到期。水电板块的成本主要包含折旧、人工和其他运营成本，且折旧占主要部分。公司 2024 年水电板块成本中，折旧、人工及其他三项分别为 4.58 亿元、3.53 亿元和 2.32 亿元。由于公司水电装机大部分于 2000-2010 年左右投产，按照水电设备、大坝及厂房折旧年限集中于 30-40 年计，公司水电板块折旧有望于 2030-2040 年间逐步到期。折旧到期后机组利润有望呈现明显提升。

图 20：2019-2025H1 公司水电发电量情况



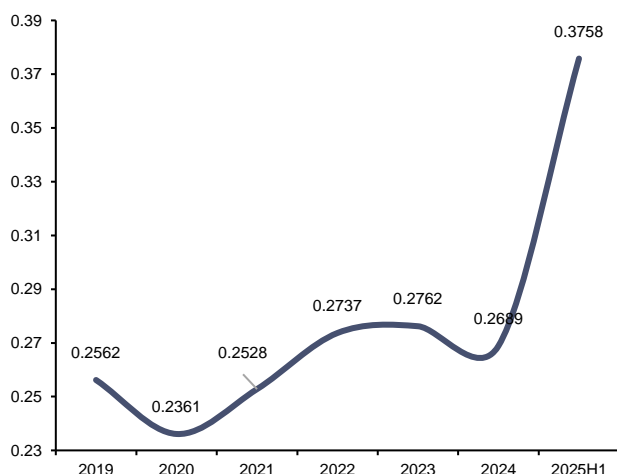
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：2019-2025H1 公司及全国水电利用小时数情况（小时）



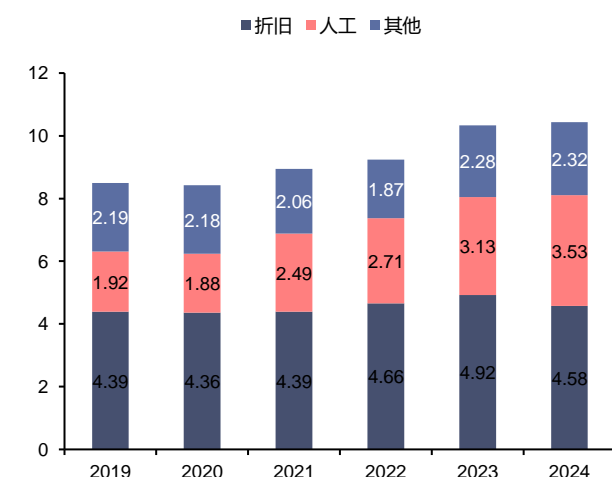
资料来源：中电联，公司公告，信达证券研发中心

图 22：2019-2025H1 公司水电上网电价情况（元/千瓦时）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23：2019-2024 年公司水电板块成本结构情况（亿元）

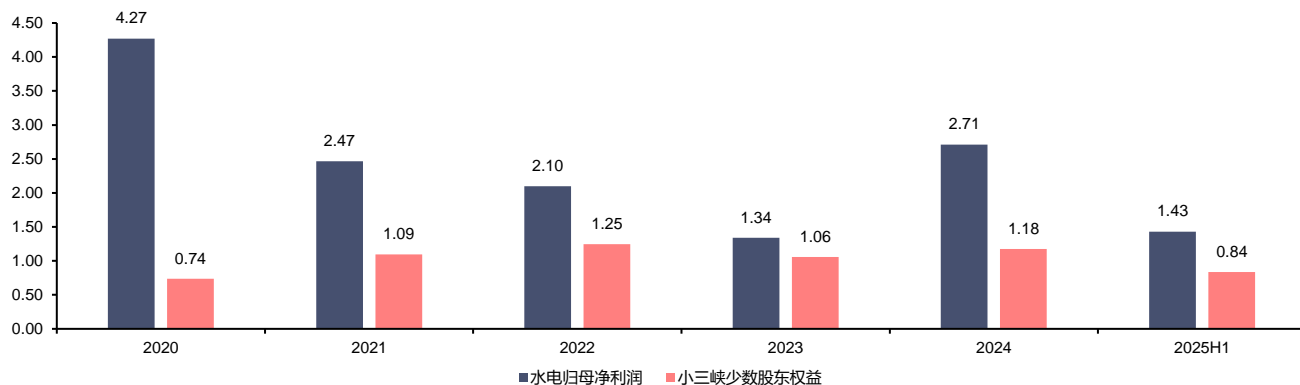


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

大比例参股国投小三峡公司，参控股水电共筑业绩基石。除控股水电外，公司还大比例参股国投小三峡 32.57% 股权。国投小三峡公司是国投电力重要水电子公司，包括大峡、小峡、乌金峡三部分，合计机组容量 75.45 万千瓦。其电价结算方式与公司控股水电相同，均为挂

牌参加中长期交易和现货市场。国投小三峡公司整体经营业绩稳定，近五年年均为公司贡献 1 亿元左右的投资收益；参控股水电合计稳定贡献归母净利润约 3~4 亿元，共筑公司业绩基石。

图 24：2020-2025H1 公司参控股水电部分归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、新能源：装机电量以风电为主，未来成长潜力较大

公司新能源装机电量以风电为主，装机电量实现稳步增长。截至 2025H1，公司控股风电与光伏装机分别为 110.35 万千瓦和 73.6 万千瓦，主要分布在甘肃河西地区。2022-2023 年，公司新投建的麻黄滩风电场、盐滩池风电场、瓜州、永昌河清滩、凉州九墩滩等风电光伏项目逐步投产，为公司新能源板块装机和电量带来增长。虽然新投产项目均为平价项目，上网电价不含补贴，但新投产项目低成本优势同样拉低新能源板块折旧。从利用小时数来看，长期以来公司风电项目小时数略低于全省平均，但光伏项目小时数高于全省平均。从利用小时数来看，长期以来公司风电项目小时数略低于全省平均，但光伏项目小时数高于全省平均。

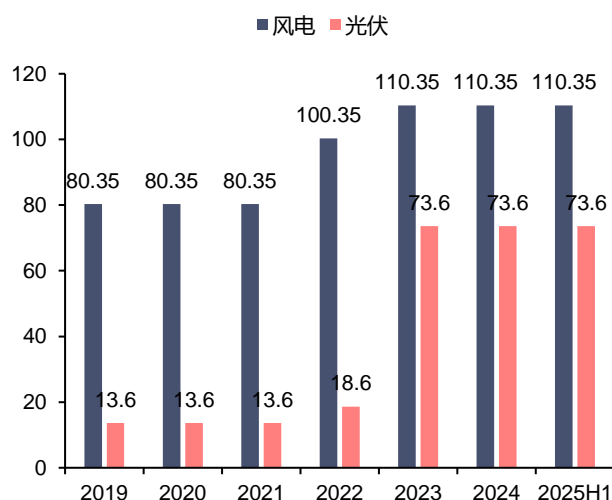
表 5：甘肃能源控股在运新能源装机情况（截止至 2025H1）

风电项目	装机容量（万千瓦）	项目位置	标杆电价（元/兆瓦时）
北四风电场	20.10	酒泉瓜州	520.60
千五风电场	20.10	酒泉瓜州	520.60
千六风电场	20.10	酒泉瓜州	520.60
安北风电场	20.05	酒泉瓜州	540
麻黄滩风电场	20	玉门市	307.8
盐滩池风电场	10	张掖高台	307.8
合计	110.35		
光伏项目	装机容量（万千瓦）	项目位置	标杆电价（元/兆瓦时）
玉门一期	0.9	酒泉玉门市	1000
玉门二期	0.9	酒泉玉门市	1000
玉门三期	0.9	酒泉玉门市	1000
高台一期	0.9	张掖高台	900
高台二期	5	张掖高台	900
凉州一期	1	武威凉州	1150
凉州二期	4	武威凉州	1000

瓜州北大桥	5	酒泉瓜州	307.8
瓜州干河口	20	酒泉瓜州	307.8
永昌河清滩	30	金昌永昌	307.8
凉州九墩滩	5	武威凉州	307.8
合计	73.6		

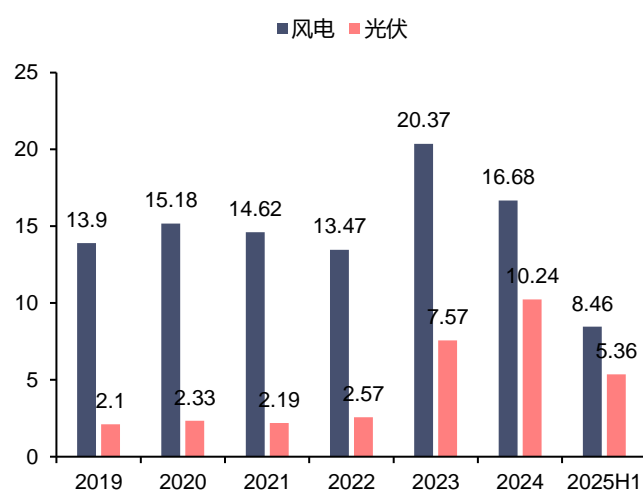
资料来源：甘肃电投能源发展股份有限公司 2025 年度第一期中期票据募集说明书，信达证券研发中心

图 25: 2019-2025H1 公司新能源板块装机情况 (万千瓦)



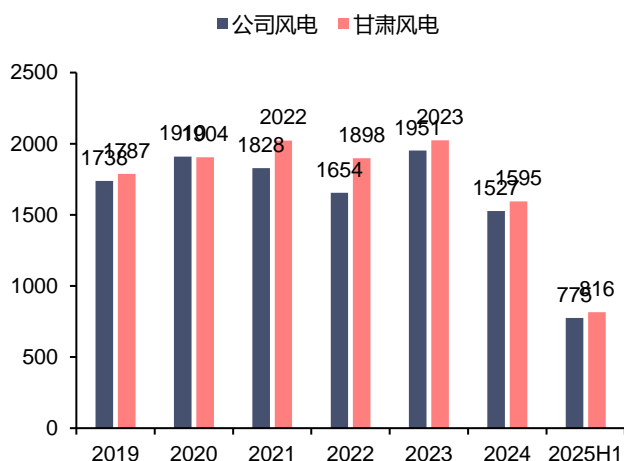
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26: 2019-2025H1 公司新能源板块上网电量情况 (亿千瓦时)



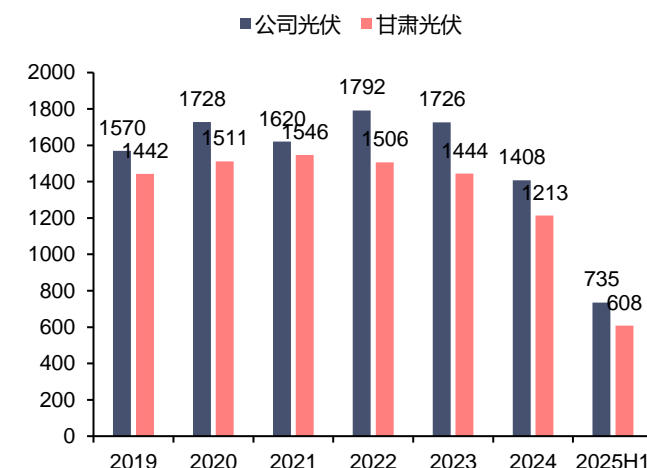
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27: 2019-2025H1 公司风电利用小时数情况 (小时)



资料来源：公司公告，甘肃电力交易中心有限公司，信达证券研发中心

图 28: 2019-2025H1 公司光伏利用小时数情况 (小时)

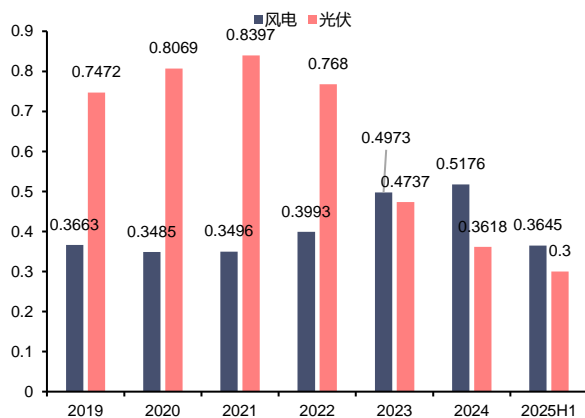


资料来源：公司公告，甘肃电力交易中心有限公司，信达证券研发中心

甘肃“136”号文存量项目保障一般，市场价格走低致使毛利收窄。2025 年 7 月，甘肃发改委发布关于公开征求《甘肃省深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展实施方案（征求意见稿）》意见的公告，正式官宣“136”号文衔接落地，甘肃新能源全面入市。就衔接机制来看，甘肃对存量项目电价及执行期限保护较为到位：机制电价执行燃煤基准价 0.3078 元/千瓦时，且执行年限按照 2025 年 5 月底项目剩余全生命周期合理利用小时数对

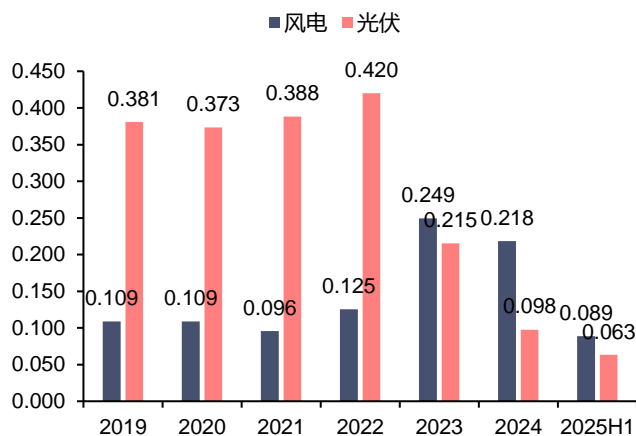
应年份与投产满 20 年对应年份两者较早者确定。但甘肃仅给予存量项目 154 亿千瓦时的电量保障，以 2024 年甘肃风电光伏上网电量合计 794.93 亿千瓦时计，存量项目保障比例不到 20%；且考虑到甘肃对扶贫类、特许经营权类、分布式光伏、平价示范、光热发电项目上网电量全额纳入机制电量范围，对分散式风电及国家能源局以国能新能〔2014〕541 号）批复的风电项目、保障性平价项目按照风电年发电利用小时数 1800 小时、光伏年发电利用小时数 1160 小时纳入机制电量范围，剩余机制电量由存量项目按装机容量分摊，常规集中式新能源项目保障比例或远低于 20%。同时，甘肃对增量项目仅给予 80% 的电量纳入上限和 12 年的执行期限。综合来看甘肃存量项目机制电量保障一般，增量项目执行期限较短。2025 年上半年，新能源入市对公司新能源电价及利润影响较大：风电上网电价同比-18.61 分/千瓦时，光伏上网电价同比-6.22 分/千瓦时。酒汇公司仅实现净利润 0.25 亿元，同比-1.94 亿元。

图 29: 2019-2025H1 公司风光上网电价 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 2019-2025H1 公司风光板块度电毛利 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司储备新能源项目 610 万千瓦，后续产能扩张潜力较大。公司目前获得核准的新能源项目多达 610 万千瓦，包含腾格里沙漠大基地项目中凉州九墩滩 300 万千瓦光伏项目和民勤南湖 100 万千瓦风电项目、永昌河清滩 10 万千瓦光伏发电项目、甘肃庆阳东数西算产业园区绿电聚合试点项目一期工程 100.025 万千瓦新能源项目、以及民勤 100 万千瓦风光电一体化项目。其中，庆阳绿电项目配合数据中心建设落地、腾格里沙漠大基地项目或将以外送形式进行消纳，项目利用小时数与上网消纳电量均有较强保障。相对于公司目前约 180 万千瓦的新能源项目装机，公司后续新能源产能扩张潜力较大，有望给公司持续带来业绩增长。

表 6: 甘肃能源控股在手新能源项目情况 (截止至 2025H1)

项目名称	项目容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机容量 (万千瓦)	风电规模 (万千瓦)	光伏规模 (万千瓦)	参股方
凉州九墩滩	300	51%	153	0	300	华润电力新能源
民勤南湖	100	51%	51	100	0	华润电力新能源
庆阳绿电聚合	100	100%	100	75	25	/
民勤风光电一体化	100	70%	70	50	50	中国电工西北院、中船海装、中能建建筑
永昌河清滩	10	100%	10	0	10	/
合计	610		384	225	385	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

五、潜在资产注入：集团在手火电在运在建合计 4.67GW，煤价下行扭亏为盈注入可期

集团火电资产有望全部注入上市公司，煤价下行火电资产扭亏为盈。除常乐公司以外，公司控股股东甘肃电投集团旗下还有武威、张掖、金昌三家火电公司，合计在运装机 2.67GW，在建装机 2GW。三家电厂由西向东分别分布在甘肃省武威、张掖、金昌三市，与疆煤主要产地哈密距离由近及远分别有 700~1000km 不等。按照股东同业竞争承诺，其旗下火电资产需注入上市公司。三家电厂连续遭遇 2017-2018 年和 2021-2023 年煤价大幅上行致使利润下滑甚至亏损，因而未能实现注入上市公司。但 2024 年下半年以来煤价逐步走低，三家公司利润逐步转好。2024 年，张掖/武威/金昌三个电厂净利润分别实现 1.79/4.26/0.33 亿元，其中张掖与金昌电厂较 2022-2023 年实现扭亏为盈。随着 2025 年煤价进一步下行，我们认为三个电厂盈利水平有望进一步提升，并最终实现注入上市公司，成为公司火电板块的增量产能。

表 7：甘肃省电投集团未上市火电资产情况

在运电厂	容量 (万千瓦)	权益比例	机组类型	建成年份	疆煤运距 (哈密)	2022 年净利润 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)	2024 年净利润 (亿元)
电投张掖	2 × 32.5	66.32%	亚临界热电联产	2005.11/2006.07	700km	-0.32	1.12	1.79
电投金昌	4 × 33	100%	亚临界热电联产	2009.12/2012.12/2014.03	900km	-0.86	-6.29	4.26
电投武威	2 × 35	62.38%	超临界热电联产	2017.12	1000km	0.45	0.39	0.33
在建电厂								
张掖二期	2 × 100	66.32%	超超临界 纯凝	预计 2025 年底				

资料来源：甘肃电投张掖发电有限责任公司，甘肃经济信息网，中国经济新闻网，甘肃电投武威热电有限责任公司，甘肃省电力投资集团有限责任公司 2025 年度第三期中期票据募集说明书，甘肃能源重大资产重组报告书，甘肃省电力投资集团有限责任公司 2025 年度第三期中期票据信用评级报告，信达证券研发中心

六、盈利预测与投资评级

6.1 盈利预测

核心假设：

公司现有在建资产情况：公司目前在建项目仅为火电常乐二期 6 号机组，我们预计于 2025 年 9 月底投产；在手待开发项目包括凉州九墩滩 300 万千瓦光伏项目、永昌河清滩 100MW 光伏发电项目、甘肃庆阳东数西算产业园区绿电聚合试点项目一期工程 100 万千瓦新能源项目、民勤 100 万千瓦风光电一体化项目、民勤南湖 100 万千瓦风电项目，合计约 610 万千瓦。假设 2025-2027 年公司项目逐步进行开发投产，同时暂不考虑股东火电资产注入，即火电新增装机为 200/0/0 万千瓦，风电新增装机为 0/30/30 万千瓦，光伏新增装机 0/60/100 万千瓦。

电力产销量：我们预计 2025-2027 年公司火电、水电、风电、光伏利用小时数基本维持稳

定，上网电量分别为 204.37/267.40/267.40 亿千瓦时、53.32/54.98/55.82 亿千瓦时、15.86/20.16/24.47 亿千瓦时和 10.10/18.33/32.05 亿千瓦时。

电力销售价格：上网电价部分，火电由于外送电价波动较小，同时甘肃省内电力竞争格局较好，常乐电厂一期二期均可保持较为稳定的电价，我们预计 2025-2027 年上网含税电价分别为 0.320/0.310/0.300 元/千瓦时和 0.339/0.326/0.317 元/千瓦时。水电保持目前固定价格挂牌交易模式，价格基本稳定，我们预计 2025-2027 年含税价为 0.376/0.376/0.376 元/千瓦时；新能源部分由于甘肃省内装机持续增长且持续入市交易，出力同质性拉低其交易价格，2025-2027 年风电与光伏上网含税电价假定分别为 0.365/0.350/0.340 元/千瓦时和 0.300/0.260/0.240 元/千瓦时。

表 8：甘肃能源分业务板块量价假设

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
火电板块								
装机容量（万千瓦）			200	200	400	600	600	600
利用小时数（小时）			5760	6237	5100	4280	4667	4733
上网电量（亿千瓦时）			109.50	135.05	194.67	204.37	267.4	267.4
一期上网电价（元/千瓦时，含税）			0.373	0.361	0.320	0.320	0.310	0.300
二期上网电价（元/千瓦时，含税）						0.339	0.326	0.317
水电板块								
装机容量（万千瓦）	164.82	170.02	170.02	170.02	170.02	170.02	170.02	170.02
利用小时数（小时）	4732	3733	3328	3420	3715	3200	3300	3350
上网电量（亿千瓦时）	76.53	60.70	55.50	56.99	61.88	53.32	54.98	55.82
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.2361	0.2528	0.2737	0.2762	0.2689	0.3760	0.3760	0.3760
风电板块								
装机容量（万千瓦）	80.35	80.35	100.35	110.35	110.35	110.35	140.35	170.35
利用小时数（小时）	1910	1828	1654	1951	1527	1450	1450	1450
上网电量（亿千瓦时）	15.18	14.62	13.47	20.37	16.68	15.86	20.16	24.47
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.3485	0.3496	0.3993	0.4973	0.5176	0.3650	0.3500	0.3400
光伏板块								
装机容量（万千瓦）	13.60	13.60	18.60	73.60	73.60	73.60	133.60	233.60
利用小时数（小时）	1728	1620	1792	1726	1408	1400	1400	1400
上网电量（亿千瓦时）	2.33	2.19	2.57	7.57	10.24	10.10	18.33	32.05
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.8069	0.8397	0.768	0.4737	0.3618	0.3000	0.2600	0.2400

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

甘肃能源作为甘肃省内电力运营龙头旗下常规能源整合平台，背靠集团股东优势，火水风光多种电源协同发展，业绩稳定性较强；叠加未来在建及注入项目持续落地，稳健经营的同时又具有高增长潜力。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.71/22.72/23.74 亿元；对应 9 月 23 日收盘价的 PE 分别为 10.68/9.27/8.87 倍。

表 9：甘肃能源主要财务指标预测

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,968	8,695	8,949	11,189	11,511

增长率 YoY %	240.5%	24.8%	2.9%	25.0%	2.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,172	1,644	1,971	2,272	2,374
增长率 YoY%	288.2%	40.3%	19.9%	15.3%	4.5%
毛利率%	34.1%	35.7%	37.7%	35.5%	34.7%
净资产收益率 ROE%	10.4%	12.1%	13.3%	13.9%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.51	0.61	0.70	0.73
市盈率 P/E(倍)	17.96	12.80	10.68	9.27	8.87
市净率 P/B(倍)	1.86	1.55	1.42	1.29	1.18

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测。注: 截至 2025 年 9 月 23 日收盘价

6.2 投资评级

公司兼具稳定与成长, 目前仍处低估状态。综合来看, 公司的核心优势在于其火水风光多业务板块协同发展, 以及火电板块“西电东送”外送电价及疆煤成本的双重稳定, 低波稳健的生产经营久期有望持续。作为甘肃省内电力龙头, 后续仍有绿电装机及集团火电待投运/注入, 兼顾业绩稳定性和成长确定性, 未来价值修复空间较大。我们看好公司业绩稳定与成长性, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 10: 可比公司估值

公司	收盘价 (元/股)	归母净利润(亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
华能国际	7.24	126.18	134.61	142.48	8.26	7.74	7.31
华电国际	5.09	68.45	72.61	78.04	8.33	7.85	7.31
国电电力	5.06	64.59	72.72	82.83	13.97	12.41	10.90
浙能电力	4.96	71.94	76.01	79.11	9.24	8.75	8.41
申能股份	7.74	41.21	42.89	44.65	9.19	8.83	8.48
长江电力	27.32	341.48	358.60	371.37	19.58	18.64	18.00
川投能源	14.3	50.69	53.61	55.80	13.75	13.00	12.49
平均值					11.76	11.03	10.41
甘肃能源	6.49	19.71	22.72	23.74	10.68	9.27	8.87

资料来源: iFind, 信达证券研发中心。注: (1) 国电电力为信达能源预测, 其余公司均为同花顺一致预期; (2) 收盘价截止时间为 2025 年 9 月 23 日

风险因素

（1）机组利用小时数大幅下滑及电价大幅下降的风险：公司发电业务主要为发电售电业务。若机组利用小时数出现大幅下滑，则售电量将会出现下滑。售电电量和电价的大幅下行均会对公司售电业务收入端产生较大影响。

（2）在建及规划项目进展不及预期风险：公司业绩增长依赖在建参控股及规划项目按期开工、投产、运营。若项目建设进展不及预期，公司营收及利润增速将会受到影响。

（3）煤价再度超预期大幅上行的风险：虽然公司距离煤炭产地较近，但公司主要依赖现货市场采购煤炭。若煤价再度超预期大幅上行，公司控股机组点火价差将会收窄，进而影响公司成本及利润。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,262	5,819	5,479	4,760	5,382
货币资金	2,071	2,396	2,143	1,473	2,184
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2,687	2,939	2,801	2,694	2,642
预付账款	31	6	6	7	8
存货	210	158	209	266	229
其他	264	320	320	320	320
非流动资产	28,663	30,074	33,064	37,283	40,455
长期股权投资	990	1,062	1,161	1,300	1,372
固定资产(合计)	25,970	24,733	28,405	32,978	36,403
无形资产	265	260	323	387	451
其他	1,439	4,019	3,174	2,618	2,228
资产总计	33,925	35,892	38,543	42,043	45,837
流动负债	4,509	4,228	4,119	4,346	4,319
短期借款	310	220	220	220	220
应付票据	293	119	222	260	242
应付账款	1,618	957	747	657	597
其他	2,287	2,932	2,931	3,209	3,260
非流动负债	15,703	15,098	15,798	16,698	18,098
长期借款	14,462	13,882	14,382	15,082	15,982
其他	1,241	1,216	1,416	1,616	2,116
负债合计	20,211	19,326	19,917	21,043	22,416
少数股东权益	2,401	2,999	3,778	4,675	5,553
归属母公司股东权益	11,312	13,567	14,848	16,325	17,869
负债和股东权益	33,925	35,892	38,543	42,043	45,837

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,968	8,695	8,949	11,189	11,511
同比(%)	240.5%	24.8%	2.9%	25.0%	2.9%
归属母公司净利润	1,172	1,644	1,971	2,272	2,374
同比(%)	288.2%	40.3%	19.9%	15.3%	4.5%
毛利率(%)	34.1%	35.7%	37.7%	35.5%	34.7%
ROE%	10.4%	12.1%	13.3%	13.9%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.51	0.61	0.70	0.73
P/E	17.96	12.80	10.68	9.27	8.87
P/B	1.86	1.55	1.42	1.29	1.18
EV/EBITDA	6.97	7.63	6.75	5.68	4.62

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,968	8,695	8,949	11,189	11,511
营业成本	4,592	5,589	5,575	7,217	7,519
营业税金及附加	50	64	66	83	85
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	41	53	55	69	71
研发费用	0	1	1	2	2
财务费用	530	564	572	609	669
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	121	132	403	448	460
其他	-28	42	0	13	14
营业利润	1,848	2,597	3,082	3,669	3,640
营业外收支	-6	-27	-27	-27	-27
利润总额	1,843	2,570	3,055	3,643	3,614
所得税	270	277	305	474	361
净利润	1,573	2,293	2,749	3,169	3,252
少数股东损益	401	649	778	897	878
归属母公司净利润	1,172	1,644	1,971	2,272	2,374
EBITDA	3,436	4,483	5,430	6,734	8,419
EPS(当年)(元)	0.38	0.53	0.61	0.70	0.73

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,340	3,914	5,051	6,479	8,047
净利润	1,573	2,293	2,749	3,169	3,252
折旧摊销	1,179	1,454	2,079	2,803	4,470
财务费用	556	579	620	652	698
投资损失	-121	-132	-403	-448	-460
营运资金变动	85	-292	-72	226	11
其它	68	11	77	77	77
投资活动现金流	-3,922	-3,472	-4,694	-6,602	-7,208
资本支出	-3,838	-3,517	-4,995	-6,908	-7,594
长期投资	-200	0	-102	-141	-75
其他	116	46	403	448	461
筹资活动现金流	30	-89	-610	-547	-129
吸收投资	881	1,991	0	0	0
借款	6,951	-670	500	700	900
支付利息或股息	-1,410	-869	-1,310	-1,447	-1,529
现金流净增加额	-551	353	-253	-670	711

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心负责人，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。