

证券研究报告

公司研究

点评报告

甘肃能源(000791.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

常乐机组投产+电价基本盘稳定助力业绩优异表现，新能源在建+潜在注入带来持续增量

2025年10月31日

事件: 2025年10月30日，甘肃能源发布2025年三季报。2025年Q1-3公司实现营业收入65.25亿元，同比+0.64%（合并调整后）；实现归母净利润15.82亿元，同比+14.16%；扣非后净利润15.72亿元，同比+157.90%（合并调整后）。经营活动现金流量净额42.14亿元，同比+44.73%。其中，单Q3公司实现营业收入25.94亿元，同比+1.33%，环比+53.30%；实现归母净利润7.57亿元，同比+11.34%，环比+119.33%。

点评:

发电业务情况: 火电水电电价稳定有效对冲新能源电价下行影响，常乐电厂二期投产+Q4冷冬临近业绩有望持续向好。电量方面，2025年Q1-3，公司上网电量实现203.70亿千瓦时，同比-2.54%。其中，火电上网电量142.44亿千瓦时，同比+2.31%；水电上网电量40.71亿千瓦时，同比-14.76%；风电上网电量12.68亿千瓦时，同比-9.88%；光伏上网电量7.95亿千瓦时，同比-0.50%。其中，单Q3公司上网电量实现82.10亿千瓦时，同比-4.72%，环比+64.63%。火电上网电量53.65亿千瓦时，同比-2.51%，环比+71.41%；水电上网电量21.72亿千瓦时，同比-8.35%，环比+92.38%；风电上网电量4.22亿千瓦时，同比-12.99%，环比-4.95%；光伏上网电量2.59亿千瓦时，同比-0.38%，环比-8.80%。虽然风光新能源在“136”号文发布后全面入市，上网电量受其影响出现明显同环比下行；但得益于Q3“迎峰度夏”和常乐电厂5号机组投产，公司火电发电量环比大幅改善。电价方面，常乐电厂稳定电价机制叠加水电入市电价上涨，有效对冲新能源电价下行影响。2025年Q1-3公司实现平均上网电价359.72元/兆瓦时，同比+2.95%。其中煤电电价371.10元/兆瓦时，同比+1.51分/千瓦时；水电电价325.79元/兆瓦时，同比+6.56分/千瓦时；风电电价377.15元/兆瓦时，同比-17.04分/千瓦时；光伏电价301.73元/兆瓦时，同比-6.47分/千瓦时。**装机方面**，截至2025年9月30日，公司合并报表口径控股装机容量853.97万千瓦，其中火电500万千瓦，水电170.02万千瓦，风电110.35万千瓦，光伏73.6万千瓦。Q3单季度公司火电控股装机容量增加100万千瓦。常乐电厂二期5-6号机组分别于9月6日和10月16日完成168小时满负荷试运行，实现正式投产。公司火电装机增长至600万千瓦，2025Q4及2026年全年业绩同比增长可期。随着Q4“冷冬”天气可能性不断提升，煤电发电量有望进一步实现环比增长，且有望同步支撑2026年年度电力交易价格上浮水平。

➤ **核心优势:** 火+水稳定业绩基本盘，新能源在建+潜在注入带来业绩增量。公司燃煤电厂常乐二期已经实现投产，火电与水电合计7.7GW装机共同构成公司业绩基本盘。另外，截止至2025Q3，公司在手储备已

核准 510 万千瓦新能源项目，另新开工在建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（风电项目 75.025 万千瓦、光伏项目 25 万千瓦）。相对于公司目前约 180 万千瓦的新能源项目装机，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。此外，集团在手火电资产张掖/武威/金昌三个火电厂的盈利水平有望随着 2025 年煤价下行而实现进一步提升，在运在建合计 4.67GW 装机若实现注入上市公司，公司火电板块增长将较为可观。

- **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，稳健经营的同时又具有高增长潜力。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.15/22.70/23.95 亿元；对应 2025 年 10 月 30 日收盘价的 PE 分别为 11.52/10.23/9.70 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**煤价大幅上涨风险，电价和煤电利用小时数下滑风险，项目建设进度不及预期风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6,968	8,695	9,070	11,189	11,511
同比(%)	240.5%	24.8%	4.3%	23.4%	2.9%
归属母公司净利润（百万元）	1,172	1,644	2,015	2,270	2,395
同比(%)	288.2%	40.3%	22.6%	12.6%	5.5%
毛利率(%)	34.1%	35.7%	37.9%	35.5%	34.7%
ROE(%)	10.4%	12.1%	13.5%	13.9%	13.4%
EPS（摊薄）（元）	0.36	0.51	0.62	0.70	0.74
P/E	19.82	14.13	11.52	10.23	9.70
P/B	2.05	1.71	1.56	1.42	1.30
EV/EBITDA	6.97	7.63	7.62	6.62	6.32

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 10 月 30 日收盘价。

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	5,376	6,234	8,190
货币资金	2,071	2,396	1,958	3,029	4,909
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2,687	2,939	2,879	2,615	2,720
预付账款	31	6	6	7	8
存货	210	158	213	262	233
其他	264	320	320	320	320
非流动资产	28,663	30,074	33,439	36,883	39,070
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	28,779	32,578	35,019
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	38,814	43,117	47,260
流动负债	4,509	4,228	4,344	5,376	5,677
短期借款	310	220	220	220	220
应付票据	293	119	225	256	245
应付账款	1,618	957	764	1,441	1,692
其他	2,287	2,932	3,135	3,459	3,520
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	20,142	22,074	23,774
少数股东权益	2,401	2,999	3,795	4,691	5,577
归属母公司股东权益	11,312	13,567	14,877	16,353	17,909
负债和股东权益	33,925	35,892	38,814	43,117	47,260

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	9,070	11,189	11,511
同比(%)	240.5%	24.8%	4.3%	23.4%	2.9%
归属母公司净利润	1,172	1,644	2,015	2,270	2,395
同比(%)	288.2%	40.3%	22.6%	12.6%	5.5%
毛利率(%)	34.1%	35.7%	37.9%	35.5%	34.7%
ROE%	10.4%	12.1%	13.5%	13.9%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.51	0.62	0.70	0.74
P/E	19.82	14.13	11.52	10.23	9.70
P/B	2.05	1.71	1.56	1.42	1.30
EV/EBITDA	6.97	7.63	7.62	6.62	6.32

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	9,070	11,189	11,511
营业成本	4,592	5,589	5,632	7,217	7,519
营业税金及附加	50	64	67	83	85
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	41	53	56	69	71
研发费用	0	1	1	2	2
财务费用	530	564	572	613	637
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	121	132	408	448	460
其他	-28	42	1	13	14
营业利润	1,848	2,597	3,150	3,666	3,672
营业外收支	-6	-27	-27	-27	-27
利润总额	1,843	2,570	3,123	3,639	3,645
所得税	270	277	312	473	364
净利润	1,573	2,293	2,811	3,166	3,280
少数股东损益	401	649	796	896	886
归属母公司净利润	1,172	1,644	2,015	2,270	2,395
EBITDA	3,436	4,483	5,119	5,864	6,073
EPS(当年)(元)	0.38	0.53	0.62	0.70	0.74

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	4,876	6,575	5,894
净利润	1,573	2,293	2,811	3,166	3,280
折旧摊销	1,179	1,454	1,705	1,933	2,124
财务费用	556	579	620	652	698
投资损失	-121	-132	-408	-448	-460
营运资金变动	85	-292	71	1,195	175
其它	68	11	77	77	77
投资活动现金流	-3,922	-3,472	-4,688	-4,957	-3,877
资本支出	-3,838	-3,517	-4,995	-5,263	-4,263
长期投资	-200	0	-102	-141	-75
其他	116	46	408	448	461
筹资活动现金流	30	-89	-625	-546	-136
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	-1,325	-1,446	-1,536
现金流净增加额	-551	353	-438	1,071	1,880

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，现任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，从事煤矿生产安全管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，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。