



公司研究 | 深度报告 | 建投能源 (000600.SZ)

建投能源：冀电龙头，擎势腾飞

报告要点

复盘主要火电公司的表现，2025 年火电投资呈现出“北移”和看重业绩释放的特征，建投能源盈利的持续修复驱动公司股价表现优异。聚焦公司火电经营，公司深耕河北地区，区域电源结构支撑公司具备优于行业的电价韧性，构筑起公司强大的区域护城河；而展望来看河北区域电力供需预计将保持紧平衡，为公司保持电价相对优势提供强有力支撑。此外，公司在建及储备项目丰厚，参控股火电机组投产后预计将为公司带来 34% 的权益装机成长空间，2026 年公司将步入明确的成长兑现期。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003



张子淳

建投能源：冀电龙头，擎势腾飞

扎根燕赵，冀电龙头，破壁而出，一鸣惊人

回顾近年火电股的表现可以发现：2022 年表现好的公司都是在极差的行业经营环境中具备成本 α 或兑现确定性的个体；2023-2024 年，火电投资开始向东部沿海倾斜，长三角地区二线企业兼具成本弹性、电价稳定和公司治理的优势，表现领先一线央企；**2025 年，火电投资呈现出“北移”和看重业绩释放的特征，建投能源也从中脱颖而出，实现了强势的基本面与行情表现。**

建投能源控股股东系省级投资开发主体河北建投集团，依托股东背景，扎根河北地区开拓业务，是河北省火力发电的重要组成部分。**得益于河北地区相对稳定的电价环境，在 2025 年煤价中枢显著回落的情况下，公司实现了相对稳定的收入表现和显著下滑的营业成本，最终助力公司前三季度业绩同比增长 231.79%，也是主流的同业公司中业绩增幅首屈一指的存在。**

立足火电深耕华北，区位优势突出

在电力体制改革持续深化、新能源保持快速扩张的当下，区域电力供需格局已成为影响电厂盈利能力的核心变量，供需偏紧区域通常具备更强的量价支撑。**对于建投能源而言，深耕的河北区域电力供需形势偏紧，并进一步转化为区域电价水平的有力支撑。展望未来，河北省电力供需形势将保持紧平衡，同时发电侧竞争格局相对友好，为公司保持电价相对优势提供强有力支撑。**2025 年上半年公司火电上网电价 440.19 元/兆瓦时，同比仅下降 0.11 元/兆瓦时，较 2024 年全年电价水平甚至微增 1.97 元/兆瓦时。同时随着燃料成本的显著回落，2025 年上半年公司点火价差扩大至 0.222 元/千瓦时，较 2024 年提升 0.036 元/千瓦时，公司业绩弹性释放。

火风光并济，控参股两翼齐飞

火电：公司旗下控股西柏坡四期 132 万千瓦以及任丘热电二期 70 万千瓦项目建设推进，同时深度参与国家能源集团沧东电厂、定州电厂、衡水电厂及秦电项目，在建控参股煤电项目计划陆续于 2026 年-2028 年逐步投产。**参控股在建火电项目权益装机容量合计 389 万千瓦，投产后将带动公司火电权益装机容量提升 34%，将驱动公司电量与业绩的持续增长。**

绿电：截至 2025 年中，控股光伏装机容量 68.7 万千瓦，参股风电权益装机容量 13.5 万千瓦，在建新能源项目有望带来充分新能源业务增长弹性。**控股在建准旗 50 万千瓦、建投遵化 15 万千瓦复合型光伏项目，预计将于 2026 年后半年陆续投产。**此外，借助控股股东旗下的新能源上市主体新天绿能，**公司参与投资开发唐山祥云岛、顺恒海上风电合计 50 万千瓦，预计 2026 年底投产。**公司另有备案及储备光伏项目容量 191 万千瓦，具备快速增长的潜力。

投资建议

公司深耕河北地区，相对稳健的电价环境支撑公司或具备优于行业平均的电价韧性；此外公司在建及储备项目丰厚，2026 年将步入明确的成长兑现期。结合公司各项业务经营情况以及发展规划，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.04 元、0.88 元、1.09 元，对应 PE 分别为 8.13 倍、9.66 倍、7.75 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

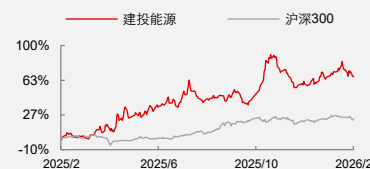
- 1、电价波动风险；
- 2、新项目建设进度不及预期风险；
- 3、煤价非季节性上涨风险；
- 4、盈利预测不及预期风险。

公司基础数据

当前股价(元)	8.46
总股本(万股)	180,323
流通A股/B股(万股)	109,005/0
每股净资产(元)	6.53
近12月最高/最低价(元)	9.95/5.15

注：股价为 2026 年 2 月 3 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

破壁而出，一鸣惊人.....	6
扎根燕赵，冀电龙头.....	8
立足火电深耕华北，区位优势突出	13
河北电力供需紧平衡，电价具备较强支撑.....	13
区位优势叠加成本改善，火电业绩弹性释放	18
火风光并济，控参股两翼齐飞	21
参控股煤电集中投产在即	21
拓展光伏，共享集团海风成长	22
投资建议：冀电龙头，擎势腾飞.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图 1：建投能源股价驱动的季度拆解	7
图 2：建投集团股权结构（截至 2025 年 Q3）	8
图 3：建投能源发展历程及控股装机容量（单位：万千瓦）	8
图 4：2020 年以来公司发电量情况（单位：亿千瓦时）	9
图 5：2020-2024 年公司售热量情况	9
图 6：建投能源营业收入构成（单位：亿元）	9
图 7：建投能源毛利构成（单位：亿元）	9
图 8：建投能源对联营、合营企业投资收益（单位：亿元）	11
图 9：建投能源 2025 年前三季度业绩显著增长（单位：亿元，右轴为归母净利润）	11
图 10：同行业公司 ROE-TTM 对比	12
图 11：2021-2024 年各地常规电源装机容量与用电量复合增速对比	13
图 12：河北省火电装机容量与用电增速对比	14
图 13：2021 年以来河北省火电利用小时稳步上行（单位：小时）	14
图 14：2025 年各省用电量及同比增速（单位：亿千瓦时）	14
图 15：2024-2025 各省代理购电均价情况（单位：元/千瓦时）	15
图 16：河北省火电企业竞争格局（截至 2024 年底）	18
图 17：主要火电公司上网电价情况（单位：元/兆瓦时）	18
图 18：主要电力公司利用小时情况（单位：小时）	19
图 19：公司平均上网电价与入炉标煤平均单价情况	19
图 20：公司点火价差情况（单位：元/千瓦时）	20
图 21：公司归母净利润情况（单位：亿元）	20
图 22：在建项目投产后公司火电权益装机将提升 34.0%（单位：万千瓦）	21
图 23：主要省份 2025/2026 年风电机制电价较上限下浮情况	22
图 24：主要省份 2025/2026 年光伏机制电价较上限下浮情况	22
图 25：全国及河北风电消纳情况对比	23
图 26：全国及河北光伏消纳情况对比	23

表 1：主流火电公司年涨跌幅情况.....	6
表 2：建投能源参控股机组明细	10
表 3：建投能源股权激励计划	12
表 4：2026 年 1 月各地代理购电电价情况（单位：元/千瓦时）	15
表 5：河北省电力供需平衡表及预测（蓝色字体为预测值）	17
表 6：公司火电控参股在建项目	21
表 7：公司新能源控参股在建项目	22
表 8：公司盈利预测与敏感性分析	25

破壁而出，一鸣惊人

随着 2021 年煤电价格机制改革等电改措施的进一步推进，以及行业经营环境的向好变化，火电公司的市场表现也焕然一新，但具体到各个年份，火电公司内部依然有明显的分化。提炼概括而言：

2022 年表现好的公司都是在极差的行业经营环境中具备成本 α 或兑现确定性；2023-2024 年，火电投资开始向东部沿海倾斜，长三角地区二线企业兼具成本弹性、电价稳定和公司治理的优势；2025 年，火电投资呈现出“北移”和看中业绩释放的特征。

表 1：主流火电公司年涨跌幅情况¹

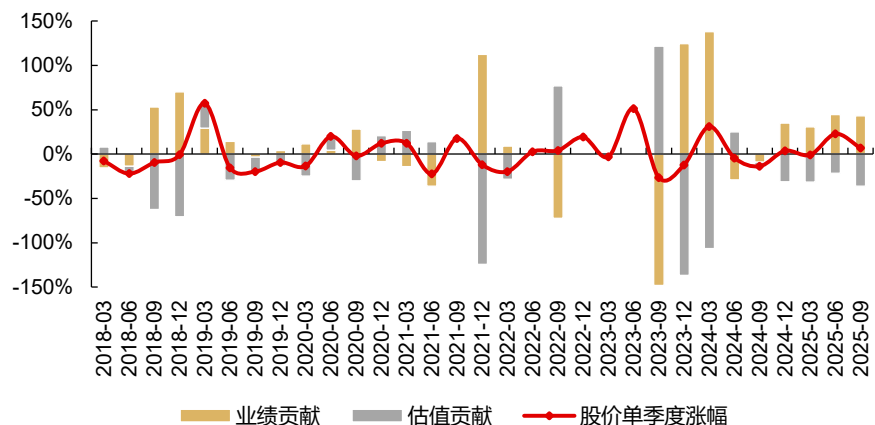
代码	标的	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
600011	华能国际	-21%	1%	-10%	20%
0902.HK	华能国际电力股份	-29%	12%	3%	44%
600027	华电国际	16%	-10%	14%	-3%
1071.HK	华电国际电力股份	-5%	7%	15%	5%
0836.HK	华润电力	-39%	-2%	21%	-7%
601991	大唐发电	-14%	-12%	18%	27%
0991.HK	大唐发电	-28%	-3%	17%	56%
600795	国电电力	35%	1%	13%	34%
600023	浙能电力	-14%	32%	27%	-3%
000543	皖能电力	-19%	41%	30%	9%
600642	申能股份	-23%	20%	55%	-11%
000600	建投能源	3%	-4%	14%	49%
000539	粤电力 A	-10%	-12%	-7%	1%
000690	宝新能源	11%	-32%	7%	2%
600863	内蒙华电	-9%	17%	16%	14%

资料来源：iFinD，长江证券研究所

建投能源得以在 2025 年突出重围、成为二线火电公司中表现最突出的个体，直接原因是盈利修复、EPS 驱动。从估值和盈利两个维度，对建投能源单季度的股价上涨驱动因素进行拆解，能够清晰的发现从 2024 年四季度开始，随着公司利润的持续释放，业绩贡献成为了驱动公司股价上涨的核心因素。

¹ 2025 年个股涨跌幅表现截至 2025 年 12 月 19 日。

图 1：建投能源股价驱动的季度拆解



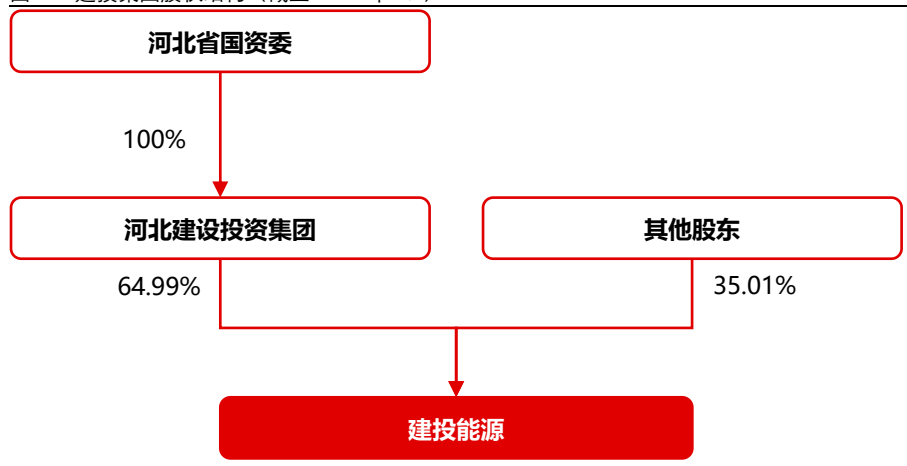
资料来源：iFinD，长江证券研究所

影响火电盈利的核心因素是煤价、电价共同影响的度电价差，因此我们研究的核心问题是建投能源业绩爆发式的根源在于什么要素？未来能否持续具备优势？

扎根燕赵，冀电龙头

集团火电运营主体,河北火电龙头。公司控股股东系省级国有资本投资主体河北建投集团,实际控制人河北省国有资产管理委员会,截至2025年三季度末,河北建投集团持有公司64.99%股权。河北建投集团旗下有建投能源、新天绿能两个发电上市平台,其中,建投能源主要负责集团火电资产运营。目前集团旗下共有控股火电1177万千瓦,全部由建投能源运营。

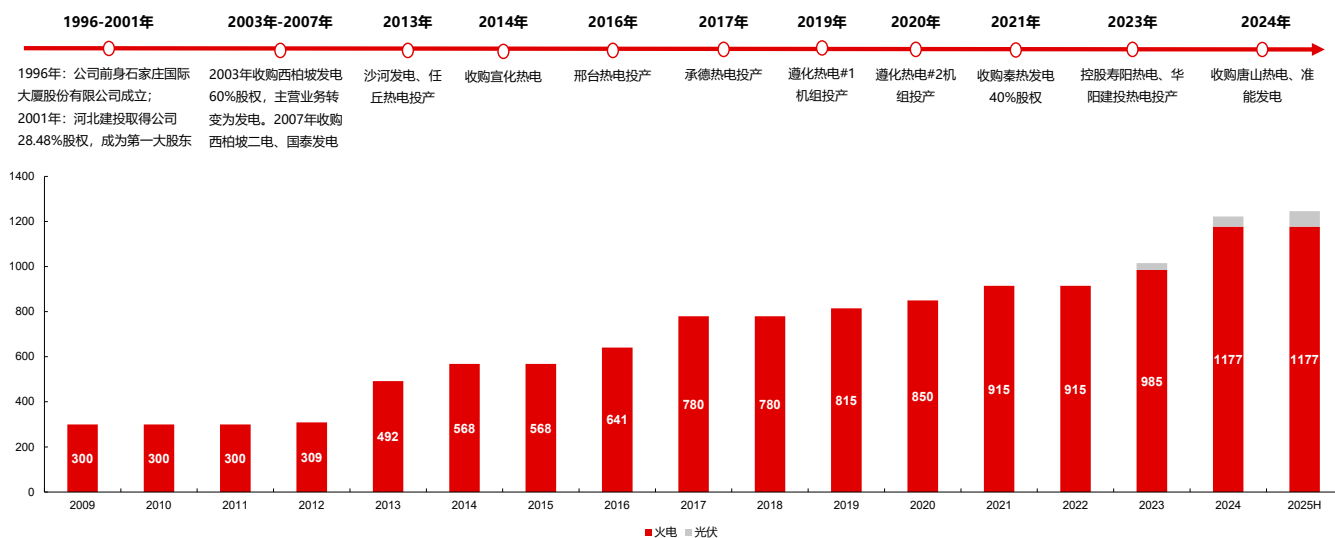
图 2: 建投集团股权结构 (截至 2025 年 Q3)



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

自2003年建投能源主营业务转变为发电以来,公司通过持续收购集团火电资产,集团内的同业竞争问题逐步得到解决,同时也助力公司装机容量稳步增长。“十三五”以来公司加强项目培育和资源获取,内生成长接续外延收购,业务规模随在建项目投产进一步扩张。截至2025年中,公司控股装机容量达到1246万千瓦。

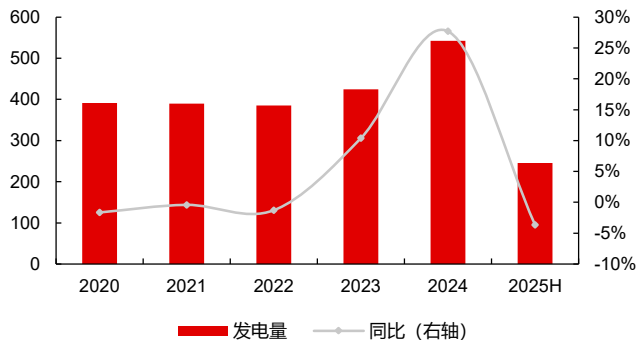
图 3: 建投能源发展历程及控股装机容量 (单位: 万千瓦)



资料来源: 公司公告, iFinD, 长江证券研究所

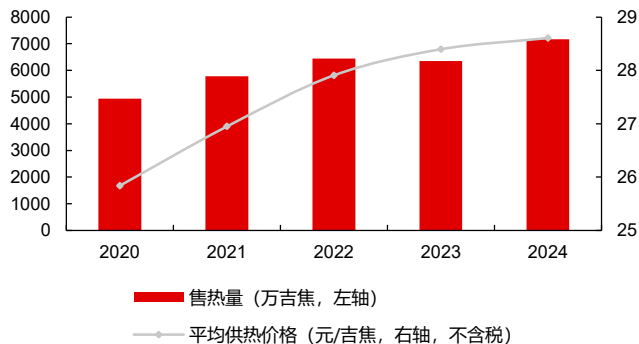
电量随装机扩张稳步增长。随着装机容量的逐步扩张，公司发电量、上网电量均实现稳步增长，2024 年全年控股发电量达到 542.6 亿千瓦时，同比增加 27.7%，5 年 CAGR6.4%。此外，公司 90%以上机组为热电联产机组，公司售热量同步提升，2024 年售热量同比增长 12.8%，5 年 CAGR9.7%。

图 4：2020 年以来公司发电量情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

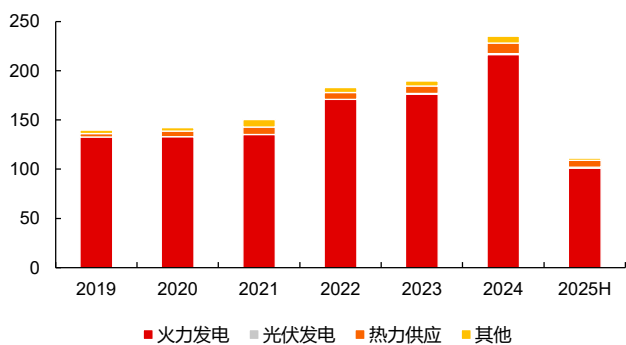
图 5：2020-2024 年公司售热量情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

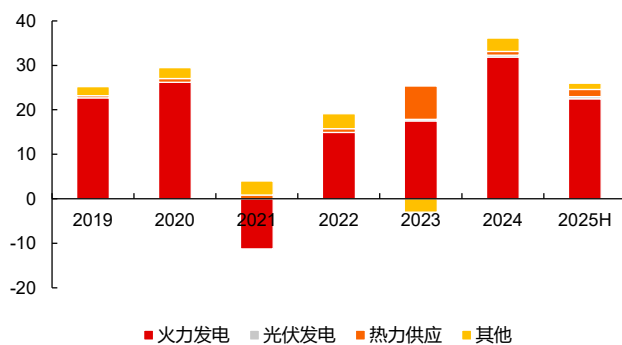
深耕河北，聚焦火电。从业务结构看，公司以河北省火电业务为主。截至 2025 年中公司控股 1246 万千瓦装机中，火电装机容量 1177 万千瓦，占比约 94%，公司收入及毛利构成中，火力发电（包括火电电量及热量收入）占比保持在 80%以上。从地域分布看，依托省级投资平台股东背景，公司扎根河北地区开拓业务，在河北南网、河北北网统调大型煤电装机中，公司占比分别 24.35%、24.94%，是河北省火力发电的重要组成部分。

图 6：建投能源营业收入构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 7：建投能源毛利构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

参股项目贡献增量利润。截至 2025 年中，公司火电权益装机容量 1145 万千瓦，其中参股项目 9 个，权益装机容量 371 万千瓦，占总权益装机容量比重为 32%。2022-2024 年，对联营合营企业的投资收益占公司净利润的 44%以上，是公司重要的收益来源。2024 年，公司完成对秦皇岛发电 50%股权的收购，进一步扩大了参股火电资产规模。秦电公司已启动机组升级规划，拟以 4×350MW 超临界热电联产机组替代现有老旧机组，预计自 2026 年起分阶段投产。此外，公司参股的沧东电厂三期、定州电厂三期等项目也已开工建设，衡丰电厂扩建项目在推进前期工作，建成后，公司参股装机规模将进一步扩大。

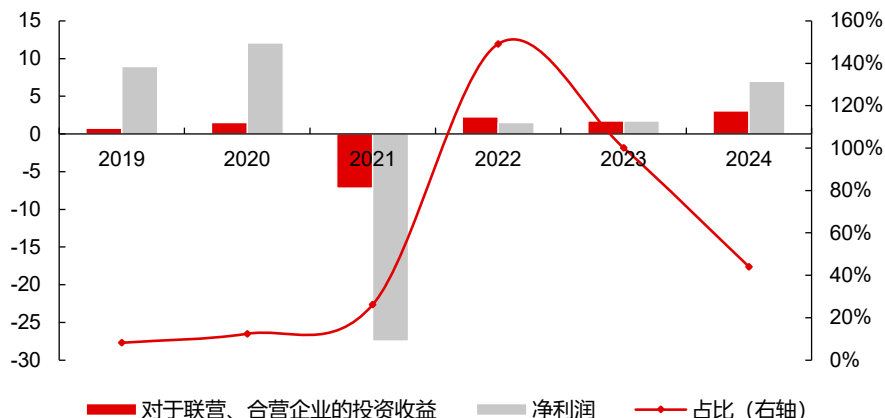
表 2：建投能源控股机组明细²

公司名称	持股比例(%)	装机容量 (台数×万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	电站锅炉等级/燃机 等级	是否热电联产机组
西电公司	60	4×33	79	亚临界	是
西二公司	51	2×60	61	超临界	是
国泰公司	51	2×33	34	亚临界	是
沙河公司	90	2×60	108	超临界	否
任丘公司	82	2×35	57	超临界	是
宣化热电	100	2×33	66	亚临界	是
承德热电	94	2×35	66	超临界	是
邢台热电	100	2×35	70	超临界	是
遵化热电	51	2×35	36	超临界	是
恒兴公司	60	2×33	40	亚临界	是
秦热公司	40	32+33	26	亚临界	是
寿阳热电	51	2×35	36	超临界	是
唐山热电	51	2×30	31	亚临界	是
建投准能发电	50	132	66	超超临界	否
控股公司小计	--	1177	774		
邯峰公司	20	2×66	26	超临界	否
衡丰公司	35	2×33	23	亚临界	是
沧东发电	40	2×60+2×66	101	超临界	否
王滩发电	30	2×60	36	超临界	否
龙山发电	29	2×60	35	超临界	否
国电承德热电	35	2×33	23	亚临界	是
国际能源裕光煤电	20	2×100	40	超超临界	否
海上风电	45	30	14		--
华阳建投阳泉热电	50	2×66	66	超超临界	是
三河发电	15	2×31.5+2×35	20	亚临界、超临界	是
参股公司小计		1251	384		

资料来源：公司公告，长江证券研究所

² 不包含光伏项目。

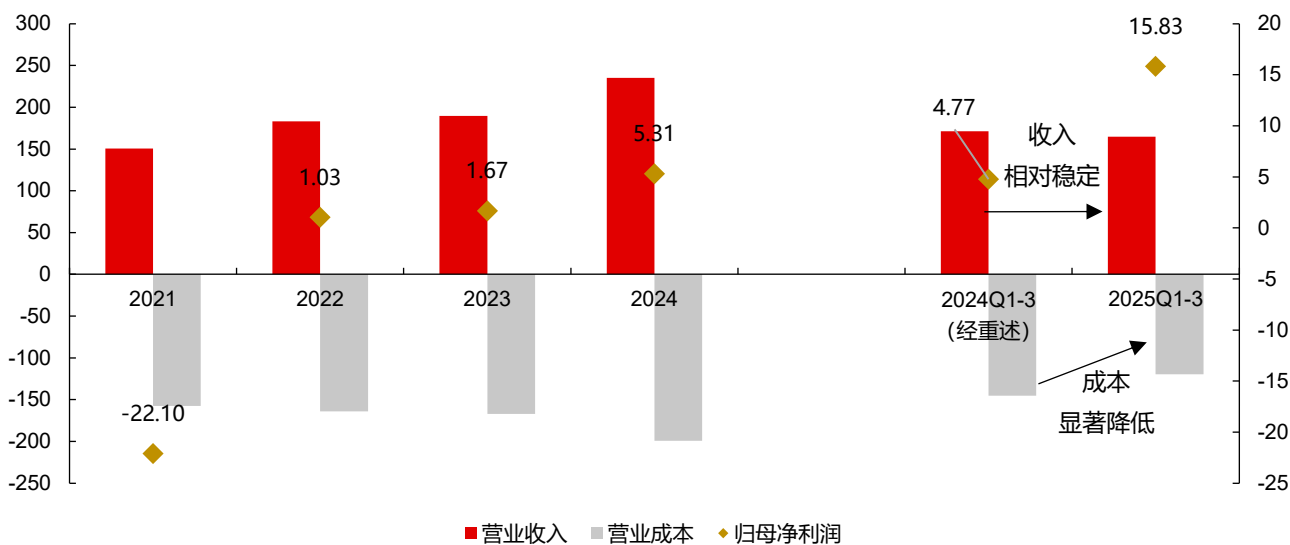
图 8：建投能源对联营、合营企业投资收益（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

得益于河北地区相对稳定的电价环境，在 2025 年煤价中枢显著回落的情况下，公司实现了相对稳定的收入表现和显著下滑的营业成本，最终助力公司前三季度业绩同比增长 231.79%，也是主流的同业公司中业绩增幅首屈一指的存在。

图 9：建投能源 2025 年前三季度业绩显著增长（单位：亿元，右轴为归母净利润）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

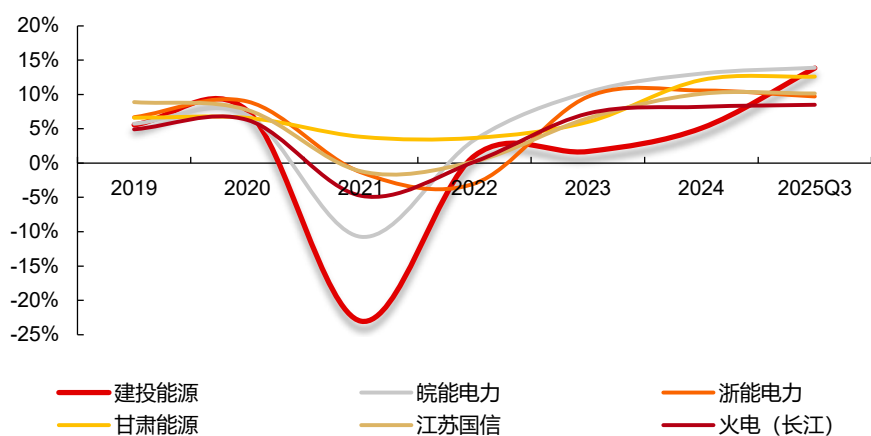
公司在 2023 年底发布限制性股票激励计划，授予价格 3.07 元/股，当前股价 8.46 元/股（2026 年 2 月 3 日），达成目标动力充分。2024 年条件未成就的原因是归母净资产收益率低于行业平均水平。2025 年以来，得益于成本端煤价的下滑，公司归母净资产收益率显著改善，截至 2025 年 Q3 末已经达到同业较高水平，2025 年行权条件有望达成。2026 年进入在建项目密集投产期后，新机组对公司产生增量收益贡献，净资产收益率预计将进一步抬升，公司后续年度业绩考核目标均有望实现，公司资产收益水平预期维持稳健。

表 3：建投能源股权激励计划

考核期间	公司业绩考核目标		
	归母净利润收益率	营业利润	全员劳动生产率
2024 年	≥3.5%，且不低于行业均值水平	相比 2022 年增长≥240.31%，且不低于行业均值水平	≥59 万元/人
2025 年	≥4.0%，且不低于行业均值水平	相比 2022 年增长≥317.65%，且不低于行业均值水平	≥62 万元/人
2026 年	≥4.5%，且不低于行业均值水平	相比 2022 年增长≥401.45%，且不低于行业均值水平	≥65 万元/人

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：同行业公司 ROE-TTM 对比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

立足火电深耕华北，区位优势突出

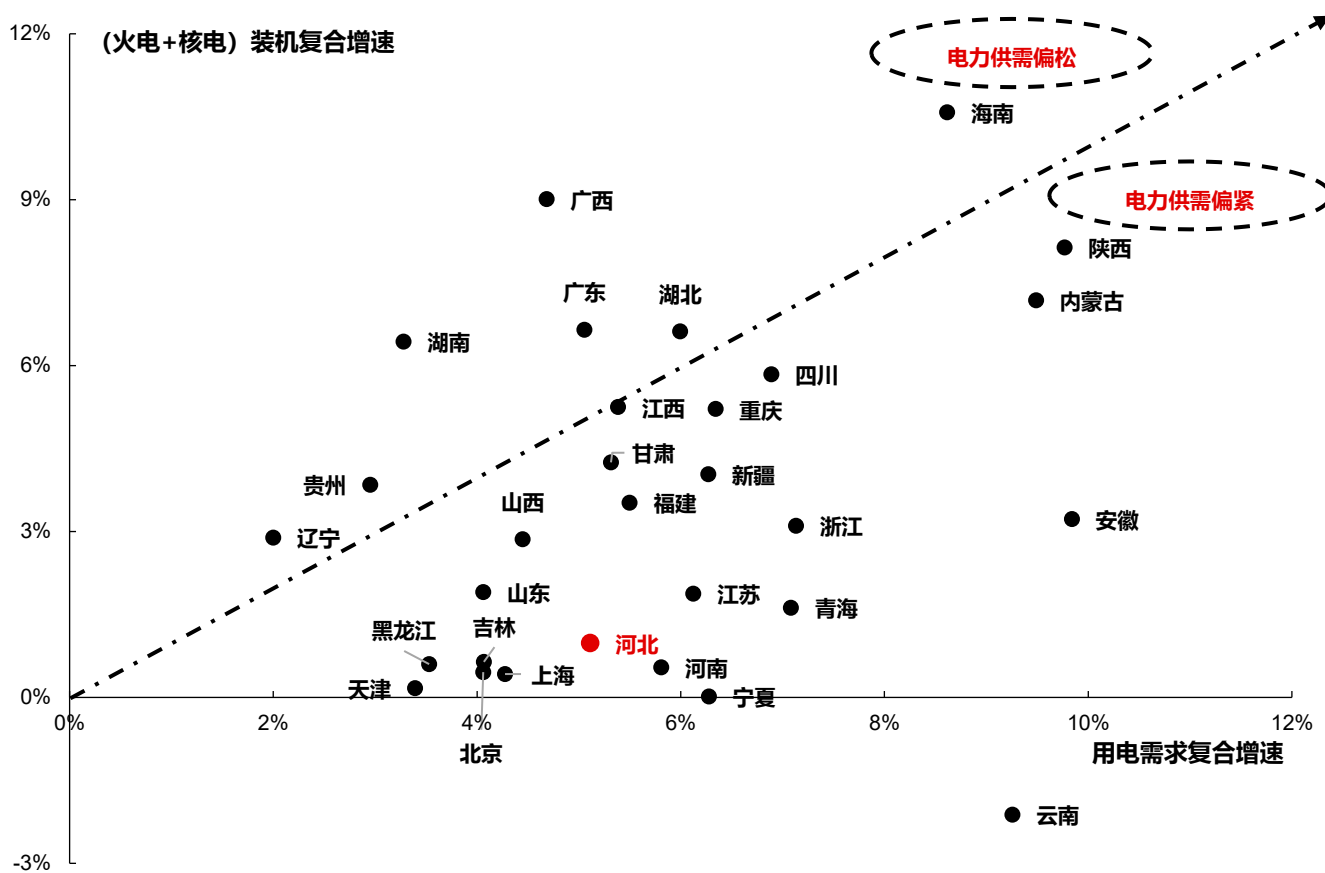
在此前《大唐发电：北地砺火，乘势而起》深度报告中，我们已经指出：在电力体制改革持续深化、新能源保持快速扩张的当下，区域电力供需格局已成为影响电厂盈利能力的核心变量，供需偏紧区域通常具备更强的量价支撑。

对于建投能源而言，公司参控股机组均为河北区域电网的重要电源支撑，其中公司控股火力发电机组主要集中于河北南网，拥有西柏坡发电、西柏坡第二发电、国泰发电等7家发电公司，装机容量占河北南网统调煤电装机的24.35%；公司在河北北网拥有宣化热电、承德热电、遵化热电、秦热发电和唐山热电等5家发电公司，装机容量占河北北网统调煤电装机的24.94%。同时，公司在省外布局了寿阳热电、准能发电，其中寿阳热电通过点对网向京津唐电网供电，准能发电通过特高压线路向京津唐电网供电。公司绝大多数机组均为热电联产机组，一、四季度冬季供热和三季度迎峰度夏承担重要的保供任务艰巨。

河北电力供需紧平衡，电价具备较强支撑

区域供需格局主导电厂盈利分化，公司布局优势凸显。考虑新能源出力的不稳定性以及大水电具备较大规模的外送电量，我们以火电及核电的合计装机增速反映电力供给，并与各地用电需求增速进行对比，公司核心布局的京津冀地区用电增速明显高于常规电源增速，区域电力供需形势偏紧，并将进一步转化为区域电价水平的有力支撑。

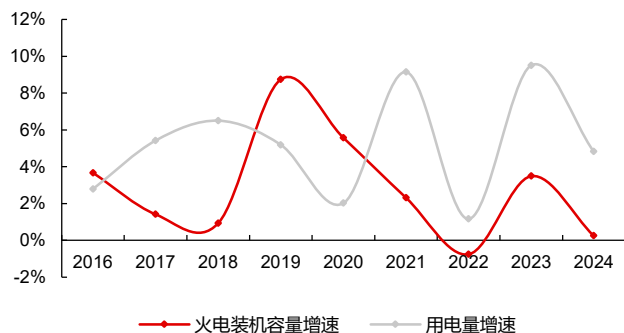
图 11：2021-2024 年各地常规电源装机容量与用电量复合增速对比



资料来源：国家能源局，中电联，长江证券研究所

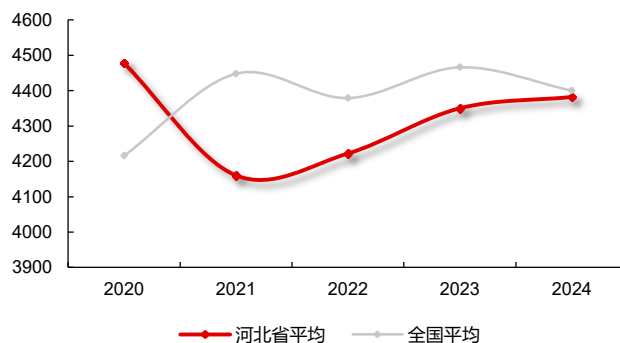
电力供需保持紧平衡，火电基荷电源地位突出。从供给侧来看，河北省的电源结构呈现“缺核贫水”的特征，火电作为常规能源基荷电源的地位更加突出。2021年以来，省内火电装机容量增速持续低于用电增速，河北省火电利用小时稳步上行。而从需求侧来看，得益于存量高耗能产业的转型升级与数据中心等新兴产业的落地，近年来河北省用电需求保持较高增速，2025年河北省全社会用电量同比增长7.12%，明显高于全国平均水平4.99%。

图 12：河北省火电装机容量与用电增速对比



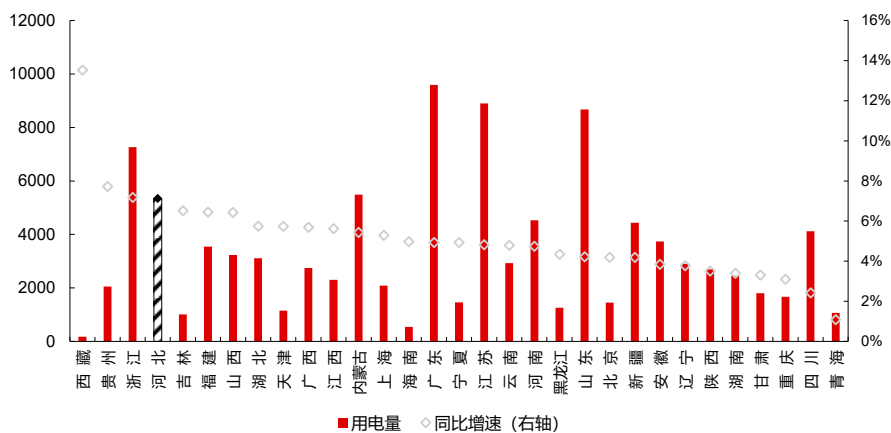
资料来源：中电联，长江证券研究所

图 13：2021 年以来河北省火电利用小时稳步上行（单位：小时）



资料来源：中电联，长江证券研究所

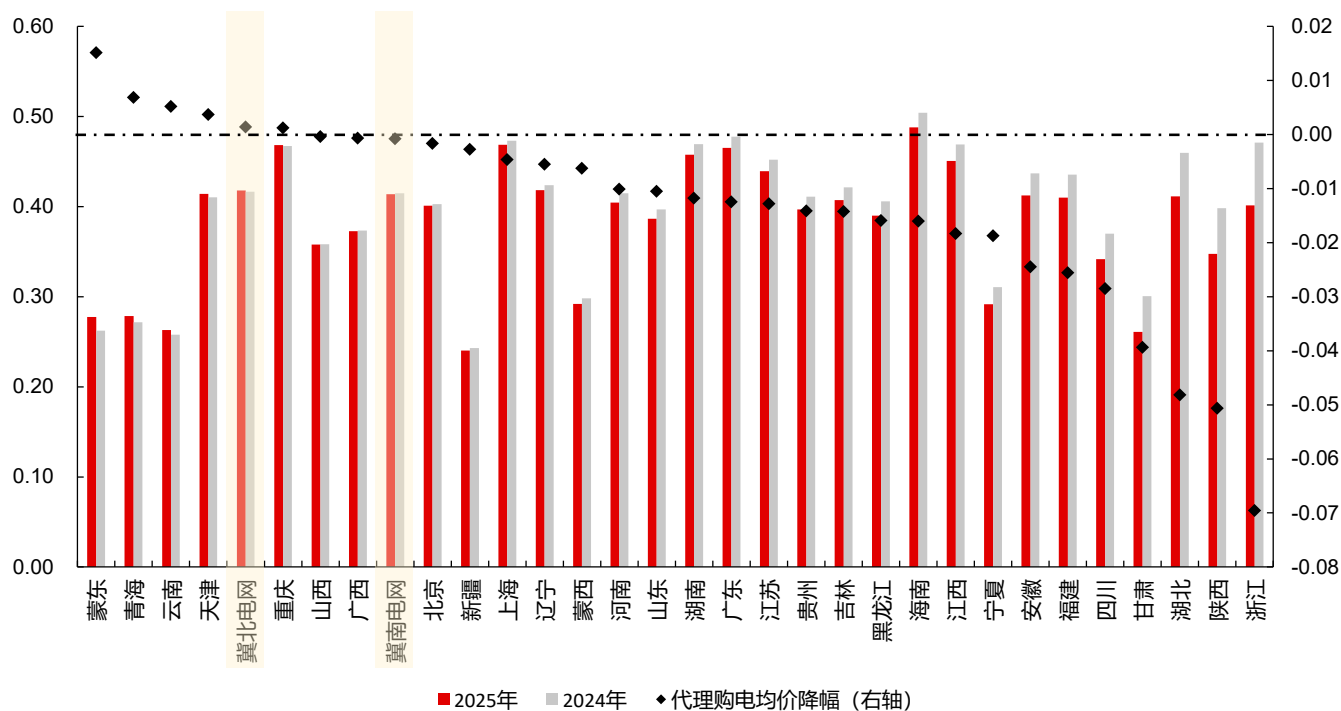
图 14：2025 年各省用电量及同比增速（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，中电联，长江证券研究所

偏紧的电力供需形势为河北省的电价水平提供有力支撑。2025 年各省年度长协电价普遍有所波动，通过各省代理购电价格情况来看，北方地区电价降幅普遍优于南方地区，其中，冀北区域 2025 年代理购电均价实现同比微增 0.0014 元/千瓦时，冀南区域代理购电均价同比仅下降 0.0008 元/千瓦时。相较全国水平来看，河北省电价水平具备较强韧性。展望 2026 年，从已经公布年度长协电价的广东、江苏两省来看，部分地区仍然面临较大的电价压力，而基于各省 2026 年 1 月代理购电价格情况，冀南、冀北地区的电价降幅仍保持相对克制，同环比均保持较为优异的表现。

图 15: 2024-2025 各省代理购电均价情况 (单位: 元/千瓦时)



资料来源: 国家电网, 南方电网, 长江证券研究所

表 4: 2026 年 1 月各地代理购电电价情况 (单位: 元/千瓦时)

地区	2026-01	2025-01	2025-12	同比	环比
蒙东	0.2800	0.2593	0.2803	0.0207	-0.0003
上海	0.4773	0.4730	0.5107	0.0043	-0.0334
四川	0.4228	0.4200	0.4306	0.0028	-0.0077
冀南电网	0.4077	0.4115	0.4383	-0.0038	-0.0306
青海	0.3017	0.3064	0.2794	-0.0047	0.0222
蒙西	0.2863	0.2965	0.2873	-0.0102	-0.0010
北京	0.3874	0.3997	0.4000	-0.0123	-0.0126
新疆	0.2322	0.2522	0.2455	-0.0200	-0.0133
冀北电网	0.3944	0.4169	0.4172	-0.0225	-0.0228
山东	0.3767	0.4003	0.4137	-0.0236	-0.0370
天津	0.3831	0.4117	0.4061	-0.0286	-0.0231
贵州	0.3746	0.4040	0.3890	-0.0294	-0.0144
重庆	0.4316	0.4646	0.4465	-0.0330	-0.0150
云南	0.2651	0.3032	0.2944	-0.0381	-0.0293
湖南	0.4411	0.4798	0.4381	-0.0387	0.0030
福建	0.3694	0.4178	0.4011	-0.0484	-0.0316
广西	0.3426	0.3934	0.3823	-0.0508	-0.0398
浙江	0.3695	0.4208	0.4022	-0.0513	-0.0327
安徽	0.3577	0.4093	0.4128	-0.0516	-0.0551

宁夏	0.2555	0.3073	0.2911	-0.0518	-0.0356
江西	0.4125	0.4651	0.4412	-0.0526	-0.0286
湖北	0.3881	0.4423	0.3929	-0.0542	-0.0048
陕西	0.3257	0.3800	0.3507	-0.0543	-0.0250
江苏	0.3959	0.4560	0.4468	-0.0601	-0.0509
河南	0.3398	0.4056	0.3987	-0.0658	-0.0590
海南	0.4298	0.5053	0.4880	-0.0755	-0.0582
吉林	0.3442	0.4214	0.4217	-0.0772	-0.0775
甘肃	0.2499	0.3278	0.2748	-0.0779	-0.0249
黑龙江	0.2992	0.3891	0.3891	-0.0899	-0.0899
山西	0.3041	0.3944	0.3854	-0.0903	-0.0813
广东	0.3687	0.4714	0.4472	-0.1027	-0.0785
辽宁	0.3108	0.4245	0.4189	-0.1137	-0.1081

资料来源：国家电网，南方电网，长江证券研究所

展望来看，河北省电力供需形势将持续保持紧平衡，为区域电价提供强有力的支撑：

从供给侧来看，河北省“缺核贫水”的电源结构特征将延续，未来的电源增量主要为火电、风电以及光伏，火电的压舱石地位将持续凸显。新能源方面，136号文出台后受“抢装潮”影响，2025年河北省新能源装机预计保持较大规模增量，但随着机制电价的落地执行，行业将转向效益为先的高质量发展新周期，新能源新增装机预计将有阶段性降速；火电方面，据不完全统计，河北省目前在建及规划火电机组超过19GW，将在十五五期间陆续建设投产，而后续火电装机主要以“上大压小”、老旧机组替代等为主，火电净新增有限。

从需求侧来看，经济增长将带动用电需求的持续扩张。展望“十五五”期间，用电增长结构将持续优化，战略新兴产业以及数字经济等将成为用电增量主力。具体到河北省而言，2025年河北省人民政府办公厅印发《河北省数字经济发展三年行动计划（2025—2027年）》，提出“到2027年全省算力规模超过50EFlops（FP32），智能算力占比达到50%以上；累计建成23万个5G基站”的发展目标，算力规模的快速增长将带来旺盛的用电需求。整体而言，在传统产业转型升级以及“东数西算”工程带来的数据中心集群建设等多重因素驱动下，河北省未来的用电增量依然可观，省内电力供需形势预计持续保持紧平衡。

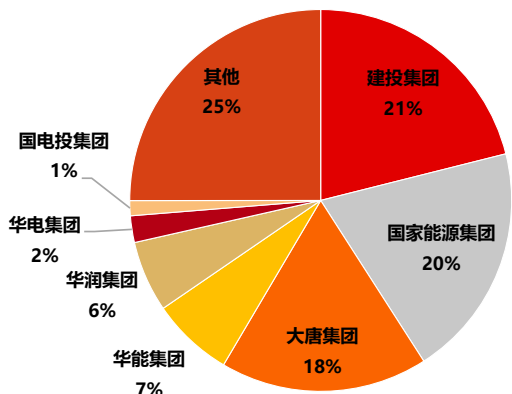
表 5：河北省电力供需平衡表及预测（蓝色字体为预测值）

项目	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
全社会用电量	(亿千瓦时)	3934	4294	4344	4757	4987	5342	5635	5917	6201
需求增速		2.02%	9.15%	1.16%	9.51%	4.83%	7.12%	5.50%	5.00%	4.80%
输出电量	(亿千瓦时)	539	600	722	808	872	1034	1158	1297	1452
输出电量增速		13.52%	11.48%	20.24%	11.89%	7.95%	18.54%	12.00%	12.00%	12.00%
总需求	(亿千瓦时)	4473	4894	5066	5565	5859	6376	6793	7214	7654
全电源发电量	(亿千瓦时)	2938	3074	3336	3654	3870	4230	4519	4803	5098
火电	(亿千瓦时)	2345	2260	2268	2393	2438	2385	2510	2603	2708
水电	(亿千瓦时)	15	24	37	58	65	91	76	76	76
风电	(亿千瓦时)	368	511	587	650	658	835	994	1110	1226
光伏	(亿千瓦时)	211	279	443	553	709	920	939	1014	1087
输入电量	(亿千瓦时)	1511	1802	1721	1870	1960	2118	2245	2380	2523
输入电量增速		16.48%	19.24%	-4.52%	8.68%	4.82%	8.07%	6.00%	6.00%	6.00%
总供给	(亿千瓦时)	4449	4876	5057	5524	5830	6348	6764	7183	7621
供需系数		0.99	1.00	1.00	0.99	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
装机容量										
火电	(万千瓦)	5301	5424	5383	5571	5585	5726	6426	6926	7226
水电	(万千瓦)	182	182	393	484	544	545	545	545	545
风电	(万千瓦)	2274	2546	2797	3141	3809	4840	5440	6040	6640
光伏	(万千瓦)	2190	2921	3855	5416	7202	8463	9263	10063	10863
利用小时										
火电	(小时)	4478	4160	4222	4350	4382	4228	4131	3899	3827
水电	(小时)	780	1143	1189	1230	1251	1623	1400	1400	1400
风电	(小时)	2145	2208	2238	2243	2051	1984	1934	1934	1934
光伏	(小时)	1336	1108	1330	1344	1111	1084	1059	1049	1039

资料来源：Wind，中电联，长江证券研究所（注：当年输入电量及输出电量仅披露截至 11 月份的累计值，此处按照平均值进行年化处理）

此外，竞争格局也是河北省电价相对坚挺的有力支撑。通过梳理河北省主要火电企业的火电装机情况，我们可以发现河北省火电装机的 CR5 约 70%，CR3 达到约 60%，前三大装机主体分别为建投集团、国家能源集团、大唐集团。整体来看，河北省发电侧以央国企为主，地方性发电企业中又以建投集团为主导，这一竞争格局优势有助于发电侧形成价格默契，从而支撑中长期电价水平，这在 2025 年实际电价水平中已经充分体现，并且这一结构性优势有望持续为区域电价水平提供有力支撑。

图 16: 河北省火电企业竞争格局 (截至 2024 年底)

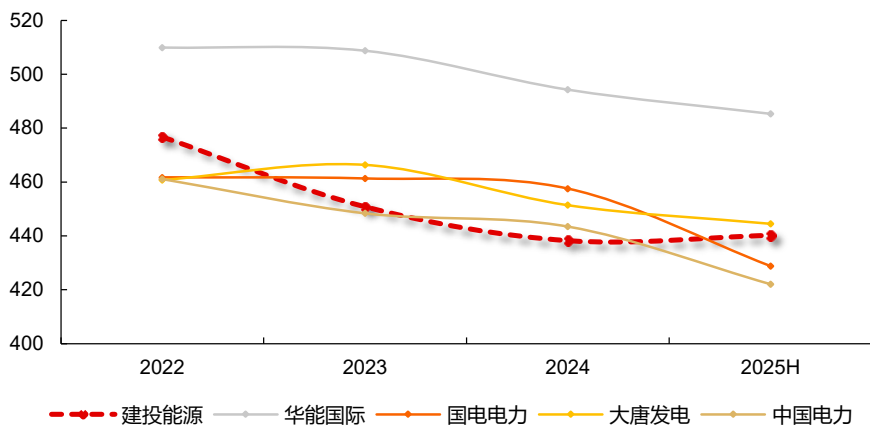


资料来源: Wind, 河北省发改委, 长江证券研究所

区位优势叠加成本改善, 火电业绩弹性释放

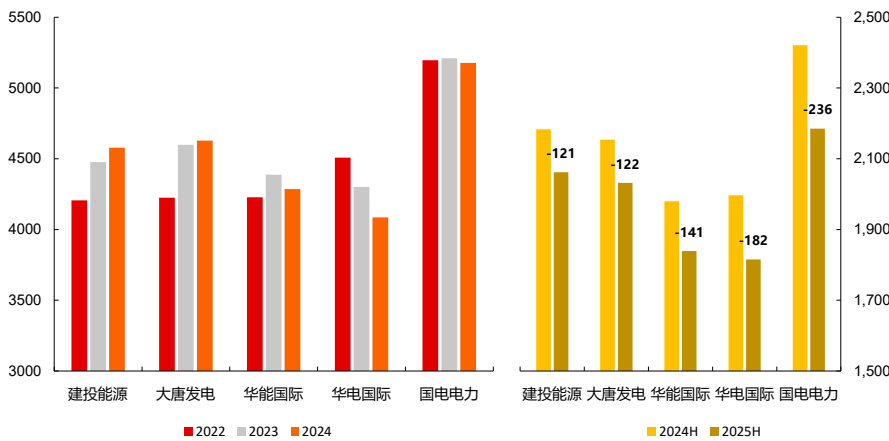
深耕河北, 量价优势边际凸显。2025 年受多数省份电价有所调整的影响, 主要火电公司上网电价均有一定波动。而公司凭借河北区域相对稳健的电价环境, 电价水平同样保持较为坚挺, 2025 年上半年公司火电上网电价 440.19 元/兆瓦时, 同比仅下降 0.11 元/兆瓦时, 较 2024 年全年电价水平甚至微增 1.97 元/兆瓦时。而从利用小时来看, 偏紧的供需形势同样为公司提供了有力支撑, 不同于华能国际、华电国际等大型火电央企 2024 年利用小时数普遍同比回落, 建投能源 2022-2024 年火电利用小时逐年小幅提升; 2025 年受全国电力供需形势宽松影响, 火电公司利用小时普遍有所下行, 而公司利用小时同比降幅则相对克制。**整体来看, 在整体电力供需形势趋于宽松、电价阶段性进入下行周期的背景下, 公司深耕河北所带来的量价可比优势进一步凸显。**

图 17: 主要火电公司上网电价情况 (单位: 元/兆瓦时)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

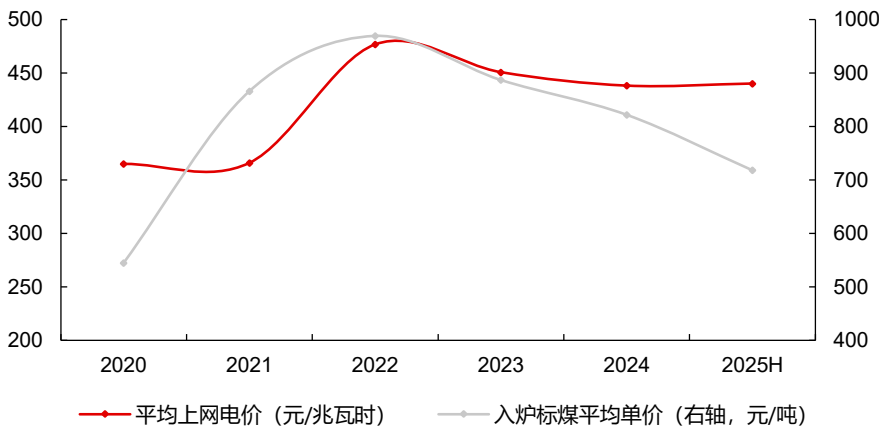
图 18: 主要电力公司利用小时情况 (单位: 小时)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

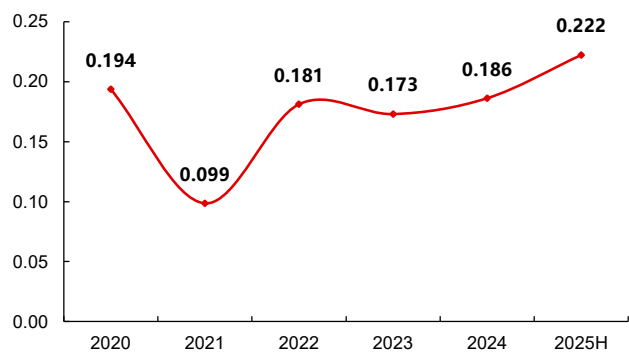
煤炭价格明显回落, 公司业绩弹性兑现。2025 年以来, 受整体供需形势偏宽松影响, 煤炭价格同比明显回落, 截至 12 月 26 日, 今年以来秦港 Q5500 动力煤平仓价均价为 697 元/吨, 较 2024 年煤价中枢下降 158 元/吨。得益于此, 公司单位燃料成本稳步下行, 2025 年上半年公司入炉标煤单价 718.26 元/吨, 同比降低 143 元/吨。燃料成本大幅下降的同时, 公司电价具备较强韧性, 2025 年上半年公司点火价差扩大至 0.222 元/千瓦时, 较 2024 年提升 0.036 元/千瓦时, 带动前三季度公司实现归母净利润 15.83 亿元, 同比增长 232%, 公司业绩弹性兑现。

图 19: 公司平均上网电价与入炉标煤平均单价情况



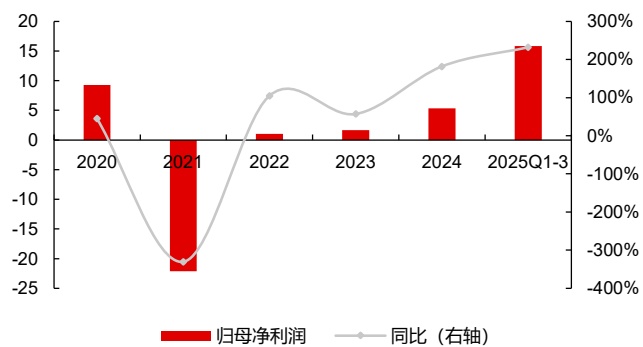
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 20: 公司点火价差情况 (单位: 元/千瓦时)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 21: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

火风光并济，控参股两翼齐飞

延续立足河北、火电为主、发展光伏的成长思路，公司控股在建项目以当地煤电热电联产机组为主，同时少量开发光伏。除控股在建项目以外，建投能源通过参股国家能源集团、新天绿能在建项目，共享河北能源建设发展成果，进一步抬升成长空间天花板。

参控股煤电集中投产在即

公司控股在建项目包括两个煤电项目，其中煤电项目为西柏坡四期 132 万千瓦以及任丘热电二期 70 万千瓦项目。此外，公司深度参与国家能源集团河北火电项目，各项目持股比例保持 35% 以上，在建包括沧东电厂、定州电厂、衡丰电厂及秦电项目。**在建控参股煤电项目均计划于 2026 年-2028 年逐步投产。**

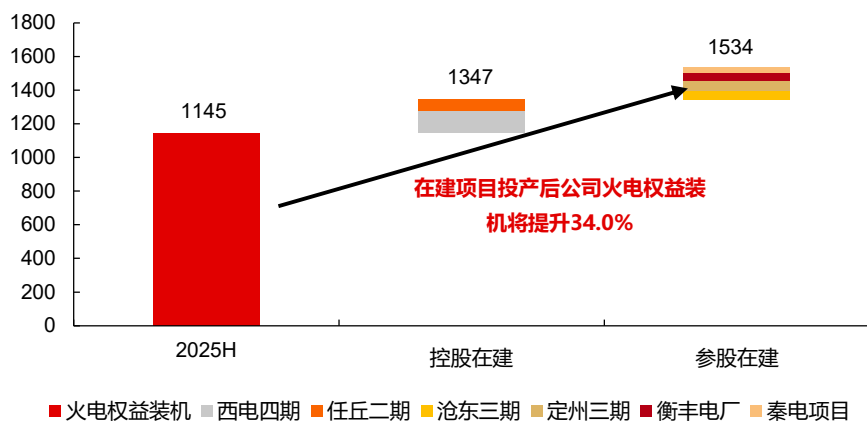
截至 2025 年中，公司控参股火电权益装机容量 1145 万千瓦，在建火电项目权益装机容量合计 389 万千瓦，**在建控参股火电项目全部投产后，将带动公司火电权益装机容量提升 34%，公司电量预计保持稳步增长。**

表 6：公司火电控参股在建项目

类型	项目名称	总装机容量 (万千瓦)	装机构成	预计投产时间	参股项目业主	建投能源持 股比例	权益装机容量 (万千瓦)
控股	西柏坡电厂四期工程	132	2×66	2026 年 10 月首投	-	100%	132
	任丘热电二期 2×350MW 热电联产项目	70	2×35	2026 年 7 月首投	-	100%	70
参股	沧东电厂三期 2×660MW 项目	132	2×66	两台机分别预计于 2026 年 3 月、5 月并网	国家能源集团	40%	53
	定州电厂三期 2×660MW 项目	132	2×66	2026 年双机投产	国家能源集团	41%	53
	衡丰电厂扩建 2×660MW	132	2×66	目前处于前期工作阶段， 预计 2028 年投产	国家能源集团	35%	46
	秦电 2×350M 项目	70	2×35	2026 年初全投	国家能源集团	50%	35
合计		668					389

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22：在建项目投产后公司火电权益装机将提升 34.0%（单位：万千瓦）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

拓展光伏，共享集团海风成长

公司控参股新能源项目装机容量基数较小，截至 2025 年中，控股光伏装机容量 68.7 万千瓦，参股海上风电权益装机容量 13.5 万千瓦，在建新能源项目有望带来充分新能源业务增长弹性：

- ▶ 光伏项目：公司控股在建准旗 50 万千瓦、建投遵化 15 万千瓦复合型光伏项目，预计将于 2026 年后半年陆续投产，控股在建光伏项目投产后，将拉动公司光伏控股装机容量增长 95%。其中，准旗项目为国家第二批沙戈荒重点大型风电光伏基地项目，通过蒙西~天津南特高线路送出，发电消纳相对有保障。
- ▶ 风电项目：借助控股股东旗下的新能源上市主体新天绿能，公司参与投资开发唐山祥云岛、顺桓两个 250MW 海上风电项目，预计 2026 年投产。目前，公司在建项目权益装机容量合计 22.5 万千瓦，在建参股风电项目投产后，将拉动公司风电权益装机容量增长 167%。

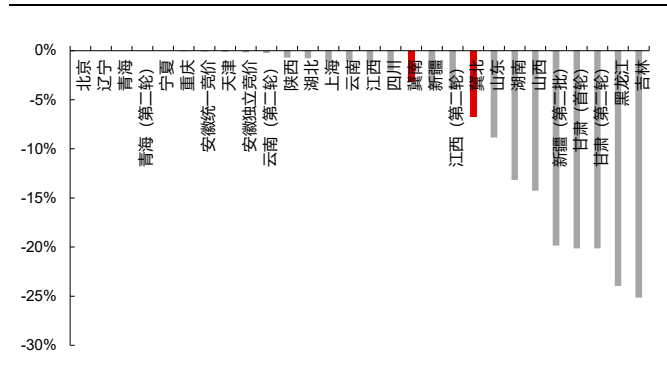
表 7：公司新能源控参股在建项目

类型	项目名称	总装机容量 (万千瓦)	装机构成	预计投产时间	参股项目业主	建投能源持股比例	权益装机容量 (万千瓦)
控股	准旗 50 万千瓦光伏项目	50	-	2026 年 12 月	-	100%	50
	建投遵化 15 万千瓦复合型光伏	15	-	2026 年 5 月	-	51%	8
	光伏合计	65					58
参股	唐山建投祥云岛 250MW 海上风电	25	30×0.85	2026 年	新天绿能	45%	11
	顺桓 250MW 海上风电	25	30×0.85	2026 年	新天绿能	45%	11
	风电合计	50					23

资料来源：公司公告，长江证券研究所

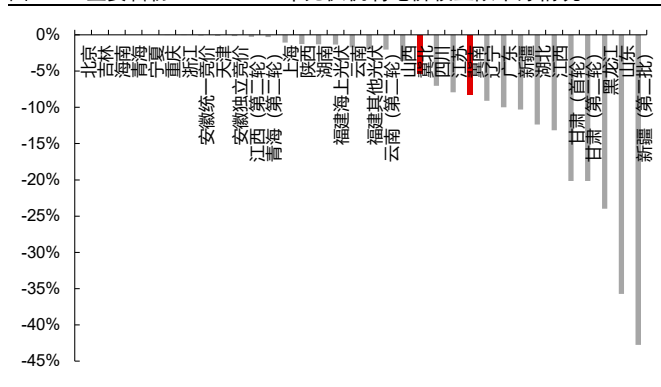
在新能源发电行业基本面压力较大的情况下，公司旗下项目具备电价稳定性优势。除控股建设的准旗 50 万千瓦光伏为大基地项目，享有消纳和电价的优先支持以外，公司控参股新建新能源项目均需参与机制电价竞价。从当前河北省竞价结果看，河北省风电、光伏机制电价出清价较竞价上限的下浮比例处于全国平均水平，其中风电竞价结果略好于光伏。新天绿能作为河北建投集团旗下风电上市平台，具备较丰富的管理经验。建投能源通过参股方式参与风电项目，避免集团内的同业竞争，同时共享集团风电开发成果。

图 23：主要省份 2025/2026 年风电机制电价较上限下浮情况



资料来源：各省发改委，北极星电力网，长江证券研究所

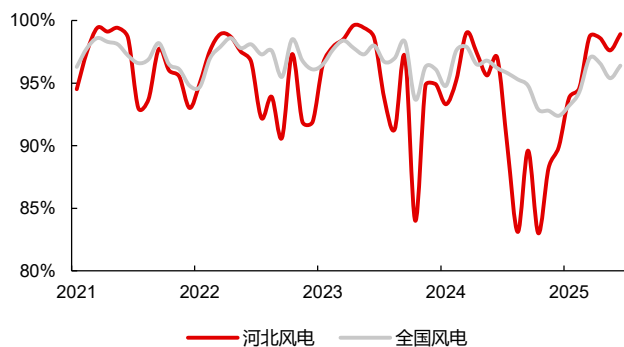
图 24：主要省份 2025/2026 年光伏机制电价较上限下浮情况



资料来源：各省发改委，北极星电力网，长江证券研究所

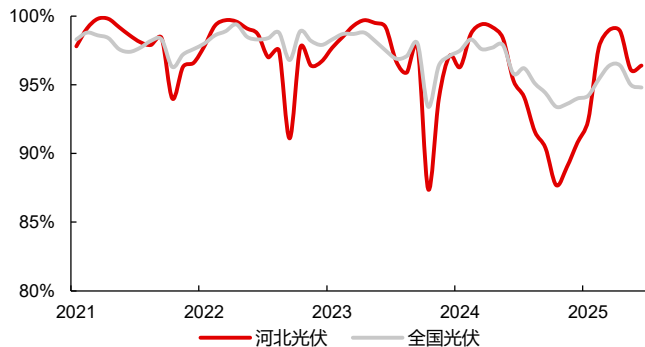
新能源消纳压力缓解。自 2024 年下半年以来，随着一批电网工程和新型储能项目陆续建成投运，河北省新能源消纳能力持续增强，弃风弃光问题明显改善。截至 2025 年 10 月，全省风电、光伏利用率分别回升至 99%和 96%，持续优于全国平均水平。新能源消纳压力的缓解有助建投能源新建项目收益水平保持稳定预期。

图 25: 全国及河北风电消纳情况对比



资料来源：电力行业规划研究与监测预警中心，长江证券研究所

图 26: 全国及河北光伏消纳情况对比



资料来源：电力行业规划研究与监测预警中心，长江证券研究所

除已经明确的开发在建项目外，截至 2025 年中，公司另有备案及储备光伏项目容量 191 万千瓦，如果后续光伏收益情况依然可观，公司光伏发电业务具备快速增长的潜力。此外，公司已经成立河北建投泚水蓄能发电有限责任公司，临城抽水蓄能项目核准工作正在推进，未来公司电源结构将进一步完善，平滑不同电源之间的收益波动。

投资建议：冀电龙头，擎势腾飞

在电价博弈加剧、区域格局主导火电盈利分化的当下，公司深耕河北的区位优势更加突出，同时随着公司在建机组的逐步落地，公司成长空间可期：

1) 公司深耕河北地区，持续偏紧的电力供需形势构筑起强大的区域护城河，支撑公司具备优于行业平均的电价韧性，并进一步带动公司业绩弹性释放。展望来看，河北区域电力供需或将延续紧平衡态势，这一区位优势有望持续为公司量价表现提供有力支撑。

2) 公司正步入明确的成长兑现期，火电与绿电的在建及储备项目储备丰厚，截至 2025 年中公司在建火电项目权益装机容量 389 万千瓦，投产后将带动公司权益装机提升 34%；同时公司有序拓展光伏业务，在建项目投产后装机增长弹性可观。

结合公司各项业务经营情况以及发展规划，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.04 元、0.88 元、1.09 元，对应 PE 分别为 8.13 倍、9.66 倍、7.75 倍，给予公司“买入”评级。

风险提示

1、电价波动风险。公司收入端的重要影响因素为电价水平，且当前国家政策体系要求煤电全部参加电力市场交易，若后续市场化交易电价受到电力供需关系变化影响而持续下行，则会对公司业绩产生不利影响；

2、新项目建设进度不及预期风险。公司经营业绩的增长依赖于控股及参股煤电、新能源机组等项目的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因各种因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性偏弱，会导致公司整体业绩增速无法达到预期水平；

3、煤价非季节性上涨风险。公司利润主要来自于参控股的煤电机组，煤炭采购成本是最主要的成本构成部分，若煤炭价格因为供给侧限产、需求侧异常旺盛等因素影响出现非季节性上涨，将对公司的经营业绩产生负面影响；

4、盈利预测不及预期风险。基于目前我们对于行业和公司各要素的分析和判断，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 227.26、219.48 和 237.58 亿元，2025-2027 年业绩分别为 18.77、17.97 和 22.41 亿元。

若出现煤价上涨、电价下滑等因素的影响，可能会导致公司收入和业绩表现不及预期，悲观情形下预计公司 2025-2027 年收入分别为 227.26、215.31 和 232.94 亿元，2025-2027 年业绩分别为 18.77、15.53 和 19.55 亿元。

表 8：公司盈利预测与敏感性分析

项目	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入（亿元）	227.26	219.48	237.58	227.26	215.31	232.94
同比	-3.36%	-3.42%	8.25%	-3.36%	-5.26%	8.19%
归母净利润（亿元）	18.77	17.97	22.41	18.77	15.53	19.55
同比	253.33%	-4.23%	24.70%	253.33%	-17.25%	25.88%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23517	22726	21948	23758	货币资金	1968	2394	2779	3050
营业成本	19907	17027	16936	18286	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3610	5699	5012	5473	应收账款	3028	2926	2826	3059
%营业收入	15%	25%	23%	23%	存货	1256	1074	1069	1154
营业税金及附加	205	205	198	214	预付账款	893	764	760	821
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	995	938	922	959
销售费用	173	182	176	190	流动资产合计	8140	8097	8355	9042
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	5258	6508	7758	8258
管理费用	885	909	878	950	投资性房地产	2	2	2	2
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	26178	24298	24461	28854
研发费用	1152	1250	1207	1307	无形资产	1901	2079	2257	2435
%营业收入	5%	6%	6%	6%	商誉	0	0	0	0
财务费用	741	596	483	399	递延所得税资产	456	267	267	267
%营业收入	3%	3%	2%	2%	其他非流动资产	5205	5401	4874	4175
加: 资产减值损失	-32	0	0	0	资产总计	47139	46651	47974	53033
信用减值损失	-15	0	0	0	短期贷款	4409	4409	4409	4409
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	3380	2891	2876	3105
投资收益	331	511	713	950	预收账款	0	0	0	0
营业利润	816	3121	2828	3410	应付职工薪酬	162	138	138	149
%营业收入	3%	14%	13%	14%	应交税费	85	82	79	86
营业外收支	6	5	5	5	其他流动负债	3925	4191	4149	4281
利润总额	822	3126	2833	3415	流动负债合计	11962	11712	11651	12030
%营业收入	3%	14%	13%	14%	长期借款	13044	11044	9794	12294
所得税费用	126	445	354	427	应付债券	2500	1000	0	0
净利润	696	2681	2479	2988	递延所得税负债	17	25	25	25
归属于母公司所有者的净利润	531	1877	1797	2241	其他非流动负债	2036	1809	1809	1809
少数股东损益	165	804	682	747	负债合计	29558	25590	23279	26158
EPS (元)	0.30	1.04	0.88	1.09	归属于母公司所有者权益	10444	13120	16073	17505
					少数股东权益	7137	7941	8623	9370
现金流量表 (百万元)					股东权益	17580	21061	24695	26875
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	47139	46651	47974	53033
经营活动现金流净额	3771	6170	5887	6474					
取得投资收益收回现金	307	511	713	950	基本指标				
长期股权投资	-1061	-1250	-1250	-500		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-3266	-1240	-3352	-7803	每股收益	0.30	1.04	0.88	1.09
其他	160	-654	0	0	每股经营现金流	2.08	3.42	2.87	3.15
投资活动现金流净额	-3860	-2633	-3889	-7353	市盈率	28.58	8.13	9.66	7.75
债券融资	0	-1500	-1000	0	市净率	1.47	1.16	1.08	0.99
股权融资	4232	0	2000	0	EV/EBITDA	11.29	4.58	4.71	4.46
银行贷款增加 (减少)	18036	-2000	-1250	2500	总资产收益率	1.5%	5.7%	5.2%	5.9%
筹资成本	-951	-811	-1364	-1350	净资产收益率	5.1%	14.3%	11.2%	12.8%
其他	-20836	1200	0	0	净利率	2.3%	8.3%	8.2%	9.4%
筹资活动现金流净额	480	-3111	-1614	1150	资产负债率	62.7%	54.9%	48.5%	49.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	392	426	385	271	总资产周转率	0.52	0.48	0.46	0.47

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (注: 考虑定向增发)

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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、风险偏好等方面的具体情况，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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。