



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月19日

基础数据

05月18日收盘价(元)	9.44
总市值(亿元)	306.22
总股本(亿股)	32.44

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】甘肃能源: 甘肃省综合电力平台, 优质火电投产贡献业绩增量-2026.03.01

分析师: 蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师: 朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理: 隋佳航

suijiahang@xyzq.com.cn

甘肃能源(000791.SZ)

高盈利火电机组投产贡献业绩增量

投资要点:

- **事件:** 甘肃能源发布 2025 年报, 公司全年实现营业收入 90.65 亿元, 同比+4.26%, 归母净利润 20.51 亿元, 同比+24.77%, 毛利率 41.65%, 同比+5.92pct, ROE (摊薄) 为 13.63%, 同比+1.51pct, 经营性净现金流 51.52 亿元, 同比+31.64%, 财务费用下降 1.28 亿元。此外, 公司预计派发现金红利 7.46 亿元, 占归母净利润的 36.37% (24 年为 35.51%), 并且公告计划进行 2026 年中期分红。
- **火电: 成本下行盈利能力进一步提升, 常乐二期投产贡献增量。** 常乐二期 200 万千瓦煤电机组于 2025 年 9、10 月投产, 2025 年公司火电上网电量同比+4.1%至 202.62 亿度, 现货交易带动上网电价同比+0.017 元/度至 0.370 元/度。成本侧, 公司火电板块 2025 年原材料费用同比-13.41%, 火电板块毛利率同比+9.91pct 至 45.15%。受益于煤炭价格下行以及新机组投产, 控股火电子公司常乐公司 2025 年实现净利润 25.31 亿元, 度电净利润为 0.12 元/度, 为公司贡献归母净利润 16.70 亿元, 同比+5.55 亿元。常乐二期延续一期成本优势, 恰逢甘肃省内煤电容量电价标准提升至 330 元/千瓦·年, 同时新能源大省赋予火电现货结算优势, 将贡献今年主要业绩增量。
- **水电&新能源: 水电电价上涨带动盈利提升, 新能源电价承压。** 2025 年公司水电上网电量同比-8.9%至 56.39 亿度, 主要受流域来水偏枯影响, 入市交易带动水电上网电价同比+0.054 元/度至 0.323 元/度。公司四家控股水电公司贡献归母净利润约 4.49 亿元, 同比+1.78 亿元, 参股小三峡发电投资收益为 1.58 亿元, 同比+0.43 亿元。绿电板块, 2025 年上网电价分别同比-0.14、-0.06 元/度至 0.38、0.31 元/度, 主要控股新能源子公司酒汇公司亏损 0.55 亿元。边际上, 公司庆阳东数西算产业园区 100 万绿电项目于今年投产, 核准项目中主要包括腾格里沙漠大基地项目, 目前已核准电站共 700 万千瓦 (风光各占一半)。
- **投资建议: 维持“增持”评级。** 综合考虑甘肃 2026 年超预期提升煤电容量电价&常乐二期机组投产, 我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 23.89、24.14、24.45 亿元, 分别同比+16.5%、+1.0%、+1.3%, 对应 5 月 18 日收盘价 PE 估值分别为 12.8x、12.7x、12.5x。
- **风险提示:** 动力煤价格回升、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、用电需求不及预期、市场化交易导致电价波动、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	9065	10848	11396	12154
同比增长	4.3%	19.7%	5.0%	6.6%
归母净利润(百万元)	2051	2389	2414	2445
同比增长	24.8%	16.5%	1.0%	1.3%
毛利率	41.7%	40.9%	39.4%	37.4%
ROE	13.6%	14.4%	13.3%	12.4%
每股收益(元)	0.63	0.74	0.74	0.75
市盈率	14.9	12.8	12.7	12.5

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6984	12262	17404	22495
货币资金	3280	7701	12650	17355
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2933	3674	3801	4055
预付款项	6	13	10	12
存货	337	392	390	450
其他	429	481	552	623
非流动资产	32302	34155	35825	37312
长期股权投资	1100	1135	1166	1193
固定资产	29273	31184	32874	34366
在建工程	1409	1329	1290	1270
无形资产	268	261	255	248
商誉	18	18	18	18
其他	233	228	222	217
资产总计	39286	46417	53229	59808
流动负债	6086	6611	6790	7201
短期借款	1116	1116	1116	1116
应付票据及应付账款	1367	1686	1725	1944
其他	3603	3809	3949	4142
非流动负债	14480	18480	22480	25980
长期借款	13331	17331	21331	24831
其他	1149	1149	1149	1149
负债合计	20567	25091	29270	33181
股本	3244	3244	3244	3244
未分配利润	5141	6303	7477	8666
少数股东权益	3670	4755	5853	6964
股东权益合计	18720	21326	23959	26626
负债及权益合计	39286	46417	53229	59808

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	2051	2389	2414	2445
折旧和摊销	1494	1931	2111	2290
营运资金的变动	377	-332	-15	25
经营活动产生现金流量	5152	5511	6152	6507
资本支出	-3735	-3771	-3773	-3772
长期投资	0	-34	-31	-28
投资活动产生现金流量	-3611	-3666	-3664	-3660
债权融资	829	4000	4000	3500
股权融资	283	0	0	0
融资活动产生现金流量	-633	2576	2460	1858
现金净变动	907	4421	4949	4705

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	9065	10848	11396	12154
营业成本	5289	6416	6908	7607
税金及附加	96	119	117	128
销售费用	0	0	0	0
管理费用	45	60	62	66
研发费用	5	4	4	5
财务费用	436	463	454	424
投资收益	158	140	140	140
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	11	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	3390	3970	4036	4111
营业外收支	-23	-22	-23	-23
利润总额	3366	3949	4013	4088
所得税	382	474	502	531
净利润	2984	3475	3511	3557
少数股东损益	932	1086	1097	1111
归属母公司净利润	2051	2389	2414	2445
EPS(元)	0.63	0.74	0.74	0.75

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	4.3%	19.7%	5.0%	6.6%
营业利润增长率	30.5%	17.1%	1.6%	1.9%
归母净利润增长率	24.8%	16.5%	1.0%	1.3%
盈利能力				
毛利率	41.7%	40.9%	39.4%	37.4%
归母净利率	22.6%	22.0%	21.2%	20.1%
ROE	13.6%	14.4%	13.3%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	52.4%	54.1%	55.0%	55.5%
流动比率	1.15	1.85	2.56	3.12
速动比率	1.02	1.72	2.42	2.97
营运能力				
资产周转率	24.1%	25.3%	22.9%	21.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.74	0.74	0.75
每股经营现金	1.59	1.70	1.90	2.01
估值比率(倍)				
PE	14.9	12.8	12.7	12.5
PB	2.0	1.8	1.7	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn