

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

邢秦浩 电力公用研究负责人

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

常乐火电利润表现亮眼,“电算协同”项目有望改善板块收益

2026年3月28日

事件: 2026年3月27日,甘肃能源发布2025年年报。2025年公司实现营业收入90.65亿元,同比+4.26%;实现归母净利润20.51亿元,同比+24.77%;扣非后净利润20.39亿元,同比+183.32%。经营活动现金流量净额51.52亿元,同比+31.64%。其中,单Q4公司实现营业收入25.41亿元,同比+14.84%,环比-2.07%;实现归母净利润4.70亿元,同比+81.64%,环比-37.96%。分红方面,公司2025年拟向全体股东每10股派发现金红利2.30元(含税),派发现金红利总额为7.46亿元。

点评:

火电业务情况: 常乐二期全面投产,量价本共助业绩优异表现。电量方面,火电2025年累计上网电量202.62亿千瓦时,同比+4.08%;其中单Q4公司火电上网电量60.18亿千瓦时,同比+8.53%,环比+12.17%。**电价方面,**2025年火电电价实现369.53元/兆瓦时,同比+1.72分/千瓦时。**成本方面,**2025年火电板块营业成本同比-6.47%,叠加收入同比+10.43%,共同助力毛利率走阔9.91pct。综合来看,常乐二期5-6号机组分别于2025年9、10月投产,火电上网电量同环比均出现提升;且综合电价同步出现同比提升,叠加全年燃煤成本同比下降,电力量价本均为Q4火电板块业绩贡献增量。我们预计2026年公司火电业绩有望因常乐二期全年满产发电而实现进一步抬升。

水电业务情况: 来水不及预期致使电量同比下滑,电价提升成亮点。电量方面,水电2025年累计上网电量56.39亿千瓦时,同比-8.87%;其中单Q4公司水电上网电量15.68亿千瓦时,同比+11.05%,环比-27.81%。**电价方面,**2025年水电电价实现322.77元/兆瓦时,同比+5.38分/千瓦时。综合来看,水电板块电量下滑原因系黄河、黑河流域、大通河等流域来水量同比下降影响;但水电交易得当,上网电价出现明显上涨。

新能源业务情况: 小时数+电价同比下滑致板块略微亏损,“电算协同”项目。电量方面,风电2025年累计上网电量16.02亿千瓦时,同比-3.96%;其中单Q4风电上网电量3.34亿千瓦时,同比+27.97%,环比-20.85%。光伏2025年累计上网电量9.75亿千瓦时,同比-4.79%;其中单Q4光伏上网电量1.80亿千瓦时,同比-20.00%,环比-30.50%。**电价方面,**2025年风电电价实现377.87元/兆瓦时,同比-13.97分/千瓦时。2025年光伏电价实现305.14元/兆瓦时,同比-5.67分/千瓦时。综合来看,新能源板块因利用小时数和市场交易原因出现量价同步下滑,新能源所在的酒汇公司录得净利润亏损5469万元。但公司新能源

板块增量项目庆阳绿电聚合一期项目已经开工。因庆阳绿电聚合一期项目为“电算协同”项目，由项目向数据中心进行绿电直供。因而我们预计庆阳项目利用小时数有望因数据中心稳定电力需求而有所保障，进而改善板块整体收益。

- **核心优势：电算协同助力绿电消纳，新能源项目储备+火电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。此外，公司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）的首批风电机组已于 2026 年 1 月底并网投运，后续二期项目 100 万千瓦同样于 3 月通过可研评审。
“电算协同”的绿电直连项目有望助力公司新能源消纳。同时公司在手储备已核准 700 万千瓦新能源项目，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因煤价逐步回归合理区间而实现进一步提升，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 2026-2028 年归母净利润分别为 21.08/22.94/25.37 亿元；对应 2026 年 3 月 27 日收盘价的 PE 分别为 13.25/12.18/11.01 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**煤价大幅上涨风险，电价和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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	8,695	9,065	9,041	11,156	11,455
同比(%)	24.8%	4.3%	-0.3%	23.4%	2.7%
归属母公司净利润（百万元）	1,644	2,051	2,108	2,294	2,537
同比(%)	40.3%	24.8%	2.8%	8.8%	10.6%
毛利率(%)	35.7%	41.7%	41.6%	37.8%	37.4%
ROE(%)	12.1%	13.6%	12.8%	12.8%	13.0%
EPS（摊薄）（元）	0.51	0.63	0.65	0.71	0.78
P/E	16.99	13.61	13.25	12.18	11.01
P/B	2.06	1.86	1.70	1.56	1.43
EV/EBITDA	7.63	6.91	7.73	7.07	6.92

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2026 年 3 月 27 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,819	6,984	6,540	6,123	6,374
货币资金	2,396	3,280	3,076	2,930	3,066
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2,939	2,933	2,874	2,605	2,705
预付账款	6	6	6	7	8
存货	158	337	157	152	167
其他	320	429	428	429	428
非流动资产	30,074	32,302	35,595	39,642	43,419
长期股权投资	1,062	1,100	1,205	1,261	1,299
固定资产(合计)	24,733	29,273	32,816	37,021	40,910
无形资产	260	268	277	285	294
其他	4,019	1,660	1,297	1,074	915
资产总计	35,892	39,286	42,136	45,765	49,793
流动负债	4,228	6,086	5,907	6,103	6,143
短期借款	220	1,116	1,116	1,116	1,116
应付票据	119	271	169	139	180
应付账款	957	1,097	1,103	1,018	975
其他	2,932	3,603	3,519	3,830	3,873
非流动负债	15,098	14,480	15,180	16,080	17,480
长期借款	13,882	13,331	13,831	14,531	15,431
其他	1,216	1,149	1,349	1,549	2,049
负债合计	19,326	20,567	21,088	22,183	23,623
少数股东权益	2,999	3,670	4,628	5,670	6,609
归属母公司股东权益	13,567	15,050	16,420	17,911	19,561
负债和股东权益	35,892	39,286	42,136	45,765	49,793

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8,695	9,065	9,041	11,156	11,455
同比(%)	24.8%	4.3%	-0.3%	23.4%	2.7%
归属母公司净利润	1,644	2,051	2,108	2,294	2,537
同比(%)	40.3%	24.8%	2.8%	8.8%	10.6%
毛利率(%)	35.7%	41.7%	41.6%	37.8%	37.4%
ROE%	12.1%	13.6%	12.8%	12.8%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.63	0.65	0.71	0.78
P/E	16.99	13.61	13.25	12.18	11.01
P/B	2.06	1.86	1.70	1.56	1.43
EV/EBITDA	7.63	6.91	7.73	7.07	6.92

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8,695	9,065	9,041	11,156	11,455
营业成本	5,589	5,289	5,280	6,943	7,174
营业税金及附加	64	96	95	118	121
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	53	45	45	56	57
研发费用	1	5	5	6	6
财务费用	564	436	568	604	653
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	132	158	407	446	458
其他	42	37	-24	-18	-17
营业利润	2,597	3,390	3,431	3,858	3,885
营业外收支	-27	-23	-23	-23	-23
利润总额	2,570	3,366	3,407	3,835	3,862
所得税	277	382	341	499	386
净利润	2,293	2,984	3,067	3,337	3,476
少数股东损益	649	932	958	1,043	938
归属母公司净利润	1,644	2,051	2,108	2,294	2,537
EBITDA	4,483	5,140	5,618	6,289	6,606
EPS(当年)(元)	0.53	0.63	0.65	0.71	0.78

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,914	5,152	5,304	6,219	6,103
净利润	2,293	2,984	3,067	3,337	3,476
折旧摊销	1,454	1,494	1,926	2,173	2,426
财务费用	579	458	633	665	711
投资损失	-132	-158	-407	-446	-458
营运资金变动	-292	377	11	417	-125
其它	11	-3	73	73	73
投资活动现金流	-3,472	-3,611	-4,836	-5,797	-5,768
资本支出	-3,517	-3,735	-5,140	-6,190	-6,190
长期投资	0	0	-103	-53	-36
其他	46	124	407	446	458
筹资活动现金流	-89	-633	-671	-568	-200
吸收投资	1,991	283	0	0	0
借款	-670	345	500	700	900
支付利息或股息	-869	-1,682	-1,371	-1,468	-1,600
现金流净增加额	353	907	-204	-146	136

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。