

京能电力：煤电现金改善，转型投入仍需算清

独立研究意见 | 研究截止2026年7月27日

我们怎么看

京能电力2025年经营现金明显改善，一季度也保持正流入；但煤电仍占主要装机，拟募资项目尚未形成回报，转型投入能否被现有现金覆盖仍需核算。

为什么现在形成这个看法

2025年营业收入354.26亿元、归母净利润35.30亿元、经营活动现金流105.98亿元；收入同比基本持平，经营活动现金流同比增长68.90%。

最强反方

电力需求增长、煤电现金流改善和项目推进可能使公司资本约束低于当前担心。

什么会改变我们的看法

上调条件：煤价受控，电量、电价和利用小时稳定，煤电经营现金持续覆盖维护支出及新增项目，投产项目开始贡献可核验现金；下调条件：煤价、电价或利用小时恶化，新增项目延迟或超支，融资和资本开支使经营现金覆盖不足。

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

商业基础、经营与现金

2025年控股装机2466.7万千瓦，其中火电2139万千瓦；全年发电量951.88亿千瓦时，煤电仍是主要经营基础。京能电力2025年经营现金明显改善，一季度也保持正流入；但煤电仍占主要装机，拟募项目尚未形成回报，转型投入能否被现有现金覆盖仍需核算。京能电力的商业基础要从真实资产和客户关系看。公司以煤电运营为基础，兼顾热电联产和已披露的清洁能源项目。这决定了收入并非来自单一价格变量，利润也会受到产品结构、周转速度和资本占用的共同影响。机组利用与效率决定收入质量，资本开支、融资与项目进度则把经营结果落到现金。三者分开看，容易高估某一项增长；放在一起，才能识别增长究竟来自需求、价格、确认时点还是资金占用。

煤价、电量、电价、利用小时和机组效率先影响煤电利润；资本开支、融资与新能源项目建设再决定现金与资产结构。从业务端看，收入只是中间结果。机组利用与效率决定收入的质量，资本开支、融资与项目进度决定这份质量有没有变成可支配现金。公司以煤电运营为基础，兼顾热电联产和已披露的清洁能源项目。业务跨度越长，内部抵消越值得警惕。某个环节扩张，可能同时推高采购、库存、应收或建设支出；合并收入增加，不一定代表所有环节都在创造价值。商业质量还要经受低景气期检验。若外部条件转弱时，公司仍能保持煤价、电量与电价并控制资本开支、融资与项目进度，这套模式才有更高可信度；反之，规模可能只是放大波动。

把这套生意拆开后，京能电力的优势和约束都更具体。煤价、电量与电价决定现有经营基础是否稳固，机组利用与效率决定收入增长有没有足够质量，资本开支、融资与项目进度决定利润能否留下。三者的改善顺序可能不同，但长期不能持续背离：业务基础没有转成收入质量，说明竞争或执行出了问题；利润长期没有转成现金，则要重新估计周转与资本负担。季度数据可能受季节性影响，业绩预告或快报也要等待正式报告补齐报表。现阶段先记录收入、利润和现金是否同向，以及差异出现在哪个环节。利润和经营现金不能互相替代。利润回答当期确认了多少收益，现金回答这些收益是否已经回收，或是否被库存、应收和项目投入占用。对京能电力而言，资本开支、融资与项目进度是检验报表质量的直接入口。

2025年营业收入354.26亿元、归母净利润35.30亿元、经营活动现金流105.98亿元；收入同比基本持平，经营活动现金流同比增长68.90%。2026年第一季度营业收入101.81亿元、归母净利润11.01亿元、经营活动现金流27.33亿元；收入、净利润和经营现金流分别同比增长2.21%、1.50%和6.00%。公司披露拟向特定对象发行股票募集资金不超过50亿元，拟投向部分清洁能源和热电项目；方案尚需后续程序，不应视作已完成资本开支或盈利贡献。年度和一季度数据都支持煤电现金改善，但不说明新增项目已经创造价值。拟募资仍处程序阶段，应与实际资本开支和投产进度分开。

煤价、电量与电价若改善，通常先进入收入或毛利；机组利用与效率决定改善是否扩散；资本开支、融资与项目进度则常常更晚确认。这一时间差正是下一份正式报告需要解释的地方。最新披露提供了新的方向线索，但正式半年报仍要补齐分部、费用、资产负债和现金流。只有这些项目相互吻合，预告或快报中的变化才算完整兑现。从年度到一季度，京能电力最值得追问的是变化来自基数、业务结构还是经营效率。答案要落在煤价、电量与电价与机组利用与效率，不能只凭总收入增减判断。经营现金流的方向需要结合业务特征解释。预收、库存出售、应收回款、燃料采购或项目结算都可能改变单季现金；一次改善不能直接外推，持续背离也不能忽略。

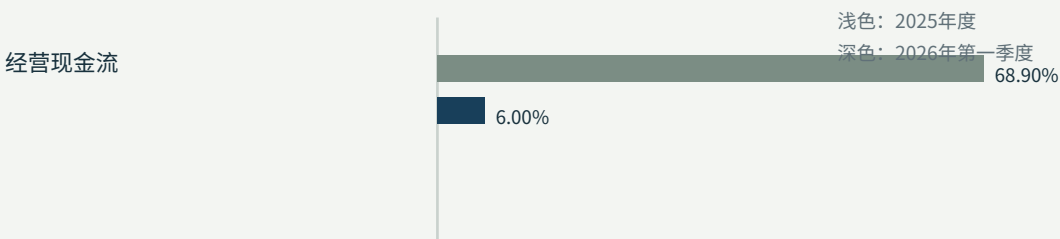
利润增速高于收入时，要检查毛利、费用、投资收益和非经常项目；利润落后于收入时，则要寻找成本、产品结构或资产利用的变化。当前披露给出结果，还没有补齐所有原因。财务变化还要回到经营动作。煤价、电量与电价、机组利用与效率通常通过销量、价格、项目或资产利用进入利润表，资本开支、

融资与项目进度则会受到结算、库存、应收和资本投入影响。下一份报告若只披露总收入和总利润，我们仍需寻找分部、毛利、费用与现金的对应关系；对应关系缺失时，只能确认结果发生，不能确认结果为何发生或能否延续。

现有时间线由2025年年报、2026年第一季度和最新披露组成。对京能电力，三者分别回答完整年度基础、近端变化和下一阶段线索，证据强度并不相同。后续正式报告要把煤价、电量与电价、机组利用与效率与资本开支、融资与项目进度放回同一会计期，才能判断最新线索是延续、反转还是单纯的确认时点差异。

京能电力：年度与一季度经营变化

收入、利润和现金在两个披露期间是否同向？



期间：2025年度与2026年第一季度 | 单位：%

来源：年度报告、一季度报告

读者结论：年度和一季度数据都支持煤电现金改善，但不说明新增项目已经创造价值。拟募资仍处程序阶段，应与实际资本开支和投产进度分开。

产业传导与证据

国家能源局披露2026年上半年全社会用电量50999亿千瓦时，同比增长5.3%；同期发电装机继续增长，供需和利用小时并不只由用电量决定。煤价决定主要成本，电量、电价和利用小时决定收入，机组效率影响单位利润。清洁能源项目随后占用资本并形成新资产，只有投产后的现金回报才能证明转型有效。对京能电力而言，行业资料只能解释外部约束，不能替代公司自身数据。只有煤价、电量与电价、机组利用与效率、资本开支、融资与项目进度能够同时被经营披露和现金数据支持，产业变化才可以进入公司结论。京能电力能主动调整的是产品、交付、成本和资本安排，不能独自决定的是行业价格、天气、宏观需求或监管节奏。我们会分别看这两类变量，避免把管理能力和外部顺风混为一谈。

如果宏观总量改善而公司数据没有响应，可能是业务暴露不同、竞争位置变化或传导尚未发生。反过来，公司也可能凭借自身资产和效率跑赢宽口径行业。公司与产业数据短期背离并不罕见。可能是订单与收入存在时差，也可能是公司竞争位置不同；下一次分部和现金披露将帮助区分这两种解释。如果产业环境转弱而京能电力的煤价、电量与电价、机组利用与效率仍改善，说明企业自身能力可能更强；若产业向好而公司没有响应，则要检查执行、成本或资产负担。

京能电力：经营结果怎样走到现金

哪些经营环节决定利润能否变成现金？



期间：当前研究周期 | 单位：经营关系

来源：一季度报告

读者结论：煤价决定主要成本，电量、电价和利用小时决定收入，机组效率影响单位利润。清洁能源项目随后占用资本并形成新资产，只有投产后的现金回报才能证明转型有效。

市场预期与条件价值

研究问题是：煤电的现金创造能否覆盖燃料、电价、利用小时和新增资本开支的波动，并支持转型项目的有序投入？中性判断反映两股力量：煤电现金好转，新增投资仍待回报。市场价格不自动把募资计划折算为盈利，也不改变对资本覆盖能力的要求。本研究把600578在2026-07-24的完整收盘价5.54元作为可复算的市场参考。它不是交易信号，也不会自动改变公司质量、产业判断或本报告的观点方向。本报告不使用盘中数据、均线、形态、资金流或传统技术指标。估值分布、概率和单一风险收益比也没有在当前证据下计算，因此不会用醒目单点数值替代条件分析。当前市场真正等待的是煤价、电量与电价和机组利用与效率能否同时兑现，并由资本开支、融资与项目进度确认。只出现其中一项，往往不足以区分一次性确认与可持续改善。

要进一步讨论价值，至少需要更完整的盈利输入、资本需求和证伪边界。当前报告没有用未经核验的假设补齐这些缺口。京能电力当前没有足够输入支持情景概率和风险收益计算。缺少的不是一个倍数，而是对盈利持续性、资本需求和证伪幅度的可核验依据。若未来补做价值复核，煤价、电量与电价将影响盈利基础，机组利用与效率影响利润质量，资本开支、融资与项目进度决定现金折价。只有三者口径一致，价值讨论才有可复算基础。市场部分需要回答的是经营要求，而不是给收盘价找理由。以5.54元为参考，读者可以把后续披露与当前判断对照：煤价、电量与电价若弱于预期，盈利基础会受压；机组利用与效率若改善，利润质量可能提高；资本开支、融资与项目进度若持续落后，现金折价仍需保留。没有完整模型前，这些只能作为复核条件，不能换算成目标价。

京能电力：三层证据怎样互相验证

年度基础、季度变化和最新披露是否支持同一解释？

年度基础	2025年营业收入354.26亿元、归母净利润35.30亿元、经营活动现金流105.98亿元；收入同比基本持平，经营活动现金流同比增长68.90%。
季度变化	2026年第一季度营业收入101.81亿元、归母净利润11.01亿元、经营活动现金流27.33亿元；收入、净利润和经营现金流分别同比增长2.21%、1.50%和6.00%。
最新披露	公司披露拟向特定对象发行股票募集资金不超过50亿元，拟投向部分清洁能源和热电项目；方案尚需后续程序，不应视作已完成资本开支或盈利贡献。

期间：2025年度；2026年第一季度；2026-07-01 | 单位：按原披露口径、公告或正式披露口径

来源：年度报告、一季度报告、最新重大披露

读者结论：年度和一季度数据都支持煤电现金改善，但不说明新增项目已经创造价值。拟募资仍处程序阶段，应与实际资本开支和投产进度分开。

反方、证伪与三期限展望

最强反方：电力需求增长、煤电现金流改善和项目推进可能使公司资本约束低于当前担心。

上调条件：煤价受控，电量、电价和利用小时稳定，煤电经营现金持续覆盖维护支出及新增项目，投产项目开始贡献可核验现金。

下调条件：煤价、电价或利用小时恶化，新增项目延迟或超支，融资和资本开支使经营现金覆盖不足。

我们目前的总体研究观点为中性。京能电力具备可识别的业务基础，但现有公开资料尚未让煤价、电量与电价、机组利用与效率形成无条件改善的共同证据。更负面的变化是：煤价、电价或利用小时不利，叠加融资和项目建设压力，导致现金不能覆盖转型投入。若发生，当前观点必须重新签发；若反方条件得到连续事实支持，观点也应相应上修。向下的改变条件同样明确：煤价、电价或利用小时不利，叠加融资和项目建设压力，导致现金不能覆盖转型投入。它会先影响煤价、电量与电价或机组利用与效率，随后反映在资本开支、融资与项目进度。改变观点需要连续事实，而不是把门槛设得无法触发。煤价、电量与电价、机组利用与效率和资本开支、融资与项目进度会分别在业务、利润和现金层留下记录，便于下一次逐项核对。

三个期限分别检验变化是否开始、能否走完一个经营周期，以及回报能否复制。近期先看煤价、电量与电价与机组利用与效率，中期要求资本开支、融资与项目进度与利润相互印证；改变条件一旦出现，不会等到期限结束才更新判断。如果煤价、电量与电价率先改善而资本开支、融资与项目进度仍弱，短期可以记录进展，中期观点仍需克制。若现金随后跟上，才说明经营改善穿过了周转和投入。若机组利用与效率或资本开支、融资与项目进度朝相反方向发展，复核不会等到两年期结束。触发条件出现时，报告应当提前更新并说明观点为何改变。近期复核先看披露能否解释煤价、电量与电价与机组利用与效率。即使总利润符合预期，分部或现金不支持，也不能把近端结果视为完整改善。

中期复核会把季度时点拉长到完整周期。季节性、项目确认或一次周转释放在更长窗口内会逐渐消退，留下的才更接近持续经营能力。1至2年关注资本开支、融资与项目进度，因为资本和周转最终决定增长能否留给股东。业务规模扩张却持续消耗现金，长期判断就要重新估计。

京能电力：观点在什么时间由什么证据复核

未来3个月、3至12个月和1至2年分别检查什么？

未来3个月

3至12个月

1至2年

煤价受控，电量、电价和利用小时稳定，煤电经营现金持续覆盖维护支出及新增项目，投产项目开始贡献可核实验金。

煤价、电量、电价和利用小时保持稳定，煤电现金覆盖日常资本开支与新增项目投入。

清洁能源项目按期投产并贡献现金，煤电与新能源的资本安排保持平衡。

期间：研究基准日起0至3个月；超过3个月至12个月；超过12个月至24个月 | 单位：验证窗口

来源：最新重大披露、产业与经营约束

读者结论：近期确认变化是否发生，中期检查利润与现金能否闭合，1至2年检验回报能否复制。

三个观察期限

未来3个月（2026-07-27至2026-10-27）

近端先看煤价、电量、电价和利用小时如何共同影响煤电利润，并核对经营现金改善是否延续。

改变看法：上调条件：煤价受控，电量、电价和利用小时稳定，煤电经营现金持续覆盖维护支出及新增项目，投产项目开始贡献可核验现金；下调条件：煤价、电价或利用小时恶化，新增项目延迟或超支，融资和资本开支使经营现金覆盖不足。

下一次检查：下一次法定披露或主管部门数据窗口

3-12个月（2026-10-28至2027-07-27）

三至十二个月要判断煤电现金能否覆盖日常资本开支和新增项目投入，同时观察融资安排是否抬高资产负担。

改变看法：上调条件：煤价、电量、电价和利用小时保持稳定，煤电现金覆盖日常资本开支与新增项目投入；下调条件：燃料或电价条件恶化，融资和建设支出上升，经营现金覆盖能力下降。

下一次检查：完整财务期与年度经营数据窗口

1-2年（2027-07-28至2028-07-27）

一至两年看清洁能源项目投产后的回报与现金贡献；募集资金和装机扩张本身不能证明转型已经创造价值。

改变看法：上调条件：清洁能源项目按期投产并贡献现金，煤电与新能源的资本安排保持平衡；下调条件：新增项目延迟或回报不足，装机扩张和融资成本持续快于现金形成。

下一次检查：年度报告与项目、资产或产品结构复核窗口

来源说明

本报告基于公司定期报告、重大公告、交易所与独立行情及主管部门公开资料编制。来源名称、日期、口径和限制请与正文一起阅读。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。