

电投产融 (000958.SZ)

优于大市

“能源+金融”双主业，拟进行资产重组打造 A 股第三家核电运营公司

核心观点

公司系国家电投集团旗下以能源和金融为主业的上市公司。主业包括能源和金融两大业务板块，由全资子公司东方绿能和资本控股分别作为管理主体。公司能源业务主要包括热电联产火电和风光新能源；金融业务包括信托、保险经纪、期货业务。2024 年上半年，公司实现营业收入 27.69 亿元，同比减少 5.03%，实现归母净利润 5.30 亿元，同比降低 10.28%，扣非后归母净利润 5.15 亿元，同比降低 11.51%。其中，东方绿能总营收 22 亿元，净利润 3.76 亿元；资本控股总营收 1.86 亿元，净利润 3.37 亿元。

核电资产借壳上市，置出金融资产。9 月 30 日，公司发布筹划重大资产重组停牌公告，拟通过发行股份方式购买国电投核能有限公司（简称电投核能）控股股权，同时置出国家电投集团资本控股有限公司控股股权。10 月 18 日，公司发布资产重组预案，上市公司拟以所持的资本控股 100% 股权与国家核电所持有的电投核能股权的等值部分进行置换，并向国家核电及中国人寿发行股份购买置入资产和置出资产的差额部分。发行价格为 3.53 元/股，折价率 13.7%，国家核电锁定期 36 个月，中国人寿锁定期 12 个月。同时，公司拟定向增发不超过发行股份购买资产完成后总股本的 30%，用于置入资产建设项目、流动资金、偿还债务等用途，发行价格待定，锁定期 6 个月。

打造 A 股第三家核电运营上市公司。若此次资产重组顺利完成，电投核能将通过公司借壳上市，公司同时成为 A 股第三家核电运营上市公司，拥有海阳核电控股股权，并参股红沿河、三门等核电站。根据电投核能对外投资情况计算，公司控股在运装机容量为 250.6 万千瓦，控股（包括共同控制）在运核电 8 台，装机规模 921 万千瓦；管理国家电投集团控股核准在建机组 8 台，装机规模 1056 万千瓦。

风险提示：资产重组失败，用电量不及预期，电价下调。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。

公司作为国电投旗下“能源+金融”双主业上市公司，业务发展稳健，拟筹划重大资产重组，打造 A 股第三家核电运营上市公司。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 13.57/14.18/14.63 亿元，同比增速 6.8%/4.5%/3.2%，对应当前 PE 为 16.2/15.5/15.0X。参考可比公司给予公司 17.5-18 倍 PE，预计合理估值为 4.41-4.54 元/股，较当前股价溢价空间为 7.9%-10.9%，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,113	6,077	5,939	6,997	7,059
(+/-%)	-31.0%	-0.6%	-2.3%	17.8%	0.9%
归母净利润(百万元)	999	1270	1357	1418	1463
(+/-%)	-22.9%	27.1%	6.8%	4.5%	3.19%
每股收益(元)	0.19	0.24	0.2521	0.26	0.27
EBIT Margin	41.4%	38.8%	41.0%	36.2%	36.9%
净资产收益率 (ROE)	5.4%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
市盈率 (PE)	27.3	21.4	20.1	19.2	18.6
EV/EBITDA	13.3	13.5	15.2	15.2	15.0
市净率 (PB)	1.48	1.41	1.35	1.30	1.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002

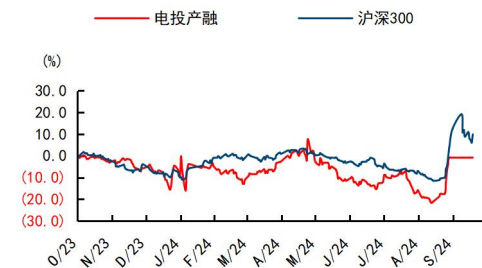
证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

联系人：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	4.41 - 4.54 元
收盘价	4.09 元
总市值/流通市值	22018/22018 百万元
52 周最高价/最低价	4.68/3.20 元
近 3 个月日均成交额	48.62 百万元

市场走势



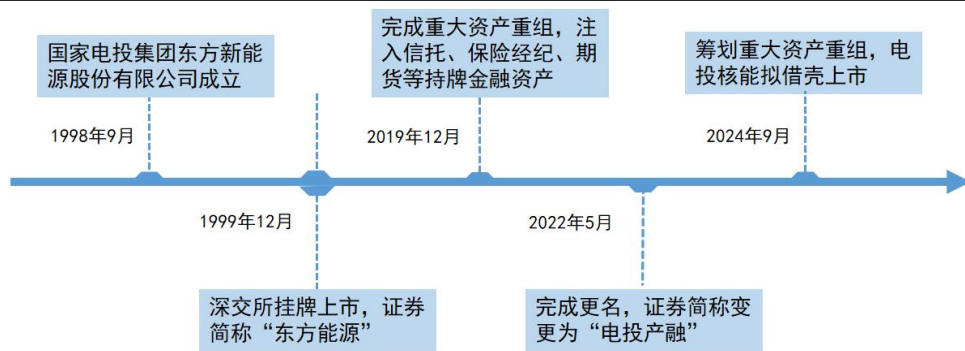
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

◆ 公司概况

公司全称为国家电投集团产融控股股份有限公司，系国家电投集团旗下以能源和金融为主业的上市公司。公司前身为国家电投集团东方新能源股份有限公司，成立于1998年9月14日，1999年在深交所挂牌上市，证券简称“东方能源”。2019年12月，公司完成重大资产重组，注入信托、保险经纪、期货等持牌金融资产，施行“能源+金融”双主业运营，证券简称变更为“电投产融”。

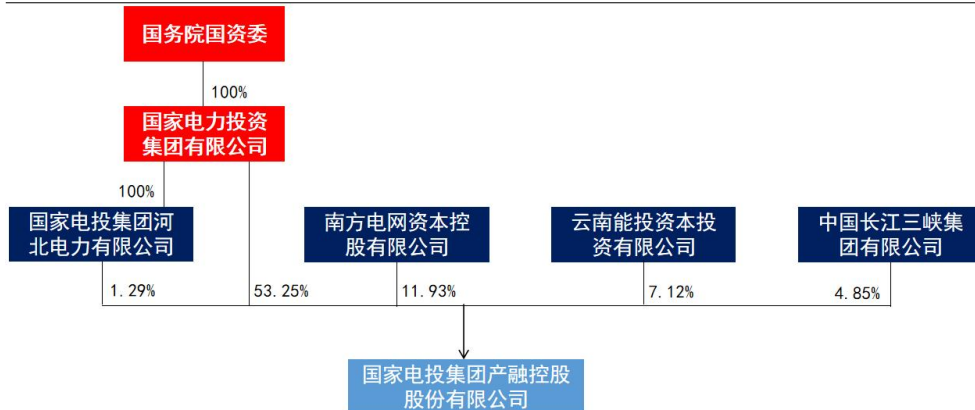
图1: 电投产融发展历程



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司控股股东和实际控制人为国家电力投资集团有限公司。截至2024年中报，公司直接持股比例前三的股东为国家电力投资集团有限公司、南方电网资本控股有限公司、云南能投资本投资有限公司，直接持股比例分别为53.25%、11.93%、7.12%。国家电力投资集团有限公司同时通过全资子公司国家电投集团河北电力有限公司间接持有公司1.29%股份，施公司的控股股东和实际控制人。

图2: 电投产融股权结构图



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

电投产融公司主业包括能源和金融两大业务板块，由全资子公司东方绿能和资本控股分别作为能源业务和金融业务的管理主体。

能源业务方面，东方绿能统一管理公司旗下能源资产。截至2024年上半年，公司总装机容量228.51万千瓦，分品种看，东方绿能火电装机66万千瓦，全部为热电联产机组，工业供热负荷750吨/小时，供热面积3550万平方米；新能源装机162.51万千瓦，其中风电113.15万千瓦，光伏49.36万千瓦。公司能源资产共计分布在7个省、自治区和直辖市，其中，河北省116.80万千瓦、山西省75.22万千瓦、河南省17.10万千瓦、山东省7.40万千瓦、天津市6.62万千瓦、内蒙

古自治区 5 万千瓦、北京市 0.37 万千瓦。2023 年，公司取得核准项目装机容量 53.52 万千瓦，其中包括 35 万千瓦热电联产扩建项目和 18 万千瓦海上风电项目；2024 年 1 月获取 22 万千瓦海上风电项目核准。截至 2023 年年报，公司在建项目计划装机容量为 5.52 万千瓦。

2023 年，公司累计完成发电量 67.7 亿 kWh，完成上网电量 65.2 亿 kWh，平均上网电价为 0.4620 元/kWh（含税），公司市场交易电量 49.0 亿 kWh，占比 75.2%。其中公司火电完成发电量 34.05 亿 kWh，供电煤耗 278.14 克/kWh。公司完成热力生产量 1503.2 万吉焦，完成热力销售量 1784.6 万吉焦。

金融业务方面，资本控股统一管理公司旗下金融资产，包括信托、保险经纪和期货三类业务，分别依托百瑞信托、电投经纪、先融期货开展。

信托业务主要依托百瑞信托开展。百瑞信托拥有金融许可证，具备银行间同业拆借资格，特定目的信托受托机构资格，以国有资产从事股权投资业务资格，信托业务包括资产管理信托业务、资产服务信托业务和公益/慈善信托业务三类。截至 6 月末，百瑞信托能源产融业务存续规模 1590 亿元，占信托业务总规模 30.90%，同比增长 14.99%；证券投资业务存续规模 959 亿元，同比增长 60.88%。

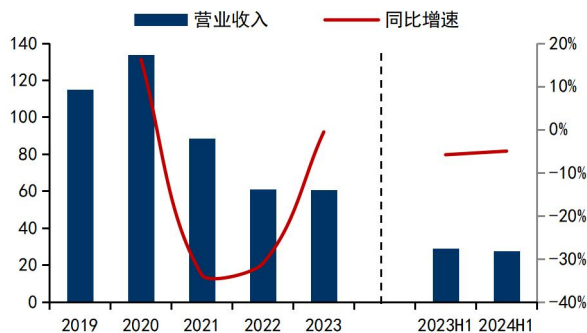
保险经纪业务主要依托电投经纪开展。电投经纪主要业务包括，为投保单位提供风险评估、投保方案拟定、保险供应商选择、协助办理投保手续、协助索赔、防灾防损的保险经纪服务，并提供风险管理咨询和产权经纪等专业化服务，业务范围涉及火电、水电、新能源、核电、铝业、煤炭等领域，业务覆盖全国，以及巴西、墨西哥、澳大利亚等国家。截至 2024 年上半年，电投经纪完成 2024-2026 年度财产保险合格供应商库建立，完成 2024-2025 年度统保资产调查，统保资产总额超过 1.6 万亿元，同比增幅 25%。

期货业务主要依托先融期货开展。先融期货具备商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、风险管理等业务资格，在上海设立资产管理子公司先融资管、在天津设立风险管理子公司先融风管，业务单元分布在全国主要城市。截至 2024 年中报，先融期货期货客户权益 21.69 亿元，峰值 26.5 亿；成立大宗商品研究中心，为产业单位提供大宗商品综合风险管理服务，套期保值规模 1.9 亿元，煤炭保供 9.5 万吨。

2024 年上半年，公司实现营业收入 27.69 亿元，同比减少 5.03%。分行业看，电力业务实现营业收入 14.70 亿元，同比降低 5.47%，其中煤电营收 5.54 亿元，同比降低 6.15%，风电营收 6.91 亿元，同比降低 4.67%，光伏营收 2.25 亿元，同比降低 6.17%；热力业务实现营收 5.77 亿元，同比提高 3.03%；信托业务实现营收 3.68 亿元，同比降低 5.87%；保险经纪业务实现营收 1.57 亿元，同比提高 19.37%。

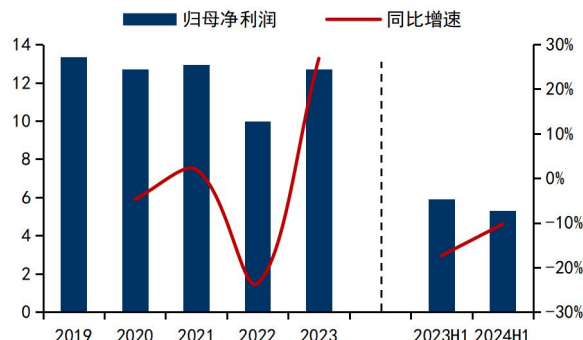
2024 年上半年，公司实现归母净利润 5.30 亿元，同比降低 10.28%，扣非后归母净利润 5.15 亿元，同比降低 11.51%，主要系投资收益降低所致，受上半年资本市场低位震荡，权益投资收益同比下降，长端利率中枢下移等因素影响，公司长期股权投资收益、交易性资产和债权投资收益、处置金融性资产投资收益及其他投资收益均有所降低。

图3: 公司营业收入情况 (亿元)



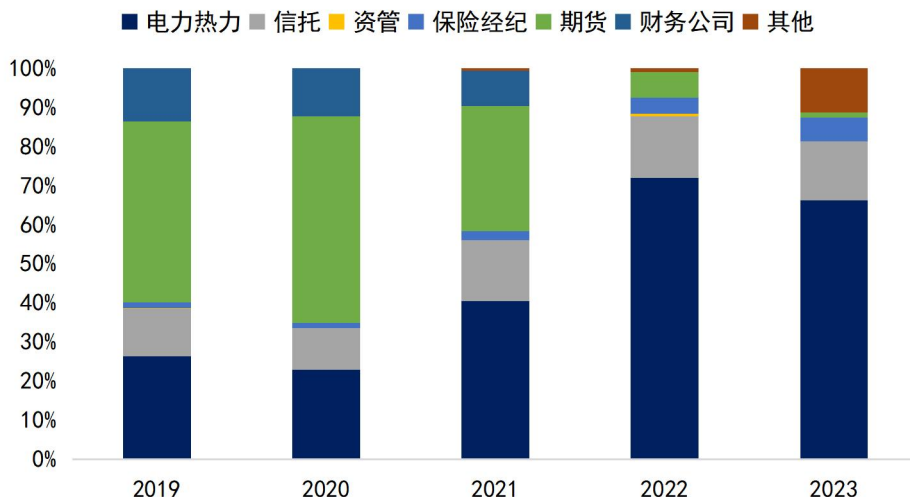
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分行业营业收入情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司投资收益占利润表贡献较大, 2024 年中期投资净收益 2.93 亿元, 同比下降 20.1%。其中, 以权益法核算的长期股权投资收益 1.17 亿元, 同比下降 5.5%, 主要为对联营企业国家电投集团财务有限公司投资损益, 占其中的 95.9%; 交易性金融资产在持有期间的投资收益 0.86 亿元, 同比下降 25.9%; 处置交易性金融资产取得的投资收益 0.76 亿元, 同比下降 16.8%; 债权投资在持有期间取得的利息收入 0.06 亿元, 同比下降 71.4%; 处置债权投资取得的投资收益 0.03 亿元, 上年同期无此项投资收益; 其他投资收益 0.05 亿元, 同比下降 63.6%。

◆ 核电资产借壳上市, 置出金融资产

9 月 30 日, 公司发布筹划重大资产重组停牌公告, 拟通过发行股份方式购买国电投核能有限公司 (简称电投核能) 控股股权, 同时置出国家电投集团资本控股有限公司控股股权。此次交易预计构成重大资产重组, 同时不构成实控人变更。公司股票已于 9 月 30 日开市时起停牌, 公司预计在不超过 10 个交易日的时间内披

露此次交易方案。

10月18日，公司发布资产重组预案，拟置入电投核能100%股权，同时置出资本控股100%股权，上市公司拟以所持的资本控股100%股权与国家核电所持有的电投核能股权的等值部分进行置换，并向国家核电及中国人寿发行股份购买置入资产和置出资产的差额部分。发行价格为3.53元/股，折价率13.7%，国家核电锁定期36个月，中国人寿锁定期12个月。同时，公司拟定增发不超过发行股份购买资产完成后总股本的30%，用于置入资产建设项目、流动资金、偿还债务等用途，发行价格待定，锁定期6个月。

电投核能下属核电资产借壳上市。电投核能由国家核电技术有限公司（下称国家核电）和中国人寿保险股份有限公司分别持股，持股比例分别为73.24%、26.76%。电投核能对外投资11家企业，根据公司对外投资情况计算，公司控股在运装机容量为250.6万千瓦，系山东核电有限公司旗下海阳核电站；控股（包括共同控制）在运核电8台，装机规模921万千瓦；管理国家电投集团控股核准在建机组8台，装机规模1056万千瓦。根据公司对外投资情况测算，在运总权益装机容量为743.3万千瓦。

表1: 电投核能对外投资情况

企业名称	持股比例
国电投莱阳核能有限公司	100.00%
国电投核电技术服务有限公司	100.00%
电投核能（威海市文登区）能源有限公司	100.00%
上海禾曦能源投资有限公司	99.97%
山东核电有限公司	65.00%
中电华元核电工程技术有限公司	45.00%
辽宁红沿河核电有限公司	45.00%
辽宁庄河核电有限公司	44.00%
中核河南核电有限公司	40.00%
国电投（山东）核环保有限公司	30.00%
三门核电有限公司	14.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2: 电投核能在运装机情况

核电站	业主单位	装机容量（万千瓦）	持股形式	电投核能对业主单位的穿透持股比例
海阳核电	山东核电有限公司	250.6	控股	65%
红沿河核电	辽宁红沿河核电有限公司	671.3	直接参股，联营	45%
三门核电	三门核电有限公司	250.0	直接参股	14%
田湾核电	江苏核电有限公司	660.8	间接参股	30%
秦山二核	核电泰山联营有限公司	268.0	间接参股	6%
秦山三核	秦山第三核电有限公司	145.6	间接参股	20%
电投核能控股（包括共同控制）在运核电		921		

资料来源：Wind，中国核电公告、中国广核公告、山东核电有限公司2024年度第一期绿色超短期融资券（科创票据）募集说明书，公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 24H1 电投核能旗下部分核电公司财务情况 (单位: 亿元)

核电公司	电投核能权益比例	总资产	总负债	净资产	归属于电投核能净资产	营业收入	净利润	归属于电投核能净利润
山东核电有限公司	65%	765.67	554.82	210.09	137.06	34.76	6.39	4.15
辽宁红沿河核电有限公司	45%	765.76	565.36	200.39	90.18	72	14.21	6.39
三门核电有限公司	14%	711.32	530.66	180.65	25.29	34.26	8.1	1.13
江苏核电有限公司	30%	687.02	456.63	230.39	69.1	89.47	23.66	7.1
核电泰山联营有限公司	6%	144.44	49.11	95.34	5.72	37.01	11.98	0.72
泰山第三核电有限公司	20%	128.27	61.89	66.37	13.27	21.37	8.31	1.66
合计					340.62			21.15

资料来源: Wind, 中国核电公告、中国广核公告、山东核电有限公司 2024 年度第一期绿色超短期融资券 (科创票据) 募集说明书, 国信证券经济研究所整理

表4: 23 年电投核能旗下部分核电公司财务情况 (单位: 亿元)

核电公司	电投核能权益比例	总资产	总负债	净资产	归属于电投核能净资产	营业收入	净利润	归属于电投核能净利润
山东核电有限公司	65%	732.61	528.22	204.39	132.85	64.00	12.37	8.04
辽宁红沿河核电有限公司	45%	776.48	590.30	186.18	83.78	137.22	18.02	8.11
三门核电有限公司	14%	688.82	498.18	190.64	26.69	71.76	21.45	3.00
江苏核电有限公司	30%	700.34	453.94	246.40	73.90	179.01	43.44	13.03
核电泰山联营有限公司	6%	732.61	528.22	95.34	5.72	77.10	21.26	1.28
泰山第三核电有限公司	20%	776.48	590.30	66.37	13.27	43.96	15.02	3.00
合计					337.63			36.46

资料来源: Wind, 中国核电公告、中国广核公告、山东核电有限公司 2024 年度第一期绿色超短期融资券 (科创票据) 募集说明书, 国信证券经济研究所整理

除以上在运核电项目外, 电投核能海阳核电二期在建, 装机容量 250.6 万千瓦, 预计 2027 年投产, 机组为 AP1000 技术, 总装机容量 2500MW, 计划总投资 400.11 亿元, 截至 24 年月末已投入 286.45 亿元。此外, 公司旗下莱阳核电项目已列入《国家核电中长期发展规划 (2023-2035 年)》《国家“十四五”现代能源体系规划》《山东省核能中长期发展规划》, 一期工程可研报告已通过审查; 环境影响报告书 (选址阶段) 已编制完成。除此之外, 生态环境部近期拟对公司控股的山东海阳一体化小型堆示范工程、海阳核电项目三期工程、间接参股的三门核电 5/6 号机组环境影响报告书 (选址阶段) 做出审批意见。除电投核能旗下核电资产外, 国家电投集团还持有国和一号示范项目、广西白龙核电和广东廉江核电控股股权, 并参股了华能石岛湾核电项目。

表5: 国家电投集团在建及核准待建核电项目

核电站	是否在电投核能体内	持股比例	装机容量（万千瓦）	预计投产时间
海阳核电二期	是	65%	250.6	2027年
国和一号示范项目	否	75% ¹	306.8	2024年
白龙核电	否	100% ²	250	2030年
廉江核电	否	100% ³	250	2028年
石岛湾核电扩建一期工程	否（参股）	25%	240	2029年
电投核能管理国家电投集团控股核准在建机组			1056	

资料来源：Wind，齐鲁网《海阳核电预计2027年全面建成投产》、东方网《华能首个完全自主建设的大型压水堆核电项目开工》、界面新闻《开建“世界核电第一塔”，广东廉江核电项目将于2028年投运》、华能国际公告、国信证券经济研究所整理

打造A股第三家核电运营上市公司。核电运营牌照具有稀缺性，我国目前仅有中国核电、中国广核、国电投和华能集团四张核电运营牌照，而华能集团获取牌照时间较晚，核电业务进展相对较慢。本次重组完成后，电投产融将成为继中国核电、中国广核之后，A股第三家核电运营上市公司。

表6: 中国核电、中国广核2024H1情况和电投核能2024年前三季度情况

公司名称	控股在运装机容量（万千瓦）	控股在建及核准待建装机容量（万千瓦）	归母净资产（亿元）	归母净利润（亿元）	归母净利润（亿元）	2024/10/17总市值（亿元）
中国核电	2375.0	2064.1	932.50	58.82	106.24	1950.6
中国广核	3175.6 (含联营红沿河671.3)	1940.6 (含集团委托管理核电站)	1156.67	71.09	107.25	2131.0
电投核能	921 (含联营红沿河)	1056 (管理集团控股核准在建机组)	357.70*	29.07**	34.19	

资料来源：Wind，中国核电公告、中国广核公告，国信证券经济研究所整理

*：中国核电、中国广核为2024年6月30日数据，电投核能为未经审计的2024年9月30日数据

**：中国核电、中国广核为2024年1-6月数据，电投核能为未经审计的2024年1-9月数据

剥离金融资产，聚焦能源主业。除装入核电资产外，本次重组还将置出资本控股公司，从而剥离公司金融业务，公司将由“能源+金融”双主业转而聚焦能源主业。截至2024年上半年，电投产融总营收27.69亿元，同比下降5.03%；净利润约5.3亿元，同比下降10.28%；其中，东方绿能总营收22亿元，净利润3.76亿元；资本控股总营收5.70亿元，净利润3.37亿元。根据公司2024年中报，资本控股注册资本为73.99亿元，总资产282.74亿元，净资产221.59亿元。公司直接持有资本控股100%股权，归母净资产约为154.64亿元。

表7: 24H1电投产融旗下金融业务主要公司财务情况（单位：亿元）

公司简称	注册资本	电投产融持股比例	总资产	总负债	净资产	归母净资产	少数股东权益	营业收入	净利润
资本控股	73.99	100%（直接）	282.74	57.37	221.59	154.63	66.95	5.70	3.37
保险经纪	1	100%（间接）							
先融期货	10.1	44.20%（间接）	33.91	18.97	14.95		8.34	0.22	0.10
百瑞信托	40	50.24%（间接）	144.16	26.37	117.79		58.61	3.68	1.40

资料来源：Wind，公司公告、国信证券经济研究所整理

¹ 国家电力投资集团直接持有国核示范电站有限责任公司75%股权

² 国家电力投资集团通过国家核电技术有限公司间接持有中电投广西核电有限公司100%股权

³ 国家电投集团对通过国家核电技术有限公司间接持有国核湛江核电有限公司100%股权

表8: 2024年1-9月电投核能财务情况和2024年上半年资本控股财务情况(单位:亿元)

公司简称	总资产	总负债	净资产	归母净资产	营业收入	营业利润	利润总额	净利润	归母净利润
电投核能	1038.05	612.17	425.88	357.70	49.33	32.23	32.27	31.31	29.07
资本控股	282.74	61.15	221.59	154.63	5.70	4.37	4.38	3.37	2.62

资料来源: Wind, 公司公告、国信证券经济研究所整理

表9: 2023年电投核能资本控股财务情况(单位:亿元)

公司简称	总资产	总负债	净资产	归母净资产	营业收入	营业利润	利润总额	净利润	归母净利润
电投核能	985.37	567.88	417.49	352.80	63.86	40.08	40.10	38.53	34.19
资本控股	276.29	57.37	218.92	152.35	14.39	13.08	13.10	10.41	9.07

资料来源: Wind, 公司公告、国信证券经济研究所整理

顺应深化并购重组市场改革要求, 国电投打造核、水电上市平台。2024年9月24日, 证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》, 贯彻新“国九条”要求, 进一步强化并购重组资产配置功能, 发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用, 支持上市公司注入优质资产、提升投资价值。电投产融本次重大资产重组, 系国家电投集团整合资产, 打造核电上市平台的重要举措。国家电投旗下远达环保同日发布重大资产重组公告, 打造水电上市平台。

◆ 盈利预测

假设前提

暂不考虑公司业务重组后发生的变化, 按公司原有“能源+金融”双主业发展进行分析。

能源业务:截至2024年上半年, 公司总装机容量228.51万千瓦, 包括热电联产火电装机66万千瓦和新能源装机162.51万千瓦, 其中风电113.15万千瓦, 光伏49.36万千瓦。截至2023年年报, 公司在建项目计划装机容量为5.52万千瓦, 2023年及2024年上半年获取核准项目装机容量75.52万千瓦, 其中热电联产火电装机容量35万千瓦, 风电装机容量40.52万千瓦。假设2024-2026年, 公司火电装机容量分别为66/101/101万千瓦, 新能源装机容量分别为162.2/167.8/187.8万千瓦。电价方面, 参考公司过往电价水平, 并考虑火电容量电价的影响, 假设2024-2026年公司火电电价分别为0.418/0.416/0.416元/kWh(含税), 容量电价为100元/kW*年, 容量电费回收比例为95%; 公司新能源电价为0.565/0.542/0.542元/kWh(含税)。热力方面, 假设公司热力出力水平稳定, 2024-2026年热力销售量为1725/2640/2640万吉焦。

金融业务:公司金融业务主要包括信托、保险经纪和期货业务, 其中信托业务和保险经纪业务对公司利润影响较大, 其中信托业务自2020年以来营收规模持续下降, 保险经纪业务营收规模持续上升; 2023年先融期货因开展业务转型, 暂停基差贸易业务。参考公司金融业务过往情况, 我们假设2024-2026年公司信托业务营收分别为8.7/8.3/7.9亿元, 保险经纪业务营收分别为4.4/4.8/5.1亿元, 期货业务营收分别为0.87/0.87/0.87亿元, 各业务毛利率与2023年基本持平。

投资收益:参考公司过去三年投资收益平均水平, 假设2024-2026年投资收益为9.11/9.11/9.11亿元。

表10: 公司业务拆分和预测 (单位: 亿元)

		2023	2024E	2025E	2026E
电力业务	营业收入	30.29	28.74	34.19	34.43
	毛利率	34%	36%	32%	33%
热力业务	营业收入	9.96	9.66	14.78	14.78
	毛利率	-1%	1%	1%	1%
信托业务	营业收入	9.18	8.72	8.29	7.87
	毛利率	65%	65%	65%	65%
保险经纪业务	营业收入	3.65	4.38	4.82	5.06
	毛利率	83%	80%	80%	80%
期货业务	营业收入	0.87	0.87	0.87	0.87
	毛利率	-48%	-48%	-48%	-48%
投资收益		9.59	9.11	9.11	9.11

资料来源: Wind, 公司公告、国信证券经济研究所整理和测算

综合上述假设, 预计未来3年公司营收为59.39/69.97/70.04亿元, 同比增长-2.3%/17.8%/0.1%; 归母净利润为13.57/14.18/14.63亿元, 同比增长6.8%/4.5%/0.6%。

表11: 未来3年盈利预测表 (单位: 亿元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	60.77	59.39	69.97	70.04
营业成本	37.20	35.84	44.07	43.91
销售费用	0.75	0.74	0.87	0.87
管理费用	5.73	5.60	6.60	6.61
研发费用	0.12	0.12	0.14	0.14
营业利润	19.16	20.59	21.51	21.64
利润总额	19.19	20.50	21.41	21.54
归母净利润	12.70	13.57	14.18	14.26

资料来源: Wind, 公司公告、国信证券经济研究所整理和测算

投资建议: 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。公司作为国电投旗下“能源+金融”双主业上市公司, 业务发展稳健, 拟筹划重大资产重组, 打造A股第三家核电运营上市公司。我们预计2024-2026年公司归母净利润为13.57/14.18/14.63亿元, 同比增速6.8%/4.5%/0.6%, 对应当前PE为16.2/15.5/15.4X。

选取同为“能源+金融”业务的江苏国信、同为拥有信托、期货、保险等牌照的央企上市金融控股平台的国投资本、国网英大为可比公司, 给予公司17.5-18倍PE, 预计合理估值为4.41-4.54元/股, 较当前股价溢价空间为7.9%-10.9%。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表12: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E			
002608.SZ	江苏国信	7.58	286	0.50	0.79	0.91	1.00	13.3	9.6	8.4	7.6	6.5%	0.2			无
600061.SH	国投资本	7.44	478	0.35	0.34	0.37	0.40	18.4	21.8	20.1	18.7	4.4%	-3.1			无
600517.SH	国网英大	5.18	296	0.24	0.29	0.31	0.32	20.0	17.6	16.8	16.3	6.8%	0.8			无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 江苏国信、国投资本、国网英大数据为Wind一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3142	1977	2076	2290	2289	营业收入	6113	6077	5939	6997	7059
应收款项	3081	3673	3589	4219	4247	营业成本	3677	3720	3592	4426	4404
存货净额	129	144	156	198	197	营业税金及附加	43	41	59	70	71
其他流动资产	1267	1281	1246	1460	1466	销售费用	80	75	74	87	88
流动资产合计	25438	24851	24782	25882	25913	管理费用	608	573	560	660	666
固定资产	12904	12443	13045	13376	13707	财务费用	568	409	385	390	397
无形资产及其他	234	250	514	769	1021	投资收益	723	959	911	911	911
投资性房地产	4538	5003	5003	5003	5003	资产减值及公允价值变动	160	(111)	0	0	0
长期股权投资	3076	3280	4209	5138	6067	其他收入	(85)	(190)	(122)	(125)	(126)
资产总计	46190	45827	47553	50168	51712	营业利润	1937	1916	2059	2151	2219
短期借款及交易性金融负债	2355	1869	2025	2022	2282	营业外净收支	(5)	3	(10)	(10)	(10)
应付款项	1602	1530	1660	2111	2104	利润总额	1932	1919	2050	2141	2209
其他流动负债	3927	3328	3535	4425	4404	所得税费用	456	357	381	398	411
流动负债合计	7884	6728	7220	8558	8790	少数股东损益	477	292	311	325	336
长期借款及应付债券	8754	8373	8481	8589	8696	归属于母公司净利润	999	1270	1357	1418	1463
其他长期负债	1540	1743	1865	1986	2108						
长期负债合计	10294	10117	10346	10575	10804	现金流量表 (百万元)					
负债合计	18177	16844	17566	19133	19594	净利润	999	1270	1357	1418	1463
少数股东权益	9550	9640	9828	10024	10225	资产减值准备	24	272	(270)	6	6
股东权益	18462	19343	20159	21012	21892	折旧摊销	880	902	523	524	526
负债和股东权益总计	46190	45827	47553	50168	51712	公允价值变动损失	24	272	(270)	6	6
						财务费用	568	409	385	390	397
关键财务与估值指标						营运资本变动	(383)	(1292)	443	455	(60)
每股收益	0.19	0.24	0.25	0.26	0.27	其它	2104	(1335)	(70)	(332)	(318)
每股红利	0.06	0.09	0.10	0.10	0.11	经营活动现金流	3648	90	1714	2077	1622
每股净资产	3.43	3.59	3.74	3.90	4.07	资本开支	(573)	(581)	(1119)	(1117)	(1114)
ROIC	7%	8%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(270)	43	61	0	0
ROE	5%	7%	7%	7%	7%	投资活动现金流	625	483	(1987)	(2046)	(2043)
毛利率	40%	39%	40%	37%	38%	权益性融资	2770	0	0	0	0
EBIT Margin	41%	39%	41%	36%	37%	负债净变化	805	(381)	108	108	108
EBITDA Margin	56%	54%	50%	44%	44%	支付股利、利息	(323)	(506)	(541)	(565)	(583)
收入增长	-31%	-1%	-2%	18%	1%	其它融资现金流	(6642)	(1685)	156	(4)	260
净利润增长率	-23%	27%	7%	4%	3%	融资活动现金流	(3451)	(1818)	371	183	420
资产负债率	60%	58%	58%	58%	58%	现金净变动	822	(1165)	99	214	(1)
股息率	1.2%	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	货币资金的期初余额	2321	3142	1977	2076	2290
P/E	27.3	21.4	20.1	19.2	18.6	货币资金的期末余额	3142	1977	2076	2290	2289
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	1859	949	1829	1923	1473
EV/EBITDA	13.3	13.5	15.2	15.2	15.0	权益自由现金流	(3978)	(1117)	1779	1710	1517

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032