

2024 年 11 月 30 日

电投产融 (000958.SZ)

投资评级：买入（首次）

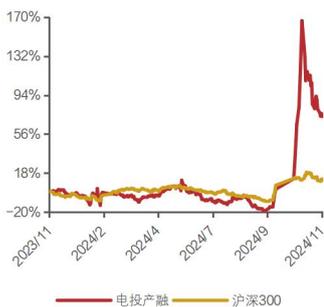
——计划资产重组 定位集团核电整合平台

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 11 月 29 日

| | |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元) | 7.00 |
| 一年内最高/最低 (元) | 10.64/3.20 |
| 总市值 (百万元) | 37,683.93 |
| 流通市值 (百万元) | 37,683.77 |
| 总股本 (百万股) | 5,383.42 |
| 资产负债率 (%) | 37.68 |
| 每股净资产 (元/股) | 3.67 |

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **背靠国电投集团，资产重组后或为集团核电资产整合平台。**公司于 1998 年由石家庄东方热电燃气集团联合其他企业成立，成立之初主营热电联产业务，实控人为石家庄国资委；2013 年石家庄国资委将东方集团 100% 股权无偿划转给中电投河北电力有限公司，公司实际控制人变更为中电投集团；2019 年公司收购国电投集团及其他股东所持有的国家电投集团资本控股有限公司 100% 股权，收购完成后，公司形成了“能源+金融”双主业发展。2024 年 9 月底，公司公告计划再次进行资产重组，本次计划置出 100% 金融业务，置入集团核电资产。多次资产重组尝试后，当前公司定位基本清晰，预计未来将定位为**国家电投集团核电运营资产整合平台**，成为我国除中国核电、中国广核以外的第三大核电上市公司。
- **现有资产：能源+金融双主业，2024H1 利润贡献大约各占 50%。**1) 能源业务：截至 2024 年 6 月底拥有装机容量 228.51 万千瓦，其中热电联产 66 万千瓦，新能源 162.51 万千瓦；2) 金融业务：主要包括百瑞信托、电投经纪等，金融资产管理规模较大。从盈利占比来看，2024H1 能源板块收入占比约 70%，毛利占比约 50%，利润占比约 50%。当前储备热电联产项目 35 万千瓦，新能源 18.5 万千瓦，预计未来几年陆续投产。
- **置入资产：电投核能在运/在建/储备核电权益装机超 20GW。**根据公司公告，公司计划置入国家核电及中国人寿合计持有的**电投核能** 100% 股权，置出**资本控股** 100% 股权，其中资本控股 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，差额部分由上市公司发行股份向国家核电及中国人寿购买，同时向特定投资者发行股权募集配套资金。**电投核能是国电投集团实施核电投资、建设、运营及股权管理的子公司**，截至 2024 年 9 月底，电投核能拥有在运/在建/储备核电权益装机超 20GW，其中在运权益装机 7.4GW，在建权益装机 2GW，储备权益装机 11GW。
- **在运机组盈利表现：电投核能盈利略低于其余两大核电商，主因被红沿河机组拖累。**2023 年电投核能实现归母净利润 34.2 亿元，**测算单 GW 盈利 4.6 亿元/GW** (归母净利润/权益装机)，低于其余两大核电运营商(中国广核、中国核电约为 6.5 亿元/GW)，2023 年实现 ROE 9.2%，与中国广核基本相当，低于中国核电。**拆分主要核电机组的盈利表现可以发现：海阳核电单 GW 盈利 5-5.2 亿元**，与其他核电机组盈利能力基本相当；**红沿河核电站年均单 GW 盈利低于 3 亿元**，是拖累公司盈利的主要机组，其余参股核电机组为田湾核电、三门核电、秦山核电，盈利水平较高。
- **在建及储备机组：控股在建装机 2.5GW，储备装机 11.5GW。**公司在建海阳核电 3、4 号机组，预计 2028-2029 年陆续投产，另有储备海阳核电 5、6 号机组、山东莱阳厂址 6 台机组，这些机组已获得前期开发许可，预计后续审批速度较快。
- **国家核电体内还拥有在建+储备装机超 25GW，未来有望注入。**除电投核能体内在运、在建核电以外，国家核电技术有限公司还拥有控股在建装机 557 万千瓦，储备装机

约 20GW，预计未来有望注入电投核能。

- **盈利预测与评级：**暂不考虑资产注入，我们预计公司 2024-2026 年公司营业收入分别为 60.2、62.8、66.7 亿元，同比增长率分别为-1%、4.37%、6.18%，实现归母净利润分别为 13.6、14.2、14.7 亿元，同比增长率 7.2%、3.99%、4.11%，当前股价对应的 PE 分别为 28、27、26 倍，考虑到潜在资产注入事项，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**资产重组事项存在不确定性，电价下降风险，新增项目投产进度存在不确定性

盈利预测与估值（人民币）

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 6,113 | 6,077 | 6,016 | 6,279 | 6,667 |
| 同比增长率（%） | -30.96% | -0.60% | -1.00% | 4.37% | 6.18% |
| 归母净利润（百万元） | 999 | 1,270 | 1,362 | 1,416 | 1,474 |
| 同比增长率（%） | -22.90% | 27.13% | 7.20% | 3.99% | 4.11% |
| 每股收益（元/股） | 0.19 | 0.24 | 0.25 | 0.26 | 0.27 |
| ROE（%） | 5.41% | 6.57% | 6.75% | 6.73% | 6.72% |
| 市盈率（P/E） | 37.71 | 29.66 | 27.67 | 26.61 | 25.56 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

暂不考虑资产注入，我们预计公司 2024-2026 年公司营业收入分别为 60.2、62.8、66.7 亿元，同比增长率分别为-1%、4.37%、6.18%，实现归母净利润分别为 13.6、14.2、14.7 亿元，同比增长率 7.2%、3.99%、4.11%，当前股价对应的 PE 分别为 28、27、26 倍，考虑到潜在资产注入事项，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

不考虑资产重组，我们对公司核心假设如下：

1) 热电联产储备项目 2025 年投产，海风项目 2026 年投产。因此假设公司 2024-2026 年每年新增火电装机 0、35、0 万千瓦；新增风电装机 0、0、18 万千瓦；新增光伏装机 0、0.52、0 万千瓦

2) 假设 2024-2026 年煤电电价同比分别变动-5%、0%、0%

3) 假设新增风电项目含税电价为 0.3749 元/千瓦时，新增光伏不含税电价 0.25 元/千瓦时

投资逻辑要点

2024 年 9 月底，公司公告计划进行资产重组，计划置入国家核电及中国人寿合计持有的电投核能 100%股权，置出资本控股 100%股权，资产重组完成后公司将定位为国家电投集团核电运营资产整合平台，成为我国除中国核电、中国广核以外的第三大核电上市公司。

电投核能是国电投集团实施核电投资、建设、运营及股权管理的子公司，截至 2024 年 9 月底，电投核能拥有在运/在建/储备核电权益装机超 20GW，其中在运权益装机 7.4GW，在建权益装机 2GW，储备权益装机 11GW，为公司后续装机成长奠定基础。

国家核电体内还拥有在建+储备装机超 25GW，未来有望注入。除电投核能体内在运、在建核电以外，国家核电技术有限公司还拥有控股在建装机 557 万千瓦，储备装机约 20GW，预计未来有望注入电投核能。

核心风险提示

1) 资产重组事项存在不确定性；2) 电价下降风险，公司现有热电联产机组和新能源机组参与市场化交易比例较高，可能存在电价下降风险；3) 新增项目投产进度存在不确定性

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 背靠国电投集团 资产重组后或为集团核电资产整合平台 | 6 |
| 2. 存量资产：持续发展新能源 金融管理规模大 | 7 |
| 3. 置入资产：电投核能在运/在建/储备核电权益装机超 20GW | 9 |
| 4. 盈利预测与估值 | 13 |
| 5. 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 电投产融发展历程..... | 6 |
| 图表 2: 2019-2024H1 公司收入结构 (单位: 亿元) | 7 |
| 图表 3: 2019-2024H1 公司毛利结构 (单位: 亿元) | 7 |
| 图表 4: 2019-2024H1 公司净利润结构 (单位: 亿元) | 7 |
| 图表 5: 公司装机规模增长 (万千瓦) | 8 |
| 图表 6: 截至 2023 年底公司装机分布..... | 8 |
| 图表 7: 公司电力资产毛利率水平..... | 8 |
| 图表 8: 本次资产重组及配套募集资金方案介绍 (单位: 亿元) | 9 |
| 图表 9: 截至 2024 年 9 月底国电投核电有限公司股权结构..... | 9 |
| 图表 10: 电投核能体内核电机组 (含在运、在建、储备机组) | 10 |
| 图表 11: 截至 2023 年底三大核电企业在运核电权益装机 (单位: 万千瓦) | 11 |
| 图表 12: 电投核能营业收入和归母净利润 (亿元) | 12 |
| 图表 13: 电投核能与中国广核、中国核电 ROE 对比..... | 12 |
| 图表 14: 电投核能与中国广核、中国核电核电机组盈利对比 (亿元/GW) | 12 |
| 图表 15: 公司主要核电机组盈利表现 (亿元/GW) | 12 |
| 图表 16: 国家核电技术有限公司在建、储备核电装机..... | 12 |
| 图表 17: 盈利预测核心假设..... | 13 |

1. 背靠国电投集团 资产重组后或为集团核电资产整合平台

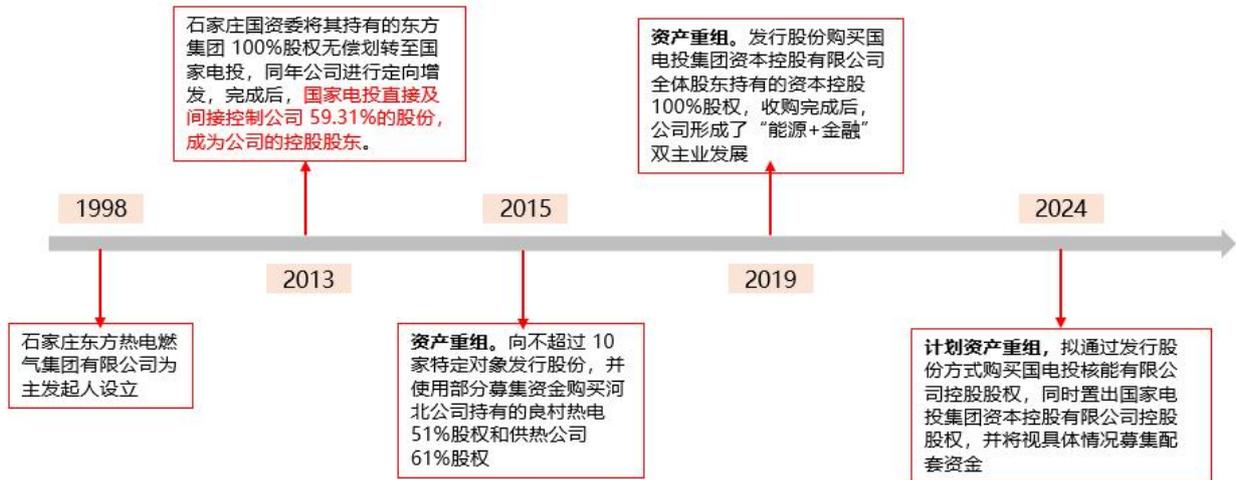
2013 年成为国电投控股子公司，两次资产重组后形成“能源+金融”双主业发展模式。电投产融于 1998 年由石家庄东方热电燃气集团（后股权由石家庄东方热电集团，简称东方集团持有）¹联合其他企业成立，成立之初主营热电联产业务，实控人为石家庄国资委；2013 年石家庄国资委将东方集团 100% 股权无偿划转给中电投河北电力有限公司，公司实际控制人变更为中电投集团公司；2019 年公司收购国电投集团及其他股东所持有的国家电投集团资本控股有限公司 100% 股权，收购完成后，公司形成了“能源+金融”双主业发展。

2024 年 9 月底，公司公告计划再次进行资产重组，本次计划置出金融业务，置入集团核电资产。根据 10 月 19 日发布的资产重组预案，公司计划置入电投核能 100% 股权，置出资本控股 100% 股权，差额部分由上市公司发行股份向国家核电及中国人寿购买，同时向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。（具体交易方案在第三章介绍）

多次资产重组尝试后，公司定位基本清晰，预计未来将定位为国家电投集团核电运营资产整合平台，成为我国除中国核电、中国广核以外的第三大核电上市公司。

截至 2024 年 10 月底，公司第一大股东为国电投集团，持有公司 50.26% 的股权，第二大股东为南方电网资本控股有限公司，持有公司 11.93% 的股权，第三大股东为云南能投资本投资有限公司，持有公司 6.75% 的股权。

图表 1：电投产融发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

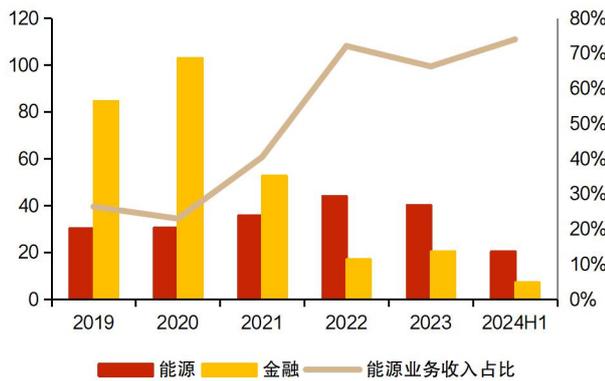
¹ 1998 年，公司由石家庄东方热电燃气集团有限公司为主发起人，联合石家庄医药药材股份有限公司、石家庄天同拖拉机有限公司、河北鸣鹿服装集团有限公司、石家庄金刚内燃机零部件集团有限公司共同发起设立。随后石家庄东方热电燃气集团有限公司分立为石家庄东方热电集团有限公司和石家庄燃气集团有限公司。分立完成，原“石家庄东方热电燃气集团有限公司”所持上市公司股份由“石家庄东方热电集团有限公司”持有

2. 存量资产：持续发展新能源 金融管理规模大

公司现有业务包括能源业务和金融业务。1) **能源业务**：子公司东方绿能统一管理能源资产，主要业务包括热电联产和新能源发电，截至 2024 年 6 月底拥有装机容量 228.51 万千瓦，其中热电联产装机规模 66 万千瓦，新能源发电装机规模 162.51 万千瓦；2) **金融业务**：子公司资本控股统一管理金融资产，主营业务包括百瑞信托、电投经纪等。截至 2024 年 6 月底，百瑞信托能源产融业务存续规模 1590 亿元，证券投资业务存续规模 959 亿元，电投经纪统保资产总额超过 1.6 万亿元，金融资产管理规模较大。

盈利拆分：2024 年上半年，公司能源板块收入占比约 70%，毛利占比约 50%，利润占比约 50%。从下图可以看出，公司能源板块的收入占比、毛利占比和利润占比逐步提升。2024 年上半年公司实现营业收入 27.7 亿元，其中能源业务实现营收 20.5 亿元，占比 74%，金融业务实现营业收入 7.2 亿元，占比 26%；2024H1 公司实现毛利润 11.6 亿元，其中能源业务 5.6 亿元，占比 49%，金融业务实现 6 亿元，占比 51%；2024H1 公司实现净利润 7.12 亿元，其中能源板块实现 3.76 亿元，占比 53%；金融占板块实现 3.37 亿元，占比 47%。

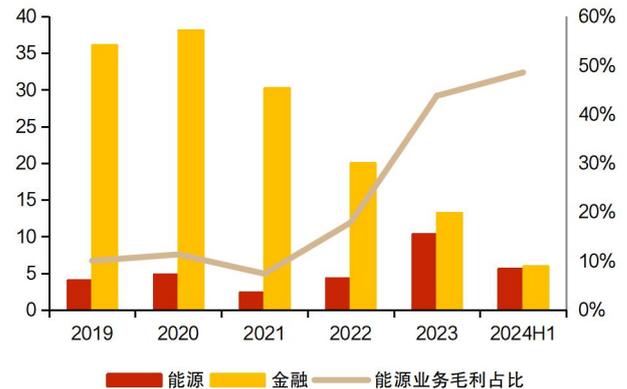
图表 2：2019-2024H1 公司收入结构（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

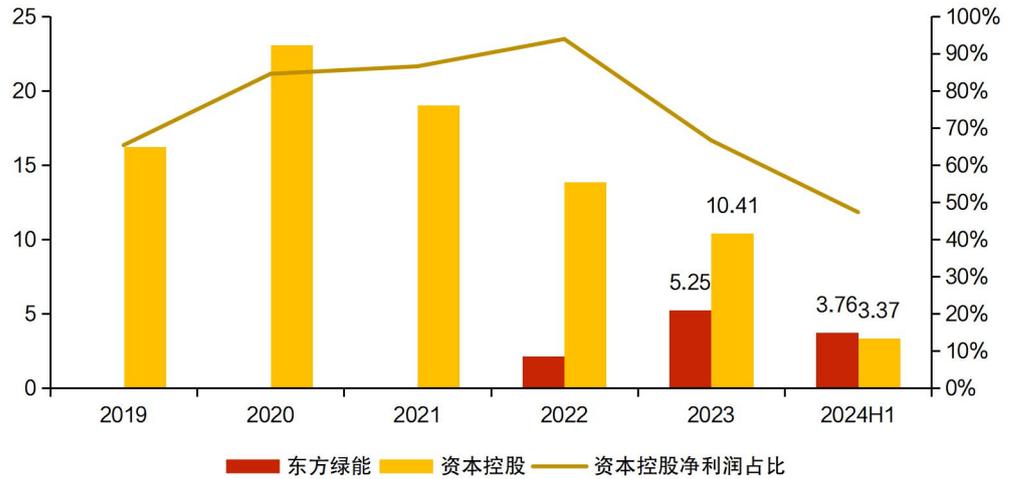
注：2021-2022 年金融收入大幅下降主因中电投先融（天津）风险管理有限公司停止开展基差贸易业务

图表 3：2019-2024H1 公司毛利结构（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：2019-2024H1 公司净利润结构（单位：亿元）

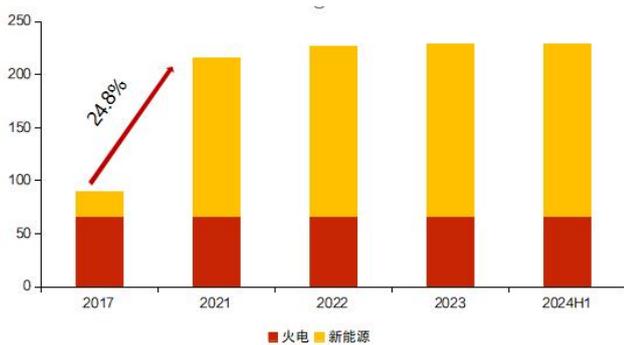


资料来源: wind, 华源证券研究所

现有电力装机 2.3GW，其中火电 0.7GW，新能源 1.6GW。2017-2021 年公司装机从 89 万千瓦增长至 216 万千瓦，4 年复合增速 24.8%，随后基本保持稳定。截至 2024 年 6 月底，公司拥有装机 228.5 万千瓦，其中火电 66 万千瓦，属于热电联产机组，主要分布在河北地区；风电 113.2 万千瓦，光伏 49.4 万千瓦，主要分布在河北、山西、河南等地，**河北和山西两省占据新能源装机规模的 78%。**

热电联产项目为良村热电，装机规模 66 万千瓦，热负荷稳定，盈利能力较高。良村热电地处石家庄市经济技术开发区，距市区 15 公里，辖区有青岛啤酒、益海粮油、华北制药、石药集团等多家大型工业企业，用热需求较为稳定，盈利能力水平较高。

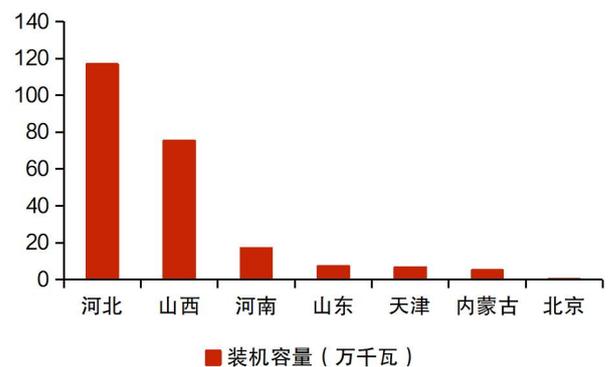
图表 5: 公司装机规模增长 (万千瓦)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

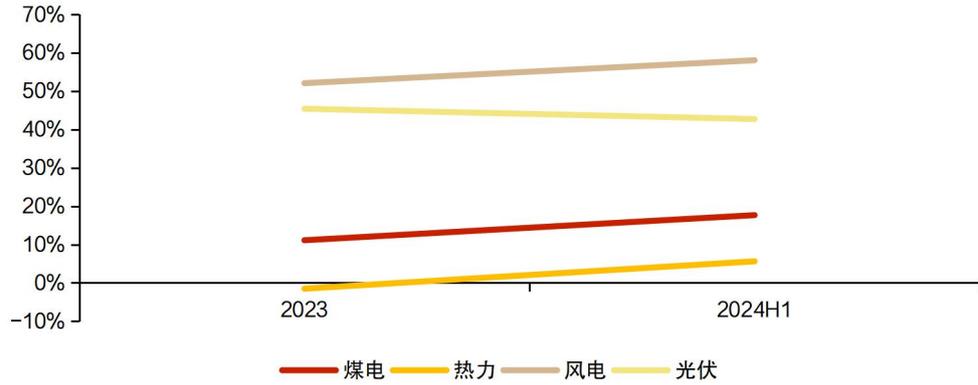
注: 由于数据披露有限, 仅展示 2017、2021-2024 年 6 月底的装机规模, 2017-2021 年总装机复合增速 24.8%

图表 6: 截至 2023 年底公司装机分布



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 7: 公司电力资产毛利率水平



资料来源：公司公告，华源证券研究所

储备热电联产项目 35 万千瓦，新能源 18.5 万千瓦。截至 2023 年底，公司获得核准项目装机容量为 53.52 万千瓦，其中海上风电 18 万千瓦（国家电投大连市花园口 II 海上风电项目）、热电联产 35 万千瓦（良村热电扩建项目）、智慧能源项目 0.52 万千瓦（山西工程科技职业大学综合智慧能源项目），这些项目预计在未来几年陆续投产，给公司带来持续增长。

3. 置入资产：电投核能在运/在建/储备核电权益装机超 20GW

2024 年 10 月公司披露本次资产重组预案，计划置入国家核电技术有限公司（简称国家核电）及中国人寿合计持有的国电投核能有限公司（简称电投核能）100% 股权，置出上市公司所持的资本控股 100% 股权，其中资本控股 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，差额部分由上市公司发行股份向国家核电及中国人寿购买，同时向特定投资者发行股权募集配套资金。

图表 8：本次资产重组及配套募集资金方案介绍（单位：亿元）

| 事项 1：资产重组 | | 截至 2024 年 9 月底净资产 | 2023 年净利润 |
|-------------|--|-------------------|-----------|
| 置入资产 | 电投核能 100% 股权 | 425.9 | 38.5 |
| 置出资产 | 资本控股 100% 股权 | 221.6 | 10.4 |
| 交易方案 | 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；差额部分由上市公司发行股份向国家核电及中国人寿购买 | | |
| | 发行股份的价格 | 3.53 元/股 | |
| 事项 2：配套募集资金 | | | |
| 方案 | 拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金金额不超过本次交易中发行股份购买资产交易价格的 100%，且发行股份数量不超过本次发行股份购买资产完成后上市公司总股本的 30% | | |
| 发行股份的价格 | 暂未确定。仅规定发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日上市公司股票均价的 80%，定价基准日为本次发行股份募集配套资金的发行期首日。 | | |

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：资本控股净资产为截至 2024 年 6 月底净资产。

图表 9：截至 2024 年 9 月底国电投核能有限公司股权结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

电投核能是国电投集团实施核电投资、建设、运营及股权管理的子公司。2002年电力体制改革之时，中电投集团继承了原国家电力公司所有的核电资产，包括多个内陆和沿海厂址资源，并成为继中核集团和中广核集团外，国内第三张核电运营牌照拥有者，也是五大发电集团中唯一拥有核电运营资质的发电商。**国电投核能有限公司**是国电投集团实施核电投资、建设、运营及股权管理的子公司，也是集团核电板块的投资主体、责任主体和利润中心。

截至 2024 年 9 月底，电投核能拥有在运/在建/储备核电权益装机超 20GW，其中在运权益装机 7.4GW，在建权益装机 2GW，储备权益装机 11GW，具体来看：

1) **控股**：在运装机 250 万千瓦，在建装机 250 万千瓦，均位于山东海阳核电基地。海阳核电基地规划建设 6 台百万千瓦级核电机组，并预留有扩建场地，目前 1、2 号机组已经投运，3、4 号机组于 2022 年核准，目前处于在建阶段。

2) **参股**：在运权益装机 580.6 万千瓦，在建权益装机 35 万千瓦。电投核能拥有辽宁红沿河核电 45%的股权比例，江苏田湾核电 30%的股权，浙江三门核电 14%的股权，秦山核电二期 6%的股权和秦山核电三期 20%的股权，除了三门核电在建核电 250 万千瓦外，其余核电机组均已投产。

3) **控股储备厂址**：装机规模 1150 万千瓦。1) **山东海阳核电**：储备 5、6 号机组，预计装机规模 250 万千瓦；2) **山东莱阳核电**：公司规划在山东莱阳建设 6 台 150 万千瓦“国和一号”核电机组，该项目已列入《山东省核能中长期发展规划》和国家《“十四五”现代能源体系规划》，并于 2022 年 6 月正式取得国家同意开展前期工作许可，一期工程规划于“十四五”开工建设，**预计后续核准速度较快。**

4) **参股储备厂址**：权益装机 35 万千瓦，为三门核电 5、6 号机组。

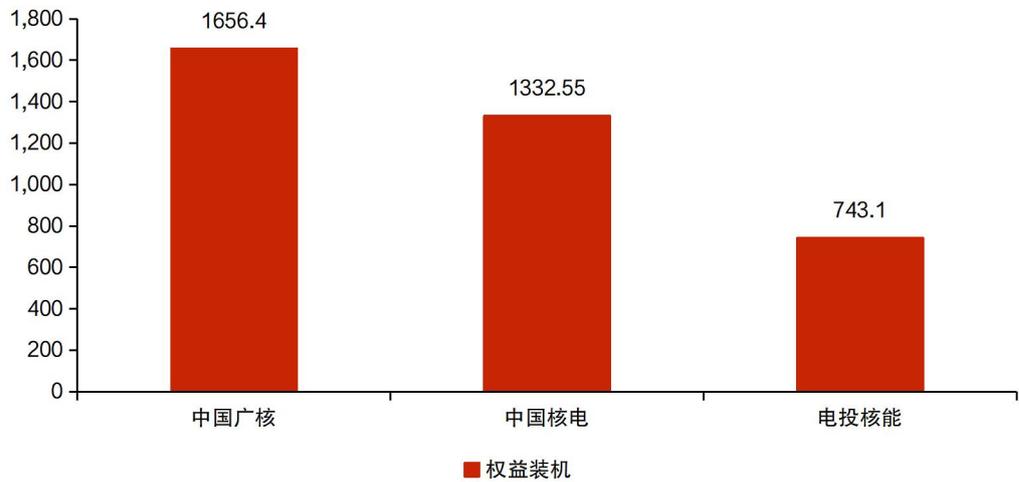
图表 10：电投核能体内核电机组（含在运、在建、储备机组）

| 类别 | 项目 | 电投核能持股比例 | 技术路线 | 装机规模（万千瓦） | 后续项目准备情况 |
|----|----|----------|------|-----------|----------|
|----|----|----------|------|-----------|----------|

| | | | | | |
|----------|----------|------|---|------------------------------|---------|
| 控股/在运+在建 | 山东海阳核电项目 | 65% | AP1000 | 在运 125*2、在建 125*2 | 5、6 号机组 |
| 参股/在运 | 辽宁红沿河核电 | 45% | 1—4 号机组采用 CPR1000 技术路线、二期工程 5—6 号机组采用 ACPR1000 技术路线 | 在运 111.9*6 | 无 |
| 参股/在运 | 江苏田湾核电 | 30% | 1-4 号机组采用 VVER-1000, 5-6 号机组采用 M310+ | 在运 660.8 | 无 |
| 参股/在运 | 浙江三门核电 | 14% | AP1000 | 在运 125*2, 在建 125*2 | 5、6 号机组 |
| 参股/在运 | 秦山核电三期 | 20% | CANDU-6 | 在运 2*72.8 | 无 |
| 参股/在运 | 秦山核电二期 | 6% | CP600 | 在运 4*67 | 无 |
| 控股/储备厂址 | 山东莱阳核电 | 100% | 国和一号 | 规划建设 6 台 150 万千瓦 “国和一号” 核电机组 | |

资料来源：公司公告、企查查等，华源证券研究所

图表 11：截至 2023 年底三大核电企业在运核电权益装机（单位：万千瓦）

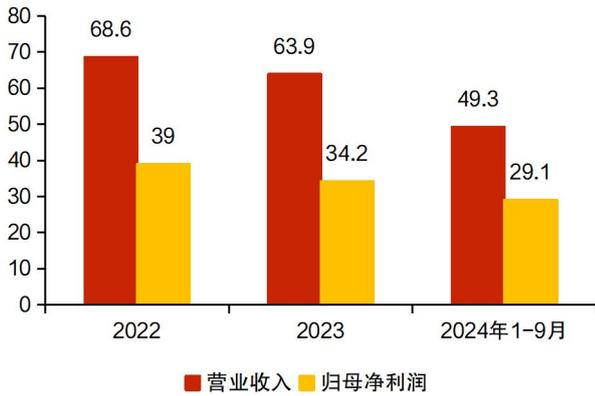


资料来源：公司公告，华源证券研究所

电投核能机组盈利水平低于中国核电和中国广核，分析主因红沿河核电站盈利能力较差。根据公司公告，2023 年电投核能实现归母净利润 34.2 亿元，测算单 GW 盈利 4.6 亿元/GW (归母净利润/权益装机)，低于其余两大核电运营商 (中国广核、中国核电约为 6.5 亿元/GW)，2023 年实现 ROE 9.2%，与中国广核基本相当，低于中国核电。

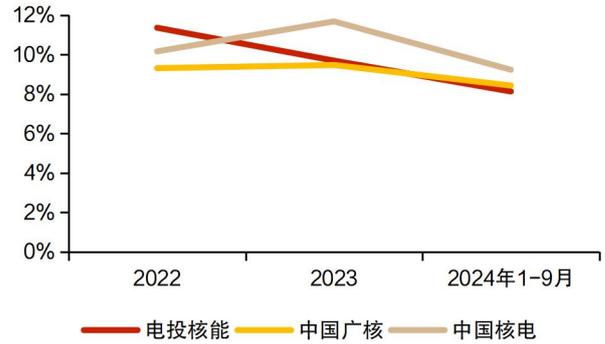
拆分电投核能主要核电机组的盈利表现可以发现，公司盈利能力较低主要受红沿河核电拖累。2023 年海阳核电实现净利润 12.4 亿元，红沿河核电实现净利润 18 亿元，两者占据电投核能归母净利润的 47.3%，也是电投核能主要管理的核电站。1) **海阳核电** 2019 年投产，年均净利润 12-13 亿元，对应单 GW 盈利 5-5.2 亿元，基本与其他核电机组盈利能力相当；2) **红沿河核电站** 2013-2022 年陆续投产，但因为辅助服务费用、供热、利用小时数较低等影响，该机组年均单 GW 盈利低于 3 亿元。

图表 12: 电投核能营业收入和归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

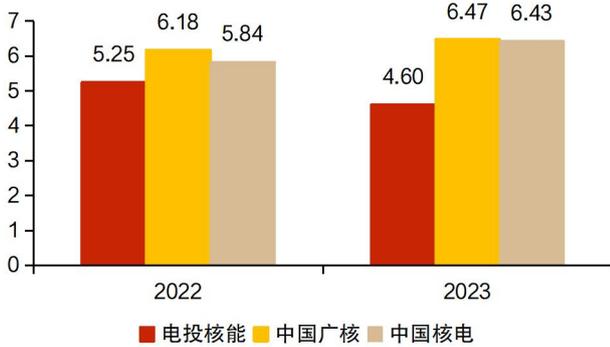
图表 13: 电投核能与中广核、中国核电 ROE 对比



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

注: ROE=当年归母净利润/当年年底归母净资产

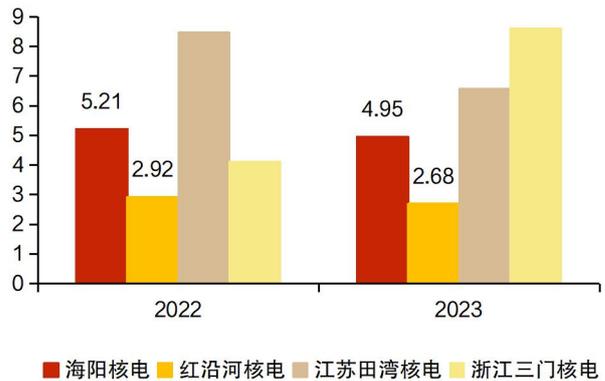
图表 14: 电投核能与中广核、中国核电核电机组盈利对比 (亿元/GW)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

注: 采用当年归母净利润/权益装机作为盈利对比指标, 中国核电归母净利润剔除中核汇能盈利

图表 15: 公司主要核电机组盈利表现 (亿元/GW)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

注: 机组盈利能力=净利润/总装机

除电投核能体内在运、在建核电以外, 国家核电技术有限公司还拥有控股在建装机 557 万千瓦, 储备装机约 20GW, 预计未来有望注入电投核能。国家核电体内拥有多个厂址未注入电投核能, 分别为: 1) 山东荣成国和一号示范工程, 总装机 306.8 万千瓦, 采用国和一号技术, 其中 1 号机已于 2024 年 11 月投产, 预计 2 号机组 2025 年投产; 2) 广东廉江核电, 规划建设 6 台三代核电机组, 目前 1、2 号机组已于 2022 年核准, 预计 2028-2029 年陆续投产; 3) 广西白龙核电, 规划建设 2 台 CAP1000 和 4 台“国和一号”核电机组, 总装机 862 万千瓦; 4) 浙江海岛核电, 规划 6 台机组, 采用国和一号技术。除此之外, 国家核电还拥有福建连江核电等储备厂址。

图表 16: 国家核电技术有限公司在建、储备核电装机

| 类别 | 项目 | 国家核电技术有限公司持股比例 | 技术路线 | 装机规模(万千瓦) | 核准、投产时间 |
|----|----|----------------|------|-----------|---------|
|----|----|----------------|------|-----------|---------|

| | | | | | |
|-------|-----------|-------|----------------------------|----------------|---------------------------|
| 控股/在建 | 国和一号示范工程 | 75.0% | 国和一号 | 2*153.4 | 2024年1号机组投产, 预计2号机2025年投产 |
| 控股/在建 | 广东廉江核电 | 100% | CAP1000 | 规划6台, 在建125*2 | 2022年核准1、2号机组 |
| 控股/储备 | 广西白龙核电 | 100% | 规划建设2台CAP1000和4台“国和一号”核电机组 | 储备厂址862万千瓦 | |
| 控股/储备 | 浙江海岛 | 50% | 规划6台机组, 采用国和一号技术 | 储备厂址, 600万千瓦以上 | |
| 参股/在建 | 石岛湾核电扩建一期 | 25% | 华龙一号 | 在建2*120 | |

资料来源: 国家核电技术有限公司官网, 政府官网等, 华源证券研究所

4. 盈利预测与估值

不考虑资产重组, 我们对公司核心假设如下:

1) 热电联产储备项目2025年投产, 海风项目2026年投产。因此假设公司2024-2026年每年新增火电装机0、35、0万千瓦; 新增风电装机0、0、18万千瓦; 新增光伏装机0、0.52、0万千瓦

2) 假设2024-2026年煤电电价同比分别变动-5%、0%、0%

3) 假设新增风电项目含税电价为0.3749元/千瓦时, 新增光伏不含税电价0.25元/千瓦时

图表 17: 盈利预测核心假设

| 核心假设 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|-------|-------|--------|
| 煤电新增装机 (万千瓦) | 0 | 35 | 0 |
| 风电新增装机 (万千瓦) | 0 | 0 | 18 |
| 光伏新增装机 (万千瓦) | 0 | 0.25 | 0 |
| 新增风电电价 (元/千瓦时, 含税) | | | 0.3749 |
| 新增光伏电价 (元/千瓦时, 不含税) | | 0.25 | 0.25 |

资料来源: 华源证券研究所

暂不考虑资产注入, 我们预计公司2024-2026年公司营业收入分别为60.2、62.8、66.7亿元, 同比增长率分别为-1%、4.37%、6.18%, 实现归母净利润分别为13.6、14.2、14.7亿元, 同比增长率7.2%、3.99%、4.11%, 当前股价对应的PE分别为28、27、26倍, 考虑到潜在资产注入事项, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 资产重组事项存在不确定性。本次资产重组尚需公司董事会再次审议通过后提交公司股东大会审议，并经相关监管机构批准后方可正式实施，能否通过审批尚存在一定不确定性。

2) 电价下降风险。公司现有热电联产机组和新能源机组参与市场化交易比例较高，可能存在电价下降风险；

3) 新增项目投产进度存在不确定性。公司储备项目包括热电联产项目 35 万千瓦，新能源 18.5 万千瓦，项目开工、投产进度均存在不确定性。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,977 | 1,646 | 1,598 | 2,273 |
| 应收票据及账款 | 3,493 | 4,945 | 5,936 | 6,759 |
| 预付账款 | 246 | 244 | 254 | 270 |
| 其他应收款 | 184 | 182 | 190 | 202 |
| 存货 | 144 | 140 | 147 | 158 |
| 其他流动资产 | 18,807 | 18,788 | 18,871 | 18,993 |
| 流动资产总计 | 24,851 | 25,945 | 26,995 | 28,655 |
| 长期股权投资 | 3,280 | 3,507 | 3,734 | 3,961 |
| 固定资产 | 12,566 | 11,921 | 11,957 | 11,863 |
| 在建工程 | 385 | 503 | 761 | 450 |
| 无形资产 | 250 | 235 | 219 | 203 |
| 长期待摊费用 | 19 | 13 | 6 | 0 |
| 其他非流动资产 | 4,476 | 4,472 | 4,467 | 4,463 |
| 非流动资产合计 | 20,976 | 20,649 | 21,144 | 20,939 |
| 资产总计 | 45,827 | 46,594 | 48,139 | 49,594 |
| 短期借款 | 1,156 | 1,156 | 1,156 | 1,156 |
| 应付票据及账款 | 1,530 | 1,421 | 1,492 | 1,605 |
| 其他流动负债 | 4,041 | 3,848 | 3,893 | 3,961 |
| 流动负债合计 | 6,728 | 6,426 | 6,541 | 6,723 |
| 长期借款 | 8,633 | 8,555 | 8,828 | 8,938 |
| 其他非流动负债 | 1,484 | 1,484 | 1,484 | 1,484 |
| 非流动负债合计 | 10,117 | 10,039 | 10,312 | 10,422 |
| 负债合计 | 16,844 | 16,464 | 16,852 | 17,144 |
| 股本 | 5,383 | 5,383 | 5,383 | 5,383 |
| 资本公积 | 6,335 | 6,335 | 6,335 | 6,335 |
| 留存收益 | 7,624 | 8,458 | 9,325 | 10,228 |
| 归属母公司权益 | 19,343 | 20,177 | 21,044 | 21,947 |
| 少数股东权益 | 9,640 | 9,953 | 10,243 | 10,503 |
| 股东权益合计 | 28,983 | 30,129 | 31,287 | 32,450 |
| 负债和股东权益合计 | 45,827 | 46,594 | 48,139 | 49,594 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
| 税后经营利润 | 1,562 | 888 | 920 | 948 |
| 折旧与摊销 | 1,035 | 1,174 | 1,255 | 1,332 |
| 财务费用 | 409 | 388 | 392 | 399 |
| 投资损失 | -959 | -959 | -959 | -959 |
| 营运资金变动 | -2,243 | -1,727 | -983 | -803 |
| 其他经营现金流 | 287 | 964 | 964 | 964 |
| 经营性现金净流量 | 90 | 728 | 1,588 | 1,881 |
| 投资性现金净流量 | 483 | -65 | -968 | -345 |
| 筹资性现金净流量 | -1,818 | -994 | -668 | -860 |
| 现金流量净额 | -1,245 | -331 | -48 | 676 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 6,077 | 6,016 | 6,279 | 6,667 |
| 营业成本 | 3,720 | 3,621 | 3,802 | 4,092 |
| 税金及附加 | 41 | 40 | 42 | 44 |
| 销售费用 | 75 | 74 | 77 | 82 |
| 管理费用 | 573 | 545 | 569 | 604 |
| 研发费用 | 12 | 11 | 12 | 12 |
| 财务费用 | 409 | 388 | 392 | 399 |
| 资产减值损失 | -69 | -110 | -115 | -122 |
| 信用减值损失 | -164 | -106 | -111 | -118 |
| 其他经营损益 | -30 | -30 | -30 | -30 |
| 投资收益 | 959 | 959 | 959 | 959 |
| 公允价值变动损益 | -42 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 其他收益 | 16 | 14 | 14 | 14 |
| 营业利润 | 1,916 | 2,066 | 2,105 | 2,140 |
| 营业外收入 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 6 | 20 | 20 | 20 |
| 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,919 | 2,057 | 2,096 | 2,131 |
| 所得税 | 357 | 382 | 390 | 396 |
| 净利润 | 1,562 | 1,674 | 1,706 | 1,735 |
| 少数股东损益 | 292 | 313 | 290 | 260 |
| 归属母公司股东净利润 | 1,270 | 1,362 | 1,416 | 1,474 |
| EPS(元) | 0 | 0 | 0 | 0 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|---------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营收增长率 | -0.60% | -1.00% | 4.37% | 6.18% |
| 营业利润增长率 | -1.10% | 7.86% | 1.89% | 1.65% |
| 归母净利润增长率 | 27.13% | 7.20% | 3.99% | 4.11% |
| 经营现金流增长率 | -97.54% | 710.23% | 118.20% | 18.44% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 38.78% | 39.80% | 39.45% | 38.63% |
| 净利率 | 25.70% | 27.83% | 27.17% | 26.02% |
| ROE | 6.57% | 6.75% | 6.73% | 6.72% |
| ROA | 2.77% | 2.92% | 2.94% | 2.97% |
| 估值倍数 | | | | |
| P/E | 29.66 | 27.67 | 26.61 | 25.56 |
| P/S | 6.20 | 6.26 | 6.00 | 5.65 |
| P/B | 1.95 | 1.87 | 1.79 | 1.72 |
| 股息率 | 0.90% | 1.40% | 1.46% | 1.52% |
| EV/EBITDA | 6 | 10 | 10 | 10 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。