

电投产融 (000958.SZ)

优于大市

运营过渡期业绩有所下降，静待资产置换打造 A 股第三家核电运营商

核心观点

投资收益减少导致业绩同比下降。2024 年，公司实现营业收入 57.45 亿元，同比减少 5.47%，公司实现归母净利润 10.44 亿元，同比减少 17.82%，主要系交易性金融资产和债券投资等取得的投资收益减少所致，2024 年投资收益为 4.05 亿元，同比减少 57.80%。2025 年一季度，公司实现营业收入 14.94 亿元，同比减少 3.54%；实现归母净利润 2.64 亿元，同比减少 20.12%，主要系管理费用有所增加，投资收益同比减少所致。

资产置换方案确定，已获国资委批复。公司拟置入国家核电及中国人寿合计持有的电投核能 100% 股权，对价 571.23 亿元，对应 2.06 倍 PB，同时置出下属资本控股 100% 股权对价 151.08 亿元，对应 1.47 倍 PB；同时发行股份购买差额部分。拟发行 119.02 亿股，占发行股份购买资产后总股本的 68.86%，发行价格 3.53 元/股。公司拟定增配套募资不超过 50 亿元用于海阳核电 3/4 号机组，定价基准日为定增发行期首日。本次资产重组及配套融资方案已获国务院国资委原则同意并出具批复文件。

拟打造 A 股第三大核电运营商。不考虑配套募资的情况下，资产置换后公司控股股东变更为国家核电，持股比例 43.8%，实控人仍为国家电投集团，合计持股比例 59.70% (+8.66pct)；中国人寿持股比例 25.05%。电投核能控股装机容量 921 万千瓦（含合营），权益装机 745 万千瓦，按照公司 5 月 13 日收盘价测算，发行完成后公司市值达到 1235.9 亿元，对应重组完成后公司 2023 年业绩约为 31.5 倍 PE。交易完成后，公司将成为继中国核电、中国广核之后 A 股第三大核电运营商，我国仅有的 4 张核电运营牌照仅剩华能集团所属核电资产暂未上市。

海阳核电三期获核准，集团体内仍有未注入核电资产。4 月 27 日，经国务院常务会议审议，山东海阳核电项目 5/6 号机组核准，拟建设两台 CAP1000 压水堆机组，电投核能控股/参股在建及核准待建核电机组达到 4/6 台。国家电投集团控股但尚未注入电投核能的在运和在建机组共 6 台，合计装机规模 807 万千瓦。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，资产置换失败。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。暂不考虑资产置换，受电价下行等因素影响，预计 2025-2027 年归母净利润 11.5/12.5/12.8 亿元（2025-2026 年原为 14.2/14.6 亿元，新增 2027 年预测），同比增速 10%/9%/2%，对应当前股价 PE 为 34/31/30X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,077	5,745	5,430	5,247	5,298
(+/--%)	-0.6%	-5.5%	-5.5%	-3.4%	1.0%
归母净利润(百万元)	1270	1044	1148	1253	1280
(+/--%)	27.1%	-17.8%	9.9%	9.2%	2.12%
每股收益(元)	0.24	0.19	0.2132	0.23	0.24
EBIT Margin	38.8%	36.7%	40.8%	44.7%	44.4%
净资产收益率 (ROE)	6.6%	5.2%	5.6%	5.9%	5.8%
市盈率 (PE)	30.3	36.9	33.5	30.7	30.1
EV/EBITDA	17.0	18.9	20.8	19.7	19.7
市净率 (PB)	1.99	1.93	1.87	1.81	1.76

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

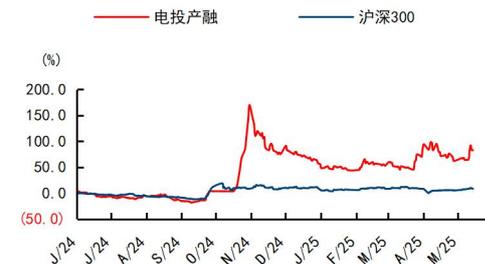
证券分析师：刘汉轩 010-88005198
 liuhanxuan@guosen.com.cn
 S0980524120001

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.21 元
总市值/流通市值	38814/38814 百万元
52 周最高价/最低价	10.64/3.20 元
近 3 个月日均成交额	948.88 百万元

市场走势



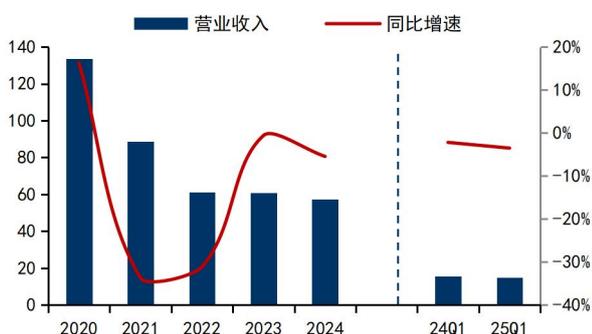
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《电投产融 (000958.SZ) - “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》——2024-10-20

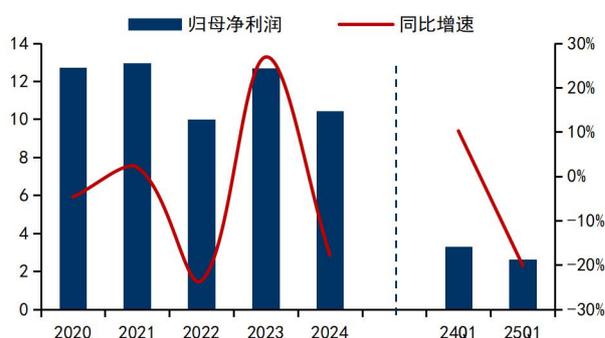
投资收益减少导致业绩同比下降。2024年，公司实现营业收入57.45亿元，同比减少5.47%，分行业看，电力营收28.37亿元，同比减少6.66%，占总营业收入的49.22%；热力营收9.96亿元，同比微增0.04%，占总营业收入的17.34%；信托、保险经纪和期货营收合计14.99亿元，同比增长9.35%。公司电力业务营收下降主要系发电量减少所致，2024年上网电量61.88亿千瓦时，同比减少5.09%。公司实现归母净利润10.44亿元，同比减少17.82%，主要系交易性金融资产和债券投资等取得的投资收益减少所致，2024年投资收益为4.05亿元，同比减少57.80%。2025年一季度，公司实现营业收入14.94亿元，同比减少3.54%；实现归母净利润2.64亿元，同比减少20.12%，主要系管理费用有所增加，投资收益同比减少所致。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



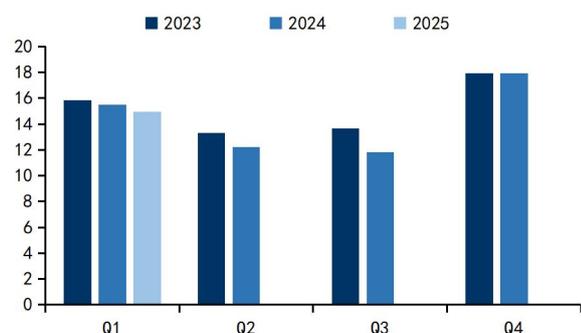
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



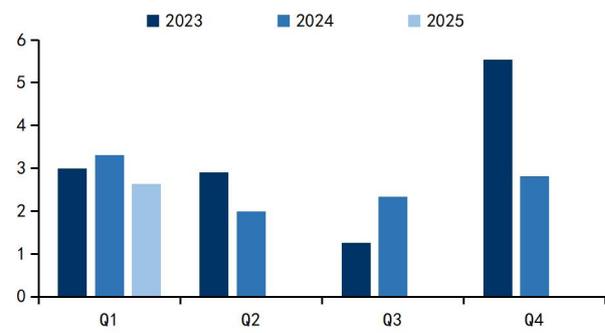
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)



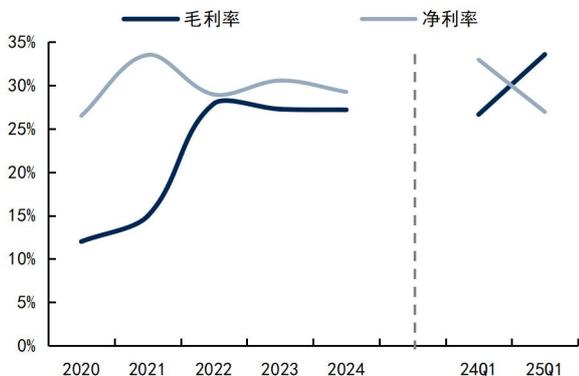
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电力业务进入发展过渡期。截至2024年底，东方绿能总装机容量228.50万千瓦，其中热电联产火电66万千瓦，工业供热负荷750吨/小时；新能源装机162.50万千瓦，其中风电113.15万千瓦，光伏49.35万千瓦；在建项目计划装机容量5万千瓦。2024年公司合计发电量64.23亿千瓦时，同比减少5.13%；上网电量61.88亿千瓦时，同比减少5.09%，其中市场交易电量46.06亿千瓦时，占比74.43%；平均上网电价454.14元/兆瓦时（含税），同比下降7.85元/兆瓦时。

盈利能力有所下降。2024年公司毛利率为27.17%，同比微降0.08pct；净利率为29.23%，同比降低1.31pct；公司费用率合计17.17%，同比下降0.43pct，但投资收益减少，导致盈利能力有所下降，ROE为5.31%，同比降低1.41pct。2025

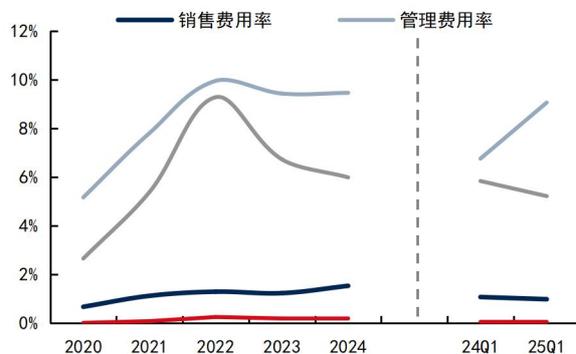
年一季度，公司毛利率为 33.55%，同比提高 6.92%；净利率 26.93%，同比降低 6.01pct；ROE 为 1.31%，同比下降 0.39pct。

图5：公司毛利率、净利率情况



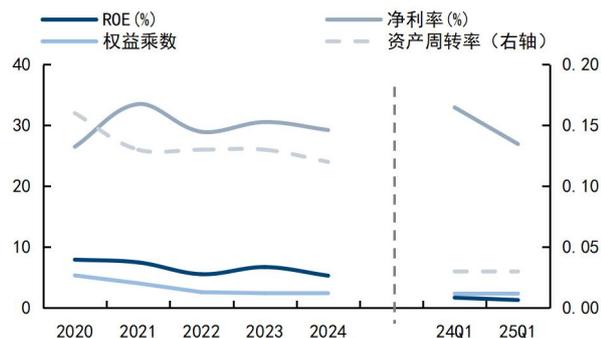
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



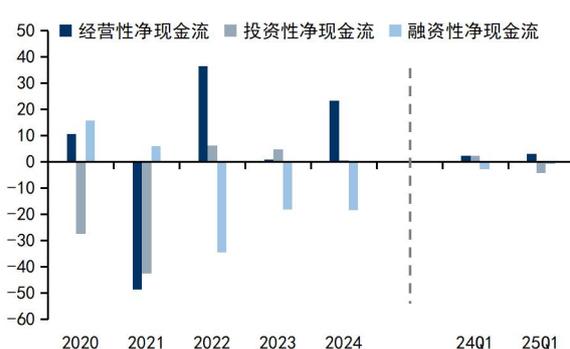
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产置换方案确定，已获国资委批复。公司拟置入国家核电及中国人寿合计持有的电投核能 100% 股权，对价 571.23 亿元，对应 2.06 倍 PB，同时置出下属资本控股 100% 股权对价 151.08 亿元，对应 1.47 倍 PB；同时发行股份购买差额部分。拟发行 119.02 亿股，占发行股份购买资产后总股本的 68.86%，发行价格 3.53 元/股，国家核电限售期 36 个月，中国人寿限售期 12 个月。国家核电《业绩补偿协议》承诺，如本次交易于 2025 年实施完毕，业绩承诺资产在 2025-2027 年应实现的承诺利润数分别不低于 235.03/30.63/36.60 亿元；如在 2026 年实施完毕则 2026-2028 年分别不低于 30.60/36.60/49.87 亿元。公司拟定增配套募资不超过 50 亿元用于海阳核电 3/4 号机组，定价基准日为定增发行期首日。4 月 10 日，本次资产重组及配套融资方案已获得国务院国资委原则同意并出具批复文件。

拟打造 A 股第三大核电运营商。不考虑配套募资的情况下，资产置换后公司控股股东变更为国家核电，持股比例 43.8%，实控人仍为国家电投集团，合计持股比例 59.70% (提高 8.66pct)；中国人寿持股比例为 25.05%。置入资产电投核能持有山东核电 65% 股权，红沿河核电 45% 股权等核电资产，控股装机容量 921 万千瓦 (含合营的红沿河核电)，权益装机 745 万千瓦，2024M1-9 营业收入 79.08 亿元，归母净利润 30.55 亿元。按照公司 5 月 13 日收盘价测算，发行完成后公司市值达到 1235.9 亿元，对应重组完成后 2023 年业绩约为 31.5 倍 PE。交易完成

后，公司将成为继中国核电、中国广核之后 A 股第三大核电运营商，我国仅有的 4 张核电运营牌照仅剩华能集团所属核电资产暂未上市。

海阳核电三期获核准，集团体内仍有未注入核电资产。4 月 27 日，经国务院常务会议审议，山东海阳核电项目 5/6 号机组核准，拟建设两台 CAP1000 压水堆机组。电投核能旗下控股在建及核准待建核电机组达到 4 台，同时参股的三门核电三期也获得核准，参股在建及核准待建核电机组 6 台。除电投核能核电资产外，国家电投集团控股但尚未注入电投核能的在运和在建机组共 6 台，合计装机规模 807 万千瓦，包括国和一号示范工程、廉江核电和白龙核电。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。暂不考虑资产置换，受电价下行等因素影响，预计 2025-2027 年归母净利润 11.5/12.5/12.8 亿元（2025-2026 年原为 14.2/14.6 亿元，新增 2027 年预测），同比增速 10%/9%/2%，对应当前股价 PE 为 34/31/30X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
002608.SZ	江苏国信	7.41	280	0.86	0.88	0.90	0.90	9.0	8.4	8.2	8.2	9.97	3.66	无
600517.SH	国网英大	4.95	283	0.28	0.30	0.32	0.33	20.0	16.5	15.5	15.0	7.32	1.97	无
000600.SZ	建投能源	6.56	119	0.29	0.50	0.58	0.62	19.3	13.1	11.3	10.6	5.09	0.19	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：江苏国信、国网英大、建投能源为 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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1977	2512	4286	4784	5707	营业收入	6077	5745	5430	5247	5298
应收款项	3673	4250	4018	3875	3906	营业成本	3720	3396	3078	2785	2823
存货净额	144	128	132	119	122	营业税金及附加	41	41	54	52	53
其他流动资产	1281	1569	1477	1422	1431	销售费用	75	89	84	81	82
流动资产合计	24851	27345	28074	28361	29326	管理费用	573	544	514	497	501
固定资产	12443	11991	11359	10516	9696	财务费用	409	344	338	297	261
无形资产及其他	250	261	524	779	1030	投资收益	959	405	500	500	500
投资性房地产	5003	4921	4921	4921	4921	资产减值及公允价值变动	(111)	(219)	0	0	0
长期股权投资	3280	3314	3422	3530	3638	其他收入	(190)	118	(10)	(10)	(10)
资产总计	45827	47832	48299	48106	48611	营业利润	1916	1635	1853	2025	2069
短期借款及交易性金融负债	1869	4355	4573	4710	4851	营业外净收支	3	71	23	23	23
应付款项	1530	1255	1298	1170	1205	利润总额	1919	1706	1876	2048	2092
其他流动负债	3328	4610	4673	4255	4351	所得税费用	357	343	378	412	421
流动负债合计	6728	10220	10544	10135	10407	少数股东损益	292	319	351	383	391
长期借款及应付债券	8373	5634	4863	4091	3320	归属于母公司净利润	1270	1044	1148	1253	1280
其他长期负债	1743	2188	2332	2476	2619						
长期负债合计	10117	7823	7195	6567	5939	现金流量表 (百万元)					
负债合计	16844	18043	17738	16702	16346	净利润	1270	1044	1148	1253	1280
少数股东权益	9640	9799	9980	10177	10379	资产减值准备	272	107	(236)	2	2
股东权益	19343	19990	20581	21227	21886	折旧摊销	902	888	489	464	438
负债和股东权益总计	45827	47832	48299	48106	48611	公允价值变动损失	272	107	(236)	2	2
						财务费用	409	344	338	297	261
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1292)	157	426	(334)	88
每股收益	0.24	0.19	0.21	0.23	0.24	其它	(1335)	37	254	(8)	(40)
每股红利	0.06	0.09	0.10	0.11	0.12	经营活动现金流	90	2341	1845	1378	1770
每股净资产	3.59	3.71	3.82	3.94	4.07	资本开支	(581)	(523)	116	123	129
ROIC	8%	8%	8%	9%	9%	其它投资现金流	43	(1109)	725	0	0
ROE	7%	5%	6%	6%	6%	投资活动现金流	483	56	733	14	21
毛利率	39%	41%	43%	47%	47%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	37%	41%	45%	44%	负债净变化	(381)	(2739)	(772)	(772)	(772)
EBITDA Margin	54%	52%	50%	54%	53%	支付股利、利息	(339)	(506)	(556)	(607)	(620)
收入增长	-1%	-5%	-5%	-3%	1%	其它融资现金流	(1851)	896	218	137	141
净利润增长率	27%	-18%	10%	9%	2%	融资活动现金流	(1818)	(1843)	(804)	(895)	(868)
资产负债率	58%	58%	57%	56%	55%	现金净变动	(1165)	535	1774	498	923
股息率	0.9%	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	货币资金的期初余额	3142	1977	2512	4286	4784
P/E	30.3	36.9	33.5	30.7	30.1	货币资金的期末余额	1977	2512	4286	4784	5707
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	企业自由现金流	949	2204	2799	2125	2534
EV/EBITDA	17.0	18.9	20.8	19.7	19.7	权益自由现金流	(1284)	362	1975	1253	1696

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