

## 公用事业

2025 年 08 月 28 日

## 中国核电 (601985)

—— 电量同比稳步增长，绿电增资引战业绩承压

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

## 投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年度业绩：公司 2025 年上半年实现营业总收入 409.73 亿元，同比增加 9.43%，归母净利润 56.66 亿元，同比下降 3.66%。业绩符合我们的预期。同时公司公告 2025 半年度利润分配方案，每股派发现金股利 0.02 元（含税）。
- **漳州 1 号商运和检修减少带来核电电量的同比增长。**2025 年上半年，公司控股在运 26 台核电机组安全稳定运行，实现发电量 998.61 亿千瓦时，同比增长 12.01%，漳州 1 号于年初商运拉动发电量同比增长外，秦山核电、江苏核电、福清核电由于机组检修时间较去年同期减少，带动发电量分别同比增长 0.37%、0.08%、26.51%，海南核电虽然由于台风在 4 月 21 日之前降功率运行，但由于未开展换料大修发电量仍同比增长 0.52%。
- **新能源电量高增，毛利及归母贡献有所下降。**截至 2025 年 6 月 30 日，公司新能源控股在运装机容量较 2024 年末增加 362.87 万千瓦，增幅 12.26%，其中风电增加 76.29 万千瓦，增幅 7.96%，光伏增加 286.58 万千瓦，增幅 14.32%。在新能源在运装机规模增加的拉动下，2025 年上半年，公司控股新能源机组发电量累计为 219.15 亿千瓦时，同比增长 35.76%。新能源装机快速扩张带动电量高增。但上半年公司光伏、风电业务毛利分别为 20.04 亿和 12.98 亿，同比下降 5.07%和 5.60%，受上网电价下降及中核汇能增资引战导致归母比例下降等因素影响，新能源的利润贡献略有压力。
- **汇兑损益影响财务费用。**25 年上半年公司财务费用略有增加，主要由于 25 年上半年公司汇兑损益较去年减少 1.8 亿，汇兑损失同比增加。另公司随着运营机组贷款规模同比减少和资金精益化管理，利息支出同比减少，25 年上半年公司的利息费用同比减少 1.40 亿，同时 25 年初公司定向增发募集资金 140 亿元。公司多措并举，降低资本开支密集期资金压力。
- **上半年新增两台核准机组，核电项目储备保障远期增长。**2025 年上半年国务院常务会议审议核准三门核电 5、6 号机组，截至 25 年半年报，公司正在开展前期准备工作的核电机组超过 15 台。从投产节奏看，继漳州一号年初投产后，2025-2030 年公司核电机组还将分别投产 1、2、4、2、3、1 台，核电装机持续加速，保障公司长周期利润中枢稳定提升。
- **盈利预测与评级：**考虑公司新能源电价下降及归母比例下降，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 100.41、104.96、120.36 亿元人民币（原值为 107.51、112.24、125.66 亿元人民币），公司当前股价对应 PE 为 19、18、15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在建项目进度不及预期、电价下调的风险。

市场数据： 2025 年 08 月 28 日

收盘价(元)	9.03
一年内最高/最低(元)	12.18/8.66
市净率	1.6
股息率(分红/股价)	1.99
流通 A 股市值(百万元)	170,516
上证指数/深证成指	3,843.60/12,571.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 06 月 30 日

每股净资产(元)	5.51
资产负债率%	69.97
总股本/流通 A 股(百万)	20,568/18,883
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com  
朱赫 A0230524070002  
zhuhe@swsresearch.com

## 联系人

朱赫  
(8621)23297818x  
zhuhe@swsresearch.com

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	77,272	40,973	87,532	92,972	106,211
同比增长率(%)	3.1	9.4	13.3	6.2	14.2
归母净利润(百万元)	8,777	5,666	10,041	10,496	12,036
同比增长率(%)	-17.4	-3.7	14.4	4.5	14.7
每股收益(元/股)	0.46	0.28	0.49	0.51	0.59
毛利率(%)	42.9	45.3	41.5	41.1	41.6
ROE(%)	8.0	5.0	8.6	8.6	9.3
市盈率	21		18	18	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	74,957	77,272	87,532	92,972	106,211
其中：营业收入	74,957	77,272	87,532	92,972	106,211
减：营业成本	41,510	44,116	51,203	54,754	62,031
减：税金及附加	1,032	1,077	1,220	1,296	1,480
主营业务利润	32,415	32,079	35,109	36,922	42,700
减：销售费用	115	62	71	75	86
减：管理费用	3,828	4,027	4,562	4,845	5,535
减：研发费用	1,384	1,375	1,557	1,654	1,889
减：财务费用	7,302	6,844	7,240	7,985	9,055
经营性利润	19,786	19,771	21,679	22,363	26,135
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-84	-66	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-208	-499	-300	-300	-300
加：投资收益及其他	3,093	3,164	3,400	3,500	3,500
营业利润	22,646	22,382	24,791	25,575	29,346
加：营业外净收入	335	182	0	0	0
利润总额	22,981	22,564	24,791	25,575	29,346
减：所得税	3,571	6,011	5,122	5,015	5,769
净利润	19,411	16,553	19,669	20,560	23,577
少数股东损益	8,787	7,776	9,628	10,064	11,541
归属于母公司所有者的净利润	10,624	8,777	10,041	10,496	12,036

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。