

中国核电 (601985.SH)

核电盈利稳健，首次进行中期分红

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	74,957	77,272	83,184	87,985	97,135
增长率 yoy (%)	5.2	3.1	7.7	5.8	10.4
归母净利润 (百万元)	10,624	8,777	9,749	10,239	11,230
增长率 yoy (%)	17.9	-17.4	11.1	5.0	9.7
ROE (%)	11.9	7.9	8.2	8.1	8.3
EPS 最新摊薄 (元)	0.52	0.43	0.47	0.50	0.55
P/E (倍)	17.0	20.6	18.5	17.6	16.1
P/B (倍)	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 公司发布 2025 半年报。2025 年上半年, 公司实现营业收入 409.73 亿元, 同比+9.43%; 归母净利润 56.66 亿元, 同比-3.66%; 扣非归母净利润 56.31 亿元, 同比-3.27%。基本每股收益 0.275 元/股, 同比-11.58%; ROE (摊薄) 4.96%, 同比-1.35pct。25H1 派息 0.02 元/股, 现金分红比例 7.27%。

从单季度来看, 2025 年 Q2 公司实现营收 207.00 亿元, 同比+6.41%, 环比+2.11%; 实现归母净利润 25.29 亿元, 同比-10.40%, 环比-19.37%; 实现扣非净利润 24.98 亿元, 同比-10.09%, 环比-20.28%。

在运机组规模扩大, 发电量稳步增长驱动营收。 2025 年上半年, 公司营收同比增长 9.43%, 主要得益于在运核电机组同比增加和新能源装机规模同比增加带来发电量的显著提升。上半年, 公司累计商运发电量达 1217.76 亿千瓦时, 同比+15.65%, 上网电量 1151.04 亿千瓦时, 同比+15.92%。分板块看: **1) 核电业务:** 受益于漳州 1 号机组商运及福清核电机组检修天数同比减少, 上半年公司控股核电机组发电量达 998.61 亿千瓦时, 同比+12.01%; 上网电量 935.51 亿千瓦时, 同比+12.13%; 核电机组平均利用小时数约 4000 小时, 高于全国核电平均水平的 3882 小时, 运营效率优势显著。**2) 新能源业务:** 受益于装机规模扩大, 上半年发电量达 219.15 亿千瓦时, 同比+35.76%。上网电量 215.53 亿千瓦时, 同比+35.81% (其中风电 102.23 亿千瓦时, 同比+33.99%; 光伏 116.92 亿千瓦时, 同比+37.34%)。量的增长有效对冲了部分区域市场化电价小幅下行的影响, 成营收增长的核心驱动力。

新能源业务利润下滑及股权稀释, 拖累整体归母净利。 公司上半年归母净利润同比下降 3.66%, 主要原因在于新能源板块的盈利能力下滑以及对子公司中核汇能的持股比例下降。具体来看, 根据半年报, 中核汇能净利润 11.38 亿元, 同比-31.71%, 这主要是由于风电与光伏市场化电价同比下降。叠加中核汇能去年完成市场化债转股及增资引战, 公司对其持股比例被稀释, 导致公司新能源板块整体贡献的归母净利润减少。但公司核电主业仍展现出强大的盈利韧性, 利润总额 123.75 亿元, 同比+8.97%; 实现归母净利润 53.22 亿元, 同比+9.48%。

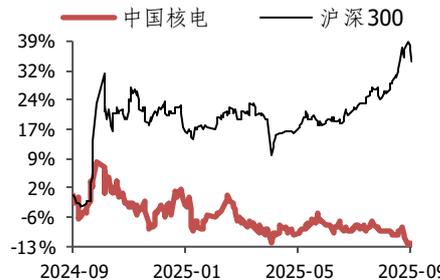
电源建设稳步推进, 在建储备充裕保障长期成长。 **1) 核电业务:** 截至 2025 年 6 月底, 公司控股在运核电机组 26 台, 装机容量 2500.00 万千瓦。2025

买入 (维持评级)

股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 9 月 4 日收盘价 (元)	8.78
总市值 (百万元)	180,587.06
流通市值 (百万元)	165,795.24
总股本 (百万股)	20,568.00
流通股本 (百万股)	18,883.28
近 3 月日均成交额 (百万元)	918.99

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 范杨春晓

执业证书编号: S1070521050001

邮箱: fycx@cgws.com

分析师 张靖苗

执业证书编号: S1070524070005

邮箱: zhjingmiao@cgws.com

分析师 何郭香池

执业证书编号: S1070523110002

邮箱: hgxc@cgws.com

分析师 杨天放

执业证书编号: S1070524080003

邮箱: yangtianfang@cgws.com

相关研究

1、《国之重器, 兼具成长性与确定性—中国核电 (601985.SH) 深度报告》2025-01-02

年上半年，浙江三门核电 5、6 号机组获得国家核准。截至 2025 年 6 月底，公司控股在建及核准待建机组 19 台，装机容量 2185.90 万千瓦，其中漳州 2 号机组已完成热态功能试验，预计将于 2025 年下半年投产，此外公司正在开展前期准备工作的核电机组达 15 台。公司核电项目储备持续领先，为公司长期业绩增长奠定坚实基础。 **2) 新能源业务：**公司在运装机容量达 3322.49 万千瓦，在建装机 1044.75 万千瓦（其中：风电 184.97 万千瓦+光伏 859.78 万千瓦），为公司发展打开未来成长空间。

重视股东回报，首次实施中期分红。公司在 2025 年半年报中首次提出中期分红预案，拟每股派息 0.02 元（含税），彰显了管理层对公司长期价值的信心。

投资建议：核电行业增长预期明确，受高利用小时数、合理电价、折旧及财务费用长期下降的趋势等利好因素影响，行业规模及利润都将持续增长；公司作为国内核电行业领先企业，受益行业增长，叠加自身规模优势、技术优势及充裕的在建机组储备，成长性与确定性兼备。此外，公司首次推出中期分红，持续提升股东回报。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 831.84、879.85、971.35 亿元，同比增长 7.7%、5.8%、10.4%，实现归母净利润 97.49、102.39、112.30 亿元，同比增长 11.1%、5.0%、9.7%，对应 EPS 分别为 0.47、0.50、0.55 元，当前股价对应的 PE 倍数为 18.5X、17.6X、16.1X。维持“买入”评级。

风险提示：核电机组建设进度不及预期。新增核电机组核准不及预期。核电厂安全性风险。上游原材料价格波动风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	68240	84182	86761	93330	98047
现金	9774	19738	21772	19724	20257
应收票据及应收账款	21414	24685	21333	29177	25553
其他应收款	1790	2093	2087	2334	2547
预付账款	4845	2743	5426	3215	6324
存货	26423	30860	32054	34820	39207
其他流动资产	3995	4062	4090	4060	4158
非流动资产	471027	575557	621216	670651	719761
长期股权投资	7580	8411	8691	9026	9334
固定资产	276924	299247	350275	397368	443603
无形资产	3803	7417	8567	9876	11481
其他非流动资产	182719	260483	253682	254381	255344
资产总计	539267	659739	707977	763981	817808
流动负债	97598	101743	107040	126855	149447
短期借款	19864	29076	24470	35002	49079
应付票据及应付账款	22408	26866	26041	30832	29927
其他流动负债	55326	45801	56529	61022	70441
非流动负债	278871	348628	376113	396996	411278
长期借款	253255	319268	346752	367635	381917
其他非流动负债	25616	29361	29361	29361	29361
负债合计	376469	450371	483153	523851	560725
少数股东权益	71848	99151	107831	116947	126946
股本	18883	20568	20568	20568	20568
资本公积	27336	40206	40206	40206	40206
留存收益	43411	48102	58422	69261	81149
归属母公司股东权益	90950	110217	116993	123183	130137
负债和股东权益	539267	659739	707977	763981	817808

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	43126	40721	46262	43280	53390
净利润	19411	16553	18429	19355	21229
折旧摊销	16495	17860	18131	21823	25609
财务费用	7302	6844	7591	8211	8977
投资损失	-382	-411	-320	-391	-355
营运资金变动	-569	-1334	2127	-5992	-2318
其他经营现金流	869	1208	304	274	249
投资活动现金流	-71712	-94945	-63434	-70844	-74335
资本支出	67100	90708	63509	70923	74412
长期投资	-1647	-1051	-280	-335	-308
其他投资现金流	-2965	-3186	355	414	384
筹资活动现金流	22332	64490	19206	17287	6250
短期借款	4500	9211	-4606	10532	14077
长期借款	35745	66012	27484	20883	14282
普通股增加	23	1685	0	0	0
资本公积增加	-64	12870	0	0	0
其他筹资现金流	-17871	-25289	-3673	-14128	-22109
现金净增加额	-6263	10247	2034	-10277	-14695

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	74957	77272	83184	87985	97135
营业成本	41510	44116	48453	51503	57011
营业税金及附加	1032	1077	1156	1223	1350
销售费用	115	62	71	70	76
管理费用	3828	4027	4465	4593	4954
研发费用	1384	1375	1464	1522	1651
财务费用	7302	6844	7591	8211	8977
资产和信用减值损失	-292	-564	-339	-297	-278
其他收益	2711	2753	2732	2742	2737
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	382	411	320	391	355
资产处置收益	58	11	35	23	29
营业利润	22646	22382	22732	23723	25959
营业外收入	459	260	141	300	379
营业外支出	124	78	70	74	72
利润总额	22981	22564	22802	23949	26267
所得税	3571	6011	4373	4593	5038
净利润	19411	16553	18429	19355	21229
少数股东损益	8787	7776	8680	9116	9999
归属母公司净利润	10624	8777	9749	10239	11230
EBITDA	46227	46978	48233	53692	60687
EPS (元/股)	0.52	0.43	0.47	0.50	0.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	5.2	3.1	7.7	5.8	10.4
营业利润 (%)	15.3	-1.2	1.6	4.4	9.4
归属母公司净利润 (%)	17.9	-17.4	11.1	5.0	9.7
获利能力					
毛利率 (%)	44.6	42.9	41.8	41.5	41.3
净利率 (%)	25.9	21.4	22.2	22.0	21.9
ROE (%)	11.9	7.9	8.2	8.1	8.3
ROIC (%)	6.0	4.2	4.5	4.4	4.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.8	68.3	68.2	68.6	68.6
净负债比率 (%)	195.7	180.7	181.0	186.3	187.6
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	3.9	3.4	3.6	3.5	3.6
应付账款周转率	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.43	0.47	0.50	0.55
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.10	1.98	2.25	2.10	2.60
每股净资产 (最新摊薄)	4.37	5.31	5.62	5.91	6.24
估值比率					
P/E	17.0	20.6	18.5	17.6	16.1
P/B	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.4	14.0	14.4	13.9	13.0

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031

传真：86-10-88366686