

中国核电 (601985.SH)

电量电价双双承压，静待在建核电集中投产期

优于大市

核心观点

电量电价双双承压，上半年业绩同比下降 35.74%。2026 年上半年，公司实现营收 383.98 亿元，同比下降 6.28%；实现归母净利润 36.41 亿元，同比下降 35.74%，主要受核电大修、新能源弃电率上升且折旧费用增加及电价下行拖累。单二季度公司实现营业收入 194.73 亿元，同比下降 5.93%，环比增长 2.90%；实现归母净利润 15.77 亿元，同比下降 37.66%，环比下降 23.62%。

2026 年上半年，公司控股核电发电量 979.72 亿千瓦时，同比下降 1.89%；上网电量 916.09 亿千瓦时，同比下降 2.08%；机组平均利用小时数 3738 小时。新能源发电量 216.97 亿千瓦时，同比下降 1.00%，其中：风力发电量 96.01 亿千瓦时，同比下降 6.09%；光伏发电量 120.96 亿千瓦时，同比增长 3.46%；上网电量 213.10 亿千瓦时，同比下降 1.13%。单二季度公司核电上网电量 467.59 亿 kWh，同比下降 0.89%，环比上升 4.26%。新能源上网电量 112.36 亿 kWh，同比核力发电(99220106)下降 2.07%，环比上升 11.53%。按照营业收入/上网电量测算公司上半年电价，公司秦山一核、秦山三核与上年同期基本持平，三门核电、江苏核电、福清同比均有所下降，海南核电同比逆势提升。

核电机组有序建设，密集投产期临近。公司目前控股核电在运机组 27 台，装机容量 2621.2 万千瓦；在建及核准待建机组共 22 台，总装机容量 2563.5 万千瓦，其中 2026 年 7 月 31 日最新核准辽宁庄河核电 1、2 号机组和浙江金七门核电 3、4 号机组。2026 年上半年，三门 3 号、田湾 8 号启动冷态功能试验转入调试阶段；漳州 3 号、徐大堡 1 号完成反应堆厂房穹顶吊装转入安装阶段；徐圩 1 号、金七门 2 号机组 FCD。公司即将进入核电项目密集投产期，成长确定性较强。

新能源业务战略收缩，装机增速放缓。截至 2026 年上半年，公司新能源控股在运装机容量 3500.44 万千瓦，包括风电 1109.80 万千瓦、光伏 2390.64 万千瓦，另控股独立储能电站 186.10 万千瓦；控股在建装机容量 924.06 万千瓦，包括风电 398.17 万千瓦，光伏 525.89 万千瓦。上半年风电增加 47.12 万千瓦，较上年同期下降 38.24%；光伏增加 89.22 万千瓦，较上年同期下降 68.87%。公司新能源装机增速显著放缓，资本开支压力下降。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，核安全风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 2026 年上半年电量电价双双承压，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 75.8/95.3/105.3 亿元（原为 85.9/96.3/106.6 亿元），同比增速-19%/26%/10%，对应当前股价 PE 为 25/20/18X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	77,272	82,075	82,354	94,399	103,584
(+/-%)	3.1%	6.2%	0.3%	14.6%	9.7%
净利润(百万元)	8777	9304	7577	9532	10527
(+/-%)	-17.4%	6.0%	-19%	26%	10%
每股收益(元)	0.43	0.45	0.37	0.46	0.51
EBIT Margin	37.2%	36.2%	33.9%	35.3%	35.1%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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：崔佳诚

021-60375416

cuijiacheng@guosen.com.cn

S0980525070002

证券分析师：刘汉轩

010-88005198

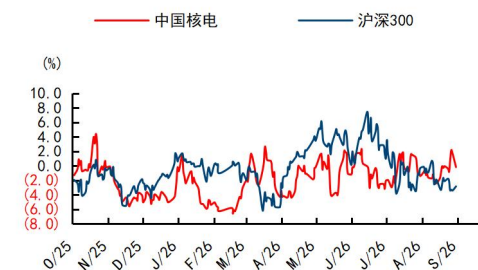
liuhanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.91 元
总市值/流通市值	183261/168250 百万元
52 周最高价/最低价	9.60/8.37 元
近 3 个月日均成交额	990.37 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

- 《中国核电(601985.SH)-电价下降致业绩有所承压，静待在建核电集中投产期》——2026-05-12
- 《中国核电(601985.SH)-业绩因新能源业务归母净利润下降承压，核电风电增值税政策调整》——2025-11-04
- 《中国核电(601985.SH)-新能源持股比例下降及业绩承压，拟首次进行中期分红》——2025-09-01
- 《中国核电(601985.SH)-所得税增加和电价下降压制业绩增长，三门核电三期获核准》——2025-05-07
- 《中国核电(601985.SH)-电量波动及电价降低导致业绩有所下滑，漳州 1 号机组获批装料》——2024-11-06

净资产收益率 (ROE)	8.0%	7.8%	6.2%	7.4%	7.8%
市盈率 (PE)	21.3	20.1	24.6	19.6	17.7
EV/EBITDA	13.7	13.9	13.9	13.0	12.6
市净率 (PB)	1.69	1.57	1.52	1.45	1.39

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

电量电价双双承压，上半年业绩同比下降 35.74%。2026 年上半年，公司实现营业收入 383.98 亿元，同比下降 6.28%；实现归母净利润 36.41 亿元，同比下降 35.74%，主要受核电大修、新能源弃电率上升且折旧费用增加及电价下行拖累。单二季度公司实现营业收入 194.73 亿元，同比下降 5.93%，环比增长 2.90%；实现归母净利润 15.77 亿元，同比下降 37.66%，环比下降 23.62%。

2026 年上半年，公司控股核电发电量 979.72 亿千瓦时，同比下降 1.89%；上网电量 916.09 亿千瓦时，同比下降 2.08%；机组平均利用小时数 3738 小时。新能源发电量 216.97 亿千瓦时，同比下降 1.00%，其中：风力发电量 96.01 亿千瓦时，同比下降 6.09%；光伏发电量 120.96 亿千瓦时，同比增长 3.46%；上网电量 213.10 亿千瓦时，同比下降 1.13%。单二季度公司核电上网电量 467.59 亿 kWh，同比下降 0.89%，环比上升 4.26%。新能源上网电量 112.36 亿 kWh，同比下降 2.07%，环比上升 11.53%。按照营业收入/上网电量测算公司上半年电价，公司秦山一核、秦山三核与上年同期基本持平，三门核电、江苏核电、福清同比均有所下降，海南核电同比逆势提升。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



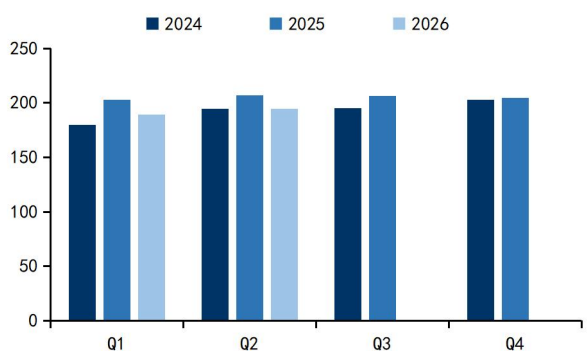
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



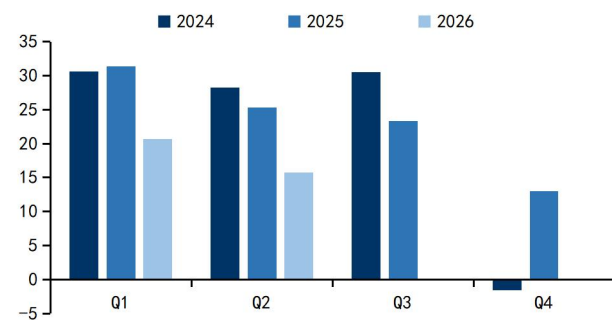
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



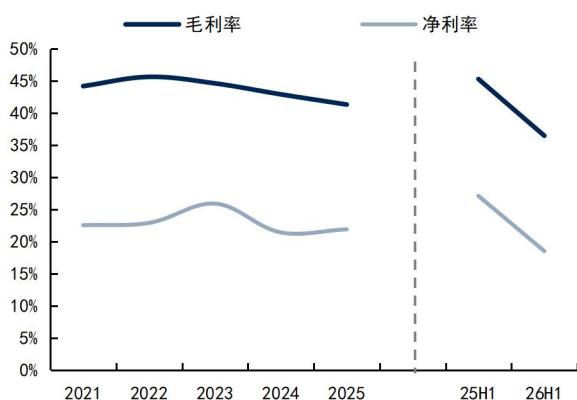
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电价下行拖累盈利能力有所减弱，费用率相对稳定。2026 年上半年，受上网电价下降等因素的影响，公司盈利能力有所减弱，毛利率为 36.47%，同比下降 8.82pct；净利率为 18.51%，同比下降 8.59pct。公司经营期间费用率合计 14.17%，同比基本持平，费用绝对值有所下降。其中，销售费用同比减少 4.45%，主要系核电

力营销费用所致；管理费用同比减少 14.68%，主要系薪酬结构调整导致管理人员费用下降和成本管控压降所致；财务费用同比增加 0.08%，主要为漳州 2 号机组商运导致利息费用同比增加影响；研发费用同比减少 17.90%。

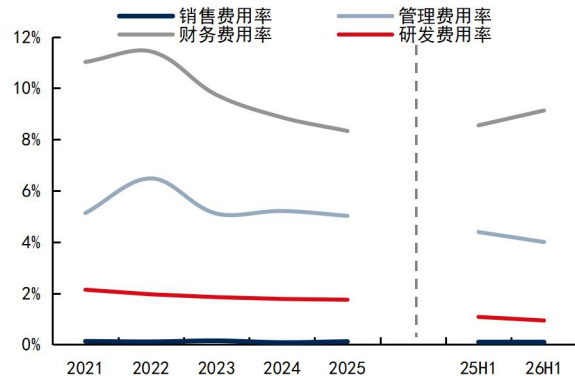
ROE 同比下降，企业自由现金流压力有所缓解。2026 年上半年公司 ROE 为 3.05%，同比下降 2.02pct，降幅较为明显，主要系净利率同比下降所致。公司资产周转率为 0.05 次，同比降低 0.01 次；权益乘数为 6.45，同比提高 0.30。公司上半年经营性现金净流入 191.77 亿元，同比增加 2.42%，主要系发电收到售电款减少低于购买商品、接受劳务和支付税费现金流减少所致；投资性现金净流出 346.4 亿元，同比减少 20.75%，主要系核电和新能源项目投资减少所致；融资性现金净流入 182.77 亿元，同比减少 50.52%，主要系根据投资发展策略，本期筹资净流入小于上年同期。公司核电在建规模基本达峰，同时新能源建设节奏放缓，资本开支减少，企业自由现金流量为-135.88 亿元，同比增加 41.56%，现金流情况有所好转。

图5：公司毛利率、净利率情况



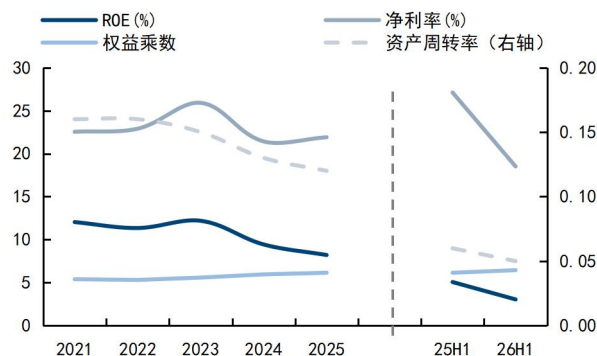
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



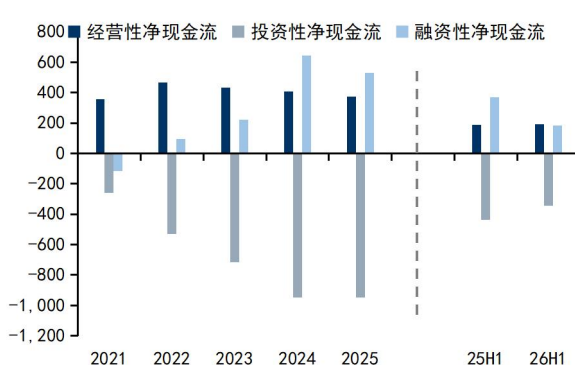
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

核电机组有序建设，密集投产期临近。公司目前控股核电在运机组 27 台，装机容量 2621.2 万千瓦；在建及核准待建机组共 22 台，总装机容量 2563.5 万千瓦，其中 2026 年 7 月 31 日最新核准辽宁庄河核电 1、2 号机组和浙江金七门核电 3、4

号机组。2026 年上半年，三门 3 号、田湾 8 号启动冷态功能试验转入调试阶段；漳州 3 号、徐大堡 1 号完成反应堆厂房穹顶吊装转入安装阶段；徐圩 1 号、金七门 2 号机组 FCD。公司即将进入核电项目密集投产期，成长确定性较强。

新能源业务战略收缩，装机增速放缓。截至 2026 年上半年，公司新能源控股在运装机容量 3500.44 万千瓦，包括风电 1109.80 万千瓦、光伏 2390.64 万千瓦，另控股独立储能电站 186.10 万千瓦；控股在建装机容量 924.06 万千瓦，包括风电 398.17 万千瓦，光伏 525.89 万千瓦。上半年风电增加 47.12 万千瓦，较上年同期下降 38.24%；光伏增加 89.22 万千瓦，较上年同期下降 68.87%。公司新能源装机增速显著放缓，资本开支压力下降。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 2026 年上半年电量电价双双承压，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 75.8/95.3/105.3 亿元（原为 85.9/96.3/106.6 亿元），同比增速-19%/26%/10%，对应当前股价 PE 为 25/20/18X，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 (25A)	PEG (26E)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E			
003816.SZ	中国广核	4.37	2,207	0.19	0.21	0.24	0.25	19.4	20.8	18.2	17.5	9.1%	1.68	优于大市
600900.SH	长江电力	28.42	6,954	1.41	1.46	1.51	1.53	19.3	19.5	18.8	18.6	15.9%	5.59	优于大市
600025.SH	华能水电	9.76	1,818	0.46	0.48	0.50	0.52	19.9	20.4	19.5	18.6	12.9%	4.35	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：华能水电为 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）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	19738	15582	5000	5000	5000	营业收入	77272	82075	82354	94399	103584
应收款项	26777	27607	27244	31229	34267	营业成本	44116	48161	50228	55840	61239
存货净额	30860	36322	30354	34899	39064	营业税金及附加	1077	1237	1241	1422	1561
其他流动资产	6751	6567	7812	8954	9826	销售费用	62	100	100	115	126
流动资产合计	84182	86077	70410	80082	88157	管理费用	4027	4119	4425	5027	5486
固定资产	515003	592095	639954	688955	729459	研发费用	1375	1440	1444	1656	1817
无形资产及其他	6162	7680	7373	7065	6758	财务费用	6844	6834	9679	10336	10902
投资性房地产	45982	53024	53024	53024	53024	投资收益	411	309	367	367	367
长期股权投资	8411	10385	11952	13519	15086	资产减值及公允价值变动	(499)	(496)	(572)	(620)	(667)
资产总计	659739	749262	782713	842646	892484	其他收入	1323	1685	1590	1378	1217
短期借款及交易性金融负债	60395	65226	101615	150054	191211	营业利润	22382	23122	18065	22784	25188
应付款项	26866	28665	25302	29006	32371	营业外净收支	182	167	228	228	228
其他流动负债	14482	11623	13985	16072	17943	利润总额	22564	23289	18293	23012	25416
流动负债合计	101743	105513	140902	195131	241525	所得税费用	6011	5318	3659	4602	5083
长期借款及应付债券	319268	375140	361021	352354	340313	少数股东损益	7776	8666	7058	8878	9806
其他长期负债	29361	36383	40076	43769	47463	归属于母公司净利润	8777	9304	7577	9532	10527
长期负债合计	348628	411523	401097	396123	387775	现金流量表（百万元）					
负债合计	450371	517036	541999	591254	629300	净利润	8777	9304	7577	9532	10527
少数股东权益	99151	113508	117602	122751	128438	资产减值准备	415	(3)	2	42	42
股东权益	110217	118718	123112	128641	134746	折旧摊销	17698	20850	24644	26375	28190
负债和股东权益总计	659739	749262	782713	842646	892484	公允价值变动损失	499	496	572	620	667
关键财务与估值指标						财务费用	6844	6834	9679	10336	10902
每股收益	0.43	0.45	0.37	0.46	0.51	营运资本变动	(14473)	(7213)	7780	(147)	897
每股红利	0.20	0.18	0.15	0.19	0.21	其它	3717	5221	4092	5107	5645
每股净资产	5.36	5.77	5.99	6.25	6.55	经营活动现金流	16633	28655	44667	41529	45968
ROIC	2.82%	2.57%	2%	2%	2%	资本开支	(101746)	(96912)	(72770)	(75731)	(69096)
ROE	7.96%	7.84%	6%	7%	8%	其它投资现金流	2	55	0	0	0
毛利率	43%	41%	39%	41%	41%	投资活动现金流	(102575)	(98831)	(74337)	(77297)	(70663)
EBIT Margin	37%	36%	34%	35%	35%	权益性融资	(18)	19524	0	0	0
EBITDA Margin	60%	62%	64%	63%	62%	负债净变化	59451	58872	(14419)	(9167)	(12641)
收入增长	3%	6%	0%	15%	10%	支付股利、利息	(4114)	(3702)	(3182)	(4003)	(4421)
净利润增长率	-17%	6%	-19%	26%	10%	其它融资现金流	(14749)	(63844)	36389	48438	41157
资产负债率	83%	84%	84%	85%	85%	融资活动现金流	95906	66020	19088	35768	24695
股息率	2.2%	2.0%	1.7%	2.1%	2.4%	现金净变动	9964	(4156)	(10582)	0	0
P/E	21.3	20.1	24.6	19.6	17.7	货币资金的期初余额	9774	19738	15582	5000	5000
P/B	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	货币资金的期末余额	19738	15582	5000	5000	5000
EV/EBITDA	13.7	13.9	13.9	13.0	12.6	企业自由现金流	(77446)	(60334)	(17999)	(22816)	(10911)
						权益自由现金流	(32745)	(70657)	(3772)	8186	8884

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

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