下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

公用事业

2026 年 06 月 29 日

中国核电 (601985)

——核电投产周期加速 重视零碳价值

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：	2026 年 06 月 26 日
收盘价（元）	8.93
一年内最高/最低（元）	9.85/8.37
市净率	1.5
股息率%（分红/股价）	2.02
流通 A 股市值（百万元）	168,628
上证指数/深证成指	4,027.26/15,782.22

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	5.83
资产负债率%	69.44
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 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **三十余年深耕核电主业，新能源业务打造新成长曲线。**中国核电起步于秦山核电，是中国最大的核电运营商之一。控股股东中核集团拥有完整的核科技工业体系，为公司提供全产业链优势支持。2021 年公司完成对中核汇能的收购，开始对新能源业务大力布局，目前已形成核电与新能源齐头并进的发展格局。截至 2026 年 3 月，公司控股在运核电及新能源装机容量分别为 26.21、34.00GW。双主业装机规模稳步成长，带动发电量持续增加。2025 年公司完成发电量 2444.30 亿千瓦时，同比增长 13%，新能源发电量占比提升至 17.8%。2024-2025 年来公司分红比例提升至 40%左右，2025 年分红为 0.18 元/股，对应当前股价股息率约 2.0%。
- **核电核准加速，核电板块成长具备高度明确性。**2019 年我国核电重启审批，2022 年起核电核准加速，2022-2025 年连续四年核准 10 台机组及以上。在漳州二号机组年初投运后，截至 1Q26 公司在建及核准装机 20.68GW，较当前 26.2GW 的在运装机规模具有 80%的增量空间。公司核电消纳情况良好，利用小时数保持高位稳定，2021 年起连续五年保持在 7700 小时以上。电价方面，核电市场化比例有所提升，但近年来各省核电上网电价整体较为平稳，今年辽宁广西出台核电电价保障政策，期待全国范围内更多省份出台核电电价保障政策，夯实核电经营稳定性。成本方面，公司核电成本结构稳定，尤其是长协锁定燃料成本，有效平抑天然铀现货价格波动。在电量稳步增长，电价及成本保持相对稳定的情况下，2026-2031 年公司核电机组将分别投产 3、4、2、3、1、1 台，伴随新型机组投产，公司核电业务增长可期。
- **新能源快速发展，为公司进一步注入成长动能。**近年来公司加速布局新能源业务，截至 1Q26，公司控股在运新能源装机 34.00GW，其中风电 10.72GW、光伏 23.28GW，另控股独立储能电站 1.65GW，目前公司新能源装机占比已超 50%。伴随新能源装机快速发展，新能源发电营收及利润有望持续提升，为公司成长注入动能。
- **DCF 视角下核电估值空间广阔。**公司核电消纳稳定、长期经营稳定性强，现金流增长相对稳定，可应用现金流折现估值模型计算公司核电机组总体价值。我们对中国核电所有在役、在建、已核准拟建机组分别测算折现价值，在不考虑延寿背景下（除秦山一核已确定延寿 20 年），公司核电板块归母价值可达 3064.7 亿元；根据可比公司估值水平，我们认为新能源板块归母价值可达 184.0 亿元。暂不考虑核电板块延寿增益效果，保守估计下我们认为公司核电及新能源业务合理估值水平合计可达 3248.7 亿元，较当前总市值 1836.7 亿元有 76.9%的提升空间。
- **维持“买入”评级。**今年全国多地月度电价及现货电价有所回升，叠加多地出台核电电价保障政策，我们提升 2026-2028 年核电上网电价预测水平，并提升 2026-2028 年公司归母净利润至 88.53、99.08、114.95 亿元（前值为 85.45、98.87、103.99 亿元），当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 21、19、16 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**核电核准及建设速度不及预期、核电及新能源上网电价波动风险、新能源装机规模不及预期。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	82,075	18,925	84,785	93,897	105,876
同比增长率（%）	6.2	-6.7	3.3	10.7	12.8
归母净利润(百万元)	9,304	2,064	8,853	9,908	11,495
同比增长率（%）	6.0	-34.2	-4.8	11.9	16.0
每股收益（元/股）	0.45	0.10	0.43	0.48	0.56
毛利率（%）	41.3	39.5	38.0	38.2	39.6
ROE（%）	7.8	1.7	7.2	7.6	8.4
市盈率	20		21	19	16

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

公司核电消纳稳定、长期经营稳定性强，现金流增长相对稳定，可应用现金流折现估值模型计算公司核电机组总体价值。我们对中国核电所有在役、在建、已核准拟建机组分别测算折现价值，在不考虑延寿背景下（除秦山一核已确定延寿 20 年）公司核电板块归母价值可达 3064.7 亿元；根据可比公司估值水平，我们认为新能源板块归母价值可达 184.0 亿元。暂不考虑核电板块延寿增益效果，保守估计下我们认为公司核电及新能源业务合理估值水平合计可达 3248.7 亿元，较当前总市值 1836.7 亿元有 76.9%的提升空间。考虑到今年全国多地月度电价及现货电价有所回升，叠加多地出台核电电价保障政策，我们提升 2026-2028 年公司归母净利润至 88.53、99.08、114.95 亿元（前值为 85.45、98.87、103.99 亿元），当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 21、19、16 倍，维持“买入”评级。

关键假设点

核电机组 DCF 核心假设：建设成本：核电机组单位投资额为 16000 元/千瓦，建设期每年投资占比为 FCD 前 10%、FCD 后第一至六年分别为 10%、16%、20%、19%、15%、10%。**上网电价：**参考核电各机组核准电价，在建机组核准电价参考省内其他在运机组电价水平。**折旧年限：**二代、三代机组折旧年限 25、35 年。**贷款年限：**20 年。**贷款比例：**资本金比例 20%，贷款比例 80%。**基准利率：**3.2%。**折现率：**6.5%。

新能源假设：2026-2028 年新能源装机容量为 3734.1/4034.1/4334.1 万千瓦，风电上网电价 0.29/0.29/0.28 元/千瓦时；光伏上网电价 0.36/0.35/0.34 元/千瓦时。

有别于大众的认识

市场普遍按照 PE 相对估值法判断公司价值，在此估值方法下中国核电受短期电价扰动业绩承压，当前 PE 处于五年高位，因此市场普遍判断公司估值提升空间较小。我们认为核电行业现金流稳定，经营周期较长，相较于 PE 相对估值法，对公司核电机组进行现金流折现可更加真实反映公司价值水平。我们判断核电行业估值体系将由 PE 相对估值逐渐切换至 DCF 绝对估值，在此视角下公司估值水平仍有巨大提升空间。

股价表现的催化剂

核电机组建设速度超预期、核电核准超预期、电价超预期上涨。

核心假设风险

核电核准及建设速度不及预期、核电及新能源上网电价波动风险、新能源装机规模不及预期

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 深耕核电三十载，新能源谱写发展新章 6

1.1 背靠中核集团，核电+新能源双轮驱动 6
1.2 核电主业稳健增长，新能源注入成长动能 8

2. 核准加速投产高峰在即，筑牢核电增长确定性 11

2.1 双碳目标必经之路，核准加速空间广阔 11
2.2 投产加速在即，保障电量稳定增长 14
2.3 市场化交易比例提升 多地政策托底电价有望回升 17
2.4 成本结构稳定，长协锁定燃料成本 18
2.5 核电现金流稳中向好，延寿增厚估值提升空间 20

3. 能源结构转型加速，风光成长贡献增量 22

4. 盈利预测与投资分析意见 24

5. 风险提示 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司历史发展沿革 6
图 2：截至 1Q26 公司股权结构 6
图 3：截至 1Q26 年公司装机结构（单位：GW） 7
图 4：公司核电机组分布 7
图 5：2019-1Q26 公司总发电量及增速（单位：亿千瓦时） 8
图 6：2019-1Q26 公司各电源发电量（单位：亿千瓦时） 8
图 7：2019-1Q26 公司营业收入及增速（单位：亿元） 9
图 8：2019-1Q26 公司归母净利润及增速（单位：亿元） 9
图 9：2019-2025 年公司收入结构（单位：亿元） 9
图 10：2019-2025 年公司各业务收入占比 9
图 11：2019-2025 年公司主营业务毛利（单位：亿元） 9
图 12：2019-2025 年公司各业务毛利率 9
图 13：2019-2025 年公司期间费用（单位：亿元） 10
图 14：2019-2025 年公司期间费用率 10
图 15：2019-1Q26 公司经营性现金流及增速（单位：亿元） 11
图 16：2019-1Q26 公司现金流情况（单位：亿元） 11
图 17：2019-2025 年公司每股分红及分红率（单位：元/股） 11
图 18：各电源等效二氧化碳排放量（单位：g/kWh） 12
图 19：各主要发电方式出力水平对比 12
图 20：各电源平均利用小时数对比（单位：小时） 12
图 21：我国历史核准核电机组数量（单位：台） 13
图 22：2019-2025 年全国装机结构 14
图 23：2019-2025 年全国发电量结构 14
图 24：我国核电装机规模及增速（单位：GW） 14
图 25：公司核电装机容量历史数据及预测（单位：GW） 15
图 26：2016-2025 年公司核电机组平均利用小时数（单位：小时） 16
图 27：2019-1Q26 公司核电发电量及增速（单位：亿千瓦时） 16
图 28：2019-1Q26 公司核电上网电量及增速（单位：亿千瓦时） 16
图 ：公司核电市场化电量及占上网电量比例（单位：亿千瓦时） .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：公司各省核电平均上网电价（单位：元/千瓦时）.....18
图 31：公司核电成本结构.....19
图 32：天然铀及长协价格（单位：美元/磅）.....19
图 33：公司新能源在运及在建装机情况（单位：GW）.....22
图 34：2019-2025 年公司新能源发电量（单位：亿千瓦时）.....23
图 35：2019-2025 年公司新能源上网电量（单位：亿千瓦时）.....23
图 36：公司新能源单价情况（单位：元/千瓦时）.....23

表 1：核电技术发展历程.....12
表 2：公司在建核电项目明细.....15
表 3：公司各核电机组核准电价（单位：元/千瓦时）.....17
表 4：核电机组 DCF 模型关键假设.....20
表 5：中国核电在运及在建机组股权价值（单位：亿元）.....21
表 6：不考虑延寿公司股权价值对贴现率和基准利率的敏感性分析（单位：亿元）22
表 7：考虑延寿公司股权价值对贴现率和基准利率的敏感性分析（单位：亿元） 22
表 8：新能源上市公司估值表.....24
表 9：业务拆分与预测（单位：百万元）.....25

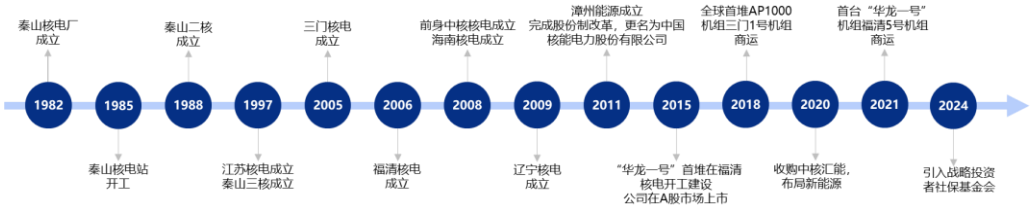
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 深耕核电三十载，新能源谱写发展新章

1.1 背靠中核集团，核电+新能源双轮驱动

三十余年深耕核电主业，收购中核汇能布局新能源业务。中国核电是中国最大的核电运营商之一，其发展始于秦山核电。我国首座核电站秦山核电站于 1985 年开工，并分别在 1991 年及 1994 年完成并网及投入商运，标志着我国核电从无到有的突破。公司前身中核核电于 2008 年成立，2011 年完成股份制改革，并在 2015 年在上交所上市。2020 年，公司宣布收购中核汇能并于次年完成，对新能源业务开始大力布局，目前公司已形成核电与新能源并行的发展格局。

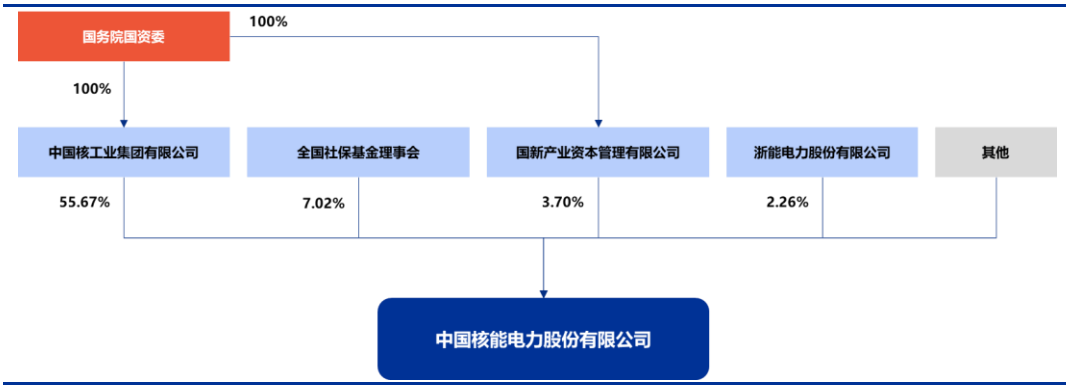
图 1：公司历史发展沿革



资料来源：公司官网，申万宏源研究

中核集团旗下唯一核电运营平台，全产业链支撑协同效应显著。公司控股股东为中国核工业集团有限公司，截至 2026Q1 控股股东持股比例为 55.67%，公司实际控制人为国务院国资委。控股股东中核集团拥有完整的核科技工业体系，包括天然铀的探采、核燃料制造、核电技术研发、工程建设总包、核燃料循环及后端放射性废物处理处置等，为公司提供全产业链优势支持。2024 年全国社会保障基金战略定增中国核电，目前为公司第二大股东，持股比例为 7.02%。

图 2：截至 1Q26 公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

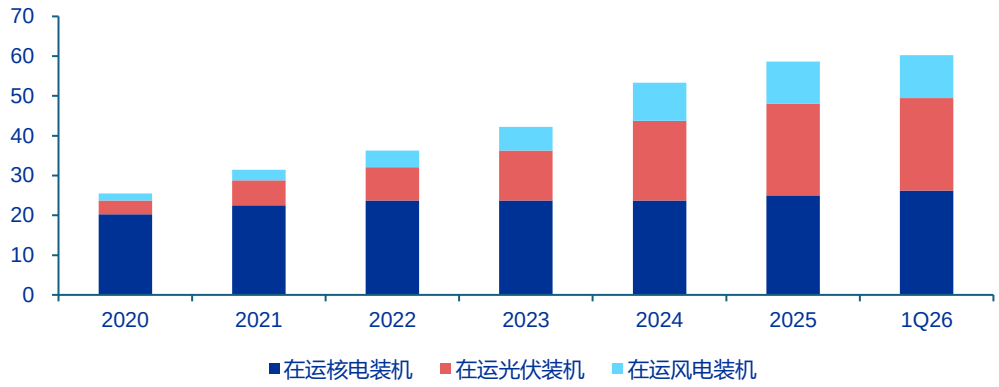
新能源装机占比过半，项目储备丰富高成长可期。截至 2026 年一季度，公司控股在运核电及新能源装机容量分别为 26.21、34.00GW。截至 2025 年末，公司在建及核准待建核电、控股新能源装机容量分别为 20.65、7.93GW。

下载日志已记录，仅供内部参考

- 核电方面，截至 1Q26，公司控股在运、在建及核准未开工核电机组分别为 27、18 台，装机容量分别为 26.21、20.68GW，目前公司核电机组均分布于东部沿海省份，在运机组位于浙江、江苏、福建、海南四省，在建及核准机组同样位于以上四省及辽宁省。

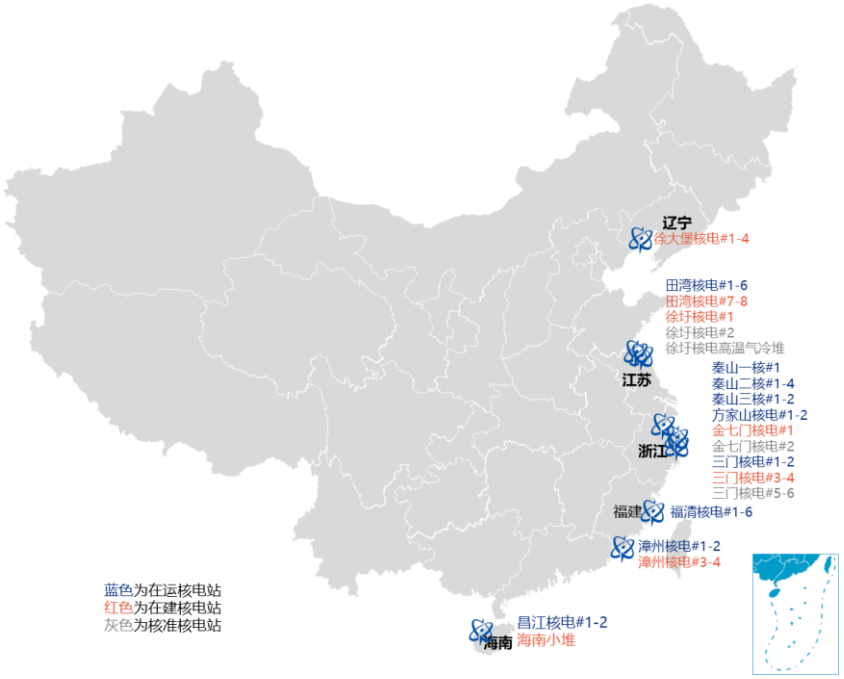
- 新能源方面，截至 1Q26，公司控股风电、光伏装机容量分别为 10.72、23.28GW。截至 2025 年底，公司新能源装机达 33.64GW，超额完成到 2025 末新能源装机达到 30GW 的“十四五”的装机规划；公司新能源在建装机容量 7.93GW，其中风电、光伏分别为 2.61、5.32GW。

图 3：截至 1Q26 年公司装机结构（单位：GW）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司核电机组分布

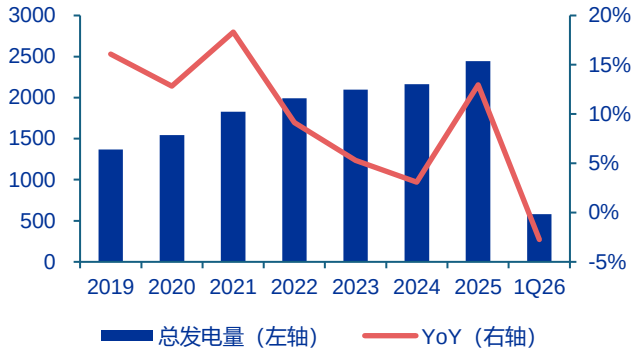


资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

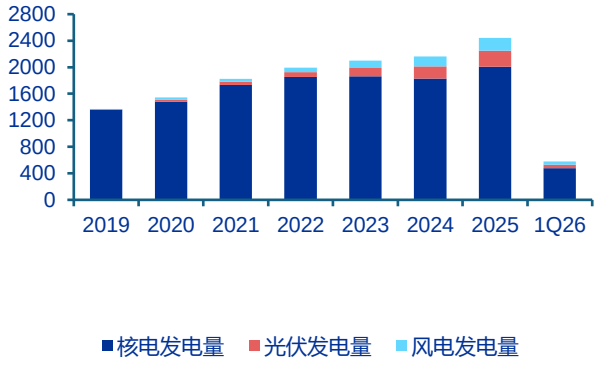
核电及新能装机持续成长，近年来公司发电量整体稳步提升。近年来公司核电装机规模稳步增长，叠加新能源装机快速提升，带动公司总发电量由 2019 年的 1368.01 亿千瓦时增长至 2025 年的 2444.30 亿千瓦时，CAGR 达 10.2%。新能源电量占比快速提升，由 2019 年的 0.4%迅速提升至 2025 年的 17.8%。2026 年一季度，公司完成发电量 581.1 亿千瓦时，同比下降 2.7%，主要系核电机组期间开展检修的天数多于去年同期。漳州 2 号机组已于 2026 年 1 月 1 日投产，可为公司带来全年发电增量。

图 5：2019-1Q26 公司总发电量及增速（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：2019-1Q26 公司各电源发电量（单位：亿千瓦时）



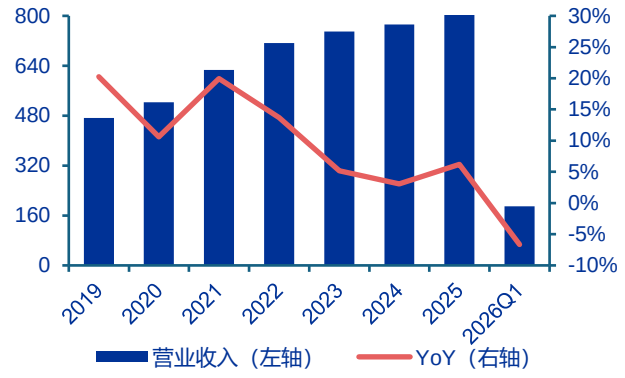
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 核电主业稳健增长，新能源注入成长动能

营业收入规模稳步增长，利润受多重因素影响近年来存在一定波动。2020 年来包括田湾 5 号、福清 5 号、田湾 6 号、福清 6 号、漳州 1 号、漳州 2 号等多台核电机组投产商运，叠加新能源装机高速增长带动发电量提升，公司近五年来收入稳定增长，公司营业收入由 2019 年的 472.61 亿元提升至 2025 年的 820.75 亿元，2019-2025 年间 CAGR 达 9.6%。公司归母净利润由 2019 年的 47.58 亿元提升至 2025 年的 93.04 亿元，CAGR 达 11.8%。其中 2024 年受税收口径调整，当期所得税费用同比增长 68.34%至 60.11 亿元，叠加新能源及核电市场化交易比例提升等原因，导致公司利润出现负增长。2026 年一季度，公司实现营业收入 189.25 亿元，同比下降 6.6%；归母净利润 20.64 亿元，同比下降 34.2%，营收和利润下滑的原因包括市场化水平提升后公司核电上网电价下滑，新能源业务竞争激烈电价继续承压等。

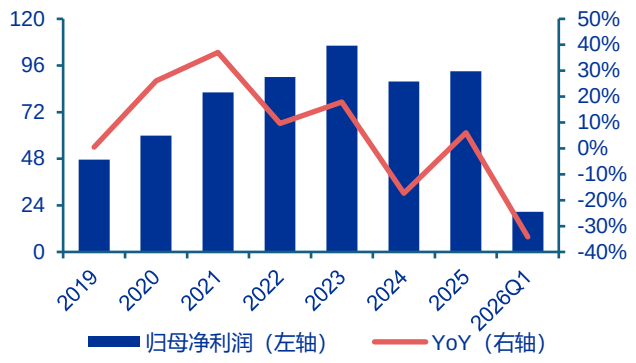
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：2019-1Q26 公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

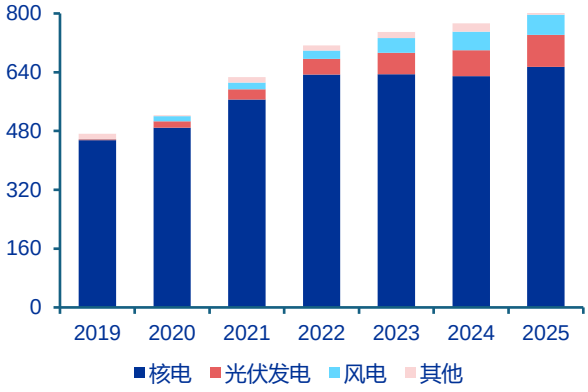
图 8：2019-1Q26 公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

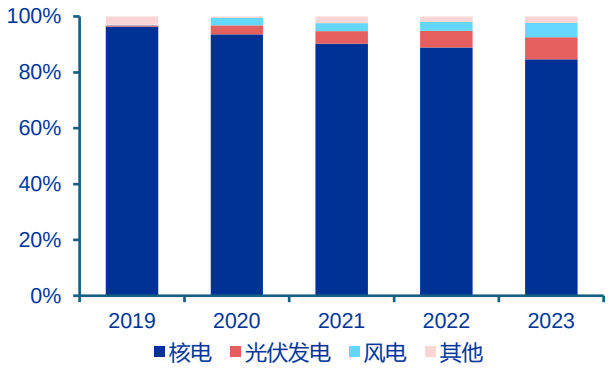
公司主业为核电发电，新能源占比稳步提升。公司业务以电力为主，其中核电业务为公司核心主业，2025 年核电业务营业收入 654.53 亿元，占总营业收入比重为 79.7%。公司核电机组陆续投产，带动核电业务规模稳定成长，2019-2025 年核电业务收入 CAGR 为 6.2%。受益于装机规模持续增长，2025 年光伏、风电分别实现营业收入 87.25、54.44 亿元，分别提升 23.52%、7.05%。2019-2025 年光伏、风电业务收入 CAGR 分别为 82.8%、97.8%。新能源发电营收占比也逐年稳步提升，由 2019 年的 0.7%提升至 2025 年的 17.8%。从毛利率水平来看，公司核电业务毛利率稳定在 41%-45%左右，盈利能力稳健。新能源业务规模增加，但受折旧成本增加电价下降影响，2024-2025 年风光毛利率持续回落，2025 年风电及光伏毛利额均有所下滑，期待电价触底回升后新能源为公司贡献增量业绩。

图 9：2019-2025 年公司收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：2019-2025 年公司各业务收入占比

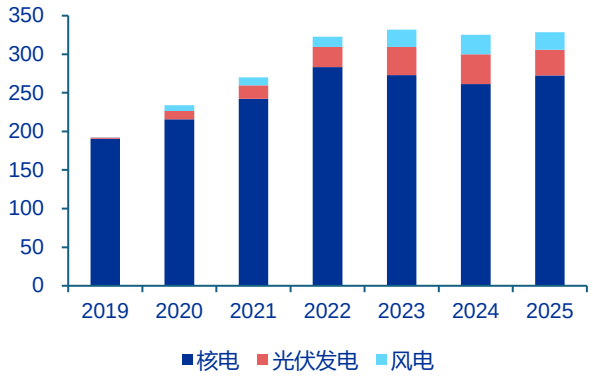


资料来源：公司公告，申万宏源研究

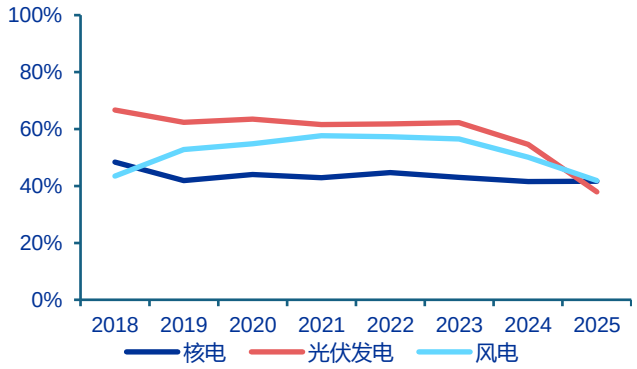
图 11：2019-2025 年公司主营业务毛利（单位：亿元）

图 12：2019-2025 年公司各业务毛利率

下载日志已记录，仅供内部参考



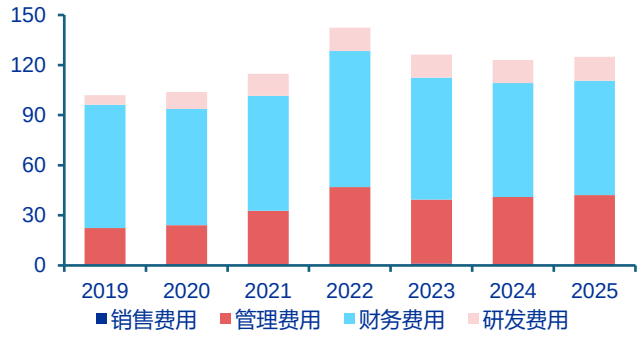
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

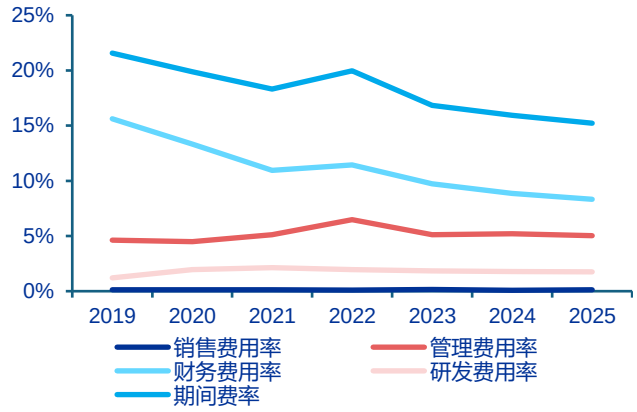
财务降费效果持续，期间费率不断下降。财务费用和管理费用是公司期间费用的主要组成部分，近年来公司费用管理水平不断增强。**财务费用方面，**公司通过开展高息债务置换降低财务成本，财务费用率由 2019 年的 15.6%下降至 2025 年的 8.3%。公司积极推进新能源并表类 REITs 发行，拓宽融资渠道，进一步降低公司综合融资成本，**管理费用方面，**受核电新机组投运、新能源装机规模增加以及核电前期开发投入增加，公司管理费用总体呈增长趋势，但管理费用率整体稳定。近年来公司期间费率逐年下降，由 2019 年的 21.6%下降至 2025 年的 15.2%。

图 13：2019-2025 年公司期间费用（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：2019-2025 年公司期间费用率

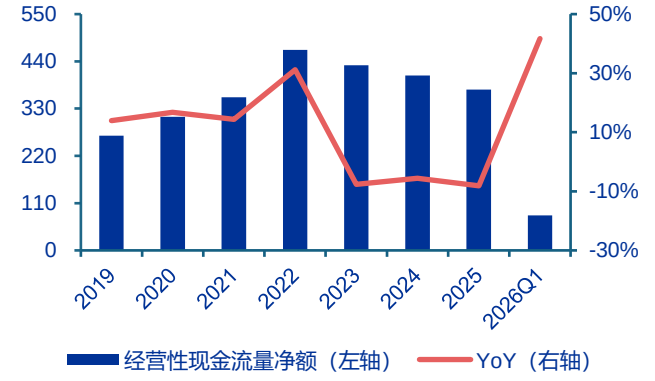


资料来源：Wind，申万宏源研究

高折旧下现金流充裕，2024-2025 年分红比例 40%左右。由于核电项目前期建设投资规模较大，高折旧下现金流大于净利润，核电项目稳健经营为公司带来充裕现金流，2020 年以来公司经营性现金流量净额均超过 300 亿元。上市以来公司每股股利由 2015 年的 0.09 元/股提升至 2025 年的 0.18 元/股，2024-2025 年来公司分红比例提升至 40%左右，稳健派息政策提升公司长期投资价值。

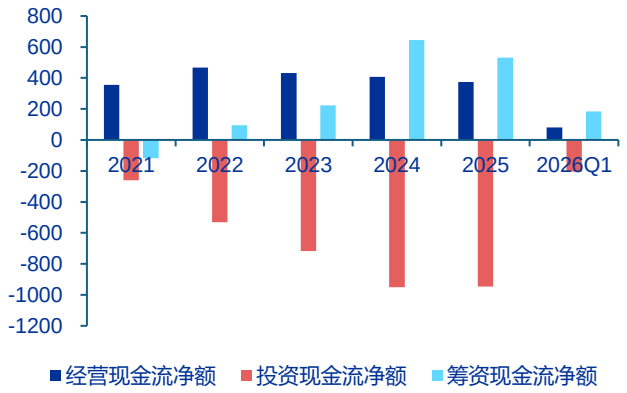
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：2019-1Q26 公司经营性现金流及增速（单位：亿元）



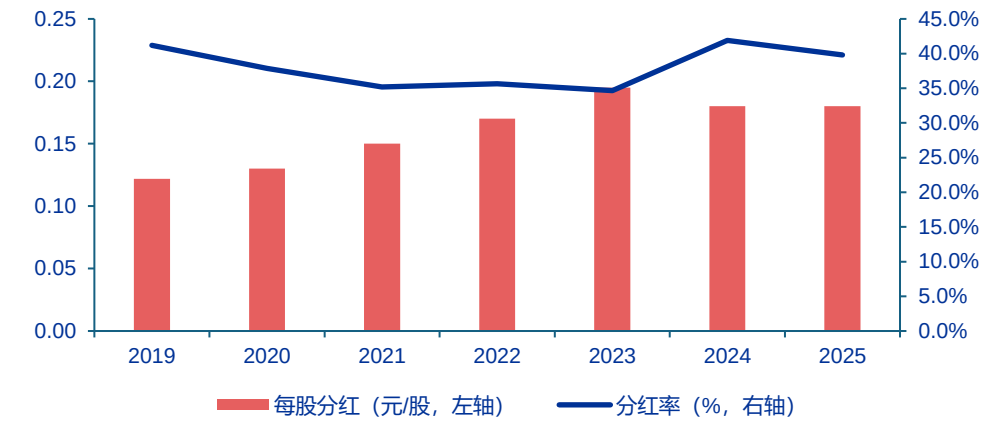
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：2019-1Q26 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：2019-2025 年公司每股分红及分红率（单位：元/股）



资料来源：Wind，申万宏源研究

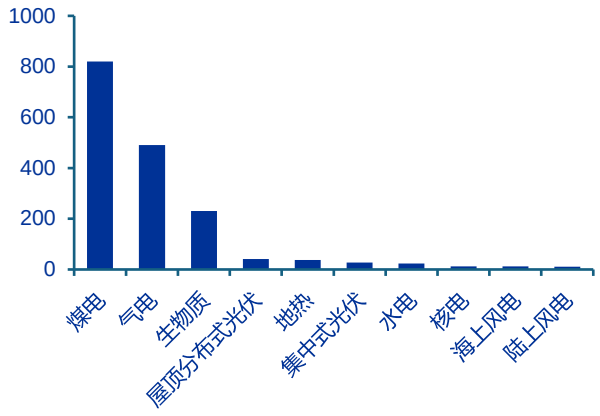
2. 核准加速投产高峰在即，筑牢核电增长确定性

2.1 双碳目标必经之路，核准加速空间广阔

对比其他发电方式，核电具有清洁、稳定、高效的优势。对比火电，核电减碳效应更为显著，等效二氧化碳排放量仅为 12g/kWh；对比水电、风电、光伏等其他清洁能源发电方式，核电不受季节、天气和自然资源等其他环境因素的影响，全天可维持 100%的出力水平，过去十年全国核电平均利用小时数均稳定于 7000 小时以上，清洁、稳定、高效的特征使得核电可作为我国电力“双碳”转型的重要基荷电源，对于能源保供具有重要意义。

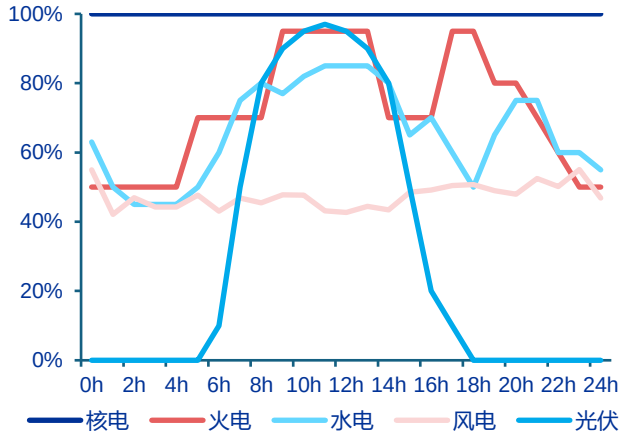
下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：各电源等效二氧化碳排放量（单位：g/kWh）



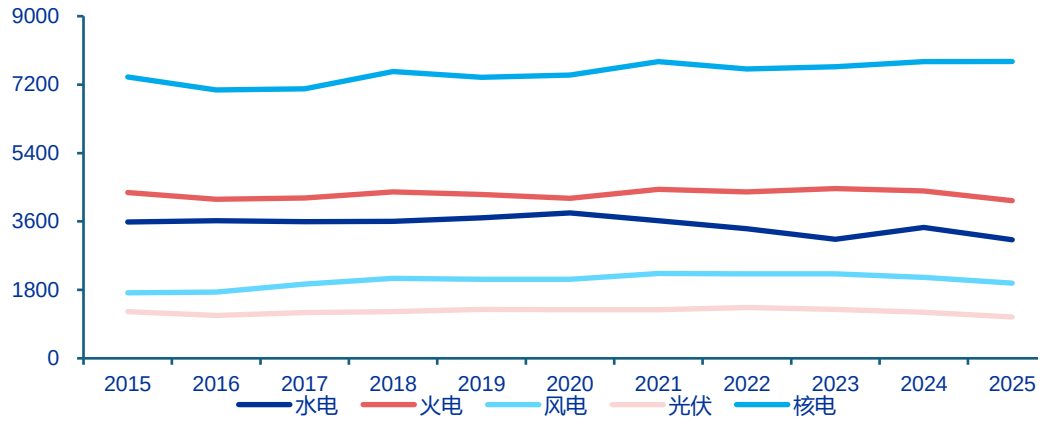
资料来源：世界核协会，申万宏源研究

图 19：各主要发电方式出力水平对比



资料来源：全球能源互联网发展合作组织，申万宏源研究

图 20：各电源平均利用小时数对比（单位：小时）



资料来源：中电联，申万宏源研究

三代成熟、四代萌芽，保障核电安全运行。20 世纪 50～60 年代，一代核电技术起步，国际上首批原型堆或示范电站落成。在一代核电技术基础上，逐渐发展出第二代或二代改进型技术，至今仍在商业运行的核电厂基本属于这一代。而三代机组安全性较上代机组有所提升，可进一步减轻核电安全隐患。我国自主三代核电“华龙一号”趋于成熟，目前已商运 4 台“华龙一号”机组。四代核电初现萌芽，在反应堆以及燃料循环方面具有重大的革新和发展意义，属未来新一代核能系统。我国四代核电技术还处于应用初期，华能石岛湾高温气冷堆 2021 年 12 月并网、中核集团霞浦钠冷快堆在建。

表 1：核电技术发展历程

技术类别	起始时间	主要特点	主要堆型

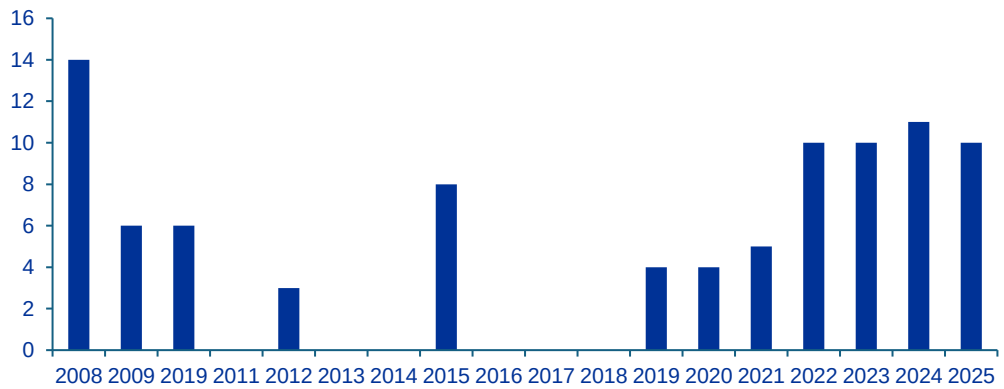
下载日志已记录，仅供内部参考

第一代核电技术	20 世纪 50 年代至 60 年代中期	多为早期原型机，使用天然铀燃料和石墨慢化剂。证明了核能发电的技术可行性，具有研究探索的试验原型堆性质。设计上比较粗糙，结构松散，尽管机组发电容量不大，一般在 30 万千瓦之内，但体积较大。且在设计中没有系统、规范、科学的安全标准作为指导和准则，因而存在许多安全隐患，发电成本也较高。	美国希平港核电站、德累斯顿核电站、英国卡德霍尔生产发电两用的石墨气冷堆核电厂、前苏联 APS-1 压力管式石墨水冷堆核电站、加拿大 NPD 天然铀重水堆核电站等
第二代核电技术	20 世纪 60 年代至 90 年代	是较为成熟的商业化反应堆，使用浓缩铀燃料，以水作为冷却剂和慢化剂，其堆芯熔化概率和大规模释放放射性物质概率分别为 10-4 和 10-5 量级。反应堆寿命约 40 年。在第一代核技术的基础上，它实现了商业化、标准化等，单机组的功率水平在第一代核电技术基础上大幅提高，达到百万千瓦级。目前全世界在运核电机组大多数使用第二代技术或其改进型。	压水堆(PWR)、沸水堆(BWR)、加压重水堆(PHWR)、石墨气冷堆(GCR)、及石墨水冷堆(LWGR)等
第三代核电技术	20 世纪 90 年代至今	第三代核电技术指满足美国“先进轻水堆型用户要求文件”（URD）和“欧洲用户对轻水堆核电站的要求”（EUR）的压水堆型技术核电机组，是具有更高安全性、更高功率的新一代先进核电站。其堆芯熔化概率和大规模释放放射性物质概率分别为 10-7 和 10-8 量级。反应堆寿命约 60 年。	先进沸水堆(ABWR)、非能动先进压水堆(AP600/AP1000)、欧洲压水堆(EPR)及华龙一号等
第四代核电技术	21 世纪	2000 年美国首次提出了第四代核反应堆计划，规划在 2030 年后投入市场推广建设。目标是满足安全、经济、可持续发展、极少的废物生成、燃料增殖的风险低、防止核扩散等基本要求。预计将有封闭的核燃料产业链，提高核燃料使用效率，或将使用锕元素作为燃料，显著降低核废料半衰期，提高核能使用的安全性。	高温气冷堆（HTR-PM）、钠冷快堆

资料来源：中国广核招股说明书，申万宏源研究

2019 年起核电核准重启，2022-2025 年每年均核准 10 台及以上机组。受 2011 年日本福岛核泄漏事故影响，2011 年之后我国核电进入停滞期，2012 及 2015 年虽短暂重启，但总体共有 6 年核电项目零审批。2019 年核电重启审批，2019、2020、2021 年分别核准 4、4、5 台核电机组，2022 年起核电核准加速，2022、2023 年连续两年每年核准 10 台机组。2024 年 8 月，国务院核准包括江苏徐圩一期工程在内的五个核电项目共 11 台机组。2025 年 4 月国务院核准了包括浙江三门三期在内的 5 个核电项目共计 10 台机组。

图 21：我国历史核准核电机组数量（单位：台）

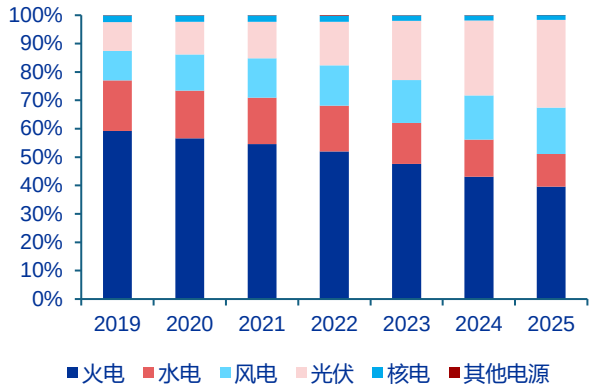


资料来源：中国核电网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

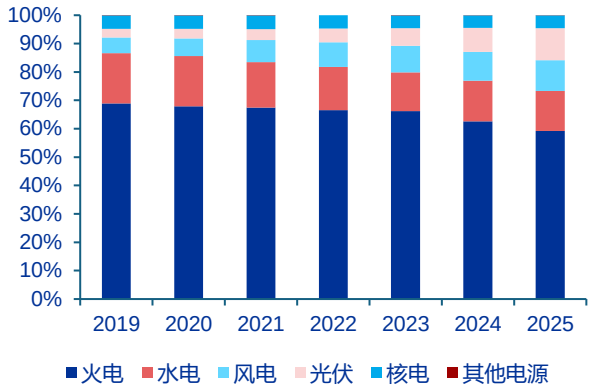
我国核电成长空间广阔，双碳目标下预计每年新增核准机组可达双位数。截至 2025 年底，我国核电在运装机 62.52GW，占全国总装机比重仅为 1.6%；2025 年我国核电发电量 4813.72 亿千瓦时，占全国总发电量的比重仅为 4.6%，具备较为广阔的提升空间。核电厂址一般可扩建至 6-8 台机组，意味着目前我国沿海核电已有厂址仍存在较大成长空间，并且四代堆对选址要求更为宽松，可开发储备厂址充足。根据中国核能行业协会预测，2035 年我国核电装机规模将达 150GW，双碳目标下预计我国核电每年核准节奏为 10 台左右。

图 22：2019-2025 年全国装机结构



资料来源：中电联，申万宏源研究

图 23：2019-2025 年全国发电量结构



资料来源：中电联，申万宏源研究

图 24：我国核电装机规模及增速（单位：GW）



资料来源：中电联，中国核能行业协会，申万宏源研究

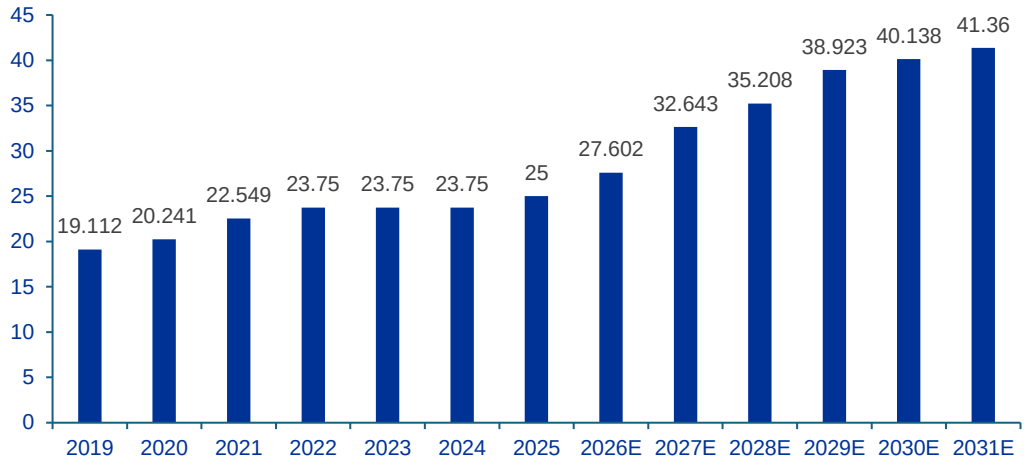
2.2 投产加速在即，保障电量稳定增长

公司进入核电机组密集建设投产期，在建机组较当前具有 80%的增量空间。受前期核电核准节奏放缓影响，2018 年至今公司核电在运装机规模从 19.00GW 提升至 26.21GW，增速较为平缓。目前公司在建及核准装机 20.68GW，较当前装机规模有 80%的增量空间。截至 2026 年 3 月，公司控股在建机组 13 台，核准待开工机组 5 台，在建核电机组预计将于 - 年陆续投运，根据公司公告，预计田湾七号、海南小堆将于今年年内投运，

下载日志已记录，仅供内部参考

2027 年将迎来投产高峰，预计全年共有 4 台机组投运。从具体投产节奏来看，2026-2031 年公司核电机组将分别投产 3（包含年初投产漳州 2 号机组）、4、2、3、1、1 台，在建核电机组密集投产在即，公司核电将迎来新一轮快速成长期。

图 25：公司核电装机容量历史数据及预测（单位：GW）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司在建核电项目明细

预计投运年份	项目名称	机型	机组容量（MWE）
2026	田湾 7 号	VVER-1200	1265
2026	海南小堆	玲龙一号	125
2027	徐大堡 3 号	VVER-1200	1274
2027	田湾 8 号	VVER-1200	1265
2027	三门 3 号	CAP1000	1251
2027	三门 4 号	CAP1000	1251
2028	徐大堡 4 号	VVER-1200	1274
2028	徐大堡 1 号	CAP1000	1291
2029	漳州 3 号	华龙一号	1212
2029	漳州 4 号	华龙一号	1212
2029	徐大堡 2 号	CAP1000	1291
2030	金七门 1 号	华龙一号	1215
2031	徐圩 1 号	华龙一号	1222
合计			15148

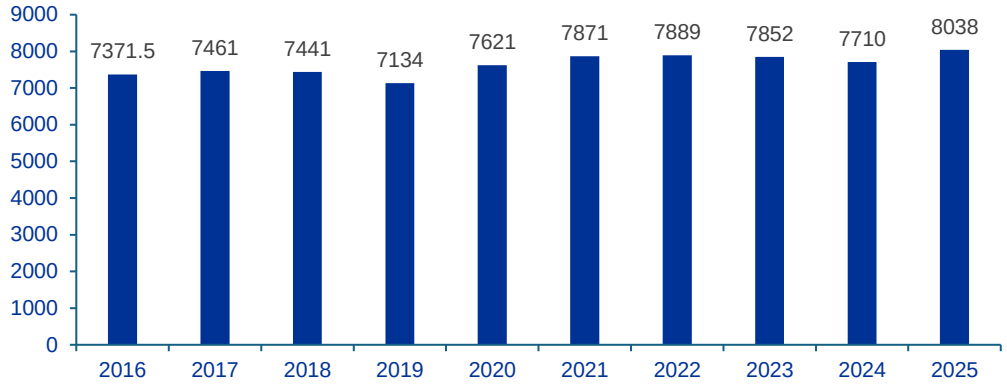
资料来源：公司公告，申万宏源研究

利用小时数高位稳定，大修影响可控。公司核电利用小时数保持高位稳定，2021 年起连续五年保持在 7700 小时以上，2025 年公司核电机组平均利用小时数 8038 小时，历史首次突破 8000 小时。核电利用小时数波动主要受机组换料大修影响，公司计划 2026 年全年大修 15 次，同比减少一次。换料大修时间固定可控，首次大修时间为首次换料循环后 1

下载日志已记录，仅供内部参考

年，年度大修周期为 12-18 个月，十年换料大修周期为 10 个换料循环或 10 年，核电公司可以通过技术改造来延长大修周期或缩短大修时长，平滑利用小时数波动。

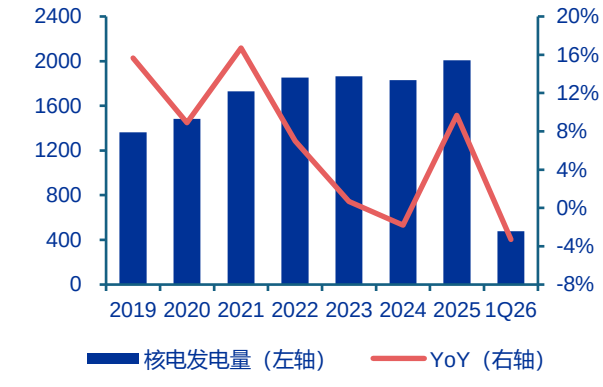
图 26：2016-2025 年公司核电机组平均利用小时数（单位：小时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

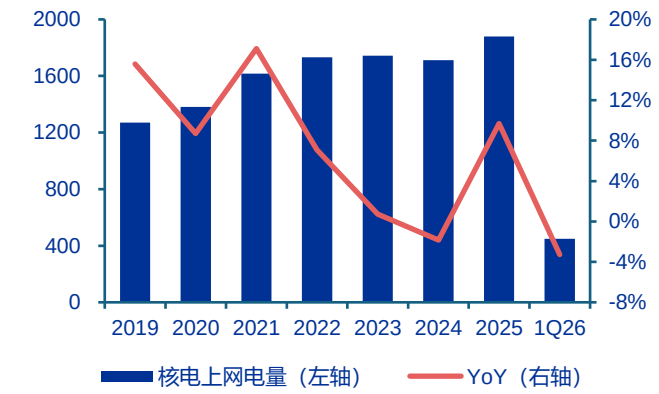
核电装机规模稳增，保障发电量和上网电量阶梯式成长。2019-2025 年公司发电量、上网电量整体呈增长趋势，2025 年公司核电机组完成发电量 2008.07 亿千瓦时(同比+9.7%)，上网电量 1878.47 亿千瓦时（同比+9.7%），漳州 1 号机组于 2025 年 1 月投运，全年贡献发电增量，带动 2025 年全年发电量和上网电量小幅增长。1Q26 公司核电机组完成发电量 478.55 亿千瓦时（同比-3.3%），上网电量 448.51 亿千瓦时（同比-3.3%），主要是由于机组大修同比增加，季度波动不影响全年整体发电效率，2026 年初漳州 2 号投产，下半年田湾 7 号及海南小堆也预计投产，可支撑全年核电电量稳定增长。

图 27：2019-1Q26 公司核电发电量及增速（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：2019-1Q26 公司核电上网电量及增速（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 市场化交易比例提升 多地政策托底电价有望回升

当前核电上网电价分为核准价和市场价两种形式。我国核电定价机制历经多轮演变，2013 年之前我国核电执行“一厂一价”政策，2013 年国家发改委发布《关于完善核电上网电价机制有关问题的通知》，将核电上网电价定价机制改为对新投产核电机组实行标杆上网电价政策，采用核电标杆电价 0.43 元/千瓦时与燃煤标杆电价中的较低值。2019 年国家发改委发布《关于三代核电首批项目试行上网电价的通知》，对承担技术引进的首批三代核电机组核准上网电价，其中公司三门核电一期项目试行价格为 0.4203 元/千瓦时。

表 3：公司各核电机组核准电价（单位：元/千瓦时）

省份	项目	核准电价	燃煤基准价
浙江	秦山一期	0.4056	0.4153
	秦山二期 1 号机组	0.3998	
	秦山二期 2 号机组	0.3998	
	秦山二期 3 号机组	0.4153	
	秦山二期 4 号机组	0.4153	
	秦山三期 1 号机组	0.4481	
	秦山三期 2 号机组	0.4481	
	方家山 1 号机组	0.4153	
	方家山 2 号机组	0.4153	
	三门 1 号机组	0.4203	
	三门 2 号机组	0.4203	
江苏	田湾 1 号机组	0.439	0.3910
	田湾 2 号机组	0.439	
	田湾 3 号机组	0.391	
	田湾 4 号机组	0.391	
	田湾 5 号机组	0.391	
	田湾 6 号机组	0.391	
福建	福清 1 号机组	0.4153	0.3932
	福清 2 号机组	0.3916	
	福清 3 号机组	0.359	
	福清 4 号机组	0.3779	
	福清 5 号机组	/	
	福清 6 号机组	/	
	漳州 1 号机组	0.3932	
	漳州 2 号机组	/	
海南	昌江 1 号机组	0.4153	0.4298
	昌江 2 号机组	0.4153	

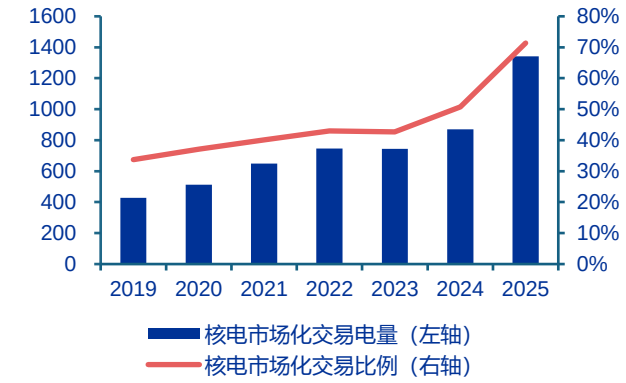
资料来源：公司公告，申万宏源研究

市场化交易电量占比提升，电价或将短期承压。除保障性电量按照机组核准电价上网之外，其余电量参与市场化交易，2025 年公司核电市场化电量达 1340.54 亿千瓦时，占总上网电量的比例从 2019 年的 33.7%提升至 2025 年的 71.4%，市场化电量的电价水平对公司核电总体电价水平影响持续增加。目前公司核电经营区域包括浙江、江苏、福建及海南省，

下载日志已记录，仅供内部参考

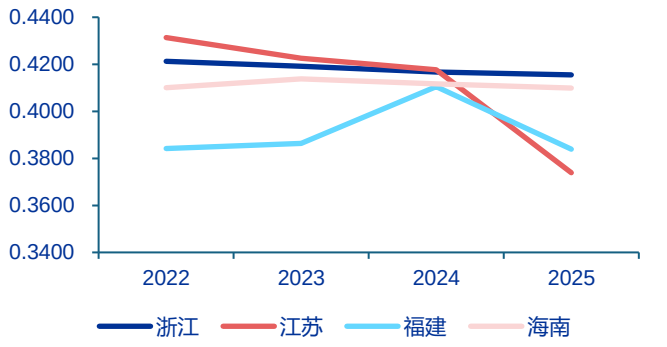
近年来除江苏电价降幅较为显著，其余省份电价相对保持稳定。2026 年四省均设定核电市场化机制，其中各地核电政策不同，海南及浙江分别对电价及部分电价给予保底或政府授权合约机制，稳定市场化部分收益，而江苏及福建市场化程度更高，田湾核电中长期交易价格不设限制，在今年华东地区年度长协电价普遍下降的情况下，公司电价或将短期承压。

图 29：公司核电市场化电量及占上网电量比例（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：公司各省核电平均上网电价（单位：元/千瓦时）



资料来源：江苏电力交易中心，申万宏源研究

广西与辽宁建立核电电价托底政策，期待全国范围内核电保障性政策出台平稳电价。3 月 23 日，辽宁省发展改革委发布《关于 2026 年辽宁省核电机组参与电力市场化交易有关事项的通知》，明确建立核电可持续发展价格结算机制，推动核电平稳参与电力市场。通知自 2026 年 1 月 1 日起实施，试行期 1 年。核电机组参与市场交易后，其纳入机制的电量将按省发改委明确的电量规模和电价水平（机制电价）结算。若市场交易均价低于或高于机制电价，差额部分由电网企业按月结算，并暂纳入系统运行费用，由全体工商业用户分摊。在电量规模划分上，每日 21 小时时段的 80%上网电量被纳入机制。广西同样宣布 2026 年 1 月起，核电执行差价合约机制，其差价合约费用纳入系统运行费用分摊或分享。2025 年辽宁及广西参与市场化交易的电价低至 0.30-0.32 元/kWh，新机制落地后，核电企业收益将得到显著修复，行业盈利稳定性大幅提升。期待全国范围内更多省份出台核电电价保障政策，夯实核电经营稳定性。

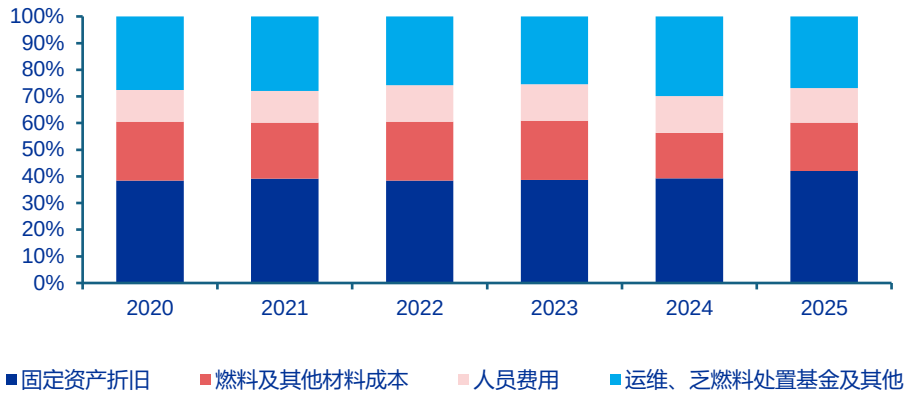
2.4 成本结构稳定，长协锁定燃料成本

公司核电成本结构稳定，其中固定资产折旧是主要组成部分。从成本结构来看，2025 年固定资产折旧占核电总成本在 40%左右，是核电成本的主要组成部分；燃料成本、人员费用、乏燃料处置金及运维费用约占核电总成本的 18%、13%和 27%。核电专用设备采用工作量法计提折旧，二代机组综合折旧年限 25 年左右，三代机组综合折旧年限 35 年左右，目前国际通行二代、三代机组首次颁发运行许可证分别为 40、60 年，存量机组折旧到期后，公司核电成本有望进一步下降。核电设计保守、标准高、裕量大，国外核电机组延寿技术成熟，情况普遍，已有部分机组获准二次延寿，核电机组实际使用年限可以达到 - 年，

下载日志已记录，仅供内部参考

公司秦山核电一期也于 2021 年获批延寿 20 年，并且机组延寿成本远低于新建，机组延寿有望进一步打开核电盈利空间。

图 31：公司核电成本结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

受热点事件影响，2022 年起天然铀现货价格大幅上涨。复盘天然铀价格历史走势，2011 年起受福岛核泄漏事故影响，天然铀价格开始下降。由于铀价低迷，2018 年起部分矿山开始减产关停。2022 年起伴随核电重启需求增加，而产能恢复尚需时间，因此天然铀现货价格呈现周期性上涨。同时叠加 Sprott 实物铀信托基金成立、俄乌冲突、欧盟将核电投资划入绿色投资、美国核电建设加速等因素影响，天然铀现货价格目前进入新一轮上涨周期。截至 2026 年 5 月，天然铀现货价格为 84.18 美元/磅，长协价格为 94 美元/磅。

图 32：天然铀及长协价格（单位：美元/磅）



资料来源： Cameco，申万宏源研究

签订长协锁定燃料价格，长期供需缺口有望缩窄。天然铀现货价格的波动对公司影响有限。天然铀占燃料成本的 50%左右，综合来看仅占核电总成本的 13%左右；公司与核燃料供应链签订长协，采取固定+浮动的组合价格机制，仅浮动部分价格会受到天然铀现货价格影响；燃料组件中的天然铀需要提前三年采购，现货价格波动传导至发电侧成本存在滞后

下载日志已记录，仅供内部参考

性；公司控股集团中核集团于 2019 年收购罗辛铀矿，通过布局海外自有矿山来保障供应并确保价格优势。根据世界原子能协会数据，全球目前已探明天然铀资源充足，快堆技术有望进一步将燃料使用效率提升 60-70 倍。同时伴随铀价上涨，矿山有望加速开发或重启，天然铀供需关系有望进一步改善，铀价长期或保持可控。

2.5 核电现金流稳中向好，延寿增厚估值提升空间

核电全生命周期大致可分为建设期、偿贷折旧运营期、折旧运营期和净回报运营期四个阶段。1）核电机组建设期：资本开支的净流出期。2）偿贷折旧运营期：计提折旧并还本付息，成本包括固定资产折旧和财务费用。3）折旧运营期：贷款偿还完毕，成本主要为固定资产折旧。4）净回报运营期：固定资产折旧计提完毕，盈利能力及现金流水平进入稳定期。

由于各机组装机容量、上网电价、投运时间等各有差异，我们通过对公司在运、在建、核准各核电机组分别搭建 DCF 模型测算各阶段现金流水平并进行折现，考虑持股比例后加总得到归母价值。

核电机组 DCF 模型核心假设：

建设成本：假设核电机组单位投资额为 16000 元/千瓦，根据公司公告，假设建设期每年投资占比为 FCD 前 10%、FCD 后第一年 10%、第二年 16%、第三年 20%、第四年 19%、第五年 15%、第六年 10%。

上网电价：参考核电各机组核准电价，在建机组核准电价参考省内其他在运机组电价水平。

折旧年限：假设二代机组折旧年限 25 年，三代机组折旧年限 35 年。

贷款年限：根据公司公告，贷款年限 15-22 年，假设贷款年限为 20 年。

贷款比例：假设资本金比例 20%，贷款比例 80%。

延寿：分别考虑机组不延寿和延寿的情况（秦山一期 1 号机组已获批延寿，假设运营期为 60 年），假设二代机组不延寿/延寿运营期分别为 40/60 年，三代机组不延寿/延寿运营期分别为 60/80 年。

表 4：核电机组 DCF 模型关键假设

关键假设	
单位投资（元/千瓦）	16000
度电燃料成本（元/千瓦时）	0.05
度电其他成本（元/千瓦时）	0.08
利用小时数（小时）	7800
厂用电率（%）	6.50%
贷款比例（%）	80%
基准利率（%）	3.20%
贷款期限（年）	20
贴现率（%）	6.50%
增值税率（%）	%

下载日志已记录，仅供内部参考

所得税率（%）	25%

资料来源：申万宏源研究

注：假设海南小堆单位投资 42000 元/千瓦，徐圩高温气冷堆单位投资 20000 元/千瓦

测算得到公司不考虑延寿情况下所有在运、在建、核准核电机组股权价值 3065 亿元，考虑各机组延寿 20 年情况下所有在运、在建、核准核电机组股权价值 3348 亿元。

表 5：中国核电在运及在建机组股权价值（单位：亿元）

核电站	核电机组	股权比例	不考虑延寿		考虑延寿	
			子公司价值	归属母公司股权价值	子公司价值	归属母公司股权价值
秦山	秦山一核	72%	46	33	46	33
	秦山二核（1、2#）	50%	181	90	247	123
	秦山二核（3、4#）	50%	176	88	215	107
	秦山三核	51%	233	119	303	155
方家山	方家山（1,2#）	72%	337	242	350	252
田湾	田湾（1,2#）	50%	299	149	377	188
	田湾（3,4#）		309	155	340	170
	田湾（5,6#）		320	160	354	177
福清	福清（1-4#）	51%	632	322	721	367
	福清（5,6#）		351	179	361	184
海南	昌江（1,2#）	51%	175	89	202	103
三门	三门（1,2#）	51%	448	229	463	236
漳州	漳州 1#	51%	186	95	190	97
	漳州 2#		157	80	161	82
	投运机组合计		3849	**2030**	4328	**2275**
漳州	漳州 3#	51%	98	50	101	51
	漳州 4#		98	50	101	51
田湾	田湾 7#	50%	163	81	167	83
	田湾 8#		145	73	149	74
海南	海南小堆	51%	-1	-1	-1	0
徐大堡	徐大堡 1#	54%	117	63	120	65
	徐大堡 2#		102	55	104	56
	徐大堡 3#		148	80	151	82
	徐大堡 4#		114	61	117	63
三门	三门 3#	51%	174	89	178	91
	三门 4#		156	79	159	81
	三门（5-6#）		230	117	236	120
金七门	金七门 1#	50%	127	64	130	65
	金七门 2#		104	52	130	65
徐圩	徐圩 1#	51%	109	55	111	57
	徐圩 2#		91	47	94	48
	徐圩高温气冷堆		37	19	39	20
	在建/拟建机组合计		2011	**1034**	2087	**1073**

下载日志已记录，仅供内部参考

投运/在建合计	5859	**3065**	6414	**3348**

资料来源：申万宏源研究

注：关键假设包括贴现率 6.5%、利用小时数 7800、贷款利率 3.2%、贷款比例 80%。二代机组折旧 25 年、运营周期 40 年、延寿可达 60 年。三代机组折旧 35 年、运营周期 60 年、延寿可达 80 年。电价参考各机组核准电价（在建机组核准电价参考省内其他在运机组电价水平）

对测算的公司股权价值进行对贴现率和融资基准利率的敏感性分析，在贴现率为 5.5%-8.0%、融资基准利率 2.4%-4.0%的范围内，不考虑延寿情况下公司所有在运、在建、核准核电机组股权价值 2396-3696 亿元，考虑延寿情况下公司所有在运、在建、核准核电机组股权价值 2569-4103 亿元。

表 6：不考虑延寿公司股权价值对贴现率和基准利率的敏感性分析（单位：亿元）

	2.40%	2.80%	3.20%	3.60%	4.00%
5.50%	3695.76	3640.37	3583.97	3526.55	3468.14
6.00%	3414.83	3361.61	3307.40	3252.22	3196.08
6.50%	3168.09	3116.89	**3064.73**	3011.65	2957.64
7.00%	2950.26	2900.96	2850.73	2799.61	2747.60
7.50%	2757.03	2709.50	2661.09	2611.81	2561.68
8.00%	2584.81	2538.95	2492.25	2444.70	2396.33

资料来源：申万宏源研究

注：首行为基准利率变动，首列为贴现率变动

表 7：考虑延寿公司股权价值对贴现率和基准利率的敏感性分析（单位：亿元）

	2.40%	2.80%	3.20%	3.60%	4.00%
5.50%	4103.27	4047.72	3991.14	3933.55	3874.97
6.00%	3753.57	3700.18	3645.80	3590.44	3534.13
6.50%	3451.81	3400.43	**3348.11**	3294.84	3240.65
7.00%	3189.59	3140.11	3089.71	3038.41	2986.22
7.50%	2960.26	2912.55	2863.97	2814.51	2764.19
8.00%	2758.46	2712.43	2665.55	2617.82	2569.27

资料来源：申万宏源研究

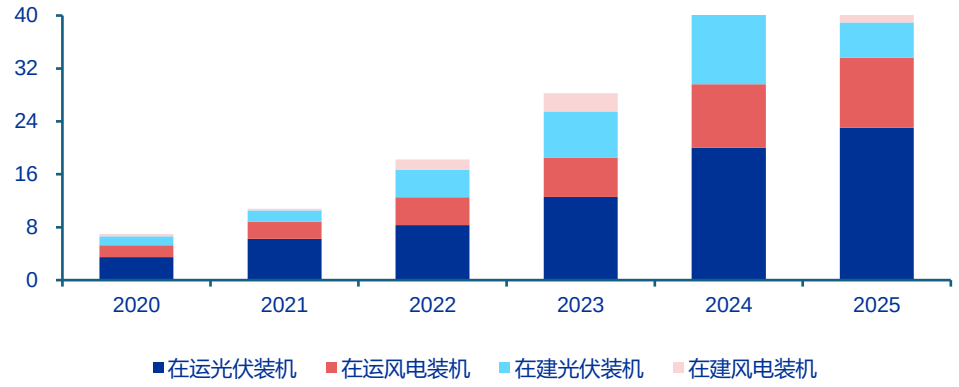
注：首行为基准利率变动，首列为贴现率变动

3. 能源结构转型加速，风光成长贡献增量

收购中核汇能布局新能源业务，风光装机持续快速增长。2021 年 1 月公司完成对中核汇能的收购，成为中核集团旗下唯一新能源发电运营平台。近年来公司加速布局新能源业务，截至，公司控股在运新能源装机 34.00 GW，其中风电 10.72GW、光伏 23.28GW，另控股独立储能电站 1.85GW。截至 2025 年末，公司控股在建新能源装机 7.93GW，其中风电 2.61GW，光伏 5.32GW。

图： 公司新能源在运及在建装机情况（单位：GW）

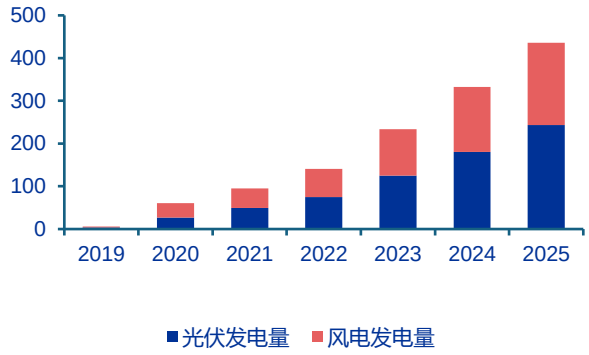
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究

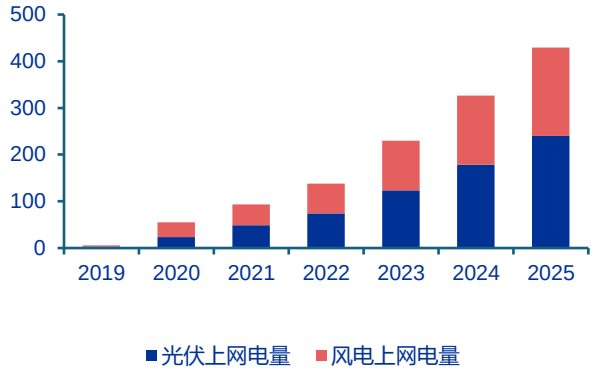
新能源贡献主要发电增量，电价受市场化竞价及平价项目增多影响呈下降趋势。新能源装机快速增长带动电量大幅提升，2025 年公司新能源实现发电量 436.22 亿千瓦时（同比+31.3%），上网电量 429 亿千瓦时（同比+31.3%），其中光伏实现发电量 243.08 亿千瓦时（同比+34.5%），风电实现发电量 193.1 亿千瓦时（同比+27.4%）。由于平价项目增加，叠加新能源上网电价市场化改革推进，公司光伏、风电单价均呈现下降趋势，2025 年公司光伏单价 0.36 元/千瓦时，风电单价 0.29 元/千瓦时。

图 34：2019-2025 年公司新能源发电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

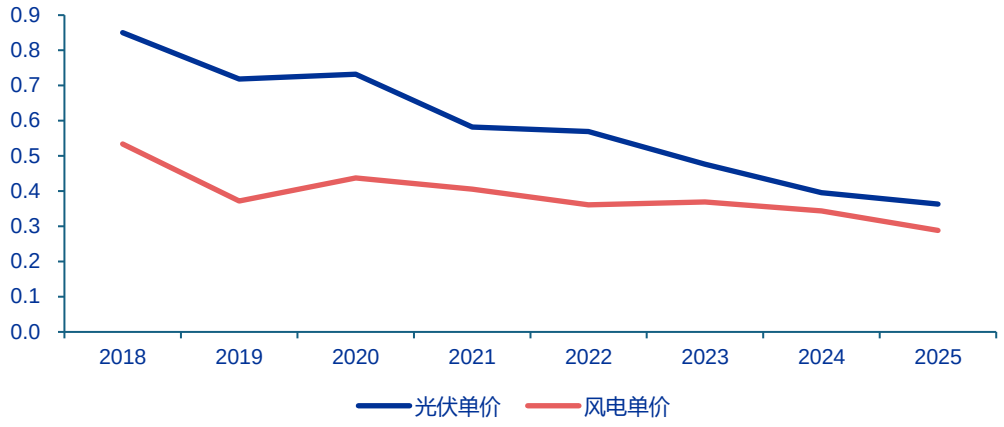
图 35：2019-2025 年公司新能源上网电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：公司新能源单价情况（单位：元/千瓦时）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计 2026 年公司新能源分部营收规模可达 167.7 亿元，参考中核汇能 2025 年 9.7%的净利率水平，保守估计 2026 年受新能源电价下降影响，公司净利率水平下降至 7%，按 62.71%股权比例计算，我们认为 2026 年新能源业务可实现归母净利润 7.36 亿元。考虑到中核汇能以风电及光伏为双主业，我们选取主营风电和光伏发电的上市企业龙源电力、三峡能源、中绿电及浙江新能作为可比公司，参考同业估值水平，保守预计下给予 25 倍 PE，**公司新能源合理估值规模为 184.0 亿元。**

表 8：新能源上市公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
		2026/6/26	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
001289.SZ	龙源电力	17.57	0.56	0.63	0.71	31.4	27.9	24.7
600905.SH	三峡能源	3.78	0.14	0.15	0.17	27.0	25.2	22.2
000537.SZ	中绿电	7.44	0.35	0.49	0.57	21.3	15.2	13.1
600032.SH	浙江新能	4.83	0.16	0.17	0.18	30.2	28.4	26.8
		可比公司平均估值				27.5	24.2	21.7

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

4．盈利预测与投资分析意见

核电业务：核电业务是公司的核心业务。1）装机容量：根据公司在建核电机组的投产节奏，我们预计公司 2026-2028 年装机容量分别为 2760.2/3264.3/3520.8 万千瓦。2）利用小时数：我们预计 2026-2028 年公司核电机组利用小时数保持基本稳定；3）上网电价：我们预计 2026-2028 年公司核电机组上网电价同比变化为-5%、+1%、+1%。

新能源业务： 1）装机容量：根据近年新能源装机投产节奏，我们预计公司 2026-2028 年新能源装机容量为 3734.1/4034.1/4334.1 万千瓦。2）上网电价：考虑到全国新能源电价下降趋势，我们预计 2026-2028 年公司风电上网电价 0.29/0.29/0.28 元/千瓦时；光伏上网电价 ././. 元/千瓦时。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 9：业务拆分与预测（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
电力						
营业收入	73266	75066	79622	82332	91444	103422
YoY		2.5%	6.1%	3.4%	11.1%	13.1%
毛利	33179	32535	32857	31153	34845	40846
YoY		-1.9%	1.0%	-5.2%	11.9%	17.2%
毛利率	45.3%	43.3%	41.3%	37.8%	38.1%	39.5%
其他						
营业收入	1691	2206	2454	2454	2454	2454
YoY		30.5%	11.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	268	621	1057	1057	1057	1057
YoY		131.7%	70.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	15.8%	28.2%	43.1%	43.1%	43.1%	43.1%
总计						
营业总收入	74957	77272	82075	84785	93897	105876
YoY		3.1%	6.2%	3.3%	10.7%	12.8%
毛利	33447	33156	33914	32210	35903	41903
YoY		51.1%	22.8%	11.0%	12.9%	12.5%
毛利率	44.6%	42.9%	41.3%	38.0%	38.2%	39.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司作为核电双寡头企业之一，竞争格局稳固。在我国核电核准加速背景下，公司在建及已核准机组数量稳步扩张，核电发电规模有望随着机组逐渐投产而稳步提升，中长期成长确定性极强。价格方面，尽管市场化交易电比例逐年提升，但公司核电上网电价波动较小，期待核电托底政策出台夯实公司经营稳定性。成本方面，公司成本结构多年保持稳定，尤其是燃料部分可与集团公司形成有效业务协同，降低天然铀成本波动。

基于业务属性差异，我们对公司核电及新能源两大主营业务进行分部估值。**1）核电：**考虑到公司核电消纳稳定、长期经营稳定性强，现金流增长相对稳定，可应用现金流折现估值模型计算公司核电机组总体价值。我们对中国核电所有在役、在建、已核准拟建机组分别测算折现价值，在考虑延寿 20 年背景及不考虑延寿背景下（除秦山一核已确定延寿 20 年）公司核电板块归母价值分别可达 3348.1 及 3064.7 亿元。**2）新能源：**作为公司第二成长支柱，新能源板块具有较强成长性，根据前文预测结果，我们认为新能源板块归母价值可达 184.0 亿元。暂不考虑核电板块延寿增益效果，保守估计下我们认为公司核电及新能源业务合理估值水平合计可达 3248.7 亿元，较当前总市值 1836.7 亿元有 76.9%的提升空间，维持“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

5．风险提示

核电核准及建设速度不及预期。公司未来增长主要依赖于核电机组的建设与项目投产。目前我国核电核准加速，但长周期内考虑到核电建设周期较长，投资规模庞大，若核电机组实际建设过程中受自然条件影响导致工期延误，以及资金压力较大等拖累施工进度，或将影响在建机组实际投运时间。

核电及新能源上网电价波动风险。近年来公司核电市场化交易比例逐步提升，目前我国电源装机规模快速增长，随着市场化程度的提升电源端竞争激烈，核电及新能源上网电价有较大的波动风险，如电价出现下行或将影响项目收益能力。

新能源装机规模不及预期。公司核电在建机组数量较多，资本开支走高导致公司整体资金压力较大。考虑到全国部分地区新能源电价承压、消纳压力较大，新能源业务项目收益如不及预期，可能导致公司降低新能源领域资本开支，导致公司新能源装机进展不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	77,272	82,075	84,785	93,897	105,876
营业收入	77,272	82,075	84,785	93,897	105,876
营业总成本	57,500	61,890	66,396	73,435	80,959
营业成本	44,116	48,161	52,575	57,995	63,973
税金及附加	1,077	1,237	1,277	1,415	1,595
销售费用	62	100	103	114	129
管理费用	4,027	4,119	4,154	4,507	4,976
研发费用	1,375	1,440	1,487	1,647	1,857
财务费用	6,844	6,834	6,800	7,758	8,430
其他收益	2,753	3,150	3,000	3,200	3,300
投资收益	411	309	400	500	500
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-66	-24	0	0	-1
资产减值损失	-499	-496	-300	-300	-300
资产处置收益	11	-3	0	0	0
营业利润	22,382	23,122	21,489	23,862	28,415
营业外收支	182	167	196	203	196
利润总额	22,564	23,289	21,685	24,065	28,612
所得税	6,011	5,318	4,257	4,713	5,622
净利润	16,553	17,971	17,428	19,352	22,989
少数股东损益	7,776	8,666	8,575	9,444	11,495
归母净利润	8,777	9,304	8,853	9,908	11,495

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	16,553	17,971	17,428	19,352	22,989
加：折旧摊销减值	18,424	21,557	19,301	22,779	26,258
财务费用	6,984	6,965	6,800	7,758	8,430
非经营损失	-379	-219	-400	-500	-500
营运资本变动	-1,334	-9,453	4,283	-4,410	-4,348
其它	537	611	-300	-300	-300
经营活动现金流	40,721	37,408	47,111	44,679	52,529
资本开支	90,707	93,618	95,000	90,000	90,000
其它投资现金流	-4,237	-1,060	400	500	500
投资活动现金流	-94,945	-94,679	-94,600	-89,500	-89,500
吸收投资	40,934	19,524	10,000	10,000	10,000
负债净变化	56,066	57,669	45,847	45,933	43,351
支付股利、利息	21,937	20,926	10,493	11,299	12,393
其它融资现金流	-10,573	-3,228	-524	0	0
融资活动现金流	64,490	53,040	44,830	44,634	40,958
净现金流	10,247	-4,238	-2,659	-187	3,987

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	84,182	86,077	79,136	83,359	91,693
现金及等价物	19,738	15,582	12,923	12,735	16,723
应收款项	29,521	30,303	31,141	33,958	37,661
存货净额	30,860	36,322	31,201	32,794	33,439
合同资产	199	181	181	181	180
其他流动资产	3,863	3,690	3,690	3,690	3,690
长期投资	8,506	10,527	10,527	10,527	10,527
固定资产	515,003	592,095	668,095	735,616	799,659
无形资产及其他资产	52,049	60,562	60,562	60,562	60,562
资产总计	659,739	749,262	818,320	890,063	962,440
流动负债	101,743	105,513	90,287	77,287	78,287
短期借款	60,395	65,226	50,000	37,000	38,000
应付款项	34,447	35,017	35,017	35,017	35,017
其它流动负债	6,902	5,270	5,270	5,270	5,270
非流动负债	348,628	411,523	472,596	531,529	573,879
负债合计	450,371	517,036	562,883	608,816	652,167
股本	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568
其他权益工具	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
资本公积	40,206	43,070	43,070	43,070	43,070
其他综合收益	-130	-124	-124	-124	-124
盈余公积	6,444	7,166	7,854	8,623	9,515
未分配利润	41,658	46,513	50,987	56,584	63,223
少数股东权益	99,151	113,508	132,083	151,526	173,021
股东权益	209,368	232,226	255,437	281,247	310,273
负债和股东权益合计	659,739	749,262	818,320	890,063	962,440

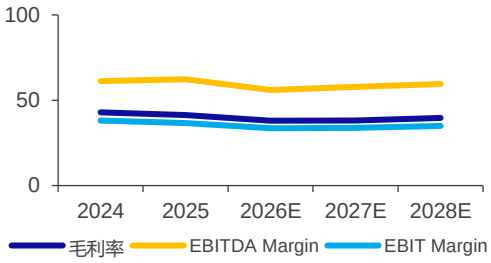
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

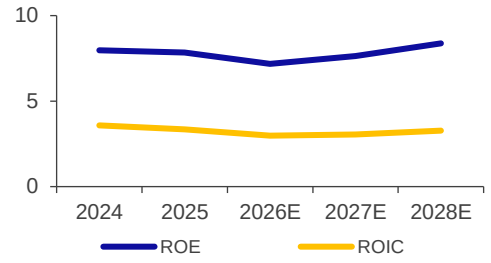
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.45	0.43	0.48	0.56
每股经营现金流	1.98	1.82	2.29	2.17	2.55
每股红利	0.00	0.00	0.18	0.17	0.19
每股净资产	5.36	5.77	6.00	6.31	6.67
关键运营指标(%)					
ROIC	3.6	3.3	3.0	3.0	3.3
ROE	8.0	7.8	7.2	7.6	8.4
毛利率	42.9	41.3	38.0	38.2	39.6
EBITDA Margin	61.2	62.3	56.0	57.8	59.5
EBIT Margin	38.1	36.7	33.6	33.9	35.0
营业总收入同比增长	3.1	6.2	3.3	10.7	12.8
归母净利润同比增长	-17.4	6.0	-4.8	11.9	16.0
资产负债率	68.3	69.0	68.8	68.4	67.8
净资产周转率	0.70	0.69	0.69	0.72	0.77
总资产周转率	0.12	0.11	0.10	0.11	0.11
有效税率	27.1	23.1	20.0	20.0	20.0
股息率	0.0	0.0	2.0	1.9	2.2
估值指标(倍)					
P/E	20.9	19.7	20.8	18.5	16.0
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/Sale	9.0	9.4	9.9	9.6	9.2
EV/EBITDA	14.6	15.1	17.7	16.6	15.4
股本	18,883	20,568	20,568	20,568	20,568

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

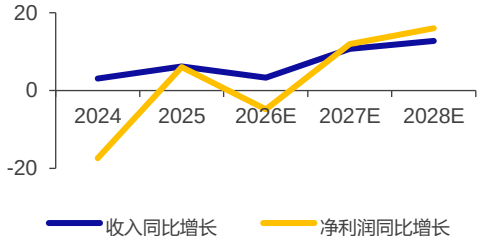
经营利润率(%)



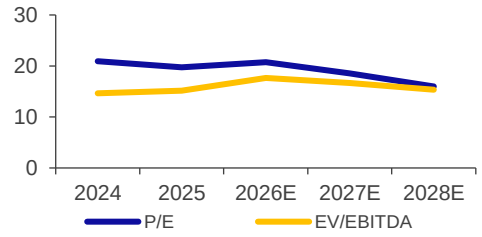
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



下载日志已记录，仅供内部参考

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 索取有关披露资料或登录 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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

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”）在中华人民共和国内地（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。

版权均属本公司。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。