

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

优于大市

核心观点

电量波动及电价降低导致业绩有所下滑。2024年，公司实现营业收入772.72亿元，同比增长3.09%，主要系新能源装机规模增长带动营收增加。分板块看，核电营收629.17亿元，同比减少0.85%，主要系上网电量同比下降1.83%所致；光伏发电营收70.63亿元，同比增长20.08%；风电营收50.86亿元，同比增长29.51%。公司实现归母净利润87.77亿元，同比减少17.38%；实现扣非归母净利润85.69亿元，同比减少17.57%，主要系税收口径有所变化，计提增值税返还对应所得税费用所致，相关税费目前已完成缴纳。

新能源持股比例下降拖累一季度业绩增长。2025Q1公司营业收入为202.73亿元，同比增长12.70%，实现归母净利润31.37亿元，同比增长2.55%。分板块看，核电业务收入增长10.46%，归母净利润增长11.52%；新能源收入增长24.64%，归母净利润下降51.32%，增收不增利，主要系上年发行两期类REITS、市场化债转股稀释归母净利润及增资引战导致归母比例下降所致，截至2024年公司对中核汇能的持股比例降至62.71%。

漳州1号机组投运，装机容量持续增长。公司漳州1号机组2025年1月1日投入商运，公司控股在运核电机组增至26台，装机容量由2375万千瓦增至2496.2万千瓦。截至2025年一季度，公司新能源控股在运装机容量3069.16万千瓦，其中风电1001.32万千瓦，光伏2067.84万千瓦，另有独立储能电站145.10万千瓦；控股在建装机容量1353.68万千瓦，其中风电183.70万千瓦，光伏1169.98万千瓦。

三门核电三期获核准，核电建设有序推进。4月27日，经国务院常务会议审议，浙江三门核电项目5/6号机组核准，拟建设两台“华龙一号”压水堆机组，单机容量1215MW。公司在建及核准待建机组达到19台，总装机容量2185.9万千瓦；其中10台机组已开工，合计装机容量1392.3万千瓦，2025-2029年计划分别投产1/2/4/3/2台。

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。考虑到市场化电价下降，公司新能源持股比例有所降低，预计2025-2027年归母净利润103.8/113.6/127.1亿元（2025-2026年原为120.4/130.0亿元，新增2027年预测），同比增速18%/9%/12%，对应回购股PE为18/17/15X，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)	74,957	77,272	82,693	88,664	98,843
(+/-%)	5.2%	3.1%	7.0%	7.2%	11.5%
净利润(百万元)	10624	8777	10378	11355	12708
(+/-%)	17.9%	-17.4%	18%	9%	12%
每股收益(元)	0.56	0.43	0.50	0.55	0.62
EBIT Margin	39.0%	38.0%	38.7%	39.5%	39.5%
净资产收益率(ROE)	11.7%	8.0%	8.9%	9.1%	9.6%
市盈率(PE)	16.5	21.8	18.4	16.8	15.0
EV/EBITDA	12.1	13.6	12.7	12.3	11.8
市净率(PB)	1.93	1.73	1.63	1.54	1.44

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	证券分析师：郑汉林
021-61761029	0755-81982169
huangxiujie@guosen.com.cn	zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980521060002	S0980522090003
证券分析师：刘汉轩	联系人：崔佳诚
010-88005198	021-60375416
liuhuanxuan@guosen.com.cn	cuijiacheng@guosen.com.cn
S0980524120001	

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	9.33元
收盘价	191899/176181百万元
总市值/流通市值	12.29/8.66元
52周最高价/最低价	876.19百万元
近3个月日均成交额	

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

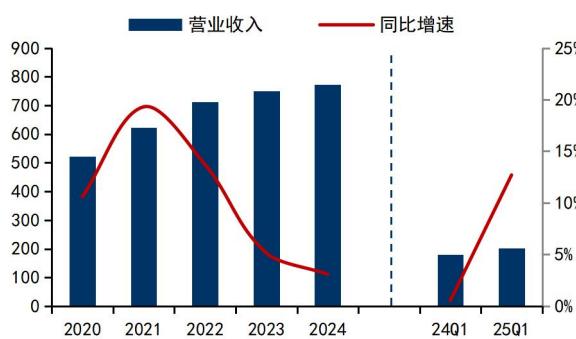
相关研究报告

- 《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
- 《中国核电 (601985.SH) -高温气冷堆获核准，拓展核能新生态》——2024-08-31
- 《中国核电 (601985.SH) -24H1 上网电量 993 亿 kWh (+4.68%)，拟定向增发 16.4 亿股募集 140 亿元》——2024-07-12
- 《中国核电 (601985.SH) -新能源业务带动业绩增长，核电投产期临近》——2024-05-07
- 《中国核电 (601985.SH) -新能源业务带动业绩增长，控股股东增持彰显发展信心》——2023-10-27

电量波动及电价降低导致业绩有所下滑。2024年，公司实现营业收入772.72亿元，同比增长3.09%，主要系新能源装机规模增长带动营收增加。分板块看，核电营收629.17亿元，同比减少0.85%，主要系上网电量同比下降1.83%所致；光伏发电营收70.63亿元，同比增长20.08%；风电营收50.86亿元，同比增长29.51%。公司实现归母净利润87.77亿元，同比减少17.38%；实现扣非归母净利润85.69亿元，同比减少17.57%，主要系税收口径有所变化，计提增值税返还对应所得税费用所致，相关税费目前已完成缴纳。

新能源持股比例下降拖累一季度业绩增长。2025Q1公司营业收入为202.73亿元，同比增长12.70%，实现归母净利润31.37亿元，同比增长2.55%。分板块看，核电业务收入增长10.46%，归母净利润增长11.52%；新能源收入增长24.64%，归母净利润下降51.32%，增收不增利，主要系上年发行两期类REITs、市场化债转股稀释归母净利润，以及增资引战导致归母比例下降所致，截至2024年年报，公司对中核汇能的持股比例降至62.71%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



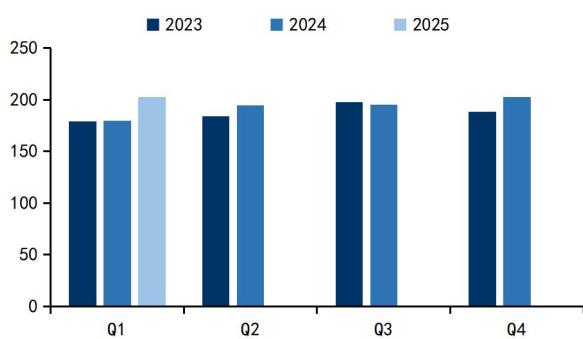
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



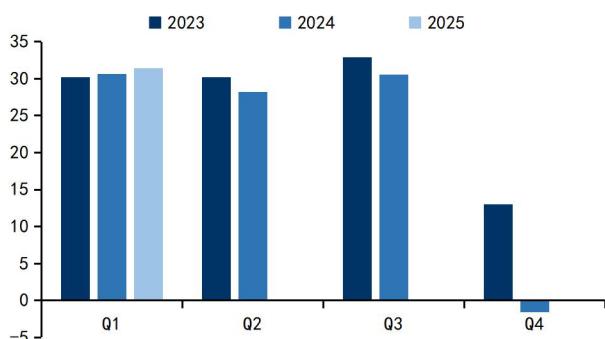
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



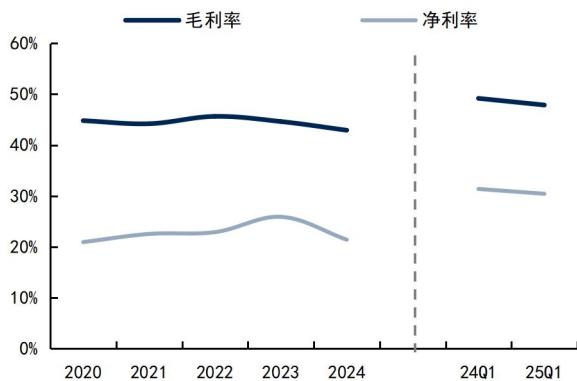
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源电价下行拖累毛利率，费用率持续优化。2024年公司综合电价为0.4160元/kWh（含税），同比下降0.0033元/kWh，其中核电综合电价0.4151元/kWh（含税），同比提高0.0041元/kWh；新能源综合电价0.4203元/kWh（含税），同比降低0.0618元/kWh。公司毛利率为42.91%，同比降低1.71pct；净利率为21.42%，同比降低4.48pct，主要系所得税同比增长所致。公司新能源电价下行，福清、海南核电机组检修天数同比增加，拖累公司盈利能力有所下降。公司销售费用率

为 0.08%，同比降低 0.07pct，主要系本期电厂两个细则考核费用减少所致；管理费用率为 5.21%，同比提高 0.10pct，主要系新能源装机规模增加所致；财务费用率为 8.86%，同比下降 0.88pct，主要系商运核电项目贷款逐步归还，取得低利率借款导致利息费用降低，以及汇兑损失同比减少所致；研发费用率为 1.78%，同比下降 0.07pct。公司费用率持续优化，销售期间费用率 15.93%，同比下降 0.92pct。2025 年一季度，受市场化电价降低影响，公司毛利率为 47.86%，同比降低 1.31pct；净利率为 30.43%，同比降低 0.95pct；销售期间费用率 12.73%，同比降低 1.18pct。

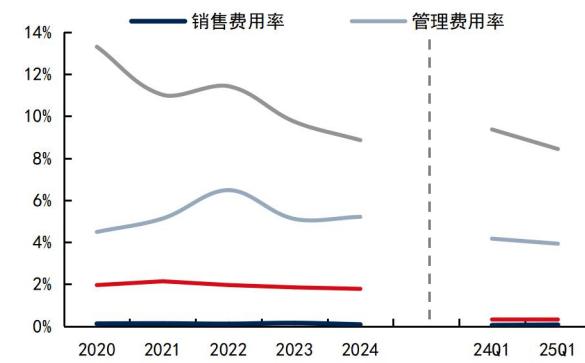
ROE 同比下降，融资性现金流大幅增加。2024 年公司 ROE 为 9.44%，同比下降 2.75pct，除净利率下降影响外，公司持续推进核电和新能源建设，报告期末总资产较上年同期提高了 22.34%，营收增速弱于资产规模增长速度，导致资产周转率下降至 0.13 次，同比降低 0.02 次；权益乘数为 5.96，同比提高 0.37。公司经营性现金净流入 407.21 亿元，同比减少 5.58%，主要系发电收到售电款增加低于购买商品、接受劳务和支付税费现金流增加所致；投资性现金净流出 949.45 亿元，同比增加 32.40%，主要系核电机组及自建新能源机组投入增加所致，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 907.08 亿元，同比增长 35.18%；融资性现金净流入 644.90 亿元，同比增长 188.78%，主要系吸收投资、取得借款收到的现金大幅增长所致。2025 年一季度，受净利率下降影响，公司 ROE 为 2.82%，同比下降 0.52pct。

图5: 公司毛利率、净利率情况



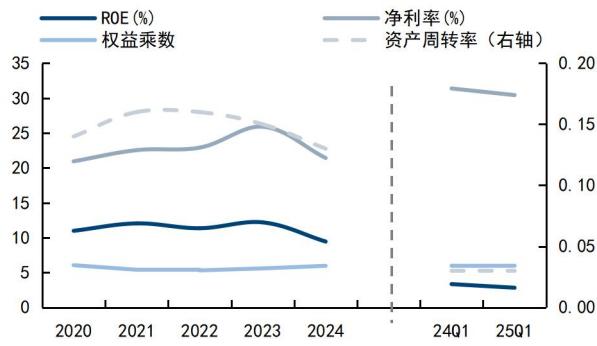
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

机组检修导致核电发电量有所下滑，新能源上网电价下降。2024年公司累计商运发电量2163.49亿kWh(+3.09%)，上网电量2039.23亿kWh(+3.28%)，其中核电发电量1831.22亿kWh(-1.80%)，上网电量1712.60亿kWh(-1.83%)；新能源发电量332.27亿kWh(+42.21%)，上网电量326.63亿kWh(+42.07%)。公司平均上网电价0.4160元/千瓦时(含税)，同比下降0.0033元/千瓦时(含税)。按上网电量和分部收入计算，核电平均上网电价0.4151元/千瓦时(含税)，风电0.3885元/千瓦时(含税)，光伏0.4466元/千瓦时(含税)，新能源综合电价0.4203元/千瓦时(含税)，同比下降0.0618元/千瓦时(含税)。2025年一季度，公司累计发电量597.42亿kWh，同比增长16.93%；累计上网电量564.49亿kWh，同比增长17.17%。其中，核电发电量494.82亿kWh，同比增长13.30%，上网电量463.70亿kWh，同比增长13.41%；风电51.81亿kWh，同比增长39.50%，光伏50.79亿kWh，同比增长37.20%，新能源累计上网电量100.79亿kWh，同比增长38.28%。

漳州1号机组投运，装机容量持续增长。公司漳州1号机组2025年1月1日投入商运，公司控股在运核电机组增至26台，装机容量由2375万千瓦增至2496.2万千瓦。截至2025年一季度，公司新能源控股在运装机容量3069.16万千瓦，其中风电1001.32万千瓦，光伏2067.84万千瓦，另有独立储能电站145.10万千瓦；控股在建装机容量1353.68万千瓦，其中风电183.70万千瓦，光伏1169.98万千瓦。

三门核电三期获核准，核电建设有序推进。4月27日，经国务院常务会议审议，浙江三门核电项目5/6号机组核准，拟建设两台“华龙一号”压水堆机组，单机容量1215MW。公司在建及核准待建机组达到19台，总装机容量2185.9万千瓦；其中10台机组已开工，合计装机容量1392.3万千瓦，2025-2029年计划分别投产1/2/4/3/2台。

全年派息0.18元/股，拟回购3-5亿元。公司2024年年度派息0.16元/股(含税)，叠加特殊分红0.02元/股(含税)，全年股利支付率达到41.92%，对当前股价股息率为1.94%。公司拟以自有资金和自筹资金通过集中交易方式回购3-5亿元，回购股份用于股权激励，回购价格不超过13.98元/股，回购期限12个月。以当前股价计算，回购比例约为0.16%-0.26%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到市场化电价下降，公司新能源持股比例有所降低，预计2025-2027年归母净利润103.8/113.6/127.1(2025-2026年原为120.4/130.0亿元，新增2027年预测)，同比增速18%/9%/12%，对当前股价PE为18/17/15X，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		EPS			PE			ROE	PEG	投资评级	
			亿元		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
003816.SZ	中国广核	3.56	1798	0.21	0.21	0.22	0.24	19.3	17.0	16.2	14.8	9.05	-10.8	优于大市
600900.SH	长江电力	29.18	7140	1.33	1.48	1.56	1.65	22.3	19.7	18.7	17.7	15.5	3.42	优于大市
600025.SH	华能水电	9.49	1708	0.46	0.51	0.54	0.55	20.6	18.7	17.7	17.3	11.27	1.87	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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9774	19738	10000	10000	10000	营业收入	74957	77272	82693	88664	98843
应收款项	23203	26777	25259	27083	30192	营业成本	41510	44116	47211	49747	55116
存货净额	26423	30860	29741	30286	33658	营业税金及附加	1032	1077	1101	1180	1316
其他流动资产	8784	6751	8027	8607	9595	销售费用	115	62	95	102	113
流动资产合计	68240	84182	73116	76117	83671	管理费用	3828	4027	4381	4680	5189
固定资产	430497	515003	555008	608507	659440	研发费用	1384	1375	827	887	988
无形资产及其他	2736	6162	5915	5669	5422	财务费用	7302	6844	8594	9163	9909
投资性房地产	30214	45982	45982	45982	45982	投资收益	382	411	411	411	411
长期股权投资	7580	8411	9600	10790	11979	资产减值及公允价值变动	(208)	(499)	(578)	(635)	(695)
资产总计	539267	659739	689622	747065	806495	其他收入	1301	1323	2146	2087	1985
短期借款及交易性金融负债	59373	60395	89392	128820	165326	营业利润	22646	22382	23292	25654	28902
应付款项	22408	26866	25265	25647	28414	营业外净收支	335	182	147	147	147
其他流动负债	15818	14482	16285	16697	18563	利润总额	22981	22564	23439	25801	29049
流动负债合计	97598	101743	130942	171164	212303	所得税费用	3571	6011	3867	4386	5084
长期借款及应付债券	253255	319268	306903	309876	312262	少数股东损益	8787	7776	9194	10060	11258
其他长期负债	25616	29361	29688	30015	30343	归属于母公司净利润	10624	8777	10378	11355	12708
长期负债合计	278871	348628	336591	339891	342605	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	376469	450371	467533	511055	554908	净利润	10624	8777	10378	11355	12708
少数股东权益	71848	99151	105127	111666	118983	资产减值准备	(164)	415	(70)	42	44
股东权益	90950	110217	116963	124344	132604	折旧摊销	16356	17698	19979	22071	24335
负债和股东权益总计	539267	659739	689622	747065	806495	公允价值变动损失	208	499	578	635	695
						财务费用	7302	6844	8594	9163	9909
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(15268)	(14473)	1819	(1784)	(2465)
每股收益	0.56	0.43	0.50	0.55	0.62	其它	6296	3717	6046	6497	7274
每股红利	0.17	0.20	0.18	0.19	0.22	经营活动现金流	18051	16633	38730	38816	42591
每股净资产	4.82	5.36	5.69	6.05	6.45	资本开支	(75676)	(101746)	(60246)	(76001)	(75761)
ROIC	3.91%	2.82%	3%	3%	3%	其它投资现金流	(0)	2	(33)	(53)	(85)
ROE	11.68%	7.96%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(77572)	(102575)	(61468)	(77243)	(77035)
毛利率	45%	43%	43%	44%	44%	权益性融资	(9)	40934	0	0	0
EBIT Margin	39%	38%	39%	40%	40%	负债净变化	36342	59451	(12664)	2473	1786
EBITDA Margin	61%	61%	63%	64%	64%	支付股利、利息	(3210)	(4114)	(3632)	(3974)	(4448)
收入增长	5%	3%	7%	7%	11%	其它融资现金流	(13122)	(55701)	28997	39428	36506
净利润增长率	18%	-17%	18%	9%	12%	融资活动现金流	53133	95906	13000	38427	34444
资产负债率	83%	83%	83%	83%	84%	现金净变动	(6388)	9964	(9738)	0	0
股息率	1.7%	2.2%	1.9%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	16162	9774	19738	10000	10000
P/E	16.5	21.8	18.4	16.8	15.0	货币资金的期末余额	9774	19738	10000	10000	10000
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	(49925)	(77006)	(11698)	(26643)	(21650)
EV/EBITDA	12.1	13.6	12.7	12.3	11.8	权益自由现金流	(26705)	(78344)	(2541)	7653	8467

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±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±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提供。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