



买入（维持）

所属行业：公用事业
当前价格(元)：7.29

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

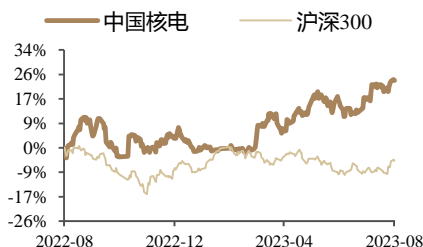
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.87	6.02	8.17
相对涨幅(%)	1.82	0.77	8.94

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中国核电(601985.SH)：风光+核电再创佳绩，在建项目支撑发展长动力》，2023.4.28
- 《中国核电(601985.SH)：电量+电价双增驱动业绩稳健增长，风光装机持续贡献新增量》，2023.1.31
- 《中国核电(601985.SH)：业绩稳健增长，核电+风光双核驱动未来可期》，2022.10.30

中国核电(601985.SH)：徐大堡核电项目建设获核准，核电望迎稳定发展期

投资要点

- 事件：**7月31日，经国务院常务会议审议，决定对已经纳入国家规划且经过全面安全评估审查的辽宁徐大堡核电项目1号、2号机组予以核准。公司控股的中核辽宁核电有限公司为核准项目的业主单位，负责项目投资、建设及运营管理。该项目为厂址规划容量内的扩建工程，单台机组额定电功率为129.1万千瓦。
- 核电核准明显加速，装机规模有望稳步扩大。**2011年受福岛核电站核泄漏事故的影响，核电遭遇发展低潮，2016-2018年连续3年零核准，2019年后我国核电审批逐步恢复，2019-2022年分别核准4/4/5/10台，截至2022年底，我国在运、在建、已核准核电机组共有83台，总装机容量8914.87万千瓦。核电发展：(1)契合新型电力系统建设，作为运行稳定、安全可靠的清洁能源，是基荷电源的最佳选择；(2)可拉动经济增长，单台核电机组预计投资额200亿左右，按10台机组测算，可带动产业链2000亿投资规模。7月31日完成今年首批次6台机组的核准，我们认为后续核电审批有望进一步加速。
- 2024年起在建核电陆续投运，公司业绩迎稳定增长期。**参考公司22年年报，公司9台在建核电机组将从2024年起陆续投产，其中2024/2025/2026/2027分别投产121.2万千瓦、121.2万千瓦、139万千瓦、631.5万千瓦，对应核电机组装机容量分别增长5.1%、4.9%、5.3%、22.9%。我们认为随着核电政策环境的改善，公司有望拿到更多核电项目审批，此外随着内陆核电前期准备和科学论证越发全面，内陆核电建设有望成为趋势，或将改变我国当前零内陆核电格局，打开核电发展空间。
- 投资建议与估值：**公司核电+风光双核发展，业绩稳步增长，我们预计公司2023年-2025年的收入分别为784.12亿元、854.13亿元、931.15亿元，增速分别为10%、8.9%、9.0%，净利润分别为100.45亿元、116.05亿元、127.48亿元，增速分别为11.5%、15.5%、9.9%，维持“买入”投资评级。
- 风险提示：**项目推进不及预期；审批进度不及预期；电价下行的风险；政策推进不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	18,883.28		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	18,883.28	营业收入(百万元)	62,695	71,286	78,412	85,413	93,115
52 周内股价区间(元):	5.69-7.31	(+/-)YOY(%)	19.9%	13.7%	10.0%	8.9%	9.0%
总市值(百万元):	137,659.15	净利润(百万元)	8,217	9,010	10,045	11,605	12,748
总资产(百万元):	478,661.07	(+/-)YOY(%)	37.0%	9.7%	11.5%	15.5%	9.9%
每股净资产(元):	4.86	全面摊薄 EPS(元)	0.45	0.47	0.53	0.61	0.68
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	44.4%	45.6%	48.4%	48.8%	48.9%
		净资产收益率(%)	10.8%	10.2%	12.4%	15.9%	19.7%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.53	0.61	0.68
每股净资产	4.69	4.28	3.87	3.42
每股经营现金流	2.47	5.90	7.57	10.35
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	12.82	13.70	11.86	10.80
P/B	1.28	1.70	1.88	2.13
P/S	1.93	1.76	1.61	1.48
EV/EBITDA	8.19	3.39	2.80	2.00
股息率%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	45.6%	48.4%	48.8%	48.9%
净利润率	12.6%	12.8%	13.6%	13.7%
净资产收益率	10.2%	12.4%	15.9%	19.7%
资产回报率	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%
投资回报率	5.7%	4.4%	4.5%	4.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.7%	10.0%	8.9%	9.0%
EBIT 增长率	17.9%	-14.4%	11.6%	8.7%
净利润增长率	9.7%	11.5%	15.5%	9.9%
偿债能力指标				
资产负债率	68.2%	66.9%	66.1%	65.0%
流动比率	0.9	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.8	1.0	1.2
现金比率	0.2	0.5	0.7	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	88.1	82.2	86.1	85.5
存货周转天数	233.6	242.3	238.1	238.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	9,010	10,045	11,605	12,748
少数股东损益	7,313	7,968	9,082	10,144
非现金支出	16,029	87,998	110,269	160,572
非经营收益	8,267	9,756	10,457	11,321
营运资金变动	6,079	-4,273	1,450	639
经营活动现金流	46,698	111,494	142,863	195,424
资产	-50,487	-97,812	-135,172	-179,984
投资	-3,062	-726	-862	-804
其他	540	5	159	141
投资活动现金流	-53,008	-98,534	-135,875	-180,647
债权募资	29,514	17,311	22,215	19,763
股权募资	11,176	23	0	0
其他	-31,254	-9,963	-10,761	-11,609
融资活动现金流	9,436	7,371	11,454	8,154
现金净流量	3,119	20,331	18,442	22,931

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 1 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	71,286	78,412	85,413	93,115
营业成本	38,757	40,436	43,696	47,556
毛利率%	45.6%	48.4%	48.8%	48.9%
营业税金及附加	872	897	974	1,089
营业税金率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
营业费用	78	110	107	116
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	4,619	5,058	5,381	5,866
管理费用率%	6.5%	6.5%	6.3%	6.3%
研发费用	1,398	1,725	1,792	1,943
研发费用率%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%
EBIT	27,585	23,600	26,328	28,630
财务费用	8,145	9,875	10,564	11,312
财务费用率%	11.4%	12.6%	12.4%	12.1%
资产减值损失	-248	-220	-200	-200
投资收益	275	220	278	308
营业利润	19,645	21,705	24,847	27,492
营业外收支	-75	-13	-1	-30
利润总额	19,570	21,693	24,846	27,462
EBITDA	43,453	111,378	136,397	189,002
所得税	3,247	3,679	4,159	4,570
有效所得税率%	16.6%	17.0%	16.7%	16.6%
少数股东损益	7,313	7,968	9,082	10,144
归属母公司所有者净利润	9,010	10,045	11,605	12,748

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,162	36,493	54,935	77,866
应收账款及应收票据	17,364	17,840	20,421	22,043
存货	24,809	26,848	28,504	31,013
其它流动资产	7,426	9,928	11,020	12,492
流动资产合计	65,760	91,109	114,879	143,414
长期股权投资	5,685	6,434	7,307	8,129
固定资产	269,032	274,836	296,205	312,088
在建工程	101,500	104,250	106,350	108,250
无形资产	2,052	2,475	3,015	3,495
非流动资产合计	398,860	409,603	435,513	455,876
资产总计	464,620	500,712	550,392	599,290
短期借款	15,365	15,365	15,365	15,365
应付票据及应付账款	20,539	18,036	21,065	23,113
预收账款	2	0	0	0
其它流动负债	38,031	41,280	45,030	49,225
流动负债合计	73,937	74,681	81,459	87,702
长期借款	208,511	224,888	249,027	269,285
其它长期负债	34,303	35,237	33,313	32,818
非流动负债合计	242,814	260,125	282,340	302,102
负债总计	316,751	334,806	363,799	389,805
实收资本	18,861	18,883	18,883	18,883
普通股股东权益	88,640	80,874	73,131	64,581
少数股东权益	59,229	85,032	113,462	144,904
负债和所有者权益合计	464,620	500,712	550,392	599,290

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。