

核电稳健运营，在建绿电规模扩大

业绩简评

- 8月30日晚间公司披露23年中报，1H23实现营收362.97亿元，同比+4.99%；实现归母净利润60.42亿元，同比+11.09%。其中，2Q23实现营收184.04亿元，同比+5.33%；实现归母净利润30.19亿元，同比+18.25%。

经营分析

- 核电运营稳健，电价体现韧性。1H23公司总发电量1008亿千瓦时，同比+5.8%。其中核电电量902亿千瓦时，同比+2.8%。23年为装机空窗期，公司通过优化换料大修工期（目前达历史最优），提升运营效率。从披露的核电子公司上半年营收313.98亿元推算，1H23核电平均上网电价约为0.42元/KWh，与22年基本持平，价格稳定。
- 新能源贡献业绩增量，在建风/光近8GW。1H23新能源发电106亿千瓦时，同比+62%（光伏/风电分别同比+51.8%/+74.7%），主因1H23风/光资源改善，且22年底投运项目陆续通过调试生产、进入正式运营。当前风/光合计装机14.5GW（其中1H23新投运1.9GW），在建7.96GW（1H22为2.6GW）。作为大型电力央企中少有的，依托单一平台——中核汇能发展新能源，预计有望充分发挥资金、土地等集团资源优势，看好绿电装机维持高增。
- 长期来看，核电资产特性与水电资产类似，都具有高业绩稳定性与稳定的ROE，因此有望看齐水电予以估值提升空间（公司22年派现32.1亿元，对应22年末股价的股息率为2.9%）。此外，8M23公司徐大堡1号、2号机组获批，体现核电业务亦具备一定的成长性。

盈利预测、估值与评级

- 预计公司2023~2025年分别实现归母净利润106.2/113.8/128.8亿元，EPS分别为0.56/0.60/0.68元，对应PE分别为13倍、12倍和10倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 绿电装机及电量不及规划预期、核电建设进度不及预期、电价不及预期风险等。

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

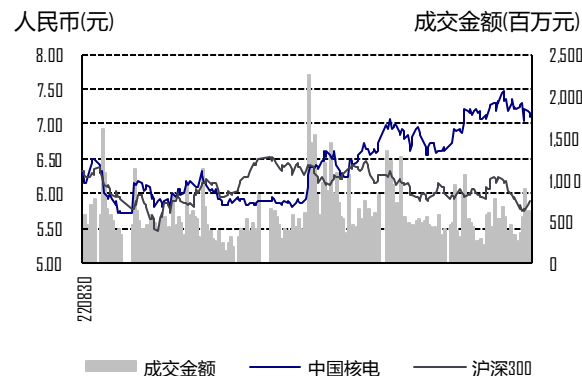
联系人：张君昊

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价（人民币）：7.09元

相关报告：

- 《中国核电公司点评：高质量央企，核电稳健、绿电加速》，2023.4.27
- 《新机投运促电量提升，业绩符合预期-中国核电三季度点评》，2022.10.28



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	62,367	71,286	77,060	81,777	87,785
营业收入增长率	19.30%	14.30%	8.10%	6.12%	7.35%
归母净利润(百万元)	8,038	9,010	10,618	11,383	12,882
归母净利润增长率	34.07%	12.09%	17.85%	7.21%	13.17%
摊薄每股收益(元)	0.459	0.478	0.562	0.603	0.682
每股经营性现金流净额	2.03	2.48	2.18	2.46	2.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.56%	10.16%	11.04%	10.93%	11.36%
P/E	18.09	12.56	12.61	11.76	10.39
P/B	1.91	1.28	1.39	1.29	1.18

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	52,276	62,367	71,286	77,060	81,777	87,785
增长率	19.3%	14.3%	8.1%	6.1%	7.3%	
主营业务成本	-28,862	-34,806	-38,757	-40,214	-43,290	-46,200
%销售收入	55.2%	55.8%	54.4%	52.2%	52.9%	52.6%
毛利	23,414	27,561	32,529	36,846	38,487	41,585
%销售收入	44.8%	44.2%	45.6%	47.8%	47.1%	47.4%
营业税金及附加	-605	-660	-872	-940	-998	-1,071
%销售收入	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-63	-79	-78	-85	-90	-97
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-2,346	-3,202	-4,619	-4,932	-5,234	-5,618
%销售收入	4.5%	5.1%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
研发费用	-1,026	-1,337	-1,398	-1,464	-1,554	-1,668
%销售收入	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	19,374	22,284	25,562	29,425	30,612	33,131
%销售收入	37.1%	35.7%	35.9%	38.2%	37.4%	37.7%
财务费用	-6,960	-6,871	-8,145	-9,450	-9,532	-9,595
%销售收入	13.3%	11.0%	11.4%	12.3%	11.7%	10.9%
资产减值损失	-289	-276	-160	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	141	195	275	286	292	298
%税前利润	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
营业利润	13,226	16,475	19,645	21,829	23,211	25,538
营业利润率	25.3%	26.4%	27.6%	28.3%	28.4%	29.1%
营业外收支	-46	84	-75	0	0	0
税前利润	13,179	16,559	19,570	21,829	23,211	25,538
利润率	25.2%	26.6%	27.5%	28.3%	28.4%	29.1%
所得税	-2,232	-2,505	-3,247	-3,711	-4,178	-4,852
所得税率	16.9%	15.1%	16.6%	17.0%	18.0%	19.0%
净利润	10,947	14,055	16,323	18,118	19,033	20,685
少数股东损益	4,952	6,017	7,313	7,500	7,650	7,803
归属于母公司的净利润	5,995	8,038	9,010	10,618	11,383	12,882
净利率	11.5%	12.9%	12.6%	13.8%	13.9%	14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	10,947	14,055	16,323	18,118	19,033	20,685
少数股东损益	4,952	6,017	7,313	7,500	7,650	7,803
非现金支出	12,133	14,779	16,029	16,845	18,580	20,316
非经营收益	7,220	6,698	8,267	9,171	9,377	9,463
营运资金变动	827	76	6,079	-2,893	-578	-518
经营活动现金净流	31,128	35,608	46,698	41,241	46,413	49,947
资本开支	-23,924	-25,047	-50,487	-33,854	-35,259	-37,259
投资	-3,934	-1,680	-3,062	-43	0	0
其他	291	688	540	286	292	298
投资活动现金净流	-27,567	-26,039	-53,008	-33,611	-34,968	-36,962
股权募资	20,033	2,131	11,176	105	0	0
债权募资	-6,886	6,034	29,514	10,124	3,531	2,199
其他	-12,839	-19,913	-31,254	-12,739	-13,068	-13,349
筹资活动现金净流	308	-11,747	9,436	-2,510	-9,537	-11,150
现金净流量	3,872	-2,179	3,119	5,120	1,908	1,835

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,402	13,064	16,162	20,463	21,793	23,219
应收款项	10,726	15,998	18,557	19,029	20,194	21,677
存货	20,173	22,755	24,809	24,789	26,686	28,479
其他流动资产	5,650	5,989	6,232	6,855	7,132	7,397
流动资产	51,950	57,806	65,760	71,136	75,804	80,773
%总资产	13.6%	14.1%	14.2%	14.6%	14.9%	15.2%
长期投资	4,040	5,389	6,228	6,271	6,271	6,271
固定资产	312,142	329,912	370,532	386,058	402,844	419,890
%总资产	81.8%	80.5%	79.7%	79.2%	79.2%	79.1%
无形资产	4,029	5,419	8,053	8,125	8,192	8,256
非流动资产	329,796	351,816	398,860	416,247	432,927	449,871
%总资产	86.4%	85.9%	85.8%	85.4%	85.1%	84.8%
资产总计	381,746	409,621	464,620	487,383	508,731	530,644
短期借款	38,836	39,671	38,784	34,056	37,587	39,786
应付款项	11,802	17,944	23,254	23,332	25,111	26,801
其他流动负债	3,989	7,958	11,899	9,840	10,445	11,298
流动负债	54,628	65,573	73,937	67,228	73,143	77,886
长期贷款	175,757	176,611	208,511	222,011	222,011	222,011
其他长期负债	34,871	42,160	34,303	35,261	35,060	35,132
负债	265,256	284,343	316,751	324,501	330,215	335,029
普通股股东权益	70,462	76,123	88,640	96,153	104,138	113,432
其中：股本	17,456	17,523	18,861	18,883	18,883	18,883
未分配利润	21,063	26,053	31,337	38,745	46,729	56,024
少数股东权益	46,027	49,155	59,229	66,729	74,379	82,182
负债股东权益合计	381,746	409,621	464,620	487,383	508,731	530,644

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.343	0.459	0.478	0.562	0.603	0.682
每股净资产	4.037	4.344	4.700	5.092	5.515	6.007
每股经营现金净流	1.783	2.032	2.476	2.184	2.458	2.645
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.170	0.180	0.190
回报率						
净资产收益率	8.51%	10.56%	10.16%	11.04%	10.93%	11.36%
总资产收益率	1.57%	1.96%	1.94%	2.18%	2.24%	2.43%
投入资本收益率	4.76%	5.32%	5.27%	5.70%	5.61%	5.75%
增长率						
主营业务收入增长率	13.48%	19.30%	14.30%	8.10%	6.12%	7.35%
EBIT增长率	20.52%	15.02%	14.71%	15.11%	4.03%	8.23%
净利润增长率	29.98%	34.07%	12.09%	17.85%	7.21%	13.17%
总资产增长率	9.81%	7.30%	13.43%	4.90%	4.38%	4.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.6	73.8	82.8	83.0	83.0	83.0
存货周转天数	247.5	225.1	224.0	225.0	225.0	225.0
应付账款周转天数	135.1	134.1	171.6	185.0	185.0	185.0
固定资产周转天数	1,557.9	1,469.5	1,377.5	1,338.4	1,313.8	1,265.6
偿债能力						
净负债/股东权益	177.12%	173.21%	162.39%	150.17%	138.25%	126.56%
EBIT利息保障倍数	2.8	3.2	3.1	3.1	3.2	3.5
资产负债率	69.49%	69.42%	68.17%	66.58%	64.91%	63.14%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-03	买入	5.87	8.61~8.61
2	2022-08-25	买入	6.61	N/A
3	2022-10-28	买入	6.05	N/A
4	2023-04-27	买入	6.74	N/A

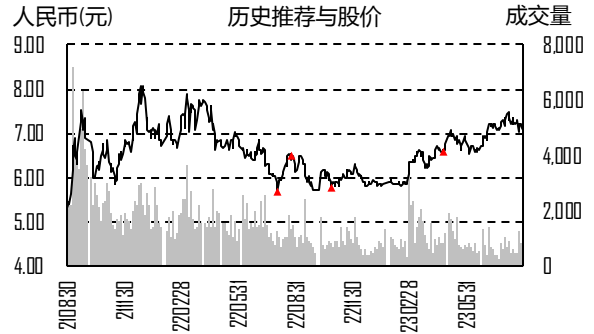
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806