

中国核电 (601985.SH)

核电机组核准加速，风光装机规模持续增长

买入

核心观点

新能源装机规模提升带动营收及净利润增长。2023H1，公司实现营业收入362.98亿元(+4.99%)；实现归母净利润60.42亿元(+11.09%)。公司营业收入及归母净利润增长主要系新能源装机规模提高及发电量大幅增长所致。公司上半年核电发电量902.68亿千瓦时，同比增加2.77%，上网电量844.79亿千瓦时，同比增加1.70%；新能源发电量105.59亿千瓦时，同比增加62.01%，其中风电50.69亿千瓦时，光伏54.90亿千瓦时；上网电量103.81亿千瓦时，同比增加61.92%。

核电机组核准加速，业绩增长确定性强。截至2023年8月，公司在控在运核电机组共25台，装机容量2375万千瓦，控股在建及核准待开工机组13台，装机容量1513.50万千瓦。7月31日，国务院常务会议核准辽宁核电徐大堡1号、2号机组，采用国产化CAP1000型三代核电技术，单台机组功率129万千瓦，总投资423亿元，计划2028-2029年投产。目前公司在建机组中，福建漳州能源1号机组有望于2024年首先投产。

新能源装机规模持续增长，贡献利润大幅增加。截至2023年6月，公司在运新能源装机容量1445.21万千瓦，其中风电504.39万千瓦，较2022年底增加83.65万千瓦；光伏940.82万千瓦，较2022年底增加117.49万千瓦。另控股独立储能电站30.10万千瓦；在建装机796.61万千瓦，其中风电147.5万千瓦，光伏649.11万千瓦。公司新能源业绩主要由子公司中核汇能贡献，公司持股比例70%，上半年营业收入46.11亿元，同比提高49.1%；净利润16.15亿元，同比提高58.5%。

风险提示：项目建设不及预期、电价下调、政策变化。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑新能源装机规模提高，发电量大幅增长等因素的综合影响，归母净利润分别为105.6/115.2/132.3亿元（原为117/133/151亿元），同比增速17.2/9.1/14.9%；每股收益0.56/0.61/0.70元，对应当前PE分别为13/12/10x。给予2023年17-18倍PE，对应合理价值为9.52-10.08元，较目前股价有32%-40%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	62,367	71,286	76,761	84,041	97,073
(+/-%)	19.3%	14.3%	7.7%	9.5%	15.5%
净利润(百万元)	8038	9010	10560	11517	13232
(+/-%)	34.1%	12.1%	17.2%	9.1%	14.9%
每股收益(元)	0.46	0.48	0.56	0.61	0.70
EBIT Margin	37.5%	38.8%	42.1%	42.6%	43.1%
净资产收益率(ROE)	10.6%	10.2%	11.1%	11.2%	11.9%
市盈率(PE)	15.7	15.1	12.9	11.8	10.3
EV/EBITDA	11.0	10.5	9.9	9.8	9.8
市净率(PB)	1.66	1.53	1.42	1.32	1.22

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

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	9.52 - 10.08 元
收盘价	7.21 元
总市值/流通市值	136148/136148 百万元
52周最高价/最低价	7.52/5.81 元
近3个月日均成交额	440.48 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)-经营业绩稳健，新能源持续快速增长》——2023-04-28

《中国核电(601985.SH)-量价齐升带动业绩改善，新能源保持高增》——2022-10-28

《中国核电(601985.SH)-量价齐升驱动业绩增长，净利率提升促进ROE改善》——2022-08-28

《中国核电(601985.SH)-三要素提升促业绩大增，核电审批进入快车道》——2022-04-29

《中国核电(601985.SH)-一季度业绩大幅预增，奠定全年良好增长势头》——2022-03-29

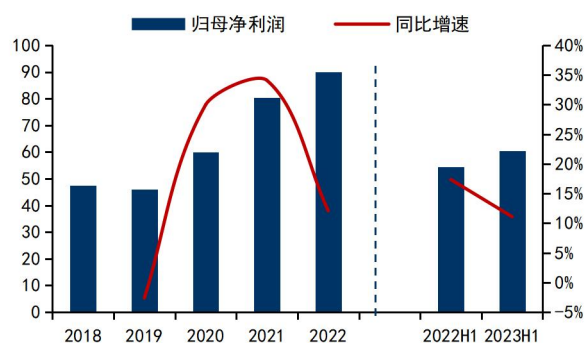
新能源装机规模提升带动营收及净利润增长。2023H1，公司实现营业收入 362.98 亿元，同比提高 4.99%；实现归母净利润 60.42 亿元，同比提高 11.09%。公司营业收入及归母净利润增长主要系新能源装机规模提高及发电量大幅增长所致。上半年公司核电发电量 902.68 亿千瓦时，同比增加 2.77%；新能源发电量 105.59 亿千瓦时，同比增加 62.01%，其中风电 50.69 亿千瓦时，光伏 54.90 亿千瓦时；上网电量 103.81 亿千瓦时，同比增加 61.92%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



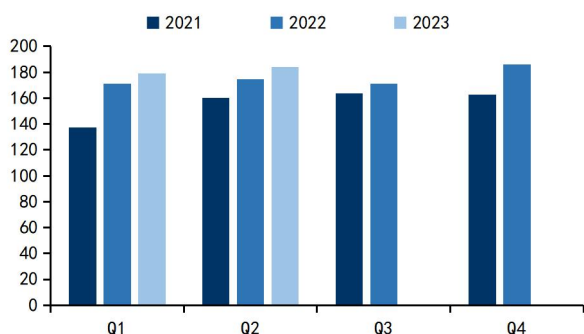
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



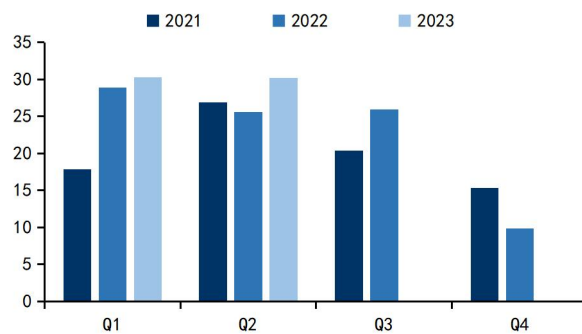
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

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）

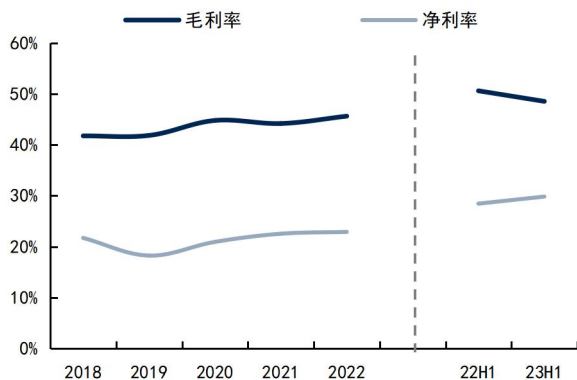


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率相对平稳，费用率有所降低。2023H1，公司毛利率为 48.54%，同比降低 2.07pct；净利率 29.84%，同比提高 1.39pct，公司毛利率降低主要系发电成本同比增幅高于发电收入所致。公司销售费用率为 0.11%，同比提高 0.02pct，主要系本期电厂两个细则考核费用增加；管理费用率为 5.13%，同比降低 1.62pct，主要系本期计入管理费用的前期开发费用同比减少；汇兑损失同比增加，利息支出同比减少，财务费用率为 10.71%，同比降低 0.48pct；研发费用率为 1.37%，同比降低 0.38pct。公司三项费用率合计 15.95%，同比降低 2.08pct。

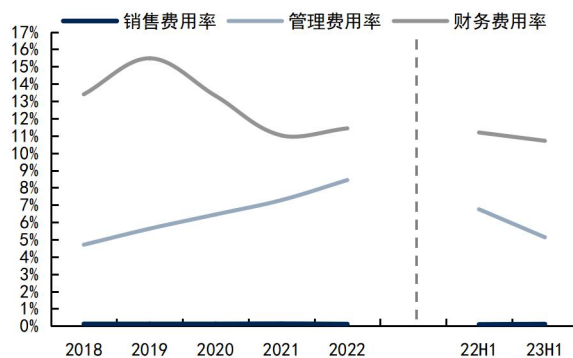
ROE 小幅下降，投资和融资现金流大幅增加。2023H1，公司 ROE 为 7.00%，同比降低 0.2pct。公司经营性净现金流入 219.44 亿元，同比增加 1.26%，主要系受到售电款增加；投资性净现金流出 239.02 亿元，同比增加 46.79%，主要系核电机组和新能源机组基建投入增加所致；融资性净现金流入 39.80 亿元，同比增加 47.31%，主要系借款大幅增加所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



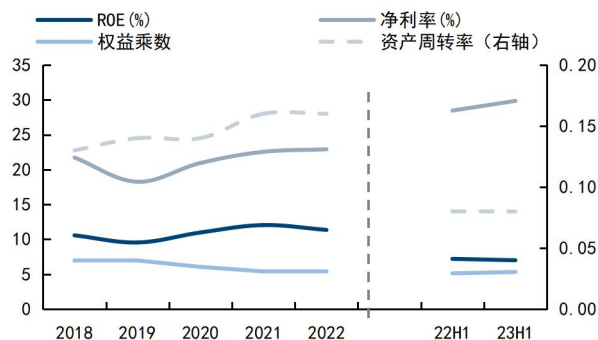
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

核电机组核准加速，业绩增长确定性强。截至 2023 年 8 月，公司在控股在运核电机组共 25 台，装机容量 2375 万千瓦，控股在建及核准待开工机组 13 台，装机容量 1513.50 万千瓦。7 月 31 日，国务院常务会议核准辽宁核电徐大堡 1 号、2 号机组，采用国产化 CAP1000 型三代核电技术，单台机组功率 129 万千瓦，总投资 423 亿元，计划 2028-2029 年投产。目前公司在建机组中，福建漳州能源 1 号机组有望于 2024 年首先投产。

表1：公司在建核电机组装机容量及预计商运时间

核电机组	装机容量（万千瓦）	预计商运时间
福建漳州能源 1#	121.2	2024
福建漳州能源 2#	121.2	2025
海南小堆	12.5	2026
江苏核电田湾 7#	126.5	2026
江苏核电田湾 8#	126.5	2027
辽宁核电徐大堡 3#、4#	254.8（合计）	2027
浙江三门核电 3#、4#	250.2（合计）	2027
辽宁核电徐大堡 1#、2#	129*2	2028-2029

资料来源：公司 2022 年年报、辽宁省发改委、国信证券经济研究所整理

新能源装机规模持续增长，贡献利润大幅增加。截至 2023 年 6 月，公司在运新能源装机容量 1445.21 万千瓦，其中风电 504.39 万千瓦，较 2022 年底增加 83.65 万千瓦；光伏 940.82 万千瓦，较 2022 年底增加 117.49 万千瓦。另控股独立储能电站 30.10 万千瓦；在建装机 796.61 万千瓦，其中风电 147.5 万千瓦，光伏 649.11 万千瓦。公司新能源业绩主要由子公司中核汇能贡献，公司持股比例 70%，上半年营业收入 46.11 亿元，同比提高 49.1%；净利润 16.15 亿元，同比提高 58.5%。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑新能源装机规模提高，发电量大幅增长等因素的综合影响，下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收 768/840/971 亿元（原为 775/835/920 亿元）；归母净利润分别为 105.6/115.2/132.3 亿元（原为 117/133/151 亿元），同比增速 17/9/18%；每股收益 0.56/0.61/0.70 元，对应当前 PE 分别为 13/12/10x。给予 2023 年 17-18 倍 PE，对应合理价值为 9.52-10.08 元，较目前股价有 32%-40%的溢价空间，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	
003816.SZ	中国广核	3.18	1,605.86	0.20	0.23	0.24	0.26	16.1	14.1	13.0	12.3	1.68	无
001289.SZ	龙源电力	19.46	1,631.13	0.58	0.98	1.13	1.29	31.9	19.9	17.3	15.1	1.30	增持
000591.SZ	太阳能	6.09	238.07	0.35	0.53	0.69	0.85	17.2	11.4	8.8	7.2	0.38	无
600821.SH	金开新能	7.00	139.81	0.45	0.55	0.77	0.99	19.1	12.8	9.0	7.0	0.31	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：中国广核、太阳能盈利数据取自 Wind 一致预测。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	13064	16162	14876	14876	14876	营业收入	62367	71286	76761	84041	97073
应收款项	15978	18555	18398	20142	23266	营业成本	34806	38757	39203	42334	48194
存货净额	22755	24809	25880	27246	31039	营业税金及附加	660	872	880	963	1113
其他流动资产	5959	6178	7495	8206	9479	销售费用	79	78	91	100	115
流动资产合计	57806	65760	66739	70616	78892	管理费用	3202	4619	4202	4593	5292
固定资产	329912	370532	405301	465139	555130	研发费用	1337	1398	1553	1700	1963
无形资产及其他	1576	2052	1970	1888	1806	财务费用	6871	8145	9557	10988	13302
投资性房地产	15484	20591	20591	20591	20591	投资收益	195	275	283	292	301
长期股权投资	4844	5685	6442	7199	7956	资产减值及公允价值变动	(321)	(247)	(284)	(318)	(364)
资产总计	409621	464620	501043	565433	664375	其他收入	(148)	802	(62)	(209)	(473)
短期借款及交易性金融负债	39671	38784	47430	74642	131639	营业利润	16475	19645	22765	24827	28521
应付款项	16390	20539	17355	18271	20815	营业外净收支	84	(75)	(13)	(13)	(13)
其他流动负债	9512	14614	11303	11970	13666	利润总额	16559	19570	22752	24814	28508
流动负债合计	65573	73937	76088	104883	166120	所得税费用	2505	3247	3690	4024	4624
长期借款及应付债券	190392	217511	237811	258311	278911	少数股东损益	6017	7313	8502	9273	10653
其他长期负债	28378	25303	26884	28465	30046	归属于母公司净利润	8038	9010	10560	11517	13232
长期负债合计	218771	242814	264695	286776	308957	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	284343	316751	340783	391659	475076	净利润	8038	9010	10560	11517	13232
少数股东权益	49155	59229	64756	70783	77707	资产减值准备	97	(74)	138	46	64
股东权益	76123	88640	95504	102991	111591	折旧摊销	14062	15419	15912	17846	20301
负债和股东权益总计	409621	464620	501043	565433	664375	公允价值变动损失	321	247	284	318	364
						财务费用	6871	8145	9557	10988	13302
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	220	(3854)	(7006)	(612)	(2305)
每股收益	0.46	0.48	0.56	0.61	0.70	其它	3952	4784	5388	5982	6861
每股红利	0.15	0.17	0.20	0.21	0.25	经营活动现金流	26689	25533	25277	35097	38516
每股净资产	4.34	4.70	5.06	5.46	5.92	资本开支	0	(55501)	(51021)	(77966)	(110637)
ROIC	3.87%	3.93%	4%	4%	4%	其它投资现金流	(49)	(8)	(34)	(55)	(87)
ROE	10.56%	10.16%	11%	11%	12%	投资活动现金流	(1080)	(56350)	(51812)	(78777)	(111482)
毛利率	44%	46%	49%	50%	50%	权益性融资	(1)	11176	0	0	0
EBIT Margin	37%	39%	42%	43%	43%	负债净变化	854	31900	20000	20000	20000
EBITDA Margin	60%	60%	63%	64%	64%	支付股利、利息	(2628)	(3206)	(3696)	(4031)	(4631)
收入增长	19%	14%	8%	9%	16%	其它融资现金流	(24396)	(34650)	8646	27212	56997
净利润增长率	34%	12%	17%	9%	15%	融资活动现金流	(27947)	33914	25250	43681	72966
资产负债率	81%	81%	81%	82%	83%	现金净变动	(2338)	3098	(1286)	0	0
股息率	1.9%	2.4%	2.7%	3.0%	3.4%	货币资金的期初余额	15402	13064	16162	14876	14876
P/E	15.7	15.1	12.9	11.8	10.3	货币资金的期末余额	13064	16162	14876	14876	14876
P/B	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(20854)	(15054)	(30722)	(57568)
EV/EBITDA	11.0	10.5	9.9	9.8	9.8	权益自由现金流	0	(23603)	5585	7283	8284

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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。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