

中国核电（601985）

2023年中报点评：核电稳步发展，风光发电贡献增量

投资评级

买入

首次覆盖

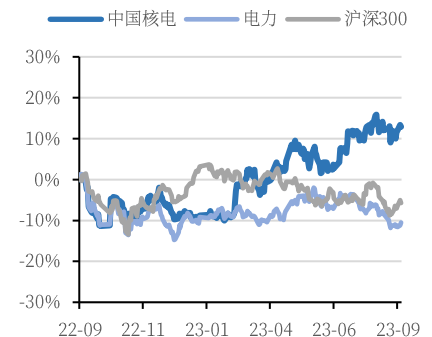
2023年09月05日

收盘价(元): 7.28

公司基本数据

总股本(百万股)	18,883.28
总市值(百万)	137,470.31
流通股本(百万股)	18,883.28
流通市值(百万)	137,470.31
12月最高/最低价(元)	7.52/5.81
资产负债率(%)	69.69
每股净资产(元)	4.54
市盈率(TTM)	14.30
市净率(PB)	1.61
净资产收益率(%)	6.59

股价走势图



作者

梁晨 分析师
SAC执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王绮文 研究助理
SAC执业证书: S0640121120018
邮箱: wangqw@avicsec.com

◆ 事件

公司8月31日公告, 2023H1实现营收(362.98亿元, +4.99%), 归母净利润(60.42亿元, +11.09%), 毛利率(48.54%, -2.06pcts), 净利率(29.84%, +1.39pcts)。2023Q2实现营收(184.04亿元, 同比+5.33%, 环比+2.85%), 归母净利润(30.19亿元, 同比+18.25%, 环比-0.13%), 毛利率(47.27%, 同比-2.51pcts, 环比-2.58pcts), 净利率(29.48%, 同比+3.88pcts, 环比-0.72pcts)。

◆ 抢抓机遇, 核电、新能源发电以及敏捷端三大产业齐头并进

公司是中核集团唯一进行核电开发与经营的主体, 也是目前国内第二大核电运营主体。公司以电力销售为主营业务, 包括核能发电, 以及风、光等非核清洁能源发电, 在构建“清洁低碳、安全高效”现代能源体系, 以及实现“碳达峰、碳中和”目标是我国在能源领域的发展方向, 清洁低碳能源将成为增量主体。公司采取核电+新能源双轮驱动的发展策略, 以核电为主, 新能源开发进行有效补充, 在开拓核电、风电和光伏等技术成熟的低碳、清洁能源产业的同时, 积极发展核能供热、供汽等核能多用途利用, 以及钙钛矿等敏捷清洁技术产业, 培育新的经济增长点, 全方位促进核电、新能源发电以及敏捷端三大产业协同赋能。另外, 公司积极寻求海外能源市场突破机会, 与国内外多家机构和企业集团签署战略合作协议。

◆ 核电稳定发展, 新能源发电带动业绩提升

公司2023H1营业收入(362.98亿元, +4.99%)和归母净利润(60.42亿元, +11.09%)实现稳步增长, 主要系新能源装机规模增加带来发电量同比增长62.01%。毛利率(48.54%, -2.06pcts)有所下降, 净利率(29.84%, +1.39pcts)回升至近五年高点, 主要系公司开展多项降本节支措施, 期间费用率(15.95%, -2.08pcts)下降所致。

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

单看 2023Q2, 公司实现营收 184.04 亿元(同比+5.33%, 环比+2.85%), 归母净利润 30.19 亿元 (同比+18.25%, 环比-0.13%), 业绩和盈利能力均大幅提高;毛利率 47.27%(同比-2.51pcts, 环比-2.58pcts), 净利率 29.48% (同比+3.88pcts, 环比-0.72pcts)。

截至 2023H1, 公司累计发电量 1008.27 亿千瓦时, 比去年同期增长 6.86%, 其中核电机组发电量 902.68 亿千瓦时, 同比增长 2.77%, 新能源发电量 105.59 亿千瓦时, 同比增长 62.01%。截至 2023 年 8 月末, 公司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;截至 2023H1, 公司新能源装机容量总计 2241.82 万千瓦, 其中在运装机容量 1445.21 万千瓦, 在建装机容量 796.61 万千瓦, 按行业来看风电 651.89 万千瓦, 光伏 1589.93 万千瓦。公司 2023 年以发电量 2050 亿千瓦时为目标, 其中核电计划发电量 1835 亿千瓦时, 新能源计划发电量 215 亿千瓦时, 2023H1 完成近一半的发电量计划。

从公司主要参控股子公司看, 核能发电业务主要由秦山核电站、田湾核电站、福清核电站等承担, 2023H1 营业收入 343.67 亿元 (+10.05%), 净利润 96.99 亿元 (+4.18%); 新能源发电平台中核汇能, 实现收入 46.11 亿元 (+49.14%), 净利润 16.15 亿元 (+58.46%), 公司在新能源领域 2023 年力争获取指标 1000 万千瓦, 开工建设 1000 万千瓦, 新增新能源装机 600 万千瓦。按照全年 17 次大修的计划, 2023H1 公司所属运行核电厂完成 11 次大修, 其中 10 次常规大修平均工期较 2022 年同期缩短 3.35 天, 实现历史最优。

◆ 实行精细化管理, 费用端进一步下降

费用端来看, 公司 2023H1 期间费用率 15.95% (-2.08pcts) 明显下降, 主要系公司通过全方位管理实现成本压降、跨电厂库存消纳。具体来看, 管理费用率 (3.76%, -1.24pcts) 有所下降, 主要是核电项目前期开发费用同比减少;销售费用率 (0.11%, +0.02pcts) 保持稳定;财务费用率 (10.71%, -0.48pcts) 小幅波动, 主要系汇兑损失增加;研发费用率 (1.37%, -0.38pcts) 下降主要是个别电厂研发项目支出减少。

2023H1 公司新增发明专利 126 项, 公司持续加强顶层设计, 建立“应用基础科研+运维与在建工程科研+产业化科研”三大新领域, 构建以中国核电本部为引导层、三大科研企业为主体层、电厂单位为支持层的“金字塔型”科技创新体系;同时, 与研究型大学横向协作, 在智慧核电、核能多用途、设备可靠性提升等领域与大学深度合作。

◆ 应收账款回款将增厚业绩，大力投资核电、新能源机组建设

从资产负债端来看，公司 2023H1 应收账款 202.87 亿元，较 2022 年增加 17.87%，主要系发电量增加带来应收电费余额增加，以及新能源规模增加带来应收电费补贴款增加；预付款项 41.48 亿元，较 2022 年增加 48.47%，主要系预付的工程款和核燃料款增加；合同负债 1.34 亿元，较 2022 年增加 41.21%，主要系新增技术服务收入合同预收款增加。

从现金流量端来看，公司 2023H1 经营活动产生的现金流量净额 219.44 亿元（同比+1.25%），主要系发电量增加，售电增加，收到售电款增加；投资活动产生的现金流量净额-239.02 亿元（+46.79%），主要系核电机组和自建新能源机组基建投入增加。

◆ 能源结构持续优化，核电产业加速发展

电力工业是国民经济发展中最重要的基础能源产业之一，也是社会公用事业的重要组成部分之一，国内经济的快速发展带动电力行业迅速发展，装机容量、发电量呈现良好的增长态势。国内目前是以煤炭为主的能源结构，火力发电一直是我国电力主要来源，在我国双碳政策目标等能源政策的引领下，我国电力行业逐步向核电、风电、水电等绿色低碳方向转型，而核电作为技术成熟的清洁能源，具有发电规模稳定、发电量大等优势，近年来核电发电量在各类电源发电量的比重逐步提高，市场需求旺盛。另外核能技术向供热、供汽、海水淡化、制氢等方面的多样化发展，创造新的市场需求，进一步扩大行业市场空间。

截至 2022 年底，我国商运核电机组 53 台，在建核电机组 22 台，在建规模继续保持世界领先；2022 年，我国核电发电量达到 4178 亿千瓦时，比 2021 年同期上升了 2.5%，在电力结构中的占比达到 4.8%，较十年前的约 2%有了大幅度提高；而至 2023 年 H1，我国核电发电量达到 2119 亿千瓦时，同比增长 6.5%，在电力结构中的占比进一步提升至 5.08%。预计“十四五”期间，我国核电装机规模将进一步加快增长，发电量将大幅增加，到 2035 年，核能发电量在我国电力结构中的占比将达到 10%左右。

◆ 投资建议

我们认为：

- 1) 公司作为我国核电主力企业，在积极开拓核电市场的基础上，大力发展新能源产业、推行核能多用途利用，开拓新的业绩增长点。同时，海外市场的布局与突破，也将增厚公司利润；

- 2) 公司持续优化大修管理, 在安全稳定的前提下缩短大修工期, 提高发电水平, 2023H1 大修工期进一步缩短;
- 3) 公司今年设立中核运维, 将全力推行集约化改革, 推动标准化管理, 降低成本, 提高运行效率。

基于以上观点, 我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 754.76 亿元、822.23 亿元、909.84 亿元, 归母净利润分别为 105.11 亿元、113.53 亿元 126.94 亿元, EPS 分别为 0.56 元、0.60 元、0.67 元, 首次覆盖给予“买入”评级, 2023 年 9 月 5 日收盘价 7.28 元, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 13.00 倍、12.13 倍、10.87 倍。

◆ 风险提示

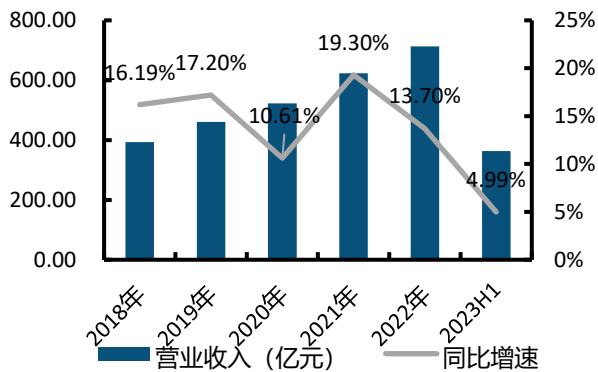
电价波动风险、核电政策调整风险、资产负债率较高风险等。

◆ 盈利预测

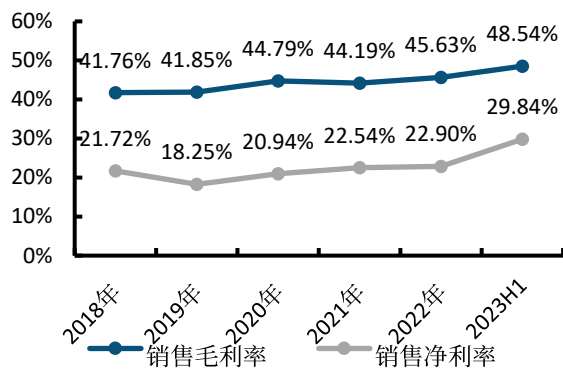
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	71285.60	75475.54	82223.09	90983.91
增长率	13.70%	5.88%	8.94%	10.65%
归属母公司股东净利润	9009.83	10510.60	11352.52	12694.19
增长率	9.66%	16.66%	8.01%	11.82%
每股收益(EPS) (元)	0.48	0.56	0.60	0.67

资料来源: iFind, 中航证券研究所

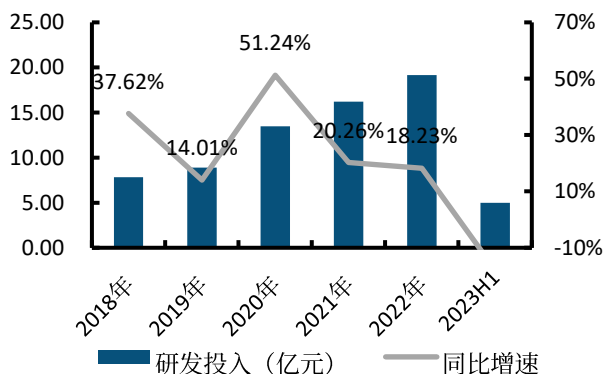
(注: 2022 年会计政策调整, 2021 年年报相关数据回溯调整, 2022 年营收增速和归母净利润增速按照 2021 年年报调整后数据计算)

◆ 公司主要财务数据
图1 营业收入及增速（单位：亿元；%）


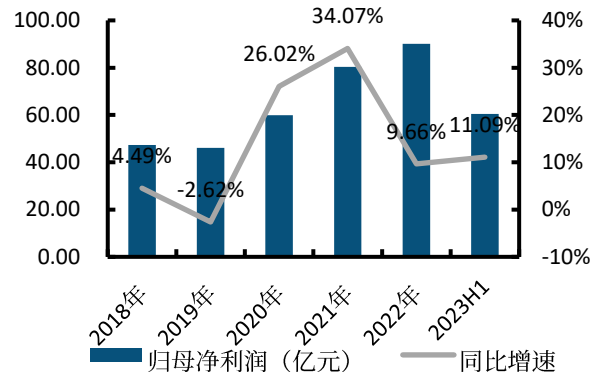
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 毛利率及净利率（%）


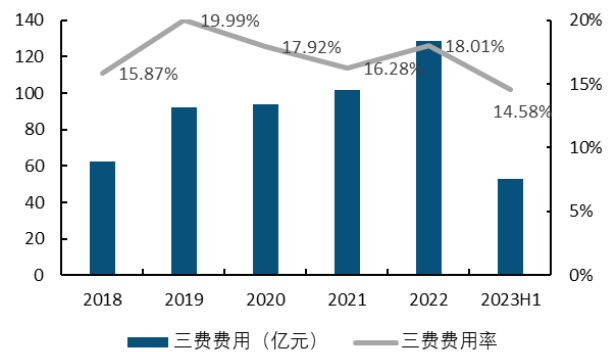
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 研发占营收比例（单位：亿元；%）


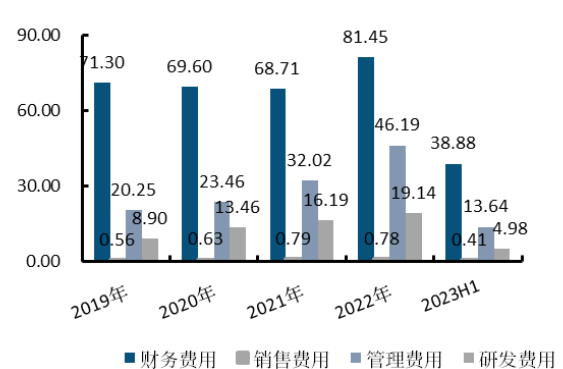
资料来源：wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速（单位：亿元；%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图4 三费费用及占营收比例（单位：亿元；%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图6 期间费用情况（单位：亿元）


资料来源：wind，中航证券研究所

业务拆分预测（数据单位：百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
电力业务	营业收入	69943.38	74049.05	80660.85	89251.24
	增长率	14.28%	5.87%	8.93%	10.65%
	毛利率	46.15%	46.11%	46.28%	46.29%
其他业务	营业收入	1342.22	1426.49	1562.24	1732.68
	增长率	15.15%	6.28%	9.52%	10.91%
	毛利率	18.42%	18.49%	21.71%	21.72%

数据来源：iFind，中航证券研究所

（注：2022 年会计政策调整，2021 年年报相关数据回溯调整，2022 年营收增速按照 2021 年年报调整前数据计算）

财务报表与财务指标（数据单位：百万元）

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	71285.60	75475.54	82223.09	90983.91	货币资金	16161.64	15095.11	16444.62	18196.78
营业成本	38756.96	41067.77	44554.09	49293.18	应收票据及账款	17545.85	19574.01	21328.45	23605.96
税金及附加	872.20	923.46	986.68	1091.81	预付账款	2793.90	1590.16	1730.06	1911.91
销售费用	77.72	83.02	82.22	90.98	其他应收款	1192.58	1391.64	1518.31	1682.58
管理费用	4618.54	4370.03	4744.27	5249.77	存货	24809.23	26291.25	28524.38	31559.79
研发费用	1397.92	1328.37	1480.02	1619.51	其他流动资产	3257.20	7949.18	7949.18	7949.18
财务费用	8144.51	8902.69	9764.09	10107.44	长期股权投资	5684.59	5908.99	6134.38	6361.12
资产减值损失	-247.54	-249.07	-246.67	-272.95	固定资产	272697.09	295006.10	344050.94	381660.62
信用减值损失	87.27	98.12	106.89	118.28	在建工程	101500.25	120583.54	102666.84	83250.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	2051.95	2751.85	3711.18	3894.86
投资收益	275.24	230.59	231.58	232.93	长期待摊费用	1052.94	947.65	842.35	737.06
公允价值变动损益	0.05	0.53	0.54	0.55	其他非流动资产	15872.76	23591.04	22931.73	22778.76
资产处置收益	1.04	2.03	2.15	2.24	资产总计	464619.98	520680.52	557832.42	583588.74
其他收益	2111.38	3263.41	3265.03	3266.79	短期借款	15364.52	33741.67	52852.13	64747.77
营业利润	19645.18	22145.80	23971.25	26879.05	应付票据及账款	20538.77	22640.15	23467.19	25967.38
营业外收入	43.66	792.36	793.14	794.23	其他流动负债	38033.36	49122.72	49920.55	50917.85
营业外支出	119.06	155.13	156.38	157.04	流动负债合计	73936.65	105504.55	126239.86	141632.99
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	220300.32	231599.01	231460.61	223246.90
利润总额	19569.77	22783.03	24608.01	27516.24	其他非流动负债	22513.55	20479.41	20701.35	21014.93
所得税	3247.07	3916.40	4230.12	4730.04	非流动负债合计	242813.88	252078.42	252161.96	244261.83
净利润	16322.71	18866.63	20377.89	22786.20	负债合计	316750.53	357582.97	378401.83	385894.82
少数股东损益	7312.88	8356.03	9025.37	10092.01	股本	18860.70	18883.28	18883.28	18883.28
归属母公司股东净利润	9009.83	10510.60	11352.52	12694.19	资本公积	27304.83	27388.61	27,388.61	27,388.61
现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	留存收益	42474.81	49240.53	56548.21	64719.52
经营性现金净流量	46385.26	65566.61	67688.30	79003.17	归属母公司权益	88640.35	95512.43	102,820.10	110,991.41
投资性现金净流量	-53008.39	-81247.33	-71502.57	-66303.91	少数股东权益	59229.10	67585.13	76,610.49	86,702.50
筹资性现金净流量	9435.95	14614.19	5163.78	-10947.09	股东权益合计	147869.44	163097.55	179430.60	197693.92
现金流量净额	2806.21	-1066.53	1349.51	1752.16	负债和股东权益合计	464619.98	520680.52	557832.42	583588.74

数据来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637