

降费成果显著，业绩稳健增长

2023 年 10 月 27 日

➤ **事件概述：**10 月 26 日，公司发布 2023 年三季度报告，前三季度实现营业收入 560.89 亿元，同比增长 6.4%（经重述）；归母净利润 93.27 亿元，同比增长 16.1%（经重述）；扣非归母净利润 91.42 亿元，同比增长 13.9%（经重述）。第三季度公司实现营业收入 197.91 亿元（经重述），同比增长 9.2%；归母净利润 32.85 亿元，同比增长 26.6%（经重述）；扣非归母净利润 32.54 亿元，同比增长 25.0%（经重述）。

➤ **核电电量稳步提升，全年发电计划已完成 3/4：**2023 前三季度公司核电完成发电量、上网电量 1394.63、1304.19 亿千瓦时，同比分别增长 2.6%、2.7%；大修优化，Q3 单季度完成发电量、上网电量 491.95、459.40 亿千瓦时，同比分别增长 2.2%、4.5%，环比分别增长 8.9%、8.7%，前三季度公司已经完成年度核电发电计划的 76.0%，全年电量无忧。

➤ **降费增厚业绩：**Q3 公司管理费用同比减少 4.15 亿元，此外，同期财务费用同比减少 5.70 亿元，其中，利息费用同比减少 2.27 亿。降费推动公司 Q3 营业利润同比增加 12.82 亿元，增速达到 22.8%，超过营业收入增速 13.7 个百分点，营业利润率提升 3.9 个百分点至 34.9%。

➤ **“弹药”充足，汇能开启“买买买”：**2023 前三季度公司风电、光伏分别新增装机 91.45、211.76 万千瓦，其中，Q3 单季度分别完成新增装机 8、103 万千瓦。在装机规模快速扩张的拉动下，2023 前三季度公司风电、光伏分别完成发电量 76.13、90.88 亿千瓦时，同比分别增长 71.8%、59.4%；Q3 单季度分别完成发电量 25.44、35.98 亿千瓦时，同比分别增长 66.3%、72.5%。截至 2023 年 9 月底，公司控股在建风光项目 955.08 万千瓦（风电 157.50 万千瓦，光伏 797.58 万千瓦）；9 月 27 日、10 月 10 日，公司连续公告子公司汇能分别以 5.51 亿元、779 万元收购 10 万千瓦、3 万千瓦光伏资产，自建+收购模式推动公司新能源开发高歌猛进。

➤ **投资建议：**核电电量稳步提升，全年发电计划已完成 3/4，全年电量无忧；虽无增量机组，但通过降费，公司业绩仍稳步增长；充足资本金下，自建+收购模式催化下，风光投产节奏有望加快。根据成本结构变化调整对公司盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.55/0.57/0.61 元（前值 0.57/0.59/0.61 元），对应 10 月 26 日收盘价 PE 分别为 13.2/12.8/12.0 倍。参考公司历史估值水平，给予公司 2023 年 15.0 倍 PE，目标价 8.25 元/股，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 核安全事故；2) 政策变化；3) 电价调整；4) 汇兑损失。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	71,286	74,848	79,343	84,351
增长率（%）	13.7	5.0	6.0	6.3
归属母公司股东净利润（百万元）	9,010	10,401	10,749	11,472
增长率（%）	9.7	15.4	3.3	6.7
每股收益（元）	0.48	0.55	0.57	0.61
PE	15.3	13.2	12.8	12.0
PB	1.6	1.4	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.29 元

目标价：

8.25 元


分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.中国核电 (601985.SH) 2023 年半年报点评：降本增利，核电稳步提升，风、光大步向前-2023/08/31

2.中国核电 (601985.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：核电电量无忧，新能源大步流星-2023/04/27

3.中国核电 (601985.SH) 2022 年业绩预告点评：电量如约兑现，风光驶向快车道-2023/01/20

4.中国核电 (601985.SH) 2022 年三季报点评：核风光齐头并进，四代堆挺进大湾区-2022/10/28

5.中国核电 (601985.SH) 2022 年半年报点评：Q3 有望扭转颓势，新能源全产业链布局稳步扩张-2022/08/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	71,286	74,848	79,343	84,351
营业成本	38,757	39,728	42,690	45,506
营业税金及附加	872	898	952	1,012
销售费用	78	82	87	93
管理费用	4,619	5,239	5,554	5,905
研发费用	1,398	1,647	1,746	1,856
EBIT	27,585	27,254	28,315	29,980
财务费用	8,145	7,848	8,200	8,379
资产减值损失	-248	-301	-318	-339
投资收益	275	264	274	300
营业利润	19,645	21,526	22,245	23,738
营业外收支	-75	-50	-50	-50
利润总额	19,570	21,476	22,195	23,688
所得税	3,247	3,543	3,662	3,909
净利润	16,323	17,932	18,533	19,780
归属于母公司净利润	9,010	10,401	10,749	11,472
EBITDA	43,453	48,035	50,815	54,651

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,162	13,050	13,128	18,177
应收账款及票据	17,364	18,620	19,738	20,984
预付款项	2,794	3,178	3,415	3,640
存货	24,809	26,122	28,070	29,921
其他流动资产	4,632	4,682	4,768	4,863
流动资产合计	65,760	65,652	69,119	77,586
长期股权投资	5,685	6,685	7,685	8,685
固定资产	269,032	268,083	286,263	298,076
无形资产	2,052	2,214	2,327	2,389
非流动资产合计	398,860	423,197	444,598	456,761
资产合计	464,620	488,850	513,717	534,347
短期借款	15,365	16,648	19,191	21,097
应付账款及票据	20,539	20,843	22,397	23,875
其他流动负债	38,033	37,547	37,988	38,448
流动负债合计	73,937	75,038	79,577	83,420
长期借款	208,511	211,511	214,511	217,511
其他长期负债	34,303	40,303	43,303	41,703
非流动负债合计	242,814	251,814	257,814	259,214
负债合计	316,751	326,852	337,391	342,634
股本	18,861	18,883	18,883	18,883
少数股东权益	59,229	66,761	74,544	82,852
股东权益合计	147,869	161,998	176,326	191,713
负债和股东权益合计	464,620	488,850	513,717	534,347

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.70	5.00	6.01	6.31
EBIT 增长率	17.85	-1.20	3.89	5.88
净利润增长率	9.66	15.44	3.35	6.73
盈利能力 (%)				
毛利率	45.63	46.92	46.20	46.05
净利润率	22.90	23.96	23.36	23.45
总资产收益率 ROA	1.94	2.13	2.09	2.15
净资产收益率 ROE	10.16	10.92	10.56	10.54
偿债能力				
流动比率	0.89	0.87	0.87	0.93
速动比率	0.51	0.48	0.47	0.52
现金比率	0.22	0.17	0.16	0.22
资产负债率 (%)	68.17	66.86	65.68	64.12
经营效率				
应收账款周转天数	88.12	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	233.64	240.00	240.00	240.00
总资产周转率	0.15	0.15	0.15	0.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.55	0.57	0.61
每股净资产	4.69	5.04	5.39	5.76
每股经营现金流	2.47	2.32	2.56	2.74
每股股利	0.17	0.20	0.22	0.23
估值分析				
PE	15.3	13.2	12.8	12.0
PB	1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.76	8.20	7.92	7.33
股息收益率 (%)	2.33	2.74	3.02	3.16

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	16,323	17,932	18,533	19,780
折旧和摊销	15,868	20,781	22,501	24,671
营运资金变动	6,079	-3,185	-1,393	-1,481
经营活动现金流	46,698	43,849	48,288	51,798
资本开支	-50,487	-44,366	-43,166	-36,118
投资	-3,062	-1,100	-1,100	-1,100
投资活动现金流	-53,008	-45,202	-43,992	-36,918
股权募资	11,176	23	0	0
债务募资	29,514	10,283	8,544	3,306
筹资活动现金流	9,436	-1,758	-4,218	-9,831
现金净流量	3,119	-3,112	78	5,049

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026