

2024 年 02 月 02 日

买入（首次覆盖）

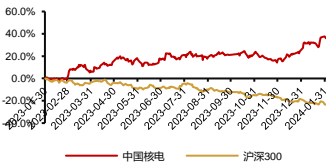
证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现：



相关研究

股票数据：	2024 年 2 月 1 日
收盘价（元）	8.2
一年内最高/最低（元）	8.45/5.79
总市值（亿元）	1548
基础数据：	2023 年 9 月 30 日
总股本（亿股）	189
总资产（亿元）	5097
净资产（亿元）	1554
每股净资产（元）	4.7
市净率 PB	1.78

中国核电（601985.SH）

——核电装机确定性高增 新能源带来第二增长

投资要点：

- **中核集团旗下核电运营平台，加码新能源快速增长。**公司是中国核工业集团旗下核电运营平台，截至 2023 年底拥有核电装机 25 台，装机容量 2375 万千瓦，主要位于浙江、江苏、福建、海南。除此之外，公司 2020 年收购中核汇能切入新能源赛道，截至 2023 年底公司拥有新能源风光在运装机容量 1852 万千瓦，其中风电 595 万千瓦、光伏 1256 万千瓦，全年新增新能源装机 6GW，为公司全年利润增长奠定基础。
- **在建、核准待建核电装机共 15 台，核电陆续投产将保障公司十四五-十五五确定性的增长。**“十四五”以来随着电力供需持续偏紧，核电审批明显加速，2022 年及 2023 年各审批 10 台核电机组，创下历史新高。目前公司在建核电机组 9 台，核准待建 6 台，考虑到核电建造周期，预计 2024-2030 年公司将保持核电装机稳定增长。按照核电建造周期需要 60 个月进行考虑，预计 2024 年公司将投产 1 台核电（漳州 1 号），2025 年投产 1 台（漳州 2 号），2026 年投产 2 台（田湾 7 号、海南小堆），2027 年投产 4 台（徐大堡 3 号、4 号、田湾 8 号和三门 3 号），2028 年投产 1 台（三门 4 号），另外公司拥有核准待建 6 台核电机组，分别为漳州 3、4 号，徐大堡 1、2 号、金七门 1、2 号，预计这些机组有望在今明两年陆续开工，2029-2030 年陆续投产。
- **华龙一号盈利良好，未来单位装机盈利有望持续提升。**过去核电盈利稳定，ROE 基本维持在 20%左右。2018 年三门核电（AP1000 技术）投产，受工期延误影响，工程费用大幅增加，项目投产以来收益率持续低于二代机组，拖累公司整体盈利表现，导致市场担忧三代核电盈利状况。未来新增三代技术均以华龙一号为主，目前造价在 16000-17000 元/千瓦，折旧年限 35 年，未来随着设计优化、设计固化，建设期的经验反馈核缩短建造期，以及一些大型装备的规模化建设，预计三代核电成本持续下降，单位装机利润持续提升。从公司福清核电（全球首堆华龙一号）的表现来看，2022 年福清 5、6 号机组实现净利润 12.34 亿元，对应 5.32 亿元/GW，考虑到福清 6 号机组于 2022 年 4 月投产，华龙一号的实际盈利水平更高。
- **新能源装机增长迅速，成为公司十四五核电投产空档期的重要增长来源。**根据公司公告，公司规划十四五末新能源装机达到 3000 万千瓦，为了完成此目标，公司 2021-2023 年分别新增装机 3.6、3.7、6GW，装机发展持续提速，目前公司拥有在运新能源装机 1852 万千瓦，在建装机接近 10GW，考虑到新能源 1-2 年的建造周期，预期公司新能源增长目标将如期完成，在核电投产空档期为公司提供持续业绩增长。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 739.19、781.03、825.35 亿元，同比增长率分别为 3.7%、5.7%、5.7%，实现归母净利润分别为 102.51、114.15、124.83 亿元，同比增长率分别为 13.8%、11.4%、9.4%。当前股价对应的 PE 分别为 15、14、12 倍。公司利润主要由核电业务贡献，因此我们选取中国广核、长江电力、华能水电、川投能源作为可比公司进行估值，公司估值水平低于可比公司，考公司历史分红率，假设 2023-2025 年分红率为 36%，则 2023-2025 年公司股息率分别为 2.3%、2.6%、2.8%（扣除永续债利息），首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**公司核电新增装机投产进度不及预期；新能源电价较低

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	62367	71286	73919	78103	82535
同比增长率（%）	19.30%	14.3%	3.7%	5.7%	5.7%
归母净利润（百万元）	8038	9010	10251	11415	12483
同比增长率（%）	34.10%	12.1%	13.8%	11.4%	9.4%
每股收益（元/股）	0.44	0.47	0.54	0.60	0.66
毛利率（%）	44.2%	45.6%	45.0%	46.0%	45.4%
ROE（%）	11.2%	11.0%	11.4%	11.4%	11.3%
市盈率	19.3	17.2	15.1	13.6	12.4

投资案件

投资评级与估值

公司作为中国核工业集团旗下核电运营平台，拥有在建、核准待建核电装机 15 台，在建新能源装机约 10GW，十四五-十五五增长可期。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 739.19、781.03、825.35 亿元，同比增长率分别为 3.7%、5.7%、5.7%，实现归母净利润分别为 102.51、114.15、124.83 亿元，同比增长率分别为 13.8%、11.4%、9.4%。当前股价对应的 PE 分别为 15、14、12 倍。公司利润主要由核电业务贡献，因此我们选取中国广核、长江电力、华能水电、川投能源作为可比公司进行估值，公司估值水平低于可比公司，考公司历史分红率，假设 2023-2025 年分红率为 36%，则 2023-2025 年公司股息率分别为 2.3%、2.6%、2.8%（扣除永续债利息），首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 2024、2025 年公司按期投产漳州 1、2 号机组，上网含税电价 0.43 元/千瓦时
- 2) 2024-2025 年公司新增风电装机分别为 200、300 万千瓦，新增光伏装机分别为 400、400 万千瓦，上网平均含税电价为 0.32 元/千瓦时

投资逻辑要点

公司是中国核工业集团旗下核电运营平台，现有核电装机 2375 万千瓦，主要位于浙江、江苏、福建、海南，现有在建、核准待建核电装机共 15 台，考虑到核电建造周期 5-6 年，这些核电机组将在 2024-2030 年陆续投产，为公司每年带来稳定的业绩增量，而对于市场过去担心的三代核电盈利问题，未来随着华龙一号国产化率的提升和造价的降低，华龙一号机组的盈利有望持续提升。在新能源方面，2021 年以来公司新能源装机持续增长，2021-2023 年分别投产新能源装机 3.6、3.7、6GW，装机发展持续提速，目前公司拥有新能源在建装机约 10GW，预计将在未来两年陆续投产，在核电投产空档期为公司提供持续业绩增长。

核心风险提示

公司核电新增装机投产进度不及预期；新能源电价较低。

目录

1. 中核集团旗下核电运营平台，加码新能源快速扩张	5
2. 核电机组陆续投产 新能源开辟第二增长曲线	7
3. 盈利预测及估值	9

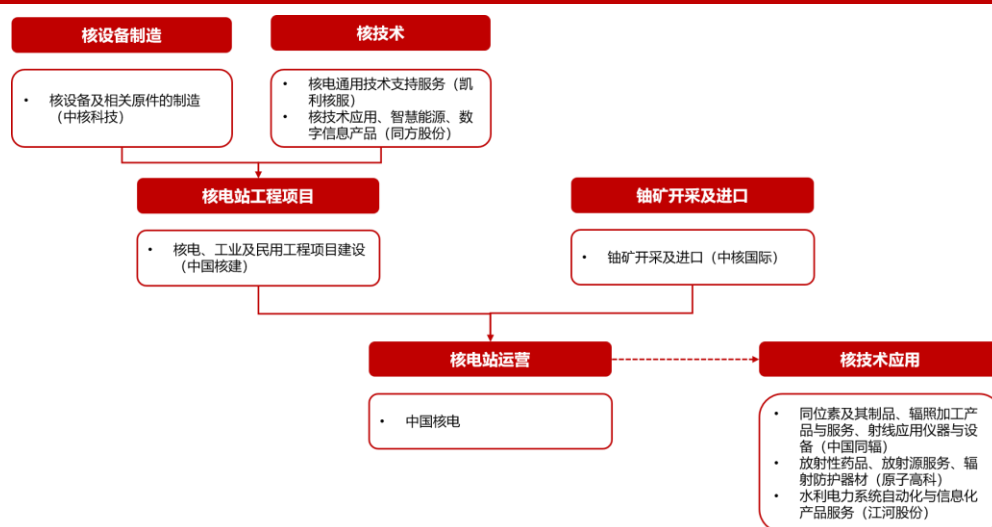
图表目录

图 1：中核集团产业链结构与上市平台业务	5
图 2：2017-2023Q3 中核汇能的盈利情况	7
图 3：福岛核事故以来我国核电审批数量	7
图 4：中国核电未来几年核电装机增长预期	8
图 5：福清核电 2015-2022 年盈利情况	9
图 6：2015-2022 年公司分红统计	9
表 1：公司核电在运装机情况	5
表 2：2020-2022 年中国核电新能源装机情况	6
表 3：2023 年我国审批 10 台核电	7
表 4：中国核电在建核电机组预期投产节奏	8
表 5：公司主要子公司 ROE 情况	9
表 6：公司核心假设	9
表 7：可比公司估值表	10
表 8：中国核电预测资产负债表（单位：亿元）	11
表 9：中国核电预测资产负债表（单位：亿元）	11
表 10：中国核电预测现金流量表（单位：亿元）	13

1. 中核集团旗下核电运营平台，加码新能源快速增长

中核集团旗下核电运营平台，核电、新能源齐发展。中国核工业集团（简称中核集团），是国内拥有完整核燃料循环产业链的企业，持有从天然铀的开采、到后端乏燃料处理的全部资质，并拥有完整的核科技工业体系。公司为中核集团旗下负责核电、清洁能源项目的核心上市公司，拥有核能、非核清洁能源、敏捷端新产业等三大产业。截止 2023 年底，公司拥有控股核电在运机组 25 台，装机容量 2375 万千瓦，拥有新能源风光在运装机容量 1851.6 万千瓦，其中风电 595 万千瓦、光伏 1256 万千瓦。

图 1：中核集团产业链结构与上市平台业务



资料来源：公司官网，wind，华源证券

公司当前拥有八大核电基地，厂址主要位于辽宁、江苏、浙江、福建、海南。主要包括：1) 辽宁徐大堡核电基地：规划 6 台机组，其中徐大堡 3、4 号在建，2023 年新增审批 1、2 号机组。2) 江苏田湾核电基地：一共 8 台，1-6 号已投产，7-8 号在建，预计 7 号 2026 年投运，8 号 2027 年投运。3) 浙江秦山核电基地：一共 9 台，已全部投产，其中秦山 1 核 2021 年起延寿 20 年。4) 浙江三门核电基地：一共 4 台，1-2 号已全部投运，3-4 号 2021 年底核准，目前处于在建状态。5) 浙江金七门核电基地：2023 年新增厂址，2023 年 12 月审批 1、2 号机组。6) 福建福清基地：一共 6 台核电机组，已全部投运。7) 漳州核电基地：一共两台核电，目前都属于在建，预计 1 号 2024 年投运，2 号 2025 年投运。8) 海南昌江基地：一共 2 台核电机组，已全部投产。

表 1：公司核电在运装机情况

核电基地	电厂名称	地区	型号	控股装机 (万千瓦)	开工日期	投产日期
------	------	----	----	------------	------	------

浙江秦山核电 基地	秦山一核机组	浙江	CP300	35	1985/03	1994/04
	秦山一核方家山核电 1 号机组	浙江	CP1000	108.9	2008/12	2014/12
	秦山一核方家山核电 2 号机组	浙江	CP1000	108.9	2009/07	2015/02
	秦山二核 1 号机组	浙江	CP600	67	1996/06	2002/04
	秦山二核 2 号机组	浙江	CP600	67	1997/03	2004/05
	秦山二核 3 号机组	浙江	CP600	67	2006/04	2010/10
	秦山二核 4 号机组	浙江	CP600	67	2007/01	2011/12
	秦山三核 1 号机组	浙江	CANDU-6	72.8	1998/06	2002/12
	秦山三核 2 号机组	浙江	CANDU-6	72.8	1998/09	2003/07
浙江三门核电 基地	三门核电 1 号机组工程	浙江	AP1000	125	2009/04	2018/10
	三门核电 2 号机组工程	浙江	AP1000	125	2009/12	2018/11
江苏田湾核电 基地	江苏田湾 1 号机组	江苏	VVER-1000	106	1999/10	2007/05
	江苏田湾 2 号机组	江苏	VVER-1000	106	2000/09	2007/08
	江苏田湾 3 号机组	江苏	VVER-1000	112.6	2000/09	2018/02
	江苏田湾 4 号机组	江苏	VVER-1000	112.6	2013/09	2018/12
	江苏田湾 5 号机组	江苏	M310+	111.8	2015/12	2020/09
	江苏田湾 6 号机组	江苏	M311+	111.8	2016/09	2021/05
福建福清核电 基地	福清核电 1 号机组	福建	CP1000	108.9	2008/11	2014/11
	福清核电 2 号机组	福建	CP1000	108.9	2009/06	2015/10
	福清核电 3 号机组	福建	CP1000	108.9	2010/12	2016/10
	福清核电 4 号机组	福建	CP1000	108.9	2012/11	2017/09
	福清核电 5 号机组	福建	华龙一号	116.1	2015/05	2021/01
	福清核电 6 号机组	福建	华龙一号	116.1	2015/12	2022/04
海南昌江核电 基地	海南昌江核电工程 1 号机组	海南	CP600	65	2010/04	2015/12
	海南昌江核电工程 2 号机组	海南	CP600	65	2010/11	2016/08
合计				2375		

资料来源：公司公告，华源证券

新能源十四五快速增长,当前装机 18.5GW。公司的新能源业务主要依托于中核汇能, 2020 年公司收购中核汇能 100%股权, 2022 年完成对中核汇能的增资引战, 股权比例降至 70%。进入十四五以来, 公司新能源装机快速增长, 当前公司拥有新能源风光在运装机容量 1851.6 万千瓦, 其中风电 595 万千瓦、光伏 1256 万千瓦, 3 年 CAGR 分别为 69.0%/54.5%/52.2%。2022 年中核汇能净利润达到 17.63 亿元, ROE 达 8.2%; 2023 年上半年实现净利润 16.15 亿元。

表 2: 2020-2022 年中国核电新能源装机情况

	2020	2021	2022	2023
风电在运	175.69	263.47	420.74	595.15
风电在建	34.00	26.95	155.50	275.48
风电合计	209.69	290.42	576.24	870.63
光伏在运	349.30	623.86	832.33	1256.44
光伏在建	136.24	165.23	417.10	697.27

光伏合计

485.54

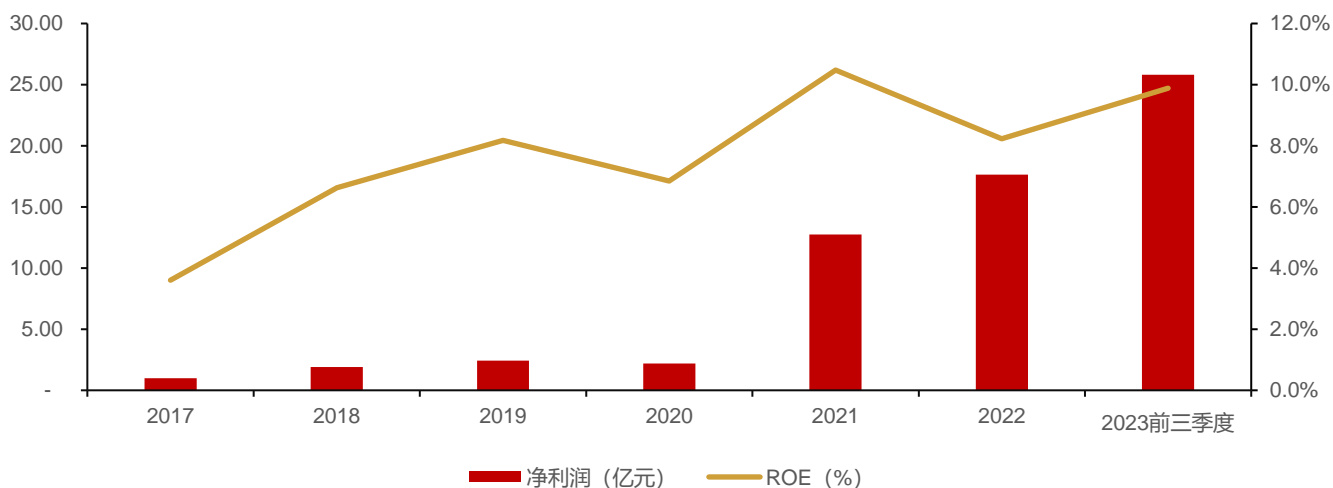
789.09

1249.43

1953.71

资料来源：公司公告，华源证券

图 2：2017-2023Q3 中核汇能的盈利情况



资料来源：公司公告，华源证券

注：2023 年前三季度 ROE = 中核汇能 2023 年前三季度净利润/中核汇能 2023 年 9 月底净资产

2. 核电机组陆续投产 新能源开辟第二增长曲线

2022、2023 年全国均审批 10 台核电机组，意味着在电力供需偏紧背景下核电审批加速。福岛核事故后，我国核电审批曾长期停滞，直到 2018 年底核电审批重启。“十四五”以来随着电力供需持续偏紧，核电审批明显加速，2022 年及 2023 年各审批 10 台核电机组，创下历史新高。目前我国核电发电量占比显著低于发达国家，随着核电审批常态化，核电将进入长期成长通道。

图 3：福岛核事故以来我国核电审批数量

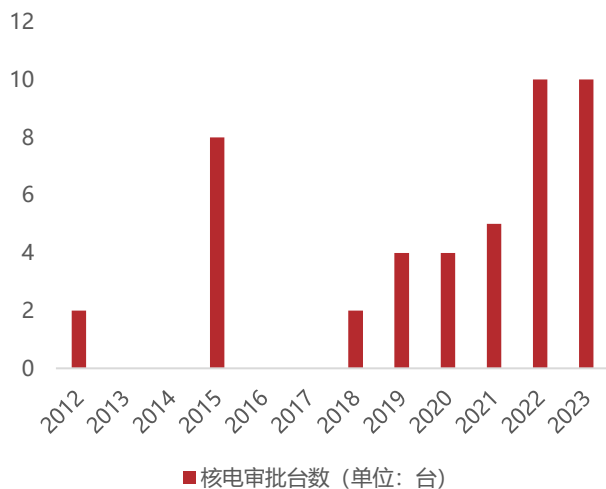


表 3：2023 年我国审批 10 台核电

项目名称	机组编号	机组规模	技术路线	所属业主
山东石岛湾	1#	120 万千瓦	华龙一号	华能集团
	2#	120 万千瓦	华龙一号	
福建宁德核电	5#	121 万千瓦	华龙一号	中国广核
	6#	121 万千瓦	华龙一号	
广东太平岭核电项目	3#	120.9 万千瓦	华龙一号	中广核集团
	4#	120.9 万千瓦	华龙一号	
徐大堡核电	1#	129.1 万千瓦	CAP1000	中国核电
	2#	129.1 万千瓦	CAP1000	
浙江金七门核电	1#	121.5 万千瓦	华龙一号	中国核电
	2#	121.5 万千瓦	华龙一号	

资料来源：官方新闻，华源证券

资料来源：新闻联播，华源证券

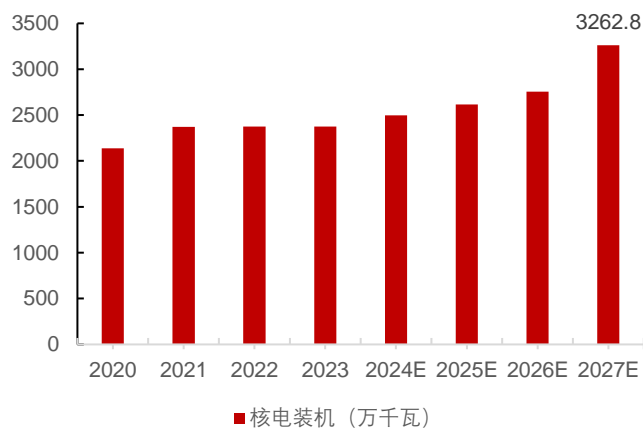
公司当前在建核电机组 9 台，核准待建 6 台，考虑到核电建造周期，预计 2024-2030 年公司 will 保持核电装机稳定增长。按照核电建造周期需要 60 个月进行考虑，预计 2024 年公司 will 投产 1 台核电（漳州 1 号），2025 年投产 1 台（漳州 2 号），2026 年投产 2 台（田湾 7 号、海南小堆），2027 年投产 4 台（徐大堡 3 号、4 号、田湾 8 号和三门 3 号），2028 年投产 1 台（三门 4 号），另外公司拥有核准待建 6 台核电机组，分别为漳州 3、4 号，徐大堡 1、2 号、金七门 1、2 号，预计这些机组有望在今明两年陆续开工，2029-2030 年陆续投产。

表 4：中国核电在建核电机组预期投产节奏

预计投 运年份	项目名 称	机型	开工建设 时间	机组容 量(万 千瓦)
2024 年	漳州 1 号	华龙一号	2019.10.16	121.2
2025 年	漳州 2 号	华龙一号	2020.9.4	121.2
2026 年	田湾 7 号	VVER-1200	2021.5.19	126.5
	海南小堆	玲龙一号	2021.7.13	12.5
2027 年	徐大堡 3 号	VVER-1200	2021.7.28	127.4
	田湾 8 号	VVER-1200	2022.2.25	126.5
	徐大堡 4 号	VVER-1200	2022.5.19	127.4
	三门 3 号	CAP1000	2022.6.28	125.1
2028 年	三门 4 号	CAP1000	2023.3.22	125.1

资料来源：公司公告，华源证券

图 4：中国核电未来几年核电装机增长预期



资料来源：公司公告，华源证券

过去核电 ROE 维持在 20% 左右，未来重点关注三代核电盈利。从过去核电子公司 ROE 表现来看，历史核电机组盈利稳定，近几年 ROE 基本维持在 20% 左右。2018 年，全球首堆 AP1000 技术三门核电投产，受工期延误影响，工程费用大幅增加，造价超概算严重，该项目投产以来收益率持续低于二代机组，拖累公司整体盈利表现。

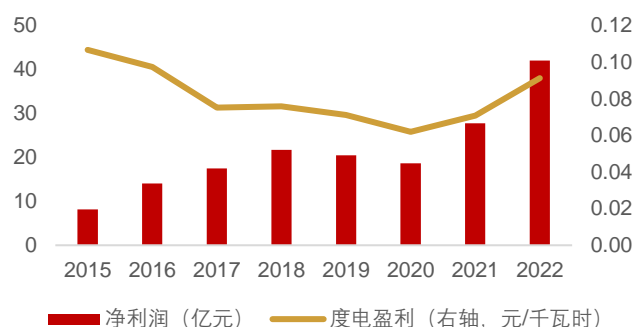
未来新增装机均为三代技术，将以华龙一号为主，三代核电目前造价在 16000-17000 元/千瓦，折旧年限 35 年，未来随着设计优化、设计固化，建设期的经验反馈核缩短建造期，以及一些大型装备的规模化建设，预计三代核电成本有望下降至 12000 元/千瓦，盈利持续提升。从公司福清核电（全球首堆华龙一号）的表现来看，2022 年福清 5、6 号机组实现净利润 12.34 亿元，对应 5.32 亿元/GW，考虑到福清 6 号机组于 2022 年 4 月投产，华龙一号的实际盈利水平更高。

表 5：公司主要子公司 ROE 情况

	2018	2019	2020	2021	2022
秦山一核	26.90%	23.70%	17.00%	19.90%	19.10%
秦山二核	19.50%	21.10%	20.90%	18.80%	19.40%
秦山三核	18.60%	20.80%	23.40%	21.70%	21.30%
田湾核电	9.60%	11.20%	10.80%	18.50%	22.90%
三门核电	1.70%	-7.80%	11.20%	10.40%	6.20%
福清核电	13.40%	10.70%	8.70%	12.10%	16.70%
海南核电	-9.50%	6.70%	1.50%	0.50%	3.00%
中核汇能			6.80%	10.50%	8.20%

资料来源：公司公告，华源证券

图 5：福清核电 2015-2022 年盈利情况



资料来源：公司公告，华源证券

注：福清 6 号机组 2022 年 4 月投产，并非贡献全年盈利

公司规划十四五末新能源装机达 30GW，现有在运装机 18.5GW，在建装机 10GW。
根据公司公告，公司规划十四五末新能源装机达到 3000 万千瓦，考虑到 2023 年底公司在运装机 1852 万千瓦，在建装机接近 10GW，预期公司新能源增长目标将如期完成。

3. 盈利预测及估值

根据核电在建情况和新能源储备，我们对公司的核心假设如下：

- 1) 2024、2025 年公司按期投产漳州 1、2 号机组，上网含税电价 0.43 元/千瓦时
- 2) 2024-2025 年公司新增风电装机分别为 200、300 万千瓦，新增光伏装机分别为 400、400 万千瓦，上网平均含税电价为 0.32 元/千瓦时

表 6：公司核心假设

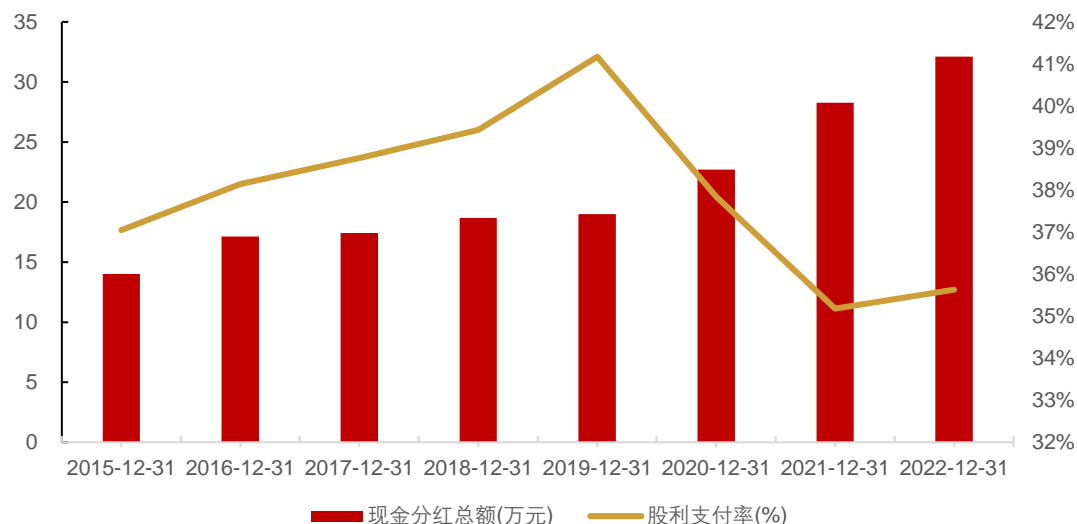
	2023E	2024E	2025E
核电新增装机		121.2	121.2
核电电价（含税，元/千瓦时）		0.43	0.43
风电新增装机	174.41	200	300
光伏新增装机	424.11	400	400
新能源电价（含税，元/千瓦时）	0.32	0.32	0.32

资料来源：公司公告，华源证券

注：2023 年新增装机为实际情况

与水电公司类似，公司现金流水平好于净利润，但由于核电开发持续推进，公司 2015 年来股利支付率维持在 35%以上，上市以来公司累计现金分红 169 亿元。

图 6：2015-2022 年公司分红统计



资料来源：公司公告，华源证券

在上述假设下，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 739.19、781.03、825.35 亿元，同比增长率分别为 3.7%、5.7%、5.7%，实现归母净利润分别为 102.51、114.15、124.83 亿元，同比增长率分别为 13.8%、11.4%、9.4%。当前股价对应的 PE 分别为 15、14、12 倍。公司利润主要由核电业务贡献，因此我们选取中国广核、长江电力、华能水电、川投能源作为可比公司进行估值，公司估值水平低于可比公司，考虑公司历史分红率，假设 2023-2025 年分红率为 36%，则 2023-2025 年公司股息率分别为 2.3%、2.6%、2.8%（扣除永续债利息），首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
		2024/2/1	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
003816.SZ	中国广核	1863	112.4	123.6	132.4	16.6	15.1	14.1	
600900.SH	长江电力	5909	273.9	342.5	361.5	21.6	17.3	16.3	
600025.SH	华能水电	1573	77.0	85.8	93.5	20.4	18.3	16.8	
600674.SH	川投能源	709	44.03	50.8	53.9	16.1	13.9	13.2	
平均值						18.7	16.1	15.1	
601985.SH	中国核电	1548	102.8	114.1	124.7	15.1	13.6	12.4	

资料来源：wind，华源证券

注：可比公司盈利预测均来源于 wind 一致预期

风险提示：

- 1) 公司核电新增装机投产进度不及预期。目前三代核电建造周期维持在 60 个月左右，但也可能因为部分原因工程延期。
- 2) 新能源电价较低。目前各省电力市场化进程加快，部分省份现货市场开始运行，新能源由于出力不可控，参与市场化交易可能导致电价下浮。

表 8：中国核电预测资产负债表（单位：亿元）

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	460.67	522.76	623.67	712.86	739.19	781.03	825.35
营业收入	460.67	522.76	623.67	712.86	739.19	781.03	825.35
其他类金融业务收入			0.193				
营业总成本	371.21	398.63	469.55	538.68	539.51	555.99	577.06
营业成本	267.89	288.62	348.06	387.57	406.65	422.12	450.85
税金及附加	5.52	6.05	6.6	8.72	9.04	9.55	10.10
销售费用	0.56	0.63	0.79	0.78	0.81	0.85	0.90
管理费用	20.25	23.46	32.02	46.19	35.48	37.49	33.01
研发费用	5.7	10.26	13.37	13.98	14.50	15.32	16.19
财务费用	71.3	69.6	68.71	81.45	73.03	70.65	66.01
其中：利息费用	70.07	70.6	76.56	76.41	75.45	73.07	68.43
减：利息收入	2.11	1.68	2.42	2.08	2.42	2.42	2.42
其他业务成本(金融类)							
加：其他收益	13.38	9.6	10.85	21.11	21.11	21.11	21.11
投资净收益	1.74	1.41	1.95	2.75	2.69	2.69	2.69
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1.72	1.39	1.9	2.69	2.69	2.69	2.69
以摊余成本计量的金融资产终止确认收益							
净敞口套期收益							
公允价值变动净收益				0	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1.82	-2.26	-3.21	-2.48	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.24	-0.64	0.45	0.87	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.03	0	0.59	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	102.55	132.26	164.75	196.45	223.48	248.84	272.09
加：营业外收入	1.78	2.58	2.26	0.44	0.44	0.44	0.44
减：营业外支出	0.84	3.05	1.42	1.19	1.19	1.19	1.19
其中：非流动资产处置净损失							
利润总额	103.49	131.79	165.59	195.7	222.73	248.09	271.34
减：所得税	19.42	22.32	25.05	32.47	37.02	41.28	45.20
净利润	84.07	109.47	140.55	163.23	185.71	206.80	226.15
持续经营净利润	84.07	109.47	140.55	163.23	185.71	206.80	226.15
终止经营净利润							
减：少数股东损益	37.95	49.52	60.17	73.13	83.20	92.65	101.32
归属于母公司所有者的净利润	46.13	59.95	80.38	90.1	102.51	114.15	124.83

资料来源：wind，华源证券

表 9：中国核电预测资产负债表（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产：							
货币资金	108.87	154.02	130.64	161.62	147	148	150
交易性金融资产				0.02	0.02	0.02	0.02
应收票据及应收账款	58.85	100.80	154.32	173.64	173.64	173.64	173.64

应收票据	0.42	0.07	2.98	1.53			
应收账款	58.43	100.73	151.34	172.11			
应收款项融资	2.25	1.37	0.18	0.01	0.01	0.01	0.01
预付款项	41.60	43.56	39.30	27.94	27.94	27.94	27.94
其他应收款(合计)	12.08	5.08	5.47	11.93	11.93	11.93	11.93
应收股利	0.11		0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
应收利息			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	11.97	5.08	5.46	11.91	11.91	11.91	11.91
存货	189.68	201.73	227.55	248.09	248.09	248.09	248.09
合同资产		0.70	1.44	1.81	1.81	1.81	1.81
一年内到期的非流动资产	1.82		0.49	0.55	0.55	0.55	0.55
其他流动资产	7.27	12.25	18.65	32.00	32	32	32
流动资产合计	422.41	519.50	578.06	657.60	642.78	643.70	646.00
非流动资产:							
债权投资	0.45	0.97	0.53	0.51	0.51	0.51	0.51
可供出售金融资产							
其他非流动金融资产	0.06	0.18	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53
长期应收款	0.15	0.16	0.16	0.17	0.17	0.17	0.17
长期股权投资	34.13	38.12	48.44	56.85	58.20	59.54	60.89
投资性房地产	0.94	0.97	4.24	4.23	4.23	4.23	4.23
固定资产(合计)	2,049.91	2,231.23	2,510.91	2,690.32	2956.76	3213.06	3505.11
固定资产	2,049.91	2,231.07	2,510.89	2,690.30			
固定资产清理	0.00	0.16	0.02	0.02			
在建工程(合计)	830.02	890.18	788.22	1,015.00	1155.00	1335.00	1445.00
在建工程	828.89	888.12	784.96	1,011.54			
工程物资	1.13	2.06	3.26	3.47			
使用权资产			33.94	36.65	36.65	36.65	36.65
无形资产	7.83	8.54	15.76	20.52	20.52	20.52	20.52
开发支出	6.43	9.29	7.02	10.11	10.11	10.11	10.11
商誉	6.44	16.23	21.12	39.37	39.37	39.37	39.37
长期待摊费用	0.58	6.23	10.30	10.53	10.53	10.53	10.53
递延所得税资产	5.72	11.46	16.86	18.49	18.49	18.49	18.49
其他非流动资产	111.31	84.39	60.14	85.32	85.32	85.32	85.32
非流动资产合计	3,053.98	3,297.96	3,518.16	3,988.60	4396	4834	5237
资产总计	3,476.39	3,817.46	4,096.21	4,646.20	5039	5478	5883
流动负债:							
短期借款	84.12	127.57	75.31	153.65	153.65	153.65	153.65
应付票据及应付账款	120.44	97.54	163.90	205.39	205.39	205.39	205.39
应付票据	2.00	2.28	3.36	1.58			
应付账款	118.44	95.26	160.53	203.81			
预收款项	0.64	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
合同负债		0.59	0.65	0.95	0.95	0.95	0.95
应付职工薪酬	2.77	3.06	3.42	4.85	4.85	4.85	4.85
应交税费	19.02	27.07	33.29	39.07	39.07	39.07	39.07
其他应付款(合计)	19.30	20.48	15.54	27.15	27.15	27.15	27.15

应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00			
应付股利	1.23	2.42	0.43	4.84			
其他应付款	18.07	18.07	15.11	22.31			
一年内到期的非流动负债	242.40	260.80	321.40	234.19	234.19	234.19	234.19
其他流动负债	0.23	9.16	42.20	74.09	74.09	74.09	74.09
流动负债合计	488.92	546.28	655.73	739.37	739.36	739.36	739.36
非流动负债:							
长期借款	1,810.27	1,757.57	1,766.11	2,085.11	2323	2589	2806
应付债券	68.77	71.31	137.81	89.99	89.99	89.99	89.99
租赁负债			28.93	27.90	27.90	27.90	27.90
长期应付款(合计)	160.10	224.12	189.55	156.48	156.48	156.48	156.48
长期应付款	158.51	220.90	185.03	151.31			
专项应付款	1.59	3.22	4.52	5.17			
长期应付职工薪酬	2.23	4.27	4.28	4.07	4.07	4.07	4.07
预计负债	38.97	43.44	56.50	59.52	59.52	59.52	59.52
递延所得税负债	1.35	1.88	3.17	3.67	3.67	3.67	3.67
递延收益-非流动负债	2.96	3.68	1.34	1.40	1.40	1.40	1.40
非流动负债合计	2,084.64	2,106.28	2,187.71	2,428.14	2666.14	2932.14	3149.14
负债合计	2,573.56	2,652.56	2,843.43	3,167.51	3405.50	3671.50	3888.50
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	155.65	174.56	175.23	188.61	188.61	188.61	188.61
其它权益工具	11.24	101.24	100.95	60.00	60.00	60.00	60.00
永续债		90.00	90.00	60.00			
资本公积金	127.19	179.53	181.06	273.05	273.05	273.05	273.05
其它综合收益	-0.11	-0.11	-0.66	-0.78	-0.78	-0.78	-0.78
专项储备	1.60	1.93	2.39	3.22	3.22	3.22	3.22
盈余公积金	32.44	36.84	41.74	48.94	48.94	48.94	48.94
未分配利润	172.52	210.63	260.53	313.37	385.13	465.03	552.41
归属于母公司所有者权益合计	500.54	704.62	761.23	886.40	958	1038	1125
少数股东权益	402.29	460.27	491.55	592.29	675	768	869
所有者权益合计	902.83	1,164.90	1,252.78	1,478.69	1634	1806	1995

资料来源: wind, 华源证券

表 10: 中国核电预测现金流量表 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量:							
销售商品、提供劳务收到的现金	500.07	562.79	663.72	814.77	739.19	781.03	825.35
收到的税费返还				7.01			
收到其他与经营活动有关的现金	19.29	25.97	27.33	37.07	21.55	21.55	21.55
经营活动现金流入小计	519.36	588.75	691.05	858.85	760.74	802.58	846.90
购买商品、接受劳务支付的现金	142.26	152.42	177.81	182.54	241.45	240.42	249.90
支付给职工以及为职工支付的现金	40.55	47.53	58.30	71.73	50.79	53.66	50.10
支付的各项税费	60.18	65.48	79.12	110.02	46.06	50.84	55.29

支付其他与经营活动有关的现金	15.67	12.05	19.73	27.58	1.19	1.19	1.19
经营活动现金流出小计	258.67	277.48	334.97	391.87	339.49	346.11	356.48
经营活动产生的现金流量净额	260.69	311.28	356.08	466.98	421.25	456.47	490.42
投资活动产生的现金流量:							
收回投资收到的现金	1.00	1.86	0.00	0.56	0.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.78	1.78	1.14	1.73	1.35	1.35	1.35
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.08	0.08	0.76	0.23			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		0.12					
收到其他与投资活动有关的现金	3.09	1.82	6.61	4.31			
投资活动现金流入小计	4.95	5.67	8.51	6.83	1.35	1.35	1.35
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	245.49	239.33	251.23	505.10	571.64	618.00	603.00
投资支付的现金	3.51	4.48	9.89	7.61	0.00	0.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	12.42	36.84	6.91	23.57			
支付其他与投资活动有关的现金	6.55	0.70	0.87	0.64			
投资活动现金流出小计	267.97	281.35	268.90	536.92	571.64	618.00	603.00
投资活动产生的现金流量净额	-263.02	-275.67	-260.39	-530.08	-570.30	-616.66	-601.66
筹资活动产生的现金流量:							
吸收投资收到的现金	20.93	200.33	21.31	111.76	0.00	0.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	20.93	19.34	19.80	101.09			
取得借款收到的现金	480.33	452.73	638.53	1171.61	238	266	217
收到其他与筹资活动有关的现金	14.79	91.42	25.68	30.86			
筹资活动现金流入小计	516.06	744.48	685.53	1314.24	238	266	217
偿还债务支付的现金	329.76	521.59	578.19	876.48			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	148.98	155.77	153.74	223.15	104	105	103
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	35.87	37.24	40.87	56.68			
支付其他与筹资活动有关的现金	4.12	64.05	71.07	120.25			
筹资活动现金流出小计	482.86	741.40	803.00	1219.88	104	105	103
筹资活动产生的现金流量净额	33.20	3.08	-117.47	94.36	134	161	114

资料来源：wind，华源证券

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数