

## 核电主业稳健增长，汇能已然“举重若轻”

2024 年 04 月 28 日

➤ **事件概述：**4 月 26 日，公司发布 2023 年度报告，报告期内实现营业收入 749.57 亿元，同比增长 5.15%（经重述）；归母净利润 106.24 亿元，同比增长 17.91%（经重述）；扣非归母净利润 103.96 亿元，同比增长 15.06%（经重述）；公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.195 元，合计派发现金红利 36.82 亿元，现金分红比例约 35.20%。公司发布 2024 年一季报，报告期内实现营业收入 179.88 亿元，同比增长 0.53%（经重述）；归母净利润 30.59 亿元，同比增长 1.18%（经重述）；扣非归母净利润 30.44 亿元，同比增长 0.85%（经重述）。

➤ **季度检修电量波动，全年预期无忧：**2023 年公司核电计划发电量 1835 亿千瓦时，实际完成发电量 1864.77 亿千瓦时，同比增长 0.67%，发电量较年度计划值高出 1.6%；2024 年公司核电计划发电量 1851 亿千瓦时，若按照 23 年实际-计划偏差值测算，则 24 年公司核电发电量有望达 1881 亿千瓦时，同比增长 0.87%。因机组大修同比增加（秦山、福清核电单季度发电量同比分别下降 6.3%、10.8%），1Q24 公司核电完成电量 436.74 亿千瓦时，同比下降 3.1%，但从过往经验来看，机组检修仅短期扰动电量叠加漳州 1 号预计下半年投产，无需担忧全年电量计划兑现。

➤ **财务费用延续降势，管理费用与其他收益波动：**2023 年公司通过低利率资金提前置换存量债务等方式持续优化债务融资结构，1Q24 财务费用同比减少 1.89 亿；同时因研发进度变动，单季度研发费用同比减少 1.75 亿元，但因项目开工等因素，同期管理费用同比增加 1.16 亿元。Q1 公司期间费用同比减少 2.65 亿元，但同期其他收益同比减少 1.37 亿元，费用、收益增减之间，公司营业利润率提升 0.5 个百分点至 37.6%，整体保持稳定。

➤ **汇能已然“举重若轻”，REITs 方案盘活存量资产：**2023 年新能源运营平台中核汇能实现营收 99.35 亿元，同比增长 51.6%，占公司总营收的比例同比提升 4.1pct 至 13.3%；实现净利润 29.41 亿元，同比增长 51.6%，占公司净利润的比例同比提升 4.3pct 至 15.2%。截至 1Q24 末，公司风电、光伏装机分别为 733.26、1400.80 万千瓦，同比分别增长 72.3%、59.1%；其中，Q1 单季度分别完成新增装机 138.11、144.36 万千瓦。在装机规模快速扩张的拉动下，Q1 公司风电、光伏分别完成发电量 37.14、37.02 亿千瓦时，同比分别增长 63.3%、58.1%。4 月 26 日，公司公告拟以 1.12GW 新能源作为底层资产发行并表类 REITs，募集不超过 75 亿元开发资金。募集资金拟用于偿还底层资产的外部负债、并购其他新能源项目，将有效降低公司的资产负债率，盘活存量资产，增强资产流动性。

➤ **投资建议：**季度核电电量波动不影响全年电量计划，同时通过新增机组与降费提效，核电业绩稳步增长；充足在建工程以及 REITs 方案募资，风光投产节奏有望加快。根据电量、电价以及成本结构变化调整对公司盈利预测，预计 24/25 年 EPS 分别为 0.59/0.64 元（前值 0.57/0.61 元），新增 26 年 EPS 为 0.70 元。对应 4 月 26 日收盘价 PE 分别为 15.8/14.6/13.3 倍。参考公司历史估值水平，给予公司 2024 年 18.0 倍 PE，目标价 10.62 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	74,957	79,338	85,847	91,589
增长率 (%)	5.2	5.8	8.2	6.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,624	11,124	12,004	13,151
增长率 (%)	17.9	4.7	7.9	9.6
每股收益 (元)	0.56	0.59	0.64	0.70
PE	16.5	15.8	14.6	13.3
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

9.28 元

目标价：

10.62 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

## 相关研究

- 中国核电 (601985.SH) 2023 年三季报点评：降费成果显著，业绩稳健增长-2023/10/27
- 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
- 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
- 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
- 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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	74,957	79,338	85,847	91,589
营业成本	41,510	44,347	47,247	50,108
营业税金及附加	1,032	1,095	1,185	1,264
销售费用	115	119	129	137
管理费用	3,828	3,967	4,292	4,579
研发费用	1,384	1,468	1,588	1,694
EBIT	29,590	28,343	31,406	33,805
财务费用	7,302	6,996	7,303	7,458
资产减值损失	-208	-280	-295	-314
投资收益	382	435	440	508
营业利润	22,646	24,423	27,120	29,721
营业外收支	335	100	100	100
利润总额	22,981	24,523	27,220	29,821
所得税	3,571	3,924	4,355	4,771
净利润	19,411	20,600	22,865	25,049
归属于母公司净利润	10,624	11,124	12,004	13,151
EBITDA	46,377	47,156	51,800	56,196

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,774	7,200	6,760	8,737
应收账款及票据	21,414	22,660	24,519	26,159
预付款项	4,845	5,322	5,670	6,013
存货	26,423	27,945	29,772	31,575
其他流动资产	5,785	5,984	6,168	6,330
流动资产合计	68,240	69,110	72,889	78,815
长期股权投资	7,580	9,580	11,580	13,580
固定资产	276,922	300,668	316,078	328,313
无形资产	2,736	3,180	3,534	3,798
非流动资产合计	471,027	502,654	530,617	549,532
资产合计	539,267	571,764	603,506	628,347
短期借款	19,864	21,147	23,691	25,597
应付账款及票据	22,408	24,178	25,759	27,319
其他流动负债	55,326	55,879	56,646	57,366
流动负债合计	97,598	101,205	106,097	110,282
长期借款	244,853	248,853	251,853	254,853
其他长期负债	34,018	42,018	47,018	44,018
非流动负债合计	278,871	290,871	298,871	298,871
负债合计	376,469	392,076	404,968	409,153
股本	18,883	18,906	18,906	18,906
少数股东权益	71,848	81,324	92,185	104,084
股东权益合计	162,798	179,688	198,537	219,194
负债和股东权益合计	539,267	571,764	603,506	628,347

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	5.15	5.84	8.20	6.69
EBIT 增长率	7.27	-4.21	10.81	7.64
净利润增长率	17.91	4.71	7.91	9.55
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	44.62	44.10	44.96	45.29
净利润率	25.90	25.96	26.63	27.35
总资产收益率 ROA	1.97	1.95	1.99	2.09
净资产收益率 ROE	11.68	11.31	11.29	11.42
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.70	0.68	0.69	0.71
速动比率	0.38	0.35	0.35	0.37
现金比率	0.10	0.07	0.06	0.08
资产负债率 (%)	69.81	68.57	67.10	65.12
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	104.04	104.00	104.00	104.00
存货周转天数	232.34	230.00	230.00	230.00
总资产周转率	0.14	0.14	0.14	0.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.56	0.59	0.64	0.70
每股净资产	4.82	5.21	5.63	6.10
每股经营现金流	2.28	2.40	2.58	2.81
每股股利	0.20	0.21	0.22	0.23
<b>估值分析</b>				
PE	16.5	15.8	14.6	13.3
PB	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.39	10.55	9.82	9.05
股息收益率 (%)	2.10	2.26	2.37	2.48

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	19,411	20,600	22,865	25,049
折旧和摊销	16,787	18,813	20,394	22,391
营运资金变动	-569	-1,120	-1,870	-1,669
经营活动现金流	43,126	45,263	48,645	53,128
资本开支	-66,974	-48,441	-46,366	-39,328
投资	-5,199	-2,100	-2,100	-2,100
投资活动现金流	-71,712	-50,105	-48,026	-40,920
股权募资	12,036	23	0	0
债务募资	47,633	13,283	10,544	1,906
筹资活动现金流	22,332	2,268	-1,059	-10,230
现金净流量	-6,263	-2,574	-440	1,977

## 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。	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