

中国核电 (601985.SH)

新能源业务带动业绩增长，核电投产期临近

买入

核心观点

新能源带动 2023 年业绩大幅增长。2023 年公司实现营业收入 749.57 亿元 (+5.15%)，归母净利润 106.24 亿元 (+17.91%)。公司业绩大幅增长主要系新能源装机量和发电量同比增长所致，全年发电量 2098.58 亿 kWh (+5.30%)，累计上网电量 1974.49 亿 kWh (+5.57%)，其中新能源发电量 233.82 亿 kWh (+66.44%)，上网电量 229.91 亿 kWh (+66.32%)。

2024Q1 营业收入和归母净利润小幅上涨。2024 年第一季度，公司实现营业收入 179.9 亿元 (+0.5%)，归母净利润 30.6 亿元 (+1.2%)。2024 年第一季度公司累计发电量 510.9 亿 kWh (+2.8%)，上网电量 481.8 亿 kWh (+3.0%)，其中秦山一核大修同比增加和福清 4 号机组开展小修，核电总发电量为 436.7 亿 kWh (-3.1%)，上网电量 408.9 亿 kWh (-3.2%)。

核准机组数量持续增加，核电投产期临近。自 2019 年以来，公司累计有 15 台机组获得核准，正在开展前期准备工作的核电机组超过 10 台。2024、2025 年将投产漳州 1 号、2 号机组，2026 年将投产田湾 7 号和海南小堆，2027 年公司将迎来投产高峰期，田湾 8 号、三门 3、4 号和徐大堡 3、4 号均计划于该年投产，总装机达到 631.5 万 kW。

中核汇能业绩持续增长，发行 REITs 盘活新能源存量资产。2023 年中核汇能营业收入 99.35 亿元 (+51.56%)，净利润 29.41 亿元 (+66.57%)，平均 ROE 为 11.49%。中核汇能拟推动风电、光伏并表类 REITs 发行工作，发行规模不超过 75 亿元，底层资产初步确定为 24 家风电、光伏资产，总装机规模 112.05 万 kW。此外，控股股东中核集团将新华水力发电有限公司 57.65% 股权及经营管理权委托给公司行使。

投资计划增加，稳定分红回报投资者。2024 年公司投资计划总额为 1215.5 亿元，较 2023 年计划总额同比增长 51.9%。2023 年公司拟派发现金红利 0.195 元/股 (含税)，分红比例为 35.20%，对应 2023 年底股价股息率为 2.6%，对应 2024 年 5 月 6 日收盘价股息率为 2.1%。

风险提示：项目建设不及预期、电价下调、政策变化。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 115.1/127.8/140.5 亿元 (2024-2025 年原为 115.2/132.3 亿元，新增 2026 年预测)，同比增速 8.4%/11.0%/9.9%；每股收益 0.61/0.68/0.74 元，对应当前 PE 分别为 15/14/12x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	71,286	74,957	80,061	86,541	94,786
(+/-%)	14.3%	5.2%	6.8%	8.1%	9.5%
净利润 (百万元)	9010	10624	11513	12780	14046
(+/-%)	12.1%	17.9%	8.4%	11.0%	9.9%
每股收益 (元)	0.48	0.56	0.61	0.68	0.74
EBIT Margin	38.8%	39.8%	41.2%	42.6%	43.0%
净资产收益率 (ROE)	10.2%	11.7%	11.7%	12.0%	12.1%
市盈率 (PE)	19.3	16.4	15.2	13.7	12.4
EV/EBITDA	11.4	11.9	11.5	11.1	10.8
市净率 (PB)	1.97	1.92	1.77	1.63	1.51

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

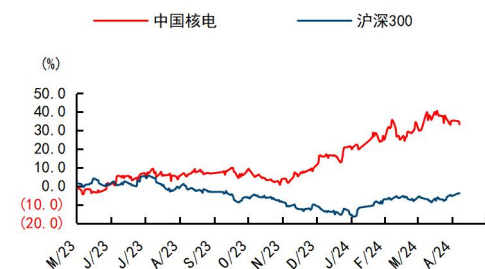
证券分析师：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

联系人：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	9.11 元
总市值/流通市值	172027/172027 百万元
52 周最高价/最低价	9.74/6.66 元
近 3 个月日均成交额	1087.39 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

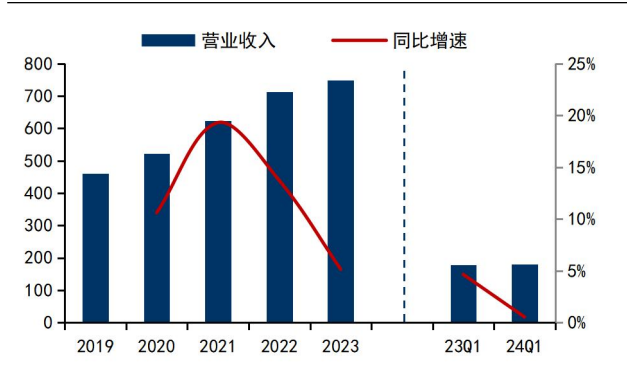
- 《中国核电 (601985.SH) - 新能源业务带动业绩增长，控股股东增持彰显发展信心》——2023-10-27
- 《中国核电 (601985.SH) - 核电机组核准加速，风光装机规模持续增长》——2023-09-06
- 《中国核电 (601985.SH) - 经营业绩稳健，新能源持续快速增长》——2023-04-28
- 《中国核电 (601985.SH) - 量价齐升带动业绩改善，新能源保持高增》——2022-10-28
- 《中国核电 (601985.SH) - 量价齐升带动业绩增长，净利率提升促进 ROE 改善》——2022-08-28

新能源带动 2023 年业绩大幅增长。2023 年公司实现营业收入 749.57 亿元，同比增长 5.15%，归母净利润 106.24 亿元，同比增长 17.91%，扣非后归母净利润 103.96 亿元，同比增长 15.06%。公司业绩大幅增长主要系新能源装机量和发电量同比增长所致，全年发电量 2098.58 亿 kWh，同比增长 5.30%，累计上网电量 1974.49 亿 kWh，同比增长 5.57%，其中新能源发电量 233.82 亿 kWh，同比增长 66.44%，上网电量 229.91 亿 kWh，同比增长 66.32%。

2024Q1 营业收入和归母净利润小幅上涨。2024 年第一季度，公司实现营业收入 179.88 亿元，同比增长 0.53%，归母净利润 30.59 亿元，同比增长 1.18%，扣非后归母净利润 30.44 亿元，同比增长 0.85%。2024 年第一季度公司累计发电量 510.90 亿 kWh，同比增长 2.80%，上网电量 481.77 亿 kWh，同比增长 3.02%，其中核电发电量因秦山一核大修同比增加和福清 4 号机组开展小修，发电量累计为 436.74 亿 kWh，同比下降 3.13%，上网电量 408.88 亿 kWh，同比下降 3.17%。

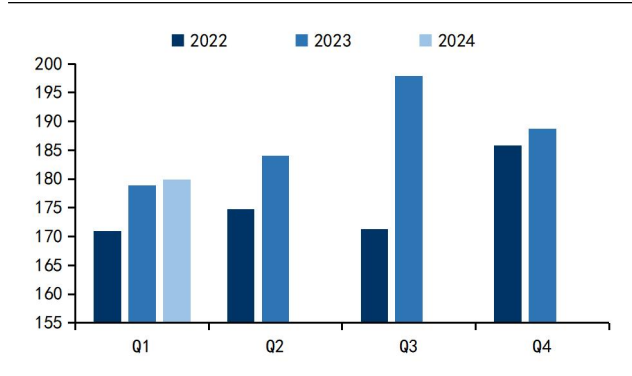
核电暂无新增机组，新能源贡献主要增量。2023 年公司并无新增核电机组投产，截至 2024 年 3 月 31 日，公司核电控股在运机组 25 台，装机容量 2375.0 万千瓦，控股在建及核准待建机组 15 台，装机容量 1756.5 万千瓦。公司新能源控股在运装机容量 2134.06 万 kW，较上年同期增加了 63.4%，其中风电 733.26 万 kW，光伏 1400.80 万 kW，另控股独立储能电站 67.9 万 kW；控股在建装机容量 1426.26 万 kW，其中风电 333.98 万 kW，光伏 1092.28 万 kW。

图1: 公司营业收入及增长率 (单位: 亿元)



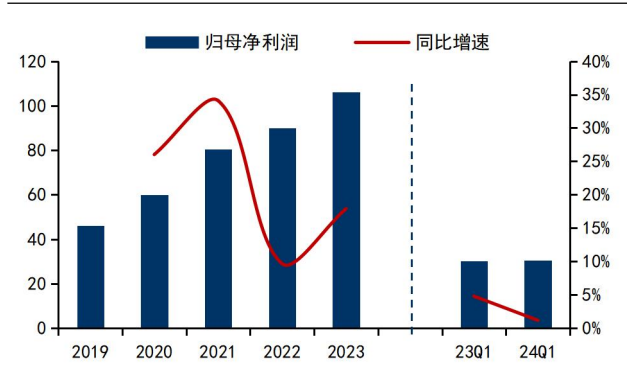
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入变化情况 (单位: 亿元)



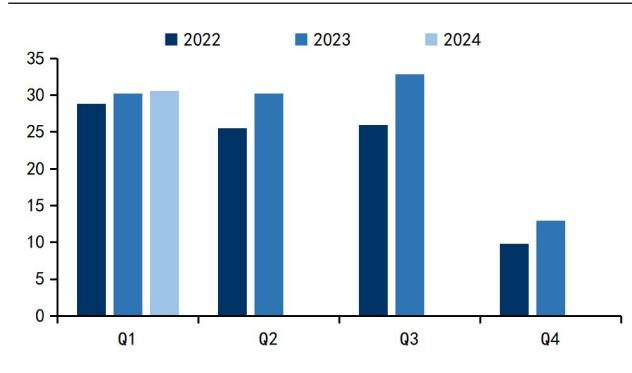
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增长率 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

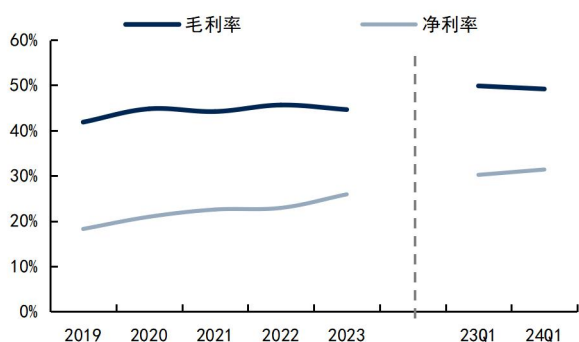
图4: 公司单季度归母净利润变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

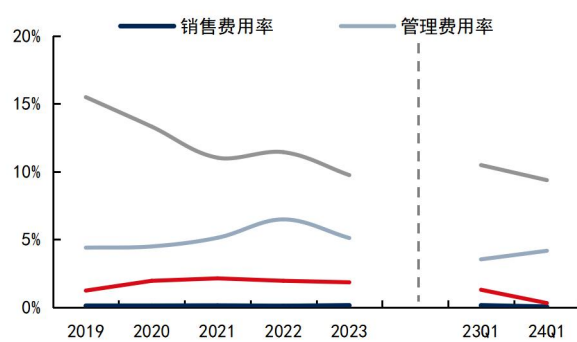
集约化改革降低费用率效果明显,净利率同比提高。2023 年公司毛利率为 44.62%, 同比降低 1.01pct, 主要系综合电价有所下降所致。2023 年公司综合电价为 0.4193 元/kWh (含税), 较上年降低了 0.0033 元/kWh。公司持续推进集约化改革, 费用率水平下降明显, 2023 年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.15%/5.11%/9.74%/1.85%, 同比分别降低-0.04/1.37/1.69/0.11pct。得益于费用率改善, 公司净利率为 25.90%, 同比增加 3.00pct。2024 年第一季度, 公司延续上年趋势, 毛利率为 49.17%, 同比下降 0.68pct, 净利率为 31.38%, 同比提高 1.18pct; 公司综合费用率进一步下降, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.05%/4.17%/9.37%/0.32%, 同比分别降低 0.10/-0.63/-1.11/0.98pct。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率情况

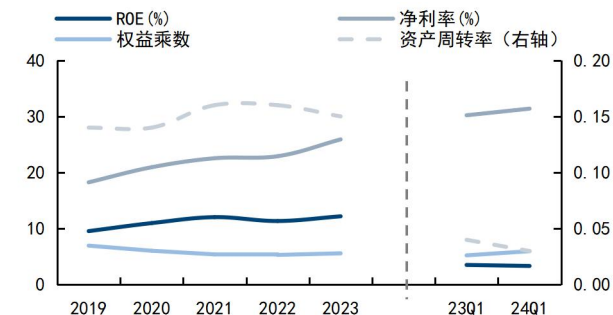


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年净利率增长致 ROE 有所提升, 经营性现金流有所改善。2023 年公司 ROE 为 12.19%, 同比增加 0.84pct, 主要由于公司费用率下降, 净利率水平有所增长。公司经营性净现金流 431.26 亿元, 同比减少 7.65%, 主要系电价有所降低, 售电款增加低于购买商品等现金支出增加所致; 公司维持较大在建核电、风电、光伏项目投资, 投资性现金净流出 717.12 亿元, 同比增加 35.29%; 为满足公司投资需要, 2023 年公司借款同比增加, 融资现金净流入 223.32 亿元, 同比增加 136.67%。

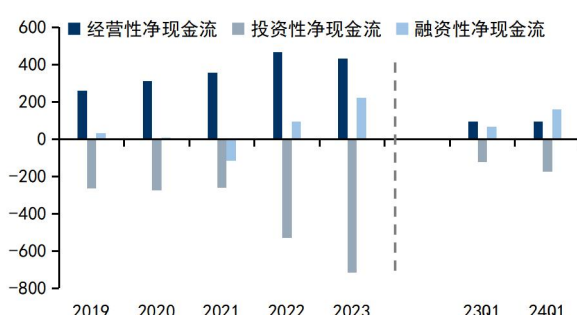
2024Q1 公司 ROE 同比下降, 投资和融资现金流规模提高。2024Q1 公司 ROE 为 3.34%, 同比下降 0.18pct, 主要系总资产规模增速高于营收增速, 资产周转率由 0.04 次降低至 0.03 次所致。公司经营性现金流 94.83 亿元, 较上年同期的 95.85 亿元基本持平; 基建投资进一步增长, 投资性现金净流出 173.60 亿元, 同比增长 42.66%; 融资性现金净流入 159.28 亿元, 同比增长 137.66%, 主要原因是借款及抵押融资借款增加, 同时偿还债务支付的现金有所减少。

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

2023 年核电发电量超额完成任务，一季度检修增加致电量下滑。2023 年公司核电发电量 1864.77 亿 kWh，同比增加 0.67%，较年初计划发电量 1835 亿千瓦时超额完成 1.6%。2024 年一季度，公司秦山一核大修同比增加，导致发电量和上网电量分别同比减少了 9.46 和 9.05 亿 kWh；福清 4 号机组开展小修致福清核电站发电量和上网电量分别同比减少了 12.22 和 11.53 亿 kWh。截至 4 月，福清 4 号机组已完成小修并重新并网。2024 年公司计划核电发电量 1851 亿 kWh，并安排 18 次大修，公司漳州 1 号机组预计年内并网发电，保障兑现全年核电发电计划。

核准机组数量持续增加，核电投产期临近。自 2019 年核电核准重启以来，公司累计有 15 台机组获得核准，截至 2024 年一季度，其中 11 台机组已开工建设；公司正在开展前期准备工作的核电机组超过 10 台。公司在建机组中，漳州 1 号计划于 2024 年投入商运，漳州 2 号计划于 2025 年投入商运，田湾 7 号和海南小堆计划于 2026 年投入商运，2027 年公司将迎来投产高峰期，田湾 8 号、三门 3、4 号和徐大堡 3、4 号均计划于该年投产，总装机达到 631.5 万 kW。

表1: 公司在建核电机组装机容量及预计商运时间

计划商运时间	总装机（万千瓦）	核电机组	单机容量（万千瓦）
2024 年	121.2	福建漳州能源 1#	121.2
2025 年	121.2	福建漳州能源 2#	121.2
2026 年	139	海南小堆	12.5
		江苏田湾 7#	126.5
		江苏田湾 8#	126.5
		辽宁徐大堡 3#	127.4
2027 年	631.5	辽宁徐大堡 4#	127.4
		浙江三门核电 3#	125.1
		浙江三门核电 4#	125.1
		辽宁徐大堡 1#	129.1
2028 年	129.1		
2029 年	121.2	福建漳州能源 3#	121.2
合计	1263.2		

资料来源：公司 2023 年年报、国信证券经济研究所整理

中核汇能业绩持续增长，发行 REITs 盘活新能源存量资产。公司新能源业务主要通过持股 70% 的子公司中核汇能进行。2023 年中核汇能营业收入 99.35 亿元，同比增长 51.56%；净利润 29.41 亿元，同比增长 66.57%；总资产 1360.28 亿元，净资产 297.58 亿元，平均 ROE 为 11.49%；经营活动现金流量为 59.64 亿元。4 月 26 日公司发布公告，中核汇能拟推动风电、光伏并表类 REITs 发行工作，发行规模不超过 75 亿元，底层资产初步确定为中核汇能自持或下属子公司持有的 24 家风电、光伏资产，总装机规模 112.05 万 kW。如本次发行成功，中核汇能将取得募集资金用于偿还底层资产的外部负债和并购其他新能源项目，降低资产负债率。此外，2023 年 11 月公司签署了新华发电委托管理协议，控股股东中核集团将新华水力发电有限公司 57.65% 股权及经营管理权委托给公司行使。

投资计划增加，稳定分红回报投资者。根据公司 2024 年第一次临时股东大会会议资料，2024 年公司投资计划总额为 1215.5 亿元，较 2023 年计划总额同比增长 51.9%，主要用于核电、核能多用途、新能源、单项固定资产投资项目和参控股资本金注入、收购项目等。2023 年公司拟派发现金红利 0.195 元/股（含税），分红比例为 35.20%，较 2022 年度的 36.99% 略有下降，对应 2023 年底股价股息率为 2.6%，对应 2024 年 5 月 6 日收盘价股息率为 2.1%。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。预计 2024-2026 年公司营收 800.6/865.4/947.9 亿元（2024-2025 年原为 840/971 亿元，新增 2026 年预测），

同比增速 6.8%/8.1%/9.5%；归母净利润分别为 115.1/127.8/140.5 亿元（2024-2025 年原为 115.2/132.3 亿元，新增 2026 年预测），同比增速 8.4%/11.0%/9.9%；每股收益 0.61/0.68/0.74 元，对应当前 PE 分别为 15/14/12x，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	
				23A	24E	25E	26E	22A	23E	24E	25E		23E
003816.SZ	中国广核	4.09	2065	0.21	0.24	0.26	0.29	14.6	17.0	15.7	14.1	1.5	买入
600900.SH	长江电力	25.47	6232	1.11	1.40	1.48	1.56	21.0	18.2	17.2	16.3	1.2	买入
600011.SH	华能国际	9.44	1249	0.54	0.83	0.91	0.99	14.3	11.4	10.4	9.5	0.4	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	16162	9774	10000	10000	10000	营业收入	71286	74957	80061	86541	94786
应收款项	18555	23203	22044	23828	26099	营业成本	38757	41510	43892	46033	49771
存货净额	24809	26423	27016	26851	28089	营业税金及附加	872	1032	976	1055	1156
其他流动资产	6178	8784	7990	8637	9460	销售费用	78	115	104	112	123
流动资产合计	65760	68240	67142	69462	73881	管理费用	4619	3828	4112	4436	4849
固定资产	370532	430497	487889	549185	611683	研发费用	1398	1384	801	865	948
无形资产及其他	2052	2736	2626	2517	2408	财务费用	8145	7302	8357	9445	10572
投资性房地产	20591	30214	30214	30214	30214	投资收益	275	382	382	382	382
长期股权投资	5685	7580	8836	10092	11348	资产减值及公允价值变动	(247)	(208)	(248)	(281)	(316)
资产总计	464620	539267	596707	661470	729533	其他收入	802	1301	2036	1971	1889
短期借款及交易性金融负债	38784	59373	83868	110510	137674	营业利润	19645	22646	24789	27530	30270
应付款项	20539	22408	21546	21342	22251	营业外净收支	(75)	335	115	115	115
其他流动负债	14614	15818	14412	14492	15263	利润总额	19570	22981	24904	27645	30384
流动负债合计	73937	97598	119826	146344	175189	所得税费用	3247	3571	3869	4295	4721
长期借款及应付债券	217511	253255	275503	299277	322522	少数股东损益	7313	8787	9522	10570	11617
其他长期负债	25303	25616	24908	24201	23493	归属于母公司净利润	9010	10624	11513	12780	14046
长期负债合计	242814	278871	300411	323478	346015	现金流量表 (百万元)					
负债合计	316751	376469	420236	469822	521204	净利润	9010	10624	11513	12780	14046
少数股东权益	59229	71848	78038	84908	92459	资产减值准备	(74)	(164)	325	54	58
股东权益	88640	90950	98433	106740	115870	折旧摊销	15419	16356	18549	20932	23559
负债和股东权益总计	464620	539267	596707	661470	729533	公允价值变动损失	247	208	248	281	316
关键财务与估值指标						财务费用	8145	7302	8357	9445	10572
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(3854)	(15268)	(1292)	(3042)	(3301)
每股收益	0.48	0.56	0.61	0.68	0.74	其它	4784	8951	5864	6816	7493
每股红利	0.17	0.00	0.21	0.24	0.26	经营活动现金流	25533	20707	35208	37821	42172
每股净资产	4.70	4.82	5.21	5.65	6.14	资本开支	0	(75676)	(76405)	(82454)	(86321)
ROIC	3.93%	3.91%	4%	4%	4%	其它投资现金流	(8)	(0)	(34)	(55)	(88)
ROE	10.16%	11.68%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(849)	(77572)	(77695)	(83764)	(87665)
毛利率	46%	45%	45%	47%	47%	权益性融资	(7)	12036	0	0	0
EBIT Margin	39%	40%	41%	43%	43%	负债净变化	31900	36342	21947	23275	22645
EBITDA Margin	60%	62%	64%	67%	68%	支付股利、利息	(3206)	0	(4029)	(4473)	(4916)
收入增长	14%	5%	7%	8%	10%	其它融资现金流	(78968)	(34243)	24495	26642	27164
净利润增长率	12%	18%	8%	11%	10%	融资活动现金流	(21587)	50478	42713	45944	45493
资产负债率	81%	83%	84%	84%	84%	现金净变动	3098	(6388)	226	0	0
股息率	1.8%	0.0%	2.3%	2.6%	2.8%	货币资金的期初余额	13064	16162	9774	10000	10000
P/E	19.3	16.4	15.2	13.7	12.4	货币资金的期末余额	16162	9774	10000	10000	10000
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(49419)	(31277)	(33433)	(31637)
EV/EBITDA	11.4	11.9	11.5	11.1	10.8	权益自由现金流	0	(47319)	8107	8506	9243

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提及的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