

中国核电 (601985.SH)

持有(首次评级)

当前价格: 10.28元

目标价格: 10.93元

核电回暖奠定成长基调，风光步入发展快车道

投资要点:

➤ **核电双巨头之一，持续扩张新能源。**公司背靠中核集团，控股股东拥有完整的核科技工业体系，为公司发展提供坚强后盾。公司产业布局明晰，以核能为主业，大力开拓新能源市场（20年收购中核汇能进军新能源），积极探索战略新兴产业。公司收入结构以核电为主，23年占比电力板块收入的86.61%；新能源收入呈快速增长态势，18-23年CAGR高达204%。预计未来随着设备折旧到期有望增厚利润，短期的铀价波动对公司生产成本影响有限。公司营业收入增势良好，业绩持续增长，23年归母净利润同比增长17.91%。利润率稳步向上，盈利能力持续增长，1Q24毛利率、净利率分别为49.17%、31.38%，较23年分别增加4.55pct、3.00pct。

➤ **核电审批常态打开长期成长空间，积极开拓核能综合利用新领域。**我国核份额仅5%左右，预计35年达10%左右，我国核电装机有望稳增。中核集团在建核准机组位列第一，公司作为集团旗下唯一上市电力运营平台，有望迎来扩张期。预计24-27年核电新增投产1.21/1.21/1.39/6.32GW，其中27年为投产大年。核电上网电量稳增，预计24年市场化交易波动有限。此外公司积极开拓核能综合利用，培育新的业绩增长点。一方面，四代高温气冷堆有望率先迎来商业化时代。高温堆技术由中核集团与清华大学联合研发，中核集团与清华大学是全部知识产权的创建、推广和所有者。公司将在高温气冷堆技术的后续推广应用中承担重要责任。另一方面，“玲珑一号”预计26年投运，小型堆在供热、制氢、海水淡化等方面发挥重要作用。

➤ **风光步入发展快车道，加速敏捷端项目孵化。**自2020年收购中核汇能以来，公司风光装机规模快速增长。截至23年底，公司新能源控股在运装机18.52GW（风电5.95+光伏12.56GW）。截至1Q24，在建风电3.34GW、光伏10.92GW。新能源步入快车道，公司加速兑现十四五规划目标（规划目标30GW）。预计公司风光毛利在装机驱动下将呈现快速增长态势。此外公司加速敏捷端项目孵化，设立钙钛矿公司，引进科研团队和立项获批通过中试科研项目等。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预测24-26年公司营收分别为798.75、866.63和937.82亿元，归母净利润分别为114.64、124.11和134.55亿元，对应PE分别为16.9/15.6/14.4倍。结合可比公司情况，采用PE估值，我们给予2024年18.0倍估值，对应市值2063.43亿元，给予公司目标价10.93元。首次覆盖，给予“持有”评级。

➤ **风险提示：**项目建设不及预期风险；政策风险；核电安全事故风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

总股本/流通股本（百万股） 18883/18883

总市值/流通市值（百万元） 194120/194120

每股净资产（元） 4.93

资产负债率（%） 70.20

一年内最高/最低（元） 10.52/6.66

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	71,286	74,957	79,875	86,663	93,782
增长率	14%	5%	7%	8%	8%
净利润(百万元)	9,010	10,624	11,464	12,411	13,455
增长率	12%	18%	8%	8%	8%
EPS(元/股)	0.48	0.56	0.61	0.66	0.71
市盈率(P/E)	21.5	18.3	16.9	15.6	14.4
市净率(P/B)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

相关报告

投资要件

关键假设

假设 1：影响收入端的装机容量：根据公司目前已经核准开工的装机量，假设 24/25/26 年核电新增投产装机 121/121/139 万千瓦；公司十四五规划风光目标 30GW，结合目前公司在手资源量及结构，我们认为有可能会超出规划达到 32.5GW 左右，假设风电新增 200/200/200 万千瓦；光伏新增 500/500/500 万千瓦。

假设 2：影响收入端的利用小时数：根据机组投产及检修节奏假设 24/25/26 年核电利用小时数为 7797/7788/7786h；24-26 年风电利用小时数逐渐趋稳，2200/2200/2200h；光伏利用小时数缓慢下降，为 1250/1230/1200h。

假设 3：影响收入端的含税电价：考虑到公司核电电量结构中实际受市场化影响的比例较小，根据机组投产及检修节奏，测算 24-26 年核电平均含税电价为 0.4188/0.4173/0.4169 元/kWh；考虑到电力市场化建设不断完善，以及风电和光伏的平价上网项目占比逐步增大，假设风电平均含税电价 0.3871/0.3671/0.3571 元/kWh；光伏为 0.4882/0.4582/0.4382 元/kWh。

我们区别于市场的观点

市场主要关注公司核电、新能源项目的投产节奏带来的增量变化，我们还关注到现货电价和市场化交易的波动对公司业绩影响有限。此外未来随着公司早期投产的核电陆续折旧到期，有望进一步增厚公司利润。十四五时期公司的业绩增量主要来自于核电、新能源项目陆续投产，驱动业绩稳步提升；十五五时期除了装机投产以外，还有核电机组折旧到期增厚利润。

股价上涨的催化因素

双寡头核电之一资产稀缺且现金流稳定（市场避险情绪下防御属性资产价值凸显）；核电折旧到期增厚利润预期。

估值和目标价格

受益于核电核准审批常态化、核能综合利用以及新能源兑现十四五目标，公司将夯实龙头地位，未来业绩增长可期。我们预测 24-26 年公司营收分别为 798.75、866.63 和 937.82 亿元，归母净利润分别为 114.64、124.11 和 134.55 亿元，对应 PE 分别为 16.9/15.6/14.4 倍。结合可比公司情况，采用 PE 估值，我们给予 2024 年 18.0 倍估值，对应市值 2063.43 亿元，给予公司目标价 10.93 元。首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示

项目建设不及预期风险；政策风险；核电安全事故风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

正文目录

1	深耕核电主业，积极布局新能源	5
2	核电审批常态化打开长期成长空间，核能多用途利用培育新业绩增长点	11
2.1	核电将迎稳步扩张，驱动盈利持续增长	11
2.2	核电上网电量稳步增加，预计 24 年市场化交易波动有限	14
2.3	核能综合利用领军企业，积极推进四代核电&小型堆	17
3	风光步入发展快车道，加速敏捷端项目孵化	19
3.1	加快新能源转型，风光迎来高速增长	19
3.2	敏捷端项目加速孵化，钙钛矿太阳能电池项目为重点	21
4	盈利预测与估值	22
4.1	盈利预测	22
4.2	相对估值	23
5	风险提示	24

图表目录

图表 1:	公司发展历程	5
图表 2:	控股股东中核集团持有公司 59.36%的股权 (截至 1Q2024)	6
图表 3:	中核集团具有全产业链优势	6
图表 4:	公司产业布局-三大核心产业五大业务板块	7
图表 5:	2023 年公司在运装机结构中核电占比约 56%	7
图表 6:	核电是公司电力板块中主要的创收业务	8
图表 7:	风光业务收入跨越式增长	8
图表 8:	2023 年公司成本结构	9
图表 9:	近 10 年铀价走势	9
图表 10:	铀价波动对公司影响较小	9
图表 11:	2023 年公司营收同比增长 5.15%	10
图表 12:	2023 年归母净利润同比增长 17.91%	10
图表 13:	2018-1Q2024 公司利润率呈上行趋势	10
图表 14:	公司财务费用率降幅明显	10
图表 15:	公司资产负债率降幅明显	11
图表 16:	18-1Q24 公司经营活动现金流	11
图表 17:	在国际的主要核工业大国中，我国核份额较低	12
图表 18:	四大核电运营集团在运在建核准机组数量及装机容量 (截至 2024M5)	12
图表 19:	公司在运+在建核准核电布局图	13
图表 20:	公司在运+在建核准核电项目概况 (截至 2024M5)	13
图表 21:	2016-2030E 公司核电装机容量	14
图表 22:	2024E-2030E 年公司核电机组投产情况	14
图表 23:	公司核电利用小时数较为稳定	15
图表 24:	公司核电上网电量稳步增长	15
图表 25:	各省核电参与市场化情况	16
图表 26:	公司在运核电项目电量&电价情况	16
图表 27:	四大核电运营集团目前核三代、核四代技术进展	17
图表 28:	2019M7 第二台蒸汽发生器顺利吊装就位	18
图表 29:	22M12 首次实现双堆初始满功率运行	18
图表 30:	“玲龙一号”施工现场	19
图表 31:	海南昌江核电站	19

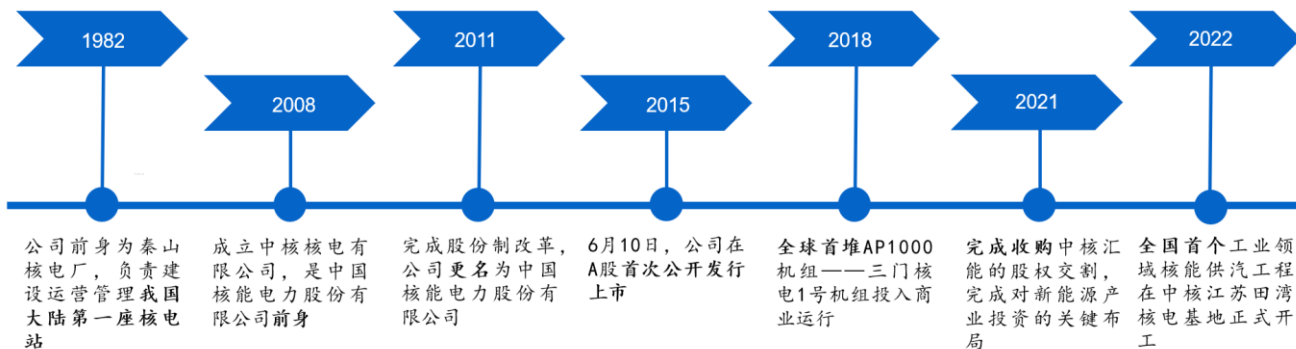


图表 32: 全国风电新增装机规模.....	19
图表 33: 全国光伏新增装机规模.....	19
图表 34: 2020-2025E 公司风光在运装机规模.....	20
图表 35: 公司风光售电量快速增长.....	21
图表 36: 21-23 年风光毛利 CAGR 为 45.28%.....	21
图表 37: 2023-2030 年国内钙钛矿太阳能电池转换效率变化.....	21
图表 38: 2022 年至今国内关于钙钛矿政策梳理.....	22
图表 39: 收入拆分.....	23
图表 40: 成本拆分.....	23
图表 41: 可比公司估值.....	24
图表 42: 财务预测摘要.....	25

1 深耕核电主业，积极布局新能源

围绕核风光等清洁能源布局，致力于成长为具有全球竞争力的世界一流清洁能源服务商。公司前身为 1982 年成立的秦山核电厂，负责建设运营我国大陆第一座核电站。2011 年公司完成股份制改革，更名为中国核能电力股份有限公司。2015 年 6 月 A 股上市，是首家 A 股上市的纯核电公司。2018 年全球首堆 AP1000 机组商运。2020 年收购中核汇能，2021 年完成收购，实施“核电+新能源”的产业发展战略。2022 年全国首个工业领域核能供汽工程正式开工，2023 年顺利完工建成，公司积极探索核能综合多用途利用。此外 2023 年公司签署《委托管理协议》暨关联交易，约定将中核集团新华水电的 57.65% 股权及经营管理权委托给公司行使，公司与新华水电资源协同，利于增强公司系统化开发能力。公司持续深耕核电主业、积极开拓风光板块、托管水电公司等，致力于成长为具有全球竞争力的世界一流清洁能源服务商。

图表 1：公司发展历程

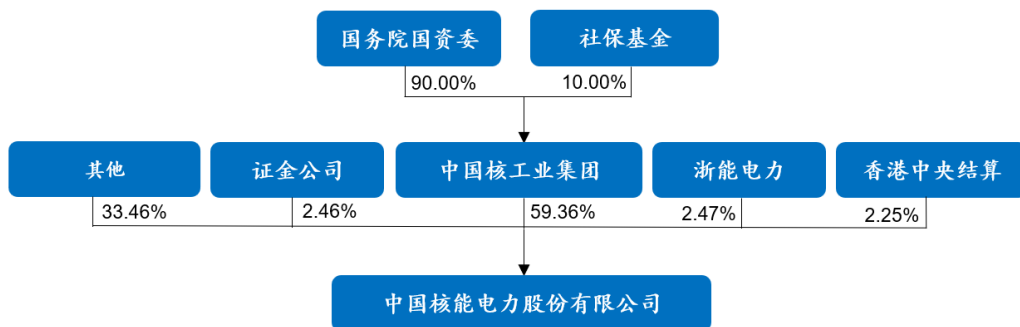


数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司控股股东为中核集团，股权结构稳定。截至 1Q2024，公司控股股东为中核集团，持有 59.36% 的股权，公司股权结构稳定。实际控制人是国务院国资委。

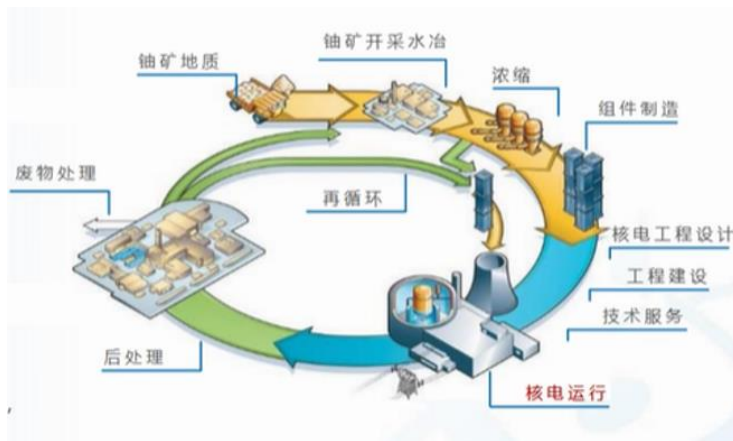
集团完整产业链优势保驾护航，公司核电业务动能稳固。控股股东中核集团拥有完整的核科技工业体系，包括天然铀的勘探开采、核燃料制造、核电技术研发、工程建设总包，到整个核燃料循环及后端的放射性废物处理处置等，为公司发展提供了坚强后盾。中核集团是国内唯一的核燃料生产商、供应商和服务商，具备快速响应的核燃料服务能力。公司与中核集团下属燃料采购企业、组件加工企业签订 10 年长期协议，能够有效锁定燃料采购规模和价格，保障公司稳定的成本结构和燃料来源，有助于公司核电业务的稳健发展。

图表 2：控股股东中核集团持有公司 59.36%的股权（截至 1Q2024）



来源：同花顺，华福证券研究所

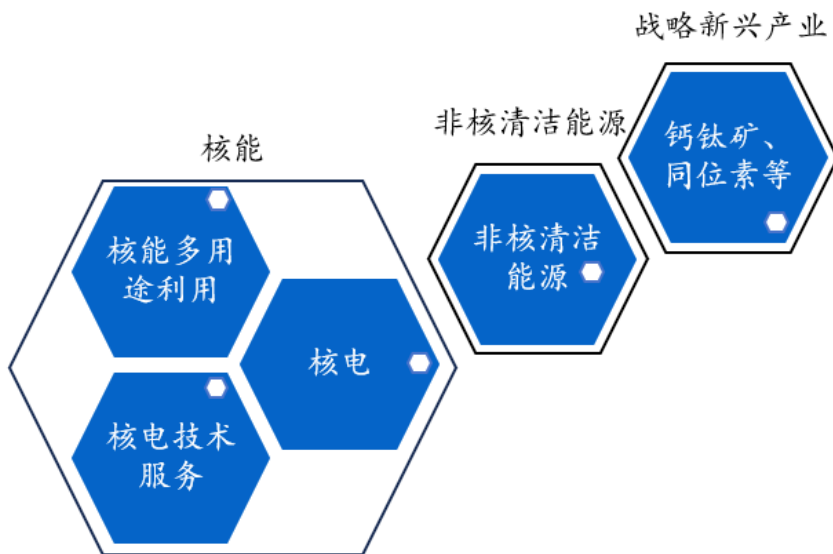
图表 3：中核集团具有全产业链优势



来源：2023 年报沪市主板清洁低碳集体业绩说明会，华福证券研究所

三大核心产业五大业务板块，公司产业布局明晰。公司三大核心产业为核能、非核清洁能源以及战略新兴产业，其中核能产业包括核电、核能多用途利用（核能供暖、核能供汽等）、核电技术服务三大业务板块；非核清洁能源主要包括新能源发电；战略新兴产业包括钙钛矿电池项目（有望未来几年内落地）、同位素、储能等。公司产业布局明晰，以核能为主业，大力开拓新能源市场，积极探索战略新兴产业，拓展培育经济增长点。公司规划 2025 年在运装机达 56GW，核能多用途利用打开新局面，核电技术服务产值实现“翻一番”，非核清洁能源成为百亿级产业，敏捷清洁技术产业取得突破。

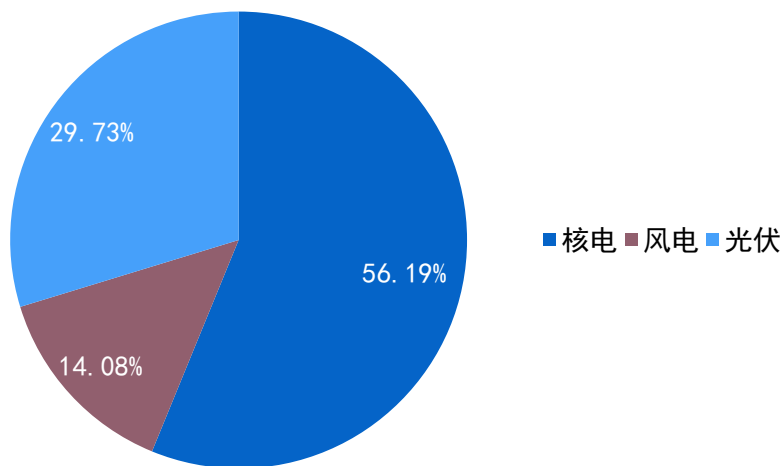
图表 4：公司产业布局-三大核心产业五大业务板块



来源：公司公告，华福证券研究所

23 年公司在运装机核/光/风分别占比 56.19%/29.73%/14.08%，结构以核电为主。截至 2023 年，公司在运的控股核电机组共 25 台，总装机容量达到 23.75GW，占比在运装机规模的 56.19%。公司拥有风光在运装机 18.52GW（风电 5.95GW+光伏 12.56GW），占比分别为 14.08%、29.73%；另控股独立储能电站 0.65GW。此外公司核电在建及核准待建机组 15 台，装机 17.57GW；风光在建 9.73GW；另控股在建独立储能电站 0.65GW，公司在手资源丰富。

图表 5：2023 年公司在运装机结构中核电占比约 56%

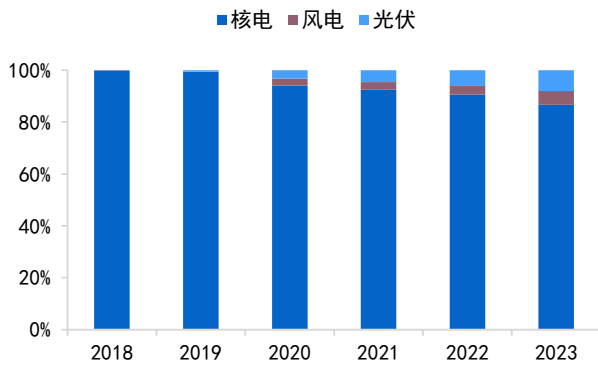


来源：公司公告，华福证券研究所

电力板块中核电是主要的创收业务，风光业务收入跨越式增长。2023 年公司营

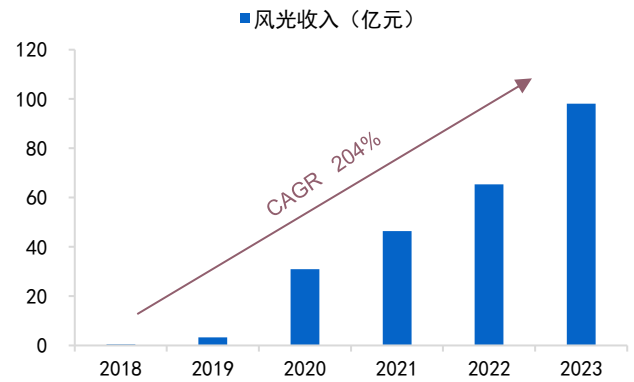
收 749.57 亿元，其中电力板块占比 97.74%。电力板块收入结构中又以核电为主，2023 年的核电收入占比电力板块的 86.61%。核电是公司主要的创收业务。此外公司风光收入呈快速增长态势，由 2018 年的 0.38 亿元增长至 2023 年的 98.09 亿元，CAGR 高达 204%。

图表 6：核电是公司电力板块中主要的创收业务



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 7：风光业务收入跨越式增长

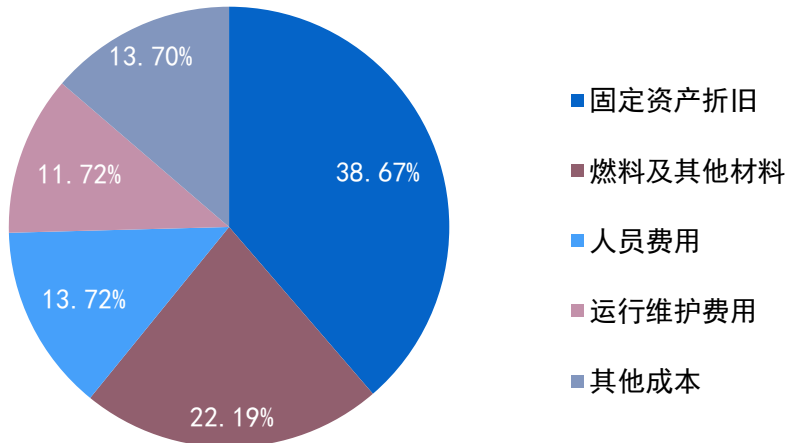


来源：公司公告，华福证券研究所

预计未来随着设备折旧到期有望增厚利润，短期的铀价波动对公司生产成本影响有限。固定资产折旧在营业成本中的占比最大，为 38.67%。公司运营的核电机组平均（价值量加权）折旧周期为 25-30 年。二代机组设计的运行时间是 40 年，三代机组是 60 年，到期后可通过技改延寿，一台机组运行年份可达 80-100 年。公司折旧年限远小于公司的运行年限。公司早年投产的秦山二期、秦山三期或有望在十五五期间陆续折旧到期，增厚公司利润。

此外燃料及其他材料占营业成本的 22.19%，仅次于固定资产折旧占比。核燃料中天然铀占比 10%。2022 年至今铀价涨幅明显，但是燃料及其他材料成本占比稳定在 22% 左右。由于公司签订的是 10 年长协，短期的现货铀价波动对公司生产成本影响有限。值得注意的是，近年归母净利润随着装机增加迎来稳步增长，公司业绩稳中向好，短期燃料成本的波动与公司业绩关联度相对较弱。此外公司入股了中核铀业，依托集团的全产业链优势，保障公司核电机组安全稳定运行。

图表 8：2023 年公司成本结构



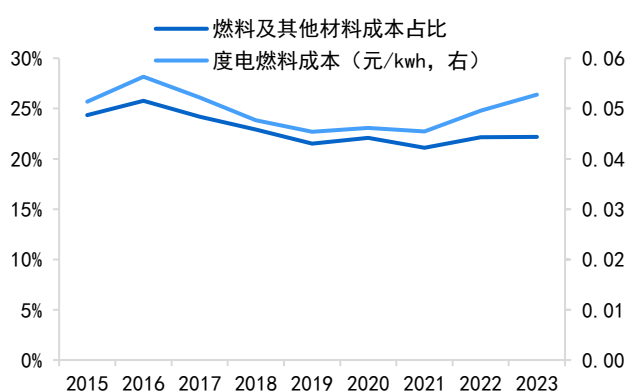
来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9：近 10 年铀价走势



来源：TRADING ECONOMICS，华福证券研究所

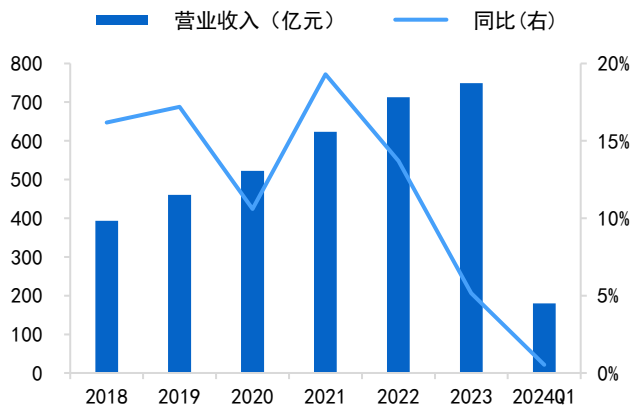
图表 10：铀价波动对公司影响较小



来源：公司公告，华福证券研究所

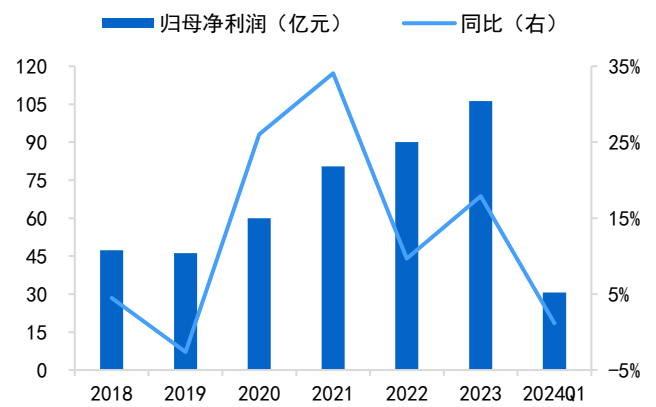
营业收入稳步增加，归母净利润持续增长。2018-2023 年公司营业收入 CAGR 为 13.78%，归母净利润 CAGR 为 17.53%，营收和归母净利润均总体呈增长态势。其中 2019 年公司归母净利润同比下滑 2.62%，或系 2019 年 1 月至 11 月三门 2 号机组因设备故障机组小修，停机较长时间，未取得发电收入但固定成本仍需计入当期成本。2020 年归母净利润同比大幅增加 26.02%，或系 2020 年三门复产。1Q24 公司实现营业收入 179.88 亿元，同比增加 0.53%；归母净利润 30.59 亿元，同比增长 1.18%。主要系公司发电量同比提高，带动公司收入同比增加，同时财务费用等费用同比减少。

图表 11: 2023 年公司营收同比增长 5.15%



来源: 同花顺, 华福证券研究所

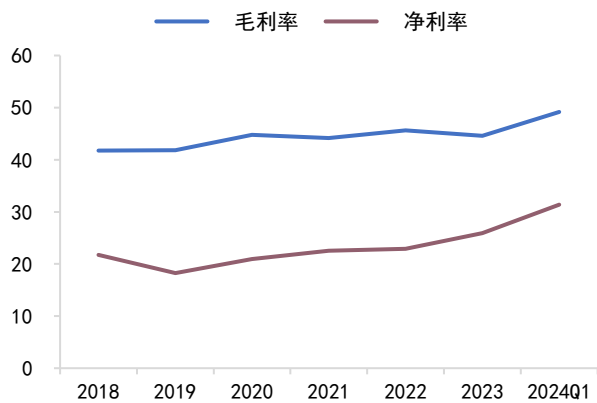
图表 12: 2023 年归母净利润同比增长 17.91%



来源: 同花顺, 华福证券研究所

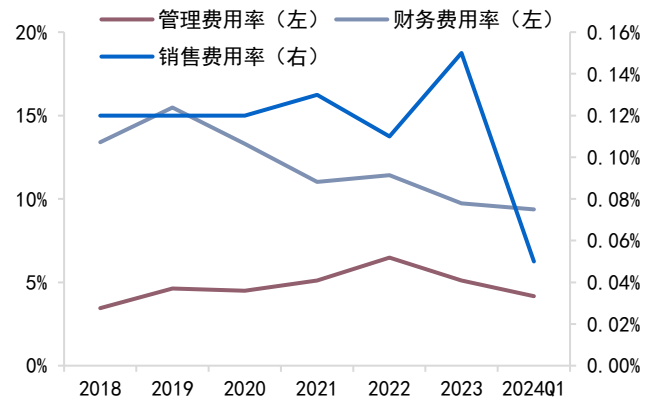
利润率呈上行趋势, 财务费用率降幅明显。2018-2023 年, 公司毛利率稳定保持在 40% 以上; 2019 年开始公司净利率稳步增加。1Q2024 公司毛利率、净利率分别为 49.17%、31.38%, 较 2023 年分别增加了 4.55pct、3.00pct。此外, 公司销售费用率较低, 常年在 0.1% 左右。财务费用率降幅明显, 从 2019 年的 15.48% 降至 1Q2024 的 9.37%。

图表 13: 2018-1Q2024 公司利润率呈上行趋势



来源: 同花顺, 华福证券研究所

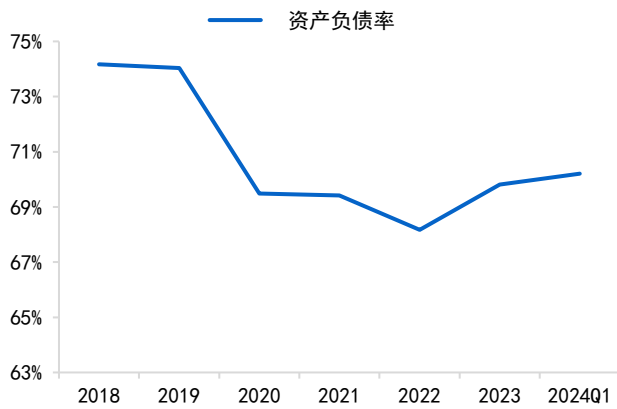
图表 14: 公司财务费用率降幅明显



来源: 同花顺, 华福证券研究所

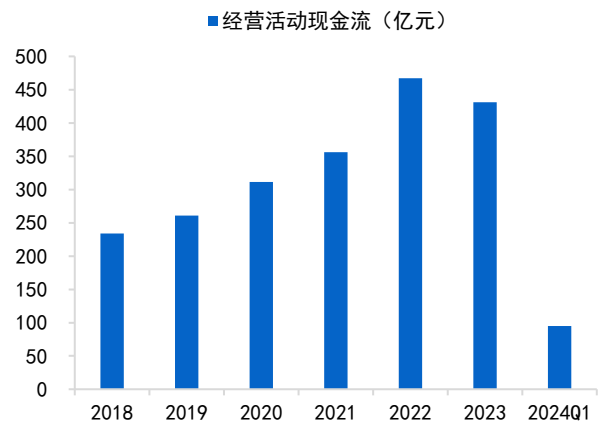
公司资产负债率降幅明显, 经营活动现金流表现良好。截至 1Q2024, 公司资产负债率为 70.20%, 较 2018 年的 74.17% 降低了 3.97pct。2018-2023 年, 随着公司在运核电和新能源项目的增加, 公司的经营活动现金流从 2018 年的 234 亿元涨至 2023 年的 431 亿元, 其中 22 年达到相对高点, 主要系发电量增加, 售电增加, 收到售电款增加。公司经营活动现金流良好。

图表 15：公司资产负债率降幅明显



来源：同花顺，华福证券研究所

图表 16：18-1Q24 公司经营活动现金流



来源：同花顺，华福证券研究所

2 核电审批常态化打开长期成长空间，核能多用途利用培育新业绩增长点

2.1 核电将迎稳步扩张，驱动盈利持续增长

预计 2035 年核能发电量占比达到 10%左右，我国在运在建核电项目有望稳步提升。国际主要核工业大国中，美国核电发电量占比约 20%；法国核电发电量占比约 70%左右；俄罗斯核电发电量占比约 20%，而我国核电发电量占比仅 5%左右，市场份额较低，我国的核电发电量比重低于 10%的世界平均水平，与发达国家相比仍有较大差距。《中国核能发展报告（2021）》蓝皮书显示，预计到 2030 年，核电在运装机容量达到 1.2 亿千瓦，核电发电量约占全国发电量的 8%；《中国核能发展报告（2023）》蓝皮书预计到 2035 年，我国核能发电量在总发电量的占比将达到 10%左右，相比 2022 年翻倍。

2022 年我国核准 10 台核电，创下 2012 年以来的历史新高。2023 年 7 月核准 6 台机组，12 月新增 4 台，累计核准 10 台，延续 2022 年核电高景气度。“十四五”时期我国有望保持每年 6 至 8 台甚至 10 台核电机组的核准开工节奏。受益于核电核准常态化，我国在运在建核电项目有望稳步提升。

图表 17: 在国际的主要核工业大国中，我国核份额较低



数据来源：核应急中心，华福证券研究所

公司为核电双寡头之一，在建核准机组位列第一。目前我国具有大型核电站业主身份的只有四家公司，分别是中核集团、中广核集团、国电投集团以及华能集团。我国大陆在运的核电项目中绝大部分都是由中核集团(旗下上市核电公司为中国核电)和中广核集团(旗下上市核电公司为中国广核)进行运营的，呈现双寡头格局(唯二核电上市公司)。中核集团在建核准机组位列第一，装机容量占比为 42.89%。中核集团发展势头较为迅猛，在运+在建+核准装机共计 4252 万千瓦，仅次于中广核集团(4381 万千瓦)，差额 129 万千瓦(对应约 1 台机组)。公司作为集团旗下唯一上市的电力运营平台，承载了集团主要的核电资产，预计公司未来的在运在建核电装机迎稳步扩张期。

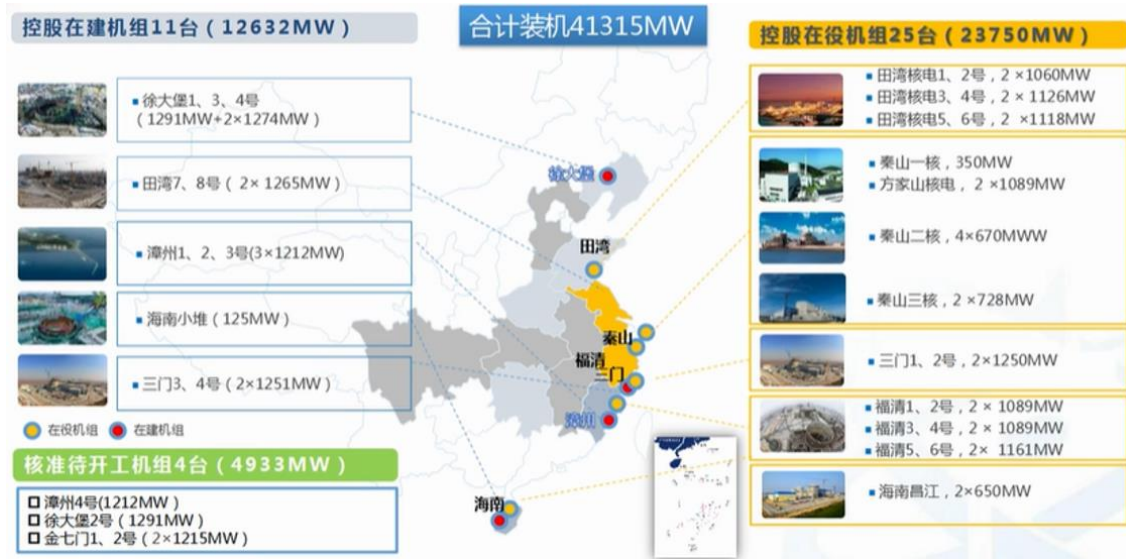
图表 18: 四大核电运营集团在运在建核准机组数量及装机容量(截至 2024M5)

集团	在运装机容量 (万千瓦)	在建+核准装机容量 (万千瓦)	在运机组数量 (台)	在建+核准机组数量 (台)
中核集团	2375	1877	25	17
中广核集团	3176	1206	28	10
国家电投	251	807	2	6
华能集团	21	485	1	4

数据来源：国家原子能机构、中国核能行业协会，国家核安全局，北极星核电网，中核公司公告，中广核公司公告，澎湃新闻，腾讯新闻，华福证券研究所 注：辽宁红沿河是广核、电投联营，报表均不并表，这里暂时计入中广核；在建装机含钠冷快堆

在建核准 15 台机组(在运 25 台)，奠定公司核电成长基调。截至 2023 年底，公司控股核电在运机组 25 台，装机容量 23.75GW，分别在浙江秦山基地(9 台)、浙江三门基地(2 台)、江苏田湾基地(6 台)、福建福清基地(6 台)以及海南昌江基地(2 台)；控股在建及核准未开工机组 15 台(有 2 台钠冷快堆在中核集团体内，不在上市公司)，装机容量 17.57GW，在建核准机组包括浙江 4 台(三门 3、4 号、金七门 1、2 号)、江苏 2 台(田湾 7、8 号)、福建 4 台(漳州 1、2、3、4 号)、海南 1 台(小堆)、辽宁 4 台(徐大堡 1、2、3、4 号)。公司在运在建核准机组布局在浙江(15 台)、福建(10 台)较多；江苏布局了 8 台机组。

图表 19：公司在运+在建核准核电布局图



数据来源：2023 年报沪市主板清洁低碳集体业绩说明会，华福证券研究所

图表 20：公司在运+在建核准核电项目概况（截至 2024M5）

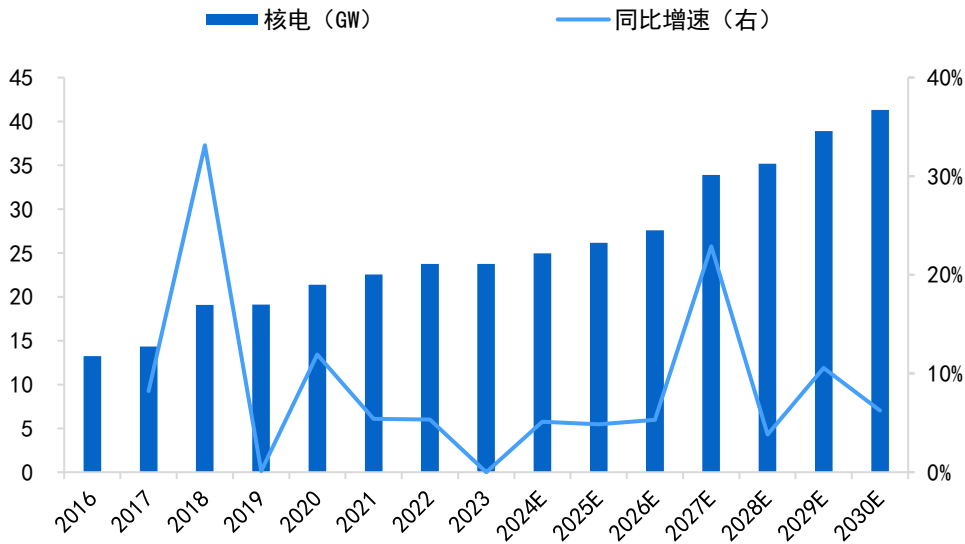
地区	项目名称	状态	装机容量 (万千瓦)	堆型技术
浙江	泰山一核	在运	1*35.0	压水堆 CNP300
	泰山二核	在运	4*67.0	压水堆 CNP600
	泰山三核	在运	2*72.8	重水堆 CANDU700
	方家山核电	在运	2*108.9	压水堆 CNP1000
	三门核电#1 #2	在运	2*125.0	压水堆 AP1000
	三门核电#3 #4	在建核准	2*125.1	压水堆 CAP1000
	金七门核电	在建核准	2*121.5	压水堆 HPR1000 (华龙一号)
江苏	田湾核电#1-6	在运	2*106+2*112.6+2*111.8	压水堆 VVER1000、压水堆 CNP1000
	田湾核电#7 #8	在建核准	2*126.5	压水堆 VVER1200
福建	福清核电#1-6	在运	4*108.9+2*116.1	压水堆 CNP1000、压水堆 HPR1000 (华龙一号)
	漳州核电	在建核准	4*121.2	压水堆 HPR1000 (华龙一号)
海南	海南核电	在运	2*65	压水堆 CNP600
	海南核电小堆	在建核准	1X12.5	压水小堆 ACP100 (玲珑一号)
辽宁	徐大堡核电	在建核准	2*127.4+2*129.1	压水堆 VVER1200、压水堆 CAP1000

数据来源：公司官网，华福证券研究所

把握核电发展重要机遇期，预计 2027 年公司核电装机将迎跨越式增长。根据在建项目进度，预计 2024 年漳州 1 号机投运，对应为 24.96GW；2025 年漳州 2 号机投运，对应装机为 26.17GW。2026 年田湾 7 号及海南小堆投入商运，对应装机为 27.56GW。2027 年是公司投产大年，徐大堡 3&4 号、田湾 8 号，三门 3&4 号共 5 机投运，对应装机容量为 33.88GW。随着公司在建、核准核电项目逐步投运，公司

在运核电装机规模有望持续增长，推动公司核电发电量和核电业务业绩稳步提升，预计 2030 年公司核电装机达到 41.32GW。2024-2030 年公司在运装机容量复合增长率预计约为 8.76%。

图表 21：2016-2030E 公司核电装机容量



来源：2023 年报沪市主板清洁低碳集体业绩说明会，公司公告，华福证券研究所

图表 22：2024E-2030E 年公司核电机组投产情况

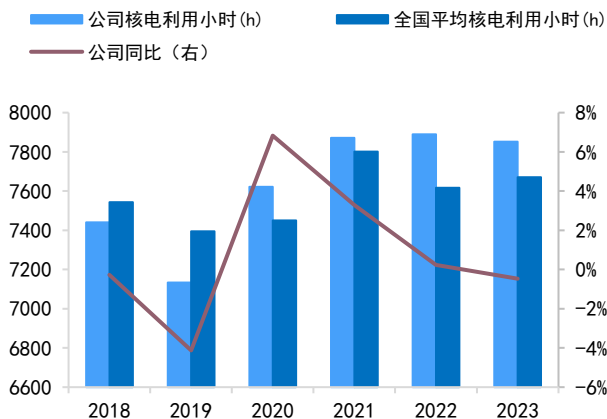
预计投运年份	项目名称	机型	装机容量 (MW)
2024 年	漳州 1 号	华龙一号	1212
2025 年	漳州 2 号	华龙一号	1212
2026 年	田湾 7 号	VVER-1200	1265
2026 年	海南小堆	玲珑一号	125
2027 年	徐大堡 3 号	VVER-1200	1274
2027 年	田湾 8 号	VVER-1200	1265
2027 年	徐大堡 4 号	VVER-1200	1274
2027 年	三门 3 号	CAP1000	1251
2027 年	三门 4 号	CAP1000	1251
2028 年	徐大堡 1 号	CAP1000	1291
2029 年	漳州 3 号	华龙一号	1212
2029 年	漳州 4 号	华龙一号	1212
2029 年	徐大堡 2 号	CAP1000	1291
2030 年	金七门 1 号	华龙一号	1215
2030 年	金七门 2 号	华龙一号	1215

数据来源：2023 年报沪市主板清洁低碳集体业绩说明会，公司公告，华福证券研究所

2.2 核电上网电量稳步增加，预计 24 年市场化交易波动有限

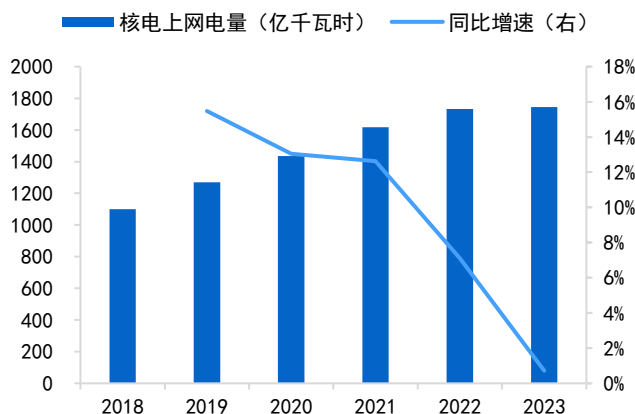
公司核电利用小时数较为稳定，核电上网电量稳步增长。2018-2023 年公司核电利用小时数在 7100-7900h 区间。其中近三年的核电利用小时数保持在 7850 小时以上。此外，2022-2023 年公司核电利用小时数分别高于全国平均水平 273 小时和 182 小时。受益于核电装机的投产和利用小时数的出色表现，公司核电上网电量稳步增长。2023 年核电上网电量为 1744.58 亿千瓦时，同比增长 0.72%。

图表 23：公司核电利用小时数较为稳定



来源：公司公告，同花顺，华福证券研究所

图表 24：公司核电上网电量稳步增长



来源：公司公告，华福证券研究所

江苏核电市场化交易比例提升，浙江取消核电参与市场化交易机制。核电的上网电量分为按核准价结算的计划电和按市场价结算的市场电。**1) 江苏。**24 年市场交易电量 270 亿千瓦时左右（同比+50 亿千瓦时），其中 240 亿度为长协，长协价格比 2023 年降不到 2 分钱，其余 30 亿度为月度竞价。总体看江苏的核电市场化交易比例提升，同时考虑到江苏的核电市场电价跟随市场变化，预计 24 年由于市场化交易比例提升（高电价电量占比提升），一定程度上能抵御电价下行影响；**2) 浙江。**24 年浙江取消核电参与市场化机制，但考虑到 23 年泰山核电市场化电价基本按核准价结算，三门核电市场化电价比核准电价略高。我们认为浙江取消核电参与市场化机制不会对业绩造成较大的冲击；**3) 福建。**24 年福建省的政策和 23 年基本保持一致。23 年前三季度福清核电市场化电量占比约 68%，大部分按核准价结算，少部分在标杆基础上上浮。综上，我们认为 24 年市场化交易部分对公司业绩波动有限。

图表 25：各省核电参与市场化情况

省份	2023	2024
江苏	江苏核电有限公司全年市场交易电量 不低于 220 亿千瓦时 （其中#1-2 机组 不低于 20 亿千瓦时 ），其中年度交易电量 不低于 180 亿千瓦时 。秦山核电年度市场交易电量 10 亿千瓦时	江苏核电有限公司所属核电机组全年市场交易电量 270 亿千瓦时左右 ，其中#1-2 机组 不低于 70 亿千瓦时 。秦山核电年度交易电量 10 亿千瓦时 。
浙江	中核集团秦山一期全年市场化交易电量占其年发电量的 50% 。三门核电全年市场化电量占其年发电量的 10% 。中核集团秦山核电公司（二期、三期、方家山）等省外来电市场化交易电量参照 2022 年实际市场化电量比例 执行。	-
福建	核电机组原则上 全部 上网电量(除华龙一号以外)参与市场交易。根据全省电力电量平衡及外送情况对核电机组市场化电量进行动态调整。核电机组(不含华龙一号): 约 620 亿千瓦时 。	福清核电 1-4 号机组、宁德核电 1-4 号机组原则上 全部 上网电量参与市场交易。华龙一号等核电机组用于保障居民、农业优先购电。核电机组（福清核电 1-4 号机组、宁德核电 1-4 号机组）： 约 640 亿千瓦时 。

数据来源：各省发改委，北极星电力新闻网，华福证券研究所

图表 26：公司在运核电项目电量&电价情况

地区	持股比例	项目名称	上网电量-2023 (亿 kWh)	核准价 (元/kWh 含税)	燃煤基准价 (元/kWh 含税)
浙江	72%	秦山一核	26.04	0.4056	0.4153
	50%	秦山二核#1	48.98	0.3998	
	50%	秦山二核#2	50.64	0.3998	
	50%	秦山二核#3	54.68	0.4153	
	50%	秦山二核#4	48.12	0.4153	
	51%	秦山三核#1	57.71	0.4481	
	51%	秦山三核#2	49.80	0.4481	
	72%	方家山核电#1	82.13	0.4153	
	72%	方家山核电#2	83.01	0.4153	
	51%	三门核电#1	88.67	0.4203	
	51%	三门核电#2	93.29	0.4203	
江苏	50%	田湾核电#1	81.67	0.439	0.391
	50%	田湾核电#2	74.20	0.439	
	50%	田湾核电#3	87.57	0.391	
	50%	田湾核电#4	82.75	0.391	
	50%	田湾核电#5	89.33	0.391	
	50%	田湾核电#6	75.38	0.391	
福建	51%	福清核电#1	81.34	0.4153	0.3932
	51%	福清核电#2	83.50	0.3916	
	51%	福清核电#3	81.49	0.359	
	51%	福清核电#4	79.82	0.3779	

	51%	福清核电#5	66.86	/	
	51%	福清核电#6	67.38	/	
海南	51%	海南核电#1	51.95	0.4153	0.4298
	51%	海南核电#2	45.87	0.4153	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.3 核能综合利用领军企业，积极推进四代核电&小型堆

三代核电技术成为主流应用技术，积极推进研发四代核电技术。“华龙一号”机组陆续投运，标志我国实现了由二代向自主三代核电技术的全面跨越。目前及未来一段时间内国内新建核电将以三代为主，自主三代核电综合国产化率已达90%以上。同时全球首座球床模块式高温气冷堆核电站石岛湾高温气冷堆示范工程并网发电，设备国产化率高达93.4%，标志我国已掌握四代核能技术。此外四代技术中的钍基熔盐堆也已获“出生证”。钠冷快堆、铅基快堆等先进核能系统的研发和示范项目也在加紧推进中，超临界水堆还在概念设计阶段。

中核集团布局了四代技术中的“高温气冷堆”和“钠冷快堆”；中广核集团布局了铅基快堆；华能集团布局“高温气冷堆”。中核集团在四代堆型的布局更为丰富。

图表 27：四大核电运营集团目前核三代、核四代技术进展

集团	核三代	核四代
中核集团	1) 与中广核联合开发“华龙一号”，是我国研发的具有完全自主知识产权的三代压水堆核电创新成果，当前及未来一段时间我国新建核电项目的主流机型之一。	1) 控股2台在建的钠冷快中子反应堆（钠冷快堆）核电机组，中国大陆目前唯二的示范快堆机组、继石岛湾高温气冷堆示范工程后第二个运用核四代技术的示范核电工程。钠冷快堆是六种第四代核电备选堆型之一，是第四代核电技术中最成熟的堆型。
	2) 自主研发、全资控股“玲珑一号”并具有自主知识产权，全球首个开工的陆上商用模块化小型堆，继三代核电华龙一号后的又一自主创新重大成果。	2) 参与研发、建设第四代核电项目——石岛湾高温气冷堆核电站示范工程。
中广核集团	1) 与中核联合开发“华龙一号”，是我国研发的具有完全自主知识产权的三代压水堆核电创新成果，当前及未来一段时间我国新建核电项目的主流机型之一。	1) 联合国内外数十家科研单位共同推动的第四代先进核能系统——铅基快堆的设计研发已取得一系列成果，并自主研发出多项关键技术及设备。
	2) 中广核已具备同时开工近20台“华龙一号”核电机组建设能力，集团的6台在建核电机组全部为“华龙一号”型号，“华龙一号”机组批量化建设正在有序推进。	2) 2021年与北京科技大学签订“铅钍快堆关键技术联合研发合作协议”。
国家电投	开发代表当今世界三代核电技术先进水平的国和一号，具有完全自主知识产权，是完全自主设计的中国核电技术品牌，该技术研发完成标志我国全面具备了先进核电自主化能力。	-

<p>华能集团</p>	<p>公司目前控股 2 台在建三代核电组。</p>	<p>作为我国自主设计、建造、调试和运营的新一代核电项目，示范工程由中国华能联合清华大学、中核集团共同建设，这是全球首个并网发电的第四代高温气冷堆核电项目，在该领域我国成为世界核电技术的领跑者。</p>
--------------------	---------------------------	---

数据来源：中国核能行业协会、国家能源局、中国政府网、中核集团官网、中新网、清华大学、北京科技大学、新华网、人民网、央视网、国家电投官网，华福证券研究所

公司与东华能源合作成立中核东华茂名绿能，加强高温气冷堆项目与石化产业的充分耦合。2021 年石湾岛高温气冷堆核电站示范工程首次并网成功；2023 年 12 月成功投入商运，标志着真正打开了第四代核能系统技术从实验堆迈向商用市场的大门。高温气冷堆产生的高温工作介质可作为高温工艺热源，用于煤的气化、液化、技术冶炼等工艺，区域供热和海水淡化，并能大大降低高温制氢的成本，形成无污染、无排放的能源链。核四代高温气冷堆核心优势是核能综合利用，可供暖、供汽、制氢、发电。作为四代堆型中走在前列的高温气冷堆，有望率先迎来商业化时代。

高温堆技术由中核集团与清华大学联合研发，中核集团与清华大学是全部知识产权的创建者、推广者和所有者。中核集团在高温气冷堆后续产业化发展中担当主导职能。公司作为中核集团核能产业发展的责任主体，将在高温气冷堆技术的后续改进、技术推广、规模化应用和产业模式创新中履行主力军、先锋队、拓荒牛的重要使命。此外公司也在积极开拓高温气冷堆的市场，布局相关项目的落地工作。2022 年 10 月发布公告，拟与东华能源股份有限公司共同出资设立中核东华茂名绿能有限公司，加强高温气冷堆项目与石化产业的充分耦合。目前中核持股中核东华茂名绿能 51% 的股份。

图表 28：2019M7 第二台蒸汽发生器顺利吊装就位



来源：中国核建，华福证券研究所

图表 29：22M12 首次实现双堆初始满功率运行



来源：中国核建，华福证券研究所

公司自主研发的“玲龙一号”是全球首个开工的陆上商用模块化小型堆。2021年7月，“玲龙一号”在海南昌江核电基地正式开工。2023年11月，“玲龙一号”小堆钢制安全壳顶封头顺利吊装就位，标志着“玲龙一号”的关键结构封顶，全面进入内部安装高峰期。预计2026年建成投运，每年发电量可达10亿千瓦时。“玲龙一号”是公司自主研发的全球首个开工的陆上商用模块化小型堆。具有安全性高、灵活性好、用途广泛等优势，可在供热、制氢、海水淡化、生成合成燃料，以及为小型电网或偏远地区发电等领域中展现独特优势，发挥重要作用。

图表 30：“玲龙一号”施工现场



来源：新华社，华福证券研究所

图表 31：海南昌江核电站



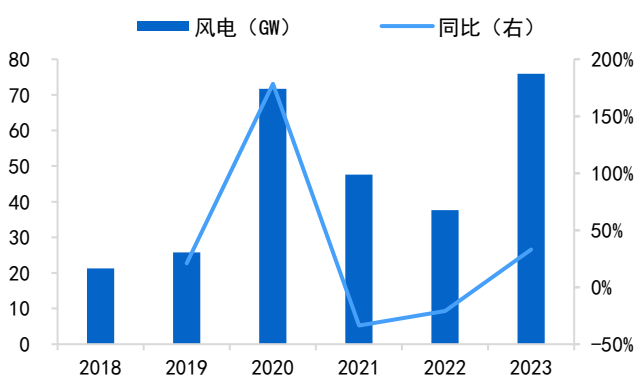
来源：新华网，华福证券研究所

3 风光步入发展快车道，加速敏捷端项目孵化

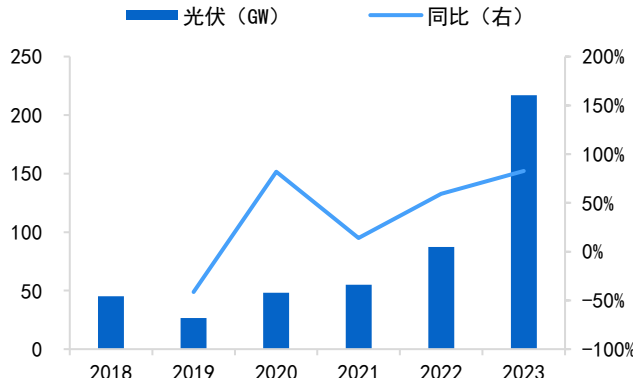
3.1 加快新能源转型，风光迎来高速增长

22年国内风光新增装机突破120GW，23年新增装机近300GW。2020-2023年全国风电、光伏发电已连续四年新增装机突破100GW，2022年新增装机突破120GW，2023年新能源新增装机近300GW，创历史新高。中电联预计24年风光新增装机89GW、171GW。预计风光快速扩张，高速增长。

图表 32：全国风电新增装机规模



图表 33：全国光伏新增装机规模

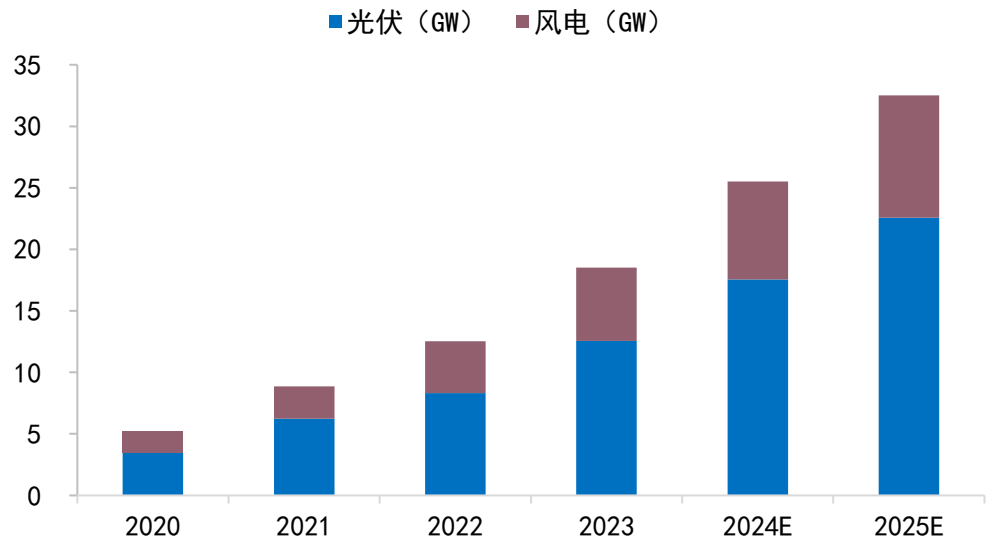


来源：国家能源局，同花顺，华福证券研究所

来源：国家能源局，同花顺，华福证券研究所

公司风光装机规模持续增长，预计十四五目标有望加速兑现。自2020年公司收购中核汇能以来，公司风光装机规模持续增长。截至2023年底，公司控股新能源在运装机容量18.52GW，包括风电5.95GW、光伏12.56GW，分别同比增长41.45%、50.95%。公司风光项目布局在新疆、甘肃、青海、内蒙古、广西和贵州较多。截至1Q24，公司风电装机7.33GW、光伏装机14.01GW；在建风电3.34GW、光伏10.92GW，在手资源丰富。公司十四五规划新能源在运装机规模达30GW。我们预计公司十四五目标或许有望超额完成。

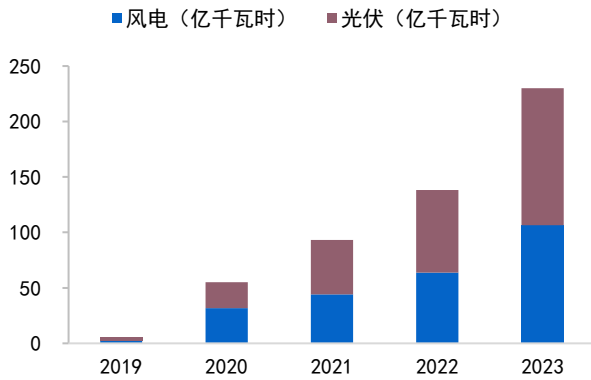
图表 34：2020-2025E 公司风光在运装机规模



来源：公司公告，华福证券研究所

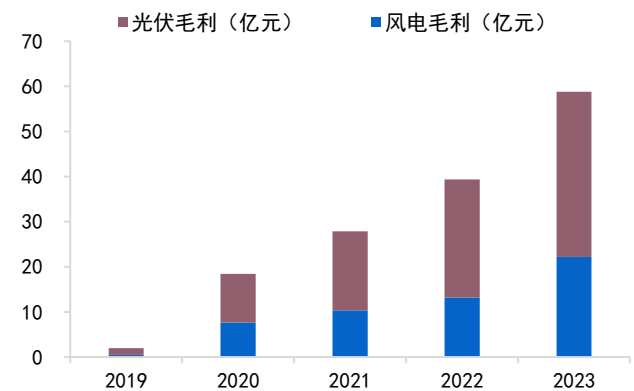
风光售电量快速增长，19-23年毛利CAGR高达135%。2023年公司风电、光伏的售电量分别为106.40、123.51亿千瓦时，分别同比增长66.56%、66.12%。2023年风光上网电量合计229.91亿千瓦时。随着风光上网电量的快速增长，带动风光业务毛利实现高增。2021-2023年风光毛利CAGR为45.28%。随着公司风光装机增加，带动上网电量增加，预计公司风光毛利润也将呈现快速增长态势。

图表 35：公司风光售电量快速增长



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 36：21-23 年风光毛利 CAGR 为 45.28%



来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 敏捷端项目加速孵化，钙钛矿太阳能电池项目为重点

公司加速敏捷端新项目孵化，钙钛矿太阳能电池项目为重点。行业内钙钛矿电池生产大多处于小规模试验阶段，三条 100MW 及以上中试线已经建成，一条量产，两条运营调试。目前，小电池片实验室最高转换效率为 26.1%，玻璃基小组件最高转换效率为 22.7%。处于小规模试验线量产阶段的玻璃基组件中试最高转换效率达到 20.6%，玻璃基量产组件最高转换效率为 18.2%。钙钛矿太阳能电池因其具有高光电转换效率、材料和制备成本低等优势，具有广泛的应用前景。国家 2022 年至今发布多次推动钙钛矿太阳能电池的政策，推动钙钛矿技术的发展。

公司发展敏捷端业务时，将钙钛矿太阳能电池项目作为重点，加速研发。设立钙钛矿公司，引进科研团队和立项获批通过中试科研项目等。中核集团与中科院联合孵化的钙钛矿公司——中核光电科技(上海)有限公司，于 2023 年注册成立，其中中国核电通过全资子公司中核技术投资有限公司控股 79%。目前钙钛矿中试科研推进顺利，取得阶段成果，刚性、柔性小型组件效率均达行业内领先水平，技术成果保持在行业第一梯队。

图表 37：2023-2030 年国内钙钛矿太阳能电池转换效率变化

钙钛矿太阳能电池转换效率(%)	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2028 年	2030 年
小电池片实验室最高转换效率 ($\leq 1\text{cm}^2$)	26.1%	26.6%	27.1%	27.6%	28.3%	29.0%
玻璃基小组件最高转换效率 ($< 200\text{cm}^2$)	22.7%	23.5%	24.3%	25.0%	26.0%	27.0%
玻璃基中试组件最高转换效率 ($200 \leq S < 6500\text{cm}^2$)	20.6%	22.0%	22.6%	23.2%	24.6%	26.0%
玻璃基量产组件最高转换效率 ($> 6500\text{cm}^2$)	18.2%	19.0%	20.0%	21.0%	22.5%	24.0%

数据来源：CPIA，华福证券研究所

图表 38：2022 年至今国内关于钙钛矿政策梳理

日期	政策/会议	颁布单位	主要内容
2022/4/2	《“十四五”能源领域科技创新规划》	国家能源局科学技术部	推动钙钛矿光伏电池进行示范试验研究。研制基于溶液法与物理法的钙钛矿电池量产工艺制程设备，开发高可靠性组件级联与封装技术，研发大面积、高效率、高稳定性、环境友好型的钙钛矿电池；开展晶体硅/钙钛矿、钙钛矿/钙钛矿等高效叠层电池制备及产业化生产技术研究。
2022/6/1	《“十四五”可再生能源发展规划》	发改委、国家能源局、财政部等九部门联合印发	开展光伏发电户外实证示范，掌握钙钛矿等新一代高效低成本光伏电池制备及产业化生产技术，突破适用于可再生能源灵活制氢的电解水制氢设备关键技术，研发储备钠离子电池、液态金属电池、固态锂离子电池、金属空气电池、锂硫电池等高能量密度储能技术。
2022/8/18	《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022-2030）》	科技部、发改委、工信部等九部门联合印发	到 2030 年，大幅提升能源技术自主创新能力，带动化石能源有序替代，推动能源绿色低碳安全高效转型。研发高效硅基光伏电池、高效稳定钙钛矿电池等技术，研发碳纤维风机叶片、超大型海上风电机组整机设计制造与安装试验技术、抗台风型海上漂浮式风电机组、漂浮式光伏系统。
2022/8/29	《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》	工信部、财政部、商务部等五部门联合印发	推动 TOPCon、HJT、IBC 等晶体硅太阳能电池技术和钙钛矿、叠层电池组件技术产业化，开展新型高效低成本光伏电池技术研究和应用，开展智能光伏试点示范和行业应用。

数据来源：国家能源局，发改委，工信部，中华人民共和国中央人民政府，华福证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司主营电力业务，基于公司过往的各项收入成本，结合行业发展趋势、未来发展战略等对公司各发电类型进行关键假设：

影响收入端的装机容量：根据公司目前已经核准开工的装机量，假设 24/25/26 年核电新增投产装机 121/121/139 万千瓦；公司十四五规划风光目标 30GW，结合目前公司在手资源量及结构，我们认为有可能会超出规划达到 32.5GW 左右，假设风电新增 200/200/200 万千瓦；光伏新增 500/500/500 万千瓦。

影响收入端的利用小时数：根据机组投产及检修节奏假设 24/25/26 年核电利用小时数为 7797/7788/7786h；24-26 年风电利用小时数逐渐趋稳，2200/2200/2200h；光伏利用小时数缓慢下降，为 1250/1230/1200h。

影响收入端的含税电价：考虑到公司核电电量结构中实际受市场化影响的比例较

小，根据机组投产及检修节奏，测算 24-26 年核电平均含税电价为 0.4188/0.4173/0.4169 元/kWh；考虑到电力市场化建设不断完善，以及风电和光伏的平价上网项目占比逐步增大，假设风电平均含税电价 0.3871/0.3671/0.3571 元/kWh；光伏为 0.4882/0.4582/0.4382 元/kWh。

图表 39：收入拆分

		2023A	2024E	2025E	2026E
装机容量 (GW)	核电	23.75	24.96	26.17	27.56
	风电	5.95	7.95	9.95	11.95
	光伏	12.56	17.56	22.56	27.56
利用小时数 (小时)	核电	7852	7797	7788	7786
	风电	2235	2200	2200	2200
	光伏	1291	1250	1230	1200
上网电量 (亿千瓦时)	核电	1744.58	1747.34	1848.73	1957.86
	风电	106.40	149.26	192.21	235.15
	光伏	123.51	186.42	244.32	297.77
含税电价 (元/千瓦时)	核电	0.4193	0.4188	0.4173	0.4169
	风电	0.4171	0.3871	0.3671	0.3571
	光伏	0.5381	0.4882	0.4582	0.4382
电力收入 (亿元)	核电	634.57	647.63	682.76	722.32
	风电	39.27	51.13	62.43	74.30
	光伏	58.82	80.53	99.06	115.46
电力合计(亿元)	电力合计	732.66	779.29	844.25	912.08
其他收入(亿元)	其他	16.92	19.46	22.38	25.73
总合计(亿元)	总合计	749.57	798.74	866.63	937.82

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 40：成本拆分

		2023A	2024E	2025E	2026E
固定资产折旧(亿元)		160.54	173.93	194.11	214.41
燃料及其他材料(亿元)		92.10	92.17	94.83	97.63
其他成本(亿元)		148.22	160.17	168.53	180.62
总合计(亿元)		400.86	426.27	457.48	492.67

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值

我们选取了同为主营核电的中国广核；以及考虑到核电资产和水电资产均为强现金流类型，我们选取了水电龙头长江电力和华能水电。24年可比公司平均PE为20.23倍。

受益于核电核准审批常态化、核能综合利用以及新能源兑现十四五目标，公司将夯实龙头地位，未来业绩增长可期。我们预测24-26年公司营收分别为798.75、866.63和937.82亿元，归母净利润分别为114.64、124.11和134.55亿元，对应PE分别为16.9/15.6/14.4倍。结合可比公司情况，采用PE估值，我们给予2024年18.0倍估值，对应市值2063.43亿元，给予公司目标价10.93元。首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 41：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
003816.SZ	中国广核	4.34	0.21	0.24	0.25	0.27	14.64	18.26	17.18	16.40
600900.SH	长江电力	28.18	1.11	1.38	1.46	1.53	20.97	20.48	19.24	18.43
600025.SH	华能水电	10.61	0.42	0.48	0.54	0.58	20.34	21.94	19.77	18.08
			平均值				18.65	20.23	18.73	17.64
601985.SH	中国核电	10.28	0.56	0.61	0.66	0.71	13.33	16.93	15.64	14.43

数据来源：同花顺，华福证券研究所（截至2024年6月11日数据，数据参考同花顺一致预期）

5 风险提示

项目建设不及预期风险：若新建机组建设规模不及预期，则可能影响公司业务扩张节奏。

核电安全事故风险：若世界范围内出现核事故，可能会对核电行业的积极有序发展造成一定影响。

政策风险：国家政策是新能源项目持续扩张的重要驱动力，若未来政策执行力度不及预期，则可能会对项目的推进造成一定影响。此外若国家宏观经济政策变动，比如产业、税收及信贷政策等，可能影响公司园区开发经营业务。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 42：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,774	15,975	17,333	18,756	营业收入	74,957	79,875	86,663	93,782
应收票据及账款	21,414	19,692	17,899	15,618	营业成本	41,510	44,223	47,583	51,377
预付账款	4,845	4,422	4,758	5,138	税金及附加	1,032	962	1,053	1,140
存货	26,423	27,739	29,846	32,226	销售费用	115	80	87	94
合同资产	253	160	173	188	管理费用	3,828	3,994	4,290	4,595
其他流动资产	5,785	5,870	6,381	6,970	研发费用	1,384	1,475	1,600	1,731
流动资产合计	68,240	73,697	76,217	78,708	财务费用	7,302	7,797	9,012	9,894
长期股权投资	7,580	7,959	8,357	8,775	信用减值损失	-84	15	15	15
固定资产	276,921	312,627	348,923	387,091	资产减值损失	-208	-200	-200	-200
在建工程	153,342	219,751	254,830	289,148	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	2,736	3,316	3,906	4,509	投资收益	382	420	435	450
商誉	5,611	5,611	5,611	5,611	其他收益	2,711	2,500	2,550	2,600
其他非流动资产	24,837	25,072	25,403	25,609	营业利润	22,646	24,138	25,897	27,874
非流动资产合计	471,027	574,336	647,030	720,742	营业外收入	459	400	450	500
资产合计	539,267	648,033	723,247	799,450	营业外支出	124	172	202	232
短期借款	19,864	101,010	144,669	184,739	利润总额	22,981	24,366	26,144	28,142
应付票据及账款	22,408	23,438	24,743	26,202	所得税	3,571	3,655	3,922	4,221
预收款项	8	0	0	0	净利润	19,411	20,711	22,223	23,920
合同负债	245	80	87	94	少数股东损益	8,787	9,247	9,811	10,465
其他应付款	4,470	4,470	4,470	4,470	归属母公司净利润	10,624	11,464	12,411	13,455
其他流动负债	50,603	51,407	52,608	53,866	EPS (摊薄)	0.56	0.61	0.66	0.71
流动负债合计	97,598	180,405	226,577	269,370					
长期借款	244,853	249,853	256,853	265,853	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	8,402	8,402	8,402	8,402	成长能力				
其他非流动负债	25,616	25,699	25,784	25,871	营业收入增长率	5.2%	6.6%	8.5%	8.2%
非流动负债合计	278,871	283,954	291,039	300,126	EBIT 增长率	9.3%	6.2%	9.3%	8.2%
负债合计	376,469	464,360	517,616	569,496	归母净利润增长率	17.9%	7.9%	8.3%	8.4%
归属母公司所有者权益	90,950	99,289	107,982	117,161	获利能力				
少数股东权益	71,848	84,384	97,649	112,792	毛利率	44.6%	44.6%	45.1%	45.2%
所有者权益合计	162,798	183,673	205,631	229,954	净利率	25.9%	25.9%	25.6%	25.5%
负债和股东权益	539,267	648,033	723,247	799,450	ROE	6.5%	6.2%	6.0%	5.9%
					ROIC	6.4%	5.6%	5.4%	5.3%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	69.8%	71.7%	71.6%	71.2%
经营活动现金流	43,126	48,028	51,619	56,488	流动比率	0.7	0.4	0.3	0.3
现金收益	43,208	46,349	51,131	55,775	速动比率	0.4	0.3	0.2	0.2
存货影响	-1,613	-1,316	-2,107	-2,380	营运能力				
经营性应收影响	-5,893	2,345	1,657	2,102	总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性应付影响	4,113	1,023	1,305	1,459	应收账款周转天数	93	92	78	64
其他影响	3,312	-373	-366	-468	存货周转天数	222	220	218	217
投资活动现金流	-71,712	-124,584	-96,302	-98,664	每股指标 (元)				
资本支出	-77,259	-120,537	-91,862	-95,050	每股收益	0.56	0.61	0.66	0.71
股权投资	-1,895	-379	-398	-418	每股经营现金流	2.28	2.54	2.73	2.99
其他长期资产变化	7,443	-3,668	-4,042	-3,196	每股净资产	4.82	5.26	5.72	6.20
融资活动现金流	22,332	82,757	46,040	43,600	估值比率				
借款增加	56,334	86,541	51,058	49,473	P/E	18	17	16	14
股利及利息支付	-20,250	-14,417	-16,643	-18,498	P/B	2	2	2	2
股东融资	12,036	73	0	0	EV/EBITDA	49	46	42	39
其他影响	-25,787	10,560	11,625	12,625					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn