



中国核电 (601985.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

核电持续稳健，新堆新业态可期

业绩简评

- 8月30日晚间公司披露24年半年报，1H24公司实现营收374.4亿元，同比+3.1%；实现扣非归母净利润58.2亿元，同比-1.1%。其中，单Q2实现营收194.5亿元，同比+5.7%；实现归母净利润27.8亿元，同比-3.2%。

经营分析

- 换料大修安排增多+福清4号机组小修影响核电电量；新能源电量维持高增。1H24公司总售电量为992.95亿千瓦时，同比+4.7%。(1)核电电量为834.3亿千瓦时，同比-1.3%，主因泰山/三门核电大修安排多于去年同期，福清4号机组小修。(2)风电/光伏发电量分别为76.3/85.1亿千瓦时，分别同比+50.5%/+55.1%。
- 核电电价调整符合预期，新能源利润正向贡献。1H24核电板块营收同比-1.5%，我们判断主因煤电容量机制出台后，前期市场化电价上浮情况较好的江苏田湾核电电价有所回调；其他机组电价基本稳定，体现核电作为清洁基荷电源较强的市场参与能力。子公司中核汇能1H24净利润同比+3.2%，在新能源市场交易竞争激烈的背景下、保持了正向贡献。
- 在建核电及新能源规模可观，定增方案获批。(1)核电：截至1H24控股在运23.8GW，在建及核准待建量达17.6GW。漳州1号机组进入调试阶段，计划年内并网。(2)绿电：截至1H24控股在运风/光分别为7.6/14.8GW，在建风/光分别为3.3/11.5GW。8M24公司公告140亿定增方案已获国资委批复，有望缓解CAPEX高峰期资产负债压力。
- 江苏徐圩一期工程项目核准，核能新业态又进一步。此次获批的徐圩一期项目首次采取2台华龙一号+1台高温气冷堆的配置，采取以热定电的运行模式，规划建成后年供汽3250万吨、年最大发电量超115亿度。核能供汽效率高于发电，且高煤价对供汽价格形成支撑，我们预计该项目将兼有加快能源化工领域绿色转型的战略意义和商业价值。

盈利预测、估值与评级

- 我们预计公司2024~2026年分别实现归母净利润114.2/125.3/133.5亿元，EPS分别为0.61/0.61/0.65元，对应PE分别为18倍、18倍和17倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 核电上网电价不及预期、燃料成本上升超预期、新机组建设进度不及预期风险等。

公共事业与环保组

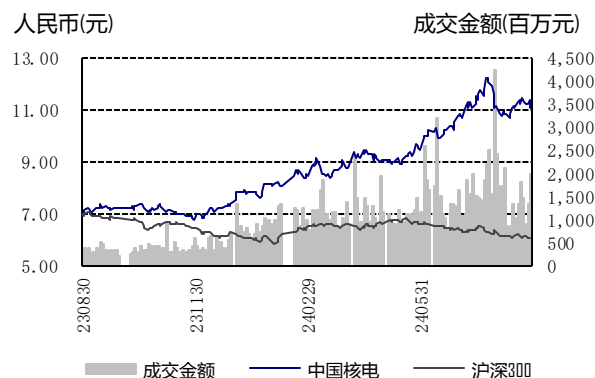
分析师：张君昊 (执业S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.01元

相关报告：

- 《中国核电公司点评：核电能力因子提升，田湾供汽改造落地》，2024.4.29
- 《中国核电公司点评：核电运营效率提升，绿电贡献持续扩大》，2023.10.27
- 《中国核电公司点评：核电稳健运营，在建绿电规模扩大》，2023.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	71,286	74,957	77,147	83,633	89,778
营业收入增长率	14.30%	5.15%	2.92%	8.41%	7.35%
归母净利润(百万元)	9,010	10,624	11,420	12,530	13,350
归母净利润增长率	12.09%	17.91%	7.49%	9.73%	6.54%
摊薄每股收益(元)	0.478	0.563	0.605	0.610	0.650
每股经营性现金流净额	2.48	2.28	2.36	2.39	2.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.16%	11.68%	11.63%	11.91%	11.86%
P/E	12.56	13.33	18.09	17.92	16.82
P/B	1.28	1.56	2.10	2.13	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	62,367	71,286	74,957	77,147	83,633	89,778
增长率	14.3%	14.3%	5.2%	2.9%	8.4%	7.3%
主营业务成本	-34,806	-38,757	-41,510	-43,425	-47,670	-50,880
%销售收入	55.8%	54.4%	55.4%	56.3%	57.0%	56.7%
毛利	27,561	32,529	33,448	33,721	35,962	38,898
%销售收入	44.2%	45.6%	44.6%	43.7%	43.0%	43.3%
营业税金及附加	-660	-872	-1,032	-1,003	-1,087	-1,167
%销售收入	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-79	-78	-115	-100	-109	-117
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-3,202	-4,619	-3,828	-3,857	-4,182	-4,489
%销售收入	5.1%	6.5%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-1,337	-1,398	-1,384	-1,427	-1,547	-1,661
%销售收入	2.1%	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	22,284	25,562	27,089	27,334	29,038	31,465
%销售收入	35.7%	35.9%	36.1%	35.4%	34.7%	35.0%
财务费用	-6,871	-8,145	-7,302	-7,476	-8,284	-9,416
%销售收入	11.0%	11.4%	9.7%	9.7%	9.9%	10.5%
资产减值损失	-276	-160	-292	-150	-100	-100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	195	275	382	483	531	584
%税前利润	1.2%	1.4%	1.7%	2.2%	2.2%	2.3%
营业利润	16,475	19,645	22,646	22,291	23,590	24,786
营业利润率	26.4%	27.6%	30.2%	28.9%	28.2%	27.6%
营业外收支	84	-75	335	85	92	97
税前利润	16,559	19,570	22,981	22,376	23,683	24,882
利润率	26.6%	27.5%	30.7%	29.0%	28.3%	27.7%
所得税	-2,505	-3,247	-3,571	-3,356	-3,552	-3,732
所得税率	15.1%	16.6%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	14,055	16,323	19,411	19,020	20,130	21,150
少数股东损益	6,017	7,313	8,787	7,600	7,600	7,800
归属于母公司的净利润	8,038	9,010	10,624	11,420	12,530	13,350
净利率	12.9%	12.6%	14.2%	14.8%	15.0%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	14,055	16,323	19,411	19,020	20,130	21,150
少数股东损益	6,017	7,313	8,787	7,600	7,600	7,800
非现金支出	14,779	16,029	17,079	16,974	18,758	21,549
非经营收益	6,698	8,267	7,206	7,014	7,842	8,937
营运资金变动	76	6,079	-569	1,529	-1,599	-1,446
经营活动现金净流	35,608	46,698	43,126	44,536	45,132	50,190
资本开支	-25,047	-50,487	-66,974	-59,551	-70,274	-83,018
投资	-1,680	-3,062	-5,199	59	0	0
其他	688	540	462	483	531	584
投资活动现金净流	-26,039	-53,008	-71,712	-59,008	-69,742	-82,434
股权募资	2,131	11,176	12,036	0	0	0
债权募资	6,034	29,514	47,633	34,023	40,720	48,929
其他	-19,913	-31,254	-37,337	-11,766	-13,942	-15,660
筹资活动现金净流	-11,747	9,436	22,332	22,257	26,777	33,269
现金净流量	-2,179	3,119	-6,263	7,784	2,167	1,025

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,064	16,162	9,774	16,477	17,885	18,378
应收款项	15,998	18,557	23,204	24,009	26,027	27,940
存货	22,755	24,809	26,423	26,174	28,733	30,667
其他流动资产	5,989	6,232	8,840	10,283	10,940	11,441
流动资产	57,806	65,760	68,240	76,943	83,586	88,427
%总资产	14.1%	14.2%	12.7%	13.0%	12.9%	12.4%
长期投资	5,389	6,228	8,126	8,066	8,066	8,066
固定资产	329,912	370,532	430,497	466,497	518,138	579,736
%总资产	80.5%	79.7%	79.8%	79.0%	79.9%	81.0%
无形资产	5,419	8,053	10,426	10,606	10,829	11,039
非流动资产	351,816	398,860	471,027	513,688	565,296	626,861
%总资产	85.9%	85.8%	87.3%	87.0%	87.1%	87.6%
资产总计	409,621	464,620	539,267	590,631	648,882	715,288
短期借款	39,671	38,784	59,373	61,066	68,231	77,486
应付款项	17,944	23,254	27,362	28,620	31,411	33,529
其他流动负债	7,958	11,899	10,863	13,050	13,377	13,669
流动负债	65,573	73,937	97,598	102,737	113,019	124,684
长期贷款	176,611	208,511	244,853	272,853	306,408	346,082
其他长期负债	42,160	34,303	34,018	37,415	37,175	37,135
负债	284,343	316,751	376,469	413,006	456,602	507,901
普通股股东权益	76,123	88,640	90,950	98,177	105,231	112,539
其中：股本	17,523	18,861	18,883	18,883	18,883	18,883
未分配利润	26,053	31,337	37,750	44,978	52,032	59,339
少数股东权益	49,155	59,229	71,848	79,448	87,048	94,848
负债股东权益合计	409,621	464,620	539,267	590,631	648,882	715,288

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.459	0.478	0.563	0.605	0.610	0.650
每股净资产	4.344	4.700	4.816	5.199	5.127	5.483
每股经营现金净流	2.032	2.476	2.284	2.358	2.390	2.658
每股股利	0.150	0.170	0.195	0.222	0.290	0.320
回报率						
净资产收益率	10.56%	10.16%	11.68%	11.63%	11.91%	11.86%
总资产收益率	1.96%	1.94%	1.97%	1.93%	1.93%	1.87%
投入资本收益率	5.32%	5.27%	4.81%	4.46%	4.28%	4.18%
增长率						
主营业务收入增长率	19.30%	14.30%	5.15%	2.92%	8.41%	7.35%
EBIT增长率	15.02%	14.71%	5.97%	0.90%	6.23%	8.36%
净利润增长率	34.07%	12.09%	17.91%	7.49%	9.73%	6.54%
总资产增长率	7.30%	13.43%	16.07%	9.52%	9.86%	10.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	73.8	82.8	93.9	105.0	105.0	105.0
存货周转天数	225.1	224.0	225.2	220.0	220.0	220.0
应付账款周转天数	134.1	171.6	178.5	190.0	190.0	190.0
固定资产周转天数	1,469.5	1,377.5	1,348.5	1,323.5	1,339.0	1,376.4
偿债能力						
净负债/股东权益	173.21%	162.39%	186.03%	184.01%	190.43%	199.91%
EBIT利息保障倍数	3.2	3.1	3.7	3.7	3.5	3.3
资产负债率	69.42%	68.17%	69.81%	69.93%	70.37%	71.01%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	15	32	47	90
增持	1	2	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.12	1.11	1.13	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-28	买入	6.05	N/A
2	2023-04-27	买入	6.74	N/A
3	2023-08-31	买入	7.09	N/A
4	2023-10-27	买入	7.29	N/A
5	2024-04-29	买入	9.28	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究