

# 中国核电 (601985.SH)

高温气冷堆获核准，拓展核能新生态

优于大市

## 核心观点

**新能源带动营收增长，归母净利润有所降低。**2024年上半年公司实现营业收入374.41亿元(+3.15%)，主要系公司新能源装机规模同比增加，发电量增长所致；实现归母净利润58.82亿元(-2.65%)，主要系大小修同比有所增加，核电发电量略有下降及新能源平均电价有所降低所致。公司累计发电量1052.95亿kWh(+4.43%)，上网电量992.95亿kWh(+4.68%)，其中，核电发电量891.53亿kWh(-1.24%)，上网电量834.25亿kWh(-1.25%)；绿电发电量161.42亿kWh(+52.87%)，上网电量158.70(+52.87%)

**首个核能与石化大规模耦合项目徐圩核电得到核准。**8月19日国常会核准江苏徐圩核能供热发电厂一期项目，包括两台华龙一号(1208MW)和一台高温气冷堆(660MW)，公司在建及核准待建机组数量达到18台。项目建成投产后每年可供应工业蒸汽3250万吨，最大发电量超115亿度。

**新能源装机规模快速增长，拟发行二期REITs项目。**截至报告期末，公司新能源控股在运装机2237.0万kW，包括风电755.9万kW，光伏1481.1万kW，另控股独立储能电站112.9万kW；控股在建装机1471.9万kW，包括风电325.0万kW，光伏1146.9万kW。8月29日，公司董事会同意中核汇能权益型并表类REITs(二期)发行方案，发行规模不超过50亿元(含)，项目底层资产初步确定为中核汇能下属13家项目公司风电、光伏资产，总装机规模约74.1万千瓦，资产组估值合计约55.2亿元。

**拟定向增发16.8亿股募集140亿元。**公司拟发行16.8亿股募集140亿元，中核集团认购20亿元，社保基金会认购120亿元，发行价格为8.33元/股，以2024年8月30日收盘价计算，折价率23.86%。募集资金用于徐大堡1-4号、漳州3-4号和田湾7-8号项目。发行完成后，公司总股本将达到205.6亿股，股本稀释比例约为8.1%，中核集团及其一致行动人合计持股比例为56.04%，仍为控股股东，国务院国资委仍为公司实际控制人，社保基金会对公司的直接持股比例为7.01%，并成为控股5%以上股东和关联方。

**风险提示：**气价波动、下游需求减弱、项目进度不及预期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司2024年上半年核电发电量减少，新能源平均电价有所降低，预计2024-2026年归母净利润113.0/123.2/133.0亿元(原为115.1/127.8/140.5亿元)，同比增速6%/9%/8%，对应当前股价PE为18.3/16.8/15.5X，维持“优于大市”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	78,764	84,562	91,562
(+/-%)	14.3%	5.2%	5.1%	7.4%	8.3%
净利润(百万元)	9010	10624	11304	12325	13305
(+/-%)	12.1%	17.9%	6.4%	9.0%	7.9%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.60	0.65	0.70
EBIT Margin	38.8%	39.8%	41.4%	42.6%	43.1%
净资产收益率(ROE)	10.2%	11.7%	11.5%	11.6%	11.6%
市盈率(PE)	22.9	19.4	18.3	16.8	15.5
EV/EBITDA	12.1	12.6	12.3	12.0	11.7
市净率(PB)	2.33	2.27	2.10	1.94	1.80

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

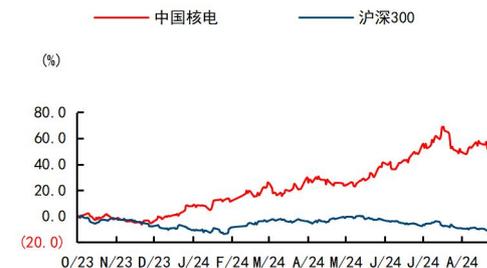
证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002  
 证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

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

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
 合理估值  
 收盘价 10.94元  
 总市值/流通市值 206583/206583百万元  
 52周最高价/最低价 12.29/6.87元  
 近3个月日均成交额 1515.67百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

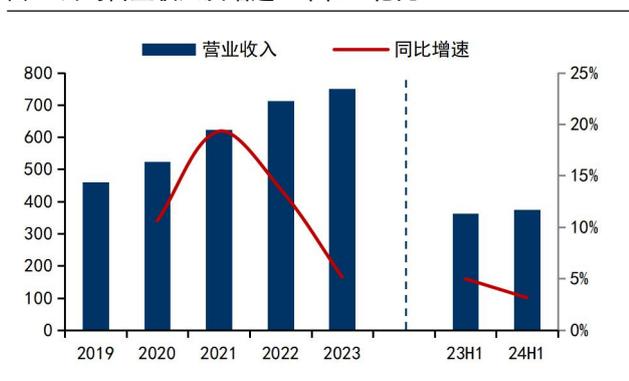
### 相关研究报告

- 《中国核电(601985.SH)-24H1上网电量993亿kWh(+4.68%)，拟定向增发16.4亿股募集140亿元》——2024-07-12
- 《中国核电(601985.SH)-新能源业务带动业绩增长，核电投产期临近》——2024-05-07
- 《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

**新能源带动营收增长，归母净利润有所降低。**2024年上半年公司实现营业收入374.41亿元，同比增长3.15%，主要系公司新能源装机规模同比增加，发电量增长所致；实现归母净利润58.82亿元，同比减少2.65%，实现扣非后归母净利润58.22亿元，同比减少1.13%，主要系大小修同比有所增加，核电发电量略有下降及新能源平均电价有所降低所致。公司累计发电量1052.95亿kWh（+4.43%），上网电量992.95亿kWh（+4.68%），其中，核电发电量891.53亿kWh（-1.24%），上网电量834.25亿kWh（-1.25%）；绿电发电量161.42亿kWh（+52.87%），上网电量158.70（+52.87%）。

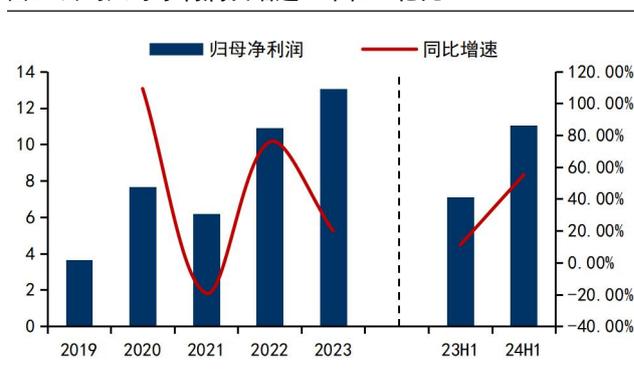
第二季度单季，公司实现营业收入194.53亿元，同比增长5.7%，环比增长8.1%；归母净利润28.23亿元，同比下降6.5%，环比下降7.7%；完成核电发电量454.79亿kWh，同比增长0.7%，环比增长4.1%；上网电量425.37亿kWh，同比增长0.7%，环比增长4.0%。公司新能源发电量87.26亿kWh，同比增长46.8%，环比增长17.7%；上网电量85.81亿kWh，同比增长46.8%，环比增长17.7%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



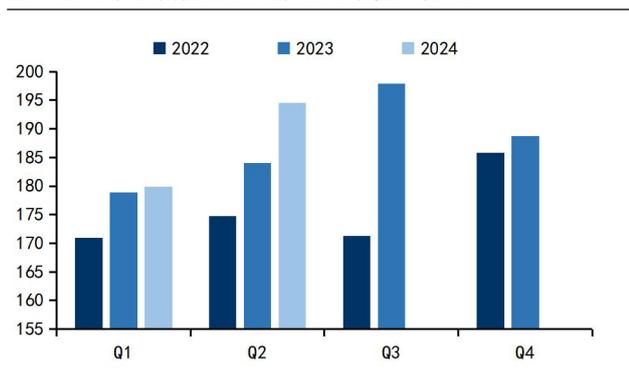
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



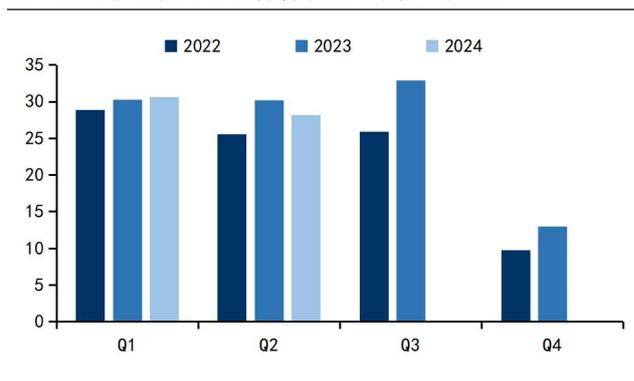
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（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4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



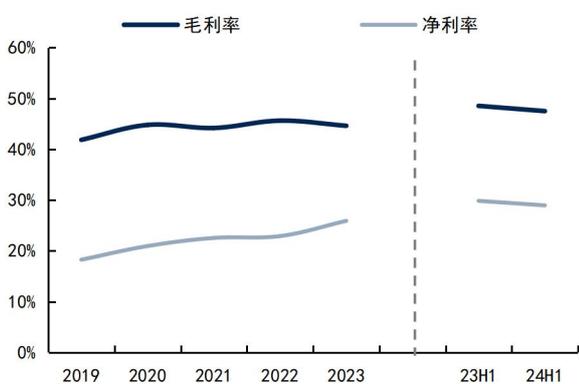
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率、净利率和费用率均有所降低。**2024年公司上半年毛利率为47.51%，同比降低1.03pct；净利率为28.95%，同比降低0.89pct。根据公司合同产生的收入测算，上半年公司风电度电营收约为0.3354元/kWh，较上年同期下降了0.0297元/kWh；光伏度电营收约为0.4108元/kWh，较上年同期下降了0.0990元/kWh。公司销售费用率为0.09%，同比降低0.02pct，主要系本期电厂两个细则考核费用减少所致；管理费用率为4.10%，同比提高0.34pct，主要系新能源装机规模增加

所致；财务费用率为 9.26%，同比下降 1.45pct，主要系受汇兑收益转负为正及加强资金精益管理，利息支出减少所致。三项费用率合计 14.63%，同比下降 1.32pct。

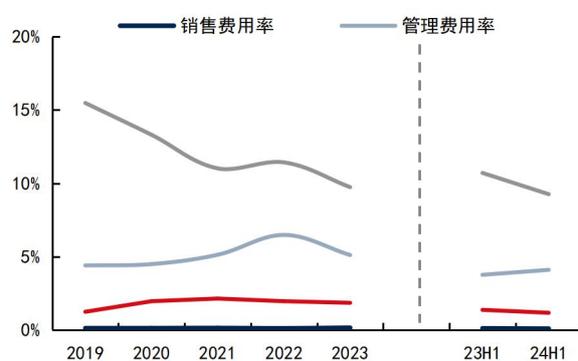
**ROE 同比下降，融资性现金流大幅增加。**2024 年上半年，公司 ROE 为 6.36%，同比下降 0.64pct，主要系净利率和资产周转率下降所致。公司加快核电和新能源建设，报告期末总资产较上年同期提高了 21.5%，资产周转率随之降至 0.07 次，权益乘数 6.18，同比提高 0.86pct。公司经营性现金净流入 195.71 亿元，同比减少 10.81%，主要系收到售电款增加低于购买商品、接受劳务和支付税费现金流增加所致；投资性现金净流出 413.89 亿元，同比增加 73.17%，主要系核电机组及自建新能源机组投入增加所致；融资性现金净流入 383.17 亿元，同比增长 862.78%，其中，取得的现金增加 243.69 亿元，吸收投资收到的现金增加 87.81 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金增加 28.48 亿元。

图5：公司毛利率、净利率情况



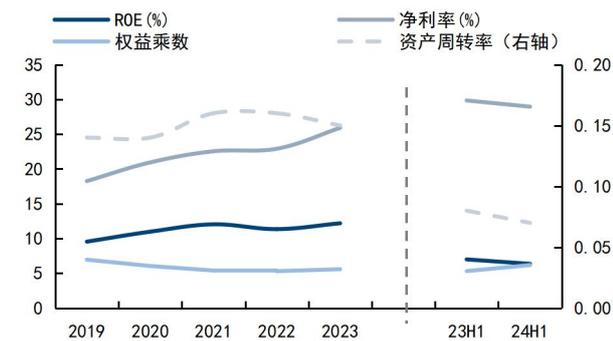
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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

**首个核能与石化大规模耦合项目徐圩核电得到核准。**2024 年 8 月 19 日，国常会核准公司江苏徐圩核能供热发电厂一期项目，包括两台华龙一号（1208MW）和一台高温气冷堆（660MW），公司在建及核准待建机组数量达到 18 台。项目建成投产后将为连云港万亿级石化产业基地大规模供应高品质低碳工业蒸汽，同时利用剩余热能发电，每年供应工业蒸汽 3250 万吨，最大发电量超 115 亿度。

**“和气一号”投产，核能综合利用拓展至工业供汽。**2024 年 6 月 19 日，我国首

个工业用途核能供汽项目“和气一号”在田湾基地建成投产，年产蒸汽量 480 万吨。标志着我国核能综合利用从单一发电、满足城市居民供暖后拓展进入到工业供汽领域。

**新能源装机规模快速增长，拟发行二期 REITs 项目。**截至报告期末，公司新能源控股在运装机 2237.04 万 kW，包括风电 755.92 万 kW，光伏 1481.12 万 kW，另控股独立储能电站 112.9 万 kW；控股在建装机 1471.92 万 kW，包括风电 325.02 万 kW，光伏 1146.90 万 kW。8 月 29 日，公司董事会同意中核汇能权益型并表类 REITs（二期）发行方案，发行规模不超过 50 亿元（含），中核汇能及关联方合计认购 15%-20% 有限合伙份额实现并表管理，并担任后续项目运营管理机构。项目底层资产初步确定为中核汇能自持或下属子公司持有的 13 家项目公司风电、光伏资产，总装机规模约 74.14 万千瓦，资产组估值合计约 55.17 亿元，产品期限不超过 20 年，发行利率 3.00%-3.30%。公司通过发行 REITs 项目盘活存量资产，扩大有效投资，中核汇能可取得募集资金用于偿还底层资产外部负债，并购其他新能源项目，增强资产流动性

**拟定向增发 16.8 亿股募集 140 亿元。**公司拟发行 16.8 亿股募集 140 亿元，中核集团认购 20 亿元，社保基金会拟认购 120 亿元，发行价格为 8.33 元/股，以 2024 年 8 月 30 日收盘价计算，折价率 23.86%。募集资金用于徐大堡 1-4 号、漳州 3-4 号和田湾 7-8 号项目。发行完成后，公司总股本将达到 205.6 亿股，股本稀释比例约为 8.1%，中核集团及其一致行动人合计持股比例为 56.04%，仍为控股股东，国务院国资委仍为公司实际控制人，社保基金会对公司的直接持股比例为 7.01%，并成为控股 5% 以上股东和关联方。

**公司未来三年分红规划要求分红比例不低于 30%，且可进一步提高。**2021-2023 年，公司股利支付率分别为 35.18%/35.63%/34.66%，对应股息率分别为 1.81%/2.83%/2.60%。我们预计公司 2024 年归母净利润为 113.0 亿元，参考 2024 年 8 月 30 日收盘价及公司股本，按照 30% 股利支付率测算，股息率约为 1.6%。公司持续建设核电站和新能源发电设施，2024 年投资计划总额为 1215.5 亿元，较上年投资计划增长了 51.9%。公司在维持较高资本开支水平的情况下，仍做出分红规划，彰显了公司对未来发展和成长性的信心。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 2024 年上半年核电发电量减少，新能源平均电价有所降低，预计 2024-2026 年归母净利润 113.0/123.2/133.0 亿元（原为 115.1/127.8/140.5 亿元），同比增速 6%/9%/8%，对应当前股价 PE 为 18.3/16.8/15.5X，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
003816.SZ	中国广核	4.78	2,414	0.21	0.23	0.25	0.28	23.8	20.8	19.1	17.1	9.5	1.8	优于大市
600900.SH	长江电力	29.38	7,189	1.11	1.40	1.48	1.56	25.6	21.0	19.9	18.8	13.5	0.9	优于大市
600025.SH	华能水电	10.99	1,978	0.42	0.49	0.54	0.59	20.3	22.4	20.2	18.6	11.3	1.4	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：华能水电为 Wind 一致预测

# 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	78764	84562	91562
应收款项	18555	23203	21687	23284	25211	营业成本	38757	41510	43066	44995	48126
存货净额	24809	26423	26127	25670	26195	营业税金及附加	872	1032	961	1031	1117
其他流动资产	6178	8784	7861	8439	9138	销售费用	78	115	102	109	119
<b>流动资产合计</b>	<b>65760</b>	<b>68240</b>	<b>65766</b>	<b>67539</b>	<b>70777</b>	管理费用	4619	3828	4048	4338	4688
固定资产	370532	430497	493747	557844	623005	研发费用	1398	1384	788	846	916
无形资产及其他	2052	2736	2626	2517	2408	财务费用	8145	7302	8432	9632	10830
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)	(249)	(283)	(320)
<b>资产总计</b>	<b>464620</b>	<b>539267</b>	<b>601189</b>	<b>668206</b>	<b>737752</b>	其他收入	802	1301	2049	1991	1921
短期借款及交易性金融负债	38784	59373	85038	113290	142472	营业利润	19645	22646	24337	26546	28666
应付款项	20539	22408	20836	20403	20750	营业外净收支	(75)	335	115	115	115
其他流动负债	14614	15818	13969	13899	14311	<b>利润总额</b>	<b>19570</b>	<b>22981</b>	<b>24452</b>	<b>26661</b>	<b>28780</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>73937</b>	<b>97598</b>	<b>119844</b>	<b>147592</b>	<b>177533</b>	所得税费用	3247	3571	3799	4142	4472
长期借款及应付债券	217511	253255	280215	305554	330066	少数股东损益	7313	8787	9349	10194	11004
其他长期负债	25303	25616	24908	24201	23493	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9010</b>	<b>10624</b>	<b>11304</b>	<b>12325</b>	<b>13305</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>242814</b>	<b>278871</b>	<b>305123</b>	<b>329754</b>	<b>353559</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>316751</b>	<b>376469</b>	<b>424967</b>	<b>477346</b>	<b>531092</b>	净利润	9010	10624	11304	12325	13305
少数股东权益	59229	71848	77925	84551	91704	资产减值准备	(74)	(164)	327	56	61
股东权益	88640	90950	98297	106308	114956	折旧摊销	15419	16356	18578	21025	23728
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>464620</b>	<b>539267</b>	<b>601189</b>	<b>668206</b>	<b>737752</b>	公允价值变动损失	247	208	249	283	320
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	8145	7302	8432	9632	10830
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(3854)	(15268)	(1065)	(2874)	(3039)
每股收益	0.48	0.56	0.60	0.65	0.70	其它	4784	8951	5750	6570	7092
每股红利	0.17	0.00	0.21	0.23	0.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>25533</b>	<b>20707</b>	<b>35143</b>	<b>37385</b>	<b>41466</b>
每股净资产	4.70	4.82	5.21	5.63	6.09	资本开支	0	(75676)	(82295)	(85351)	(89161)
ROIC	3.93%	3.91%	4%	4%	3%	其它投资现金流	(8)	(0)	(34)	(55)	(88)
ROE	10.16%	11.68%	11%	12%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(849)</b>	<b>(77572)</b>	<b>(83585)</b>	<b>(86662)</b>	<b>(90505)</b>
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	26659	24839	23913
EBITDA Margin	60%	62%	65%	68%	69%	支付股利、利息	(3206)	0	(3956)	(4314)	(4657)
收入增长	14%	5%	5%	7%	8%	其它融资现金流	(78968)	(34243)	25666	28251	29183
净利润增长率	12%	18%	6%	9%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(21587)</b>	<b>50478</b>	<b>48669</b>	<b>49277</b>	<b>49038</b>
资产负债率	81%	83%	84%	84%	84%	<b>现金净变动</b>	<b>3098</b>	<b>(6388)</b>	<b>226</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股息率	1.6%	0.0%	1.9%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	13064	16162	9774	10000	10000
P/E	22.9	19.4	18.3	16.8	15.5	货币资金的期末余额	16162	9774	10000	10000	10000
P/B	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8	企业自由现金流	0	(49419)	(37230)	(36740)	(35179)
EV/EBITDA	12.1	12.6	12.3	12.0	11.7	权益自由现金流	0	(47319)	7973	8215	8769

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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