



买入(维持)

所属行业: 公用事业/电力
当前价格(元): 10.94

证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

邮箱: guoxue@tebon.com.cn

卢璇

资格编号: S0120524050004

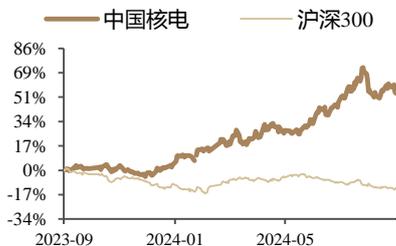
邮箱: luxuan@tebon.com.cn

联系人

刘正

邮箱: liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.82	4.37	16.14
相对涨幅(%)	2.69	8.42	23.36

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《中国核电(601985.SH): 核电、新能源稳定发电, 业绩稳步增长符合预期》, 2024.4.27
- 《中国核电(601985.SH): 业绩稳步增长符合预期, 控股股东增持彰显对公司发展信心》, 2023.10.27
- 《中国核电(601985.SH): 业绩稳步增长符合预期, 在建项目提供长足发展动力》, 2023.9.3

中国核电(601985.SH): 核电及新能源在建规模充足, 拟发行二期REITs项目有效盘活新能源存量资产

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报, 2024H1公司实现营业收入374.41亿元, 同比增长3.15%; 实现归母净利润58.82亿元, 同比减少2.65%; 实现扣非归母净利润58.22亿元, 同比减少1.13%。其中24Q2, 公司实现营业收入194.53亿元, 同比增长5.7%; 实现归母净利润28.23亿元, 同比减少6.5%; 实现扣非归母净利润27.78亿元, 同比减少3.2%。
- 核电发电量略有下降, 新能源装机高增带动其发电量同比增长52.87%。** 核电方面, 2024H1公司控股核电机组发电量891.53亿千瓦时, 同比下降1.24%; 上网电量累计为834.25亿千瓦时, 同比下降1.25%; 机组平均利用小时数约为3754小时。其中, 秦山核电发电量同比下降3.86%, 三门核电发电量同比下降6.04%, 福清核电发电量同比下降7.62%。新能源方面, 2024H1公司控股新能源机组发电量累计为161.42亿千瓦时, 同比增长52.87%, 主要系新能源在运装机规模增加。其中光伏和风力发电量分别为85.13和76.29亿千瓦时, 分别同比增长55.07%、50.50%。
- 核电及新能源在建规模充足, 海外新能源项目实现突破。** 截至2024年6月底, 公司核电控股在建及核准待建机组15台, 装机容量为1756.5万千瓦。2024年8月19日, 公司新获批江苏徐圩核能供热发电厂一期工程, 包含2台“华龙一号”压水堆核能发电机组和1组高温气冷堆核能发电机组, 合计307.6万千瓦; 公司新能源控股在运装机容量2237.04万千瓦, 其中风电、光伏分别为755.92万千瓦、1481.12万千瓦。此外, 公司哈萨克斯坦风电项目完成交割, 海外能源项目数量破零。
- 盈利水平保持稳定, 费用率持续降低。** 2024H1公司销售毛利率和销售净利率分别为47.51%和28.95%, 较2023H1分别同比下降1.03pct和0.89pct。费用率方面, 降本增效措施持续推进, 公司2024H1销售/管理/研发/财务费用率分别为0.09%/4.1%/1.17%/9.26%, 分别同比-0.02pct/+0.34pct/-0.2pct/-1.45pct, 期间费用率合计同比降低1.33pct。
- 拟发行二期REITs项目有效盘活新能源产业存量资产, 解决新能源资金需求。** 8月29日, 公司董事会同意控股子公司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家项目公司持有的风电、光伏资产, 资产组估值合计约55.2亿元, 总装机规模74.1万千瓦, 产品期限不超过20年。本次方案的推出能有效盘活公司新能源产业存量资产, 解决新能源发展的资金需求。
- 投资建议与估值:** 公司大力发展核能、非核清洁能源, 核电及新能源在建规模充足。我们预计公司2024年-2026年收入分别为798.59亿元、891.84亿元、964.54亿元, 增速分别为6.5%、11.7%、8.2%, 净利润分别为110.18亿元、

127.93 亿元、132.82 亿元，增速分别为 3.7%、16.1%、3.8%，维持“买入”投资评级。

- **风险提示：**项目推进不及预期；审批进度不及预期；电价下行的风险；政策推进不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	18,883.28		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	18,883.28	营业收入(百万元)	71,286	74,957	79,859	89,184	96,454
52 周内股价区间(元):	6.77-12.22	(+/-)YOY(%)	13.7%	5.2%	6.5%	11.7%	8.2%
总市值(百万元):	206,583.14	净利润(百万元)	9,010	10,624	11,018	12,793	13,282
总资产(百万元):	599,978.04	(+/-)YOY(%)	9.7%	17.9%	3.7%	16.1%	3.8%
每股净资产(元):	4.89	全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.55	0.58	0.68	0.70
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	45.6%	44.6%	45.5%	46.6%	45.1%
		净资产收益率(%)	10.2%	11.7%	13.0%	16.6%	19.1%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.55	0.58	0.68	0.70
每股净资产	4.82	4.48	4.09	3.67
每股经营现金流	2.28	6.29	7.62	10.31
每股股利	0.15	0.15	0.15	0.15
价值评估(倍)				
P/E	13.54	18.75	16.15	15.55
P/B	1.56	2.44	2.68	2.98
P/S	2.76	2.59	2.32	2.14
EV/EBITDA	9.66	4.33	3.57	2.31
股息率%	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	44.6%	45.5%	46.6%	45.1%
净利润率	14.2%	13.8%	14.3%	13.8%
净资产收益率	11.7%	13.0%	16.6%	19.1%
资产回报率	2.0%	1.9%	2.0%	1.9%
投资回报率	5.2%	3.6%	3.7%	3.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	5.2%	6.5%	11.7%	8.2%
EBIT 增长率	7.3%	-22.9%	13.1%	5.0%
净利润增长率	17.9%	3.7%	16.1%	3.8%
偿债能力指标				
资产负债率	69.8%	69.0%	68.4%	67.7%
流动比率	0.7	1.2	1.5	2.4
速动比率	0.4	0.8	1.1	2.0
现金比率	0.1	0.5	0.8	1.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	104.0	93.4	95.2	97.6
存货周转天数	232.3	234.8	233.6	233.6
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
固定资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	10,624	11,018	12,793	13,282
少数股东损益	8,787	8,744	10,371	10,763
非现金支出	17,079	93,098	115,360	165,322
非经营收益	7,206	7,466	8,132	8,865
营运资金变动	-569	-1,634	-2,705	-3,619
经营活动现金流	43,126	118,692	143,951	194,612
资产	-66,974	-98,228	-135,640	-125,372
投资	-5,199	-1,257	-1,333	-1,496
其他	462	232	374	397
投资活动现金流	-71,712	-99,253	-136,598	-126,471
债权募资	47,633	31,431	33,588	32,510
股权募资	12,036	0	0	0
其他	-37,337	-7,820	-8,649	-9,489
融资活动现金流	22,332	23,611	24,939	23,020
现金净流量	-6,263	43,051	32,292	91,162

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	74,957	79,859	89,184	96,454
营业成本	41,510	43,510	47,624	52,928
毛利率%	44.6%	45.5%	46.6%	45.1%
营业税金及附加	1,032	972	1,135	1,243
营业税金率%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%
营业费用	115	112	120	138
营业费用率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	3,828	4,792	5,619	6,077
管理费用率%	5.1%	6.0%	6.3%	6.3%
研发费用	1,384	1,437	1,667	1,773
研发费用率%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%
EBIT	29,590	22,806	25,795	27,091
财务费用	7,302	7,751	8,345	9,010
财务费用率%	9.7%	9.7%	9.4%	9.3%
资产减值损失	-208	-220	-200	-200
投资收益	382	224	350	380
营业利润	22,646	23,684	27,696	28,653
营业外收支	335	115	125	192
利润总额	22,981	23,798	27,821	28,844
EBITDA	46,377	115,684	140,955	192,214
所得税	3,571	4,036	4,657	4,800
有效所得税率%	15.5%	17.0%	16.7%	16.6%
少数股东损益	8,787	8,744	10,371	10,763
归属母公司所有者净利润	10,624	11,018	12,793	13,282

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,774	52,825	85,116	176,278
应收账款及应收票据	21,414	20,641	23,418	25,937
存货	26,423	27,984	30,476	33,868
其它流动资产	10,630	10,566	11,899	13,889
流动资产合计	68,240	112,016	150,910	249,972
长期股权投资	7,580	8,836	10,167	11,661
固定资产	276,922	277,681	294,004	250,405
在建工程	153,575	156,325	158,425	160,325
无形资产	2,736	3,363	3,959	4,595
非流动资产合计	471,027	477,520	499,256	461,009
资产总计	539,267	589,536	650,166	710,982
短期借款	19,864	19,864	19,864	19,864
应付票据及应付账款	22,408	22,335	25,131	27,890
预收账款	8	0	0	0
其它流动负债	55,318	54,490	55,591	57,113
流动负债合计	97,598	96,689	100,586	104,867
长期借款	244,853	278,975	314,206	348,883
其它长期负债	34,018	31,328	29,684	27,518
非流动负债合计	278,871	310,303	343,891	376,400
负债总计	376,469	406,992	444,477	481,268
实收资本	18,883	18,883	18,883	18,883
普通股股东权益	90,950	84,593	77,144	69,372
少数股东权益	71,848	97,952	128,545	160,342
负债和所有者权益合计	539,267	589,536	650,166	710,982

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

卢璇，香港大学经济学硕士，2022年5月加入德邦证券研究所，主要覆盖天然气、科学仪器及再生资源板块。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。