

中国核电 (601985)

2024 半年报点评: 核电稳健, 绿电优化盘活 买入 (维持)

2024 年 09 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	71286	74957	77430	85222	93379
同比 (%)	13.70	5.15	3.30	10.06	9.57
归母净利润 (百万元)	9010	10624	11422	12528	13574
同比 (%)	9.66	17.91	7.51	9.69	8.35
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.48	0.56	0.60	0.66	0.72
P/E (现价&最新摊薄)	23.05	19.55	18.19	16.58	15.30

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司公告 2024 年中报, 实现营收 374.41 亿元, 同增 3.15%; 归母净利润 58.82 亿元, 同减 2.65%, 扣非归母 58.22 亿元, 同减 1.13%。
- **核电: 发电量略减度电盈利稳定, 在建/待建项目贡献确定性成长 87%。** 2024 年上半年公司无新机组并网, 截至 2024/6/30, 公司在运核电机组装机容量 **2375 万千瓦**。24H1 公司核电发电量 891.53 亿千瓦时 (同减 1.24%)。实现营业收入 307.12 亿元 (同减 1.52%), 上网电量 834.25 亿千瓦时 (同减 1.25%), 综合上网电价 (不含税) 0.368 元/千瓦时 (同减 0.27%), **电量略有下降, 电价整体稳定**。24H1 公司核电度电成本 0.199 元/千瓦时, 度电毛利 0.169 元/千瓦时 (较 2023 年增长 8.10%)。2024 年 8 月, 公司江苏徐圩核电项目获核准, 包含 2 台三代与 1 台四代, 合计 3 台机组 30.76 万千瓦。截至 2024/6/30, 公司核电在建机组 **1392 万千瓦**, 待开工机组 **672 万千瓦**, 全部投运后, 规模确定性成长幅度达 **87%**。投运节奏来看, 公司预计 2024-2029 年分别投运 121/121/139/632/250/129 万千瓦。核电常态化核准空间释放, 在建项目即将进入加速投产期。
- **福清 4 号影响电量释放。** 24H1 公司核电利用小时数为 3754h (同减 47h), 主要因福清 4 号机组小修, 发电量同降 79%, 剔除小修影响, 公司发电量同增 3.1%。2024 年全年计划开展 18 次大修, 24H1 已完成 10 次, 大修工期累计提前约 30 天。
- **新能源: 电量高增电价承压, REITs 发行+市场化债转股盘活资产。** 截至 2024/6/30, 新能源在运装机容量 **2237 万千瓦**。24H1 累计发电量 161.42 亿千瓦时, 同增 52.87%。其中, 风电/光伏发电量 76/85 亿千瓦时 (同增 50.50%/55.07%)。1) **风电:** 实现营业收入 24.99 亿元 (同增 38.31%), 上网电量 74 亿千瓦时 (同增 50.53%), 综合上网电价 (不含税) 0.335 元/千瓦时 (同减 8.12%), 度电成本 0.151 元/千瓦时, 度电毛利 0.185 元/千瓦时 (较 2023 年减少 11.41%); 2) **光伏:** 实现营业收入 34.59 亿元 (同增 24.91%), 上网电量 84 亿千瓦时 (同增 55.01%), 综合上网电价 (不含税) 0.411 元/千瓦时 (同减 19.42%), 度电成本 0.160 元/千瓦时, 度电毛利 0.251 元/千瓦时 (较 2023 年减少 15.39%)。公司拟发行**权益型并表 REITs (二期)**以及**开展市场化债转股**, 盘活存量绿电资产, 拓展融资渠道, 降低资产负债率, 支撑新能源高质量发展。REITs (二期) 与市场化债转股涉及底层资产分别为为中核汇能所属 13 家新能源项目公司 (总装机 74.14 万千瓦) 与 30 家新能源项目公司 (总装机 419.59 万千瓦), 盘活存量绿电资产, 合计占公司存量绿电装机的 22%。
- **财务费用下降明显, 资本开支加大支撑确定性成长。** 24H1 公司期间费用下降 3.14 亿元 (同比下降 5.4%), 财务费用同比下降 4.20 亿元 (同比下降 10.8%)。24H1 公司投资活动现金流净额-413.89 亿元 (同增 73.2%)。公司 140 亿元定增方案已获上交所受理, 社保与控股股东全额现金认购, 支撑持续成长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2024-2026 年公司归母净利润 114/125/136 亿元, 同增 8%/10%/8%, 2024-2026 年 PE 18.2/16.6/15.3 倍 (2024/9/2), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电力价格波动, 装机进度不及预期, 核电机组运行风险。

市场数据

收盘价(元)	11.00
一年最低/最高价	6.76/12.29
市净率(倍)	2.25
流通 A 股市值(百万元)	207,716.13
总市值(百万元)	207,716.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.89
资产负债率(% LF)	71.22
总股本(百万股)	18,883.28
流通 A 股(百万股)	18,883.28

相关研究

《中国核电(601985): 定增募资 140 亿撬动成长, 社保基金与中核集团现金全额认购》

2024-07-14

《中国核电(601985): 2023 年报&2024 一季报点评: 基荷电源业绩稳健, 在建项目成长确定》

2024-05-05

中国核电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	68,240	62,666	70,937	93,234	营业总收入	74,957	77,430	85,222	93,379
货币资金及交易性金融资产	9,774	5,370	7,358	22,189	营业成本(含金融类)	41,510	42,016	46,157	50,589
经营性应收款项	26,259	24,245	26,832	30,405	税金及附加	1,032	1,084	1,150	1,307
存货	26,423	27,024	29,538	32,371	销售费用	115	116	128	128
合同资产	253	212	246	280	管理费用	3,828	3,949	4,346	4,482
其他流动资产	5,532	5,816	6,964	7,990	研发费用	1,384	1,394	1,449	1,494
非流动资产	471,027	528,060	583,619	635,340	财务费用	7,302	7,849	8,790	9,576
长期股权投资	7,580	7,580	7,580	7,580	加:其他收益	2,711	2,942	3,153	3,082
固定资产及使用权资产	282,316	275,806	273,356	269,907	投资净收益	382	390	390	390
在建工程	153,575	215,261	272,073	326,008	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,736	3,363	3,959	4,595	减值损失	(292)	(200)	(200)	(200)
商誉	5,611	6,211	6,811	7,411	资产处置收益	58	62	80	0
长期待摊费用	1,012	1,012	1,012	1,012	营业利润	22,646	24,216	26,625	29,074
其他非流动资产	18,198	18,828	18,828	18,828	营业外净收支	335	300	313	200
资产总计	539,267	590,727	654,556	728,574	利润总额	22,981	24,516	26,939	29,274
流动负债	97,598	94,786	104,220	111,747	减:所得税	3,571	3,825	4,243	4,684
短期借款及一年内到期的非流动负债	59,373	61,971	66,872	70,795	净利润	19,411	20,692	22,696	24,590
经营性应付款项	22,415	21,572	24,362	26,664	减:少数股东损益	8,787	9,270	10,168	11,016
合同负债	245	145	184	228	归属母公司净利润	10,624	11,422	12,528	13,574
其他流动负债	15,565	11,098	12,802	14,061	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.60	0.66	0.72
非流动负债	278,871	316,069	347,769	389,669	EBIT	29,590	32,365	35,729	38,850
长期借款	244,853	274,853	304,853	344,853	EBITDA	46,377	54,122	58,436	62,568
应付债券	8,402	11,402	12,802	14,402	毛利率(%)	44.62	45.74	45.84	45.82
租赁负债	3,624	3,924	4,224	4,524	归母净利率(%)	14.17	14.75	14.70	14.54
其他非流动负债	21,992	25,890	25,890	25,890	收入增长率(%)	5.15	3.30	10.06	9.57
负债合计	376,469	410,855	451,989	501,416	归母净利润增长率(%)	17.91	7.51	9.69	8.35
归属母公司股东权益	90,950	98,753	111,281	124,855					
少数股东权益	71,848	81,118	91,286	102,302					
所有者权益合计	162,798	179,871	202,567	227,158					
负债和股东权益	539,267	590,727	654,556	728,574					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43,126	45,345	53,985	56,157	每股净资产(元)	4.76	5.18	5.84	6.56
投资活动现金流	(71,712)	(78,168)	(77,682)	(75,049)	最新发行在外股份(百万股)	18,883	18,883	18,883	18,883
筹资活动现金流	22,332	28,423	25,685	33,722	ROIC(%)	5.64	5.40	5.36	5.21
现金净增加额	(6,263)	(4,404)	1,988	14,830	ROE-摊薄(%)	11.68	11.57	11.26	10.87
折旧和摊销	16,787	21,757	22,707	23,718	资产负债率(%)	69.81	69.55	69.05	68.82
资本开支	(66,974)	(78,000)	(78,072)	(75,439)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.55	18.19	16.58	15.30
营运资本变动	(569)	(4,239)	(1,750)	(3,862)	P/B (现价)	2.31	2.12	1.88	1.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>