

非金融公司|公司深度|中国核电（601985）

盈利能力持续提升，核电龙头发展提速



| 报告要点

公司是核电运营商龙头，截至 2024 年 6 月，公司核电在运机组 25 台，控股在建及核准机组 18 台。2023 年公司核电装机稳步增长，发电量持续提升。2023 年公司电力市场化交易占比 44.6%，占比不断提升。由于公司收入持续增长，且具有稳定现金流，公司财务稳健性有较强保障。我们预计随着核准及在建项目的加速推进，叠加公司上网电量持续提升的前景下，公司现金流有望继续保持，盈利质量有望持续提升。

| 分析师及联系人



贺朝晖

SAC: S0590521100002

中国核电(601985)

盈利能力持续提升，核电龙头发展提速

行业：公用事业/电力
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：10.51 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 18,883/18,883
 流通A股市值(百万元) 198,463.32
 每股净资产(元) 4.89
 资产负债率(%) 71.22
 一年内最高/最低(元) 12.29/6.87

股价相对走势



相关报告

- 《中国核电(601985):大修略影响发电量,在建机组充沛助发展》2024.09.04
- 《中国核电(601985):核电主业安稳发展,分红稳健看好长期成长》2024.04.30



扫码查看更多

行业：核准开工加速，发电量占比提升空间极大

目前我国核电核准节奏加快，2022-2023年分别核准了10台机组，2024年国常会核准11台机组。2022年下半年核准机组及2023年核准的部分机组，2024年内有望开工，预测2024年核电开工机组有望接近12GW。2023年核电发电量占总发电量占比仅4.7%，具有极大提升空间。据中国核能行业协会，预计到2035年核电发电量在总发电量中的占比或将达10%。

公司发展：核电装机规模和发电量持续增长

截至2024H1，公司在运核电装机23.75GW，核准及在建核电机组17.56GW，同比+16%。2023年公司核电发电量达1864.8亿千瓦时，同比+0.7%，占全国核电总发电量43%。随着公司新核准及在建机组不断投入使用，公司发电量有望不断上升。2023年公司电力市场化交易占比44.6%，占比不断提升。发电量和电力市场化交易占比的持续提升，叠加电价趋于稳定有望持续提升公司盈利能力。

亮点：拥有稳定现金流，盈利能力持续提升

公司是核电运营商龙头，2023年公司实现归母净利润为106.2亿元，同比增长17.9%；实现销售毛利率/销售净利率分别为44.62%/25.90%，相较2019年分别提升2.77pct/7.65pct。2023年，公司收现比达1.10，净现比达2.22，现金与业务实现同步增长。由于公司收入持续增长，且具有稳定现金流，公司财务稳健性有较强保障。我们预计随着核准及在建项目的加速推进，叠加公司上网电量持续提升的前景下，公司现金流有望继续保持，盈利质量有望持续提升。

盈利预测与投资建议

鉴于公司1)核电装机稳步增长，发电量持续提升；2)公司电力市场化交易占比持续走高叠加电价趋于稳定；3)公司具有稳定现金流，盈利质量持续提升，我们预计公司2024-2026年营收分别为794.94/877.86/947.66亿元，分别同比增长6.05%/10.43%/7.95%；归母净利润分别为111.31/121.61/132.19亿元，分别同比增长4.77%/9.26%/8.69%，对应PE分别为18/16/15倍，EPS分别为0.59/0.64/0.70元/股，三年CAGR为7.56%，给予“买入”评级。

风险提示：核电项目审批低于预期；在建项目施工进度不及预期；核电安全事故风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	71286	74957	79494	87786	94766
增长率(%)	14.30%	5.15%	6.05%	10.43%	7.95%
EBITDA(百万元)	43270	46778	38257	42159	45921
归母净利润(百万元)	9010	10624	11131	12161	13219
增长率(%)	12.09%	17.91%	4.77%	9.26%	8.69%
EPS(元/股)	0.48	0.56	0.59	0.64	0.70
市盈率(P/E)	22.0	18.7	17.8	16.3	15.0
市净率(P/B)	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.4	10.5	14.8	14.0	13.3

数据来源：公司公告、iFind、国联证券研究所预测；股价为2024年09月25日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

我们认为公司业绩长期增长核心逻辑主要有以下三点：(1) 行业需求向好：目前我国核电核准节奏稳定，2022-2023 年分别核准了 10 台机组，2024 年国常会核准 11 台机组。2022 年下半年核准机组及 2023 年核准的部分机组，2024 年内有望开工，预测 2024 年核电开工机组有望接近 12.02GW。2023 年核电发电量占总发电量比仅 4.7%，预计到 2035 年核电发电量在总发电量中的占比将达 10%，公司有望受益于行业 β 增长；(2) 公司业务快速增长：截至 2024 年 6 月，公司核电在运机组 25 台，控股在建及核准机组 18 台。截至 2024H1 公司在运核电装机容量达 2375.0 万千瓦，核准及在建核电机组容量达 1756.5 万千瓦，同比+16%。2023 年公司核电发电量达 1864.8 亿千瓦时，占全国核电总发电量 43%。随着公司新核准及在建机组不断投入使用，公司发电量有望不断上升；(3) 公司盈利能力稳步提升：2023 年公司电力市场化交易占比为 44.6%，占比不断提升。2023 年在市场电价普遍下行的压力下，公司保持全年综合电价为 0.42 元/千瓦时，盈利稳定性较高。我们认为发电量和电力市场化交易占比的持续提升，叠加电价趋于稳定有望提高公司盈利能力。

核心假设

- 核电业务方面：随着 (1) 公司核准在建机组不断投入使用，公司装机规模及发电量有望进入加速上升阶段，我们预计到 2027 年公司核电发电量将达 2469.2 亿千瓦时；(2) 成本端：核燃料对于公司度电成本的影响较小，收入端：公司交易电价保持韧性，稳定性较高，公司盈利水平有望随市场化交易电量占比提升而稳步增长；(3) 公司财务状况健康，经营活动现金流良好，同时公司治理持续提升，符合耐心资本投资方向。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 648.4/718.1/750.7 亿元，毛利率分别为 38.2%/37.8%/38.3%。
- 光伏业务方面：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 76.1/82.8/103.8 亿元，毛利率分别为 51.0%/52.4%/51.0%。
- 风电业务方面：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 51.1/55.6/69.6 亿元，毛利率分别为 46.9%/47.4%/45.6%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 794.94/877.86/947.66 亿元，分别同比增长 6.05%/10.43%/7.95%；归母净利润分别为 111.31/121.61/132.19 亿元，分别同比增长 4.77%/9.26%/8.69%，对应 PE 分别为 18/16/15 倍，EPS 分别为 0.59/0.64/0.70 元/股，三年 CAGR 为 7.56%，给予“买入”评级。

正文目录

1. 持续成长的核电运营商龙头	6
1.1 央企核心子公司，社保入股助力长期发展.....	6
1.2 技术与项目储备领先提升成长天花板	7
1.3 北上资金持续增持彰显公司潜力	8
2. 行业成长：核准开工速度加快提升景气度	9
2.1 政策支持力度加大，核电进入高速发展.....	9
2.2 基荷重要性提升，核电基荷地位愈发突出.....	10
2.3 新质生产力带动核电产业链发展	11
3. 公司发展：经营质量持续提升	13
3.1 在建项目充沛，装机将迎来高增	13
3.2 运营质量行业领先，充分受益电力市场化.....	13
3.3 盈利能力稳定，分红比例有望持续提升.....	16
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测	21
4.2 估值与投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1：公司发展历史.....	6
图表 2：公司股权结构图（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	7
图表 3：四大核电集团技术路线和堆型对比.....	8
图表 4：公司沪深港通持股占比.....	8
图表 5：2010-2024 年我国核电核准机组数	9
图表 6：我国核电发电量情况（亿千瓦时，%）	10
图表 7：我国核电开工（在建）情况统计（GW）	10
图表 8：中国最大负荷与火电装机情况（GW）	11
图表 9：中国发电量构成（亿千瓦时，%）	11
图表 10：世界核电代际发展图.....	11
图表 11：核电产业链图.....	12
图表 12：2019-2023 年公司核电装机情况（万千瓦，%）	13
图表 13：2019-2023 年公司核电发电量（亿千瓦时，%）	13
图表 14：2014-2023 年公司核电利用小时数情况（小时，%）	14
图表 15：2018-2023 年公司市场化交易电量及比例（亿千瓦时，%）	14
图表 16：中国核电浙江省电价情况.....	15
图表 17：中国核电江苏省电价情况.....	15
图表 18：公司部分核电机组电价情况（元/kWh）	15
图表 19：2018-2023 年公司在运机组 WANO 情况	16
图表 20：2018-2023 年公司 WANO 综合指数	16
图表 21：2022 年公司成本结构分析	16
图表 22：2023 年公司成本结构分析	16

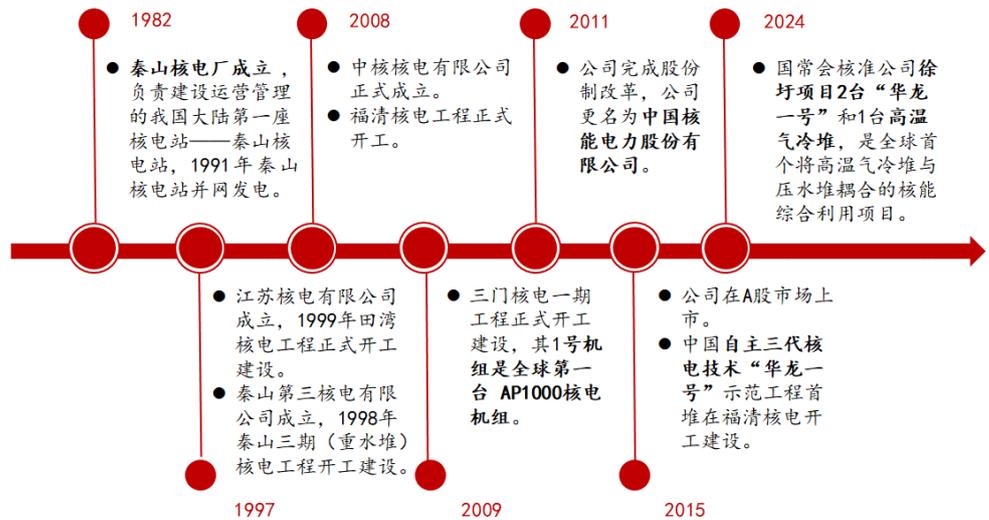
图表 23:	2018-2024H1 公司营收 (亿元, %)	17
图表 24:	2018-2024H1 公司归母净利润 (亿元, %)	17
图表 25:	2018-2024H1 公司销售毛利率和净利率情况	17
图表 26:	2018-2024H1 公司 ROE 情况	17
图表 27:	2020-2024H1 公司各业务营收构成	18
图表 28:	2018-2024H1 公司收现比	18
图表 29:	2018-2024H1 公司净现比	18
图表 30:	2018-2024H1 公司资本开支情况 (亿元, %)	19
图表 31:	2019-2024H1 公司在建工程情况	19
图表 32:	2019-2024H1 公司在建工程转固情况	19
图表 33:	2018-2024H1 公司资产负债率情况	20
图表 34:	2015-2023 年公司股利支付率和股息率变化	20
图表 35:	2015-2023 年公司 ROIC 变化	20
图表 36:	公司主营业务及毛利率测算汇总	21
图表 37:	公司盈利预测	22
图表 38:	中国核电可比公司估值	22

1. 持续成长的核电运营商龙头

1.1 央企核心子公司，社保入股助力长期发展

公司推动中国核电事业蓬勃发展。1982年，秦山核电厂成立标志着中国核电事业的起步。上世纪九十年代至本世纪初，秦山二核、秦山三核、田湾核电、福清核电、三门核电等相继成立。2008年中核核电有限公司成立，并在2011年完成改革更名为中国核能电力股份有限公司。2015年中国核电成功登陆A股市场，同年中国自主三代核电技术“华龙一号”示范工程首堆在福清核电开工建设。2024年公司江苏徐圩2台“华龙一号”机组和1台高温气冷堆机组获核准，是全球首个将高温气冷堆与压水堆耦合的核能综合利用项目。

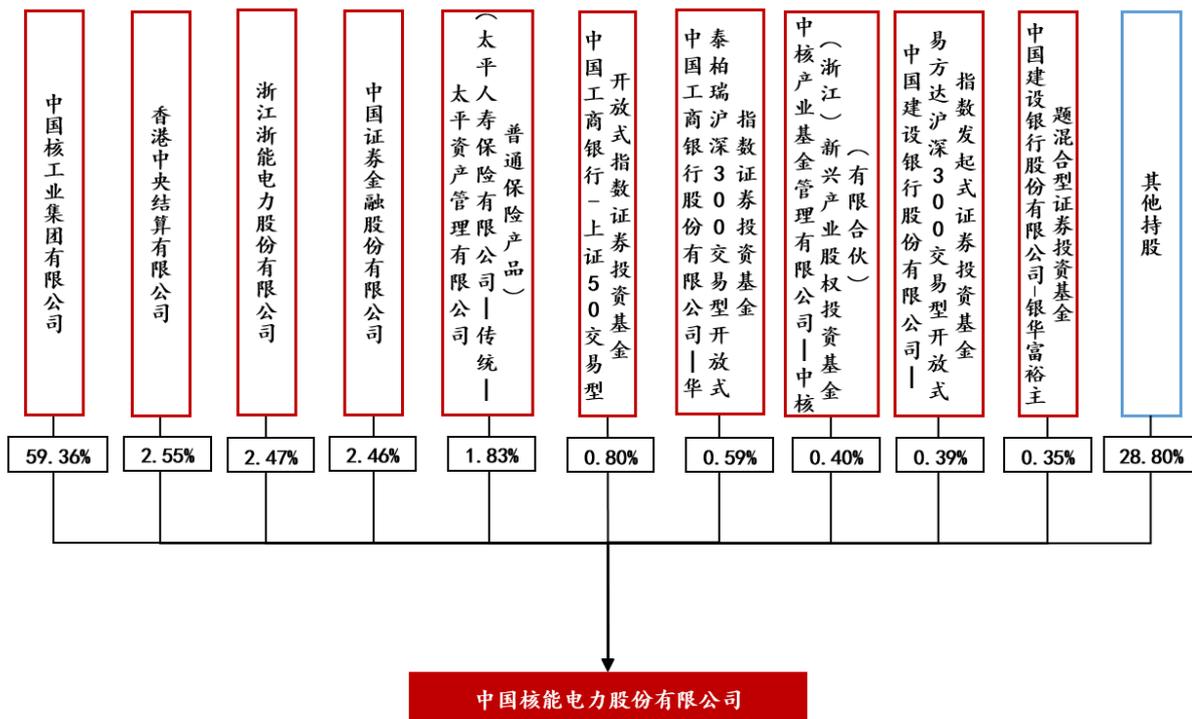
图表1：公司发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，央视新闻，国联证券研究所

全国社保基金参与定增，为资本市场注入长期资金。截至2024H1，公司最大股东为中国核工业集团有限公司，占股59.36%，且2020年以来未减持公司股票数量，表明了对公司发展的信心。2022年以来，全国社保基金参与持股，2024年7月，公司公告拟向特定对象发行股票募集资金不超过140亿元用于核电项目建设，其中社保基金会认购120亿元，这是全国社保基金理事会首次以战略投资者身份参与上市公司定向增发。

图表2：公司股权结构图（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 技术与项目储备领先提升成长天花板

项目储备全覆盖，技术领先发展。截至 2023 年 12 月 31 日，公司控股核电在运机组 25 台安全稳定运行。2024 年 8 月，国常会核准江苏徐圩一期工程等 5 个核电项目，其中包含中国核电集团徐圩 1、2 号机组和高温气冷堆一台。

目前中国核电集团实现了三代核电技术的全面覆盖。中国核电集团核电技术包括自主研发的三代核电技术“华龙一号”和 CAP1000，集团在四代核电技术领域的探索与创新同样走在世界前列。集团控股并委托专业公司管理的四代高温气冷堆与钠冷快堆项目，不仅代表了当前最前沿核电技术，更预示着未来核电发展新方向。

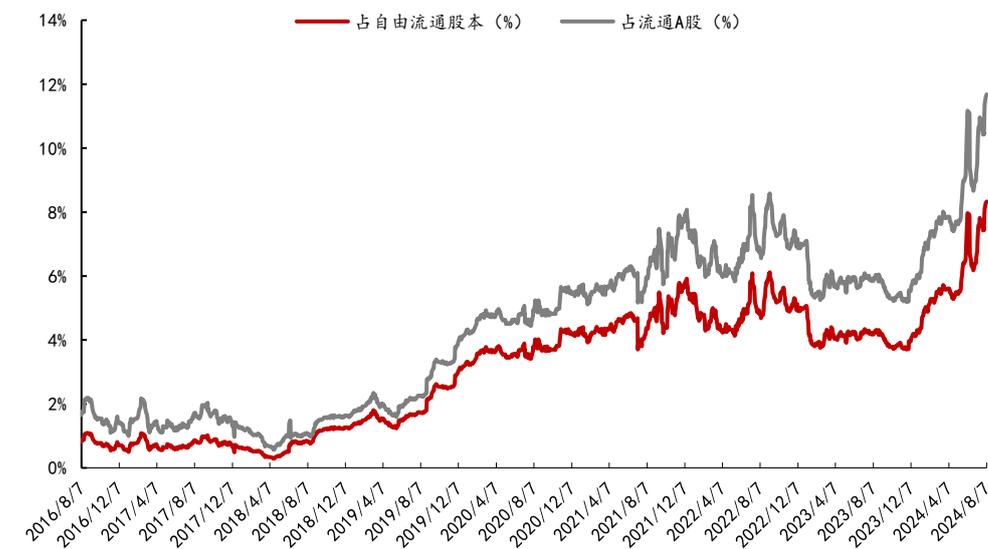
图表3：四大核电集团技术路线和堆型对比

公司名称	技术路线	堆型
中核集团	华龙一号技术、ACP1000、CNP300、CNP650、VVER、CANDU-6、第四代先进高温气冷堆	压水堆、重水堆、高温气冷堆
中广核	华龙一号技术、CPR1000、ACPR1000、M310、EPR	压水堆
国家电投	CAP1400、CAP1000	压水堆
中国华能	华龙一号、第四代先进高温气冷堆	高温气冷堆、压水堆

资料来源：环球网，国联证券研究所

1.3 北上资金持续增持彰显公司潜力

沪深港通持股占比持续走高。截至2024年8月7日，公司沪深港通持股占自由流通股本比例为8.33%，较2023年12月29日提升了4.1pct；沪深港通持股占流通A股比例为3.35%，较2023年12月29日提升了1.65pct，显示出外资对于公司的青睐。

图表4：公司沪深港通持股占比


资料来源：公司公告，国联证券研究所

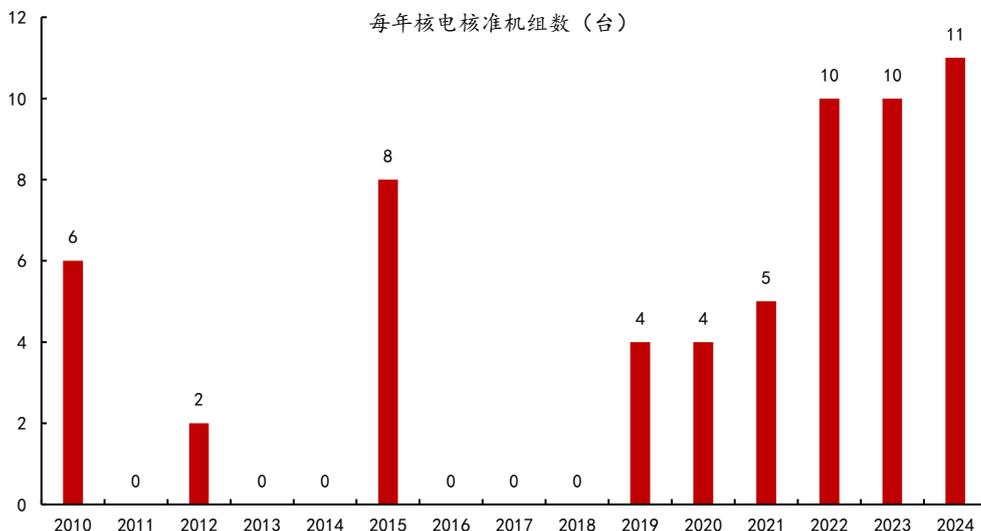
2. 行业成长：核准开工速度加快提升景气度

2.1 政策支持力度加大，核电进入高速发展

政策对于核电定位显著提升，行业迎来政策红利。2024年8月11日，中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，提出加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。并且对于核电建设要求的表述扩充为：“积极安全有序发展核电，保持合理布局和平稳建设节奏”。政策的明确落地，我们认为对核电长期发展奠定了坚实的基础，行业高速发展有望持续。

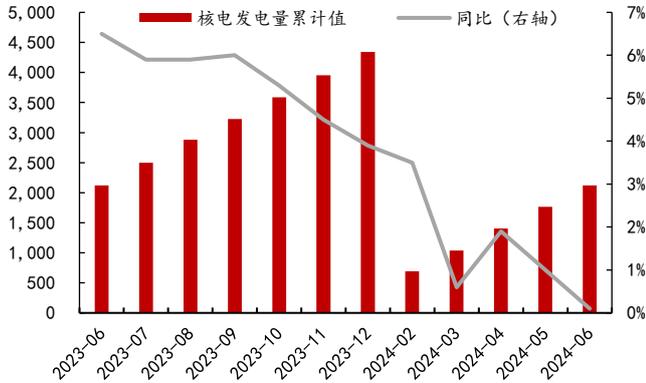
大规模核准节奏提升核电景气度。目前我国核电核准节奏稳定，2022-2023年分别核准了10台机组，2024年8月国常会核准11台机组，分别为中核江苏徐圩一期工程，中广核广东陆丰一期工程、山东招远一期工程、浙江三澳二期工程，国家电投广西白龙一期工程，合计11台机组。按运营商主体区分，中核3台，中广核6台，国电投2台。

图表5：2010-2024年我国核电核准机组数

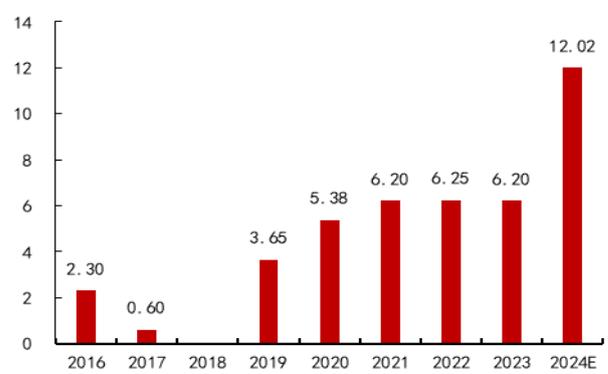


资料来源：北极星电力网，国联证券研究所整理（截至2024年9月）

核电发电量稳步增长及开工量加速带动核电需求持续向好。从发电量来看，2024年1-6月我国核电发电量累计为2121亿千瓦时，同比+0.1%；从核电装机量来看，近年来核电项目开工进程加速，据我们统计，2020-2023年核电项目开工量分别为5.38/6.20/6.25/6.20GW，以核准和开工进度来看，2022年下半年核准机组及2023年核准的部分机组，2024年内有望开工，预测2024年开工机组有望接近12GW，达到近10年新高。

图表6：我国核电发电量情况（亿千瓦时，%）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：我国核电开工（在建）情况统计（GW）


资料来源：北极星电力网，国联证券研究所

2.2 基荷重要性提升，核电基荷地位愈发突出

电网正在呈现基荷短缺状态。从电源结构来看，由于新增电源中光伏、风电占主要部分，因此总电源装机中风电、光伏为主的新能源比例正在逐步提升，火电、核电为代表的基荷电源占比正在逐渐下降。2023年最大负荷发生在7月，达1339.1GW，稳定基荷火电截至2023年底累计装机1390.3GW，之前火电装机较电网最大负荷需求有余量，但随着最大负荷快速增加，基荷装机与所需最大负荷之差正逐步缩小。我们预计到2025年火电供应将不能覆盖用电需求的增长，会出现供需缺口且持续拉大，预计到2030年火电供应对应的供需缺口将达554.7GW。

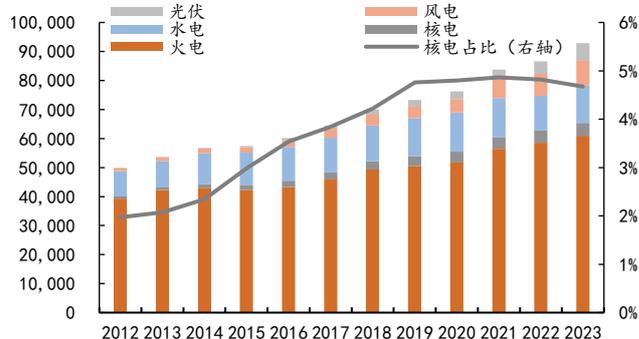
核电是最理想基荷电源，潜力无限。与风电、水电、太阳能等清洁能源相比，核电受到气候环境的制约和影响较小，能够全天候满功率运行，对于电网更加友好，因此替代火电作为基荷电源最理想的便是核电。2023年核电发电量占比仅4.7%，具有极大提升空间。据中国核能行业协会，预计到2035年核电发电量在总发电量中的占比或将达10%。

图表8: 中国最大负荷与火电装机情况 (GW)



资料来源: 中国能源报, Wind, 国联证券研究所

图表9: 中国发电量构成 (亿千瓦时, %)



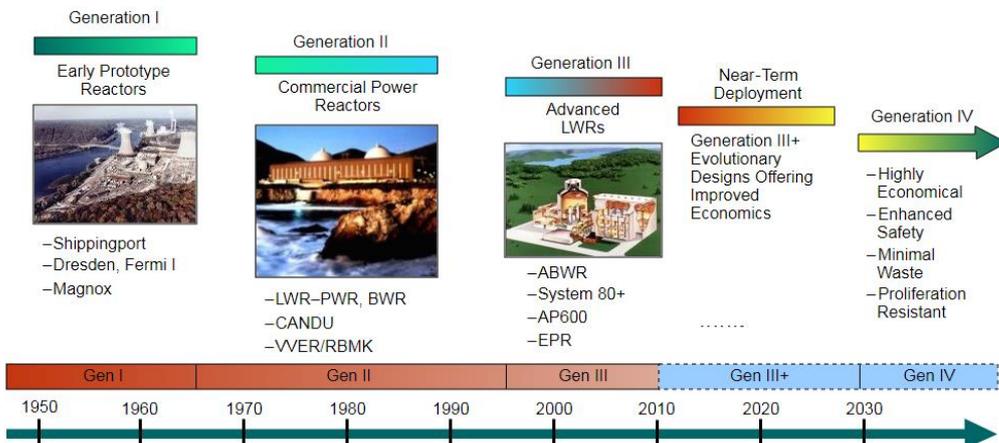
资料来源: 中国能源报, Wind, 国联证券研究所

2.3 新质生产力带动核电产业链发展

核电新技术蓬勃发展, 具备新质生产力特征。自 1957 年世界第一座商用核电站希平港(Shippingport)投用以来, 经过半个多世纪的发展, 正在运行的核电机组包括沸水堆 (BWR)、压水堆(PWR)、重水堆(PHWR)、水冷石墨堆(LWGR)、快堆(BWR)、高温气冷堆(GCR)等堆型, 核电技术呈现出多样化、安全性持续提升的特征。

我国作为核电领域的后进入者, 通过引进吸收与自主研发, 目前已完全掌握三代、四代核电技术, 达到世界核电领先水平。核能是最近一次全球生产力革命的重要标志性技术之一, 也是现代能源工业体系的重要支柱能源和技术集大成者, 其具有的科技含量高、能量密度高和出力稳定性高等特点与新质生产力“高科技、高效能、高质量”特征高度匹配。

图表10: 世界核电代际发展图



资料来源: 《Climate Change (2007)》IPCC, 国联证券研究所

中国核电蓬勃发展提升产业链景气度。当前, 世界上在建和规划待建的核电站,

大部分将采用第三代核电技术。我国以“华龙一号”和 CAP1400 为第三代核电站代表，成为继美国、法国、俄罗斯等核电强国后又一个拥有独立自主三代核电技术的国家。第四代核电技术是当前国际核能领域研发的前沿技术，与第三代相比具有更高安全性、经济性以及在核燃料利用方面的可持续性。我国目前在四代堆高温气冷堆技术上取得了显著成就。

全球首座投入商业运行的第四代核电站—石岛湾高温气冷堆示范工程，自去年 12 月投产以来发电量已超过 6.5 亿度，标志着我国在第四代核电技术研发和应用领域达到世界领先水平，这也是我国在核能技术方面领先世界的创举。

核电产业链中核电站建设与运营的安全性是重中之重，具有高进入门槛的特点。目前国内拥有核电站建设和运营资格的企业仅有中核集团、中广核集团、国家电投以及华能集团 4 家，其他电力企业可以凭借厂址资源，通过参股方式参与核电运营。中核和中广核牢牢占据我国核电在运机组规模前两位，2023 年中核集团运营数量占比达 45%。

图表11：核电产业链图



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

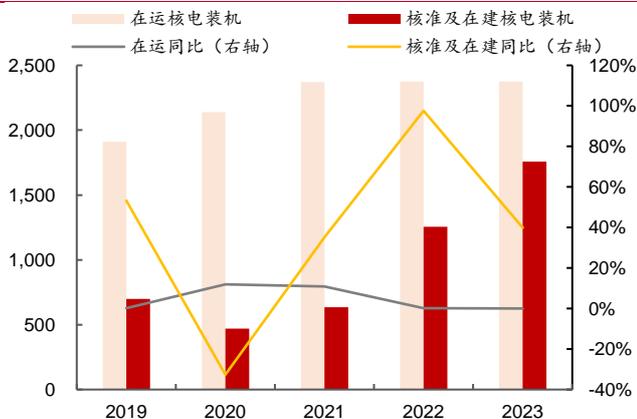
3. 公司发展：经营质量持续提升

3.1 在建项目充沛，装机将迎来高增

公司即将迎来商运高峰期。公司预计漳州 1 号机组将于 2024 年投入商运，后续漳州 2 号机组、昌江小型堆示范项目、田湾 7 号机组也将陆续投产。公司现有在建核电机组 12 台，核准待建机组 6 台，其中 2026-2027 年为投入商运高峰期，共有 7 台机组在此期间有望投入商业运营。

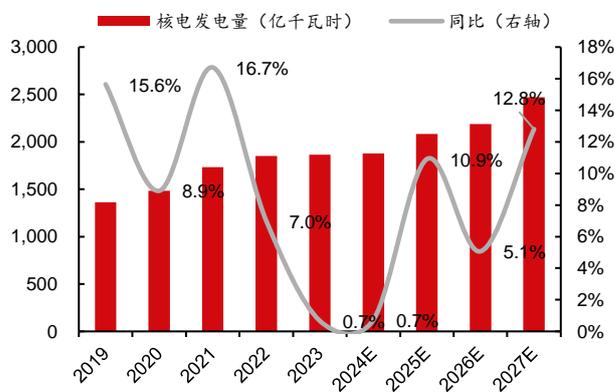
公司核电装机稳步增长，发电量持续提升。截至 2024H1，公司在运核电装机容量达 2375.0 万千瓦，核准及在建核电机组容量达 1756.5 万千瓦，同比+16.06%。2024 年 8 月 19 日公司新增核准江苏徐圩 1、2 号机组及高温气冷堆，共计在建及核准待建机组 18 台。2023 年公司核电发电量达 1864.8 亿千瓦时，同比+0.7%，占全国核电总发电量 43.0%。随着公司核准在建机组不断投入使用，公司发电量有望不断上升，我们预计到 2027 年公司核电发电量将达 2469.2 亿千瓦时，四年 CAGR 为 7.3%。

图表12：2019-2023 年公司核电装机情况（万千瓦，%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表13：2019-2023 年公司核电发电量（亿千瓦时，%）



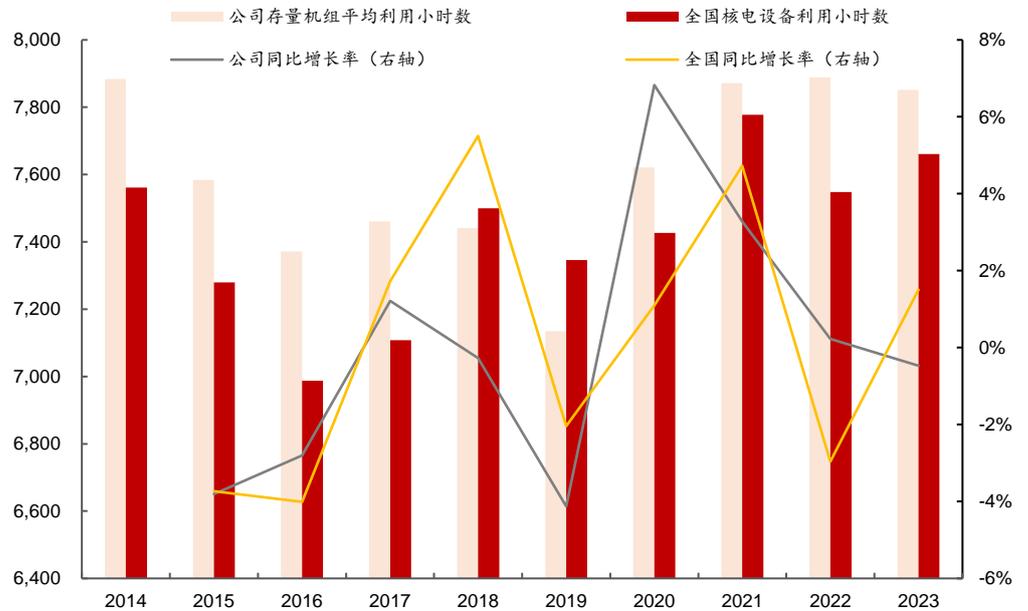
资料来源：公司公告，国联证券研究所测算

3.2 运营质量行业领先，充分受益电力市场化

公司核电机组利用小时数稳定。2023 年，公司核电机组利用小时数为 7852 小时，比全国平均核电机组利用小时数高 191 小时，平均能力因子达 93.3%，核电机组综合厂用电率达 6.45%，彰显公司高发电效率。其中泰山二厂 1 号机组、4 号机组，泰山三厂 2 号机组平均利用小时数分别高达 8682/8625/8552 小时，同比+11.5%/+12.7%/+15.4%，表现优异。公司控股的方家山 2 号机组、泰山第三核电厂 2 号机组，田湾 2 号机组及福清 1 号机组能力因子达到 100%，处于满负荷运行状

态。2024H1 公司核电机组利用小时数为 3754 小时，持续高于行业平均水平 3722 小时。

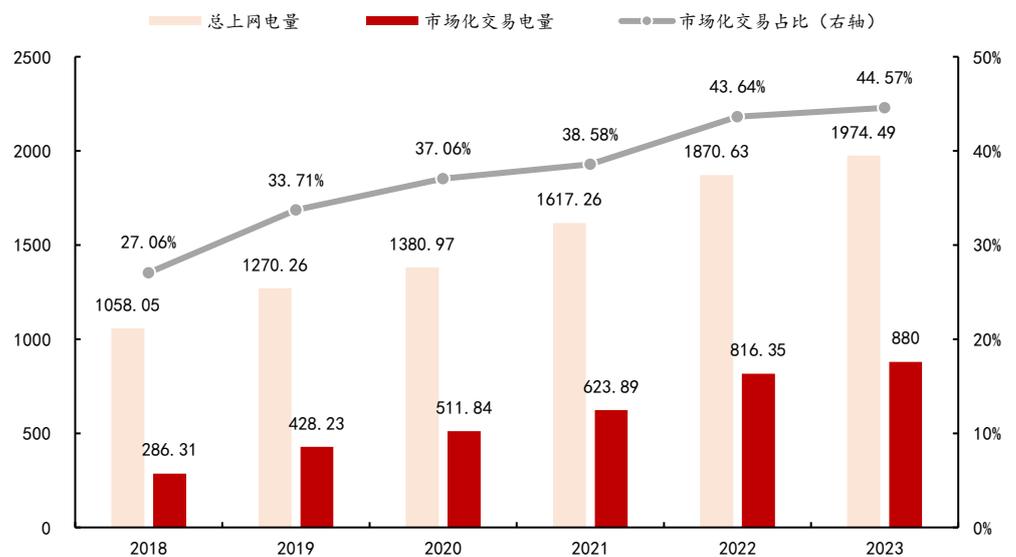
图表14：2014-2023 年公司核电利用小时数情况（小时，%）



资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

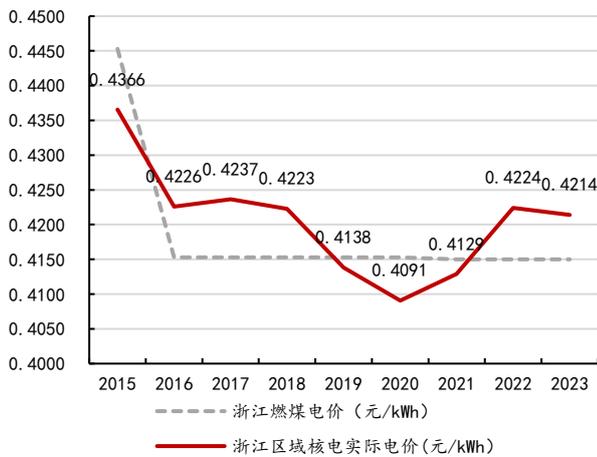
公司市场化交易电量占比提升。2023 年公司总上网电量 1974.5 亿千瓦时，市场化交易电量达到 880.0 亿千瓦时，电力市场化交易占比为 44.6%，2018 年以来公司市场化交易电量占比不断提升。

图表15：2018-2023 年公司市场化交易电量及比例（亿千瓦时，%）

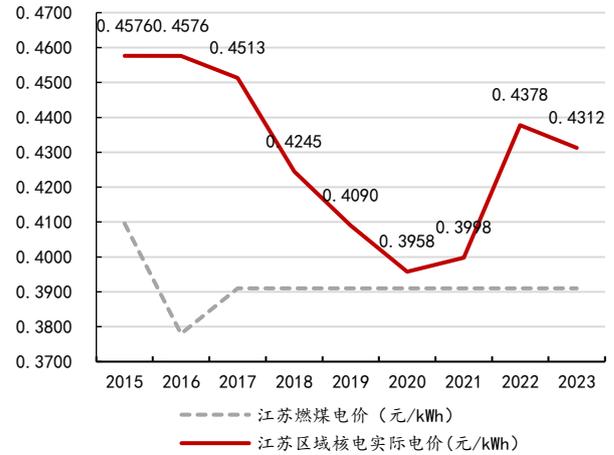


资料来源：公司公告，国联证券研究所

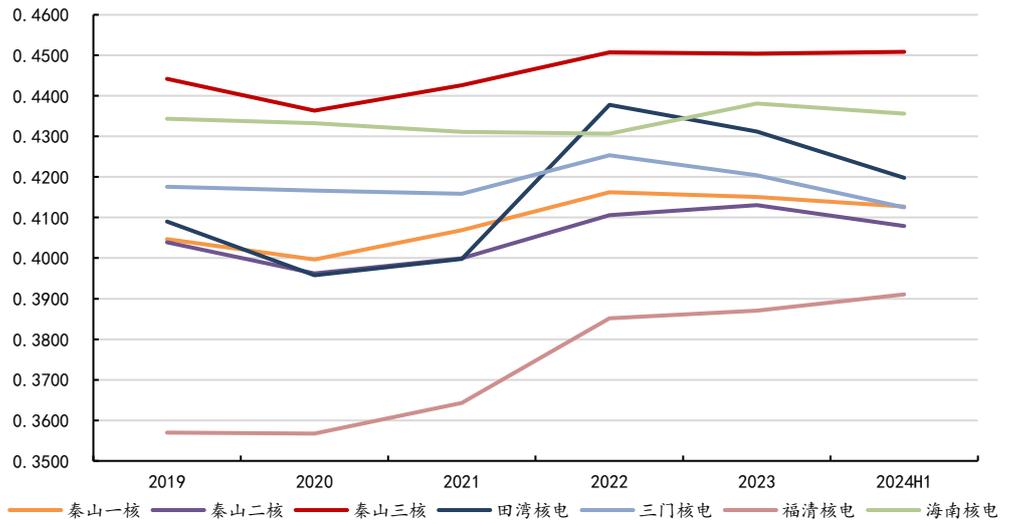
公司交易电价保持韧性，稳定性较强。2023年，公司核电机组所在地区浙江省、江苏省核电实际电价较高，分别为0.4214元/千瓦时、0.4312元/千瓦时，均高于所在省份燃煤标杆电价。公司2023年全年综合电价为0.42元/千瓦时，仍旧维持了较高的盈利能力。未来随着电力市场化程度加大，公司有望凭借核电稳定发电特性，保持自身交易电价的稳定。

图表16：中国核电浙江省电价情况


资料来源：Wind，国家发改委，浙江省物价局，公司公告，国联证券研究所

图表17：中国核电江苏省电价情况


资料来源：Wind，国家发改委，江苏省物价局，公司公告，国联证券研究所

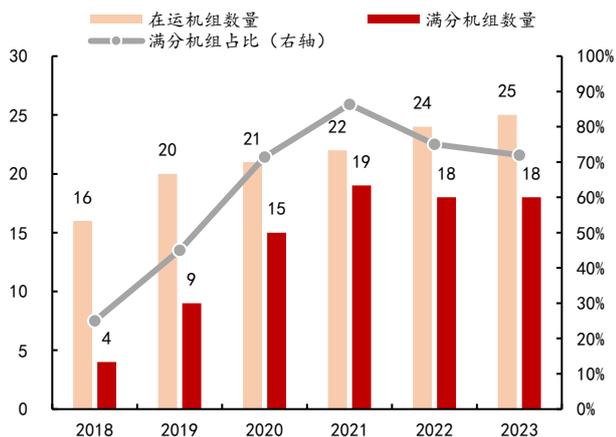
图表18：公司部分核电机组电价情况 (元/kWh)


资料来源：公司公告，国联证券研究所

核电机组安全性能卓越，运营管理能力突出。WANO综合指数是国际上衡量核电安全水平的重要指标。2023年，公司在运核电机组高效运行，25台参评核电运行机

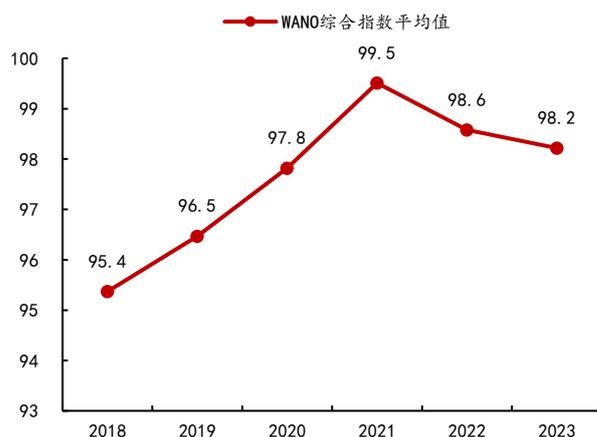
组均保持安全稳定运行，其中 WANO 满分机组 18 台，满分机组占比达 72%，综合指数平均分 98.22 分，体现了公司核电机组极高的安全性能。2024H1 公司 20 台在运机组 WANO 综合指数满分，安全生产建设业绩保持行业领先。

图表19：2018-2023 年公司在运机组 WANO 情况



资料来源：公司公告，国务院国有资产监督管理委员会，国联证券研究所

图表20：2018-2023 年公司 WANO 综合指数

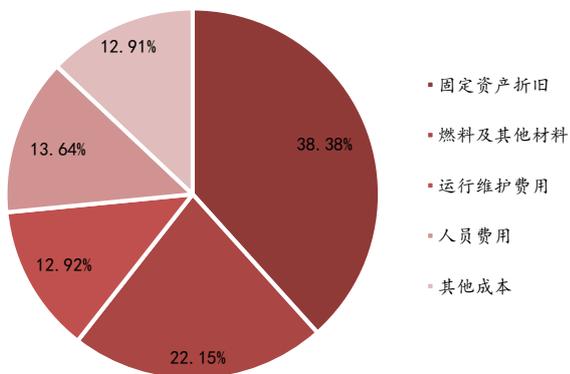


资料来源：公司公告，国务院国有资产监督管理委员会，国联证券研究所

3.3 盈利能力稳定，分红比例有望持续提升

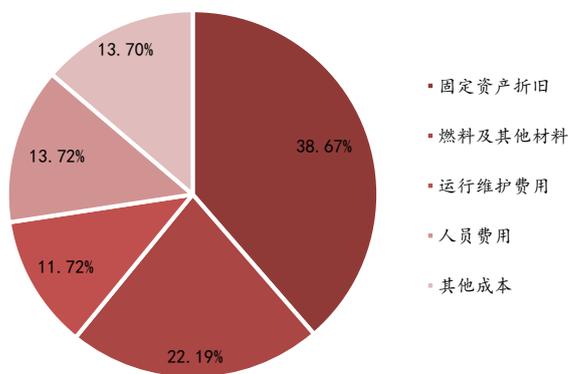
固定资产折旧占公司成本主要部分。近两年来公司成本结构占比较为稳定，2023 年固定资产折旧占总成本 38.67% 比重，是成本中最大一块，核燃料及其他材料成本占总成本 22.19%。由于核燃料成本对于公司毛利率影响较小，因此稳定的成本结构保证了公司良好的利润率水平。

图表21：2022 年公司成本结构分析



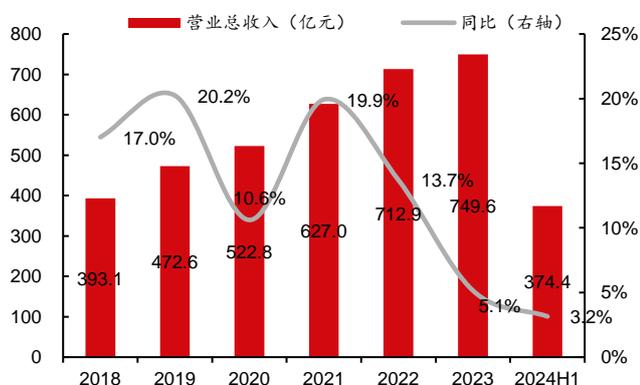
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表22：2023 年公司成本结构分析

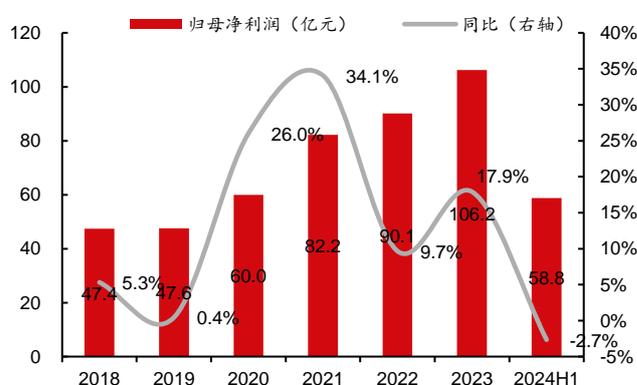


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司盈利能力稳步提升。2019-2023年，公司营收与归母净利润不断增长。2023年公司营收为749.57亿元，同比增长5.15%；归母净利润为106.24亿元，同比增长17.91%。2024H1公司营收374.41亿元，同比增长3.15%；归母净利润为58.82亿元，同比减少2.65%，原因系发电成本上升及部分机组进入维修期。核电发展良好前景下，公司作为国内核电行业的领军企业，始终保持利润稳步增长，预计未来将持续保持稳健增长态势。

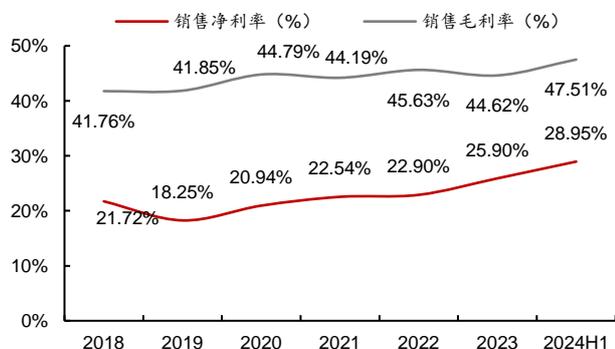
图表23：2018-2024H1 公司营收（亿元，%）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

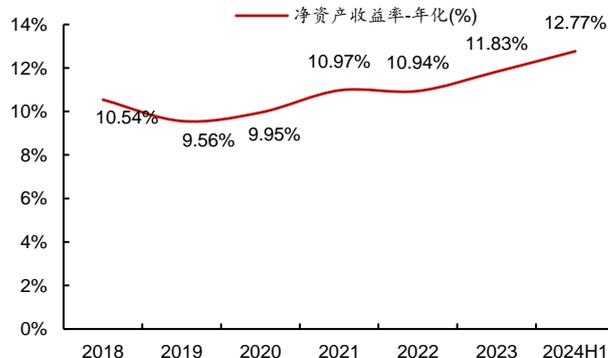
图表24：2018-2024H1 公司归母净利润（亿元，%）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司利润率维持较高水平。2019-2024H1，公司净利率稳步增长，2024H1公司销售净利率28.95%，相较2019年提升10.70pct；2024H1公司销售毛利率47.51%，相较2019年提升5.66pct；2024H1公司年化净资产收益率为12.77%，相较2019年提升3.21pct，公司盈利水平进一步提升。

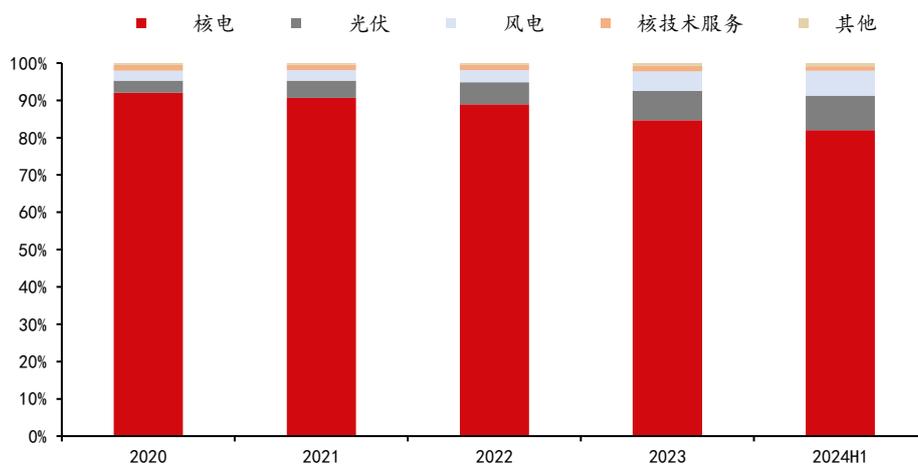
图表25：2018-2024H1 公司销售毛利率和净利率情况


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表26：2018-2024H1 公司 ROE 情况


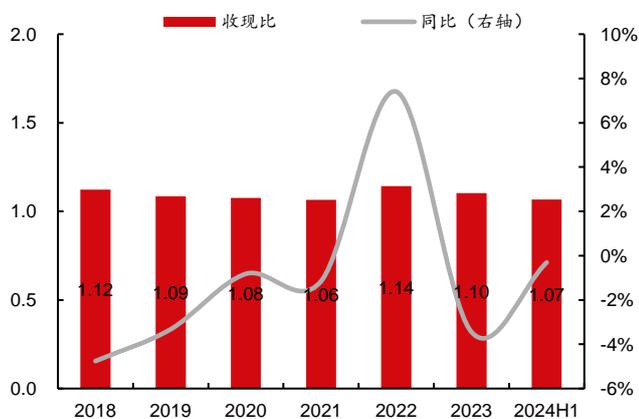
资料来源：公司公告，国联证券研究所

核电业务贡献主要收入，新能源发电占比稳步增长。公司业务多元化，核电为主，同时积极发展风光业务。2023年核电业务营收634.57亿元，占总营收比84.66%，同比-4.28pct，新能源发电业务占比小幅提升。2024H1核电业务营收307.12亿元，占总营收比82.03%，光伏和风电业务分别占比为9.24%和6.67%，风光业务比例进一步提升。

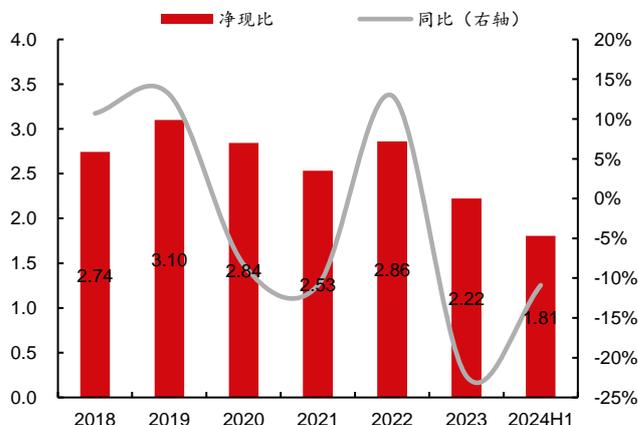
图表27：2020-2024H1 公司各业务营收构成


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司财务状况健康，经营活动现金流良好。2018年-2024H1公司收现比稳定在1.0以上。2024H1公司收现比达1.07，净现比达1.81，现金与业务实现了同步增长。我们认为随着核准及在建项目的加速推进，叠加上网电量持续提升的背景下，公司现金流有望继续保持，盈利质量有望持续提升。

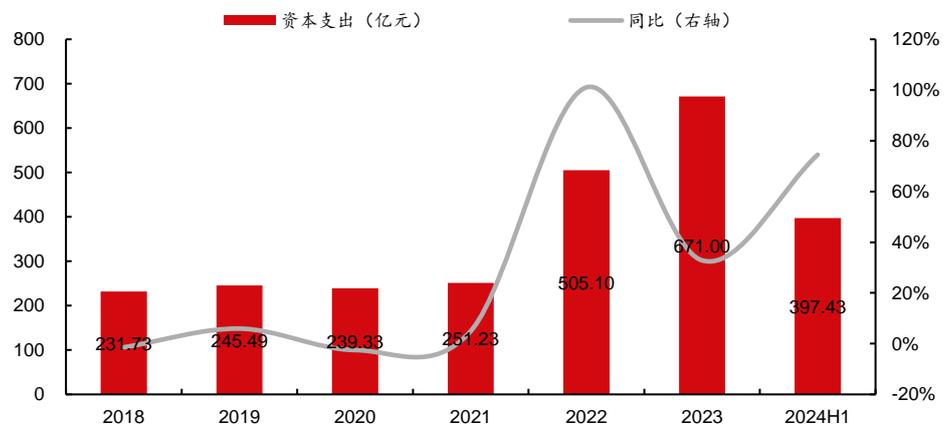
图表28：2018-2024H1 公司收现比


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：2018-2024H1 公司净现比


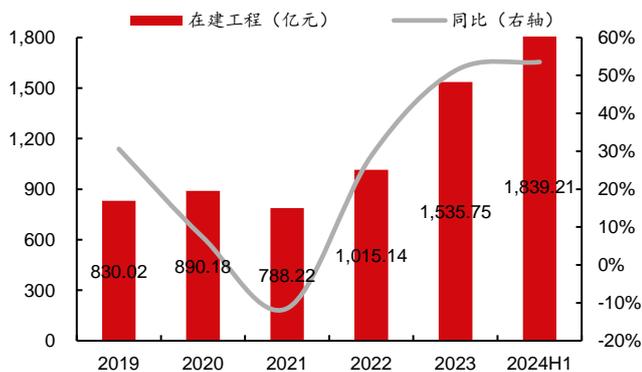
资料来源：公司公告，国联证券研究所

资本开支显著增加，项目核准数量稳步推进。公司在建机组投资增加使公司资本开支维持在较高水平，2023 年公司资本支出 671.0 亿元，同比增加 32.85%，2024H1 资本支出 397.43 亿元，同比增加 74.49%；2022 年公司三门 3/4 号、漳州 3/4 号等 4 台机组实现核准，2023 年公司徐大堡 1/2 号和浙江金七门 1/2 号 4 台机组实现核准，核准项目数量稳步推进。随着 2022 年、2023 年上半年新核准项目在 2024H2 往后有望开工，我们预计公司资本开支将继续保持高水平。

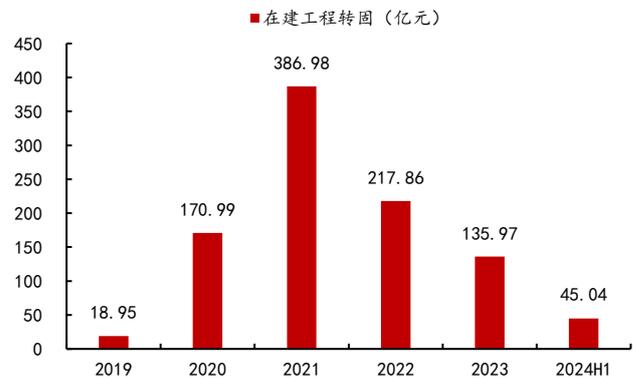
图表30：2018-2024H1 公司资本开支情况（亿元，%）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

在建工程投入加大，预计未来转固速度加快有望持续贡献公司业绩新增长。2023 年公司新增在建工程 520.61 亿元，在建工程转固定资产 135.97 亿元，在建工程总规模 1535.75 亿元，同比增长 51.28%。2024H1 公司在建工程投入持续增加，新增在建工程 303.47 亿，总规模达到 1839.21 亿元，同比增加 53.55%，主要为新增在建机组投资、新能源项目并购以及自建增加导致。未来随着在建工程转固速度加快，我们预计公司业绩将持续高增长。

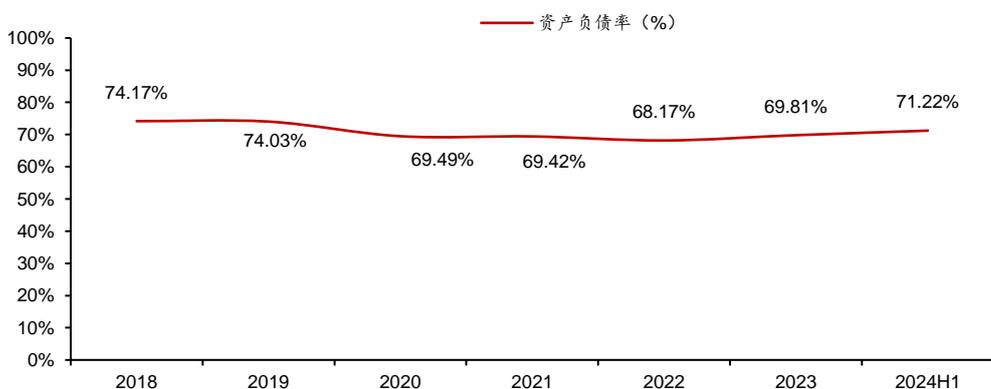
图表31：2019-2024H1 公司在建工程情况


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表32：2019-2024H1 公司在建工程转固情况


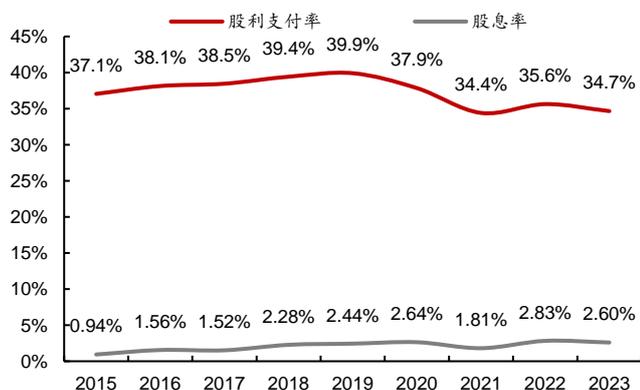
资料来源：公司公告，国联证券研究所

资本开支处于高位情况下公司资产负债率长期居于稳定。核电属于典型重资产行业，核电站建设和运营需大量资金投入，因此公司保持着较高资产负债率水平。由于公司收入持续增长，且具有稳定现金流，公司财务稳健性有较强保障。2023 年公司总资产 5392.67 亿元，同比增长 16.01%；总负债 3764.69 亿元，同比增长 18.80%；资产负债率 69.81%，同比上升 1.64pct。2024H1 公司资产负债率 71.22%，相较 2023 年增加 1.41pct，主要系投资增加所需借款增加，导致权益增幅低于负债增幅。

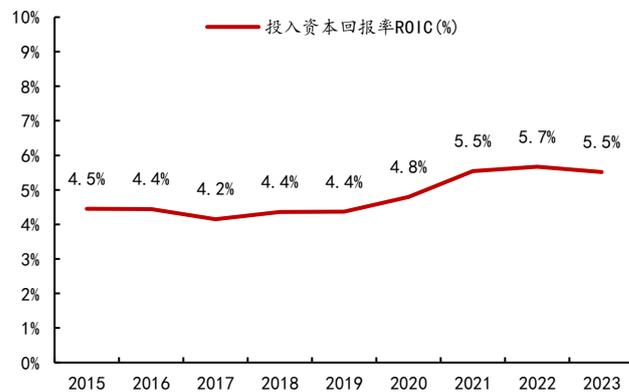
图表33：2018-2024H1 公司资产负债率情况


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司分红能力提升空间较大。公司连续 9 年进行现金分红，2015-2019 年，公司股利支付率逐年上升，2020-2023 年，公司股利支付率和股息率分别维持在 35%/2%上下，2023 年投入资本回报率为 5.5%。公司在分红及盈利能力方面表现出较强稳定性和连续性。当前公司资本开支处于高位，分红比例处于历史较低位置，随着公司新投产机组业绩的逐步释放，以及基于良好现金流可极大提升分红，我们预计未来公司分红水平及盈利能力有望进一步提升。

图表34：2015-2023 年公司股利支付率和股息率变化


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表35：2015-2023 年公司 ROIC 变化


资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核电业务：随着（1）公司核准在建机组不断投入使用，公司装机规模及发电量有望进入加速上升阶段，我们预计到2027年公司核电发电量将达2469.2亿千瓦时；

（2）成本端：核燃料对于公司度电成本的影响较小，收入端：公司交易电价保持韧性，稳定性较高，公司盈利水平有望随市场化交易电量占比提升而稳步增长；（3）公司财务状况健康，经营活动现金流良好，同时公司治理持续提升，符合耐心资本投资方向。我们预计公司2024-2026年营收分别为648.4/718.1/750.7亿元，毛利率分别为38.2%/37.8%/38.3%。

光伏业务：我们预计公司2024-2026年营收分别为76.1/82.8/103.8亿元，毛利率分别为51.0%/52.4%/51.0%。

风电业务：我们预计公司2024-2026年营收分别为51.1/55.6/69.6亿元，毛利率分别为46.9%/47.4%/45.6%。

图表36：公司主营业务及毛利率测算汇总

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
核电业务					
营业收入（亿元）	634.0	634.6	648.4	718.1	750.7
毛利率（%）	47.5%	43.0%	38.2%	37.8%	38.3%
光伏业务					
营业收入（亿元）	37.4	58.8	76.1	82.8	103.8
毛利率（%）	63%	62.2%	51.0%	52.4%	51.0%
风电业务					
营业收入（亿元）	25.3	39.3	51.1	55.6	69.6
毛利率（%）	55.0%	55.5%	46.9%	47.4%	45.6%
其他					

营业收入 (亿元)	13.4	16.9	19.4	21.4	23.5
毛利率 (%)	18.4%	18.4%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年营收分别为 794.94/877.86/947.66 亿元, 分别同比增长 6.05%/10.43%/7.95%; 归母净利润分别为 111.31/121.61/132.19 亿元, 分别同比增长 4.77%/9.26%/8.69%, 对应 PE 分别为 18/16/15 倍, EPS 分别为 0.59/0.64/0.70 元/股, 三年 CAGR 为 7.56%。

图表37: 公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	71286	74957	79494	87786	94766
增长率	14.30%	5.15%	6.05%	10.43%	7.95%
归母净利润(百万元)	9010	10624	11131	12161	13219
增长率	12.09%	17.91%	4.77%	9.26%	8.69%
EPS(元/股)	0.48	0.56	0.59	0.64	0.70

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

相对估值法: 我们选取中国广核、长江电力、华能水电、南网能源作为可比公司。可比公司 2024–2026 年平均 PE 为 24.3/20.5/18.5 倍, 公司 2024–2026 年平均 PE 为 17.8/16.3/15.0 倍, 低于可比公司估值。

图表38: 中国核电可比公司估值

证券简称	市值(亿元)	EPS(元)			PE(X)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国广核	1977	0.24	0.25	0.26	18.0	17.0	16.0
长江电力	7037	1.38	1.47	1.53	20.8	19.6	18.8
华能水电	1935	0.49	0.54	0.59	21.8	19.7	18.2
南网能源	156	0.11	0.16	0.19	36.6	25.7	21.1
平均		0.55	0.60	0.64	24.3	20.5	18.5
中国核电	2005	0.59	0.64	0.70	17.8	16.3	15.0

资料来源: Wind, 国联证券研究所

注: 股价为 2024 年 9 月 25 日收盘价, 中国广核、长江电力、华能水电、南网能源盈利预测来自 Wind 一致预测

考虑到当前核电核准开工速度加快, 公司业绩存在稳步提升空间, 并且兼具强成长性, 结合相对估值结果, 我们给予公司 2024 年 22 倍 PE, 对应目标价 12.97 元/股, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) **核电项目审批低于预期。**若电站核准数量低于预期，将直接影响设备商订单数量以及运营商未来发电量。
- 2) **在建项目施工进度不及预期。**随着技术进步，尤其是应用模块化施工技术后，核电机组施工周期缩短为 48~52 个月，现场施工工期缩短，有利于降低投资成本，但实际施工过程中存在某项设备技术指标低于标准的可能性，工期或将因此延长，影响实际投运时间。
- 3) **核电安全事故风险。**历史上曾发生核泄露等安全事故，随着技术改进，核事故发生的风险大幅降低，但不能完全排除核电站在运行过程中出现故障需要停机的可能性。一旦发生事故，将影响电站发电量以及相关政策方向的变化。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼