

中国核电 (601985.SH)

持有 (维持评级)

25年计划全年发电量增长9.55%，新能源有望超预期兑现装机规划目标

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布了2024年全年发电量完成情况及2025年发电计划公告, 2024年, 公司累计商运发电量为2163.49亿千瓦时, 同比增长3.09%; 上网电量为2039.23亿千瓦时, 同比增长3.28%。

➤ **全年发电量增长3.09%, 25年计划增长9.55%:** 2024年, 全年累计商运发电量为2163.49亿千瓦时, 同比增长3.09%, 上网电量2039.23亿千瓦时, 同比增长3.28%。其中, 核电发电量1831.22亿千瓦时, 同比下降1.80%; 新能源332.27亿千瓦时, 同比增长42.21%。2025年, 公司全年发电量目标为2370亿千瓦时(25年计划增长9.55%, 超过24年3.09%的实际增速), 其中核电计划发电量为1954亿千瓦时(25年计划增长6.70%, 超过24年-1.80%的实际增速), 新能源计划发电量为416亿千瓦时(25年计划增长25.20%, 低于24年42.21%的实际增速)。单四季度看, 公司发电量同比增长4.2%, 上网电量同比增长4.3%, 增速略高于全年电量增速水平。

➤ **受福清两次小修和海南台风等影响, 核电全年发电量下降1.8%:** 2024年, 公司核电发电量1831.22亿千瓦时, 同比下降1.80%; 上网电量累计1712.60亿千瓦时, 同比下降1.83%。分机组看, 2024年秦山核电、海南核电和福清核电均有所下降, 分别下降1.52%、7.85%和6.74%。秦山核电机组是由于检修天数较去年有所增加; 海南核电机组检修天数较去年有所增加, 且受“摩羯”台风影响, 配合电网线路检修降功率, 发电量同比减少; 福清核电4号机组24年两次小修(于10月8日结束小修并网发电), 导致发电同比减少。截至2024年12月31日, 公司控股核电在运机组25台, 装机容量23.75GW。2025年1月1日, 福建漳州核电站1号机组投入商运。公司控股核电在运装机容量增至24.96GW; 控股核电在建及核准待建机组17台, 对应19.43GW。预计2025年投产漳州能源2号机组。

➤ **新能源装机快速增长, 十四五规划有望超预期兑现:** 截至2024年12月31日, 公司控股新能源在运装机容量29.60GW, 包括风电9.58GW、光伏20.02GW, 另控股独立储能电站1.4GW; 控股新能源在建装机容量14.36GW, 包括风电2.37GW, 光伏11.99GW。公司规划十四五新能源装机目标30GW, 有望超预期兑现规划目标。

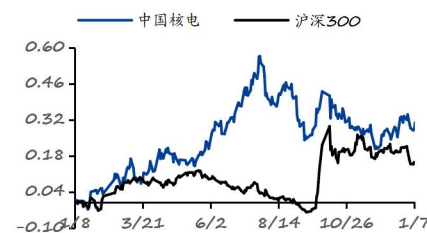
➤ **盈利预测与投资建议:** 考虑公司24年全年核电发电量同比下降1.8%以及25年江苏年度长协电价下降等, 我们下调原有预测, 预计24-26年归母净利润分别为98.36、110.99和117.07亿元(原24-26年为107.16、119.21和128.87亿元), 对应PE分别为19.6/17.3/16.4倍。维持“持有”评级。

➤ **风险提示:** 项目建设不及预期风险; 政策风险; 核电安全事故风险; 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

日期	2025-01-08
收盘价:	10.19元
总股本/流通股本(百万股)	18,883.28/18,883.28
流通A股市值(百万元)	192,420.67
每股净资产(元)	5.07
资产负债率(%)	69.28
一年内最高/最低价(元)	12.29/7.55

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn
联系人: 闫燕燕(S0210123070115)
yyy30238@hfzq.com.cn

相关报告

1. 检修影响核电出力, 风光发电增势可观——2024.10.30
2. 在建核准18台机组储备丰富, 新能源十四五目标或有望超额完成——2024.08.31
3. 核电回暖奠定成长基调, 风光步入发展快车道——2024.06.12

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	71,286	74,957	76,190	84,613	90,055
增长率	14%	5%	2%	11%	6%
净利润(百万元)	9,010	10,624	9,836	11,099	11,707
增长率	12%	18%	-7%	13%	5%
EPS(元/股)	0.48	0.56	0.52	0.59	0.62
市盈率(P/E)	21.4	18.1	19.6	17.3	16.4
市净率(P/B)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,774	15,238	16,923	18,011	营业收入	74,957	76,190	84,613	90,055
应收票据及账款	21,414	18,783	17,475	14,997	营业成本	41,510	43,997	48,012	51,566
预付账款	4,845	4,400	4,801	5,157	税金及附加	1,032	990	1,100	1,127
存货	26,423	27,597	30,116	32,345	销售费用	115	76	85	90
合同资产	253	152	169	180	管理费用	3,828	4,246	4,716	4,879
其他流动资产	5,785	5,599	6,230	6,693	研发费用	1,384	1,407	1,562	1,663
流动资产合计	68,240	71,617	75,545	77,203	财务费用	7,302	7,375	8,342	8,872
长期股权投资	7,580	7,959	8,357	8,775	信用减值损失	-84	50	50	50
固定资产	276,921	307,198	354,016	383,432	资产减值损失	-208	-200	-200	-200
在建工程	153,342	239,751	254,830	289,148	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	2,736	3,316	3,906	4,509	投资收益	382	400	450	500
商誉	5,611	5,611	5,611	5,611	其他收益	2,711	2,700	2,700	2,700
其他非流动资产	24,837	25,071	25,403	25,608	营业利润	22,646	21,107	23,855	24,967
非流动资产合计	471,027	588,905	652,122	717,081	营业外收入	459	220	220	220
资产合计	539,267	660,523	727,667	794,284	营业外支出	124	172	202	232
短期借款	19,864	116,521	156,099	194,017	利润总额	22,981	21,154	23,873	24,954
应付票据及账款	22,408	23,319	24,966	26,299	所得税	3,571	3,385	3,820	3,993
预收款项	8	0	0	0	净利润	19,411	17,770	20,053	20,962
合同负债	245	76	85	90	少数股东损益	8,787	7,934	8,954	9,254
其他应付款	4,470	4,470	4,470	4,470	归属母公司净利润	10,624	9,836	11,099	11,707
其他流动负债	50,603	51,408	52,504	53,471	EPS (按最新股本摊薄)	0.56	0.52	0.59	0.62
流动负债合计	97,598	195,794	238,124	278,346					
长期借款	244,853	249,853	254,853	259,853					
应付债券	8,402	8,402	8,402	8,402					
其他非流动负债	25,616	25,699	25,707	25,715					
非流动负债合计	278,871	283,954	288,962	293,970					
负债合计	376,469	479,748	527,086	572,317					
归属母公司所有者权益	90,950	97,703	105,103	112,557					
少数股东权益	71,848	83,071	95,478	109,411					
所有者权益合计	162,798	180,774	200,582	221,968					
负债和股东权益	539,267	660,523	727,667	794,284					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43,126	46,032	48,115	52,604
现金收益	43,208	43,017	48,469	51,847
存货影响	-1,613	-1,175	-2,518	-2,229
经营性应收影响	-5,893	3,276	1,107	2,323
经营性应付影响	4,113	903	1,648	1,332
其他影响	3,312	10	-590	-669
投资活动现金流	-71,712	-139,203	-86,988	-89,913
资本支出	-77,259	-135,138	-82,562	-86,350
股权投资	-1,895	-379	-398	-418
其他长期资产变化	7,443	-3,686	-4,028	-3,145
融资活动现金流	22,332	98,636	40,557	38,397
借款增加	56,334	102,052	44,977	43,321
股利及利息支付	-20,250	-13,993	-16,028	-17,523
股东融资	12,036	19	0	0
其他影响	-25,787	10,558	11,609	12,598

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	5.2%	1.6%	11.1%	6.4%
EBIT 增长率	9.3%	-5.8%	12.9%	5.0%
归母公司净利润增长率	17.9%	-7.4%	12.8%	5.5%
获利能力				
毛利率	44.6%	42.3%	43.3%	42.7%
净利率	25.9%	23.3%	23.7%	23.3%
ROE	6.5%	5.4%	5.5%	5.3%
ROIC	6.4%	4.9%	5.0%	4.7%
偿债能力				
资产负债率	69.8%	72.6%	72.4%	72.1%
流动比率	0.7	0.4	0.3	0.3
速动比率	0.4	0.2	0.2	0.2
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转天数	93	95	77	64
存货周转天数	222	221	216	218
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.52	0.59	0.62
每股经营现金流	2.28	2.44	2.55	2.79
每股净资产	4.82	5.17	5.57	5.96
估值比率				
P/E	18	20	17	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	48	48	43	40

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn