

公司研究 | 点评报告 | 中国核电（601985.SH）

核电电量压力释放，全年业绩展望稳健

报告要点

随着三季度末福清核电 4 号机组小修结束恢复正常发电，单四季度公司核电机组完成发电量 474.84 亿千瓦时，同比增加 1.00%。在四季度核电电量恢复增长的拉动下，核电单季业绩预计将实现稳健增长，但受前三季度电量回落影响，全年核电业绩或存在一定压力，但降幅将较前三季度显著收窄。公司 2024 年新能源发电量为 332.27 亿千瓦时，同比增长 42.21%。因此整体来看，虽然前三季度核电由于大修导致业绩短期承压，但在新能源维持高速增长以及四季度核电电量转正的影响下，预计全年业绩仍将实现稳健表现。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

中国核电（601985.SH）

2025-01-10

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

核电电量压力释放，全年业绩展望稳健

事件描述

公司发布 2024 年全年发电量完成情况及 2025 年发电计划公告：截至 2024 年 12 月 31 日，公司 2024 年全年累计商运发电量为 2163.49 亿千瓦时，同比增长 3.09%。2025 年，公司全年发电量目标为 2370 亿千瓦时。

事件评论

- **机组复产电量增长，核电单季业绩展望积极。**随着三季度末福清核电 4 号机组小修结束恢复正常发电，公司电量持续改善，单四季度公司核电机组完成发电量 474.84 亿千瓦时，同比增加 1.00%。但受前三季度大修天数多于去年影响，2024 年公司核电机组发电量 1831.22 亿千瓦时，同比下降 1.80%。具体而言，公司核电发电量下降主要原因系秦山、海南和福清核电电量下降影响，其中秦山和海南核电机组检修天数较去年均有所增加，同时海南核电受台风影响配合电网线路检修降低功率，发电量分别同比下降 1.52%、7.85%；福清核电发电量同比下降 6.74%。此外，三门和江苏核电发电量分别同比增加 0.78%和 2.96%，主要原因为本年度机组检修天数同比减少。因此整体来看，在四季度核电电量恢复增长的拉动下，核电单季业绩预计将实现稳健增长，但受前三季度电量回落影响，全年核电业绩或存在一定压力，但降幅将较前三季度显著收窄。
- **绿电高增缓解核电压力，全年业绩展望稳健。**四季度新能源发电量 84.77 亿千瓦时，同比增长 26.88%，增速环比回落 13.27 个百分点，主因系四季度风光资源偏弱。截至 2024 年 12 月 31 日，公司控股新能源在运装机容量 2959.62 万千瓦，其中风电 957.89 万千瓦、光伏 2001.73 万千瓦，另控股独立储能电站 140.10 万千瓦，2024 年全年合计新增新能源装机 1108.03 万千瓦，远超年初规划目标。得益于新能源新增装机维持高位，公司 2024 年新能源发电量为 332.27 亿千瓦时，同比增长 42.21%。**整体来看，公司新能源电量的高速增长缓解了核电电量下滑的压力，公司完成发电量 2163.49 亿千瓦时，同比增长 3.09%。因此整体来看，虽然前三季度核电由于大修导致业绩短期承压，但在新能源维持高速增长以及四季度核电电量转正的影响下，预计全年业绩仍将实现稳健表现。**
- **发电指引稳步提升，雄厚资源保障远期成长。**2025 年公司全年发电量目标为 2370 亿千瓦时，其中核电计划发电量为 1954 亿千瓦时，新能源计划发电量为 416 亿千瓦时。**考虑到 2025 年 1 月 1 日漳州 1 号机组投入商运，且 2 号机组有望年内投产，预计 2025 年核电发电量目标能够圆满完成。**同时，截至 2024 年底，公司新能源控股在建项目装机容量达 1435.82 万千瓦，机组的陆续投产保障公司完成 2025 年新能源发电计划。此外，截至 2024 年底，公司控股在建及核准待建核电机组装机容量达到 1942.90 万千瓦（不含漳州 1 号）。**雄厚核电及绿电项目资源储备保障远期增长空间，同时社保基金等资金的持续注入保障了公司在核电景气度向上周期背景下的长期稳健增长。**
- **投资建议：**根据最新经营数据，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.57 元、0.57 元和 0.65 元，对应 PE 分别为 17.43 倍、17.46 倍和 15.12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新建项目投产进度与效益不及预期风险；
- 2、风况、日照资源不及预期风险。

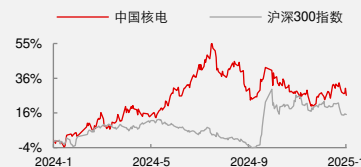
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	9.87
总股本(万股)	1,888,328
流通A股/B股(万股)	1,888,328/0
每股净资产(元)	5.07
近12月最高/最低价(元)	12.29/7.55

注：股价为 2025 年 1 月 9 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《检修集中扰动短期业绩，机组复产全年展望稳健》2024-10-31
- 《检修集中扰动短期电量，绿电放缓限制业绩表现》2024-10-12
- 《大修限制短期业绩，核电投资着眼长期》2024-09-10



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、新建项目投产进度与效益不及预期风险。公司经营业绩的增长核心假设依赖于整体新增装机的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因组件或其他因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期，会导致公司整体业绩增速存在一定的下行压力。

2、风况、日照资源不及预期风险。从部分时段的来风及光照条件来看，其表现优于去年同期，但因为气候因素本身难以准确预测，若后续气候快速恶化，不但会导致增量项目盈利能力变弱，还会造成存量项目盈利水平同步弱化，因此会对公司整体业绩预测会存在向下波动的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	74957	76746	87583	97898	货币资金	9774	9960	3099	1682
营业成本	41510	43172	49475	53745	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	33448	33574	38107	44152	应收账款	21365	21271	25439	26229
%营业收入	45%	44%	44%	45%	存货	26423	26861	32234	32261
营业税金及附加	1032	1074	1226	1371	预付账款	4845	5039	5775	6273
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	5834	5422	6336	5932
销售费用	115	92	105	117	流动资产合计	68240	68554	72883	72376
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	7580	7580	7580	7580
管理费用	3828	3991	4554	5091	投资性房地产	422	422	422	422
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	276922	332570	397428	396894
研发费用	1384	1151	1314	1468	无形资产	2736	2437	2138	1839
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	5611	5611	5611	5611
财务费用	7302	7269	8951	10394	递延所得税资产	1827	1827	1827	1827
%营业收入	10%	9%	10%	11%	其他非流动资产	175929	226483	276483	336483
加: 资产减值损失	-208	0	0	0	资产总计	539267	645483	764372	823031
信用减值损失	-84	0	0	0	短期贷款	19864	29664	24964	27964
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	20216	22008	26380	26184
投资收益	382	384	416	465	预收账款	8	8	9	10
营业利润	22646	23219	25527	29603	应付职工薪酬	585	608	697	757
%营业收入	30%	30%	29%	30%	应交税费	4271	4373	4990	5578
营业外收支	335	200	200	200	其他流动负债	52655	51152	54238	52718
利润总额	22981	23419	25727	29803	流动负债合计	97598	107812	111278	113211
%营业收入	31%	31%	29%	30%	长期借款	244853	325099	409294	446123
所得税费用	3571	3981	4438	5216	应付债券	8402	8402	8402	8402
净利润	19411	19438	21289	24588	递延所得税负债	149	149	149	149
归属于母公司所有者的净利润	10624	10691	11602	13400	其他非流动负债	25467	25467	25467	25467
少数股东损益	8787	8747	9686	11187	负债合计	376469	466929	554590	593352
EPS (元)	0.55	0.57	0.57	0.65	归属于母公司所有者权益	90950	97959	119500	128210
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	71848	80595	90282	101469
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	162798	178554	209782	229679
经营活动现金流净额	43126	42529	44212	54084	负债及股东权益	539267	645483	764372	823031
取得投资收益收回现金	172	384	416	465	基本指标				
长期股权投资	-1895	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-66974	-121501	-131773	-80650	每股收益	0.55	0.57	0.57	0.65
其他	-3014	-554	0	0	每股经营现金流	2.28	2.25	2.15	2.63
投资活动现金流净额	-71712	-121671	-131357	-80185	市盈率	17.82	17.43	17.46	15.12
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.05	1.90	1.70	1.58
股权融资	12036	0	14000	0	EV/EBITDA	10.63	12.55	13.32	11.87
银行贷款增加 (减少)	139987	90046	79494	39829	总资产收益率	2.0%	1.7%	1.5%	1.6%
筹资成本	-20250	-10946	-13211	-15146	净资产收益率	11.7%	10.9%	9.7%	10.5%
其他	-109441	229	0	0	净利率	14.2%	13.9%	13.2%	13.7%
筹资活动现金流净额	22332	79328	80284	24684	资产负债率	69.8%	72.3%	72.6%	72.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-6263	186	-6861	-1417	总资产周转率	0.15	0.13	0.12	0.12

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
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
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。