

## 公用事业

2025 年 04 月 29 日

## 中国核电 (601985)

——Q1 盈利保持正增长 再获批新项目保障成长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 28 日

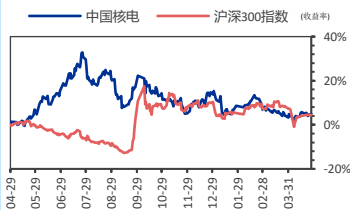
|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 收盘价 (元)        | 9.39              |
| 一年内最高/最低 (元)   | 12.29/8.66        |
| 市净率            | 2.0               |
| 息率 (分红/股价)     | 2.29              |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 177,314           |
| 上证指数/深证成指      | 3,288.41/9,855.20 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 每股净资产 (元)       | 5.48          |
| 资产负债率%          | 68.48         |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 20,568/18,883 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-           |

一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com  
朱赫 A0230524070002  
zhuhe@swsresearch.com

## 联系人

朱赫  
(8621)23297818×  
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年度报告和 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 772.72 亿元，同比增长 3.09%，实现归母净利润 87.77 亿元，同比减少 17.38%，低于我们的预期。公司拟分红 0.18 元/股（含税），按照 4 月 28 日收盘价计算股息率为 1.92%。公司发布回购方案，拟在 12 月内动用 3-5 亿元回购公司股票。2025 年第一季度公司实现营业收入 202.73 亿元，同比增长 12.70%，实现归母净利润 31.37 亿元，同比增长 2.55%，略低于我们的预期。
- **2024 年公司经营利润略有下滑，所得税费用大幅提升系归母净利润下降主因。**2024 年总售电量为 2039.23 亿千瓦时，同比增长 3.28%，其中核电机组上网电量为 1712.60 亿千瓦时，同比降低 1.83%。2024 年无新增核电机组投运，且福清海南和海南核电检修时间同比增加，导致上网电量同比降低。成本端，受江苏 4 号和三门 1、2 号机组计提乏燃料处置费增加，大修增加导致运维费增加，核电成本同比提升 1.7%。公司全年综合核电电价由 2023 年的 0.4110 元/度小幅上升至 2024 年的 0.4151 元/度，电价上升部分弥补全年核电电量下降压力，公司 2024 年利润总额 225.64 亿元，同比仅下降 1.8%。受计提增值税返还对应所得税费用等因素影响，公司全年所得税同比增加 24.4 亿元，导致公司归母净利润整体下滑。
- **公司新增 2 台核准机组。**截至 2024 年底，公司控股核电在建及核准待建机组共计 18 台，其中 12 台已处于在建状态。2025 年 4 月，公司新获准 2 台核准机组，为浙江三门核电项目 5 号、6 号机组（华龙一号、单台机组装机规模 1215MW）。2025 年 1 月 1 日漳州一号机组正式投入商运，新机组增量带动 1Q25 核电上网电量 463.70 亿千瓦时，同比增长 13.41%。从投产节奏来看，继漳州一号年初投产后，2025-2029 年公司核电机组还将分别投产 1、2、4、3、2 台。核电装机持续加速，保障公司长周期利润中枢稳定提升。
- **新能源装机延续高增趋势，1Q25 受股权稀释影响增收不增利。**截至 2024 年底，公司控股在运新能源装机 29.60GW，其中风电、光伏分别为 9.58、20.02GW，另控股独立储能电站 1.40GW，已基本实现到 2025 年末公司新能源装机容量将达 30GW 的“十四五”规划目标。2024 年公司风电、光伏上网电量分别为 147.93、178.71 亿千瓦时，分别同比增长 39.03%、44.69%。新能源装机快速扩张带动电量高增，但受上网电价下降及中核汇能增资引战导致归母比例下降等因素影响，新能源短期增收不增利。1Q25 新能源收入增长 24.64%，但归母净利润下降 51.32%。
- **财务降费效果显著，定增拓展融资渠道。**2024 年五年期 LPR 于 2 月、7 月及 10 月分别下调 25、10、25 个 BP，共下调 60BP，降息周期内公司财务压力减轻，2024 年公司财务费用同比下降 4.58 亿元至 68.44 亿元。1Q25 虽公司财务费用略有增加，但利息费用仍下降 0.86 亿元。2024 年公司定向增发引入社保基金会，成功募集资金 140 亿元。公司多措并举，降低资本开支密集期资金压力。
- **盈利预测与评级：**结合公司新能源上网电价下降，归母净利短期下降，所得税费率上升趋势，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测为 107.51、112.24 亿元（原值为 128.48、134.29 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 125.66 亿元，公司当前股价对应 PE 分别为 18、17、15 倍。公司成长确定性高，回购彰显公司发展信心，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源新增装机进度不及预期，电价下行风险

## 财务数据及盈利预测

|             | 2024   | 2025Q1 | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 (百万元) | 77,272 | 20,273 | 88,381 | 93,545 | 106,704 |
| 同比增长率 (%)   | 3.1    | 12.7   | 14.4   | 5.8    | 14.1    |
| 归母净利润 (百万元) | 8,777  | 3,137  | 10,751 | 11,224 | 12,566  |
| 同比增长率 (%)   | -17.4  | 2.6    | 22.5   | 4.4    | 12.0    |
| 每股收益 (元/股)  | 0.46   | 0.15   | 0.52   | 0.55   | 0.61    |
| 毛利率 (%)     | 42.9   | 47.9   | 42.1   | 41.5   | 41.9    |
| ROE (%)     | 8.0    | 2.8    | 9.2    | 9.1    | 9.6     |
| 市盈率         |        |        |        |        |         |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入                  | 74,957 | 77,272 | 88,381 | 93,545 | 106,704 |
| 其中: 营业收入               | 74,957 | 77,272 | 88,381 | 93,545 | 106,704 |
| 减: 营业成本                | 41,510 | 44,116 | 51,203 | 54,754 | 62,031  |
| 减: 税金及附加               | 1,032  | 1,077  | 1,232  | 1,304  | 1,487   |
| 主营业务利润                 | 32,415 | 32,079 | 35,946 | 37,487 | 43,186  |
| 减: 销售费用                | 115    | 62     | 71     | 76     | 86      |
| 减: 管理费用                | 3,828  | 4,027  | 4,606  | 4,875  | 5,561   |
| 减: 研发费用                | 1,384  | 1,375  | 1,572  | 1,664  | 1,898   |
| 减: 财务费用                | 7,302  | 6,844  | 7,237  | 7,738  | 8,771   |
| 经营性利润                  | 19,786 | 19,771 | 22,460 | 23,134 | 26,870  |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -84    | -66    | 0      | 0      | 0       |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -208   | -499   | -300   | -300   | -300    |
| 加: 投资收益及其他             | 3,093  | 3,164  | 3,400  | 3,500  | 3,500   |
| 营业利润                   | 22,646 | 22,382 | 25,571 | 26,347 | 30,082  |
| 加: 营业外净收入              | 335    | 182    | 0      | 0      | 0       |
| 利润总额                   | 22,981 | 22,564 | 25,571 | 26,347 | 30,082  |
| 减: 所得税                 | 3,571  | 6,011  | 5,286  | 5,169  | 5,916   |
| 净利润                    | 19,411 | 16,553 | 20,285 | 21,177 | 24,166  |
| 少数股东损益                 | 8,787  | 7,776  | 9,534  | 9,953  | 11,599  |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 10,624 | 8,777  | 10,751 | 11,224 | 12,566  |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                               |
|--------|-----|--------------|-------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swsresearch.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swsresearch.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swsresearch.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swsresearch.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swsresearch.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swsresearch.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。