

中国核电 (601985.SH)

24 年年报及 25 年一季报点评: 业绩短期受所得税拖累, 新机组投运带来增量

中国核电发布 24 年年报及 25 年一季报, 2024 年实现营业收入 772.72 亿元, 同比+3.09%; 归母净利润 87.77 亿元, 同比-17.38%。1Q25 实现营业收入 202.73 亿元, 同比+12.7%; 归母净利润 31.37 亿元, 同比+2.55%。

- 营收稳步增长, 业绩受所得税拖累。公司 2024 年实现营业收入 772.72 亿元, 同比+3.09%, 主要受益于新能源装机规模增加带来发电量增长; 归母净利润 87.77 亿元, 同比-17.38%, 业绩下滑主要受到计提增值税返还对应所得税费用影响, 相关税费已于期后完成缴纳; 其中, 4Q24 实现营业收入 202.86 亿元, 同比+7.52%; 归母净利润-1.56 亿元, 同比-112.05%。1Q25 实现营业收入 202.73 亿元, 同比+12.7%; 归母净利润 31.37 亿元, 同比+2.55%。
- 受机组小修及台风影响, 核电电量下滑。2024 年公司核电发电量 1831.22 亿千瓦时, 同比-1.8%; 上网电量 1712.6 亿千瓦时, 同比-1.83%。其中, 泰山核电发电量同比-1.52%, 主要由于机组检修天数同比增加; 三门核电、江苏核电发电量同比增长 0.78%、2.96%, 主要由于机组检修天数减少; 海南核电发电量同比-7.85%, 主要由于机组检修天数增加, 且受“摩羯”台风影响, 公司配合电网线路检修降功率; 福清核电发电量同比-6.74%, 主要由于 4 号机组 2 次小修 (已于 24 年 10 月 8 日并网发电), 导致发电同比减少。核电全年综合含税电价为 0.4151 元/千瓦时, 同比+1%, 其中, 浙江、江苏、海南核电电价分别同比下滑 0.6%、1.2%和 0.5%, 福建核电电价同比上涨 6.3%。1Q25 核电发电量 494.82 亿千瓦时, 同比+13.3%, 随着漳州 1、2 号投产, 25 年核电电量有望实现较好增长。
- 新能源电量保持高增, 机组折旧增加导致成本上升。2024 年公司新能源机组发电量为 332.27 亿千瓦时, 同比+42.21%, 其中光伏同比+44.81%, 风电同比+39.02%。新能源综合含税电价为 0.4203 元/千瓦时, 同比-12.81%。2024 年公司新增新能源机组 1108.03 万千瓦, 装机规模增长导致折旧费用上升, 新能源发电营业成本同比+46.27%至 57.50 亿元。中核汇能 2024 年实现营业收入 127.61 亿元, 同比+28.4%; 归母净利润 25.35 亿元, 同比-13.8%。公司积极开展高息债务置换等精益管理, 财务费用同比-6.27%; 全年计提资产减值损失 4.99 亿元, 同比+139.45%, 主要由于对 6 家子公司计提商誉减值损失 2.16 亿元, 同时对备品备件等存货计提跌价损失 2.74 亿元。
- 盈利预测与估值。漳州 1 号核电于 2025 年 1 月 1 日正式商运, 当前公司在建及核准待建核电机组 17 台, 装机容量 1942.8 万千瓦, 其中漳州 2 号机组预计于 2025 年投产, 将成为公司今年业绩的主要增量; 在建新能源装机容量 1435.82 万千瓦, 随着机组陆续投产, 业绩有望持续释放。考虑到 25 年长协电价普遍下降, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 100.31、108.85、121.36 亿元, 同比增长 14%、9%、11%; 当前股价对应 PE 分别为 19.2x、17.7x、15.9x, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 核电机组安全稳定运行风险、项目建设不及预期及电价下行风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	74957	77272	79913	85066	94685

强烈推荐 (维持)

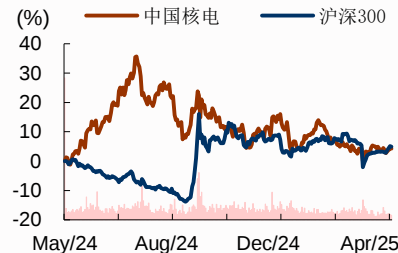
周期/环保及公用事业
目标估值: NA
当前股价: 9.37 元

基础数据

总股本 (百万股)	20568
已上市流通股 (百万股)	18883
总市值 (十亿元)	192.7
流通市值 (十亿元)	176.9
每股净资产 (MRQ)	5.5
ROE (TTM)	7.8
资产负债率	68.5%
主要股东	中国核工业集团有限公司
主要股东持股比例	55.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-7	5
相对表现	-1	-1	-1



相关报告

- 《中国核电 (601985): 核电电量短期波动, 在建项目充沛保障长期发展》2024-10-30
- 《中国核电 (601985) 24 年中报点评: 大修次数增多导致业绩暂时波动, 新能源电量延续高增》2024-08-31
- 《中国核电 (601985) 2023 年报及 24 年一季报点评: 发电量稳步提升, 看好新机组投产带来的业绩增长》2024-04-27

宋盈盈 S1090520080001
songyingying@cmschina.com.cn
卢湘雪 研究助理
luxiangxue@cmschina.com.cn

同比增长	5%	3%	3%	6%	11%
营业利润(百万元)	22646	22382	21394	23222	25890
同比增长	15%	-1%	-4%	9%	11%
归母净利润(百万元)	10624	8777	10031	10885	12136
同比增长	18%	-17%	14%	9%	11%
每股收益(元)	0.52	0.43	0.49	0.53	0.59
PE	18.1	22.0	19.2	17.7	15.9
PB	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	68240	84182	74946	79243	89055
现金	9774	19738	6127	6005	7206
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	49	34	35	38	42
应收款项	21365	24651	25493	27137	30206
其它应收款	1790	2093	2164	2304	2564
存货	26423	30860	33910	36080	40462
其他	8840	6806	7216	7680	8575
非流动资产	471027	575557	594923	613158	630322
长期股权投资	7580	8411	8411	8411	8411
固定资产	276922	299237	320155	339763	358145
无形资产商誉	9414	13188	11869	10682	9614
其他	177111	254722	254488	254302	254152
资产总计	539267	659739	669869	692401	719376
流动负债	97598	101743	83370	90323	99806
短期借款	19864	29076	39086	43951	49216
应付账款	22408	26866	29522	31411	35226
预收账款	253	441	484	515	578
其他	55073	45360	14278	14446	14786
长期负债	278871	348628	348628	348628	348628
长期借款	244853	304304	304304	304304	304304
其他	34018	44324	44324	44324	44324
负债合计	376469	450371	431998	438951	448434
股本	18883	20568	22211	22211	22211
资本公积金	28336	41206	53563	53563	53563
留存收益	43730	48443	54739	61411	68975
少数股东权益	71848	99151	107358	116264	126194
归属于母公司所有者权益	90950	110217	130513	137185	144749
负债及权益合计	539267	659739	669869	692401	719376

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	43126	40721	40201	42025	43474
净利润	19411	16553	18238	19792	22065
折旧摊销	16495	17860	20281	21412	22483
财务费用	7475	6984	6393	6635	7196
投资收益	(382)	(411)	(3271)	(3482)	(3876)
营运资金变动	(3)	(309)	(1440)	(2331)	(4394)
其它	130	43	0	0	0
投资活动现金流	(71712)	(94945)	(36375)	(36164)	(35770)
资本支出	(67100)	(90708)	(39646)	(39646)	(39646)
其他投资	(4611)	(4236)	3271	3482	3876
筹资活动现金流	22332	64490	(17437)	(5983)	(6503)
借款变动	37853	50906	(21309)	4865	5265
普通股增加	23	1685	1643	0	0
资本公积增加	(4968)	12870	12357	0	0
股利分配	(3206)	(4094)	(3735)	(4213)	(4572)
其他	(7369)	3123	(6393)	(6635)	(7196)
现金净增加额	(6253)	10266	(13611)	(122)	1201

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	74957	77272	79913	85066	94685
营业成本	41510	44116	48476	51578	57843
营业税金及附加	1032	1077	959	1021	1136
营业费用	115	62	96	102	114
管理费用	3828	4027	3925	3923	4082
研发费用	1384	1375	1422	1513	1684
财务费用	7302	6844	6393	6635	7196
资产减值损失	(234)	(553)	(520)	(554)	(616)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2711	2753	2847	3030	3373
投资收益	382	411	425	452	503
营业利润	22646	22382	21394	23222	25890
营业外收入	459	260	400	425	473
营业外支出	124	78	81	86	96
利润总额	22981	22564	21712	23561	26267
所得税	3571	6011	3474	3770	4203
少数股东损益	8787	7776	8207	8906	9929
归属于母公司净利润	10624	8777	10031	10885	12136

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	5%	3%	3%	6%	11%
营业利润	15%	-1%	-4%	9%	11%
归母净利润	18%	-17%	14%	9%	11%
获利能力					
毛利率	44.6%	42.9%	39.3%	39.4%	38.9%
净利率	14.2%	11.4%	12.6%	12.8%	12.8%
ROE	11.8%	8.7%	8.3%	8.1%	8.6%
ROIC	5.8%	4.1%	4.0%	4.2%	4.5%
偿债能力					
资产负债率	69.8%	68.3%	64.5%	63.4%	62.3%
净负债比率	56.4%	55.3%	51.3%	50.3%	49.1%
流动比率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	3.9	3.4	3.2	3.2	3.3
应付账款周转率	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.52	0.43	0.49	0.53	0.59
每股经营净现金	2.10	1.98	1.95	2.04	2.11
每股净资产	4.42	5.36	6.35	6.67	7.04
每股股利	0.18	0.18	0.20	0.22	0.25
估值比率					
PE	18.1	22.0	19.2	17.7	15.9
PB	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.1	15.9	15.4	14.5	13.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。