

中国核电 (601985.SH)

经营业绩稳健，新能源持续快速增长

买入

核心观点

发电量、电价同升，经营业绩稳步增长。2022年，公司实现营业收入712.86亿元(+13.70%)，归母净利润90.10亿元(+9.66%)，扣非归母净利润90.35亿元(+12.74%)，公司业绩增长主要系在运核电机组同比增加和新能源装机规模同比增加带来发电量增加，同时电价同比提高。

发电量同比提升，驱动业绩持续向好。2023Q1，公司实现营业收入178.93亿元(+4.64%)，归母净利润30.23亿元(+4.79%)，扣非归母净利润30.18亿元(+4.62%)，公司业绩增长主要系公司发电量同比提高。

核电建设有序推进，核电业务长期发展向好。国家政策推动核电积极安全有序发展，核电项目审批稳步推进，公司持续做好厂址保护和新厂址开发工作，加快推动保护论证厂址向开工备选过渡，未来有望不断新获核电项目核准，核电装机规模将持续增长。截至2023年3月，公司控股在建项目装机容量10.13GW，控股核准待建机组容量2.42GW。预计上述项目未来逐步投运，公司核电业务将有望保持稳健发展态势。

风光新能源装机持续增加，助力业绩增长。公司持续推进新能源装机大幅增长，截至2023年3月，公司新能源控股在运装机容量13.06GW，包括风电4.26GW、光伏8.80GW。另控股独立储能电站0.21GW；控股在建装机容量7.64GW，包括风电1.56GW、光伏6.08GW。同时，公司将加速海外市场开拓，积极推动海外新能源项目落地。公司风光新能源在建装机容量逐步投运，将助力公司业绩增长。

敏捷端产业加速推进，培育未来业绩增长新动能。2023年，公司将加速敏捷端新项目孵化加速钙钛矿太阳能电池产业化进程，持续开展储能和氢能行业市场和技术跟踪分析，为公司培育新的业绩增长点。

风险提示：新能源、核电装机不达预期，电价不及预期，核电利用率下滑。

投资建议：维持盈利预测，预计2023-2025年公司营业收入分别775/835/920亿元，同比增长9%/8%/10%；归母净利润117/133/151亿元，同比增长30%/14%/13%；每股收益0.61/0.69/0.77元，对应当前PE分别为11.0x/9.8x/8.7x。给予2023年13-15倍PE，对应合理估值约7.94-9.16元，较目前股价有18%~36%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 62,367 | 71,286 | 77,516 | 83,502 | 91,953 |
| (+/-%) | 19.3% | 14.3% | 8.7% | 7.7% | 10.1% |
| 净利润(百万元) | 8038 | 9010 | 11714 | 13325 | 15103 |
| (+/-%) | 34.1% | 12.1% | 30.0% | 13.8% | 13.3% |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.51 | 0.61 | 0.69 | 0.77 |
| EBIT Margin | 37.5% | 38.8% | 44.7% | 44.3% | 44.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.6% | 10.2% | 12.0% | 12.3% | 12.5% |
| 市盈率 (PE) | 14.7 | 13.1 | 11.0 | 9.8 | 8.7 |
| EV/EBITDA | 10.7 | 10.1 | 8.9 | 8.7 | 8.3 |
| 市净率 (PB) | 1.55 | 1.33 | 1.32 | 1.21 | 1.10 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

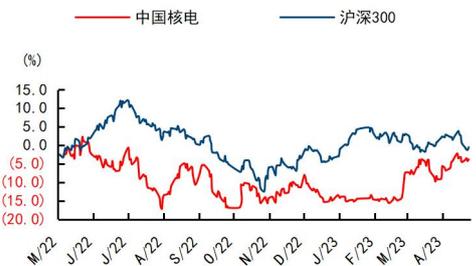
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

| | |
|------------|------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | 7.94 - 9.16元 |
| 收盘价 | 6.77元 |
| 总市值/流通市值 | 127749/127749百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 7.44/5.78元 |
| 近3个月日均成交额 | 663.29百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国核电(601985.SH)-量价齐升带动业绩改善，新能源保持高增》——2022-10-28
- 《中国核电(601985.SH)-量价齐升驱动业绩增长，净利率提升促进ROE改善》——2022-08-28
- 《中国核电(601985.SH)-三要素提升促业绩大增，核电审批进入快车道》——2022-04-29
- 《中国核电(601985.SH)-一季度业绩大幅预增，奠定全年良好增长势头》——2022-03-29
- 《中国核电(601985.SH)-多重提升业绩实现开门红，1-2月净利润同比增长约50%》——2022-03-17

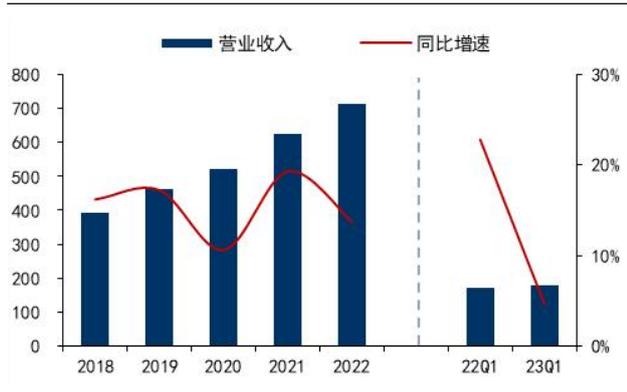
发电量、电价同升，经营业绩稳步增长。2022年，公司实现营业收入712.86亿元(+13.70%)，归母净利润90.10亿元(+9.66%)，扣非归母净利润90.35亿元(+12.74%)，公司业绩增长主要系在运核电机组同比增加和新能源装机规模同比增加带来发电量增加，同时综合平均电价同比提高。

发电量同比提升，驱动业绩持续向好。2023Q1，公司实现营业收入178.93亿元(+4.64%)，归母净利润30.23亿元(+4.79%)，扣非归母净利润30.18亿元(+4.62%)，公司业绩增长主要系公司发电量同比提高。

核电发电量小幅增长，风光新能源发电量增长显著。2022年，公司发电量1992.87亿千瓦时(+9.12%)，上网电量1870.39亿千瓦时(+9.35%)。其中，核电发电量1852.39亿千瓦时(+7.0%)，上网电量1732.16亿千瓦时(+7.1%)；光伏发电量75.10亿千瓦时(+51.25%)，上网电量74.35亿千瓦时(+52.07%)；风力发电量65.38亿千瓦时(+43.72%)，上网电量63.88亿千瓦时(+44.38%)。

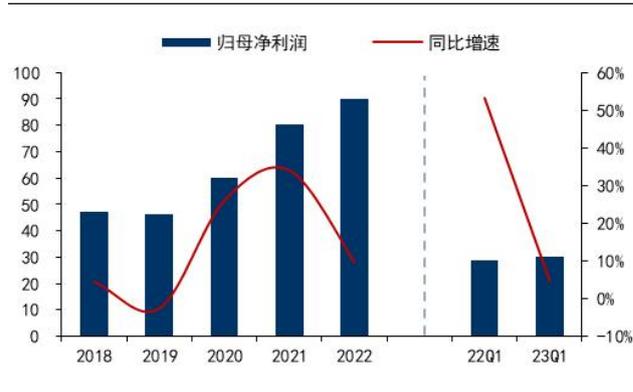
2023Q1，公司发电量497.00亿千瓦时(+5.67%)，上网电量467.64亿千瓦时(+5.23%)。其中，核电发电量450.84亿千瓦时(+1.68%)，上网电量422.28亿千瓦时(+1.04%)；光伏发电量23.41亿千瓦时(+63.27%)，上网电量23.15亿千瓦时(+63.35%)；风力发电量22.75亿千瓦时(+80.54%)，上网电量22.21亿千瓦时(+80.62%)。

图1：公司营业收入及增长率（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增长率（单位：亿元）

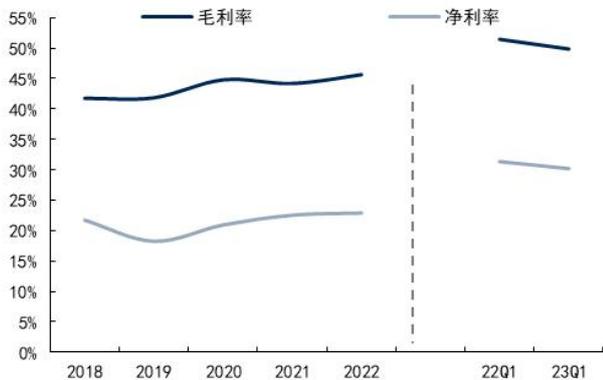


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率、净利率有所提升，费用率同比增加。2022年，公司毛利率为45.63%，同比增加1.44pct，主要得益于上网电量和市场化电价同比增加。费用率方面，公司管理费用率、财务费用率分别为6.48%、11.43%，分别同比增加1.35%、0.41pct，管理费用率增加较大主要原因在于，随着核电新机组投运及新能源装机规模增加，管理费用随之增加，同时公司进一步加大核电项目新厂址开发力度，计入管理费用的项目前期开发费用增加；财务费用增加主要系受汇率波动影响，汇兑损失同比增加。净利率方面，得益于毛利率改善，公司净利率为22.90%，同比增加0.36pct。

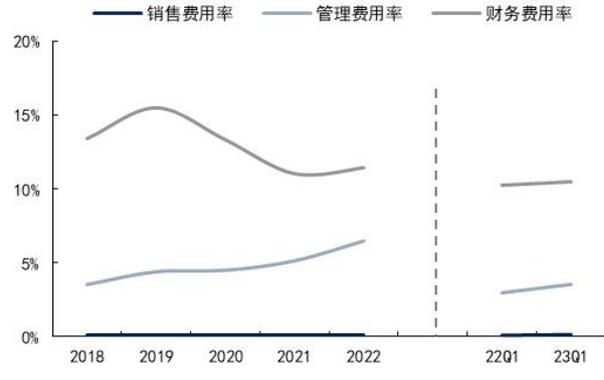
2023年一季度毛利率、净利率同比有所下降，费用率小幅增加。2023Q1，公司毛利率为49.85%，同比减少1.61pct，原因在于公司整体上网电价有所下行。费用率方面，公司管理费用率、财务费用率分别为3.54%、10.48%，分别同比增加0.57%、0.23pct。净利率方面，公司净利率为30.20%，同比减少1.15pct，主要系公司毛利率下降的同时费用率有所提升。

图3: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

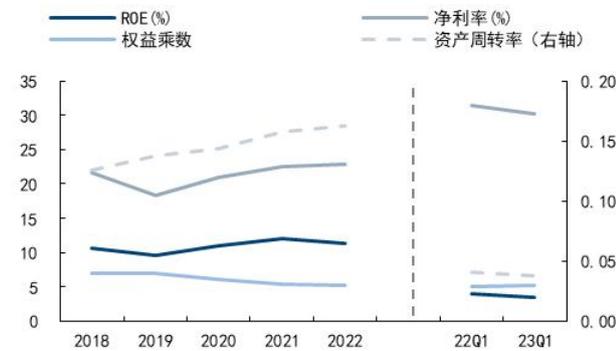
图4: 公司三项费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

ROE 有所下降, 经营性现金流持续改善。2022 年, 公司 ROE 为 11.35%, 同比减少 0.69pct, 主要由于公司权益乘数有所下降。现金流方面, 2022 年, 公司经营性净现金流 466.98 亿元, 同比增长 31.14%, 主要系发电量增加, 售电增加, 收到售电款增加; 公司核电机组和自建新能源机组基建投入增加, 投资性现金净流出 530.08 亿元, 同比大幅增加; 融资净现金流 94.36 亿元, 同比增加 180.33%, 主要系根据投资及发展需要, 筹资流入总额大于流出总额。

图5: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

核电建设有序推进, 核电业务长期发展向好。国家政策推动核电积极安全有序发展, 核电项目审批稳步推进, 公司持续做好厂址保护和新厂址开发工作, 加快推动保护论证厂址向开工备选过渡, 未来有望不断新获核电项目核准, 核电装机规模将持续增长。截至 2023 年 3 月, 公司核电控股在运机组 25 台, 装机容量 23.75GW; 控股在建项目 9 台, 装机容量 10.13GW; 控股核准待建机组 2 台, 装机容量 2.42GW。预计上述项目未来逐步投运, 公司核电业务将有望保持稳健发展态势, 保障公司业绩持续增长。

风光新能源装机持续增加, 助力业绩增长。公司持续推进新能源装机大幅增长, 截至 2023 年 3 月, 公司新能源控股在运装机容量 13.06GW, 包括风电 4.26GW、光伏 8.80GW, 另控股独立储能电站 0.21GW; 控股在建装机容量 7.64GW, 包括风电

1.56GW，光伏6.08GW。同时，公司将加速海外市场开拓，积极推动海外新能源项目落地。公司风光新能源在建装机容量逐步投运，将助力公司业绩增长。

敏捷端产业加速推进，培育未来业绩增长新动能。公司在敏捷端新产业方面，推动能源高新技术自主研发及产业化，创新建立敏捷端新产业总体管理体系，确定敏捷端新产业开发投资平台，开展多个敏捷端新产业项目的实践，重点项目钙钛矿太阳能电池项目加速研发。2023年，公司将加速敏捷端新项目孵化加速钙钛矿太阳能电池产业化进程，持续开展储能和氢能行业市场和技术跟踪分析，为公司培育新的业绩增长点。

投资建议：维持盈利预测，我们预计2023-2025年公司营业收入分别775/835/920亿元，同比增长9%/8%/10%；归母净利润117/133/151亿元，同比增长30%/14%/13%；每股收益0.61/0.69/0.77元，对应当前PE分别为11.0x/9.8x/8.7x。给予2023年13-15倍PE，对应合理估值约7.94-9.16元，较目前股价有18%~36%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 | | EPS | | | | PE | | | | PEG (23E) | 投资 评级 |
|-----------|------|-------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|------|--------------|----------|
| | | | 亿元 | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | | | |
| 600011.SH | 华能国际 | 9.56 | 1501 | -0.47 | 0.67 | 0.83 | 0.95 | -20.3 | 14.3 | 11.5 | 10.1 | 0.07 | 买入 | |
| 001289.SZ | 龙源电力 | 17.78 | 1490 | 0.61 | 1.01 | 1.09 | 1.18 | 29.1 | 17.6 | 16.3 | 15.1 | 0.28 | 增持 | |
| 003816.SZ | 中国广核 | 3.05 | 1540 | 0.2 | 0.23 | 0.25 | 0.26 | 15.3 | 13.3 | 12.2 | 11.7 | 0.86 | 无 | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：中国广核数据取自Wind盈利一致预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 13064 | 16162 | 17184 | 14701 | 15246 | 营业收入 | 62367 | 71286 | 77516 | 83502 | 91953 |
| 应收款项 | 15978 | 18555 | 20176 | 21735 | 23934 | 营业成本 | 34806 | 38757 | 39077 | 40726 | 44297 |
| 存货净额 | 22755 | 24809 | 23086 | 22328 | 22791 | 营业税金及附加 | 660 | 872 | 821 | 1253 | 1379 |
| 其他流动资产 | 5959 | 6178 | 6718 | 7265 | 4598 | 销售费用 | 79 | 78 | 85 | 91 | 100 |
| 流动资产合计 | 57806 | 65760 | 67255 | 66174 | 66801 | 管理费用 | 3202 | 4619 | 3488 | 4593 | 5057 |
| 固定资产 | 330942 | 371585 | 392616 | 433703 | 480371 | 财务费用 | 6871 | 8145 | 8984 | 9946 | 11327 |
| 无形资产及其他 | 1576 | 2052 | 1970 | 1888 | 1806 | 投资收益 | 195 | 275 | 333 | 243 | 251 |
| | | | | | | 资产减值及公允价值变 | | | | | |
| 投资性房地产 | 14454 | 19538 | 19538 | 19538 | 19538 | 动 | (321) | (247) | (168) | (415) | (321) |
| 长期股权投资 | 4844 | 5685 | 6442 | 7318 | 8143 | 其他收入 | (148) | 802 | 871 | 2205 | 2039 |
| 资产总计 | 409621 | 464620 | 487821 | 528621 | 576659 | 营业利润 | 16475 | 19645 | 26098 | 28927 | 31761 |
| 短期借款及交易性金融 | | | | | | 营业外净收支 | 84 | (75) | (75) | (75) | (75) |
| 负债 | 39671 | 38784 | 39947 | 44238 | 52377 | 利润总额 | 16559 | 19570 | 26023 | 28851 | 31685 |
| 应付款项 | 16390 | 20539 | 20118 | 20482 | 22006 | 所得税费用 | 2505 | 3247 | 3903 | 4760 | 5025 |
| 其他流动负债 | 9512 | 14614 | 13799 | 14574 | 15721 | 少数股东损益 | 6017 | 7313 | 10405 | 10766 | 11557 |
| 流动负债合计 | 65573 | 73937 | 73865 | 79294 | 90105 | 归属于母公司净利润 | 8038 | 9010 | 11714 | 13325 | 15103 |
| 长期借款及应付债券 | 190392 | 217511 | 227811 | 248311 | 268911 | | | | | | |
| 其他长期负债 | 28378 | 25303 | 22228 | 19153 | 16079 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期负债合计 | 218771 | 242814 | 250039 | 267464 | 284989 | 净利润 | 8038 | 9010 | 11714 | 13325 | 15103 |
| 负债合计 | 284343 | 316751 | 323904 | 346758 | 375094 | 资产减值准备 | 95 | (74) | 20 | 24 | 28 |
| 少数股东权益 | 49155 | 59229 | 66201 | 73414 | 81157 | 折旧摊销 | 14365 | 15556 | 16158 | 17797 | 19672 |
| 股东权益 | 76123 | 88640 | 97717 | 108448 | 120408 | 公允价值变动损失 | 95 | (74) | 20 | 24 | 28 |
| 负债和股东权益总计 | 409621 | 464620 | 487821 | 528621 | 576659 | 财务费用 | 6871 | 8145 | 8984 | 9946 | 11327 |
| | | | | | | 营运资本变动 | 1980 | 4402 | (1674) | (209) | 2677 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 其它 | 11034 | 17878 | 15602 | 16891 | 18791 |
| 每股收益 | 0.46 | 0.51 | 0.61 | 0.69 | 0.77 | 经营活动现金流 | 35608 | 46698 | 41841 | 47852 | 56300 |
| 每股红利 | 0.15 | 0.17 | 0.20 | 0.23 | 0.25 | 资本开支 | (25123) | (50510) | (37128) | (58826) | (66286) |
| 每股净资产 | 4.34 | 5.06 | 5.10 | 5.59 | 6.14 | 其它投资现金流 | (49) | (8) | (34) | (55) | (87) |
| ROIC | 6% | 6% | 7% | 7% | 7% | 投资活动现金流 | (26039) | (53008) | (37919) | (59757) | (67198) |
| ROE | 11% | 10% | 12% | 12% | 13% | 权益性融资 | 2131 | 11176 | 1228 | 1804 | 1840 |
| 毛利率 | 44% | 46% | 50% | 51% | 52% | 负债净变化 | 854 | 31900 | 10000 | 20000 | 20000 |
| EBIT Margin | 37% | 39% | 45% | 44% | 45% | 支付股利、利息 | (2628) | (2979) | (3866) | (4397) | (4984) |
| EBITDA Margin | 61% | 61% | 66% | 66% | 66% | 其它融资现金流 | (12716) | (14936) | 1164 | 4291 | 8139 |
| 收入增长 | 19% | 14% | 9% | 8% | 10% | 融资活动现金流 | (11747) | 9436 | (2899) | 9421 | 11444 |
| 净利润增长率 | 34% | 12% | 30% | 14% | 13% | 现金净变动 | (2338) | 3098 | 1022 | (2483) | 545 |
| 资产负债率 | 81% | 81% | 80% | 79% | 79% | 货币资金的期初余额 | 15402 | 13064 | 16162 | 17184 | 14701 |
| 股息率 | 2.2% | 2.5% | 3.3% | 3.7% | 4.2% | 货币资金的期末余额 | 13064 | 16162 | 17184 | 14701 | 15246 |
| P/E | 14.7 | 13.1 | 11.0 | 9.8 | 8.7 | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | |
|-----------|------|------|-----|-----|-----|---------|-------|--------|-------|---------|--------|
| P/B | 1.6 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 企业自由现金流 | 11056 | (7470) | 6832 | (10340) | (9341) |
| EV/EBITDA | 10.7 | 10.1 | 8.9 | 8.7 | 8.3 | 权益自由现金流 | (807) | 9495 | 10359 | 5647 | 9267 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032