



买入 (维持)

所属行业: 公用事业  
当前价格(元): 6.90

证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

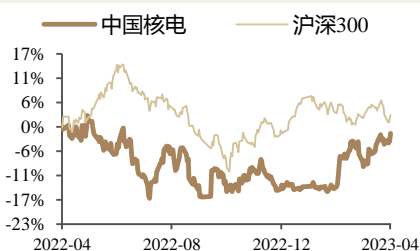
邮箱: guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.81	14.62	14.62
相对涨幅(%)	6.40	14.98	18.26

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《中国核电(601985.SH): 电量+电价双增驱动业绩稳健增长, 风光装机持续贡献新增量》, 2023.1.31
- 《中国核电(601985.SH): 业绩稳健增长, 核电+风光双核驱动未来可期》, 2022.10.30
- 《中国核电(601985.SH): 核电地位明确, 量价齐升助业绩高增》, 2022.4.28

# 中国核电(601985.SH): 风光+核电再创佳绩, 在建项目支撑发展长足动力

投资要点

- 事件:** 公司发布2022年年报及2023年一季报, 2022年公司实现营业收入712.86亿元, 同比增加13.7%, 实现归母净利润90.1亿元, 同比增加9.66%; 扣非归母净利润90.35亿元, 同比增加12.74%。2023Q1公司实现营业收入178.93亿元, 与上年同期(调整后)相比, 同比增加4.64%, 实现归母净利润30.23亿元, 与上年同期(调整后)相比, 同比增加4.79%, 业绩稳步增长, 符合预期。
- 核电+风光在运机组稳步运行支撑业务增长, 在建项目提供发展动能。** 根据公司2022年年报, 公司控股核电在运机组25台, 装机容量2375万千瓦; 控股在建机组8台, 装机容量887.8万千瓦; 控股核准待建设机组3台, 装机容量367.5万千瓦; 核电装机容量合计3630.3万千瓦。公司控股新能源在运装机容量1,253.07万千瓦, 包括风电420.74万千瓦、光伏832.33万千瓦, 另控股独立储能电站21.1万千瓦; 控股新能源在建项目572.6万千瓦, 其中风电155.5万千瓦、光伏417.1万千瓦。2022年, 公司上网电量达到1870.39亿千瓦时, 比去年同期增加160亿千瓦时, 同比增长9.35%, 综合电价为0.4226元/千瓦时, 全年市场平均电价较2021年有较大上涨。我们认为随着在建项目不断投产, 公司发电量将持续增加, 为公司业绩增长提供充足动力。
- 明确发电指标, 新能源发电量不断提升。** 根据公司公告, 2023年, 公司全年发电量目标为2050亿千瓦时, 其中核电计划发电量为1835亿千瓦时, 新能源计划发电量为215亿千瓦时, 比2022年新能源实际发电量140.48亿千瓦时, 增长53%。根据公司公告, 2023年一季度公司核电机组发电量450.84亿千瓦时, 同比增长1.68%; 上网电量累计为422.28亿千瓦时, 同比增长约1.04%; 新能源发电量累计为46.16亿千瓦时, 同比增长71.35%, 其中: 光伏发电量23.41亿千瓦时, 同比增长63.27%, 风力发电量22.75亿千瓦时, 同比增长80.54%, 一季度新能源上网电量45.36亿千瓦时, 同比增长71.37%。新能源发电增加主要系2023年一季度风、光资源较好, 有利于新能源项目发电, 同时2022年底投运的项目陆续通过调试生产阶段, 进入正式运营。此外, 我们认为近期硅料价格下跌将加速光伏产业链需求释放, 公司新能源项目开发或将进一步加快。
- 投资建议与估值:** 公司核电+风光双核发展, 业绩稳步增长, 我们预计公司2023年-2025年的收入分别为784.12亿元、854.13亿元、931.15亿元, 增速分别为10%、8.9%、9.0%, 净利润分别为100.45亿元、116.05亿元、127.48亿元, 增速分别为11.5%、15.5%、9.9%, 维持“买入”投资评级。
- 风险提示:** 项目推进不及预期; 审批进度不及预期; 电价下行的风险; 政策推进不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	18,869.88		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	18,869.88	营业收入(百万元)	62,695	71,286	78,412	85,413	93,115
52 周内股价区间(元):	5.83-7.19	(+/-)YOY(%)	19.9%	13.7%	10.0%	8.9%	9.0%
总市值(百万元):	130,202.16	净利润(百万元)	8,217	9,010	10,045	11,605	12,748
总资产(百万元):	478,661.07	(+/-)YOY(%)	37.0%	9.7%	11.5%	15.5%	9.9%
每股净资产(元):	4.86	全面摊薄 EPS(元)	0.45	0.47	0.53	0.61	0.68
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	44.4%	45.6%	48.4%	48.8%	48.9%
		净资产收益率(%)	10.8%	10.2%	12.4%	15.9%	19.7%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.53	0.61	0.68
每股净资产	4.70	4.29	3.87	3.42
每股经营现金流	2.47	5.91	7.57	10.36
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	12.82	12.96	11.22	10.21
P/B	1.28	1.61	1.78	2.02
P/S	1.83	1.66	1.52	1.40
EV/EBITDA	8.19	3.32	2.74	1.96
股息率%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	45.6%	48.4%	48.8%	48.9%
净利润率	12.6%	12.8%	13.6%	13.7%
净资产收益率	10.2%	12.4%	15.9%	19.7%
资产回报率	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%
投资回报率	5.7%	4.4%	4.5%	4.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.7%	10.0%	8.9%	9.0%
EBIT 增长率	17.9%	-14.4%	11.6%	8.7%
净利润增长率	9.7%	11.5%	15.5%	9.9%
偿债能力指标				
资产负债率	68.2%	66.9%	66.1%	65.0%
流动比率	0.9	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.8	1.0	1.2
现金比率	0.2	0.5	0.7	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	88.1	82.2	86.1	85.5
存货周转天数	233.6	242.3	238.1	238.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	9,010	10,045	11,605	12,748
少数股东损益	7,313	7,968	9,082	10,144
非现金支出	16,029	87,998	110,269	160,572
非经营收益	8,267	9,756	10,457	11,321
营运资金变动	6,079	-4,273	1,450	639
经营活动现金流	46,698	111,494	142,863	195,424
资产	-50,487	-97,812	-135,172	-179,984
投资	-3,062	-726	-862	-804
其他	540	5	159	141
投资活动现金流	-53,008	-98,534	-135,875	-180,647
债权募资	29,514	17,311	22,215	19,763
股权募资	11,176	9	0	0
其他	-31,254	-9,963	-10,761	-11,609
融资活动现金流	9,436	7,357	11,454	8,154
现金净流量	3,119	20,318	18,442	22,931

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	71,286	78,412	85,413	93,115
营业成本	38,757	40,436	43,696	47,556
毛利率%	45.6%	48.4%	48.8%	48.9%
营业税金及附加	872	897	974	1,089
营业税金率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
营业费用	78	110	107	116
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	4,619	5,058	5,381	5,866
管理费用率%	6.5%	6.5%	6.3%	6.3%
研发费用	1,398	1,725	1,792	1,943
研发费用率%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%
EBIT	27,585	23,600	26,328	28,630
财务费用	8,145	9,875	10,564	11,313
财务费用率%	11.4%	12.6%	12.4%	12.1%
资产减值损失	-248	-220	-200	-200
投资收益	275	220	278	308
营业利润	19,645	21,705	24,847	27,492
营业外收支	-75	-13	-1	-30
利润总额	19,570	21,693	24,846	27,462
EBITDA	43,453	111,378	136,397	189,002
所得税	3,247	3,679	4,159	4,570
有效所得税率%	16.6%	17.0%	16.7%	16.6%
少数股东损益	7,313	7,968	9,082	10,144
归属母公司所有者净利润	9,010	10,045	11,605	12,748

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,162	36,479	54,921	77,852
应收账款及应收票据	17,364	17,840	20,421	22,043
存货	24,809	26,848	28,504	31,013
其它流动资产	7,426	9,928	11,020	12,492
流动资产合计	65,760	91,096	114,866	143,400
长期股权投资	5,685	6,434	7,307	8,129
固定资产	269,032	274,836	296,205	312,088
在建工程	101,500	104,250	106,350	108,250
无形资产	2,052	2,475	3,015	3,495
非流动资产合计	398,860	409,603	435,513	455,876
资产总计	464,620	500,698	550,378	599,276
短期借款	15,365	15,365	15,365	15,365
应付票据及应付账款	20,539	18,036	21,065	23,113
预收账款	2	0	0	0
其它流动负债	38,031	41,280	45,030	49,225
流动负债合计	73,937	74,681	81,459	87,702
长期借款	208,511	224,888	249,027	269,285
其它长期负债	34,303	35,237	33,313	32,818
非流动负债合计	242,814	260,125	282,340	302,102
负债总计	316,751	334,806	363,799	389,805
实收资本	18,861	18,870	18,870	18,870
普通股股东权益	88,640	80,860	73,117	64,567
少数股东权益	59,229	85,032	113,462	144,904
负债和所有者权益合计	464,620	500,698	550,378	599,276

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。