

中国核电 (601985.SH)

优于大市

电量波动及电价降低导致业绩有所下滑，漳州1号机组获批装料

核心观点

电量波动及电价降低导致业绩有所下滑。2024年前三季度，公司实现营业收入569.86亿元，同比提高1.60%；归母净利润89.34亿元，同比下降4.22%；扣非归母净利润88.66亿元，同比下降3.02%。公司归母净利润同比有所下降的主要原因是市场化电价有所降低，收入增幅低于成本增幅。第三季度，公司实现营业收入195.45亿元，环比提高0.47%，同比下降1.25%；归母净利润30.52亿元，环比提高8.10%，同比下降7.10%；扣非归母净利润30.45亿元，环比提高9.59%，同比下降6.44%。

机组检修导致核电发电量有所下滑。2024年前三季度公司累计商运发电量1603.88亿kWh，同比增长2.70%，上网电量1511.21亿kWh，同比增长2.92%，其中核电发电量1356.38亿kWh，同比下降2.74%，上网电量1267.83亿kWh，同比下降2.79%；新能源发电量247.50亿kWh，同比增长48.19%，上网电量243.38亿kWh，同比增长48.21%。公司核电发电量有所下滑的主要原因是机组检修天数变化、福清4号机组两次检修以及海南核电受台风影响，配合电网线路检修降功率。根据10月10日公司公告，福清4号机组小修已结束并重新启动。

福清5/6号机组电价确定。国家发改委《关于明确核电上网电价政策的复函》明确，福清核电5/6号机组自投产之日起，未参与市场交易形成价格的电量（即计划上网电量）执行福建煤电基准价0.3932元/kWh（含税），机组分别于2021年1月30日和2022年3月25日商运。福清1-4号机组计划电价分别为0.4153、0.3916、0.3590、0.3779元/kWh（含税）。

漳州1号机组获批装料，二期工程全面开工。10月12日，生态环境部向漳州核电1号机组颁发运行许可证，同日1号机组开始装载首炉核燃料，机组进入主系统带核调试阶段。9月27日，漳州4号机组FCD，此前3号机组已于2月FCD，漳州二期工程全面开工。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，核安全风险。

投资建议：考虑到公司核电发电量下滑，平均电价有所降低，预计2024-2026年归母净利润111.0/120.4/130.0亿元（原为113.0/123.2/133.0亿元），同比增速4%/8%/8%，对应当前股价PE为17.0/15.7/14.5X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	71,286	74,957	78,592	84,218	91,208
(+/-%)	14.3%	5.2%	4.8%	7.2%	8.3%
净利润(百万元)	9010	10624	11101	12036	12998
(+/-%)	12.1%	17.9%	4%	8%	8%
每股收益(元)	0.48	0.56	0.59	0.64	0.69
EBIT Margin	38.8%	39.8%	41.3%	42.4%	42.9%
净资产收益率(ROE)	10.2%	11.7%	11.3%	11.4%	11.4%
市盈率(PE)	20.9	17.8	17.0	15.7	14.5
EV/EBITDA	11.7	12.2	12.0	11.7	11.5
市净率(PB)	2.13	2.07	1.92	1.78	1.65

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

联系人：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 9.99元
总市值/流通市值 188644/188644 百万元
52周最高价/最低价 12.29/6.87元
近3个月日均成交额 1498.02 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)-高温气冷堆获核准，拓展核能新生态》——2024-08-31
- 《中国核电(601985.SH)-24H1上网电量993亿kWh(+4.68%)，拟定向增发16.4亿股募集140亿元》——2024-07-12
- 《中国核电(601985.SH)-新能源业务带动业绩增长，核电投产期临近》——2024-05-07
- 《中国核电(601985.SH)-新能源业务带动业绩增长，控股股东增持彰显发展信心》——2023-10-27
- 《中国核电(601985.SH)-核电机组核准加速，风光装机规模持续增长》——2023-09-06

电量波动及电价降低导致业绩有所下滑。2024 年前三季度，公司实现营业收入 569.86 亿元，同比提高 1.60%；归母净利润 89.34 亿元，同比下降 4.22%；扣非归母净利润 88.66 亿元，同比下降 3.02%。公司归母净利润同比有所下降的主要原因是市场化电价有所降低，收入增幅低于成本增幅。第三季度，公司实现营业收入 195.45 亿元，环比提高 0.47%，同比下降 1.25%；归母净利润 30.52 亿元，环比提高 8.10%，同比下降 7.10%；扣非归母净利润 30.45 亿元，环比提高 9.59%，同比下降 6.44%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



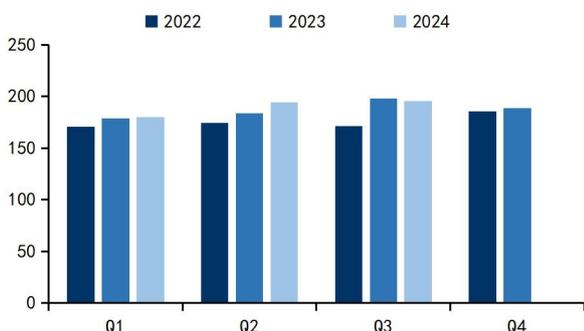
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



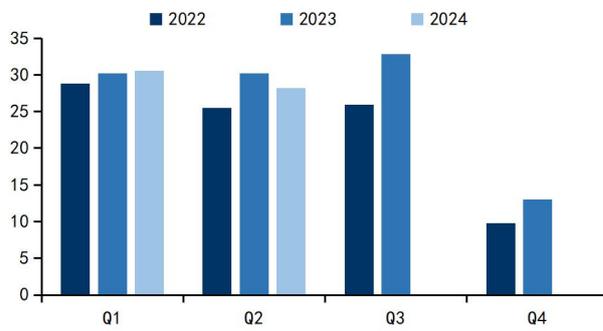
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



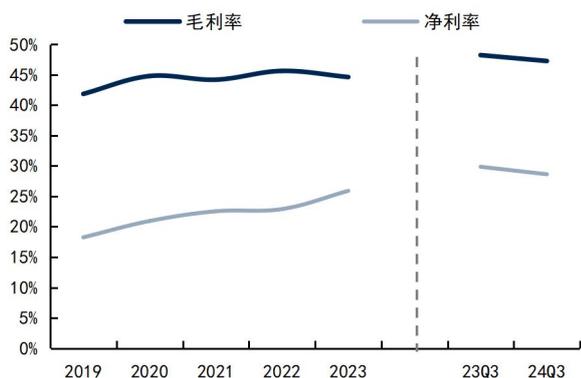
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电量波动及市场化电价降低影响毛利率和净利率，费用率水平持续优化。2024 年前三季度公司毛利率为 47.26%，同比降低 0.97pct；净利率为 28.63%，同比降低 1.23pct。公司核电机组检修天数同比变化，福清四号机组两次小修，核电发电量同比有所下降，叠加市场化电价降低，导致公司毛利率和净利率同比下降。公司销售费用率为 0.08%，同比降低 0.04pct，主要系本期电厂两个细则考核费用减少所致；管理费用率为 4.45%，同比提高 0.46pct，主要系新能源装机规模增加所致；财务费用率为 9.28%，同比下降 0.35pct；研发费用率为 1.33，同比下降 0.52pct。公司持续推进集约化改革，费用率持续优化，销售期间费用率 15.13%，同比下降 0.45pct。

ROE 同比下降，融资性现金流大幅增加。2024 年前三季度，公司 ROE 为 9.57%，同比下降 1.14pct，除净利率下降影响外，公司营收增速弱于资产规模增长速度，导致资产周转率下降至 0.10 次，同比降低 0.02 次，公司持续推进核电和新能源

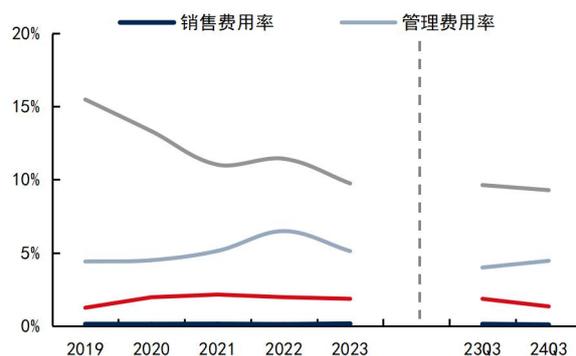
建设，报告期末总资产较上年同期提高了 17.88%；权益乘数为 6.12，同比提高 0.66pct。公司经营性现金净流入 328.45 亿元，同比减少 4.36%，主要系收到售电款增加低于购买商品、接受劳务和支付税费现金流增加所致；投资性现金净流出 614.86 亿元，同比增加 47.87%，主要系核电机组及自建新能源机组投入增加所致，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 597.15 亿元，同比增长 56.00%；融资性现金净流入 285.37 亿元，同比增长 259.18%，其中，子公司吸收少数股东投资收到的现金同比增加 89.72 亿元，主要系子公司发行类 REITs 和市场化债转股所致；子公司抵押融资借款同比增加，收到其他与筹资活动有关的现金同比增加 87.02 亿元。

图5：公司毛利率、净利率情况



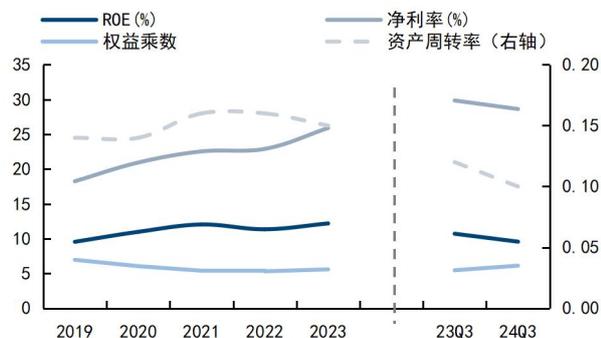
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



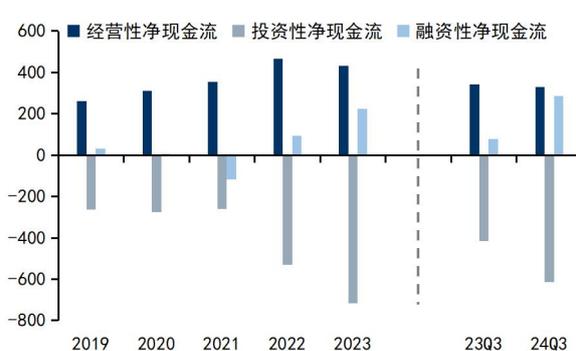
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：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8：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

机组检修导致核电发电量有所下滑。2024 年前三季度公司累计商运发电量 1603.88 亿 kWh，同比增长 2.70%，上网电量 1511.21 亿 kWh，同比增长 2.92%，其中核电发电量 1356.38 亿 kWh，同比下降 2.74%，上网电量 1267.83 亿 kWh，同比下降 2.79%；新能源发电量 247.50 亿 kWh，同比增长 48.19%，上网电量 243.38 亿 kWh，同比增长 48.21%。仅第三季度，公司总发电量 550.93 亿 kWh，环比增长 1.64%，同比下降 0.44%；上网电量 518.26 亿 kWh，环比增长 1.39%，同比下降 0.30%；其中，核电发电量 464.85 亿 kWh，环比增长 2.21%，同比下降 5.51%；上网电量 433.58 亿 kWh，环比增长 1.93%，同比下降 5.62%；新能源发电量 86.08 亿 kWh，环比下降 1.35%，同比增长 40.15%；上网电量 84.68 亿 kWh，环比下降 1.32%，同

比增长 40.20%。公司核电发电量有所下滑的主要原因是机组检修天数变化、福清 4 号机组两次检修以及海南核电受台风影响，配合电网线路检修降功率。根据 10 月 10 日公司公告，福清 4 号机组小修已结束并重新启动。

福清 5/6 号机组电价确定。国家发改委《关于明确核电上网电价政策的复函》明确，福清核电 5/6 号机组自投产之日起，未参与市场交易形成价格的电量（即计划上网电量）执行福建煤电基准价 0.3932 元/kWh（含税），机组分别于 2021 年 1 月 30 日和 2022 年 3 月 25 日商运。福清 1-4 号机组计划电价分别为 0.4153、0.3916、0.3590、0.3779 元/kWh（含税）。

漳州 1 号机组获批装料，二期工程全面开工。10 月 12 日，生态环境部向漳州核电 1 号机组颁发运行许可证，同日 1 号机组开始装载首炉核燃料，机组进入主系统带核调试阶段。9 月 27 日，漳州 4 号机组 FCD，此前 3 号机组已于 2 月 FCD，漳州二期工程全面开工。

特殊分红 0.02 元/股，提高投资者获得感。公司拟实施特殊利润分配，每股派发现金股利 0.02 元（含税），股利分配总额占上半年归母净利润 6.46%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司核电发电量下滑，平均电价有所降低，预计 2024-2026 年归母净利润 111.0/120.4/130.0 亿元（原为 113.0/123.2/133.0 亿元），同比增速 4%/8%/8%，对应当前股价 PE 为 17.0/15.7/14.5X，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
003816.SZ	中国广核	4.07	2055	0.21	0.23	0.24	0.26	14.6	17.7	17.0	15.7	9.5	1.9	优于大市
600900.SH	长江电力	27.90	6827	1.11	1.40	1.48	1.56	21.0	19.9	18.9	17.9	13.5	0.9	优于大市
600025.SH	华能水电	9.83	1769	0.42	0.47	0.53	0.57	20.3	20.7	18.6	17.2	11.3	1.8	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：华能水电为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	16162	9774	10000	10000	10000	营业收入	71286	74957	78592	84218	91208
应收款项	18555	23203	21640	23189	25114	营业成本	38757	41510	43066	44995	48126
存货净额	24809	26423	26125	25666	26190	营业税金及附加	872	1032	958	1027	1112
其他流动资产	6178	8784	7844	8405	9103	销售费用	78	115	102	109	118
流动资产合计	65760	68240	65699	67406	70640	管理费用	4619	3828	4039	4320	4670
固定资产	370532	430497	493747	557844	623005	研发费用	1398	1384	786	842	912
无形资产及其他	2052	2736	2626	2517	2408	财务费用	8145	7302	8434	9638	10842
投资性房地产	20591	30214	30214	30214	30214	投资收益	275	382	382	382	382
长期股权投资	5685	7580	8836	10092	11348	资产减值及公允价值变动	(247)	(208)	(249)	(283)	(320)
资产总计	464620	539267	601123	668072	737615	其他收入	802	1301	2050	1994	1924
短期借款及交易性金融负债	38784	59373	85219	113754	143297	营业利润	19645	22646	24176	26221	28326
应付款项	20539	22408	20835	20400	20747	营业外净收支	(75)	335	115	115	115
其他流动负债	14614	15818	13964	13889	14300	利润总额	19570	22981	24291	26336	28441
流动负债合计	73937	97598	120018	148042	178344	所得税费用	3247	3571	4008	4345	4693
长期借款及应付债券	217511	253255	280215	305554	330066	少数股东损益	7313	8787	9182	9955	10750
其他长期负债	25303	25616	24908	24201	23493	归属于母公司净利润	9010	10624	11101	12036	12998
长期负债合计	242814	278871	305123	329754	353559	现金流量表 (百万元)					
负债合计	316751	376469	425141	477796	531903	净利润	9010	10624	11101	12036	12998
少数股东权益	59229	71848	77816	84287	91275	资产减值准备	(74)	(164)	327	56	61
股东权益	88640	90950	98165	105989	114437	折旧摊销	15419	16356	18578	21025	23728
负债和股东权益总计	464620	539267	601123	668072	737615	公允价值变动损失	247	208	249	283	320
关键财务与估值指标						财务费用	8145	7302	8434	9638	10842
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(3854)	(15268)	(1005)	(2814)	(3036)
每股收益	0.48	0.56	0.59	0.64	0.69	其它	4784	5827	5641	6414	6927
每股红利	0.17	0.20	0.21	0.22	0.24	经营活动现金流	25533	17583	34891	37001	40998
每股净资产	4.70	4.82	5.20	5.61	6.06	资本开支	(55501)	(75676)	(82295)	(85351)	(89161)
ROIC	3.93%	3.91%	4%	3%	3%	其它投资现金流	(8)	(0)	(34)	(55)	(88)
ROE	10.16%	11.68%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(56350)	(77572)	(83585)	(86662)	(90505)
毛利率	46%	45%	45%	47%	47%	权益性融资	(7)	12036	0	0	0
EBIT Margin	39%	40%	41%	42%	43%	负债净变化	31900	36342	26659	24839	23913
EBITDA Margin	60%	62%	65%	67%	69%	支付股利、利息	(3206)	(3777)	(3885)	(4213)	(4549)
收入增长	14%	5%	5%	7%	8%	其它融资现金流	(23467)	(23566)	25846	28535	29544
净利润增长率	12%	18%	4%	8%	8%	融资活动现金流	33914	53601	48920	49661	49507
资产负债率	81%	83%	84%	84%	84%	现金净变动	3098	(6388)	226	0	0
股息率	1.7%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	货币资金的期初余额	13064	16162	9774	10000	10000
P/E	20.9	17.8	17.0	15.7	14.5	货币资金的期末余额	16162	9774	10000	10000	10000
P/B	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6	企业自由现金流	(20854)	(49419)	(37617)	(37294)	(35829)
EV/EBITDA	11.7	12.2	12.0	11.7	11.5	权益自由现金流	(12421)	(42499)	7846	8032	8574

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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