

中国核电 (601985.SH)

优于大市

24H1 上网电量 993 亿 kWh (+4.68%)，拟定向增发 16.4 亿股募集 140 亿元

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：黄秀杰
证券分析师：郑汉林
联系人：崔佳诚

021-61761029
0755-81982169
021-60375416

◆ 公用事业 · 电力

huangxiujie@guosen.com.cn
zhenghanlin@guosen.com.cn
cuijiacheng@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980521060002
执证编码：S0980522090003

事项：

公司公告：

24H1，公司累计发电量 1052.95 亿 kWh (+4.43%)，上网电量 992.95 亿 kWh (+4.68%)。其中，核电发电量 891.53 亿 kWh (-1.24%)，上网电量 834.25 亿 kWh (-1.25%)，平均利用小时数 3754 小时；新能源发电量 161.42 亿 kWh (+52.87%)，上网电量 158.70 (+52.87%)，主要系装机规模增长所致，其中光伏发电量 85.13 亿 kWh (+55.07%)，上网电量 84.21 亿 kWh (+55.01%)，平均利用小时数 613 小时；风电发电量 76.30 亿 kWh (+50.50%)，上网电量 74.49 亿 kWh (+50.53%)，平均利用小时数 1064 小时。

公司发布定增预案，拟发行 16.4 亿股募集 140 亿元，其中中核集团认购 20 亿元，社保基金会拟认购 120 亿元，发行价格为 8.52 元/股，募集资金用于徐大堡 1-4 号、漳州 3-4 号和田湾 7-8 号项目。发行完成后，中核集团及其一致行动人合计持股比例为 56.12%，仍为控股股东，国务院国资委仍为公司实际控制人，社保基金会对公司的直接持股比例为 6.86%，并成为控股 5%以上股东和关联方。

公司发布未来三年（2024-2026 年）分红回报规划，公司当年度实现盈利，在依法弥补亏损、提取法定公积金、任意公积金后有可分配利润的，则公司应当进行现金分红，现金分红比例不低于 30%。若当年收到的子公司现金分红扣除下一年度预计自有资本金开支、总部费用开支及按原有分红比例的当年应分红金额后，仍有额外资金，且无临时重大资金支出安排的，公司将在原有分红比例的基础上，进一步提高股利支付率。

公司拟出资 5 亿元设立全资子公司核能开发公司，履行核能新项目开发职责，旨在推进实现核能前期开发业务专业化、集约化、标准化管理。

国信公用环保观点：

1) 公司核电业务稳健，漳州 1 号机组预计 2024 年内投产，公司将进入核电投产期；2) 新能源业务快速发展，贡献主要业绩增量；3) 成立核能开发公司推进集约化改革，有助于提质增效；4) 发布分红回报规划，彰显发展信心。维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 115.1/127.8/140.5 亿元，同比增速 8.4%/11.0%/9.9%，每股收益 0.61/0.68/0.74 元（不考虑本次发行股本），对应当前 PE 分别为 18.8/16.9/15.5X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 2024 年上半年上网电量 992.95 亿 kWh (+4.68%)，绿电增速强劲

24H1，公司累计发电量 1052.95 亿 kWh(+4.43%)，上网电量 992.95 亿 kWh(+4.68%)。公司核电发电量 891.53 亿 kWh (-1.24%)，上网电量 834.25 亿 kWh (-1.25%)，平均利用小时数 3754 小时，秦山、三门大修增加，福清 4 号小修，发电量分别下降 3.86%/6.04%/7.62%，江苏核电机组及线路检修、海南核电大修同比减少，发电量分别增长 10.24%/0.14%。绿电发电量 161.42 亿 kWh (+52.87%)，上网电量 158.70 (+52.87%)，主要系装机规模增长所致，其中光伏发电量 85.13 亿 kWh (+55.07%)，上网电量 84.21 亿 kWh (+55.01%)，

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

平均利用小时数 613 小时；风电发电量 76.30 亿 kWh (+50.50%)，上网电量 74.49 亿 kWh (+50.53%)，平均利用小时数 1064 小时。

2024 年二季度单季，公司核电发电量 454.79 亿 kWh，同比+0.7%，环比+4.1%；上网电量 425.37 亿 kWh，同比+0.7%，环比+4.0%。公司新能源发电量 87.26 亿 kWh，同比+46.8%，环比+17.7%；上网电量 85.81 亿 kWh，同比+46.8%，环比+17.7%。

截至 2024 年 6 月 30 日，公司核电控股在运机组 25 台，装机容量 2375 万 kW，控股在建及核准待建机组 15 台，装机容量 1756.5 万 kW；新能源控股在运装机 2237.04 万 kW，包括风电 755.92 万 kW，光伏 1481.12 万 kW，另控股独立储能电站 112.9 万 kW，控股在建装机 1471.92 万 kW，包括风电 325.02 万 kW，光伏 1146.90 万 kW。

公司核电业务囿于暂无新增核电装机投产，叠加福清 4 号机组小修等因素，发电量增速较为缓慢。目前公司在建机组中，漳州 1 号计划于 2024 年投入商运，漳州 2 号计划于 2025 年投入商运，田湾 7 号和海南小堆计划于 2026 年投入商运，2027 年公司将迎来投产高峰期，新增总装机达到 631.5 万 kW。

表1：公司在建核电机组装机容量及预计商运时间

计划商运时间	总装机（万千瓦）	核电机组	单机容量（万千瓦）
2024 年	121.2	福建漳州能源 1#	121.2
2025 年	121.2	福建漳州能源 2#	121.2
2026 年	139	海南小堆	12.5
		江苏田湾 7#	126.5
		江苏田湾 8#	126.5
		辽宁徐大堡 3#	127.4
2027 年	631.5	辽宁徐大堡 4#	127.4
		浙江三门核电 3#	125.1
		浙江三门核电 4#	125.1
2028 年	129.1	辽宁徐大堡 1#	129.1
2029 年	121.2	福建漳州能源 3#	121.2
合计	1263.2		

资料来源：公司 2023 年年报、国信证券经济研究所整理

◆ 拟定向增发 16.4 亿股募集 140 亿元

公司发布定增预案，拟发行 16.4 亿股募集 140 亿元，其中，中核集团认购 20 亿元，社保基金会拟认购 120 亿元，发行价格为 8.52 元/股，以 2024 年 7 月 11 日收盘价计算，折价率 25.65%。募集资金用于徐大堡 1-4 号、漳州 3-4 号和田湾 7-8 号项目。发行完成后，公司总股本将达到 205.26 亿股，股本稀释比例 8.7%，中核集团及其一致行动人合计持股比例为 56.12%，仍为控股股东，国务院国资委仍为公司实际控制人，社保基金会对公司的直接持股比例为 6.86%，并成为控股 5% 以上股东和关联方。

本次定向增发预计摊薄 EPS 约 8%，同时将增加公司总资产和净资产规模，降低资产负债率，有利于优化公司资本结构，提高偿债能力和抵御财务风险能力。

◆ 持续推进集约化改革，三年分红规划彰显发展信心

公司拟出资 5 亿元设立全资子公司核能开发公司，履行核能新项目开发职责，旨在推进实现核能前期开发业务专业化、集约化、标准化管理。公司持续推进集约化改革，2023 年 9 月成立中核运维技术有限公司，2023 年公司核电单机组人数由 400 人减少至 340 人，逐步接近标准化组织机构目标；中核汇能建成 8 家省级集控中心，60 个区域检修集约化中心，创建了 46 座数字化场站，减少人员配备 1300 余人。受益于通过集约化改革实现提质增效，2023 年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.15%/5.11%/9.74%/1.85%，

同比分别降低-0.04/1.37/1.69/0.11pct。2024年第一季度公司综合费用率进一步下降，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.05%/4.17%/9.37%/0.32%，同比分别降低0.10/-0.63/-1.11/0.98pct。

公司未来三年分红规划要求分红比例不低于30%，且可进一步提高。2021-2023年，公司股利支付率分别为35.18%/35.63%/34.66%，对应股息率分别为1.81%/2.83%/2.60%。我们预计公司2024年归母净利润为115.1亿元，参考2024年7月11日收盘价及公司股本，按照30%股利支付率测算，股息率约为1.6%。公司持续建设核电站和新能源发电设施，2024年投资计划总额为1215.5亿元，较上年投资计划增长了51.9%。公司在维持较高资本开支水平的情况下，仍做出分红规划，彰显了公司对未来发展和成长性的信心。

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

1) 公司核电业务稳健，漳州1号机组预计2024年内投产，公司将进入核电投产期；2) 新能源业务快速发展，贡献主要业绩增量；3) 成立核能开发公司推进集约化改革，有助于提质增效；4) 发布分红回报规划，彰显发展信心。维持盈利预测，预计2024-2026年归母净利润115.1/127.8/140.5亿元，同比增速8.4%/11.0%/9.9%，每股收益0.61/0.68/0.74元（不考虑本次发行股本），对应当前PE分别为18.8/16.9/15.5X，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

项目建设不及预期、电价下调、政策变化。

相关研究报告：

- 《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
- 《中国核电（601985.SH）-经营业绩稳健，新能源持续快速增长》——2023-04-28
- 《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

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	80061	86541	94786
应收款项	18555	23203	22044	23828	26099	营业成本	38757	41510	43892	46033	49771
存货净额	24809	26423	27016	26851	28089	营业税金及附加	872	1032	976	1055	1156
其他流动资产	6178	8784	7990	8637	9460	销售费用	78	115	104	112	123
流动资产合计	65760	68240	67142	69462	73881	管理费用	4619	3828	4112	4436	4849
固定资产	370532	430497	487889	549185	611683	研发费用	1398	1384	801	865	948
无形资产及其他	2052	2736	2626	2517	2408	财务费用	8145	7302	8357	9445	10572
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)	(248)	(281)	(316)
资产总计	464620	539267	596707	661470	729533	其他收入	802	1301	2036	1971	1889
短期借款及交易性金融负债	38784	59373	83868	110510	137674	营业利润	19645	22646	24789	27530	30270
应付款项	20539	22408	21546	21342	22251	营业外净收支	(75)	335	115	115	115
其他流动负债	14614	15818	14412	14492	15263	利润总额	19570	22981	24904	27645	30384
流动负债合计	73937	97598	119826	146344	175189	所得税费用	3247	3571	3869	4295	4721
长期借款及应付债券	217511	253255	275503	299277	322522	少数股东损益	7313	8787	9522	10570	11617
其他长期负债	25303	25616	24908	24201	23493	归属于母公司净利润	9010	10624	11513	12780	14046
长期负债合计	242814	278871	300411	323478	346015	现金流量表 (百万元)					
负债合计	316751	376469	420236	469822	521204	净利润	9010	10624	11513	12780	14046
少数股东权益	59229	71848	78038	84908	92459	资产减值准备	(74)	(164)	325	54	58
股东权益	88640	90950	98433	106740	115870	折旧摊销	15419	16356	18549	20932	23559
负债和股东权益总计	464620	539267	596707	661470	729533	公允价值变动损失	247	208	248	281	316
关键财务与估值指标						财务费用	8145	7302	8357	9445	10572
每股收益	0.48	0.56	0.61	0.68	0.74	营运资本变动	(3854)	(15268)	(1292)	(3042)	(3301)
每股红利	0.17	0.00	0.21	0.24	0.26	其它	4784	8951	5864	6816	7493
每股净资产	4.70	4.82	5.21	5.65	6.14	经营活动现金流	25533	20707	35208	37821	42172
ROIC	3.93%	3.91%	4%	4%	4%	资本开支	0	(75676)	(76405)	(82454)	(86321)
ROE	10.16%	11.68%	12%	12%	12%	其它投资现金流	(8)	(0)	(34)	(55)	(88)
毛利率	46%	45%	45%	47%	47%	投资活动现金流	(849)	(77572)	(77695)	(83764)	(87665)
EBIT Margin	39%	40%	41%	43%	43%	权益性融资	(7)	12036	0	0	0
EBITDA Margin	60%	62%	64%	67%	68%	负债净变化	31900	36342	21947	23275	22645
收入增长	14%	5%	7%	8%	10%	支付股利、利息	(3206)	0	(4029)	(4473)	(4916)
净利润增长率	12%	18%	8%	11%	10%	其它融资现金流	(78968)	(34243)	24495	26642	27164
资产负债率	81%	83%	84%	84%	84%	融资活动现金流	(21587)	50478	42713	45944	45493
股息率	1.8%	0.0%	2.3%	2.6%	2.8%	现金净变动	3098	(6388)	226	0	0
P/E	19.3	16.4	15.2	13.7	12.4	货币资金的期初余额	13064	16162	9774	10000	10000
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5	货币资金的期末余额	16162	9774	10000	10000	10000
EV/EBITDA	11.4	11.9	11.5	11.1	10.8	企业自由现金流	0	(49419)	(31277)	(33433)	(31637)
						权益自由现金流	0	(47319)	8107	8506	9243

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 ±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 ±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