

近期盈利承压，远期成长可见

——中国核电(601985.SH) 2019年三季度报点评

公司动态

◆事件：中国核电发布2019年三季度报。2019年前三季度，公司营业收入339亿元，同比增长20.4%；归母净利润36.8亿元，同比下滑3.1%。

◆Q3发电量增速可观：2019年前三季度，公司累计商运发电量1012亿千瓦时，同比增长19.1%。2019Q3公司发电量360亿千瓦时，同比增长17.0%，增速较2019Q2小幅提升0.7个百分点。我们认为公司2019Q3发电量增速同比提升主要受部分新机组投产翘尾效应、检修等因素影响。受益于发电量增长，公司2019Q3营业收入119亿元，同比增长16.3%，环比增长5.8%。

◆三门2号机组检修拖累利润：2019Q3公司营业成本及管理费用、财务费用同比均大幅增长。我们认为公司上述成本及费用的增长主要与三门核电2号机组有关。三门核电2号机组于2018年11月投入商运；但2019年前三季度，因设备缺陷，三门核电2号机组一直处于停机检修状态，2019Q3未贡献发电收入，但成本及费用仍持续计提。尽管2019Q3起公司施行调整优化后的折旧政策，但上述影响下公司2019Q3归母净利润10.9亿元，同比下滑11.1%，同比降幅与2019Q2持平。

◆漳州核电开工，未来成长可见：2019年10月9日，公司旗下福建漳州核电1、2号机组取得建造许可证；2019年10月16日，漳州核电1号机组浇筑核岛第一罐混凝土(FCD)，机组正式开工。漳州核电1、2号机组堆型采用自主化三代百万千瓦级压水堆核电机组(“华龙一号”)，此外“华龙一号”示范工程——福清核电5、6号机组已分别于2015年5月7日、2015年12月22日开工，目前工程建设进展顺利。随着核电项目重启，公司远期成长空间可见。

◆盈利预测与投资评级：预计公司2019-2021年的归母净利润分别为47.5、52.5、57.4亿元，EPS分别为0.31、0.34、0.37元，当前股价对应PE分别为17、15、14倍。给予公司2019年18倍PE，对应目标价5.58元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：上网电价超预期下行，利用小时数低于预期，检修机组复产滞后的风险，在建核电机组投产进度慢于预期，综合融资成本超预期上行等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,590	39,305	43,287	48,637	54,384
营业收入增长率	11.9%	17.0%	10.1%	12.4%	11.8%
净利润(百万元)	4,498	4,737	4,748	5,252	5,740
净利润增长率	0.2%	5.3%	0.2%	10.6%	9.3%
EPS(元)	0.29	0.30	0.31	0.34	0.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.3%	10.2%	9.6%	10.0%	10.2%
P/E	18	17	17	15	14
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月29日

增持(首次)

当前价/目标价：5.22/5.58元

分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

于鸿光(执业证书编号：S0930519060001)

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

市场数据

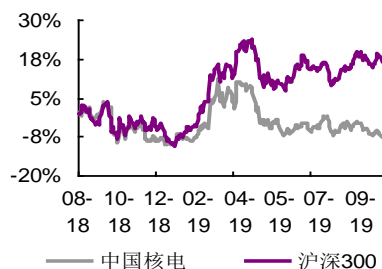
总股本(亿股)：155.65

总市值(亿元)：812.52

一年最低/最高(元)：5.11/6.58

近3月换手率：7.09%

股价表现(一年)



收益表现

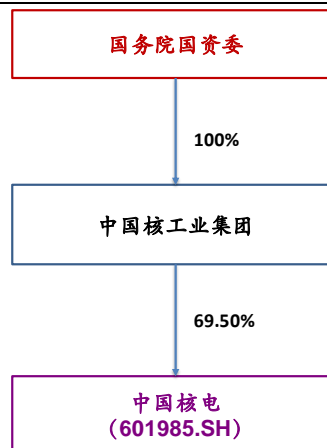
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.60	-7.86	-25.65
绝对	-2.10	-6.52	-2.44

资料来源：Wind

1、中核集团旗下核电运营平台

中国核电是由中国核工业集团联合三峡集团、中国远洋海运集团和航天投资控股有限公司共同出资成立的大型核电运营公司。公司成立于 2008 年 1 月，于 2015 年 6 月 10 日在上交所上市，是目前 A 股稀缺核电运营标的。中国核电的控股股东为中国核工业集团有限公司，实际控制人为国务院国资委。

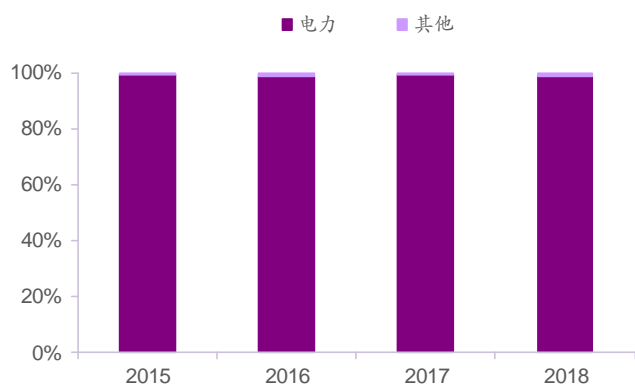
图 1：公司股权结构图（截至 2019 年 9 月底）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

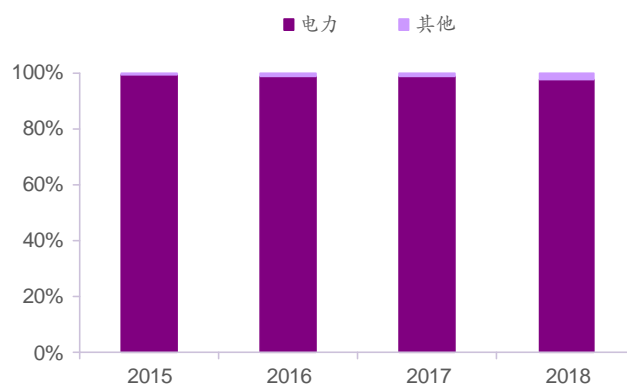
公司主营业务为电力，核心业务为核电，还包括少部分风电和光伏发电业务。自公司上市以来，电力业务在公司营业收入和毛利中的比例长期保持在 98% 以上。

图 2：公司营收结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司毛利结构

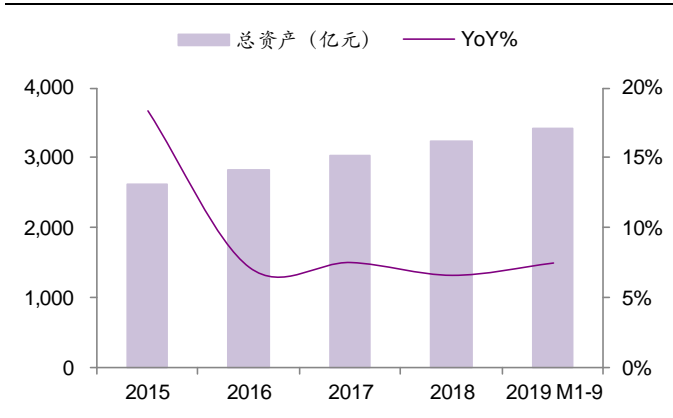


资料来源：公司公告，光大证券研究所

自 2015 年上市以来，公司规模稳定扩张。截至 2019 年 9 月底，公司总资产 3433 亿元，同比增长 7.5%；净资产 881 亿元，同比增长 8.0%。2019

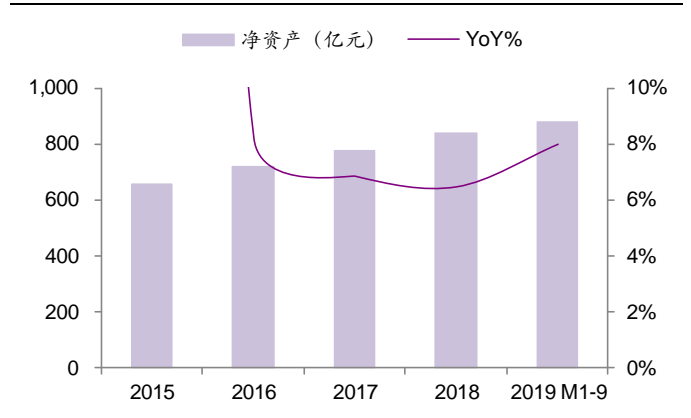
年前三季度，公司营业收入 339 亿元，同比增长 20.4%；归母净利润 36.8 亿元，同比下滑 3.0%。

图 4：公司总资产情况



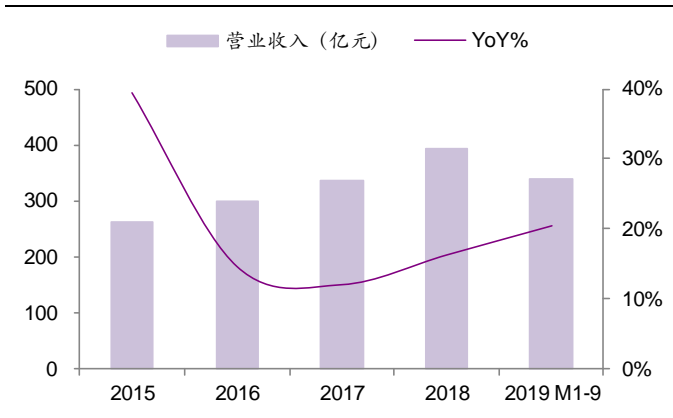
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：公司净资产情况



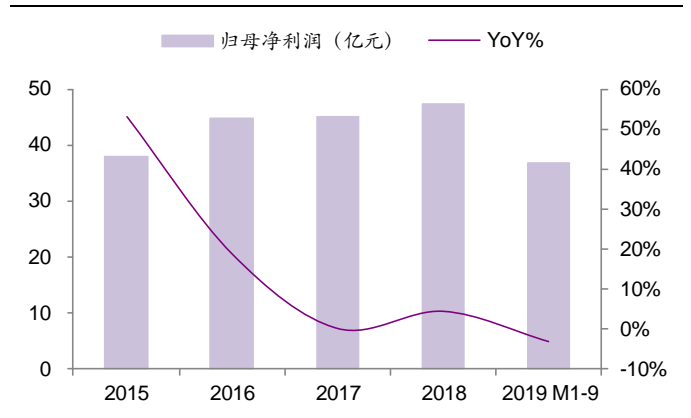
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：公司营业收入



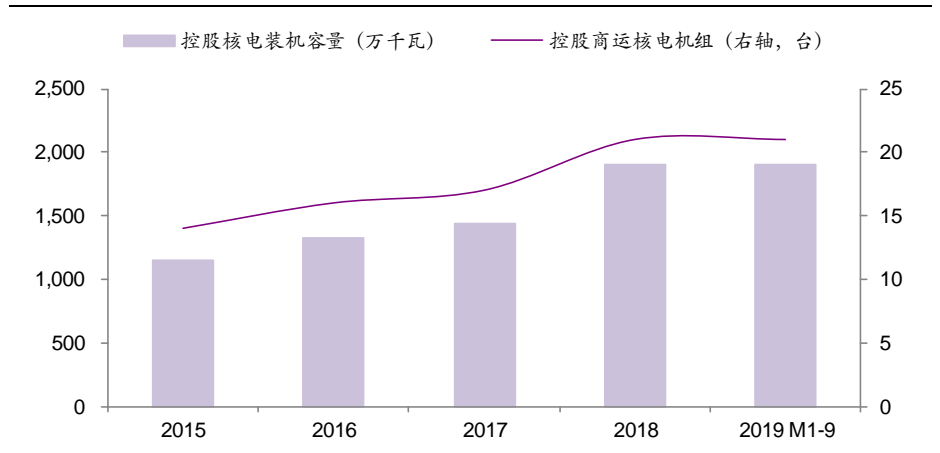
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：公司归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：公司控股核电装机



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司核心发电资产为核电。自 2015 年上市以来，公司控股核电机组陆续投产。截至 2019 年 9 月底，公司控股核电装机 1909 万千瓦，控股投入商运核电机组 21 台。

表 1：公司控股核电资产

项目	装机结构 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)
秦山一核	1*31	31
秦山二核 1、2 号	2*65	130
秦山二核 3、4 号	2*66	132
秦山三核 1、2 号	2*72.8	145.6
方家山核电 1、2 号	2*108.9	217.8
江苏核电 1、2 号	2*106	212
江苏核电 3、4 号	2*112.6	225.2
福清核电 1、2 号	2*108.9	217.8
福清核电 3、4 号	2*108.9	217.8
海南核电 1、2 号	2*65	130
三门核电 1、2 号	2*125	250
合计		1909.2

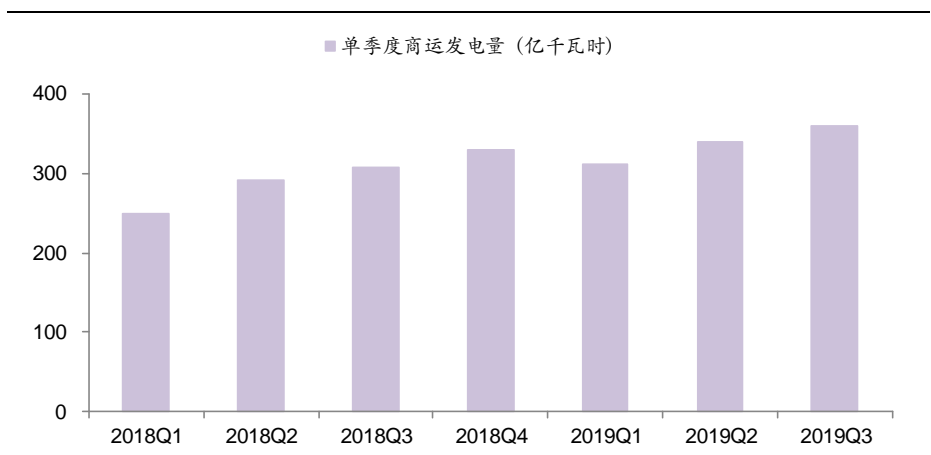
资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：截至 2019 年 9 月底）

2、Q3 发电量增速可观

2019 年前三季度，公司累计商运发电量 1012 亿千瓦时，同比增长 19.1%。2019Q3 公司发电量 360 亿千瓦时，同比增长 17.0%，增速较 2019Q2 小幅提升 0.7 个百分点。我们认为公司 2019Q3 发电量增速同比提升主要受部分新机组投产翘尾效应、检修等因素影响。

受益于发电量增长，公司 2019Q3 营业收入 119 亿元，同比增长 16.3%，环比增长 5.8%。

图 9：公司单季度商运发电量

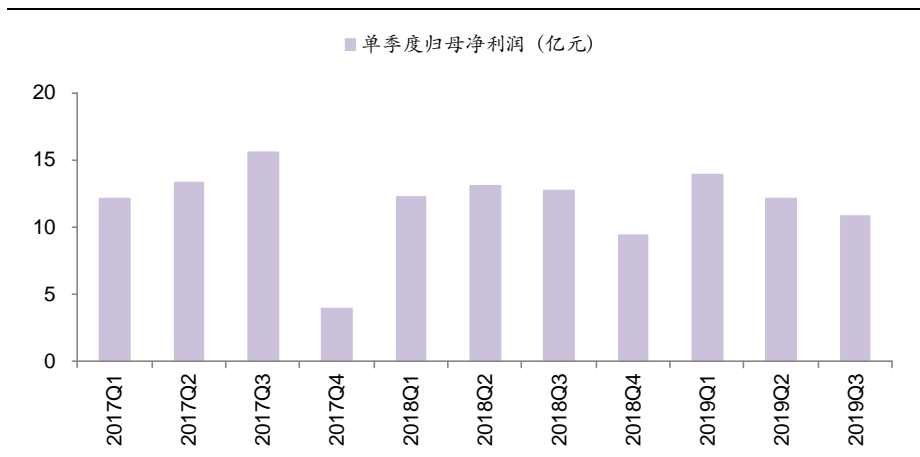


资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、三门 2 号机组检修拖累利润

2019Q3 公司营业成本 69.1 亿元，同比增长 12.2 亿元（增幅 21.3%），同比增幅超过收入增幅（16.3%）。此外，2019Q3 公司管理费用 7.2 亿元，同比大幅增加 6.7 亿元；财务费用 19.7 亿元，同比增加 4.3 亿元。我们认为公司上述成本及费用的增长主要与三门核电 2 号机组有关。三门核电 2 号机组于 2018 年 11 月投入商运；但 2019 年前三季度，因设备缺陷，三门核电 2 号机组一直处于停机检修状态，2019Q3 未贡献发电收入，但成本及费用仍持续计提。尽管 2019Q3 起公司施行调整优化后的折旧政策，但上述影响下公司 2019Q3 归母净利润 10.9 亿元，同比下滑 11.1%，同比降幅与 2019Q2 持平。

图 10：公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、漳州核电开工，未来成长可见

2019 年 10 月 9 日，公司旗下福建漳州核电 1、2 号机组取得建造许可证；2019 年 10 月 16 日，漳州核电 1 号机组浇筑核岛第一罐混凝土（FCD），机组正式开工。漳州核电 1、2 号机组堆型采用自主化三代百万千瓦级压水堆核电机组（“华龙一号”），此外“华龙一号”示范工程——福清核电 5、6 号机组已分别于 2015 年 5 月 7 日、2015 年 12 月 22 日开工，目前工程建设进展顺利。随着核电项目重启，公司远期成长空间可见。

5、盈利预测与投资评级

5.1、盈利预测

关键假设：假设三门核电 2 号机组 2020 年前复产，考虑到核电机组投产进度及利用率等因素，我们假设公司 2019-2021 年的核电控股装机容量分别为 1909、2024、2363 万千瓦，核电利用小时数分别为 6682、7102、6840

小时。预计公司 2019-2021 年发电量分别为 1276、1438、1617 亿千瓦时，同比增长 8.3%、12.7%、12.4%。

盈利预测：预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 433、486、544 亿元，分别同比增长 10.1%、12.4%、11.8%；综合毛利率分别为 43.9%、45.4%、44.6%。

预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 47.5、52.5、57.4 亿元，EPS 分别为 0.31、0.34、0.37 元，当前股价对应 PE 分别为 17、15、14 倍。

表 2：公司主营业务盈利预测

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	336	393	433	486	544
YoY%	11.9%	17.0%	10.1%	12.4%	11.8%
电力	333	388	427	481	538
其他	3.06	5.55	5.55	5.55	5.55
毛利率 (%)	39.6%	41.8%	43.9%	45.4%	44.6%
电力	39.5%	41.4%	43.6%	45.1%	44.4%
其他	47.9%	69.2%	69.2%	69.2%	69.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

5.2、估值与投资评级

公司作为国内核电龙头公司，具备极高的行业壁垒和稀缺性。我们选取核电及相关清洁能源运营商中国广核（核电）、长江电力（水电）、华能水电（水电）、节能风电（风电）作为可比公司。可比公司 2019 年 PE 均值约 18 倍，当前 PB 均值约 2.2 倍。公司 2019 年 PE、当前 PB 估值均低于可比公司均值。

从历史 PE 角度看，2017 年以来中国核电历史 PE 均值约 22 倍。当前公司 PE 处于历史底部。

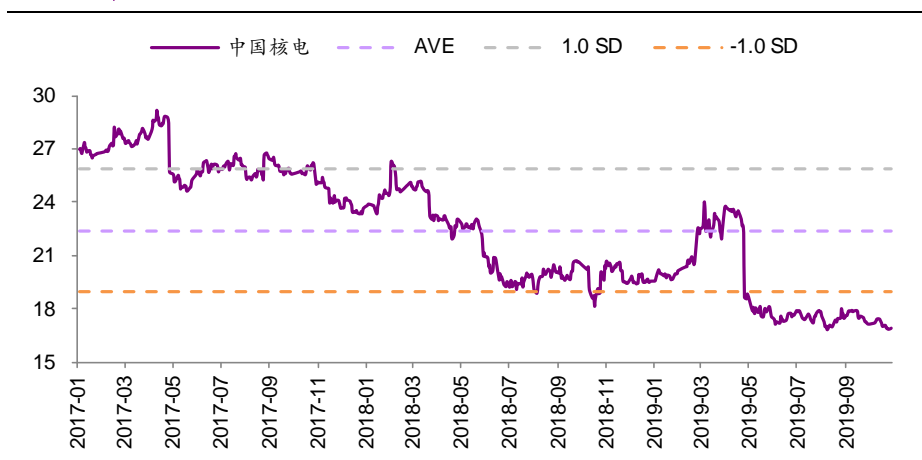
我们看好公司远期发展和稀缺特性，结合可比公司和历史估值情况，给予公司 2019 年 18 倍 PE，对应目标价 5.58 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 3：中国核电可比公司估值表

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (x)			PB
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
中国广核	3.96	0.19	0.19	0.21	21	21	19	2.7
长江电力	17.50	1.03	1.04	1.06	17	17	17	2.8
华能水电	4.48	0.32	0.26	0.28	14	17	16	1.7
节能风电	2.51	0.12	0.16	0.19	20	16	13	1.5
				平均值	18	18	16	2.2
中国核电	5.22	0.30	0.31	0.34	17	17	15	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所（注：股价选自 2019-10-29 收盘价；除中国核电外，其他公司盈利预测来自 wind 一致性预期）

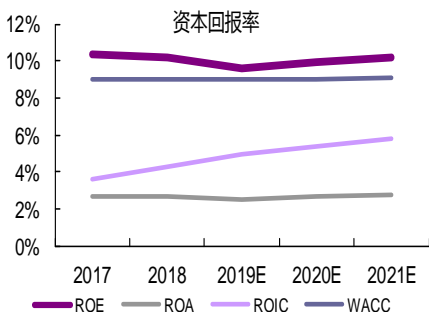
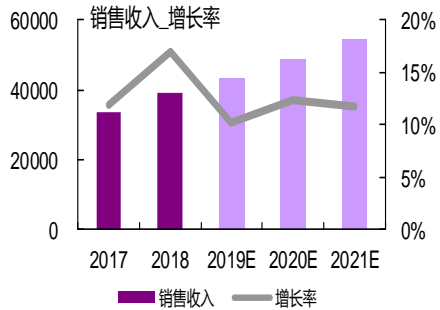
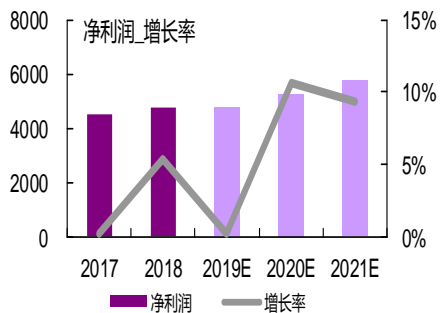
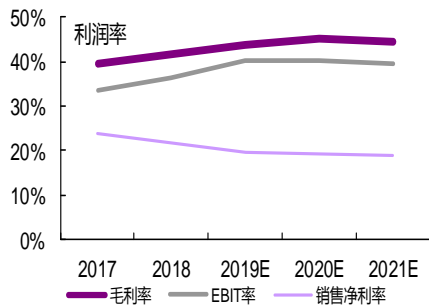
图 11：中国核电历史 PE (TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：截至 2019-10-29）

6、风险分析

上网电价超预期下行，利用小时数低于预期，检修机组复产滞后的风险，在建核电机组投产进度慢于预期，综合融资成本超预期上行等。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,590	39,305	43,287	48,637	54,384
营业成本	20,286	22,893	24,265	26,573	30,126
折旧和摊销	8,206	9,742	12,860	14,387	15,666
营业税费	560	515	567	637	713
销售费用	30	46	51	57	64
管理费用	1,365	1,388	1,528	1,717	1,920
财务费用	4,153	5,267	7,374	8,430	9,303
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	154	124	124	124	124
营业利润	9,441	10,194	10,155	11,345	12,381
利润总额	9,413	10,014	9,975	11,165	12,202
少数股东损益	3,538	3,800	3,731	4,127	4,510
归属母公司净利润	4,498	4,737	4,748	5,252	5,740

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	303,193	323,481	336,149	354,975	375,539
流动资产	33,135	34,114	36,569	49,725	65,900
货币资金	8,461	7,170	7,792	18,068	30,165
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,222	4,595	5,060	5,686	6,358
应收票据	2	62	69	77	86
其他应收款	1,304	937	1,042	1,170	1,309
存货	15,081	17,445	18,508	20,297	23,052
可供出售投资	106	106	106	106	106
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,418	2,914	2,970	3,025	3,081
固定资产	130,924	211,260	237,669	254,850	266,990
无形资产	634	657	624	593	563
总负债	225,566	239,910	245,967	257,279	269,658
无息负债	31,875	35,271	35,538	37,160	39,538
有息负债	193,691	204,639	210,430	220,119	230,119
股东权益	77,627	83,571	90,182	97,695	105,881
股本	15,565	15,565	15,565	15,565	15,565
公积金	15,307	15,694	16,169	16,694	17,268
未分配利润	12,528	15,110	17,515	20,377	23,479
少数股东权益	34,162	37,141	40,872	44,998	49,508

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	19,907	23,408	26,503	30,814	33,394
净利润	4,498	4,737	4,748	5,252	5,740
折旧摊销	8,206	9,742	12,860	14,387	15,666
净营运资金增加	2,232	687	2,282	2,220	2,735
其他	4,971	8,243	6,612	8,955	9,254
投资活动产生现金流	-24,395	-22,752	-22,430	-19,932	-19,932
净资本支出	-23,509	-23,155	-22,498	-20,000	-20,000
长期投资变化	2,418	2,914	-56	-56	-56
其他资产变化	-3,304	-2,511	124	124	124
融资活动现金流	4,910	-2,308	-3,451	-606	-1,366
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	14,301	10,949	5,790	9,690	10,000
无息负债变化	944	3,396	267	1,622	2,378
净现金流	415	-1,656	622	10,277	12,096

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.93%	17.02%	10.13%	12.36%	11.82%
净利润增长率	0.20%	5.32%	0.24%	10.61%	9.28%
EBITDA 增长率	11.39%	23.75%	25.63%	12.47%	9.37%
EBIT 增长率	8.44%	27.42%	21.29%	12.91%	9.72%
估值指标					
PE	18	17	17	15	14
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	17	15	12	11	10
EV/EBIT	30	25	21	19	18
EV/NOPLAT	35	29	25	23	21
EV/Sales	10	9	9	8	7
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	39.61%	41.76%	43.95%	45.36%	44.61%
EBITDA 率	57.96%	61.29%	69.92%	69.98%	68.45%
EBIT 率	33.53%	36.51%	40.21%	40.40%	39.64%
税前净利润率	28.02%	25.48%	23.04%	22.96%	22.44%
税后净利润率 (归属母公司)	13.39%	12.05%	10.97%	10.80%	10.55%
ROA	2.65%	2.64%	2.52%	2.64%	2.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.35%	10.20%	9.63%	9.97%	10.18%
经营性 ROIC	3.61%	4.29%	4.97%	5.41%	5.80%
偿债能力					
流动比率	0.86	0.87	1.08	1.41	1.76
速动比率	0.47	0.42	0.53	0.84	1.14
归属母公司权益/有息债务	0.22	0.23	0.23	0.24	0.24
有形资产/有息债务	1.56	1.57	1.59	1.61	1.63
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.29	0.30	0.31	0.34	0.37
每股红利	0.11	0.12	0.12	0.13	0.14
每股经营现金流	1.28	1.50	1.70	1.98	2.15
每股自由现金流(FCFF)	-0.50	-0.11	0.15	0.56	0.71
每股净资产	2.79	2.98	3.17	3.39	3.62
每股销售收入	2.16	2.53	2.78	3.12	3.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼