

公司研究/首次覆盖

2019年11月15日

公用事业/电力 II

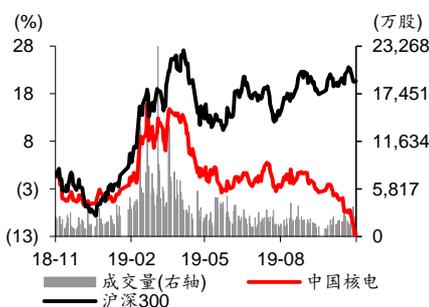
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 4.80
合理价格区间(元): 6.14-7.08

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

核电行业领军者, 蓄势乘风振翅飞

中国核电(601985)

核电行业领军者, 首次覆盖给予“买入”评级

公司核电装机容量占国内核电的半壁江山, 截止 2019 年 6 月底, 公司共有 21 台机组投入商运, 控股总装机容量达 1909 万千瓦, 随着福清核电 5/6 号、田湾核电 5/6 号等相继投运, 经营性现金流将逐步得到大幅改善。我们预计公司 2019~21 年有望实现归母净利润 49.0/52.9/57.5 亿元。结合 DCF 估值方法与 PE 估值方法综合测算结果, 给予公司目标价为 6.14-7.08 元/股, “买入”评级。

装机容量占国内半壁江山, 股权激励彰显信心

截至 2019 年中, 公司共 21 台机组投入商运, 控股总装机容量 1909 万千瓦, 全国占比 42%。目前在建核电机组预计于 2020-24 年相继投运, 将新增装机 639 万千瓦。公司近三年 ROE 稳定在 10% 以上, 分红比例在 37%-40% 之间, 并于 2018 年 12 月推出股权激励草案, 2021-23 年分 3 批匀速生效, 生效的前一财年 ROE 分别不低于 9.5%/9.8%/10.4%, 同时营收三年复合增长率不低于 13%, 行权价 5.21 元/股。1H19 经营性现金净流入 146 亿元 (同比+36%), 随着项目陆续投产, 我们认为经营性现金流将逐步得到大幅改善, 若分红比例提升, 投资价值将相当可观。

折旧政策谨慎, 潜在盈利空间可观

目前二/三代核电站设计寿命为 40/60 年, 公司平均折旧年限 24.4 年 (我们基于 18 年综合折旧率测算), 若假设公司综合折旧率与中广核一致, 则公司 16-18 年营业成本将下行 16.2/13.4/25.5 亿元, 驱动 16-18 年净利润增长 14.2/11.4/21.8 亿元, 分别增厚 18%/14%/25%。此外, 核电运营中后期, 固定资产折旧完毕, 营业成本显著缩小, 核电盈利能力将更为突出。

核电综合优势突出, 伴随三代核电重启, 行业迎来快速发展期

核电优势突出: 1) 自主: 我国核电体系完善, 技术自主可控; 2) 经济: 根据大唐集团科学技术研究院测算, 18 年核电平准化度电成本 0.33 元/度, 仅高于水电; 3) 环保: SO₂ 等污染物零排放; 4) 稳定: 主要为基荷运行, 18 年利用小时达 7184。我国核电利用水平低于世界均值, 根据 Wind 数据, 2018 年全球核电装机/总装机、核电发电量/总发电量分别为 7%/10%, 我国仅为 2%/4%。目前我国三代核电成型, 考虑到相关审批曾一度停滞, 在能源安全+能源结构转型双约束之下, 未来核电推进力度有望加码。

公司估值: 每股目标价 6.14-7.08 元

基于对中国核电经营数据及财务数据的拆分, 预计公司 2019~21 年有望实现归母净利润 49.0/52.9/57.5 亿元, 分别同比增长 3.4%/7.9%/8.8%, 对应 EPS 为 0.31/0.34/0.37 元。结合 DCF 估值方法与 PE 估值方法综合测算结果, 我们给予公司目标价为 6.14-7.08 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 项目投产不及预期, 电价下行&补贴下滑风险, 贸易摩擦风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	15,565
流通 A 股 (百万股)	15,565
52 周内股价区间 (元)	4.78-6.47
总市值 (百万元)	74,714
总资产 (百万元)	343,333
每股净资产 (元)	3.16

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	33,590	39,305	47,062	48,769	54,511
+/-%	11.93	17.02	19.73	3.63	11.78
归属母公司净利润 (百万元)	4,498	4,737	4,900	5,287	5,752
+/-%	0.20	5.32	3.44	7.90	8.80
EPS (元, 最新摊薄)	0.29	0.30	0.31	0.34	0.37
PE (倍)	16.61	15.77	15.25	14.13	12.99

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
报告亮点	4
核电行业领袖，蓄势腾飞在即	5
产业链自主可控+综合优势突出，核电步入快速增长期	9
核电产业链完整，关键技术自主可控	9
核能：优势突出的高效清洁能源	10
三代核电首批机组建成投运，核电产业步入快速发展期	11
公司核电装机放量，盈利前景可期	12
核电盈利拆分	12
收入端：装机持续增长，利用小时有保障，电价有望稳定	12
装机容量：持续攀升，在建机组规模可观	12
利用小时：电力供需或趋紧+政策保障驱动利用小时维持高位	12
上网电价：未来有望保持稳定	13
成本端：折旧年限少于使用寿命，财务费用有望稳步降低	14
三代核电趋于成熟，公司未来新增机组造价有望下行	15
中国核电 VS 中国广核关键指标对比	15
盈利对比：折旧政策一致假设下，中国核电度电净利润与中国广核相当接近	15
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.14-7.08 元	20
2019-21 年全社会用电量有望持续稳健增长	20
三费费率预测：预计 2019-2021 年费用率为 14.6%/15.0%/15.0%	20
估值：每股目标价 6.14-7.08 元	21
PE/PB - Bands	22
风险提示	22

图表目录

图表 1：中国核电历史沿革	5
图表 2：中国核电股权结构（更新至 2019 年 6 月底）	6
图表 3：中国核电商运核电机组（截至 2019 年中）	6
图表 4：中国核电在建/取得建造许可证核电机组（截至 2019 年中）	7
图表 5：公司 2012-2018 年主营业务收入构成（按业务）	7
图表 6：公司 2018 年电力业务收入构成（按地区）	7
图表 7：中国核电业绩稳步增长	8
图表 8：公司 ROA&ROE 总体稳定	8
图表 9：公司装机容量&发电量有望持续上行	8
图表 10：我国核电正处于积极发展阶段	9
图表 11：2018 年核电平准化度电成本仅次于水电	10

图表 12: 2017 煤电污染物在全国排放量中的占比 (%)	10
图表 13: 2018 年全国各电源发电量占比 (%)	10
图表 14: 我国商运核电机组 (截至 2019 年 9 月)	11
图表 15: 我国在建核电机组 (截至 2019 年 9 月)	11
图表 16: 核电盈利结构图	12
图表 17: 2019-21 年全国用电量预测	12
图表 18: 2019-21 年全国用电量结构预测	12
图表 19: 近年我国基础电源投资持续走低 (亿元)	13
图表 20: 目前我国核电折旧年限显著小于核电寿命期限 (单位: 年)	14
图表 21: 项目开工后第 4-5 年是资本开支高峰期	14
图表 22: 2012-2018 年中国核电的财务费用情况	14
图表 23: 台山核电及三门核电造价显著高于二代核电	15
图表 24: 控股装机容量对比 (MW)	15
图表 25: 利用小时对比 (小时)	15
图表 26: 电价对比 (元/千瓦时)	16
图表 27: 市场化电量比例对比 (%)	16
图表 28: 中国核电核电业务中燃料/折旧/人工成本占比 (%)	16
图表 29: 中广核电力核电业务中燃料/折旧/人工成本占比 (%)	16
图表 30: 度电燃料成本 (元/千瓦时)	17
图表 31: 度电折旧成本 (元/千瓦时)	17
图表 32: 度电人工成本 (元/千瓦时)	17
图表 33: 2018 年中国核电与中广核度电成本结构 (元/千瓦时)	17
图表 34: 2014-2018 年中广核营收及盈利情况	18
图表 35: 2014-2018 年中国核电营收及盈利情况	18
图表 36: 毛利率和净利率对比	18
图表 37: 度电净利润 (元/千瓦时)	18
图表 38: ROE 和 ROA 对比	18
图表 39: ROIC 对比	18
图表 40: 中广核 VS 中国核电折旧率对比	19
图表 41: 调整后毛利率对比	19
图表 42: 调整后净利率对比	19
图表 43: 调整后 ROA&ROE 对比	19
图表 44: 调整后度电净利润对比 (元/千瓦时)	19
图表 45: 发电量、装机容量及利用小时预测	20
图表 46: 三费费用率预测 (百万元)	21
图表 47: 自由现金流预测	21
图表 48: 可比公司估值表 (2019/11/14)	21
图表 49: 中国核电历史 PE-Bands	22
图表 50: 中国核电历史 PB-Bands	22

核心观点

中国核电控股股东为中核集团，核电作为公司电力生产和销售中的主要产品，占比达 98% 以上，在运核电机组的稳定运行使公司持续保持较强的盈利能力，未来在建机组的投产有望进一步提高盈利水平。公司稀缺性突出，我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下：

1) 核电行业领军者，装机容量占国内半壁江山：截至 2019 年中，公司控股总装机容量 1909 万千瓦，全国占比 42%。目前公司在建的核电机组有 6 台，总装机容量为 639 万千瓦，我们预计于 2020-2024 年陆续投运，将新增装机 639 万千瓦。

2) 股权激励彰显长期信心，经营性现金流有望大幅改善：2018.12.21 公司第二届董事会第三十三次会议审议通过了《股票期权激励计划（草案）》，此次激励方案涉及的标的股票数量占股本总额 0.80%，自 2021-23 年分 3 批匀速生效，生效的前一财年 ROE 分别不低于 9.5%/9.8%/10.4%，同时营收三年复合增长率不低于 13%，行权价 5.21 元/股。1H19 经营性现金净流入 146 亿元（同比+36%），随着项目陆续投产，我们认为经营性现金流将逐步得到大幅改善，若分红比例提升，投资价值将相当可观。

3) 核电综合优势突出，行业将迎快速发展期：我国核电利用水平低于世界均值，根据 Wind 数据，2018 年全球核电装机/总装机、核电发电量/总发电量分别为 7%/10%，我国仅为 2%/4%。目前我国三代核电成型，考虑到相关审批曾一度停滞，在能源安全+能源结构转型双约束之下，未来核电推进力度有望加码。

我们预计 2019-21 年分别实现归母净利润 49.0 亿元、52.9 亿元、57.5 亿元，分别同比增长 3.4%、7.9%、8.8%，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.34 元、0.37 元。结合 DCF 估值方法与 PE 估值方法综合测算结果，我们给予公司目标价为 6.14-7.08 元/股。

报告亮点

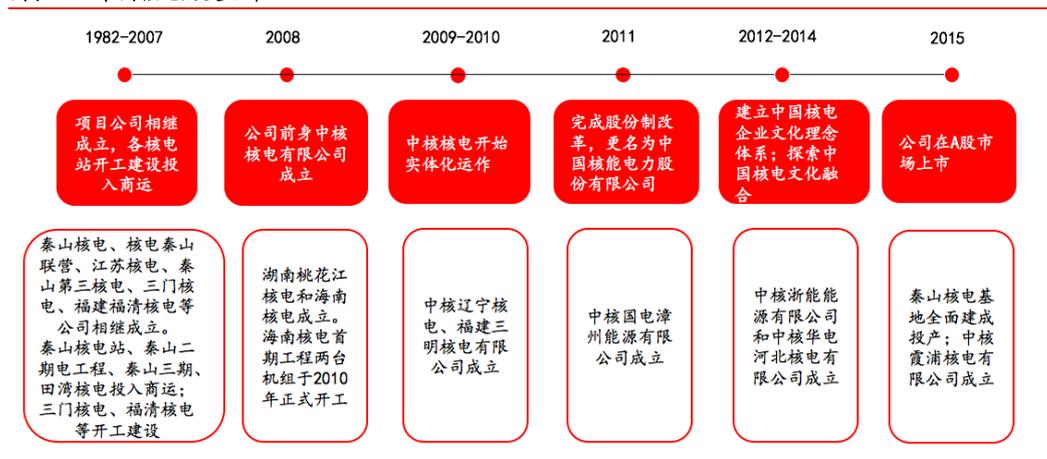
对中国核电及中广核核心指标进行对比，分析判断中国核电折旧政策较中广核更为谨慎，在两者综合折旧率一致的假设下，两者度电净利润接近；

对核电产业盈利进行深入拆分，更新梳理公司旗下投运机组及在建项目，并基于两种估值手段对公司内含价值进行测算；

核电行业领袖，蓄势腾飞在即

中国核电运营龙头，稀缺性突出。公司建设运营了中国大陆第一座核电站——秦山核电站30万千瓦核电机组。2008年1月21日，由中国核工业集团有限公司作为控股股东，联合中国长江三峡集团有限公司、中国远洋海运集团有限公司和航天投资控股有限公司共同出资设立中核核电有限公司，主要业务为核电项目的开发、投资、建设、运营与管理。以2008年1月21日公司成立为标志，经历2011年12月31日公司改制为股份公司，海南核电开工建设，桃花江核电、辽宁核电、三明核电、漳州核电、河北核电、中浙能源等相继成立项目公司，核电呈现出百花齐放的发展态势。2015年中国核电成功登陆A股市场，公司发展和企业文化建设迈上新台阶。

图表1：中国核电历史沿革



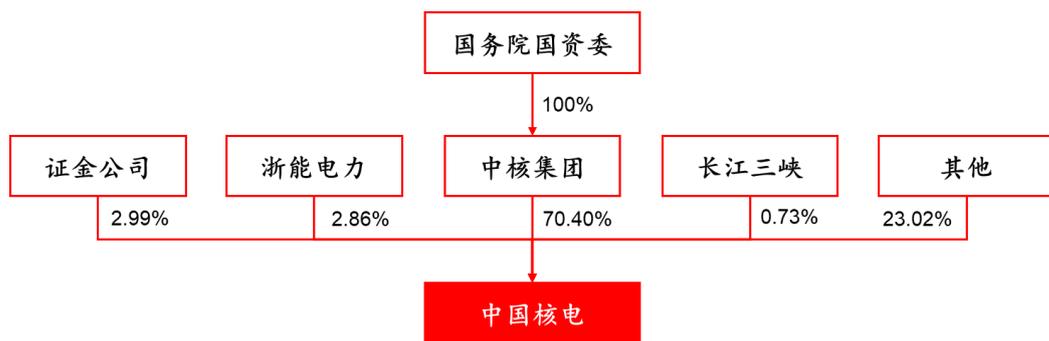
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司控股股东为中核集团，实际控制人是国务院国资委。中国核电的控股股东为中核集团，持股比例为70.4%，公司实际控制人为国务院国资委，其持有中核集团100%股权。

股权激励方案彰显长期信心，行权价格 5.21 元/股，收入三年复合增长率不低于 13%。2018.12.21 公司第二届董事会第三十三次会议审议通过了《股票期权激励计划（草案）》，此次激励方案涉及的标的股票数量占股本总额 0.80%，激励对象包括公司高管以及对公司经营业绩和持续发展有直接影响和长期贡献的管理和技术骨干，共计 539 人。此次行权价格 5.21 元/股（2019.7.19 公告调整后），行权限制期为两年，同时草案中提出，股权激励的执行条件包括：自第一批股票期权生效起（授予日后 24 个月，即 2021-2023 年分 3 批匀速生效），生效的前一财务年度，中国核电净资产收益率分别不低于 9.5%，9.8%，10.4%，同时主营业务收入三年复合增长率不低于 13%，且公司经济增加值的增长值（ Δ EVA）为正。

我们认为高水平的业绩考核目标彰显了公司对于未来业绩的充足信心，基于对中国核电相关经营数据及财务数据的拆分，我们预计 2019-21 年有望实现归母净利润 49.0/52.9/57.5 亿元，分别同比增长 3.4%/7.9%/8.8%，对应 ROE 分别为 10.2%/10.3%/10.5%。根据现有核电装机我们预测 2020-2022 年收入增速尚不足 13%，预计公司多元化电力发展的战略将持续逐步落地到项目和业务中。

图表2：中国核电股权结构（更新至 2019 年 6 月底）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司核电机组、装机容量占国内核电的半壁江山。截至 2019 年 10 月底，公司投入商业运行的核电机组共 21 台，均为控股机组；控股总装机容量达到 1909 万千瓦，同比增长 33%。

图表3：中国核电商运核电机组（截至 2019 年中）

投运机组	投运年份	控股装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	持股比例	其他投资方
秦山一期	1994 年	31	22.32	72%	浙能电力 28%
秦山二期 1 号机组	2002 年	65	32.5	50%	浙能电力 20%
秦山二期 2 号机组	2004 年	65	32.5	50%	中核股份 12%
秦山二期 3 号机组	2010 年	66	33	50%	江苏国信资产管理集团
秦山二期 4 号机组	2011 年	66	33	50%	10% 禾曦能源投资 6% 皖能股份 2%
秦山三期 1 号机组	2002 年	72.8	37.13	51%	禾曦能源投资 20%
秦山三期 2 号机组	2003 年	72.8	37.13	51%	中核股份 10% 浙能电力 10% 江苏新能源开发 9%
江苏核电 1 号机组	2007 年	106	53	50%	禾曦能源投资 30%
江苏核电 2 号机组	2007 年	106	53	50%	江苏国信资产管理 20%
江苏核电 3 号机组	2018 年	112.6	56.3	50%	
江苏核电 4 号机组	2018 年	112.6	56.3	50%	
三门核电 1 号机组	2018 年	125	63.75	51%	浙能电力 20%
三门核电 2 号机组	2018 年	125	63.75	51%	中电投核电 14% 华电集团 10% 中核投资 5%
方家山 1 号机组	2014 年	108.9	78.4	72%	浙能电力 28%
方家山 2 号机组	2015 年	108.9	78.4	72%	
福清核电 1 号机组	2014 年	108.9	55.54	51%	华电福新能源 39,
福清 2 号机组	2015 年	108.9	55.54	51%	福建省投资开发集团 10%
福清 3 号机组	2016 年	108.9	55.54	51%	
福清 4 号机组	2017 年	108.9	55.54	51%	
海南昌江 1 号机组	2015 年	65	33.2	51%	华能国际 30%
海南昌江 2 号机组	2016 年	65	33.2	51%	华能核电开发 19%
合计	/	1909	1019	/	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

目前公司在建的核电机组有 6 台，分别为福清 5/6 号机组、田湾 5/6 号机组、霞浦示范快堆工程（目前属于集团体内）、漳州核电 1 号，总装机容量为 639 万千瓦，我们预计于 2020-2024 年陆续投运。

漳州核电一期项目 2 号机组已取得建造许可证，“四通一平”等准备工作已完成，我们预计将于 2025 年投入商运，将新增装机容量 125 万千瓦。

图表4：中国核电在建/取得建造许可证核电机组（截至 2019 年中）

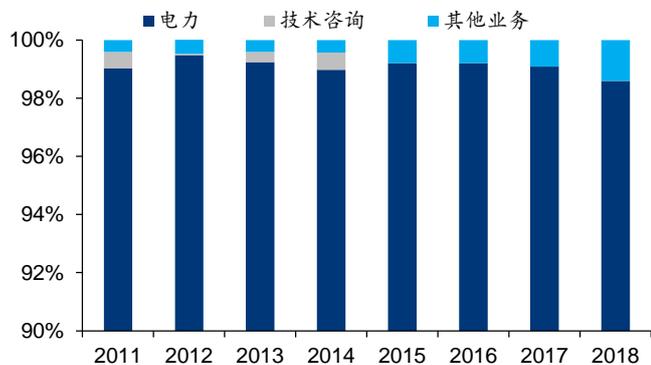
核电项目	状态	计划商运		装机容量		其他投资方
		时间	归属子公司	股权比例	(万千瓦)	
福清核电#5	在建	2020 年	福清核电	51%	115	华电福新能源 39%，
福清核电#6	在建	2020 年	福清核电	51%	115	福建省投资开发集团 10%
田湾核电站#5	在建	2020 年	田湾核电	50%	112	禾曦能源投资 30%，
田湾核电站#6	在建	2020 年	田湾核电	50%	112	江苏国信资产管理 20%
霞浦示范快堆	在建	2023 年	中核霞浦	55%	60	福能股份 20%，长江电力 10%，华能核电开发 10%，宁德国资 5%
漳州核电#1	在建	2024/06	漳州核电	51%	125	国家能源投资集团 49%
合计		/	/	/	639	/
漳州核电#2	取得建造许可证	2025/04	漳州核电	51%	125	国家能源投资集团 49%
合计		/	/	/	764	/

资料来源：公司公告，国家核安全局，华泰证券研究所

注：目前霞浦快堆尚在集团体内，根据霞浦县政府披露信息，霞浦核电于 2017 年开工

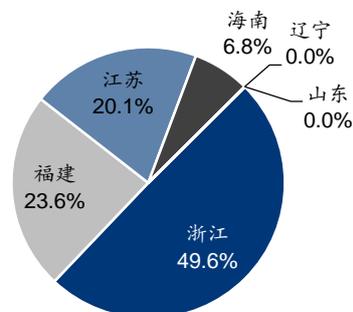
核电作为公司电力生产和销售中的主要产品，占比达 98% 以上。2018 年公司主营业务收入为 393 亿元，其中电力销售收入为 387.5 亿元，占主营业务收入的 98.6%。在电力业务中，2018 年公司实现核电发电量 1178 亿千瓦，占公司总发电量的 99.95%，风电仅占比 0.04%，光伏发电占比仅 0.01%。2018 年公司核电销售收入为 387.1 亿元，占电力业务收入的 99.9%，公司的主营业务在近几年一直是以核电生产及销售为主。

图表5：公司 2012-2018 年主营业务收入构成（按业务）



资料来源：wind，华泰证券研究所

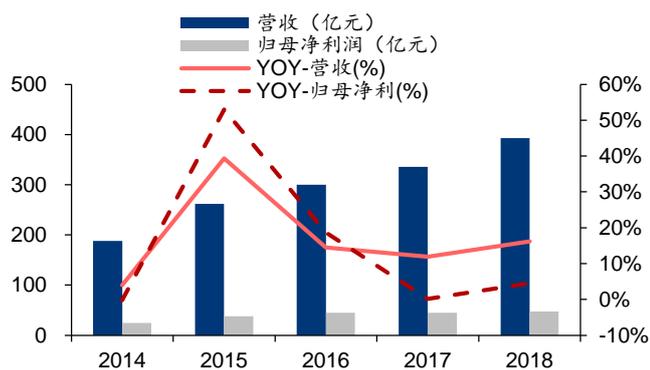
图表6：公司 2018 年电力业务收入构成（按地区）



资料来源：wind，华泰证券研究所

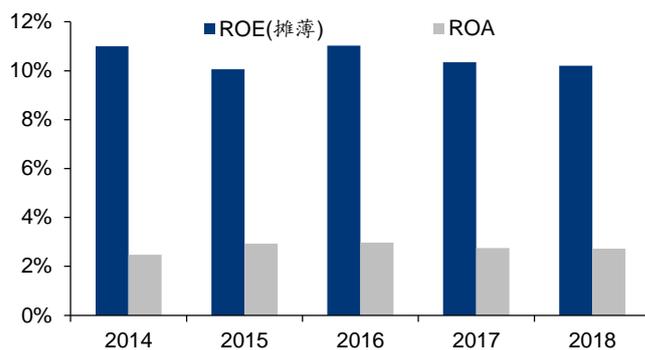
福清/三门/田湾等项目的投产带动公司 2018-19 年收入快速增长。2018 年公司新增三门核电 1/2 号机组、田湾核电 3/4 号机组投入商业运行，2017 年投入商业运行的福清核电 4 号机组 2018 年全年运行，机组发电量及上网电量增加。2018 年公司核电发电量为 1178 亿千瓦时，比上年同期增长 17%；上网电量为 1099 亿千瓦时，比上年同期增长 15%；实现营业收入 393 亿元，同比增长 16%，实现归母净利润 47 亿元，同比增长 4.5%。

图表7：中国核电业绩稳步增长



资料来源：wind，华泰证券研究所

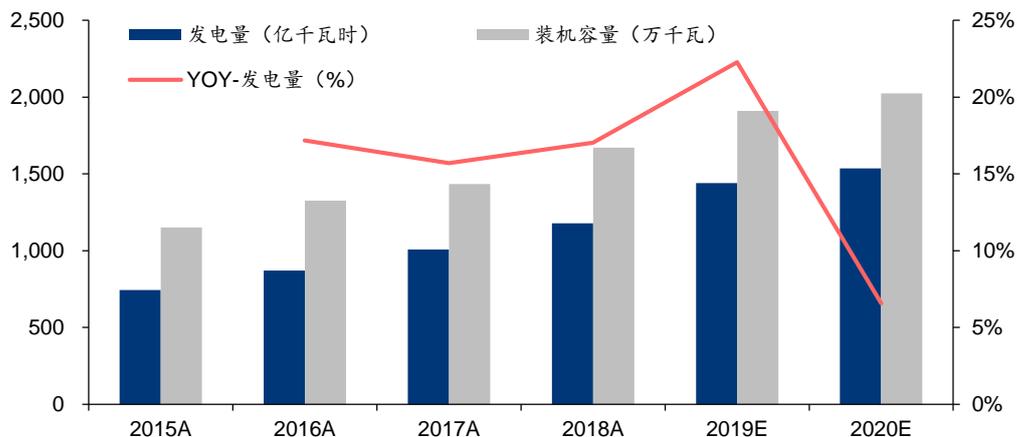
图表8：公司 ROA&ROE 总体稳定



资料来源：wind，华泰证券研究所

公司保持较强的盈利能力，未来在建机组的投产有望进一步提高盈利水平。总体来看，公司营业总收入持续稳定增长，核电业务发电量保障程度高，营业收入受市场波动影响不大，营业毛利率保持较高水平。在运核电机组的稳定运行使公司继续保持较强的盈利能力，4台在建核电机组工程建设稳步推进，作为第三代核电“华龙一号”全球首堆示范工程，福清核电5、6号机组打破了“首堆必拖”的惯例，自2015年5月开工以来主要里程碑均提前完成。田湾核电5、6号机组各进度节点较原计划也有所提前。

图表9：公司装机容量&发电量有望持续上行



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产业链自主可控+综合优势突出，核电步入快速增长期

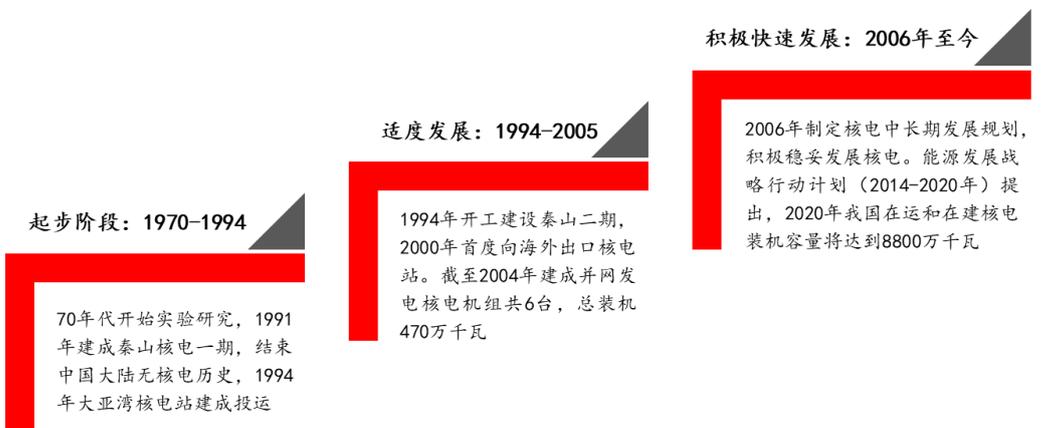
核电产业链完整，关键技术自主可控

我国核电历经三个发展阶段，目前已步入积极快速发展期。我国核电产业肇始于上世纪，20世纪70年代初我国从最初的试验研究开始，独立自主进行商用核电站的研发设计和建造。

20世纪90年代，我国电力供应相对充裕，核能被定位为“我国能源的补充”，发展方针被定为“适度发展”，截至2004年底，我国初步形成了广东、浙江、江苏三个核电基地。

2004年之后，电力供应逐步成为制约我国经济社会发展的瓶颈，核能在我国能源可持续发展中的重要地位逐渐显现。2006年3月国务院常务会议审议通过了《核电中长期发展规划（2005-2020年）》，确立了核电在我国经济与能源可持续发展中的战略地位，自此我国核电发展方针由此从“适度发展”转变为“积极发展”，核电产业进入了规模化发展的新阶段。

图表10：我国核电正处于积极发展阶段



资料来源：《中国核电产业自主发展研究》，华泰证券研究所

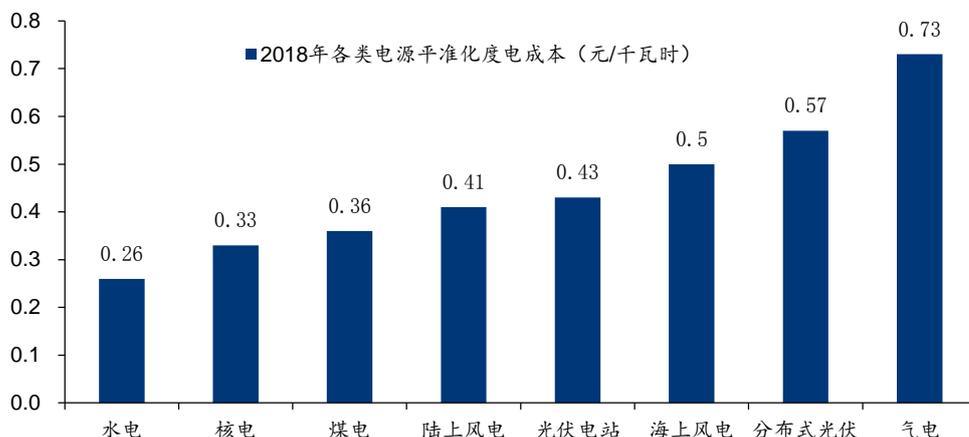
目前我国已形成完整的核电产业链。经过军用核技术与民用核电两个阶段的发展，我国逐步建立起了与压水堆核电站相匹配的核电工业体系，拥有了一批大型、专业的核电设备制造生产企业以及众多规模不一的核电站辅助设备制造大中型生产企业。

三代核电自主化程度高，中美贸易摩擦影响有限。2018年美国发布出台对华核电禁令，本次禁令涉及到的华龙一号属于中国自主化知识产权的三代核电技术，根据公司公告，华龙一号设备国产化率超过85%，进口设备基本没有美国提供的产品，此次禁令不会对华龙一号的建设产生影响。此外，禁令中关于AP1000建设的设备部件，其政策为推定批准，因此也不会对AP1000项目产生影响。

核能：优势突出的高效清洁能源

经济性突出：核电具有建设成本高、燃料费用相对较低、运行维护费用相对较高及投资回报期长等特点。我国新建核电机组自 2013 年起执行 0.43 元/kWh 的标杆电价，并与当地燃煤上网电价进行比较，取其低值，说明目前核电与火电比较已有相当高的竞争力。

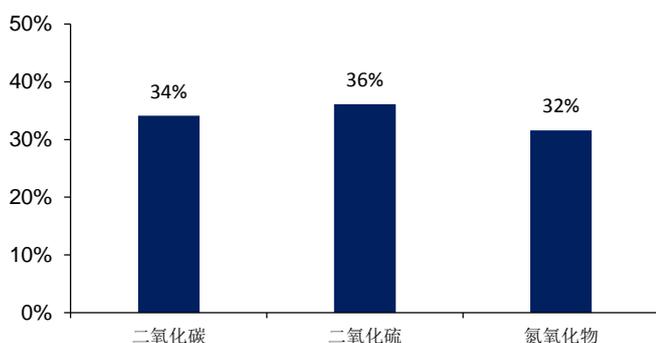
图表11： 2018 年核电平准化度电成本仅次于水电



资料来源：大唐集团科学技术研究院，华泰证券研究所

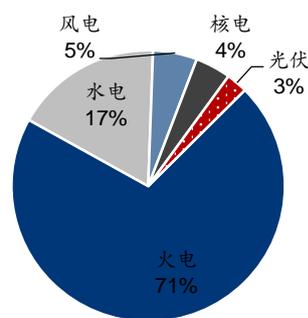
清洁环保：我国能源消费过度依赖煤炭等化石能源，在全国总装机容量中，火电比例一直居高不下，引发了一系列环境问题。根据中电联数据，每燃烧 1 吨标准煤将产生二氧化碳 2620 千克，二氧化硫 8.5 千克，氮氧化物 7.4 千克和 280 千克炉渣，带来严重的环境问题。而在核电生产过程中，二氧化碳、二氧化硫、氮氧化物和粉尘等物质均为零排放。

图表12： 2017 煤电污染物在全国排放量中的占比 (%)



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表13： 2018 年全国各电源发电量占比 (%)



资料来源：wind，华泰证券研究所

安全高效，运行稳定：根据概率安全分析，以 AP1000 为代表的三代核电站事故率低至 10^{-6} 次/年。从高效性来看，一座百万千瓦的煤电厂每年要消耗约 300 万吨原煤，而一座同样功率的核电站每年仅需补充约 30 吨核燃料。此外，大部分核电站处于基荷运行，不参与调峰。根据 Wind 数据，2018 年我国发电设备平均利用小时为 3862，其中风电、水电、火电、核电发电设备利用小时数分别 2095 小时、3613 小时、4361 小时和 7184 小时，核电发电设备利用小时数显著高于其他电源利用小时数。

三代核电首批机组建成投运，核电产业步入快速发展期

目前我国核电装机占比仍显著低于世界均值。根据中国电力企业联合会的数据，截至2019年9月，我国投入商业运行的核电机组共47台，总装机逾4800万千瓦。根据Wind数据，2018年全球核电装机/总装机、核电发电量/发电量分别为7%/10%，我国仅为2%/4%，我国核电产业发展空间依旧广阔。

图表14：我国商运核电机组（截至2019年9月）

省市	核电厂	机组	状态堆型	单机装机容量 MW	控股股东
辽宁	红沿河核电	1/2/3/4	商运CPR1000	1119	国电投
山东	海阳核电	1/2	商运AP1000	1250	国电投
江苏	田湾核电	1/2/3/4	商运VVER-1000/428	#1&2: 1060 #3&4: 1126	中国核电
浙江	泰山核电一期	1	商运CP300	310	中国核电
		1/2	商运CP600	650	中国核电
	泰山核电二期	3/4	商运CP600	660	中国核电
	泰山核电三期	1/2	商运CANDU-6	728	中国核电
	方家山核电	1/2	商运CP1000	1089	中国核电
福建	三门核电	1/2	商运AP1000	1250	中国核电
	宁德核电	1/2/3/4	商运CPR1000	1089	中广核
广东	福清核电	1/2/3/4	商运CP1000	1089	中国核电
	大亚湾核电	1/2	商运M310	984	中广核
	岭澳核电	1/2	商运M310	990	中广核
	岭东核电	1/2	商运CPR1000	1087	中广核
	台山核电	1/2	商运EPR	1750	中广核
广西	阳江核电	1/2	商运CPR1000	1086	中广核
	阳江核电	3/4	商运CPR1000+	1086	中广核
	阳江核电	5/6	商运ACPR1000	1086	中广核
海南	防城港核电	1/2	商运CPR1000	1086	中广核
海南	昌江核电一期	1/2	商运CP600	650	中国核电
合计		47		48733	

资料来源：国家核安全局，华泰证券研究所

注：根据中国广核公告，台山核电2号机组预计将于2019年9月7日完成所有调试工作，具备商业运营条件，开始进行上网电量的统计；

图表15：我国在建核电机组（截至2019年9月）

省市	机组名称	状态	堆型	单机装机容量 MW	控股股东
福建	福清核电5号	在建	HPR1000	1150	中国核电
	福清核电6号	在建	HPR1000	1150	中国核电
江苏	田湾核电5号	在建	CP1000	1118	中国核电
	田湾核电6号	在建	CP1000	1118	中国核电
辽宁	红沿河5号	在建	ACPR1000	1119	国电投
	红沿河6号	在建	ACPR1000	1119	国电投
广西	防城港3号	在建	HPR1000	1180	中广核
	防城港4号	在建	HPR1000	1180	中广核
福建	霞浦示范快堆工程	在建	快中子反应堆	600	中国核电
合计	10			9734	

注：CAP1400、快中子反应堆属于四代核电；

资料来源：国家核安全局，华泰证券研究所

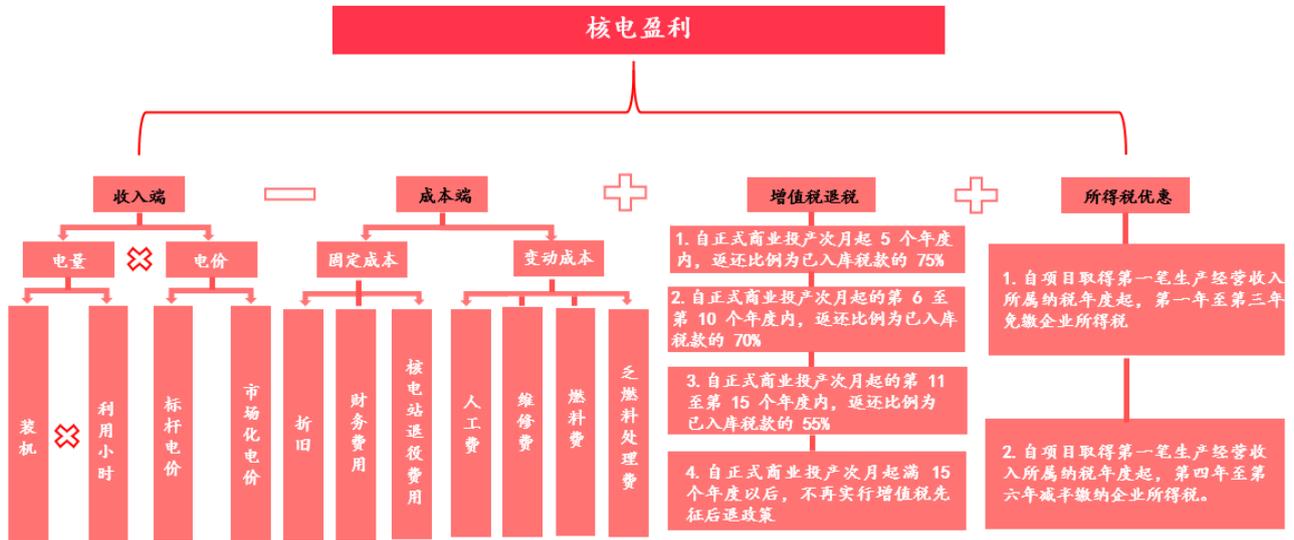
三门核电1号机组正式投运，后续三代核电建设有望加速。2018年9月21日三门核电1号机组顺利完成168小时满功率连续运行考核，机组具备投入商业运行条件，这也是全球首台具备商运条件的AP1000核电机组。

我们认为，伴随着三门核电1号机组的正式投运，标志着AP1000三代核电技术的安全性、成熟性和可靠性得到了验证，我国核电三代技术已成熟，后续三代核电新项目有望实现加速推进。

公司核电装机放量，盈利前景可期

核电盈利拆分

图表16：核电盈利结构图



资料来源：公司公告，发改委，国家能源局，华泰证券研究所

收入端：装机持续增长，利用小时有保障，电价有望稳定

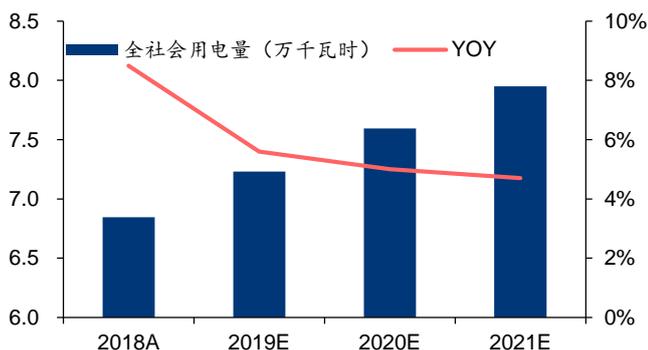
装机容量：持续攀升，在建机组规模可观

公司装机持续攀升。根据公司公告，截至 2018 年底，公司投入商业运行的核电机组共 21 台，均为控股机组；控股总装机容量达到 1909.2 万千瓦，同比增长 33.1%。考虑到 2019-2021 年福清核电 5/6 号，以及田湾核电 5/6 号有望相继投运，我们预计 2019-2021 年核电装机分别达到 1909、2024、2251 万千瓦。

利用小时：电力供需或趋紧+政策保障驱动利用小时维持高位

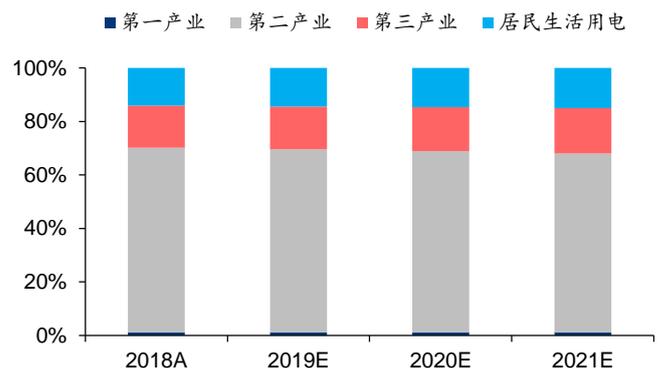
二产用电刚性增长+服务业快速发展有望驱动电量持续攀升。根据电力规划设计总院预计，2019-21 年高新技术产业和高端制造业将带动二产用电继续增长，服务业发展驱动三产和居民用电快速增长。根据电力规划设计总院预测，2019-21 年全社会用电量有望分别同比增长 5.6%/5.0%/4.7%。

图表17：2019-21 年全国用电量预测



资料来源：电力规划设计总院，华泰证券研究所

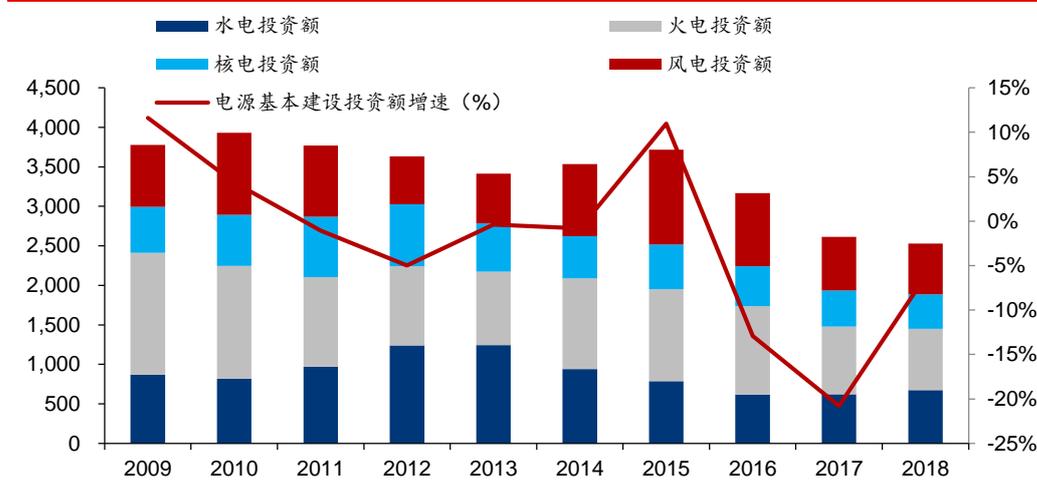
图表18：2019-21 年全国用电量结构预测



资料来源：电力规划设计总院，华泰证券研究所

近年电源投资持续走弱，2020-21年全国电力供需形势或将趋紧。根据电力规划设计总院测算数据，若不及时考虑增加电源供给，全国大部分省区未来电力供需形势将趋紧。仅考虑目前已明确可投产的电源，在跨省区电力安排能够落实的前提下，河北、江苏、浙江、安徽、河南、湖北、湖南、江西、陕西、广东、广西、海南等地区2019-21年电力供需持续偏紧或紧张。

图表19：近年我国基础电源投资持续走低（亿元）



资料来源：电力规划设计总院，华泰证券研究所

上网电价：未来有望保持稳定

我国核电上网电价起初执行经营期电价政策，但随着核电技术的跨越式发展以及控制核电投资成本诉求的增强，已开始了向标杆电价政策的转向。

2013年之前—经营期上网电价：我国已有核电站上网电价基本采用“一事一议”、“一厂一价”的定价方式，即以建设成本倒推上网电价。

2013年之后—标杆上网电价：在核电大力发展的大背景下，为了满足控制核电投资成本的合理诉求，2013年6月15日发改委发布通知：

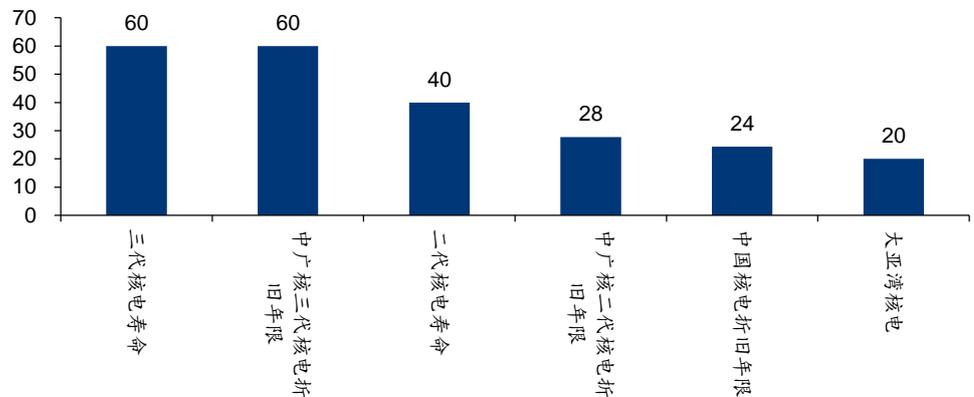
- 1) 对新建核电机组实行标杆上网电价政策。根据目前核电社会平均成本与电力市场供需状况，核定全国核电标杆上网电价为每千瓦时 0.43 元。
- 2) 全国核电标杆上网电价高于核电机组所在地燃煤机组标杆上网电价（含脱硫、脱硝加价，下同）的地区，新建核电机组投产后执行当地燃煤机组标杆上网电价。
- 3) 全国核电标杆上网电价低于核电机组所在地燃煤机组标杆上网电价的地区，承担核电技术引进、自主创新、重大专项设备国产化任务的首台或首批核电机组或示范工程，其上网电价可在全国核电标杆电价基础上适当提高，具体由省级价格主管部门提出方案报发改委核批。

核电上网电价有支撑，IRR 达 9%是投资方的盈利预期。电站的投资者在建设期投入资本金后，从电站投产起获得利润分红，其内部收益率 IRR 经历由负转正的过程，根据中广核时任财务总监岳林康先生表态，核电机组投产后，国家发改委为该机组单独核定电价，推动 30 年经济寿命期内内部收益率可达到 9%（资料来源：《财经》杂志 2013 年 7 月 15 日发布文章《核电标杆电价受到一致欢迎》）。

成本端：折旧年限少于使用寿命，财务费用有望稳步降低

核电的主要成本是折旧、财务费用和运行材料成本费用。以中国核电为例，2018年总营业成本为306.8亿元，折旧费用为92.9亿元，占比30.3%；财务费用为52.7亿元，占比17.2%；原材料费用为52.4亿元，占比17.1%。且这三项费用近五年占营业总成本比例相对稳定。从近五年的数据中可以看出，营业总成本和核电装机容量大致成正比关系。根据行业经验，目前三代核电站的寿命一般为60年，二代核电站寿命为40年，但通过后期延寿，一般也可以达到60年。而中国核电的平均折旧年限为24.4年（基于2018年综合折旧率测算得到），在核电站运营后期，固定资产折旧完毕，折旧已经计提完毕，营业成本将显著缩小，核站的盈利能力将更为明显。根据我们的测算，若折旧年限延长至60年，则有望节省折旧费用33.8亿元（基于2018年财务数据），占当前税前利润的34%左右。

图表20：目前我国核电折旧年限显著小于核电寿命期限（单位：年）

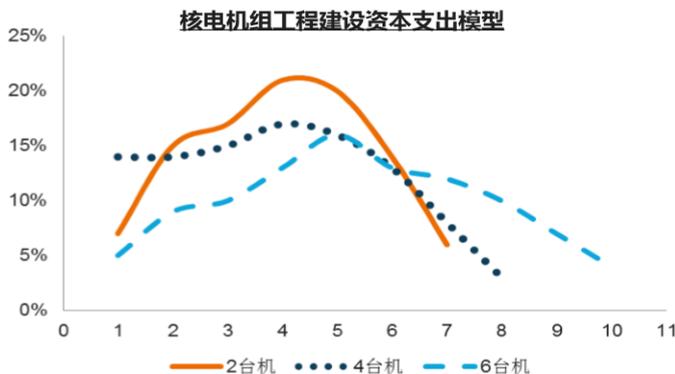


注：1) 中广核及中国核电折旧年限=该公司固定资产平均原值÷折旧金额；2) 大亚湾核电为中广核电力旗下资产；资料来源：中广核及中国核电公司公告，华泰证券研究所

核电项目开工后，第4-5年是资本开支高峰期。根据中广核电力官网披露的常规核电机组工程建设资本支出模型，不难发现，某一核电项目开工后第4-5年是资本开支高峰期，建设完工后，资本开支占比在5%以下。

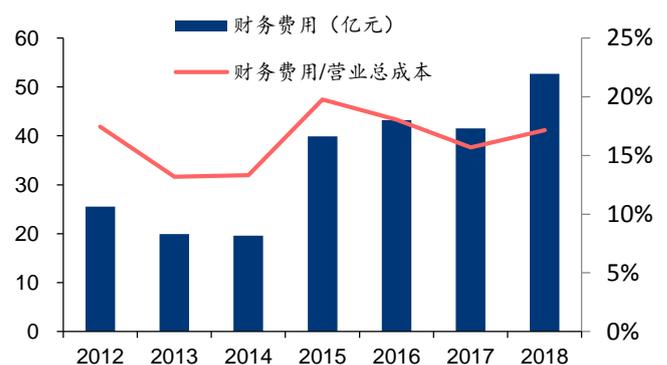
核电建设完工后，财务费用逐步下行。考虑到开工建设某个特定的核电项目，需要核电运营商提供20%自有资金，也就意味着剩余80%都需要借款，因此在项目建设中，财务费用逐步增加，待项目完工后，伴随着还本付息持续推进，财务费用逐步降低。

图表21：项目开工后第4-5年是资本开支高峰期



资料来源：中广核官网，华泰证券研究所

图表22：2012-2018年中国核电的财务费用情况



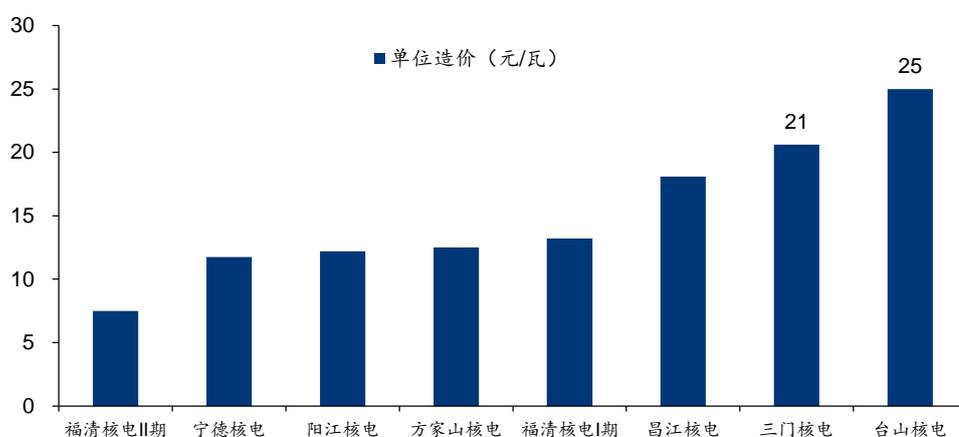
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三代核电趋于成熟，公司未来新增机组造价有望下行

目前三代核电造价高昂，三门核电实际造价高达 21 元/瓦，较初期规划投资额高 29%。三门核电项目 1 号机组原计划于 2013 年投入运行，但由于设计尚未固化、设备建造反复等原因拖延了五年之久，致使三门核电实际投资超支，根据中国核电 2019.4.1 在上证 e 互动网站的回复，三门核电 I 期两台机组的初步设计概算建成价为 515.51 亿元，较期初规划的 400 亿元左右投资额高出 29%。

我们预计，未来伴随三代核电核心设备国产化程度提升，叠加三代核电建设加速，相关工程施工日趋标准化，未来三代核电成本有望显著下行。根据中国核能行业协会披露信息，三代核电首批依托项目建设成本高，投产后经营压力较大，未来伴随着三代核电批量化，相关设备国产化比率提升，伴随施工工艺趋于标准化，未来造价有望显著降低。

图表23：台山核电及三门核电造价显著高于二代核电



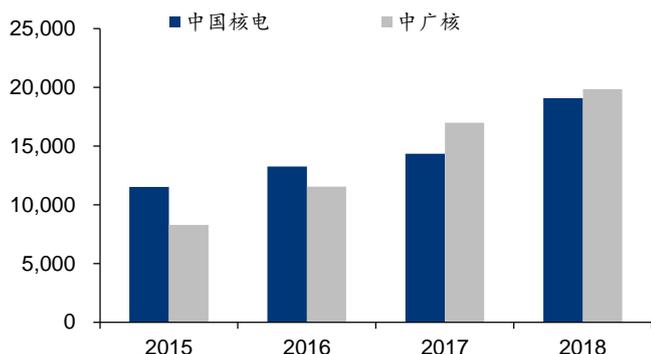
资料来源：中国核电公司公告、中广核电力公司公告，华泰证券研究所

中国核电 VS 中国广核关键指标对比

盈利对比：折旧政策一致假设下，中国核电度电净利润与中国广核相当接近

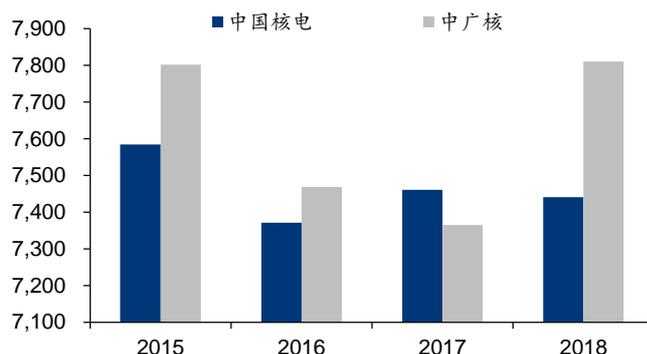
收入端：中广核装机&利用小时&综合上网电价较高。装机、利用小时、电价为核电收入端核心变量，根据公司公告，2018 年中广核控股装机容量、利用小时分别为 1983 万千瓦、7811 小时，高于中国核电 4%、5%。从电价来看，中广核综合标杆电价为 0.4223 元/千瓦时，较中国核电低 0.5%，如果考虑到市场电，中广核综合上网电价为 0.4162，高于中国核电 1.5%。

图表24：控股装机容量对比 (MW)



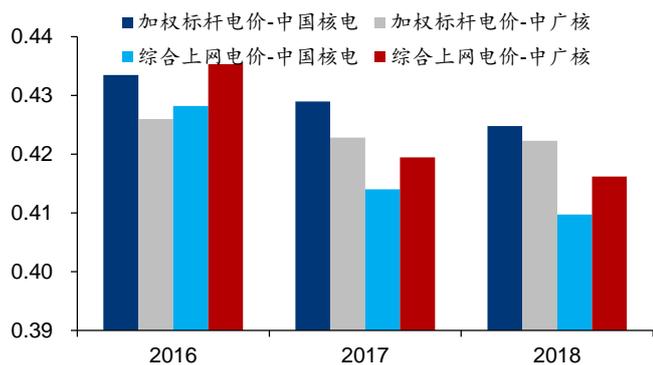
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表25：利用小时对比 (小时)



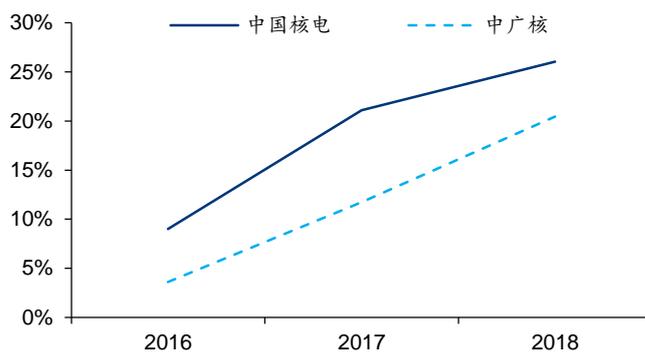
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26: 电价对比 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

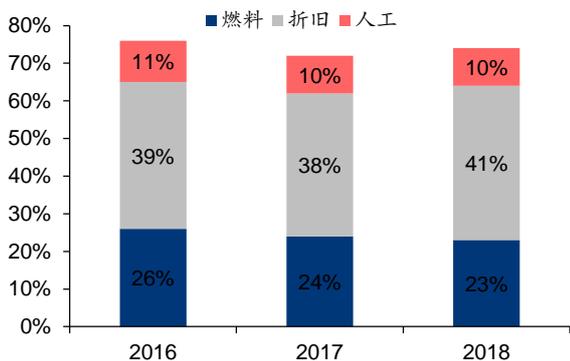
图表27: 市场化电量比例对比 (%)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

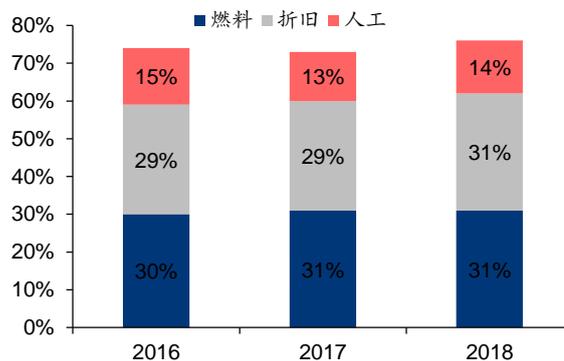
成本端: 中广核度电成本亦低于中国核电, 主因系度电折旧较低。燃料、折旧、人工为核电企业主要运营成本项, 此外还有乏燃料处理费、维护费用等。2018年中广核电力度电成本仅为0.172元/千瓦时, 低于中国核电10.7%。其中中广核电力度电折旧、度电燃料成本、度电人工成本分别为0.051元/千瓦时、0.054元/千瓦时、0.023元/千瓦时, 分别较中国核电-0.028元/千瓦时、+0.009元/千瓦时、+0.004元/千瓦时, 因此, 我们认为较低的度电折旧是中广核度电成本低于中国核电的主因。

图表28: 中国核电核电业务中燃料/折旧/人工成本占比 (%)



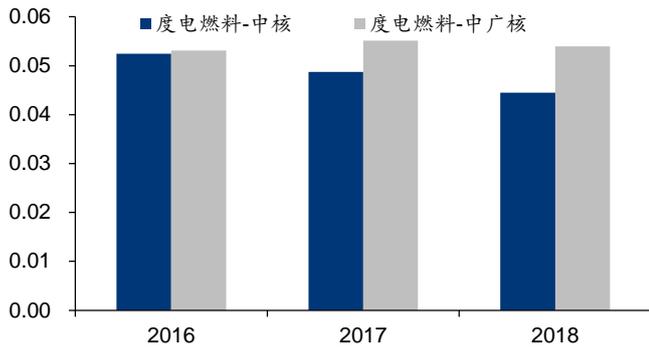
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表29: 中广核电力核电业务中燃料/折旧/人工成本占比 (%)



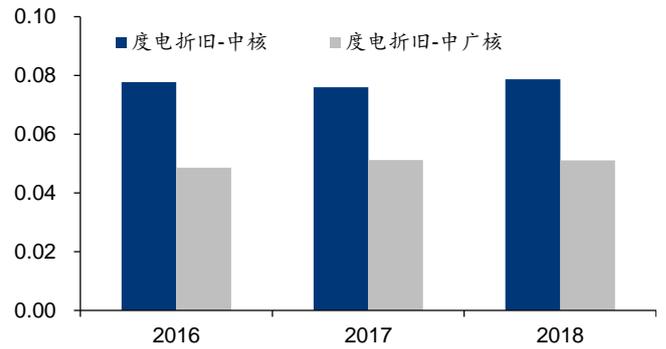
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表30: 度电燃料成本(元/千瓦时)



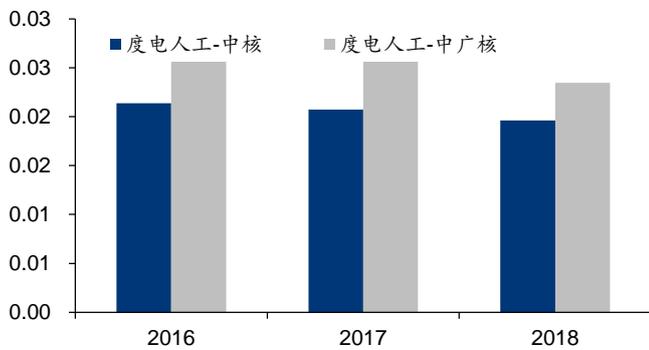
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表31: 度电折旧成本(元/千瓦时)



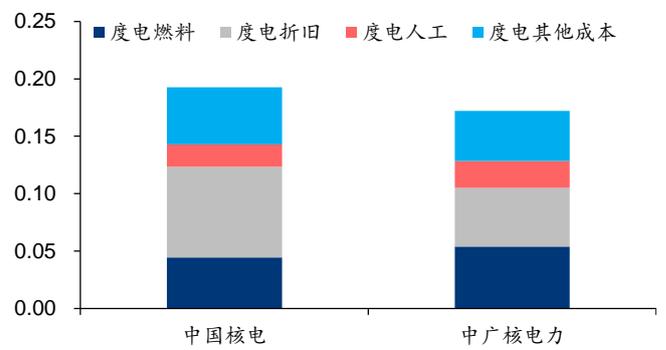
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表32: 度电人工成本(元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

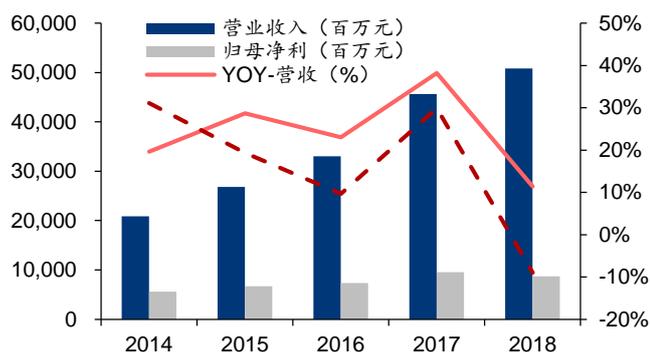
图表33: 2018年中国核电与中广核度电成本结构(元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

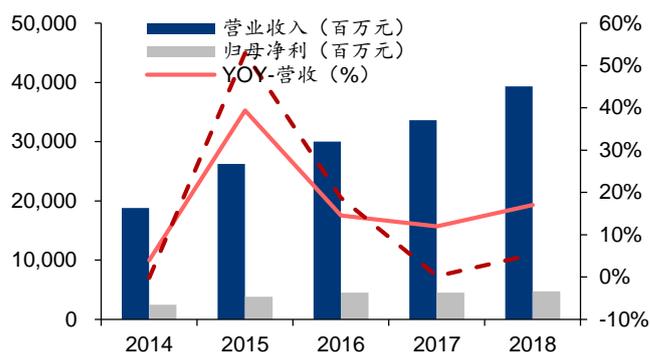
受益于高收入端变量+低成本端变量, 中广核电力盈利能力略高一筹。根据公司公告, 2018年中广核电力实现营收/归母净利润 508/87 亿, 中国核电实现营收/归母净利润 393/47 亿, 中广核电力营收/归母净利润为中国核电的 1.3/1.8 倍。根据我们的测算, 2018年中广核电力度电净利润达到 0.106 元/千瓦时, 高于中国核电 0.029 元/千瓦时。

图表34: 2014-2018年中广核营收及盈利情况



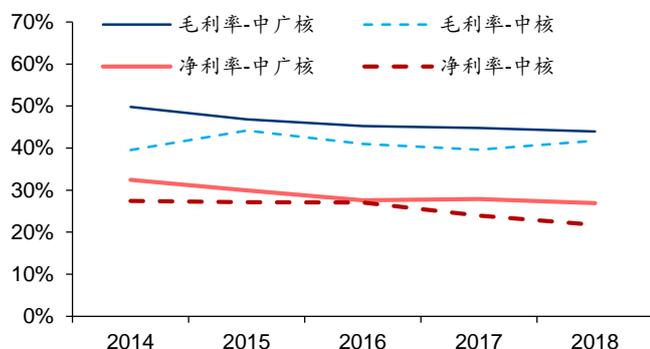
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表35: 2014-2018年中国核电营收及盈利情况



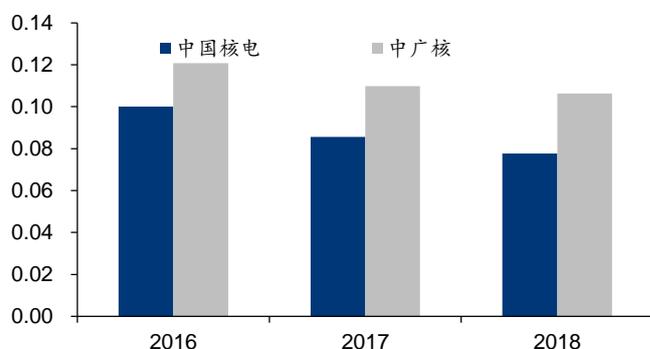
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 毛利率和净利率对比



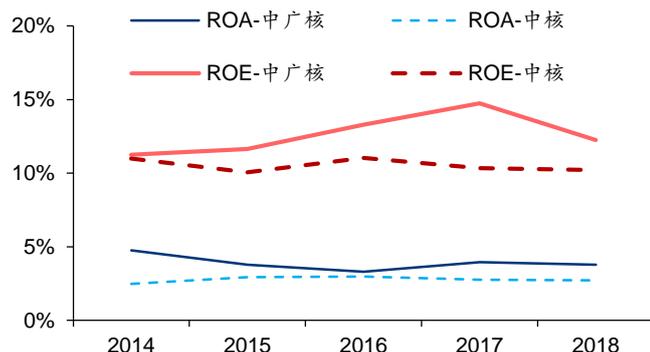
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表37: 度电净利润 (元/千瓦时)



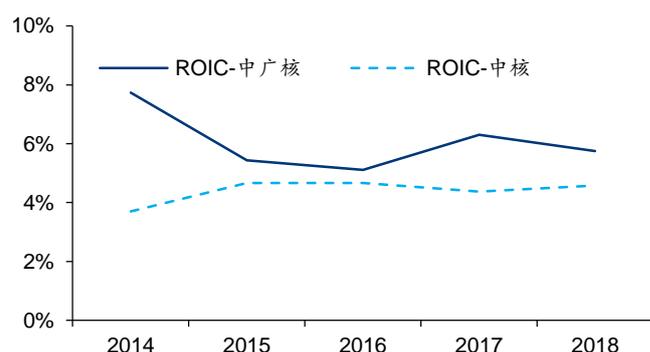
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表38: ROE 和 ROA 对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表39: ROIC 对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

中国核电折旧政策较中广核更为谨慎。基于发电量口径，我们测算得 2016-2018 年中国核电度电折旧分别为 0.078 元/千瓦时、0.076 元/千瓦时、0.079 元/千瓦时，较中广核高出 0.027 元/千瓦时、0.025 元/千瓦时、0.026 元/千瓦时。基于综合折旧率口径，我们测算得 2016-2018 年中国核电综合折旧率分别为 4.1%、4.4%、4.1%，较中广核高出 0.9pct、0.8pct、1.1pct。不难看出，中国核电折旧政策较中广核更为谨慎。

图表40： 中广核 VS 中国核电折旧率对比

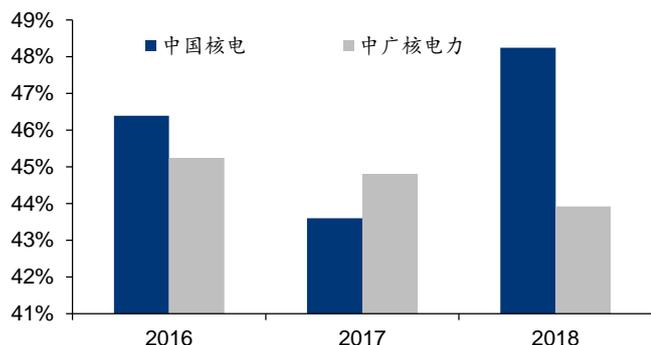
对比维度	中广核电力				中国核电			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
折旧金额 (百万元)	3,133	4,248	6,697	7,387	5,575	6,864	7,938	9,562
固定资产原值 (百万元)	107,023	134,302	185,050	245,062	135,261	165,836	182,318	232,567
综合折旧率 (%)	2.9%	3.2%	3.6%	3.0%	4.1%	4.1%	4.4%	4.1%
折旧/营业收入 (%)	11.7%	12.9%	14.7%	14.5%	21.3%	22.9%	23.6%	24.3%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：1) 固定资产原值=(期初固定资产原值+期末固定资产原值)/2；2) 综合折旧率=折旧金额/固定资产原值；

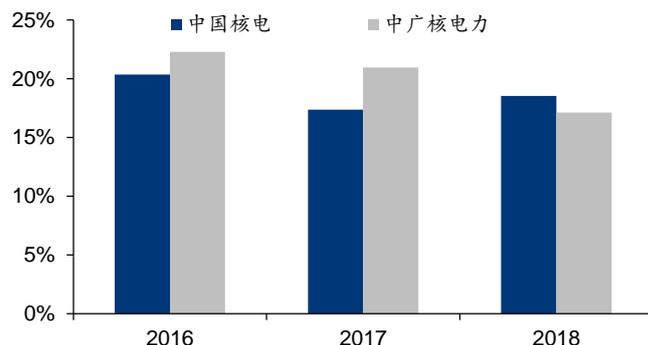
如果假设中国核电折旧政策与中广核一致，两者综合折旧率将大致相同，基于上述假设，我们假设中国核电综合折旧率与中广核一致，此时中国核电 2016-2018 年营业成本将分别降低 16.2 亿元、13.4 亿元、25.5 亿元，驱动中国核电 2016-2018 年净利润分别增加 14.2 亿元、11.4 亿元、21.8 亿元，增厚比例分别为 18%、14%、25%。

图表41： 调整后毛利率对比



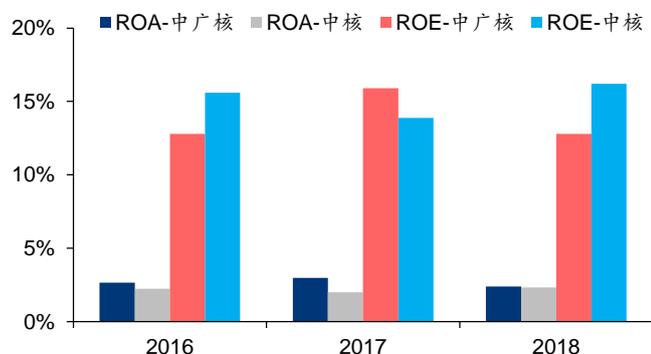
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表42： 调整后净利率对比



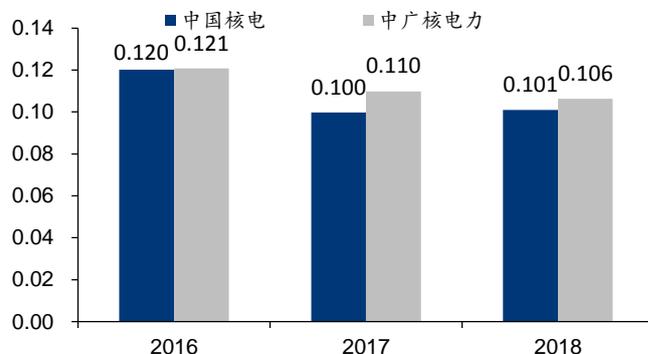
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43： 调整后 ROA&ROE 对比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表44： 调整后度电净利润对比 (元/千瓦时)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.14-7.08 元

2019-21 年全社会用电量有望持续稳健增长

经济企稳，全社会用电量将持续增长。根据电力规划设计总院预计，2019-21 年高新技术产业和高端制造业将带动二产用电继续增长，服务业发展驱动三产和居民用电快速增长。根据电力规划设计总院预测，2019-21 年全社会用电量有望分别同比增长 5.6%/5.0%/4.7%，未来全社会用电需求将稳步增长。

装机：根据公司公告，截至 2018 年底，公司投入商业运行的核电机组共 21 台，均为控股机组；控股总装机容量达到 1909.2 万千瓦，同比增长 33.1%。2018 年全年公司累计完成发电量 1178.47 亿千瓦时，其中核电发电量 1177.88 亿千瓦时，比上年同期增长 16.98%，约占 2018 年全国总发电量 1.68%。考虑到 2019-2021 年福清核电 5/6 号，以及田湾核电 5/6 号有望相继投运，我们预计 2019-2021 年核电装机分别达到 1909、2024、2251 万千瓦。

利用小时：根据公司公告，2019 年公司前三季度累计商运发电量 1012 亿千瓦时，同比增长 19.14%，其中秦山一核、秦山二核、秦山三核发电量分别同比变动-1.3%、0.1%、4.6%，江苏核电受益于装机增长，前三季度发电量增长 47.7%，海南核电受益于机组大修工期减少叠加相关电网项目投运，前三季度发电量增长 21.2%，三门核电受二号机组维修等因素影响，发电量不及预期，前三季度发电量仅 79.2 亿千瓦时，我们预计三门核电项目年化利用小时或不及 5500（一号机组运行顺利，二号机组尚处维修状态），显著低于其他同类核电机组。

我们预计 2019 年公司核电机组加权利用小时为 7250，较 2018 年有所降低，主因系三门核电机组检修影响。我们预计 2020 年三门核电机组检修有望完毕，驱动公司整体利用小时回暖，预计 2020-2021 年公司核电机组加权利用小时分别为 7465、7610。

图表45：发电量、装机容量及利用小时预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
发电量					
核电	1,007	1,178	1,382	1,466	1,667
风电	0.37	0.45	0.45	0.45	0.45
装机容量 (MW)					
核电	14,340	16,716	19,092	20,242	22,510
风电	20	20	20	20	20
利用小时					
核电	7,432	7,418	7,250	7,465	7,610
风电	1,900	2,291	2,291	2,291	2,291

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三费费用率预测：预计 2019-2021 年费用率为 14.6%/15.0%/15.0%

伴随着公司规模持续扩大，我们预测公司期间费用将逐步增长，2019~2021 年销售费用为 0.43/0.46/0.50 亿元，管理费用率对营收占比约为 4.1%，因投资在建项目较多，对外借款较多，2018 年公司资产负债率为 74.14%，我们预计 2019-2021 年财务费用分别为 50.1/55.3/60.4 亿元，占主营业务收入比例分别为 10.5%/10.5%/10.9%，则 2019~2021 年三费费用率为 14.6%/15.0%/15.0%。

图表46: 三费费用率预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
三项费用	5,548.9	6,153.8	6,999.1	7,646.2	8,346.3
三项费用率	16.5%	15.7%	14.6%	15.0%	15.0%
增长率	-2.3%	10.9%	13.7%	9.2%	9.2%
销售费用	30.1	35.2	42.9	45.6	49.8
占主营业务收入	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
管理费用	1,365.4	1,596.6	1,945.6	2,068.7	2,256.2
占主营业务收入	4.06%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
财务费用	4,153.4	4,522.0	5,010.6	5,531.9	6,040.3
占主营业务收入	12.4%	11.5%	10.5%	10.9%	10.9%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

估值: 每股目标价 6.14-7.08 元

DCF 估值: 合理价值 1082 亿, 每股合理价值 6.95 元。基于对中国核电相关经营数据及财务数据的细致拆分, 我们预计公司 2019 年~2021 年有望实现营收 471 亿元、488 亿元、545 亿元, 分别同比增长 20%、4%、12%; 2019 年~2021 年有望实现归母净利润 49.0 亿元、52.9 亿元、57.5 亿元, 分别同比增长 3.4%、7.9%、8.8%。

通过 DCF 方法, 在假设永续增长率 0.0%、目标权益资本比 60%、稳定运营后所得税率 25%、贝塔系数 0.90 的情况下, 我们测算得到中国核电内在价值 1082 亿元, 对应摊薄后每股价值 6.95 元。

图表47: 自由现金流预测

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	39,305	47,062	48,769	54,511	58,355	58,355	58,355	58,355
YOY (%)	17.0%	19.7%	3.6%	11.8%	7.1%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	14,463	15,443	16,172	17,965	19,052	18,510	17,845	17,742
YOY (%)	27.5%	6.8%	4.7%	11.1%	6.0%	-2.8%	-3.6%	-0.6%
息税前利润率 (%)	36.8%	32.8%	33.2%	33.0%	32.6%	31.7%	30.6%	30.4%
EBIT*(1-t) (百万元)	12,329	13,320	13,960	14,918	15,757	15,124	14,161	13,492
+折旧及摊销	9,656	11,796	12,782	14,172	15,193	15,831	16,436	17,005
+营运资金变化	-97	-2,837	-866	-1,223	-867	-272	-77	1,009
+资本支出	-23,173	-37,649	-36,576	-27,256	-11,671	-7,586	-7,003	-7,003
自由现金流终值 (百万元)	-1,286	-15,370	-10,700	612	18,411	23,097	23,518	24,503

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PE 估值: 每股目标价 6.14-7.08 元。从 PE 估值方法出发, 我们选取中国广核 (A 股目前仅有唯一两家核电运营上市公司, 中国核电及中国广核) 为公司可比公司, 此外考虑水电和核电商业模式相似度高, 雅砻江水电正处在持续开发建设中, 我们额外选取川投能源 (持有雅砻江水电 48% 股权) 以及国内水电龙头长江电力为公司可比公司。

我们预计中国核电 19~21 年 EPS 0.31/0.34/0.37 元, 参考可比公司 2019 年 PE 平均值为 17 倍, 考虑到中国核电处于成长期, 龙头效应明显, 应当享受一定溢价, 我们给予公司 19 年 19.5-22.5 倍目标 PE, 每股目标价 6.14-7.08 元。

图表48: 可比公司估值表 (2019/11/14)

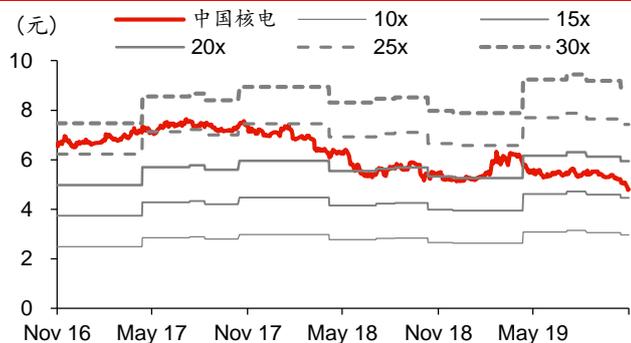
公司名称	股票代码	股价		市值(mn)		市盈率 (x)		市净率 (x)		净资产收益率 (x)		数据来源
		2019/11/14	2019/11/14	2019/11/14	2019/11/14	19E	20E	19E	20E	19E	20E	
中国广核	003816.SZ	3.57	160,610	18	17	2.2	2.0	12%	12%			Wind
长江电力	600900.SH	17.81	391,820	17	17	2.6	2.5	15%	15%			Wind
川投能源	600025.SH	4.34	78,120	16	15	1.7	1.6	11%	11%			Wind
平均值			210,183	17	16	2.2	2.0	13%	12%			
中间值			160,610	17	17	2.2	2.0	12%	12%			
中国核电	601985.SH	4.80	74,714	15	14	1.5	1.4	10%	10%			华泰

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

综合分析，结合 DCF 估值方法与 PE 估值方法综合测算结果，我们认为每股合理价值区间 6.14-7.08 元。

PE/PB - Bands

图表49：中国核电历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表50：中国核电历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

- (1) 利用小时数下滑风险：电力供需形式恶化，全社会用电量增速低于预期，电力供需形势恶化，对煤电挤出效应增加，带来利用小时数大幅下降的风险。
- (2) 电价下降风险：国家政策要求下调电价，带来收入端下降的风险。
- (3) 新建项目进度不及预期，导致造价偏高。
- (4) 增值税退税等财政补贴滑坡，影响当期业绩表现。
- (5) 贸易摩擦风险：受中美贸易摩擦影响，公司少部分零部件进口可能会受到冲击；

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	33,135	34,114	38,213	48,578	59,203
现金	8,461	7,170	4,942	13,169	19,383
应收账款	3,222	4,595	5,501	5,701	6,372
其他应收账款	1,304	937.34	1,122	1,163	1,300
预付账款	4,251	3,251	4,036	4,299	4,829
存货	15,081	17,445	21,881	23,513	26,576
其他流动资产	816.77	717.52	729.85	732.57	741.70
非流动资产	270,057	289,367	316,950	342,475	357,326
长期投资	2,418	2,914	2,914	2,914	2,914
固定投资	130,924	211,260	213,610	234,695	254,324
无形资产	633.64	657.23	677.64	695.31	710.60
其他非流动资产	136,082	74,536	99,749	104,171	99,378
资产总计	303,193	323,481	355,164	391,053	416,528
流动负债	38,570	39,276	46,629	50,905	58,823
短期借款	12,635	6,020	8,149	9,420	11,620
应付账款	11,387	13,328	16,550	17,628	19,801
其他流动负债	14,548	19,928	21,930	23,856	27,403
非流动负债	186,996	200,634	217,505	241,080	249,638
长期借款	169,816	182,670	199,541	223,116	231,674
其他非流动负债	17,180	17,964	17,964	17,964	17,964
负债合计	225,566	239,910	264,134	291,984	308,461
少数股东权益	34,162	37,141	41,568	46,252	51,584
股本	15,565	15,565	15,565	15,565	15,565
资本公积	12,896	12,811	12,811	12,811	12,811
留存公积	14,939	17,993	21,085	24,439	28,106
归属母公司股东权益	43,465	46,430	49,462	52,816	56,483
负债和股东权益	303,193	323,481	355,164	391,053	416,528

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	19,907	23,408	23,884	28,046	30,488
净利润	4,498	4,737	4,900	5,287	5,752
折旧摊销	8,206	9,742	11,883	12,869	14,222
财务费用	4,153	5,267	5,660	6,251	6,619
投资损失	(154.49)	(124.05)	(148.86)	(178.63)	(214.35)
营运资金变动	(563.17)	(182.55)	(2,617)	(645.90)	(1,003)
其他经营现金	3,767	3,969	4,207	4,464	5,112
投资活动现金	(24,395)	(22,752)	(37,580)	(36,478)	(27,121)
资本支出	23,509	23,173	37,649	36,576	27,256
长期投资	708.78	495.08	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	177.05	(916.22)	(68.86)	(98.63)	(134.35)
筹资活动现金	4,910	(2,308)	11,472	16,662	2,851
短期借款	596.16	(6,615)	2,129	1,271	2,200
长期借款	17,014	12,855	16,871	23,575	8,558
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.88	(84.43)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,701)	(8,464)	(7,528)	(8,183)	(7,906)
现金净增加额	420.98	(1,652)	(2,224)	8,230	6,218

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,590	39,305	47,062	48,769	54,511
营业成本	20,286	22,893	28,427	30,280	34,011
营业税金及附加	560.37	515.11	752.99	560.84	572.37
营业费用	30.12	45.90	84.71	48.77	54.51
管理费用	1,365	1,388	2,353	1,707	1,908
财务费用	4,153	5,267	5,660	6,251	6,619
资产减值损失	86.67	114.38	141.18	97.54	109.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	154.49	124.05	148.86	178.63	214.35
营业利润	9,441	10,194	10,983	11,713	13,491
营业外收入	75.40	132.34	158.83	164.66	184.28
营业外支出	103.02	311.75	327.34	327.34	327.34
利润总额	9,413	10,014	10,814	11,550	13,348
所得税	1,377	1,478	1,487	1,580	2,264
净利润	8,036	8,536	9,327	9,970	11,084
少数股东损益	3,538	3,800	4,427	4,684	5,332
归属母公司净利润	4,498	4,737	4,900	5,287	5,752
EBITDA	19,362	24,119	27,240	28,955	32,138
EPS (元, 基本)	0.29	0.30	0.31	0.34	0.37

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.93	17.02	19.73	3.63	11.78
营业利润	52.74	7.98	7.74	6.65	15.18
归属母公司净利润	0.20	5.32	3.44	7.90	8.80
获利能力 (%)					
毛利率	39.61	41.76	39.60	37.91	37.61
净利率	13.39	12.05	10.41	10.84	10.55
ROE	10.69	10.54	10.22	10.34	10.52
ROIC	4.15	5.03	4.99	4.77	4.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.40	74.17	74.37	74.67	74.06
净负债比率 (%)	85.87	85.30	85.33	86.29	85.99
流动比率	0.86	0.87	0.82	0.95	1.01
速动比率	0.47	0.42	0.35	0.49	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.13	0.14	0.13	0.14
应收账款周转率	9.92	10.06	9.32	8.71	9.03
应付账款周转率	1.74	1.85	1.90	1.77	1.82
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.30	0.31	0.34	0.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.28	1.50	1.53	1.80	1.96
每股净资产 (最新摊薄)	2.79	2.98	3.18	3.39	3.63
估值比率					
PE (倍)	16.61	15.77	15.25	14.13	12.99
PB (倍)	1.72	1.61	1.51	1.41	1.32
EV_EBITDA (倍)	12.84	10.62	10.19	10.16	9.29

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com