

中国核电 (601985)

调整折旧对冲三门故障，漳州项目拔得“华龙”头筹

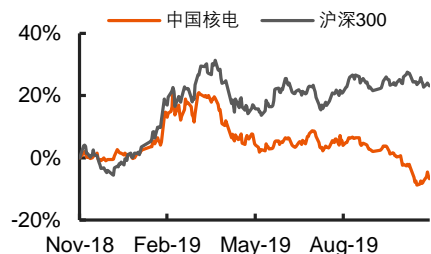
推荐 (维持)

现价: 4.84 元

主要数据

行业	电力
公司网址	www.cnp.com.cn
大股东/持股	中核工业/69.50%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	15,565
流通 A 股(百万股)	15,565
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	753.37
流通 A 股市值(亿元)	753.37
每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	74.3

行情走势图



相关研究报告

- 《中国核电*601985*短期受挫不改长期向好》
2019-08-26
- 《中国核电*601985*投产大年，腾飞在望》
2019-04-26

证券分析师

严家源 投资咨询资格编号
S1060518110001
021-20665162
YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **三门2号深陷故障泥潭，拖累公司业绩：**三门2号机组因设备故障停堆检修对公司业绩表现的拖累超过预期。公司第三季度实现营业收入 118.98 亿元，同比增长 16.31%；归属于上市公司股东的净利润 10.86 亿元，同比下降 11.05%。3Q19 与 2Q19 相比，营业成本增加了 6.28 亿元、管理费用增加了 4.04 亿元，部分即是三门2号机组检修的影响。
- **调整折旧政策释放利润，对冲业绩压力：**公司决定自 2019 年 7 月 1 日起，对固定资产的折旧年限等会计估计进行变更，此举增加 Q3 净利润 3.6 亿元。公司 2018 年折旧率约 4.4%，大幅高于中广核电力 3.3% 的年折旧率；近 5 年平均折旧率 5.1% 也显著高于广核的 4.0%。在三门2号机组拖累全年业绩的情况下，公司通过降低折旧率增加净利润以进行对冲。考虑到会计政策的变更起始时间，预计后期每个季度均有望释放相同规模的利润。
- **电价预期维稳，电量仍有提升空间：**《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》决定自 2020 年 1 月 1 日起，执行“基准+浮动”电价机制。电价新政明确核电价格形成机制参考煤电标杆上网电价的改为参考基准价，实现了核电标杆电价体系的平稳过渡。随着中美贸易争端的缓和，东南沿海省份的生产用电需求逐步回归正常水平，公司在当地机组的利用小时有望同步回升。
- **漳州核电拔得头筹，“华龙一号”助推成长：**2020 年核电行业主要看点之一即是“华龙一号”首堆——福清 5 号的投产商运，新机组审批提速。10 月 16 日，公司控股的漳州核电 1 号机组率先实现 FCD。此外，同样采用“华龙一号”技术的海南昌江核电二期工程目前已经开始前期施工，有望在 2020 年内获批开建。
- **投资建议：**三门2号机组停堆检修对业绩的拖累超过预期，但公司通过调整折旧政策释放利润进行对冲。电价新政明确了核电上网电价体系的平稳过渡，稳定了市场预期。公司机组所在地区用电需求开始回暖，利用小时

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33590	39305	43193	52450	57302
YoY(%)	11.9	17.0	9.9	21.4	9.2
净利润(百万元)	4498	4737	4920	6103	6638
YoY(%)	0.2	5.3	3.9	24.0	8.8
毛利率(%)	39.6	41.8	40.8	41.2	41.4
净利率(%)	13.4	12.1	11.4	11.6	11.6
ROE(%)	10.4	10.2	9.8	11.1	11.1
EPS(摊薄/元)	0.29	0.30	0.32	0.39	0.43
P/E(倍)	16.7	15.9	15.3	12.3	11.3
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

有望逐步提升。我们根据机组运行及上网电价变化情况，调整对公司的盈利预测，预计 19/20/21 年 EPS 分别为 0.32/0.39/0.43 元（前值 0.39/0.48/0.53 元），对应 11 月 28 日收盘价 PE 分别为 15.3/12.3/11.3 倍，维持“推荐”评级。

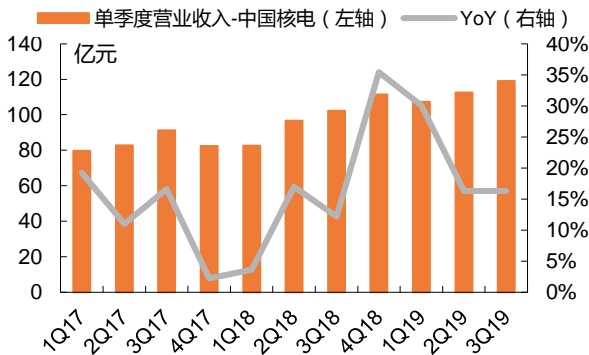
- **风险提示：**1、核安全事故：因为核安全的高度敏感性，任何一起核事故均可能导致全球范围的停运、缓建；2、政策推进不及预期：部分地区目前仍处于电力供大于求的状态，可能影响存量机组的消纳、以及新机组的建设；3、新技术推进遇阻：国内新建机组均采用三代技术，如果 AP1000、“华龙一号”出现问题，将影响后续机组的批复和建设；4、电价调整：部分已投产机组可能追溯上网电价调整产生的收入差额，电力市场的发展可能导致市场交易电量价差进一步扩大，拉低平均上网电价。

一、三门 2 号深陷故障泥潭，拖累公司业绩

三门 2 号机组因设备故障停堆检修对于公司业绩表现的拖累超过预期。公司前三季度实现营业收入 338.86 亿元，同比增长 20.35%；归属于上市公司股东的净利润 36.84 亿元，同比下降 3.05%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 36.92 亿元，同比下降 4.78%。其中，第三季度实现营业收入 118.98 亿元，同比增长 16.31%；归属于上市公司股东的净利润 10.86 亿元，同比下降 11.05%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 10.84 亿元，同比下降 10.09%。此外，3Q19 与 2Q19 相比，营业成本增加了 6.28 亿元、管理费用增加了 4.04 亿元，部分即是三门 2 号机组检修的影响。

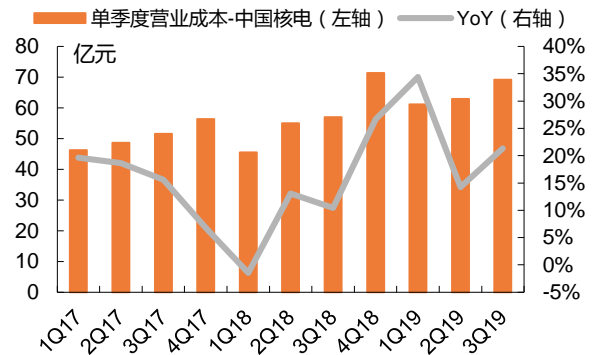
参照三门 1 号机组前三季度的上网电量，按照批复上网电价 0.4203 元/千瓦时、增值税税率（一季度 16%、二季度及以后 13%）进行测算，前三季度 2 号机停堆减少约 27.04 亿元的营业收入；假设同期折旧等成本费用已全部按正常扣除，按照 25% 所得税率计算，减少净利润约 20.28 亿元、归母净利润约 10.34 亿元。如果年内仍不能重新开始正常运行，按照三门 1 号前三季度平均负荷因子和厂用电率推算，全年预计减少营收 36.19 亿元、净利润 27.14 亿元、归母净利润 13.84 亿元。

图表1 3Q19 中国核电营业收入同比增长 16.3%



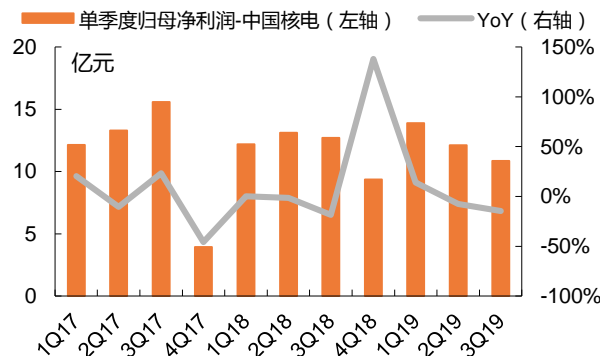
资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表2 3Q19 中国核电营业成本同比增长 21.3%



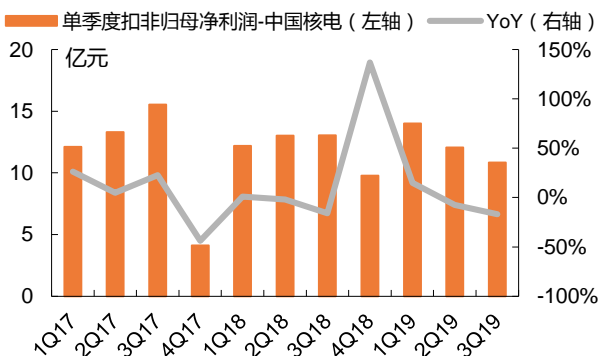
资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表3 3Q19 中国核电归母净利润同比下降 11.0%



资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表4 3Q19 中国核电扣非归母净利润同比下降 10.1%



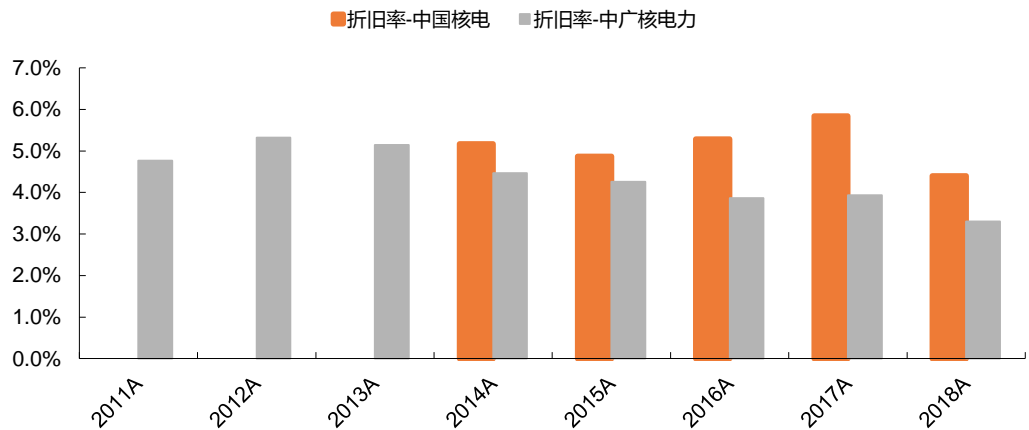
资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

二、 调整折旧政策释放利润，对冲业绩压力

2019年10月30日，公司召开董事会会议，审议通过了《关于修订会计制度的议案》，决定自2019年7月1日起，对各下属单位不同机组类型、不同类别固定资产的折旧年限等会计估计进行变更，此次变更增加公司2019年1-9月净利润3.6亿元。

对比中国核电与中广核电力两家核电运营上市公司的折旧政策，公司2018年折旧率约4.4%，大幅高于中广核电力3.3%的年折旧率；近5年平均折旧率5.1%也显著高于广核的4.0%。此前市场一直呼吁公司能够参照中广核电力的折旧政策，降低折旧率至同等水平，以合理释放部分利润。我们认为，在三门2号机组拖累全年业绩的不利局面下，公司希望通过降低折旧率增加净利润以进行对冲。考虑到会计政策的变更起始时间，预计后期每个季度均有望释放相同规模的利润。

图表5 中国核电与中广核电力折旧率对比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

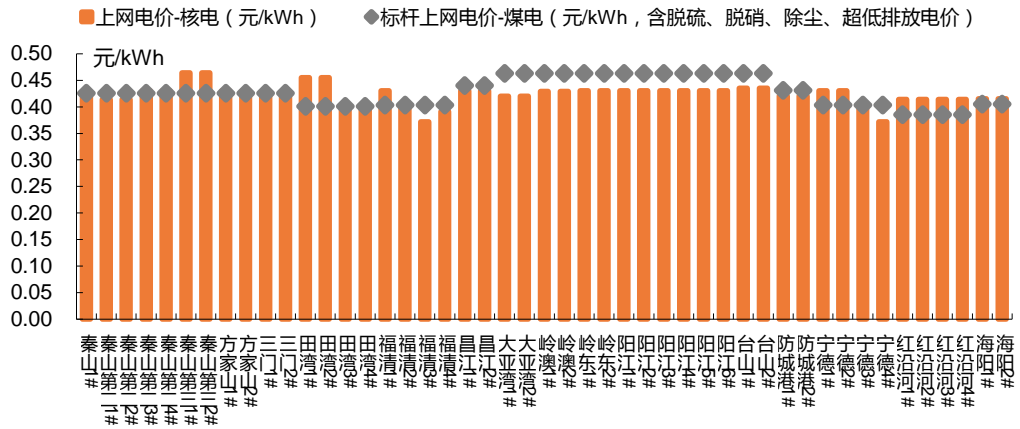
三、 电价预期维稳，电量仍有提升空间

3.1 参照系平稳过渡

2019年10月21日，国家发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》(发改价格规[2019]1658号)，正式取消已使用了十六年的煤电标杆上网电价+煤电联动机制。意见决定，自2020年1月1日起，执行新的“基准+浮动”电价机制。电价新政规定核电价格形成机制参考燃煤发电标杆上网电价的改为参考基准价，实现了核电标杆电价体系的平稳过渡，打消了市场前期对于核电上网电价调整的不确定性预期。

核电标杆电价的制定准则主要是参考所在地区煤电标杆电价，通常情况下新投产机组上网电价不高于当地煤电标杆，体现了核电对于煤电的替代能力。目前，全国47台在运核电机组中，有26台机组上网电价低于当地煤电标杆电价(含脱硫、脱硝、除尘、超低排放电价)，有19台机组高于煤电标杆，另有2台持平。

图表6 在运核电机组与所在地区煤电标杆/基准电价对比

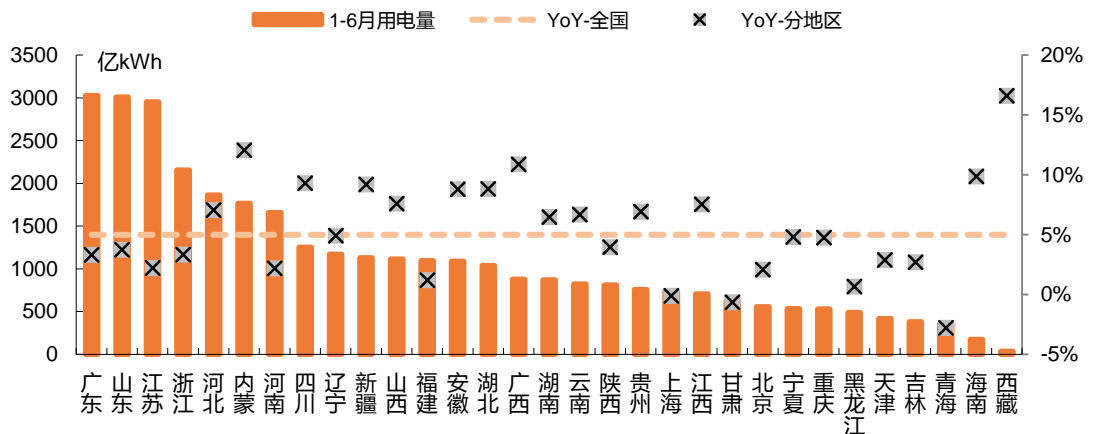


资料来源: 国家及各省(区、市)发改委、物价局, 公司公告, 平安证券研究所

3.2 利用小时有望回升

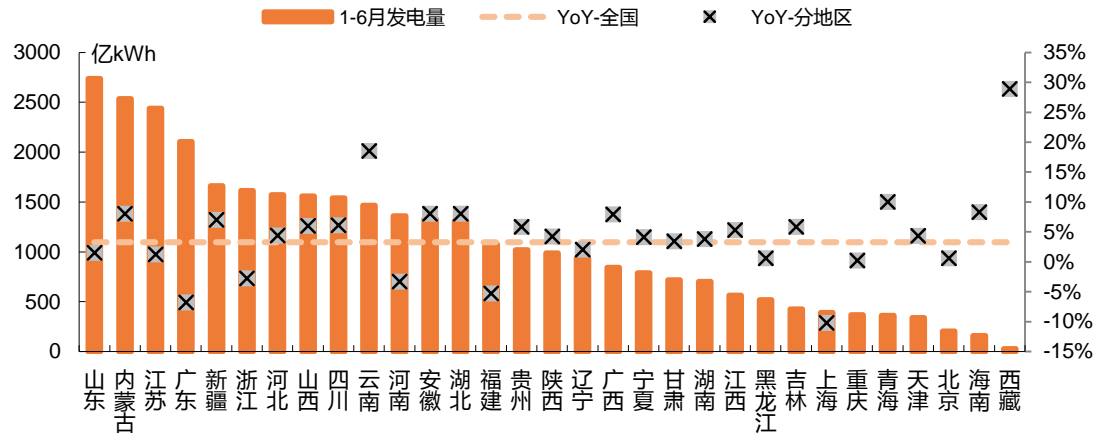
2018年是核电投产大年, 全年共有7台机组投产, 其中6台在下半年实现商运; 2019年海阳2号、阳江6号、台山2号先后投产。新增装机大幅增长导致的消纳问题难以避免; 且广东、浙江、福建、江苏这4个核电大省, 以及新投产两台AP1000机组的山东省、消纳秦山核电部分电量的上海市, 上半年的用电量增速均低于全国平均水平。受此影响, 前7个月全国核电平均利用小时比上年同期减少了129小时, 同比下降3.1%。自三季度起, 广东省的发、用电需求率先回暖并持续提升, 四季度苏、浙、沪、闽也开始陆续出现回暖迹象。我们预计, 随着中美贸易争端的缓和, 东南沿海省份的生产用电需求将逐步回归正常水平, 公司在当地机组的利用小时有望同步回升。

图表7 2019年1-6月各省(区、市)全社会用电量及其增速



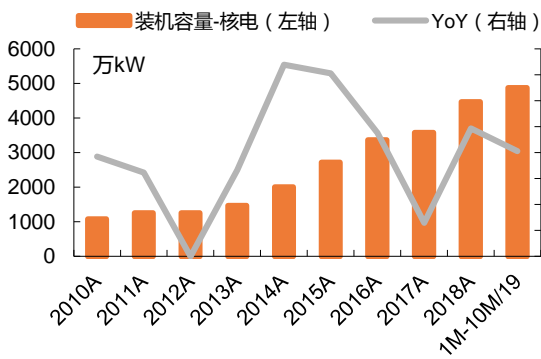
资料来源: 国家能源局, 中电联, Wind, 平安证券研究所

图表8 2019年1-6月各省(区、市)发电量及其增速



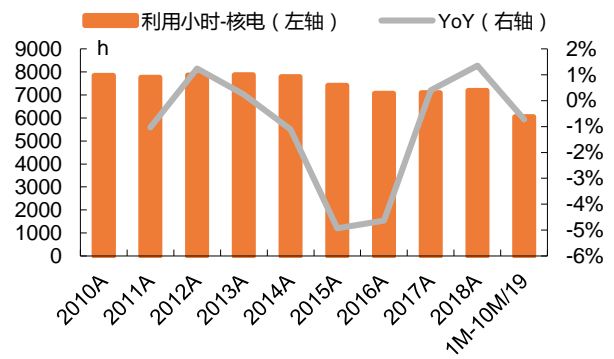
资料来源: 国家能源局, 中电联, Wind, 平安证券研究所

图表9 2018年核电装机容量同比增长20.3%



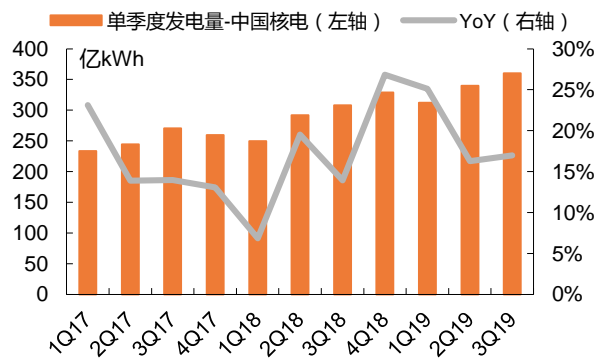
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表10 2019年1-10月核电利用小时同比减少0.7%



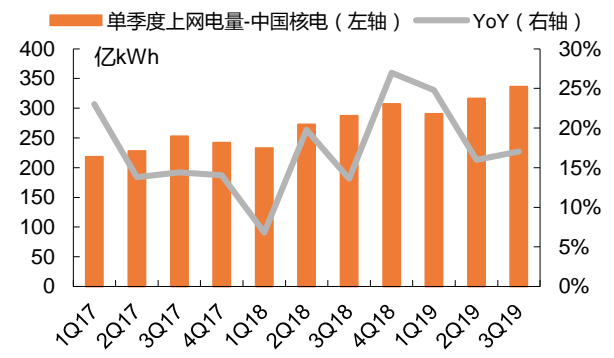
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表11 3Q19中国核电发电量同比增长17.0%



资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所 注: 含少量风电、光伏发电机组。

图表12 3Q19中国核电上网电量同比增长17.1%



资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所 注: 含少量风电、光伏发电机组。

四、漳州核电拔得头筹，“华龙一号”助推成长

2019年1月30日,中核集团漳州核电一期、中广核集团惠州太平岭核电一期共4台机组获得核准。3月18日,生态环境部正式受理福建漳州核电厂1、2号机组及中广核广东太平岭核电厂一期工程的环境影响报告书(建造阶段);10月9日,生态环境部发布《关于福建漳州核电厂1、2号机组环境影响报告书(建造阶段)的批复》;10月16日,漳州核电1号机组FCD。

2020年核电行业最大的看点之一就是采用国产三代核电技术的“华龙一号”首堆示范工程——福清5号机组的投产商运。2018年10月11日,美国能源部(DOE)发布《关于防止中国非法转移美国民用核技术用于军事或其他未经授权目的的措施》。在技术转让方面主要包括禁止轻水小堆、非轻水先进反应堆(例如第四代核反应堆等)、2018年1月1日以后的新技术转让,以及相关软件系统的源代码、工程设计技术等转让;在设备和部件方面,禁止与美国有直接经济竞争的出口申请,例如“华龙一号”、以及CAP1400的美国专有设备。决策层对于自主知识产权的考量是核电这一“中国制造2025”代表在未来发展规划中的关键因素;而是否具有自主知识产权决定了是否具有独立出口权,即决定了其能否成为“走出去”战略中像高铁一样的“国家名片”。因此,“华龙一号”也取代了此前全球瞩目的AP1000,成为国产三代核电技术的主力堆型。在首堆投产前即批复新机组,表明了决策层对于“华龙一号”乃至中国核电事业发展的支持和希冀。此外,同样采用“华龙一号”技术的海南昌江核电二期工程目前已经开始前期施工,有望在2020年内获批开建。

图表13 国内应用的五种三代核电技术对比

参数	AP1000	HPR1000	CAP1400	EPR	WWER-1200
堆芯额定功率(MWt)	3415	3050	4040	4590	3200
电功率(MWe)	1117	1170	1534	1770	1197
可利用率	>93%	>90%	>93%	>92%	>90%
设计寿命(年)	60	60	60	60	60
换料周期(月)	18	18	18	18-24	12
堆芯温度(°C)	321.1	-	304.0	312.6	313.6
堆芯损坏概率(1/堆·年)	$<5.09 \times 10^{-7}$	$<1 \times 10^{-6}$	$<4.00 \times 10^{-7}$	$<1.24 \times 10^{-6}$	$<5.94 \times 10^{-7}$
大量放射性释放概率(1/堆·年)	$<5.92 \times 10^{-8}$	$<1 \times 10^{-7}$	$<5.07 \times 10^{-8}$	$<9.60 \times 10^{-8}$	$<3.70 \times 10^{-9}$

资料来源: Westinghouse,《世界三代压水堆主要机型技术分析》,《CAP1400的总体设计和技术创新》,《三代核电技术简析及主要堆型对比分析》,《“华龙一号”的设计理念 and 总体技术特征》,平安证券研究所

五、投资建议

三门2号机组停堆检修对业绩的拖累超过预期,但公司通过调整折旧政策释放利润进行对冲。电价新政明确了核电上网电价体系的平稳过渡,稳定了市场预期。公司机组所在地区用电需求开始回暖,利用小时有望逐步提升。我们根据机组运行及上网电价变化情况,调整对公司的盈利预测,预计19/20/21年EPS分别为0.32/0.39/0.43元(前值0.39/0.48/0.53元),对应11月28日收盘价PE分别为15.3/12.3/11.3倍,维持“推荐”评级。

六、风险提示

- 核安全事故：因为核安全的高度敏感性，任何一起核事故均可能导致全球范围的停运、缓建；
- 政策推进不及预期：部分地区目前仍处于电力供大于求的状态，可能影响存量机组的消纳、以及新机组的建设；
- 新技术推进遇阻：国内新建机组均采用三代技术，如果 AP1000、“华龙一号”出现问题，将影响后续机组的批复和建设；
- 电价调整：部分已投产机组可能追溯上网电价调整产生的收入差额，电力市场的发展可能导致市场交易电量价差进一步扩大，拉低平均上网电价。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	34114	39679	50334	48888	营业收入	39305	43193	52450	57302
现金	7170	9641	11708	12791	营业成本	22893	25552	30851	33584
应收票据及应收账款	4657	4002	6513	4975	营业税金及附加	515	566	687	751
其他应收款	939	1531	1468	1808	营业费用	46	50	61	67
预付账款	3251	4993	5017	5919	管理费用	1388	1655	2009	2195
存货	17445	18858	24973	22741	研发费用	461	507	615	672
其他流动资产	653	653	653	653	财务费用	5267	6340	7210	7757
非流动资产	289367	292911	313479	332748	资产减值损失	114	126	153	167
长期投资	2914	3536	4164	4799	其他收益	1445	1930	1930	1795
固定资产	211260	216535	238484	258815	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	1159	1209	1231	1255	投资净收益	124	130	136	143
其他非流动资产	74034	71631	69600	67879	资产处置收益	3	3	3	3
资产总计	323481	332590	363812	381636	营业利润	10194	10461	12933	14050
流动负债	39276	51821	75222	86117	营业外收入	132	132	132	132
短期借款	6020	21761	38340	51101	营业外支出	312	312	312	312
应付票据及应付账款	13328	14257	19049	17208	利润总额	10014	10281	12754	13871
其他流动负债	19928	15804	17832	17809	所得税	1478	1415	1755	1908
非流动负债	200634	190199	189788	187749	净利润	8536	8867	10999	11962
长期借款	182670	172235	171824	169785	少数股东损益	3800	3947	4896	5324
其他非流动负债	17964	17964	17964	17964	归属母公司净利润	4737	4920	6103	6638
负债合计	239910	242020	265010	273866	EBITDA	29859	29213	33012	35990
少数股东权益	37141	41088	45983	51308	EPS (元)	0.30	0.32	0.39	0.43
股本	15565	15565	15565	15565	主要财务比率				
资本公积	12811	12811	12811	12811	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	17993	23313	29913	37090	成长能力	-	-	-	-
归属母公司股东权益	46430	49482	52819	56462	营业收入(%)	17.0	9.9	21.4	9.2
负债和股东权益	323481	332590	363812	381636	营业利润(%)	8.0	2.6	23.6	8.6
					归属于母公司净利润(%)	5.3	3.9	24.0	8.8
					获利能力	-	-	-	-
					毛利率(%)	41.8	40.8	41.2	41.4
					净利率(%)	12.1	11.4	11.6	11.6
					ROE(%)	10.2	9.8	11.1	11.1
					ROIC(%)	6.5	6.4	6.8	7.0
					偿债能力	-	-	-	-
					资产负债率(%)	74.2	72.8	72.8	71.8
					净负债比率(%)	253.2	232.8	228.5	219.2
					流动比率	0.9	0.8	0.7	0.6
					速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2
					营运能力	-	-	-	-
					总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2
					应收账款周转率	10.0	10.0	10.0	10.0
					应付账款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9
					每股指标(元)	-	-	-	-
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.32	0.39	0.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.38	1.64	1.98
					每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.18	3.39	3.63
					估值比率	-	-	-	-
					P/E	15.9	15.3	12.3	11.3
					P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
					EV/EBITDA	10.9	11.2	10.5	10.1

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	23408	21523	25501	30806
净利润	8536	8867	10999	11962
折旧摊销	9742	9091	10048	11362
财务费用	5267	6340	7210	7757
投资损失	-124	-130	-136	-143
营运资金变动	-197	-2642	-2617	-130
其他经营现金流	184	-3	-3	-3
投资活动现金流	-22752	-12502	-30476	-30485
资本支出	23173	2923	19939	18635
长期投资	-495	-622	-642	-635
其他投资现金流	-74	-10202	-11179	-12486
筹资活动现金流	-2308	-22289	-9538	-11998
短期借款	-6615	0	0	0
长期借款	12855	-10435	-411	-2039
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-84	0	0	0
其他筹资现金流	-8464	-11854	-9126	-9959
现金净增加额	-1656	-13269	-14513	-11677

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033