

证券研究报告

公司研究——中报点评

中国核电（601985.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2015.6.11

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮 箱：guojingpu@cindasc.com

刘斌斌 研究助理

联系电话：+86 10 63081341

邮 箱：liubinbin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

发电量增长超预期，华龙示范机组顺利开工

中报点评

2015 年 09 月 11 日

事件：公司发布 2015 年中报，2015 年 1-6 月公司实现营业收入 128.93 亿元，同比增长 52.53%；归属于上市公司股东的净利润 24.73 亿元，同比增长 150.45%；扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.207 元，同比增长 140.70%。

点评：

- **运行机组可靠运行，累计发电量增长超过预期。**2015 年 1-6 月公司实现营业收入 128.93 亿元，同比增长 52.53%，归属于上市公司股东的净利润 24.73 亿元，同比增长 150.45%，主要是在运机组在报告期内保持了安全可靠的运行，累计发电 366.67 亿千瓦时，同比增长 54.51%。同时，公司已按照计划完成了 5 次大修，占全年 10 次大修的 50%。今年 2 月 12 日提前投入运行的方家山 2 号机组，创造了国内同类型机组从首次装料到具备商运条件最短记录（仅用 69 天）。公司在面对国内经济增速放缓、用电量增速回落的不利局面的情况下，通过对在运机组良好的运营管理，较好地完成了上半年经营工作，有力支撑全年经营目标的全面实现。
- **国内自主三代核电技术“华龙一号”全球首堆顺利开工。**我国自主三代核电技术“华龙一号”自去年中核和中广核进行技术融合之后，一直受到市场的热烈关注。今年 5 月 7 日，福清 5 号机组顺利实现 FCD，标志着中国自主三代核电技术“华龙一号”的全球首堆工程正式开工。
- **华龙正积极推动海外市场，内陆核电动作频频开启在即。**随着国内华龙一号示范机组的正式开工建设，公司一直在积极的推动海外市场，目前除已确定的巴基斯坦订单外，还有望于年底前与英国签订合约，其余如阿根廷、巴西、南非、阿尔及利亚、肯尼亚等一系列已签订合作协议或备忘录的国家正在推进正式的合作细节工作。2015 上半年，国家多次组织专家调研内陆核电，多位政府主管部门领导表示要认真评测内陆核电的安全性问题，目前以湖南桃花江、江西彭泽、湖北咸宁三个项目先期重启希望最高。
- **AP1000 项目再遇波折，三门项目不确定性增加。**位于浙江三门的 AP1000 核电项目为世界首个 AP1000 示范堆型，目前由于缺乏经验导致工程拖期严重。主要问题出现在由美国 EMD 公司设计和制造的 AP1000 反应堆屏蔽电机主泵上。今年 5 月 20 日，进行了主泵的重新工程与耐久试验，虽然顺利完成，但在最后一次试验中，在叶轮的位置出现轻微裂痕，长度约 10 毫米至 12 毫米，预计将于 9 月-10 月再次进行第二次实验。因此三门机组于 2016 年底投产的计划的不确定性有所增加。

- **盈利预测及评级：**考虑到上半年的发电量的增长超过预期，我们调整了公司盈利预测，预计公司 2015-2017 年的营业收入分别达到 269.33 亿元、329.61 亿元和 392.29 亿元，同比增长 43.25%、22.38%和 19.01%，归母净利润分别达到 35.74 亿元、45.14 亿元和 53.98 亿元，同比增长 44.60%、26.29%和 19.58%，按照公司最新股本 155.65 亿股计算，EPS 分别达到 0.23 元、0.29 元和 0.35 元（此前分别为 0.20 元、0.24 元和 0.27 元），维持“买入”评级。
- **风险因素：**核安全风险；项目批复未达到预期风险；国家政策调整及税费率优惠调整风险。

公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	18,080.93	18,800.74	26,932.80	32,961.48	39,229.06
增长率 YoY %	1.86%	3.98%	43.25%	22.38%	19.01%
归属母公司净利润(百万元)	2,475.93	2,471.74	3,574.23	4,513.86	5,397.72
增长率 YoY%	17.39%	-0.17%	44.60%	26.29%	19.58%
毛利率%	35.73%	39.51%	42.69%	43.85%	44.75%
净资产收益率 ROE%	12.86%	11.61%	12.80%	14.21%	18.66%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.21	0.23	0.29	0.35
市盈率 P/E(倍)	59	59	41	32	27
市净率 P/B(倍)	5.41	4.84	4.34	4.82	5.23

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2015 年 09 月 11 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	19,792.57	22,361.18	36,338.86	35,833.32	36,227.65
货币资金	4,177.01	5,102.30	16,230.85	11,902.90	8,350.22
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,716.08	2,368.77	2,687.85	3,289.51	3,915.00
预付账款	1,666.22	1,681.60	2,077.07	2,490.19	2,916.24
存货	10,593.16	11,981.31	14,115.88	16,923.52	19,818.98
其他	1,640.11	1,227.21	1,227.21	1,227.21	1,227.21
非流动资产	174,929.14	200,085.45	221,634.75	244,115.28	267,592.78
长期投资	823.76	956.47	956.47	956.47	956.47
固定资产	51,869.45	78,866.80	124,622.10	162,775.39	196,026.58
无形资产	177.30	258.26	152.56	147.52	142.48
其他	122,058.64	120,003.92	95,903.63	80,235.91	70,467.25
资产总计	194,721.71	222,446.63	257,973.61	279,948.60	303,820.43
流动负债	26,192.81	23,076.56	25,957.91	28,240.45	30,583.81
短期借款	6,957.30	7,207.68	7,643.37	8,079.05	8,514.73
应付账款	4,987.31	5,484.99	7,444.46	8,925.16	10,452.17
其他	14,248.20	10,383.89	10,870.09	11,236.25	11,616.91
非流动负债	127,028.30	152,805.59	170,673.26	188,771.85	206,870.45
长期借款	111,815.72	134,434.21	152,532.81	170,631.40	188,730.00
其他	15,212.58	18,371.38	18,140.45	18,140.45	18,140.45
负债合计	153,221.11	175,882.15	196,631.17	217,012.30	237,454.26
少数股东权益	21,388.35	24,102.10	27,952.56	32,815.27	38,630.14
归属母公司股东权益	20,112.25	22,462.38	33,389.88	30,121.03	27,736.03
负债和股东权益	194,721.71	222,446.63	257,973.61	279,948.60	303,820.43

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	18,080.93	18,800.74	26,932.80	32,961.48	39,229.06
同比	1.86%	3.98%	43.25%	22.38%	19.01%
归属母公司净利润	2,475.93	2,471.74	3,574.23	4,513.86	5,397.72
同比	17.39%	-0.17%	44.60%	26.29%	19.58%
毛利率	35.73%	39.51%	42.69%	43.85%	44.75%
ROE	12.86%	11.61%	12.80%	14.21%	18.66%
每股收益(元)	0.23	0.21	0.23	0.29	0.35
P/E	59	59	41	32	27
P/B	5.41	4.84	4.34	4.82	5.23
EV/EBITDA	19.02	20.98	14.47	11.88	10.35

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	18,080.93	18,800.74	26,932.80	32,961.48	39,229.06
营业成本	11,620.56	11,373.38	15,436.44	18,506.73	21,673.07
营业税金及附加	343.66	351.66	508.80	622.69	741.10
营业费用	79.85	69.77	129.67	158.70	188.87
管理费用	982.71	989.49	1,469.60	1,798.56	2,140.56
财务费用	1,993.30	1,961.70	3,070.27	3,273.21	3,709.14
资产减值损失	88.59	-3.87	33.70	49.48	33.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	246.29	87.70	124.18	152.72	121.53
营业利润	3,218.55	4,146.32	6,408.48	8,704.83	10,864.84
营业外收入	3,692.27	2,055.64	2,636.59	2,636.59	2,636.59
营业外支出	820.65	40.47	310.15	310.15	310.15
利润总额	6,090.18	6,161.49	8,734.92	11,031.27	13,191.28
所得税	969.26	1,004.52	1,310.24	1,654.69	1,978.69
净利润	5,120.92	5,156.97	7,424.68	9,376.58	11,212.59
少数股东损益	2,644.98	2,685.22	3,850.45	4,862.71	5,814.87
归属母公司净利润	2,475.93	2,471.74	3,574.23	4,513.86	5,397.72
EBITDA	12,469.15	12,524.70	21,954.66	28,286.56	34,271.34
EPS (摊薄)	0.16	0.16	0.23	0.29	0.35

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	9,329.25	9,543.16	20,005.98	24,520.68	30,151.35
净利润	5,120.92	5,156.97	7,424.68	9,376.58	11,212.59
折旧摊销	4,323.65	4,375.49	10,201.56	13,866.43	17,320.51
财务费用	2,055.32	1,987.72	3,018.18	3,388.87	3,759.55
投资损失	-246.29	-87.70	-124.18	-152.72	-121.53
营运资金变动	-2,071.18	-1,813.53	-437.16	-2,025.04	-2,072.34
其它	146.83	-75.79	-77.11	66.57	52.58
投资活动现金流	-23,438.03	-23,407.78	-31,746.81	-36,211.33	-40,696.04
资本支出	-23,672.39	-23,403.35	-31,870.98	-36,364.05	-40,817.57
长期投资	382.01	56.34	124.18	152.72	121.53
其他	-147.65	-60.77	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	12,959.22	14,829.09	22,869.37	7,362.70	6,992.01
吸收投资	4,459.23	3,167.33	13,190.49	0.00	0.00
借款	15,807.42	19,537.09	18,534.28	18,534.28	18,534.28
支付利息或股息	9,774.48	10,530.36	8,855.40	11,171.58	11,542.27
现金净增加额	-1127.96	925.30	11128.55	-4327.95	-3552.68

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘斌斌，清华大学化工系学士，核研院核化工专业硕士，中国核电工程公司 4 年工作经验。2015 年 4 月正式加入信达证券研究中心，从事能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。