



增值税返还降低影响利润 新项目 为发展插上翅膀

——中国核电（601985）中报点评

2018年08月24日

强烈推荐/维持

中国核电

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
贺朝晖	研究助理		
	hezh@dxzq.net.cn	010-66554024	

事件：

公司发布中期业绩报告，2018年上半年归属于母公司所有者的净利润为25.79亿元，较上年同期增0.69%；营业收入为179.26亿元，较上年同期增9.75%；基本每股收益为0.166元，较上年同期增0.61%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	8057.07	7997.05	8337.01	9021.34	8234.5	8255.27	9670.79
增长率（%）	29.12%	19.68%	11.92%	15.35%	2.20%	3.23%	16.00%
毛利率（%）	34.51%	42.12%	41.63%	42.85%	31.56%	44.86%	43.09%
期间费用率（%）	18.76%	16.10%	16.36%	14.06%	19.79%	16.31%	16.78%
营业利润率（%）	13.16%	24.50%	39.00%	34.19%	13.91%	31.94%	29.22%
净利润（百万元）	1341.12	2182.43	2347.54	2729.52	776.65	2182.59	2495.01
增长率（%）	65.62%	19.33%	-10.40%	17.74%	-42.09%	00.01%	06.28%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.08	0.09	0.10	0.03	0.08	0.09
资产负债率（%）	74.57%	74.01%	75.30%	74.73%	74.32%	74.14%	74.84%
净资产收益率（%）	1.87%	2.95%	3.25%	3.60%	1.00%	2.72%	3.16%
总资产收益率（%）	0.48%	0.77%	0.80%	0.91%	0.26%	0.70%	0.79%

观点：

1. 新机组投运+用电需求转好促发电量增长

江苏田湾3号机组于2月15日投运，使得公司在运机组增加到18台，总装机容量达到15.4GW。受益于2018H1全社会用电量需求显著改善，核电发电量取得了显著增长，公司2018H1发电量541.5亿千瓦时，同比增长13.3%，占全国核电总发电量42%，占全国总发电量1.69%。

2018H1全社会用电量同比增长9.4%，远远超过GDP增速。当前全社会用电量增长最大驱动力已不是第二产业，而是来自第三产业与居民用电，该驱动力具有持续性。随着能源朝着清洁、高效化趋势发展，核电作为基荷电源有着非常良好的发展环境，利用率可以得到保证。

公司上半年共完成9次大修，主要集中在2月春节附近，下半年大修次数较上半年会减少，因此下半年机组利用率将会提升，发电量有望进一步增加。

表 1：公司运行机组 2018 上半年利用率

省份	机组	机型	装机容量 (MWe)	开工时间	投入商运时间	大修时间	2018 上半年机组利用率
浙江	方家山 1 号机组	M310+	1089	2008/12/26	2014/12/15		98.59%
浙江	方家山 2 号机组	M310+	1089	2009/7/17	2015/2/12	上半年安排大修	90.88%
浙江	秦山二期 1 号机组	CNP650	650	1996/1/2	2002/4/15	上半年安排大修	75.65%
浙江	秦山二期 2 号机组	CNP650	650	1997/4/1	2004/5/3		101.89%
浙江	秦山二期 3 号机组	CNP650	660	2006/4/28	2010/10/5		100.49%
浙江	秦山二期 4 号机组	CNP650	660	2007/1/28	2011/12/30	上半年安排大修	76.84%
浙江	秦山三期 1 号机组	Candu 6	728	1998/6/8	2002/9/21		101.89%
浙江	秦山三期 2 号机组	Candu 6	728	1998/9/25	2003/7/24		100.49%
浙江	秦山一期	CNP300	310	1985/3/20	1994/4/1	2 月开始大修, 仍在进行中	32.08%
江苏	田湾 1 号机组	VER-1000	1060	1999/10/20	2007/5/17		79.35%
江苏	田湾 2 号机组	VER-1000	1060	2000/9/20	2007/8/16	上半年安排大修	79.39%
江苏	田湾 3 号机组	VER-1000	1060	2012/12/27	2018/2/15	商运后随即进行调停检修半月	76.15%
海南	昌江 1 号机组	CNP650	650	2010/4/25	2015/12/25	上半年安排大修	63.75%
海南	昌江 2 号机组	CNP650	650	2010/11/21	2016/8/12	上半年安排大修	56.94%
福建	福清 1 号机组	M310+	1089	2008/11/21	2014/11/22	上半年安排大修	72.36%
福建	福清 2 号机组	M310+	1089	2009/6/17	2015/10/16		90.58%
福建	福清 3 号机组	M310+	1089	2010/12/31	2016/10/24		80.79%
福建	福清 4 号机组	M310+	1089	2012/11/17	2017/9/17		95.23%

资料来源：中国核能行业协会，东兴证券研究所

2. 市场化电量占比提高影响营收增速

在国家供给侧结构性改革深化的背景下，电力市场化交易不断扩大，2018H1公司完成市场化电力销售139.56亿千瓦时，占总发电量的26%，相比2017年市场化交易参与度21%大幅提升。市场化电力交易采用招标模式，实际成交电价会低于核定上网电价，例如2018Q1福建省、浙江省核电平均交易电价为0.32元/度、0.393元/度，低于核定上网电价0.37元/度、0.42元/度，对售电收入影响在10%左右。

市场化电力交易有利于提高机组利用率，增加机组发电量，但会拉低平均上网电价。2018H1因为市场化交易电量的增加，营收增速9.75%低于发电量增速13.3%。未来公司将通过更广泛参与市场化电力交易保证机组能够满足，用增加发电量来对冲市场化交易电价降低。

3. 增值税返还减少及电价调整影响净利润

公司2018H1归母净利润同比增长0.69%，增速大幅低于营收增速，主要是增值税返还退坡以及福清核电电价

下调影响。

公司2018H1列入其他收益科目的增值税返还为7.4亿元，同比减少5.19亿元。根据《财政部国家税务总局关于核电行业税收政策有关问题的通知》(财税〔2008〕38号)，核电机组运行后15年内实行增值税先征后退政策，前5年、第6-10年、第11-15年返还比例依次为75%、70%、55%，满15年后不再实行增值税先征后退政策。公司控股秦山二期1号机组和秦山三期1、2号机组在今年进入第15年运行期，增值税返还退坡对收益产生一定影响。

2017H1报表未体现福清核电电价调整的影响，仍按照0.43元/度的核电标杆电价核算。福清核电电价核定结果低于标杆电价，在2017Q4确定并调整。还原电价调整影响后，2018H1归母净利润同比增长5.57%。

4. 在建及新开工项目贡献成长性

公司目前拥有7台在建机组，总功率为8.2GW，从18年开始每年预计有2台机组投入运行，年均增加装机2.2GW，不断扩大的装机规模将显著增加公司发电量，从而不断增厚营收和利润。

表 2: 公司在建项目及预计投运时间

省份	机组	机型	装机容量 (MWe)	开工时间	预计投入商运时间
浙江	三门 1 号机组	AP1000	1250	2009/4/9	2018 年 10 月
浙江	三门 2 号机组	AP1000	1250	2009/12/15	2019 年
江苏	田湾 4 号机组	WWER1000	1060	2013/9/27	2019 年
江苏	田湾 5 号机组	M310+	1080	2015/12/27	2020 年
江苏	田湾 6 号机组	M310+	1080	2016/8/5	2021 年
福建	福清 5 号机组	华龙一号	1150	2015/5/7	2020 年
福建	福清 6 号机组	华龙一号	1150	2015/12/22	2021 年

资料来源：中国核能行业协会，东兴证券研究所

国家发展核电决心并未动摇，《2018年能源工作指导意见》提出年内争取开工6-8台核电机组。6月中俄正式签署了《田湾核电站7/8号机组框架合同》和《徐大堡核电站框架合同》，4台VVER-1200机组将落地中国，漳州核电于6月29日获得技术路线变更许可，确定将建设具有自主知识产权的“华龙一号”机组。公司储备厂址共14台机组，涵盖了未来可能开工的CAP1000、“华龙一号”以及俄罗斯VVER-1200技术。在三门1号机组正式商运后，新一轮核电新项目开工潮有望到来，公司作为核电站控股股东将成为最大受益方，新项目也将为公司未来发展增添巨大的成长性。

表 3: 公司储备厂址及预计开工

省份	核电厂	机组	装机容量 (MWe)	机型	预计开工年份	当前进展
浙江	三门核电厂	3 号机组	1250	CAP1000	2018 年	前期工程进展顺利，已具备开工条件， 等待最终项目核准
		4 号机组	1250	CAP1000	2019 年	
辽宁	徐大堡核电厂	1 号机组	1250	CAP1000	2019 年	前期工程进展顺利，已具备开工条件， 等待最终项目核准
		2 号机组	1250	CAP1000	2020 年	

福建	漳州核电厂	1 号机组	1150	华龙一号	2019 年	正在开展前期工作
		2 号机组	1150	华龙一号	2020 年	
海南	昌江核电厂	3 号机组	1150	华龙一号	2020 年	正在开展前期工作
		4 号机组	1150	华龙一号	2021 年	
河北	海兴核电厂	1 号机组	1150	华龙一号	2021 年	正在开展前期工作
		2 号机组	1150	华龙一号	2021 年	
江苏	田湾核电厂	7 号机组	1200	VER-1200	2020 年	正在开展前期工作
		8 号机组	1200	VER-1200	2021 年	
辽宁	徐大堡核电厂	3 号机组	1200	VER-1200	2020 年	正在开展前期工作
		4 号机组	1200	VER-1200	2021 年	

资料来源：中国核能行业协会，东兴证券研究所

结论：

公司是国内核电运营商龙头企业，在装机规模不断扩大、用电环境改善的背景下售电收入稳步增长，下半年机组利用率将继续维持高位，在建项目不断投运以及今年下半年即将到来的新项目开工，将为公司未来发展带来非常充足的成长空间。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为379.4亿元、466.3亿元和527.9亿元，归属于上市公司股东净利润分别为95.11亿元、118.3亿元和131.2亿元，每股收益分别为0.34元、0.49元和0.57元，对应PE分别为17、12、10。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

全社会用电量出现下滑、核电新项目审批不及预期、市场化交易电价大幅下降

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	31088	33135	37432	46097	52686	营业收入	30009	33590	37938	46628	52786		
货币资金	8045	8461	9485	11657	13196	营业成本	17705	20286	21625	26578	30088		
应收账款	3552	3222	3638	4471	5062	营业税金及附加	552	560	683	839	950		
其他应收款	978	1304	1473	1810	2049	营业费用	58	30	34	42	47		
预付款项	3774	4251	5116	6180	7383	管理费用	1299	1365	1518	1865	2111		
存货	13600	15081	16589	20389	23081	财务费用	4325	4153	4431	5437	6708		
其他流动资产	1015	811	1028	1463	1771	资产减值损失	11.10	86.67	80.00	80.00	80.00		
非流动资产合计	250959	270057	298351	343052	387269	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	1484	2418	2418	2418	2418	投资净收益	121.37	154.49	150.00	150.00	150.00		
固定资产	128176	130923	156628	181157	203562	营业利润	6181	9441	11218	13937	15451		
无形资产	373	634	693	647	605	营业外收入	3124.4	75.40	75.00	75.00	75.00		
其他非流动资产	9661	11386	11386	11386	11386	营业外支出	73.62	103.02	200.00	210.00	220.50		
资产总计	282047	303193	335783	389149	439955	利润总额	9232	9413	11093	13802	15305		
流动负债合计	41237	38570	43544	64317	78603	所得税	1123	1377	1582	1968	2183		
短期借款	12038	12635	17478	35537	47900	净利润	8108	8036	9511	11834	13123		
应付账款	11927	11387	11849	14563	16486	少数股东损益	3620	3538	4196	4196	4196		
预收款项	20	5	5	5	5	归属母公司净利润	4489	4498	5315	7638	8927		
一年内到期的非流	14549	11241	11241	11241	11241	EBITDA	17743	22156	22921	28113	31592		
非流动负债合计	169083	186996	206212	229831	256568	EPS（元）	0.29	0.29	0.34	0.49	0.57		
长期借款	152802	169816	189032	212650	239387	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	210321	225566	249757	294147	335171	成长能力							
少数股东权益	31048	34162	38358	42554	46750	营业收入增长	14.53%	11.93%	12.94%	22.91%	13.20%		
实收资本(或股本)	15565	15565	15565	15565	15565	营业利润增长	-0.43%	52.74%	18.83%	24.24%	10.87%		
资本公积	12895	12896	13774	13774	13774	归属于母公司净利润	18.71%	0.20%	18.17%	43.70%	16.88%		
未分配利润	10188	12528	13196	14157	15280	获利能力							
归属母公司股东权	40677	43465	47604	52384	57970	毛利率(%)	41.00%	39.61%	43.00%	43.00%	43.00%		
负债和所有者权	282047	303193	335783	389149	439955	净利率(%)	27.02%	23.92%	25.07%	25.38%	24.86%		
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润（%）	1.59%	1.48%	1.58%	1.96%	2.03%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE（%）	11.03%	10.35%	11.17%	14.58%	15.40%	
经营活动现金流	18521	19907	18303	22199	26102	偿债能力							
净利润	8108	8036	9511	11834	13123	资产负债率(%)	75%	74%	74%	76%	76%		
折旧摊销	7237.0	8562.3	0.00	8669.5	9368.5	流动比率	0.75	0.86	0.86	0.72	0.67		
财务费用	4325	4153	4431	5437	6708	速动比率	0.42	0.47	0.48	0.40	0.38		
应收账款减少	0	0	-416	-833	-590	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.11	0.11	0.12	0.13	0.13		
投资活动现金流	-23835	-24395	-35506	-53407	-53615	应收账款周转率	10	10	11	12	11		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.65	2.88	3.27	3.53	3.40		
长期股权投资减少	0	0	106	0	0	每股指标（元）							
投资收益	121	154	150	150	150	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.29	0.34	0.49	0.57		
筹资活动现金流	377	4910	18227	33381	29052	每股净现金流(最新	-0.32	0.03	0.07	0.14	0.10		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.61	2.79	3.06	3.37	3.72		
长期借款增加	0	0	19216	23618	26737	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	20.14	20.07	16.99	11.82	10.11		
资本公积增加	0	1	878	0	0	P/B	2.22	2.08	1.90	1.72	1.56		
现金净增加额	-4937	421	1024	2173	1539	EV/EBITDA	14.75	12.43	13.02	12.02	11.89		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4 年核电行业工作经验，3 年国际能源工程企业工作经验，2018 年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。