

盈利能力改善，关注新项目审批重启



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——中国核电（601985）2018 年三季度报点评

❖ 事件

中国核电发布 2018 年第三季度报告，前三季度公司实现营业收入 281.55 亿元，同比增长 10.41%；实现归属于上市公司股东的净利润 38.50 亿元，同比减少 6.45%。

❖ 点评

发电量稳步提升，公司盈利能力有所改善。受益于新机组投产（三门 1 号机组、田湾 3 号机组、福清 4 号机组分别于 2018 年 9 月、2018 年 2 月、2017 年 9 月投产）以及前三季度核电设备平均利用小时数同比增长 68 小时，公司前三季度累计完成发电量 849.44 亿千瓦时，同比增长 13.55%，发电量提升带动公司营业收入实现稳步增长。第三季度公司毛利率为 44.30%，同比/环比提高了 0.9/1.2 个百分点，机组利用率提高及市场化交易价差缩窄或是公司盈利能力改善的主要因素。

财务费用上升等影响业绩。公司前三季度财务费用为 38.11 亿元，同比增长 22.80%，其中第三季度财务费用同比增加 5.42 亿元，财务费用率同比/环比提高了 4.1/2.4 个百分点；前三季度泰山、田湾核电等机组增值税返还同比下降 7.83 亿元。此外，福清核电电价调整未体现去年同期报表中，若还原电价调整影响，前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润同比增长 1.31%。

AP1000 技术终落地，关注新项目审批重启。公司目前在建装机容量为 693.4 万千瓦，若按计划投产，公司未来三年装机容量复合增速将达 11.4%。今年以来核电机组建设节奏加快，AP1000 全球首堆-三门核电 1 号机组投产后，新项目审批有望加快，公司未来成长空间广阔。

❖ 盈利预测

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 395、455、503 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 48、55、64 亿元，对应 EPS 分别为 0.31、0.35、0.41 元/股，对应 PE 分别为 18、16、13 倍。维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**在建机组进度不及预期；新项目审批不及预期等。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	33590	39490	45538	50261
+/-%	12%	18%	15%	10%
归属母公司股东的				
净利润(百万)	4498	4777	5514	6377
+/-%	0%	6%	15%	16%
EPS(元)	0.29	0.31	0.35	0.41
PE	19.03	17.92	15.53	13.43

资料来源：公司 2018 年第三季度报告、川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📌 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司点评

所属行业 | 公用事业/电力

报告时间 | 2018/10/25

前收盘价 | 5.50 元

公司评级 | 增持评级

📌 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002

010-66495688

yangouwen@cczq.com

📌 联系人

张太勇

证书编号：S1100117100002

0755-25332329

zhangtaiyong@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	33135	38181	42552	45776	营业收入	33590	39490	45538	50261
现金	8461	9088	8705	8792	营业成本	20286	23887	27864	30547
应收账款	3222	4094	4715	5142	营业税金及附加	560	670	779	854
其他应收款	1304	1389	1638	1818	营业费用	30	62	64	69
预付账款	4251	4763	5714	6230	管理费用	1365	1651	1908	2083
存货	15081	17935	20852	22884	财务费用	4153	4879	5267	5521
其他流动资产	817	913	929	911	资产减值损失	87	51	56	59
非流动资产	270057	293613	310448	325992	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2418	2418	2418	2418	投资净收益	154	151	147	150
固定资产	130924	204109	269088	318042	营业利润	9441	10026	11568	13373
无形资产	634	832	1025	1216	营业外收入	75	75	75	75
其他非流动资产	136082	86255	37917	4315	营业外支出	103	103	103	103
资产总计	303193	331794	353000	371769	利润总额	9413	9998	11540	13345
流动负债	38570	51333	52496	48387	所得税	1377	1462	1688	1952
短期借款	12635	21945	21098	15608	净利润	8036	8536	9852	11393
应付账款	11387	13409	15641	17147	少数股东损益	3538	3758	4338	5017
其他流动负债	14548	15980	15757	15632	归属母公司净利润	4498	4777	5514	6377
非流动负债	186996	196042	208061	221664	EBITDA	21800	24315	30628	36632
长期借款	169816	181609	193628	207237	EPS (元)	0.29	0.31	0.35	0.41
其他非流动负债	17180	14433	14433	14427	主要财务比率				
负债合计	225566	247375	260557	270051	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	34162	37920	42258	47275	成长能力				
股本	15565	15565	15565	15565	营业收入	11.9%	17.6%	15.3%	10.4%
资本公积	12896	12896	12896	12896	营业利润	53.2%	6.2%	15.4%	15.6%
留存收益	14939	18037	21723	25982	归属于母公司净利润	0.2%	6.2%	15.4%	15.6%
归属母公司股东权益	43465	46499	50185	54443	获利能力				
负债和股东权益	303193	331794	353000	371769	毛利率(%)	39.6%	39.5%	38.8%	39.2%
现金流量表					净利率(%)	4.6%	13.4%	12.1%	12.1%
单位:百万元					ROE(%)	10.3%	10.3%	11.0%	11.7%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	4.6%	4.6%	4.8%	5.1%
经营活动现金流	19907	18672	26009	32804	偿债能力				
净利润	8036	8536	9852	11393	资产负债率(%)	74.4%	74.6%	73.8%	72.6%
折旧摊销	8206	9411	13793	17739	净负债比率(%)	85.87%	87.45%	87.23%	87.11%
财务费用	4153	4879	5267	5521	流动比率	0.86	0.74	0.81	0.95
投资损失	-154	-151	-147	-150	速动比率	0.46	0.39	0.41	0.47
营运资金变动	-546	-5005	-2619	-1658	营运能力				
其他经营现金流	211	1003	-137	-41	总资产周转率	0.11	0.12	0.13	0.14
投资活动现金流	-24395	-33830	-30295	-33067	应收账款周转率	10	11	10	10
资本支出	23509	34010	30182	32956	应付账款周转率	1.74	1.93	1.92	1.86
长期投资	709	-15	2	1	每股指标(元)				
其他投资现金流	-177	166	-111	-109	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.31	0.35	0.41
筹资活动现金流	4910	15784	3904	349	每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.20	1.67	2.11
短期借款	596	9310	-846	-5490	每股净资产(最新摊薄)	2.79	2.99	3.22	3.50
长期借款	17014	11794	12018	13609	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	19.03	17.92	15.53	13.43
资本公积增加	1	0	0	0	P/B	1.97	1.84	1.71	1.57
其他筹资现金流	-12701	-5320	-7268	-7769	EV/EBITDA	13	12	10	8
现金净增加额	415	627	-383	87					

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。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意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003