



营收及发电量稳步增长 四季度净利润将修复

——中国核电（601985）三季度点评

2018年10月26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：

公司披露三季度报，公司2018年前三季度实现营业收入281.55亿元，同比增长10.41%；净利润38.50亿元，同比下降6.48%。每股收益0.25元。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	7997.05	8337.01	9167.06	8088.78	8255.27	9670.79	10229.31
增长率（%）	19.68%	11.92%	17.22%	0.39%	3.23%	16.00%	11.59%
毛利率（%）	42.12%	41.63%	43.43%	30.70%	44.86%	43.09%	44.30%
期间费用率（%）	16.10%	16.36%	11.53%	22.77%	16.31%	16.78%	15.64%
营业利润率（%）	24.50%	39.00%	34.16%	13.58%	31.94%	29.22%	28.12%
净利润（百万元）	2182.43	2347.54	2768.71	737.47	2182.59	2495.01	2342.30
增长率（%）	19.33%	-10.40%	19.43%	-45.01%	00.01%	06.28%	-15.40%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.09	0.10	0.02	0.08	0.09	0.08
资产负债率（%）	74.01%	75.30%	74.73%	74.32%	74.14%	74.84%	74.29%
净资产收益率（%）	2.95%	3.25%	3.65%	0.95%	2.72%	3.16%	2.85%
总资产收益率（%）	0.77%	0.80%	0.92%	0.24%	0.70%	0.79%	0.73%

观点：

1. 装机规模与发电量齐增长

在2018年，江苏田湾3号机组于2月15日投运，首台AP1000机组三门1号于9月21日具备商运条件，使得公司在运机组增加到19台，总装机容量达到16.7GW。2018年用电环境显著改善，1-9月全社会用电量同比增长8.9%。公司2018前三季度发电量849.44亿千瓦时，同比增长13.55%，增速快于发电增速平均值。公司全年计划14次大修，上半年已完成9次，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。

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福建省核电市场化率已达30%。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，从而造成前三季度营收增速10.41%低于发电量增速13.55%，但公司仍通过良好的成本控制实现了44.3%的高毛利率。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发，用增加发电量来对冲市场化交易电价降低。

3. 四季度净利润将实现修复

公司2018前三季度归母净利润同比下降6.48%，增速大幅低于营收增速，主要是受增值税返还退坡、财务费用增长以及福清核电电价下调影响。

公司2018前三季度列入其他收益科目的增值税返还为10.46亿元，同比减少7.83亿元。核电机组运行后前5年、第6-10年、第11-15年增值税返还比例依次为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。

2018Q3公司财务费用同比增长5.4亿，主要是受新增机组投产后费用化利息增加，以及汇兑损益的影响。

2017年前三季度报表未体现福清核电电价调整的影响，按照0.43元/度的核电标杆电价进行核算，福清核电电价在2017Q4调整并追溯，使当季度利润出现大幅下滑。在今年四季度福清电价调整影响将消除，净利润将得到修复。

4. 在建及新开工项目贡献成长性

公司目前拥有6台在建机组，总功率为7GW，未来5年每年预计有2台机组投入运营，年均增加装机2.3GW，不断扩大的装机规模将显著增加公司发电量，我们预计2018-2020公司发电量增幅可达12.8%、23.2%、12.6%，从而不断增厚营收和利润。

表 1：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 2 号机组	AP1000	1250	2009/12/15	2018 年
江苏	田湾 4 号机组	VVER1000	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7、8号和徐大堡3、4号的框架合同，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AP1000、“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即将到来，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 2：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	AP1000	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
		4 号机组	1250	AP1000	2020 年	
辽宁	徐大堡核电厂	1 号机组	1250	AP1000	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
		2 号机组	1250	AP1000	2019 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，净利润将在第四季度实现修复，在建项目不断投运以及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377.5亿元、466.3亿元和527.9亿元，归属于上市公司股东净利润分别为51.8亿元、69.9亿元和81.9亿元，每股收益分别为0.33元、0.45元和0.53元，对应PE分别为16、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	37261	46093	62484	营业收入	30009	33590	37747	46628	52786
货币资金	8045	8461	9437	11657	22999	营业成本	17705	20286	21516	26578	30088
应收账款	3552	3222	3620	4471	5062	营业税金及附加	552	560	679	839	950
其他应收款	978	1304	1465	1810	2049	营业费用	58	30	34	42	47
预付款项	3774	4251	5112	6175	7379	管理费用	1299	1365	1510	1865	2111
存货	13600	15081	16505	20389	23081	财务费用	4325	4153	4706	4644	4624
其他流动资产	1015	811	1019	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	278573	285437	291513	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	156430	180563	202476	营业利润	6181	9441	10916	14695	17208
无形资产	373	634	570	513	462	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	315834	331529	353997	利润总额	9232	9413	10791	14560	17062
流动负债合计	41237	38570	33926	29793	30743	所得税	1123	1377	1539	2076	2433
短期借款	12038	12635	7880	973	0	净利润	8108	8036	9253	12484	14629
应付账款	11927	11387	11789	14563	16486	少数股东损益	3620	3538	4074	5497	6441
预收款项	20	5	5	5	5	归属母公司净利润	4489	4498	5179	6987	8188
一年内到期的非流	14549	11241	11241	11241	11241	EBITDA	17743	22156	23092	28462	31744
非流动负债合计	169083	186996	196996	206996	216996	EPS (元)	0.29	0.29	0.33	0.45	0.53
长期借款	152802	169816	179816	189816	199816	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	230922	236789	247739	成长能力					
少数股东权益	31048	34162	38236	43733	50174	营业收入增长	14.53%	11.93%	12.37%	23.53%	13.20%
实收资本(或股本)	15565	15565	15565	15565	15565	营业利润增长	-0.43%	52.74%	15.63%	34.62%	17.10%
资本公积	12895	12896	12896	12896	12896	归属于母公司净利润	18.71%	0.20%	15.14%	34.92%	17.19%
未分配利润	10188	12528	13149	13988	14970	获利能力					
归属母公司股东权	40677	43465	46611	50943	56019	毛利率(%)	41.00%	39.61%	43.00%	43.00%	43.00%
负债和所有者权	282047	303193	315834	331529	353997	净利率(%)	27.02%	23.92%	24.51%	26.77%	27.71%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	1.59%	1.48%	1.64%	2.11%	2.31%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	11.03%	10.35%	11.11%	13.72%	14.62%
经营活动现金流	18521	19907	18621	22357	25980	偿债能力					
净利润	8108	8036	9253	12484	14629	资产负债率(%)	75%	74%	73%	71%	70%
折旧摊销	7237.0	8562.3	7406.3	9066.2	9860.5	流动比率	0.75	0.86	1.10	1.55	2.03
财务费用	4325	4153	4706	4644	4624	速动比率	0.42	0.47	0.61	0.86	1.28
应收账款减少	0	0	-398	-852	-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	0.14	0.15
投资活动现金流	-23835	-24395	-15926	-15930	-15930	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	3.26	3.54	3.40
长期股权投资减少	0	0	0	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	0.33	0.45	0.53
筹资活动现金流	377	4910	-1720	-4206	1292	每股净现金流(最新)	-0.32	0.03	0.06	0.14	0.73
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.61	2.79	2.99	3.27	3.60
长期借款增加	7248	17014	10000	10000	10000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.99	18.93	16.44	12.19	10.40
资本公积增加	0	1	0	0	0	P/B	2.09	1.96	1.83	1.67	1.52
现金净增加额	-4937	421	976	2220	11342	EV/EBITDA	14.46	12.20	11.89	9.68	8.61

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。