

中国广核 (003816): 运营水平卓越 估值水平稳定

单击此处输入文字。

2021年8月27日,公司公布2021年年中报,公司实现营业收入368.66亿,归属上市公司股东净利润54.98亿,归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为54.32亿,基本符合我们的预期。

我们认为中国广核估值水平继续保持稳定。权益的回报是公司未来归属股东的现金回报的现值。由此出发,公司未来的估值水平取决于现有资产产生的现金流、未来资产产生的现金流、公司的融资结构和成本、现有和未来再投资回报率和分红比率,目前看公司以上情况没有发生较大变化,所以估值水平会保持稳定。

公司运营能力卓越,现有资产产生现金流的能里会持续保持稳定。公司现有资产产生现金流的能里主要取决于电价、发电成本和大修时间。今年广东省内机组优价满发的政策得到了延续,公司在广东的机组上网电价会保持稳定;在电力供需基本平衡,短时偏紧的背景下,其他省份的电力市场电价也将保持平稳。公司发电成本主要取决于铀料的价格,目前公司会提前3-5年规划相关发电所用铀料,故在可见时间内,公司发电成本也将保持稳定。公司大修时间平稳。大修时间的波动基本保持在±10%左右。

公司未来核电资产构建预计会提速,可能增厚股东回报。核电是清洁能源,是基负荷能源,是目前唯一可替代火电供应基础负荷的能源种类,就此来看核电机组空间广大。从目前核电发展和公司公布的建造计划来看,公司未来每年开工的机组在2-3台左右,预计高于“十三五”时期核电发展速度。

净资产回报率平稳目前中国广核ROE为11%左右,在A股上市公司中属于中等,在可预期时间内会保持平稳。

公司盈利预测及投资评级:我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为97.61、105.92和119.48亿元,对应当前股本下EPS 0.19、0.21和0.24元,对应2021年08月27日收盘价2.60元的P/E分别为13.45倍、12.40和10.99倍。考虑公司核电对于我国能源清洁化的重要意义等因素,维持“推荐”评级。

风险提示:电价下降,公司融资成本上升,核电项目建设进度或低预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,875.18	70,584.71	74,877.31	78,452.66	81,262.23
增长率(%)	19.77%	15.95%	6.08%	4.77%	3.58%
归母净利润(百万元)	9465.71	9562.31	9760.63	10592.15	11947.97
增长率(%)	14.66%	1.02%	2.07%	8.52%	12.80%
净资产收益率(%)	10.93%	10.50%	9.78%	10.02%	10.62%
每股收益(元)	0.19	0.19	0.19	0.21	0.24
PE	13.87	13.73	13.45	12.40	10.99
PB	1.46	1.38	1.30	1.22	1.14

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

2021年8月29日

推荐/维持

中国广核 公司报告

公司简介:

公司是我国在运装机规模最大的核电开发商与运营商。

资料来源:公司公告、WIND

未来3-6个月重大事项提示:

无

发债及交叉持股

2018-08-23 发行10亿元3年期中期票据

2018-10-19 发行10亿元3年期中期票据

2019-01-21 发行15亿元3年期中期票据

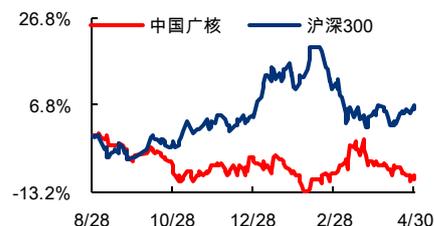
2019-07-24 发行15亿元3年期中期票据

2020-08-26 发行25亿元3年期中期票据

交易数据

52周股价区间(元)	3.03-2.62
总市值(亿元)	1,368.51
流通市值(亿元)	264.34
总股本/流通A股(万股)	5,049,861/975,436
流通B股/H股(万股)	/1,116,363
52周日均换手率	0.8

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师: 郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070001

分析师: 沈一凡

010-66554108

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520090001

分析师: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

分析师: 张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521070001

1. 盈利预测与估值分析

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 97.61、105.92 和 119.48 亿元,对应当前股本下 EPS 0.19、0.21 和 0.24 元,对应 2021 年 08 月 27 日收盘价 2.60 元的 P/E 分别为 13.45 倍、12.40 和 10.99 倍。考虑公司核电对于我国能源清洁化的重要意义等因素,维持“推荐”评级。

公司目前市值依然体现的是公司未来分红的现值

我们依然认为中国广核目前市值所体现的是未来分红的现值,未来核电建设如大规模提速,投资者将加大对公司再投资的认可。公司在建机组投产后(不包含大股东所持核电机组),合并报表口径的自由现金流在 300 亿元左右,按照目前公司分红派息的情况来看,每年约派息 100 亿左右,占公司自由现金流的 33% 左右;其余 200 亿元左右留存在公司进行再投资。我们使用自由现金流法计算公司合理市值,本次在利润表中主要调整了机组大修时间及红沿河 5 号机组的电价,在资产负债表中主要调降了公司再投资额度(主要因为新机组为大股东出资开发),故新的自由现金流股价有所升高,得出每股价值在 7.33 元左右。如果假设公司利润分配政策不变,即合并报表口径每年公司分红数额约为公司自由现金的 33%,则得出公司红利每股价值 2.44 元,与公司目前股价 2.60 元价格相当。可见公司目前股价反映的是公司未来分红现值,而不是公司自由现金流的现值。具体分析见于表 1。

表1: 使用公司自由现金流法计算公司市值

假设	数值/区间	FCFF 估值	自由现金流现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2021-2030	第一阶段	197,398	34.90%
第二阶段年数	-	第二阶段	368,118	65.10%
第二阶段增长率	0%	公司自由现金现值	565,517	100.00%
无风险利率 Rf	3.1%	股本 (百万股)	50499	
β	0.6	每股价值 (元)	7.33	
Rm	6.3%	红利每股价值 (元)	2.44	
Ke	6.9%			

资料来源: 东兴证券研究所

2. 风险提示

电价下降,公司融资成本上升,核电项目建设进度或低预期。

附表：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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	19,572	12,128	22,165	23,460	24,222	营业收入	60,875	70,585	74,877	78,453	81,262	营业成本	35,471	44,419	47,454	50,149	51,669
货币资金	3	0	0	0	0	营业税金及附加	700	622	1,021	1,024	1,059	营业费用	79	71	218	180	177
应收账款	8,153	10,690	10,388	11,091	11,690	管理费用	2,579	2,393	4,444	4,258	4,258	财务费用	7,698	7,828	8,201	8,070	7,609
其他应收款	9,198	17,995	14,234	16,833	18,262	研发费用	1,483	1,536	1,575	1,651	1,686	资产减值损失	-30	-199	0	0	0
预付款项	147	87	899	941	975	公允价值变动收益	4	5	0	0	0	投资净收益	1,307	1,144	1,476	1,565	1,597
存货	18,371	15,021	16,691	17,667	18,241	加:其他收益	2,405	2,248	2,873	3,019	3,567	营业利润	16,588	16,892	16,314	17,703	19,970
其他流动资产	3,421	3,803	3,803	3,803	3,803	营业外收入	18	44	0	0	0	营业外支出	51	86	0	0	0
非流动资产合计	0	0	0	0	0	利润总额	16,555	16,850	16,314	17,703	19,970	净利润	14,785	14,876	14,568	15,809	17,833
长期股权投资	3,059	3,520	3,734	3,912	4,053	所得税	1,770	1,974	1,746	1,894	2,137	少数股东损益	5,320	5,313	4,807	5,217	5,885
固定资产	61,923	63,244	71,914	77,708	81,246	归属于母公司净利润	9,466	9,562	9,761	10,592	11,948	主要财务比率					
无形资产	391	498	523	549	577	成长能力						2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业收入增长	19.77%	15.95%	6.08%	4.77%	3.58%	营业利润增长	14.41%	1.83%	-3.42%	8.52%	12.80%
资产总计	11,199	11,924	12,769	13,236	13,764	归属于母公司净利润增长	14.66%	1.02%	2.07%	8.52%	12.80%	获利能力					
流动负债合计	184	245	245	245	245	毛利率(%)	41.73%	37.07%	36.62%	36.08%	36.42%	净利率(%)	24.29%	21.07%	19.46%	20.15%	21.94%
短期借款	256,955	248,456	267,376	269,735	265,004	总资产净利润(%)	84.52%	80.19%	76.44%	80.03%	86.81%	ROE(%)	10.93%	10.50%	9.78%	10.02%	10.62%
应付账款	39,241	47,365	27,291	23,858	18,713	偿债能力						资产负债率(%)	65%	64%	63%	61%	58%
预收款项	1,045	939	816	709	617	流动比率	0.92	0.82	0.80	0.83	1.05	速动比率	0.65	0.63	0.62	0.64	0.81
一年内到期的非流动负债	4,937	5,047	5,285	5,534	5,794	营运能力						总资产周转率	0.16	0.18	0.19	0.19	0.20
非流动负债合计	326,052	328,654	328,495	328,063	318,920	应收账款周转率	8.23	7.49	7.10	7.30	7.13	应付账款周转率	1.74	1.94	1.94	1.90	1.87
长期借款	387,975	391,898	400,409	405,771	400,166	每股指标(元)						每股收益(最新摊薄)	0.19	0.19	0.19	0.21	0.24
应付债券	14,263	23,124	25,124	25,124	25,124	每股净现金流(最新摊薄)	0.06	0.06	-0.12	0.20	0.03	每股净资产(最新摊薄)	1.78	1.89	2.00	2.14	2.29
负债合计	22,602	23,117	25,687	27,189	28,072	估值比率						P/E	13.87	13.73	13.45	12.40	10.99
少数股东权益	0	0	2,246	2,354	2,438	P/B	1.46	1.38	1.30	1.22	1.14	EV/EBITDA	9.81	9.31	9.76	8.49	7.69
实收资本(或股本)	1,543	3,231	3,231	3,231	3,231												
资本公积	51	151	160	168	174												
未分配利润	1,457	1,470	1,820	1,806	1,846												
归属母公司股东权益合计	3,818	4,541	6,271	5,967	6,176												
负债和所有者权益	67,018	77,153	89,751	93,298	77,491												
现金流量表	单位:百万元																
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E												
经营活动现金流	30,599	30,599	30,155	40,131	30,167	偿债能力											
净利润	-14,637	-14,637	-11,759	-8,867	-9,007	资产周转率(%)	65%	64%	63%	61%	58%						
折旧摊销	-12,823	-12,823	-24,367	-21,228	-19,865	流动比率	0.92	0.82	0.80	0.83	1.05						
财务费用	0	0	0	0	0	速动比率	0.65	0.63	0.62	0.64	0.81						
应收账款减少	3,139	3,139	-5,971	10,036	1,295	营运能力											
预收账款增加	15,208	15,208	19,572	12,128	22,165	总资产周转率	0.16	0.18	0.19	0.19	0.20						
投资活动现金流	18,347	18,347	13,600	22,165	23,460	应收账款周转率	8.23	7.49	7.10	7.30	7.13						
公允价值变动收益						应付账款周转率	1.74	1.94	1.94	1.90	1.87						
长期投资减少	30,599	30,599	30,155	40,131	30,167	每股指标(元)											
投资收益	-14,637	-14,637	-11,759	-8,867	-9,007	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.19	0.19	0.21	0.24						
筹资活动现金流	-12,823	-12,823	-24,367	-21,228	-19,865	每股净现金流(最新摊薄)	0.06	0.06	-0.12	0.20	0.03						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.78	1.89	2.00	2.14	2.29						
长期借款增加	3,139	3,139	-5,971	10,036	1,295	估值比率											
普通股增加	15,208	15,208	19,572	12,128	22,165	P/E	13.87	13.73	13.45	12.40	10.99						
资本公积增加	18,347	18,347	13,600	22,165	23,460	P/B	1.46	1.38	1.30	1.22	1.14						
现金净增加额						EV/EBITDA	9.81	9.31	9.76	8.49	7.69						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	中国广核（003816）：回报稳定 碳中和之路应有更大发展	2021-03-29
公司深度报告	中国广核（003816）：回报稳定的清洁能源供应商	2020-11-17
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：北京拟大幅提升非居民厨余垃圾计量收费标准	2021-08-16
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：分时电价新机制出台，利好用户配储与新能源消纳	2021-08-03
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：全国碳排放权交易正式启动	2021-07-19
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：能源局开展整县屋顶分布式光伏开发试点报送	2021-07-06
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：国务院发文简化危废经营许可证申请办理	2021-06-17
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：十四五城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划发布	2021-05-20
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：2025 年地热能供暖面积增加 50%	2021-05-07
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：湖北正式印发十四五及二零二五远景目标规划	2021-04-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA，2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，2020 年 12 月起担任制造组组长。此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年 7 月加入东兴证券研究所。2020 年 Wind 金牌分析师第 5 名。

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，4 年投资研究经验，2016 年加入东兴证券研究所，主要覆盖环保、电力设备新能源研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5 名。

张阳

中国人民大学经济学硕士，北京科技大学材料科学与工程专业学士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

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、未来也将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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526