

# 中国核电 (601985.SH)

## 21 年业绩保持高增速，22 年装机及电价共助力

**买入**

### 核心观点

**2021 年业绩符合预期，保持高增速。**公司发布业绩快报，2021 年度公司实现营业总收入 623.67 亿元 (+19.3%)；归属于上市公司股东净利润 80.37 亿元 (+34.1%)，保持了高速增长；业绩增长主要得益于：1) 装机增长：2021 年公司核电机组增长主要由于田湾 6 号、福清 5 号机组投产，新能源装机容量大幅增长 3.6GW 以上。2) 利用小时增长：2021 年公司存量机组平均利用小时数为 7871 小时，比去年同期增加 250 小时。此外汇兑收益 8.32 亿元，较上年增长 317%。

**核电稳步增长，新能源高速发展。**2021 年末，公司总装机容量 3142 万千瓦，同比增长 23%。其中，核电装机 2255 万千瓦 (+11.5%)，占比 71.8%；新能源装机达 887 万千瓦 (+69%)，占比 28.2%，提升 17.6pct。从发电量来看，2021 年公司总发电量 1826 亿千瓦时，同比增长 18.6%。其中，核电同比增长 16.7%；新能源同比增长 68.7%，占总发电量 5.2%。

**核电短期集中投产释放业绩，长期增长有望改善。**公司 2021 年集中投产共计 344 万千瓦核电装机，2022 年全额释放业绩。2024-2025 年分别投产 125 万千瓦装机，到“十四五”末预计公司核电控股装机达 2617 万千瓦。政策支持在确保安全下积极有序发展核电，公司“十四五”期间核电机组审核维持远期发展：2021 年前三季度公司包揽国内全部核准核电共 520.3 万千瓦。

**新能源装机接力发展。**根据公司“十四五”指引，公司计划到 2025 年新能源控股装机达到 30GW，约为 2020 年末新能源装机 6 倍。公司在中核集团享有的新能源优先并购、开发等权利将进一步保障公司保质保量完成新能源装机规划目标，助力国家实现“双碳”目标。

**市场化电价随火电同步上浮，带动核电电价中枢上移。**21 年收入计算平均除税电价为 0.365 元/千瓦时，同比 0.001 元/千瓦时。2022 年江苏电力交易年度交易，总成交量 2647 亿千瓦时，较基准价上浮 19.4%。江苏核电年度交易电量不低于 160 亿千瓦时，预计电价将跟随火电上浮，此外浙江、福建等地交易电价预计高于去年同期。

**风险提示：**新能源、核电装机不达预期，电价不及预期，核电利用率下滑。

**投资建议：**基于当前及未来核电电价上浮，利用率提升，新能源装机增速有望进一步提升，公司业绩增长有望提升。相应上调公司业绩预期，预计公司 21-23 年每股收益 0.44/0.68/0.74 元（前值 0.45/0.56/0.63 元），净利润增速分别为 34%/54%/9%。给予 2022 年约 15.9-16.7 倍 PE，对应合理估值约 10.83-11.38 元。维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 46,067 | 52,276 | 62,367 | 73,563 | 77,985 |
| (+/-%)       | 17.2%  | 13.5%  | 19.3%  | 18.0%  | 6.0%   |
| 净利润(百万元)     | 4613   | 5995   | 8037   | 12388  | 13543  |
| (+/-%)       | -2.6%  | 30.0%  | 34.0%  | 54.1%  | 9.3%   |
| 每股收益(元)      | 0.30   | 0.39   | 0.44   | 0.68   | 0.74   |
| EBIT Margin  | 37.8%  | 38.9%  | 40.7%  | 45.3%  | 44.9%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 9.2%   | 8.5%   | 10.5%  | 14.4%  | 14.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 25.2   | 19.4   | 17.0   | 10.9   | 10.1   |
| EV/EBITDA    | 13.1   | 11.9   | 11.0   | 9.4    | 9.1    |
| 市净率 (PB)     | 2.32   | 1.65   | 1.71   | 1.57   | 1.41   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 公用事业·电力

**证券分析师：黄秀杰**

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

**联系人：陈卓鸣**

010-88005230

chenzhuoming@guosen.com.cn

#### 基础数据

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 投资评级        | 买入(维持)            |
| 合理估值        | 10.80 - 11.40 元   |
| 收盘价         | 7.80 元            |
| 总市值/流通市值    | 140221/136726 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 8.92/4.62 元       |
| 近 3 个月日均成交额 | 1310.44 百万元       |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《中国核电-601985-2021 年三季报点评：核电与新能源双轮驱动，2021Q3 业绩稳健增长》——2021-11-18

**全年收入稳中有升，利润较快增长。**公司发布业绩快报，2021 年度公司实现营业总收入 623.67 亿元(+19.3%);归属于上市公司股东的净利润 80.37 亿元(+34.1%)，保持了高速增长；

业绩增长主要得益于：

1) 装机增长：2021 年公司核电机组增长主要由于田湾 6 号、福清 5 号机组投产，此外新能源装机容量大幅增长 3.6GW 以上。

2) 利用小时增长，带来的电量增长：2021 年公司存量机组平均利用小时数为 7871 小时，比去年同期增加 250 小时。

以上两个主要因素，带动公司 2021 年公司实现总发电量 1826 亿千瓦时，同比增长 18.6%。其中，核电发电量 1731 亿千瓦时，同比增长 16.7%；新能源合计发电量 95 亿千瓦时，同比增长 68.7%，占总发电量 5.2%，较 2020 年提升 1.5pct。

3) 汇兑收益 8.32 亿元，较上年增长 317.1%。

总体来看，计算可得平均除税电价为 0.365 元/千瓦时，较 2020 年提升 0.001 元/千瓦时，上浮体现不明显。预计电价将在 2022 年有一定提升。此外公司 ROE 为 12%，增加 1.1pct，资产经营质量进一步提升。

图1：公司近年营业收入（亿元）



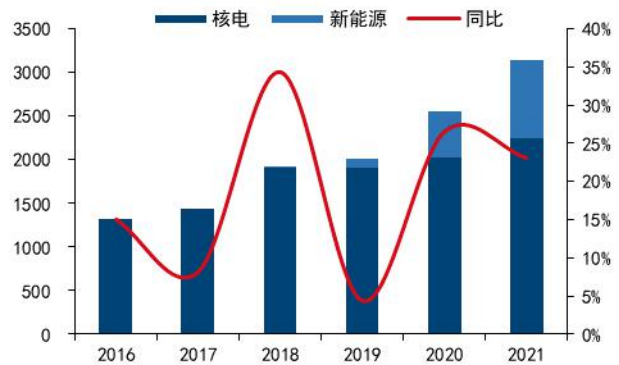
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司控股装机结构（万千瓦）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司历史发电量结构（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**投资建议：**维持“买入”评级。

基于当前及未来核电电价有望上浮，利用小时数提升，新能源装机增速有望进一步提升，公司业绩增长有望提升。相应上调公司业绩预期，预计公司 21-23 年营收 623.67/735.63/779.85 亿元（前值 608.15/683.49/714.26 亿元），同比增长 19.3%/18.0%/6.0%；

净利润 80.37/123.88/135.43 亿元（前值 80.24/100.62/114.40 亿元），同比增长 34.0%/54.1%/9.3%；

每股收益 0.44/0.68/0.74 元（前值 0.45/0.56/0.63 元），给予 2022 年约 15.9-16.7 倍 PE，对应合理估值约 10.83-11.38 元。维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

| 代码     | 公司简称 | 股价    | 总市值<br>亿元 | EPS  |      |      |      | PE    |       |       |       | ROE<br>(17A) | PEG<br>(18E) | 投资评级 |
|--------|------|-------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|------|
|        |      |       |           | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  | 20A   | 21E   | 22E   | 23E   |              |              |      |
| 601985 | 中国核电 | 7.80  | 1,402     | 0.39 | 0.44 | 0.68 | 0.74 | 20.25 | 17.73 | 11.40 | 10.54 | 9%           | 0.36         | 买入   |
| 600900 | 长江电力 | 22.98 | 5,226     | 1.19 | 0.88 | 1.21 | 1.35 | 19.39 | 26.01 | 18.99 | 17.02 | 17%          | 0.65         | 无    |
| 003816 | 中国广核 | 2.95  | 1,490     | 0.19 | 0.21 | 0.24 | 0.25 | 15.61 | 13.77 | 12.52 | 12.02 | 10%          | 1.25         | 无    |
| 600905 | 三峡能源 | 6.68  | 1,909     | 0.18 | 0.18 | 0.29 | 0.34 | 37.01 | 36.80 | 23.03 | 19.65 | 9%           | 0.86         | 买入   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：长江电力、中国广核为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         | 利润表（百万元）          | 2019           | 2020           | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及现金等价物         | 10887         | 15402         | 11153         | 12480         | 13012         | 营业收入              | 46067          | 52276          | 62367          | 73563          | 77985          |
| 应收款项             | 7082          | 10588         | 11961         | 14108         | 14956         | 营业成本              | 26789          | 28862          | 35340          | 36338          | 38776          |
| 存货净额             | 18968         | 20173         | 25821         | 24770         | 24958         | 营业税金及附加           | 552            | 605            | 721            | 851            | 902            |
| 其他流动资产           | 5122          | 5788          | 6905          | 6400          | 3899          | 销售费用              | 56             | 63             | 62             | 74             | 78             |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>42241</b>  | <b>51950</b>  | <b>55839</b>  | <b>57758</b>  | <b>56825</b>  | 管理费用              | 2025           | 2346           | 2682           | 3016           | 3041           |
| 固定资产             | 288052        | 312765        | 337892        | 367875        | 394759        | 财务费用              | 7130           | 6960           | 7919           | 9285           | 9680           |
| 无形资产及其他          | 783           | 854           | 820           | 786           | 752           | 投资收益              | 174            | 141            | 146            | 150            | 155            |
| 投资性房地产           | 13150         | 12364         | 12364         | 12364         | 12364         | 资产减值及公允价值变动       | (182)          | (226)          | (234)          | (246)          | (259)          |
| 长期股权投资           | 3413          | 3812          | 4277          | 4731          | 5171          | 其他收入              | 747            | (130)          | 920            | 853            | 600            |
| <b>资产总计</b>      | <b>347639</b> | <b>381746</b> | <b>409621</b> | <b>443515</b> | <b>469871</b> | 营业利润              | 10255          | 13226          | 16474          | 24757          | 26003          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 32652         | 38836         | 52150         | 64746         | 69305         | 营业外净收支            | 95             | (46)           | 84             | 84             | 84             |
| 应付款项             | 12044         | 9754          | 13144         | 13273         | 14077         | 利润总额              | 10349          | 13179          | 16558          | 24841          | 26087          |
| 其他流动负债           | 4196          | 6038          | 7985          | 8158          | 8606          | <b>所得税费用</b>      | <b>1942</b>    | <b>2232</b>    | <b>2785</b>    | <b>4349</b>    | <b>4388</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>48892</b>  | <b>54628</b>  | <b>73278</b>  | <b>86177</b>  | <b>91989</b>  | 少数股东损益            | 3795           | 4952           | 5736           | 8108           | 8156           |
| 长期借款及应付债券        | 187904        | 182889        | 182189        | 184489        | 187089        | 归属于母公司净利润         | 4613           | 5995           | 8037           | 12384          | 13543          |
| 其他长期负债           | 20561         | 27740         | 29740         | 31740         | 33740         | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021E</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>208464</b> | <b>210628</b> | <b>211928</b> | <b>216228</b> | <b>220828</b> | 净利润               | 4613           | 5995           | 8037           | 12384          | 13543          |
| <b>负债合计</b>      | <b>257356</b> | <b>265256</b> | <b>285207</b> | <b>302405</b> | <b>312817</b> | 资产减值准备            | 296            | 44             | 9              | 12             | 13             |
| 少数股东权益           | 40229         | 46027         | 49756         | 55026         | 60328         | 折旧摊销              | 11138          | 11844          | 12170          | 13057          | 14071          |
| 股东权益             | 50054         | 70462         | 76122         | 86084         | 96726         | 公允价值变动损失          | 296            | 44             | 9              | 12             | 13             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>347639</b> | <b>381746</b> | <b>409621</b> | <b>443515</b> | <b>469871</b> | 财务费用              | 7130           | 6960           | 7919           | 9285           | 9680           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2019</b>   | <b>2020</b>   | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | 营运资本变动            | (5294)         | (5840)         | (2801)         | (290)          | 2717           |
| 每股收益             | 0.30          | 0.39          | 0.44          | 0.68          | 0.74          | 其它                | 15021          | 19040          | 11493          | 14394          | 14814          |
| 每股红利             | 0.12          | 0.13          | 0.16          | 0.24          | 0.26          | <b>经营活动现金流</b>    | <b>26069</b>   | <b>31128</b>   | <b>28917</b>   | <b>39568</b>   | <b>45171</b>   |
| 每股净资产            | 3.22          | 4.53          | 4.35          | 4.76          | 5.28          | 资本开支              | (24549)        | (23933)        | (37272)        | (43017)        | (40934)        |
| ROIC             | 5%            | 5%            | 6%            | 7%            | 7%            | 其它投资现金流           | (182)          | 182            | 0              | 0              | 0              |
| ROE              | 9%            | 9%            | 11%           | 14%           | 14%           | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(26302)</b> | <b>(27567)</b> | <b>(37737)</b> | <b>(43471)</b> | <b>(41374)</b> |
| 毛利率              | 42%           | 45%           | 43%           | 51%           | 50%           | 权益性融资             | 2093           | 20033          | 544            | 1804           | 1840           |
| EBIT Margin      | 38%           | 39%           | 38%           | 45%           | 45%           | 负债净变化             | (1643)         | (5270)         | (1000)         | 1800           | 2000           |
| EBITDA Margin    | 62%           | 62%           | 58%           | 63%           | 63%           | 支付股利、利息           | (1899)         | (2024)         | (2813)         | (4334)         | (4740)         |
| 收入增长             | 17%           | 13%           | 19%           | 18%           | 6%            | 其它融资现金流           | 2252           | (13046)        | 13313          | 12596          | 4559           |
| 净利润增长率           | -3%           | 30%           | 34%           | 54%           | 9%            | <b>融资活动现金流</b>    | <b>3320</b>    | <b>308</b>     | <b>4571</b>    | <b>5231</b>    | <b>(3266)</b>  |
| 资产负债率            | 86%           | 82%           | 81%           | 81%           | 79%           | <b>现金净变动</b>      | <b>3717</b>    | <b>4515</b>    | <b>(4249)</b>  | <b>1328</b>    | <b>531</b>     |
| 股息率              | 1.6%          | 1.7%          | 2.4%          | 3.7%          | 4.1%          | 货币资金的期初余额         | 7170           | 10887          | 15402          | 11153          | 12480          |
| P/E              | 25.2          | 19.4          | 17.0          | 10.9          | 10.1          | 货币资金的期末余额         | 10887          | 15402          | 11153          | 12480          | 13012          |
| P/B              | 2.3           | 1.6           | 1.7           | 1.6           | 1.4           | 企业自由现金流           | (4560)         | (1039)         | (8178)         | (2778)         | 5010           |
| EV/EBITDA        | 13.1          | 11.9          | 11.6          | 9.4           | 9.1           | 权益自由现金流           | (3951)         | (19355)        | (3144)         | 3959           | 3517           |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032