

中国核电 (601985.SH)

多重提升业绩实现开门红，1-2月净利润同比增长约50%

买入

核心观点

业绩实现开门红，1-2月净利润同比增长约50%。公司公告，2022年1至2月，各机组运行状态良好，公司实现营业总收入109亿元左右，同比增长27%左右；实现归属于上市公司股东的净利润16亿元左右，同比增长50%左右。

归母净利润增量约5.3亿元，预计主要来自于核电装机业绩释放、电价上浮及新增新能源投运。2021年核电机组田湾6号(1.11GW)、福清5号(1.16GW)分别于2021年2月及6月投产，我们预计两台机组可贡献利润增量的约30%；2021年新能源装机增长3.6GW以上，考虑到2021年末并网装机或未实现满发，预计1至2月贡献利润增量约20%。此外45%以上贡献预计来自江苏、浙江、福建等地核电电价同比上涨。而核电大修费用等同比抑或有一定减少。

毛利率及净利率预计有明显提升。根据披露数据，考虑到核电站权益装机约50%的权益装机，我们将归母净利润/营业收入指标对比，2019-2021年一季度公司归母净利润/营业收入分别约为12.9%、9.7%、13.0%，此外毛利率在43%至46%的范围内。而2022年1-2月公司归母净利润/营业收入高达14.7%。预计公司期间费用率保持稳定，主要受益电价上涨及利用小时提升，2022年一季度及全年毛利率及净利率将有明显提升。

“双碳”目标下，核电盈利能力将保持较高水平。“双碳”目标转型，核电兼具绿色、综合成本低、出力稳定及能量密度高等优点。新型电力系统构建过程中电力能源价格普遍上涨，核电利用小时及电价存在上浮空间，盈利能力可维持高水平；核电审批已经回归常态，中长期装机稳健增长；此外具有安全性优势的三代和四代核电项目造价有下降空间，收益率将持续上升。

新能源亦驱动业绩增长，空间充足。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，驱动业绩增长。未来公司旗下新能源平台中核汇能有望完成引战，根据当前市场估值及中核汇能净利润和净资产规模，预计可融资100至120亿元左右，加之核电提供充足现金流，预计公司十四五发展新能源融资压力较小，空间充足。

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：维持盈利预测，维持“买入”评级。基于2021年及2022年一季度3台核电密集投产释放业绩，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，2022年业绩增长有望实现近年新高。相应维持盈利预测以及目标价，预计公司21-23年每股收益0.44/0.68/0.74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	12384	13543
(+/-%)	-2.6%	30.0%	34.0%	54.1%	9.4%
每股收益(元)	0.30	0.39	0.44	0.68	0.74
EBIT Margin	37.8%	38.9%	38.0%	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)	27.8	21.4	18.7	12.0	11.1
EV/EBITDA	13.5	12.2	12.0	9.7	9.4
市净率(PB)	2.56	1.82	1.89	1.73	1.56

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	不适用
收盘价	7.96元
总市值/流通市值	150030/146464百万元
52周最高价/最低价	8.92/4.62元
近3个月日均成交额	1389.96百万元

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.SH)-21年业绩保持高速增长，22年装机及电价共助力》——2022-03-10
 《中国核电(601985.SH)-“双碳”助力核电量价齐升，新能源比翼齐飞》——2022-03-09
 《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

公司 1-2 月净利润同比增长约 50%。公司公告，2022 年 1 至 2 月，各机组运行状态良好，公司实现营业总收入 109 亿元左右，同比增长 27%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 16 亿元左右，同比增长 50%左右。

归母净利润增量约 5.3 亿元，预计主要来自于核电装机业绩释放、电价上浮及新增新能源投运。2021 年核电机组田湾 6 号（1.11GW）、福清 5 号（1.16GW）分别于 2021 年 2 月及 6 月投产，我们预计两台机组可贡献利润增量的约 30%；2021 年新能源装机增长 3.6GW 以上，考虑到 2021 年末并网装机或未实现满发，预计 1 至 2 月贡献利润增量约 20%。

此外 40%贡献预计来自江苏、浙江、福建等地核电电价的同比上涨。根据 2022 年江苏电力交易结果，江苏核电全年市场化交易电量不低于 200 亿度，其中年度交易电量不低于 160 亿度，该部分已随煤电电价上浮近 20%，40 亿度月度竞价预计也将随火电较大幅度上浮。此外浙江提出，秦山一期市场化交易电量占比 50%，三门核电市场化交易电量占比 10%，上浮机制与江苏有所不同，但较去年同期有明显上浮，福建情况相近，考虑到当地绿电供需及消纳需求，预计核电电价上浮一定水平，但不及江苏。此外核电大修费用等同比抑或有一定减少。

2021 年 Q1 营业收入 137.5 亿元，上网电量 381.3 亿千瓦时，除税电价约 0.36 元/千瓦时。假设 1-2 月 30%的市场化电量上涨 0.1 元/千瓦时，综合平均电价同比上涨约 8%，2022 年 1-2 月收入增速 27%，推算电量增速约 17%。核电电量的增速主要得益于田湾 6 号和福清 5 号机组投产，电量增速约 12%；新能源装机容量增长，电量增速约 80%。

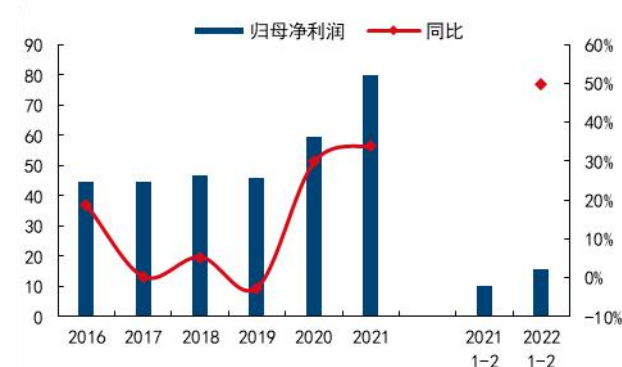
此外 2021 年公司全年收入稳中有升，利润较快增长。公司发布业绩快报，2021 年度公司实现营业总收入 623.67 亿元（+19.3%）；归属于上市公司股东的净利润 80.37 亿元（+34.1%），保持了高速增长；

图1：公司近年营业收入（亿元）

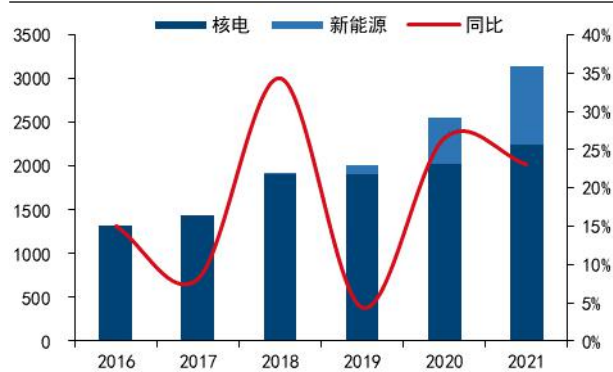


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

毛利率及净利率预计有明显提升。根据披露数据，考虑到核电站权益装机约50%的权益装机，我们将归母净利润/营业收入指标对比，2019-2021年一季度公司归母净利润/营业收入分别约为12.9%、9.7%、13.0%，此外毛利率在43%至46%的范围内。而2022年1-2月公司归母净利润/营业收入高达14.7%。预计公司期间费用率保持稳定，主要受益电价上涨及利用小时提升，2022年一季度及全年毛利率及净利率将有明显提升。

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。维持业绩预期，预计公司21-23年营收623.67/735.63/779.85亿元，同比增长19.3%/18.0%/6.0%；净利润80.37/123.88/135.43亿元同比增长34.0%/54.1%/9.3%；每股收益0.44/0.68/0.74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 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (18E)	投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
601985	中国核电	7.96	1,500	0.39	0.46	0.68	0.74	20.67	18.09	12.05	11.14	9%	0.44	买入
600900	长江电力	22.38	5,090	1.19	0.88	1.21	1.35	18.88	25.33	18.50	16.58	17%	0.60	买入
003816	中国广核	2.75	1,389	0.19	0.21	0.24	0.25	14.55	12.84	11.67	11.20	10%	1.19	无
600905	三峡能源	6.29	1,800	0.18	0.18	0.29	0.34	34.85	34.66	21.69	18.50	9%	1.08	

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
流动资产合计	42241	51950	55839	57758	56825	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
资产总计	347639	381746	409621	443515	469871	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	所得税费用	1942	2232	2785	4349	4388
流动负债合计	48892	54628	73278	86177	91989	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						
长期负债合计	208464	210628	211928	216228	220828	现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	257356	265256	285207	302405	312817	净利润	4613	5995	8037	12384	13543
少数股东权益	40229	46027	49756	55026	60328	资产减值准备	296	44	9	12	13
股东权益	50054	70462	76122	86084	96726	折旧摊销	11138	11844	12170	13057	14071
负债和股东权益总计	347639	381746	409621	443515	469871	公允价值变动损失	296	44	9	12	13
						财务费用	7130	6960	7919	9285	9680
关键财务与估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	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	经营活动现金流	26069	31128	28917	39568	45171
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%	投资活动现金流	(26302)	(27567)	(37737)	(43471)	(41374)
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%	融资活动现金流	3320	308	4571	5231	(3266)
资产负债率	86%	82%	81%	81%	79%	现金净变动	3717	4515	(4249)	1328	531
股息率	1.5%	1.6%	2.2%	3.4%	3.7%	货币资金的期初余额	7170	10887	15402	11153	12480
P/E	27.8	21.4	18.7	12.0	11.1	货币资金的期末余额	10887	15402	11153	12480	13012
P/B	2.6	1.8	1.9	1.7	1.6	企业自由现金流	(4560)	(1039)	(8178)	(2778)	5010
EV/EBITDA	13.5	12.2	12.0	9.7	9.4	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 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 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