

汇能引战落地，新能源再加速

2022 年 05 月 12 日

➤ **事件概述：**5 月 12 日，公司发布《关于全资子公司中核汇能有限公司增资扩股结果暨关联交易的公告》。

➤ **汇能引战落地，七家战投增资 75 亿：**2021 年底，公司召开董事会会议，同意全资子公司中核汇能以增资扩股方式引入战略投资者。在北京产权交易所公开挂牌后，确定引入中信证券投资、浙能电力、国寿资管、军民融合产业投资基金、光核汇合新能源、川投能源、珠海德擎混改三号股权投资合伙企业这七位战投。此次增资通过出让汇能 30% 股权引战 75 亿元，对应投后估值达到 250 亿元。

➤ **估值显著提升：**2020 年底，公司以 21.11 亿元的对价向控股股东中核集团收购汇能 100% 股权，对应 2019、2020 年期末合并口径归母净资产的估值分别为 1.2、1.1 倍 PB。此次引战，对应 2021 年合并口径期末净资产（采用公司对汇能长期股权投资额计算）的投前、投后估值分别为 2.0、1.5 倍 PB，一方面反映了近一年多以来新能源运营资产估值水平的大幅提升，另一方面也表明此前集团将汇能注入公司时的价格相对优惠。

➤ **新能源再加速：**2021 年 4 月底公司发布“十四五”综合发展规划（草案），明确 2025、2035 年规划装机容量分别达到 5600 万、1 亿千瓦，对应 2025 年新能源装机约 30GW、年均新增约 5GW。虽然 2021 年出现了光伏造价大幅上涨等不利因素，但公司全年仍实现风、光新增装机 3.6GW（汇能并表前口径）。此次增资的 75 亿元，为公司新能源发展补充弹药，对应 20%-30% 资本金比例下的总投资额为 250-375 亿元，按照 50 亿元/GW 的风、光平均造价概算，可新增 5.0-7.5GW 装机，公司新能源规划目标或有进一步上调的可能。

➤ **投资建议：**公司核电板块在运机组量、价双升，在建、待建项目有序推进；新能源板块的发展在完成汇能增资引战后有望进一步加速。维持对公司的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.59/0.64/0.66 元，对应 5 月 12 日收盘价 PE 分别为 12.0/11.1/10.7 倍。维持对公司 22 年 15 倍 PE 估值，目标价 8.85 元/股，维持对公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 核安全事故；2) 政策变化；3) 新技术遇阻；4) 电价调整；5) 汇兑损失。

推荐

维持评级

当前价格：

7.05 元

目标价：

8.85 元



分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 中国核电 (601985.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：量价齐升，新机组有惊喜

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	62367	70990	73396	77562
增长率 (%)	19.3	13.8	3.4	5.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	8038	11028	12025	12393
增长率 (%)	34.1	37.2	9.0	3.1
每股收益 (元)	0.43	0.59	0.64	0.66
PE	16.5	12.0	11.1	10.7
PB	1.1	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 05 月 12 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	62367	70990	73396	77562
营业成本	34806	36355	38161	41118
营业税金及附加	660	710	734	776
销售费用	79	106	110	116
管理费用	3202	3266	3376	3568
研发费用	1337	1420	1468	1551
EBIT	22284	29134	29547	30433
财务费用	6871	7255	7360	7740
资产减值损失	-321	-798	-833	-879
投资收益	195	211	221	230
营业利润	16475	22414	22699	23182
营业外收支	84	0	0	0
利润总额	16559	22414	22699	23182
所得税	2505	4035	4199	4405
净利润	14055	18380	18500	18778
归属于母公司净利润	8038	11028	12025	12393
EBITDA	36786	46280	47938	50404

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13064	11000	11500	12000
应收账款及票据	15432	19838	20511	21675
预付款项	3930	5453	5724	6168
存货	22755	23904	25092	27036
其他流动资产	2624	2675	2701	2746
流动资产合计	57806	62871	65528	69625
长期股权投资	4844	5844	6844	7844
固定资产	251091	260478	261569	281901
无形资产	1576	1808	1991	2123
非流动资产合计	351816	368161	393406	416827
资产合计	409621	431032	458934	486452
短期借款	7531	8593	10625	12234
应付账款及票据	16390	18277	19185	20672
其他流动负债	41652	42164	42396	42788
流动负债合计	65573	69034	72207	75693
长期借款	176611	166611	166611	170611
其他长期负债	42160	46160	56160	61560
非流动负债合计	218771	212771	222771	232171
负债合计	284343	281805	294977	307864
股本	17523	18849	18849	18849
少数股东权益	49155	56507	62982	69366
股东权益合计	125278	149227	163957	178588
负债和股东权益合计	409621	431032	458934	486452

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.30	13.83	3.39	5.68
EBIT 增长率	15.02	30.74	1.42	3.00
净利润增长率	34.07	37.20	9.04	3.06
盈利能力 (%)				
毛利率	44.19	48.79	48.01	46.99
净利润率	22.54	25.89	25.21	24.21
总资产收益率 ROA	1.96	2.56	2.62	2.55
净资产收益率 ROE	10.56	11.89	11.91	11.35
偿债能力				
流动比率	0.88	0.91	0.91	0.92
速动比率	0.47	0.48	0.48	0.48
现金比率	0.20	0.16	0.16	0.16
资产负债率 (%)	69.42	65.38	64.27	63.29
经营效率				
应收账款周转天数	88.57	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	238.63	240.00	240.00	240.00
总资产周转率	0.15	0.16	0.16	0.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.59	0.64	0.66
每股净资产	6.65	7.92	8.70	9.47
每股经营现金流	1.89	2.07	2.34	2.43
每股股利	0.15	0.20	0.22	0.23
估值分析				
PE	16.5	12.0	11.1	10.7
PB	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.59	7.56	7.54	7.38
股息收益率 (%)	2.13	2.84	3.12	3.26

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	14055	18380	18500	18778
折旧和摊销	14503	17147	18391	19971
营运资金变动	76	-4731	-1016	-1718
经营活动现金流	35608	38967	44155	45735
资本开支	-25047	-33069	-43247	-43042
投资	-1680	-1150	-1150	-1150
投资活动现金流	-26039	-34007	-44176	-43962
股权募资	2131	8397	0	0
债务募资	6034	-4937	12032	11008
筹资活动现金流	-11747	-7024	521	-1273
现金净流量	-2179	-2064	500	500

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001