

中国核电 (601985.SH)

三要素提升促业绩大增，核电审批进入快车道

买入

核心观点

装机容量、利用小时、电价“三要素”提升，带动2021年和2022Q1盈利保持大幅增长。2021年度公司实现营业总收入623.67亿元(+19.3%)，归母净利润80.38亿元(+34.1%)；其中核电贡献归母净利约68亿元，新能源贡献12.75亿元。2022Q1实现营业收入170.99亿元(+22.78%)，归母净利润28.84亿元(+53.25%)，保持了高速增长。

核电“三要素”提升明显，审批进入快车道。2021年核电发电量1731亿千瓦时(+16.7%)。田湾6号(1.11GW)、福清5号(1.16GW)分别于2021年2月及6月投产，福清6号机组(1.16GW)于2022年3月投产，截止2022年3月31日，公司核电控股在运机组25台，装机容量2371万千瓦。2021年核电平均利用小时数7871小时，同比增长250小时。同时，江苏、浙江、福建等地核电市场化电价随火电上涨，公司一季度综合除税电价为0.385元/kWh，同比提升6.7%。

4月20日，国常会审批通过6台核电机组，其中有公司三门3、4号机组。核电重启之后，2019-2021年分别核准4、4、5台。当前审批通过6台核电机组

新能源亦驱动业绩增长，空间充足。2021年新能源装机投产3.6GW，发电量增长至95亿千瓦时(+68.7%)。截止2022年3月31日，新能源控股在运装机容量887.33万千瓦，包括风电263.47万千瓦、光伏623.86万千瓦。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。

净利率大幅增长提升ROE和现金流。2021年，公司ROE为12.04%，同比提升1.06pct，主要得益于净利率大幅提升；年经营性净现金流356亿元，同比增长14%；维持较大在建核电、新能源项目投资，投资性现金净流出260亿元，同比下滑6%。2022Q1，公司ROE为4.07%，同比提升1.21pct；年经营性净现金流102.5亿元，同比增长69%；投资性现金净流出67.5亿元，同比增长15%。

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“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22-24年营收752/802/867亿元，同比增长20.6%/6.7%/8.1%；净利润120/135/150亿元同比增长50.0%/12.3%/11.5%；每股收益0.63/0.70/0.77元，给予2022年约16-18倍PE，对应合理估值约10.08-11.34元。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,276	62,367	75,240	80,253	86,733
(+/-%)	13.5%	19.3%	20.6%	6.7%	8.1%
净利润(百万元)	5995	8038	12054.95	13534.63	15093.63
(+/-%)	30.0%	34.1%	50.0%	12.3%	11.5%
每股收益(元)	0.34	0.46	0.63	0.70	0.77
EBIT Margin	38.9%	37.5%	44.5%	44.4%	44.8%
净资产收益率(ROE)	8.5%	10.6%	14.2%	14.1%	14.0%
市盈率(PE)	20.8	15.5	11.4	10.2	9.3
EV/EBITDA	12.1	10.8	9.3	9.1	8.8
市净率(PB)	1.77	1.64	1.61	1.45	1.30

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

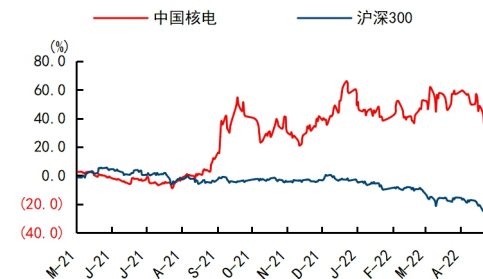
huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.08 - 11.34 元
收盘价	7.17 元
总市值/流通市值	135147/131935 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	1257.54 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)——一季度业绩大幅预增，奠定全年良好增长势头》——2022-03-29
- 《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%》——2022-03-17
- 《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》——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

装机容量、利用小时增长，电价提升，带动 2021 年和 2022Q1 盈利保持大幅增长。2021 年度公司实现营业总收入 623.67 亿元（+19.3%），归母净利润 80.38 亿元（+34.1%）；其中核电贡献归母净利约 68 亿元，新能源贡献 12.75 亿元。2022Q1 实现营业收入 170.99 亿元（+22.78%），归母净利润 28.84 亿元（+53.25%），保持了高速增长。

核电装机容量和利用小时双提升带动核电发电量增长。2021 年核电发电量 1731 亿千瓦时（+16.7%）。田湾 6 号（1.11GW）、福清 5 号（1.16GW）分别于 2021 年 2 月及 6 月投产，福清 6 号机组（1.16GW）于 2022 年 3 月投产，截止 2022 年 3 月 31 日，公司核电控股在运机组 25 台，装机容量 2371.00 万千瓦。2021 年核电平均利用小时数 7871 小时，同比增长 250 小时。同时，参与市场竞价部分电价大幅提升，江苏、浙江、福建等地核电电价随火电上涨，公司一季度综合除税电价为 0.385 元/kWh，同比提升 6.7%。

2021 年新能源装机投产 3.6GW，发电量增长至 95 亿千瓦时（+68.7%）。截止 2022 年 3 月 31 日，新能源控股在运装机容量 887.33 万千瓦，包括风电 263.47 万千瓦、光伏 623.86 万千瓦。

图1：公司近年营业收入（亿元）



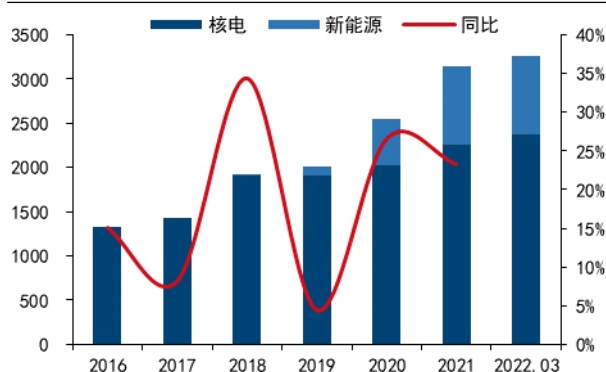
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及同比增速（亿元）



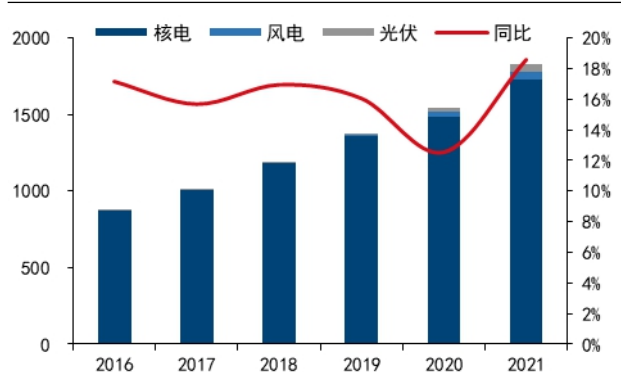
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

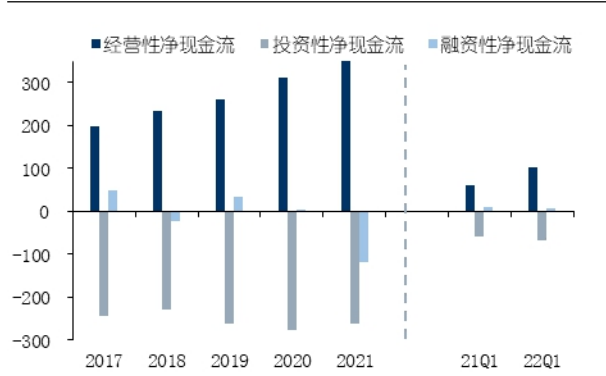


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

净利率大幅增长提升 ROE 和现金流。2021 年，公司 ROE 为 12.04%，同比提升 1.06pct，主要得益于净利率大幅提升；年经营性净现金流 356 亿元，同比增长 14%；维持较大在建核电、新能源项目投资，投资性现金净流出 260 亿元，同比下滑 6%；融资净现金流出 117 亿元。2022Q1，公司 ROE 为 4.07%，同比提升 1.21pct；年经营性净现金流 102.5 亿元，同比增长 69%；投资性现金净流出 67.5 亿元，同

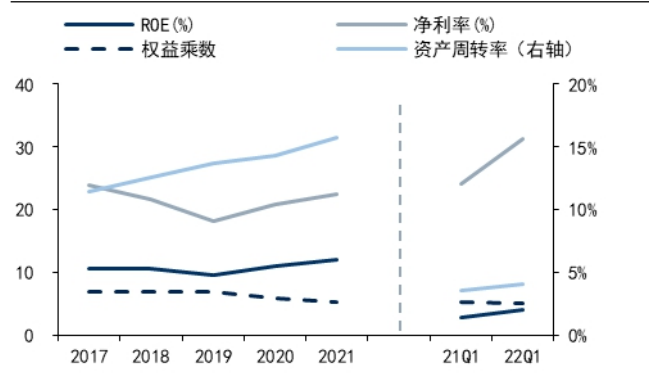
比增长 15%；融资净现金流出 8 亿元

图5：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司 ROE 及杜邦分析



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。

核电审批进入快车道。4月20日，国常会审批通过6台核电机组，其中有公司三门3、4号机组。核电重启之后，2019-2021年分别核准4、4、5台。当前审批通过6台核电机组。

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22-24年营收752/802/867亿元，同比增长20.6%/6.7%/8.1%；净利润120/135/150亿元同比增长50.0%/12.3%/11.5%；每股收益0.63/0.70/0.77元，给予2022年约16-18倍PE，对应合理估值约10.08-11.34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 (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
601985.SH	中国核电	7.15	1,348	0.46	0.63	0.70	0.77	15.53	11.37	10.24	9.28	11%	0.08	买入
600900.SH	长江电力	22.88	5,203	1.16	1.21	1.35		19.67	18.91	16.95		15%	0.18	无
600905.SH	三峡能源	5.40	1,546	0.23	0.29	0.34		23.69	18.62	15.88		10%	0.15	买入
003816.SZ	中国广核	2.78	1,404	0.19	0.21	0.24	0.25	14.40	13.10	11.74	11.01	10%	0.12	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：中国广核、长江电力为Wind一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	15402	13064	13118	13861	13348	营业收入	52276	62367	75240	80253	86733
应收款项	10588	15978	19276	20560	22220	营业成本	28862	34806	36288	38725	41326
存货净额	20173	22755	22376	21902	21404	营业税金及附加	605	660	797	850	918
其他流动资产	5788	5959	7189	6982	4337	销售费用	63	79	95	101	109
流动资产合计	51950	57806	62037	63431	61509	管理费用	2346	3202	3863	4120	4453
固定资产	312765	330942	367424	407570	452722	财务费用	6960	6871	9261	10209	11170
无形资产及其他	854	1576	1513	1450	1387	投资收益	141	195	201	207	213
投资性房地产	12364	14454	14454	14454	14454	资产减值及公允价值变动	(226)	(321)	(357)	(397)	(441)
长期股权投资	3812	4844	5487	6178	6967	其他收入	(130)	(148)	(668)	125	(214)
资产总计	381746	409621	450915	493083	537039	营业利润	13226	16475	24113	26183	28315
短期借款及交易性金融负债	38836	39671	54467	58482	62974	营业外净收支	(46)	84	84	84	84
应付款项	9754	16390	16965	17480	17981	利润总额	13179	16559	24197	26267	28399
其他流动负债	6038	9512	10060	10421	10803	所得税费用	2232	2505	3879	4211	4553
流动负债合计	54628	65573	81493	86382	91759	少数股东损益	4952	6017	8263	8521	8752
长期借款及应付债券	182889	190392	200692	221192	241792	归属于母公司净利润	5995	8038	12055	13535	15094
其他长期负债	27740	28378	29017	29656	30294						
长期负债合计	210628	218771	229709	250848	272087	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	265256	284343	311202	337230	363845	净利润	5995	8038	12055	13535	15094
少数股东权益	46027	49155	54526	60065	65754	资产减值准备	44	95	36	40	44
股东权益	70462	76123	85187	95789	107439	折旧摊销	11844	14365	14871	16671	18671
负债和股东权益总计	381746	409621	450915	493083	537039	公允价值变动损失	44	95	36	40	44
						财务费用	6960	6871	9261	10209	11170
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(5840)	1980	(3025)	272	2368
每股收益	0.34	0.46	0.63	0.70	0.77	其它	19040	11034	14395	15502	16602
每股红利	0.13	0.00	0.22	0.24	0.27	经营活动现金流	31128	35608	38368	46059	52822
每股净资产	4.04	4.36	4.45	4.94	5.49	资本开支	(23933)	(25123)	(51326)	(56795)	(63804)
ROIC	5%	6%	8%	7%	7%	其它投资现金流	182	(49)	(29)	(47)	(75)
ROE	9%	11%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(27567)	(26039)	(51998)	(57533)	(64667)
毛利率	45%	44%	52%	52%	52%	权益性融资	20033	2131	1228	1804	1840
EBIT Margin	39%	37%	45%	44%	45%	负债净变化	(5270)	854	10000	20000	20000
EBITDA Margin	62%	61%	64%	65%	66%	支付股利、利息	(2269)	0	(4219)	(4737)	(5283)
收入增长	13%	19%	21%	7%	8%	其它融资现金流	(12800)	(15345)	14797	4014	4493
净利润增长率	30%	34%	50%	12%	12%	融资活动现金流	308	(11747)	13684	12217	11332
资产负债率	82%	81%	81%	81%	80%	现金净变动	4515	(2338)	54	744	(514)
股息率	1.8%	0.0%	3.4%	3.8%	4.2%	货币资金的期初余额	10887	15402	13064	13118	13861
P/E	20.8	15.5	11.4	10.2	9.3	货币资金的期末余额	15402	13064	13118	13861	13348
P/B	1.8	1.6	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	(1039)	11056	(11363)	(9927)	(10129)
EV/EBITDA	12.1	10.8	9.3	9.1	8.8	权益自由现金流	(19109)	(3435)	5658	5514	4985

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