

双碳目标推动公司迈入新阶段
—中国广核（003816）深度报告
所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年6月27日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ “双碳”目标积极安全有序发展核电，核电核准加速，打开中长期成长空间。

自2021年3月国务院《政府工作报告》首次提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”以来，中共中央、国务院印发的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》均明确提出“积极安全有序发展核电”。

❖ 中广核发电唯一平台，十四五规划成为全球一流核电运营商。

根据公司2021年报披露的中长期发展战略及“十四五”规划，公司力争到2035年核电装机容量达到70GW，2021-2035装机复合增速达6.7%，努力实现2035年在运+在建核电装机全球第一，成为全球一流的核电运营商。

❖ 公司核电机组储备丰富，后续增长有保障。

碳中和背景下，由于沿海省份严控煤电增量，碳中和下气电长期发展空间受到约束，外来水电供给有限，陆上风光资源不占优势，海上风电尚未平价，剩余电源中仅有核电利用小时数出力稳定、资源约束较低、发电无碳排放，有望成为火电的理想替代。

❖ 首次覆盖给予“增持”评级

我们预计2022-2024年，公司实现营业收入897.71亿元（同比增长11.27%）、1007.56和1107.41亿元，归属母公司净利润101.84（同比增长4.63%）、113.47和119.27亿元。总股本505亿股，对应EPS0.20、0.22和0.24元。估值要点如下：2022年6月27日，股价2.8元，对应市值1424亿元，2022-2024年PE约为14、13和12倍。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

❖ 风险提示：核电政策变化，检修时间长于预期，建设进度长于预期。
盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	80678.74	89770.86	100756.46	110741.38
+/-%	14.30%	11.27%	12.24%	9.91%
净利润(百万)	9732.59	10183.63	11347.01	11927.09
+/-%	1.78%	4.63%	11.42%	5.11%
EPS(元)	0.19	0.20	0.22	0.24
PE	14.53	13.88	12.46	11.86

资料来源：公司公告，预测截止日期2022年6月27日，川财证券研究所

正文目录

一、	公司发展历程、实际控制人和股权结构.....	4
1.1.	公司发展历程.....	4
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	4
1.1.1.	控股股东和实际控制人.....	4
1.1.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	4
二、	营业务结构和变化.....	5
2.1	主要业务和产品.....	5
2.1.1.	主营业务概述.....	5
2.1.2.	主营业务结构.....	5
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	6
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	8
2.1.4.	公司近期工作.....	8
2.1.5.	公司发展规划.....	10
三、	公司近年重大资本运作.....	10
3.1	公司近年重大资本运作情况.....	10
3.2	IPO 投资项目情况.....	11
四、	投资建议.....	11
4.1	投资逻辑和观点.....	11
4.1.1.	“双碳”目标积极安全有序发展核电，核电核准加速。.....	11
4.1.2.	中广核发电唯一平台，十四五规划成为全球一流核电运营商。.....	11
4.1.3.	公司核电机组储备丰富，后续增长有保障。.....	11
4.2	盈利预测与估值比较.....	12
4.2.1.	盈利预测.....	12
4.2.2.	估值比较.....	13
	盈利预测.....	14
	风险提示.....	15
	相关报告.....	15

图表目录

图 2: 2021 年年度业务分行业收入结构	6
图 3: 2021 年年度业务毛利结构	6
图 4: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	7
图 5: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	7
图 6: 销售毛利率和净利率变化 (%)	7
图 7: 投资回报情况 (单位: %)	7
图 8: 负债结构和流动性 (%)	7
图 9: 杠杆运用和资产运营状况	7
表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况	5
表格 2. 公司 2021 年管理的在运核电机组和在建核电机组	8
表格 3. 公司 2021 年管理核电站上网电量	8
表格 4. 公司 2021 年管理核电站上网电价	9
表格 5. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	10
表格 6. 公司 IPO 投资项目情况	11
表格 7. 公司分业务收入和毛利率假设	12
表格 8. 可比公司估值	13

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司发展历程

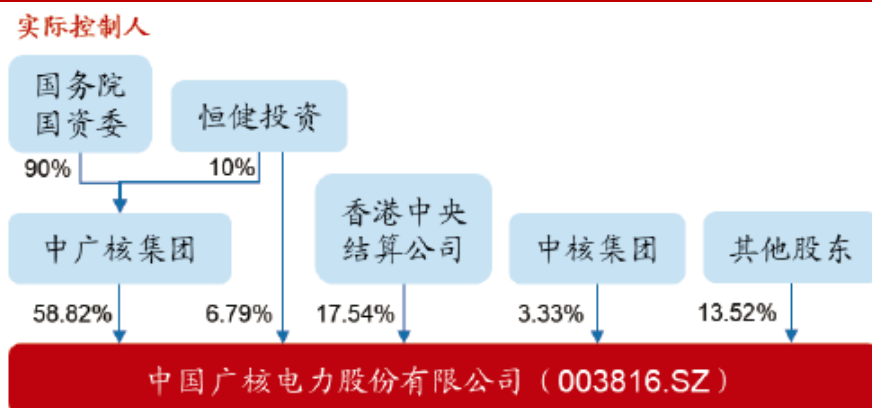
由于核能的特殊性，我国核能产业链高度集中，主要分布在中国核工业集团与中国广核集团两家旗下，其中核工业集团业务覆盖核电上中下游全产业链，广核集团业务更聚焦于下游运营端。公司为广核集团旗下核电运营上市平台，2014 年登陆港交所，2019 年发行 10% 股份登陆深交所实现两地上市。改革开放后我国制定了“以我为主，中外合作”的和平利用核能战略，1978 年新中国第二代领导集体宣布从法国购买两座核电设备（M310 型号），拉开我国核电发展序幕。基于资金及其他多方面考虑，两座核电设备最终选址深圳大亚湾，以内港合资形式成立广东核电合营公司，发电量 70% 输送香港。大亚湾核电站 1994 年投产，同年国务院国资委与广东省国资委按 90%：10% 比例成立中国广核集团，广东核电合营公司成为广核集团控股子公司。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.1.1. 控股股东和实际控制人

公司控股股东为中国广核集团，截至 2022 年第一季度，中国广核集团直接持有公司 29,704,943,375 股，持股占比为 58.82%，公司实际控制人为国务院国资委，国资委通过中国广核集团和中国核工业集团间接持有公司股份。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至 2021 年底

1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

根据 2022 年一季报披露的信息，中国广核集团直接持有公司 297.06 亿股，占公司总股本的 58.82%，为公司控股股东。公司最终的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。



表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	中国广核集团有限公司 香港中央结算(代理人)有限公司	29,704,943,375	58.8200	不变
2	广东恒健投资控股有限公司	8,856,919,414	17.5400	增加
3	中国核工业集团有限公司	3,428,512,500	6.7900	不变
4	中国人寿保险股份有限公司	1,679,971,125	3.3300	不变
5	贝莱德集团	1,336,430,000	2.6500	减少
6	国新央企运营(广州)投资基金(有限合伙)	567,500,805	1.1200	减少
7	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	403,989,000	0.8000	不变
8	全国社保基金 102 组合	239,725,551	0.4700	不变
9	李革	167,515,200	0.3300	不变
10	合计	54,109,000	0.1100	减少
		46,439,615,970	91.96	--

资料来源：公司公告；2022 年一季报，iFind，川财证券研究所

二、营业业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

公司是中广核核能发电的唯一平台，主营业务为建设、运营及管理核电站，销售等核电站所发电量，组织开发核电站的设计及科研工作。截至 2021 年 12 月 31 日，公司管理 25 台在运核电机组和 7 台在建核电机组（其中包含公司控股股东委托管理的 4 台在建机组），装机容量分别为 28,261 兆瓦和 8,299 兆瓦，占全国在运及在建核电总装机容量的 53.01%以及 41.01%，在运及在建核电机组合计装机容量占全国核电总装机容量的 49.71%。公司的主要产品是电力。根据中国核能行业协会发布的《2021 年 1-12 月全国核电运行情况》，截至 2021 年 12 月 31 日，我国投入商业运行的核电机组共 53 台，全国商运核电机组上网电量为 3,820.84 亿千瓦时。2021 年，公司管理的核电站的总上网电量为 2,011.51 亿千瓦时，占全国核电机组上网电量的 52.65%。

2.1.2. 主营业务结构

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是销售电力、建筑安装和设计服务、提供劳务、贸易及其他和其他业务。

截至 2021 年 12 月 31 日，公司合并报表口径总资产约为 3,999.93 亿元，较上年末增长 2.07%；负债合计约为 2,490.83 亿元，资产负债率 62.27%；归属于母公司股东的权益约为 1,009.11 亿元，较上年末增长 5.92%。公司实现合并报表口径营业收入约为 806.79 亿元，较去年同期增长 14.30%；归属于母公司股东的净利润约为 97.33 亿元，较去年同期增长 1.78%；经营活动产生的现金流量净额约为 349.11 亿元，较去年同期增长 15.77%。截至 2021 年底，公司管理 25 台在运核电机组、7 台在建核电机组（其

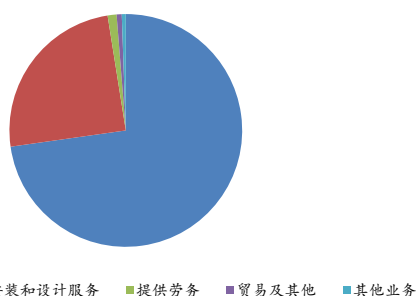
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

中包含本公司控股股东委托本公司管理的 4 台在建机组)。2021 年 7 月 31 日, 红沿河 5 号机组投入商业运营。2021 年 12 月 30 日, 苍南 2 号机组正式开工建设。截止 2021 年末控股装机容量 26,699 兆瓦; 2021 年度发电量 63,285,328 兆瓦时, 售电量 59,734,563 兆瓦时。2021 年, 公司管理的在运核电机组全部实现安全稳定运行, 全年累计上网电量为 2,011.51 亿千瓦时, 较 2020 年增长 7.86%。其中, 公司的子公司运营管理的核电站(含大亚湾核电站、岭澳核电站、岭东核电站、阳江核电站、防城港核电站、宁德核电站和台山核电站)的全年累计上网电量为 1,639.24 亿千瓦时, 较 2020 年增长 5.19%; 公司的联营企业运营管理的核电站(红沿河核电站)的全年累计上网电量为 372.26 亿千瓦时, 较 2021 年增长 21.46%。

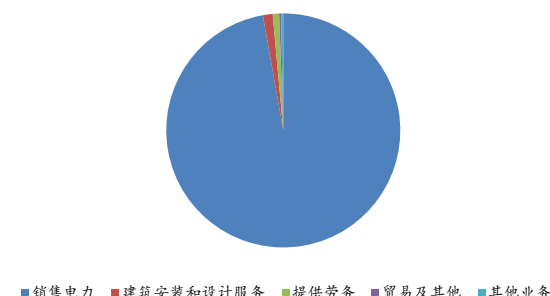
销售电力: 2021 年度, 该分部实现营业收入 587.09 亿元, 同比增长 5.76%; 成本 326.76 亿元, 同比增长 9.10%, 毛利 260.33 亿元, 同比增加 1.85%;

建筑安装和设计服务: 2021 年度, 该分部实现营业收入 199.49 亿元, 同比增长 56.13%; 成本 195.86 亿元, 同比增长 54.94%, 毛利 3.62 亿元, 同比增加 166.18%;

提供劳务: 2021 年度, 该分部实现营业收入 10.02 亿元, 同比增长 7.28%; 成本 7.63 亿元, 同比增长 13.20%, 毛利 2.38 亿元, 同比减少 8.46%;

图 2: 2021 年年度业务分行业收入结构


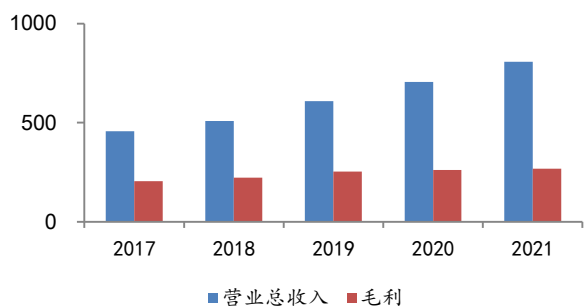
资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

图 3: 2021 年年度业务毛利结构


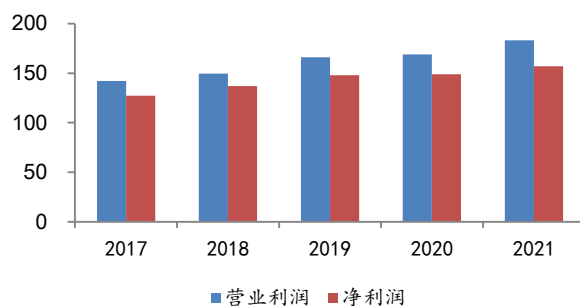
资料来源: 公司公告, iFinD, 川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

销售电力与建筑安装和设计服务收入占据公司销售收入和毛利中绝大部分。公司 2021 年实现营业利润 183.14 亿元, 同比增加 8.42%; 归属母公司净利润 97.33 亿元, 同比增加 1.78%。2022 年一季度公司实现营业收入 171.78 亿元, 同比增加 0.71%; 营业利润 51.76 亿元, 同比增加 18.54%; 归属母公司净利润 28.52 亿元, 同比增加 20.10%。

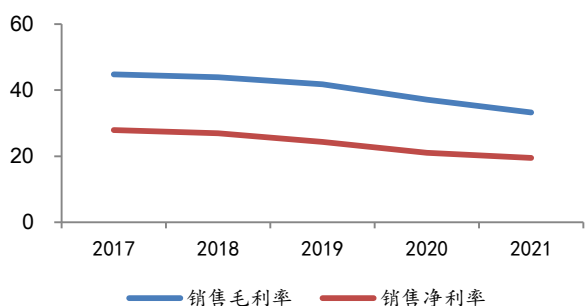
图 4：历年收入和毛利变化（单位：亿元）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

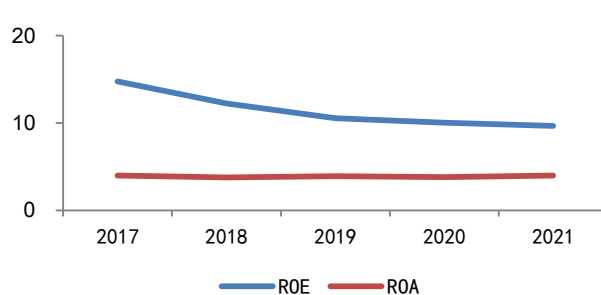
图 5：历年营业利润和净利润（单位：亿元）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 33.20%和 19.44%，相比 2020 年的 37.07%和 21.07%，毛利率和净利率都有小幅下降，主要是受制于 21 年国内外疫情的影响导致公司的盈利能力小幅下滑。2022 年一季度，公司综合毛利率和净利率分别为 40.28%和 24.82%，公司整体盈利能力有所提高，主要由于国内外疫情得到有效控制，公司整体经营能力不断提高，公司在 2022 年一季度盈利能力整体有所恢复。

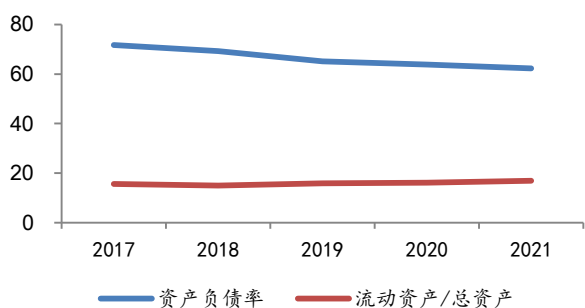
图 6：销售毛利率和净利率变化（%）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

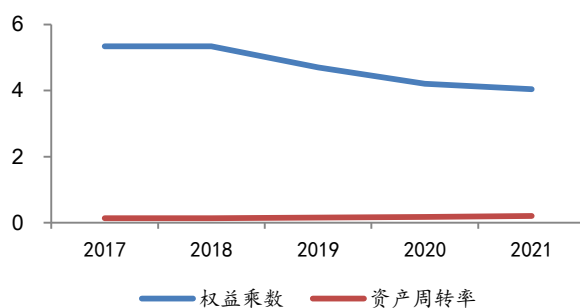
图 7：投资回报情况（单位：%）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2022 年一季度，公司 ROE 和 ROA 分别为 2.79%和 1.06%，同比出现进一步提高，预计后续疫情得到管控，公司经营能力不断提高，公司的资本回报率有望继续提高。公司资产负债率与行业平均水平持平，作为央企，信用资源保证公司偿债能力。公司近几年财务杠杆不断改善下降，资产周转率呈现向好趋势，证明公司整体运营能力正在不断提高，经营效率不断改善。

图 8：负债结构和流动性（%）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 9：杠杆运用和资产运营状况


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

2.1.4. 公司近期工作

2021 年以来，公司以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的十九大、十九届历次全会和中央经济工作会议精神，坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署以及国务院国资委工作要求。截至 2021 年 12 月 31 日，公司合并报表口径总资产约为 3,999.93 亿元，较上年末增长 2.07%；负债合计约为 2,490.83 亿元，资产负债率 62.27%；归属于母公司股东的权益约为 1,009.11 亿元，较上年末增长 5.92%。公司实现合并报表口径营业收入约为 806.79 亿元，较去年同期增长 14.30%；归属于母公司股东的净利润约为 97.33 亿元，较去年同期增长 1.78%；经营活动产生的现金流量净额约为 349.11 亿元，较去年同期增长 15.77%。截至 2021 年底，公司管理 25 台在运核电机组、7 台在建核电机组（其中包含本公司控股股东委托本公司管理的 4 台在建机组）。2021 年 7 月 31 日，红沿河 5 号机组投入商业运营。2021 年 12 月 30 日，苍南 2 号机组正式开工建设。截至 2021 年 12 月 31 日，公司管理的在运核电机组和在建核电机组的数量和容量如下：

表格 2. 公司 2021 年管理的在运核电机组和在建核电机组

		截止 2021 年	截止 2020 年	变动百分比
在运核电机组	数量	25	24	4.17%
	容量	28261 兆瓦	27142 兆瓦	4.12%
在建核电机组	数量	3	4	-25%
	容量	3479 兆瓦	4598 兆瓦	-24.34%
股东委托管理	数量	4	3	33.33%
	容量	4820 兆瓦	3612 兆瓦	33.44%

资料来源：公司公告；2021 年年报，iFind，川财证券研究所

重点工作和成绩：2021 年，公司管理的在运核电机组全部实现安全稳定运行，全年累计上网电量为 2,011.51 亿千瓦时，较 2020 年增长 7.86%。2021 年附属公司的上网电量为 1,639.24 亿千瓦时，中广核电力销售有限公司代理本集团以外代理用户实际用电量约为 4.36 亿千瓦时，电力销售收入合计约为人民币 587.09 亿元，占公司年度营业收入的 72.77%。

表格 3. 公司 2021 年管理核电站上网电量

核电站名称	2021 年上网电量 (亿千瓦时)	2020 年上网电量 (亿千瓦时)	同期变化率 (%)
来自子公司			
大亚湾核电站	157.43	158.74	-0.82
岭澳核电站	155.85	145.64	7.01
岭东核电站	146.83	148.77	-1.30
阳江核电站	492.15	424.93	15.82
防城港核电站	170.56	158.20	7.81
宁德核电站	331.55	306.39	8.21
台山核电站	184.87	215.73	-14.30
子公司合计	1,639.24	1,558.38	5.19
来自联营企业			
红沿河核电站	372.26	306.49	21.46

资料来源：公司公告；2021 年年报，iFind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

2021 年，国内全社会用电量达到 83,127.64 亿千瓦时，较 2020 年增长 10.34%。2021 年下半年部分时段电力供需偏紧，部分省区启动有序用电方案，公司管理的核电机组积极配合电网调度，充分发挥稳定性优势，保持满负荷发电，全力保障社会用电需求。2021 年，公司继续贯彻执行“争取更多的上网电量计划指标，争取更优的市场电量和电价，争取增量市场的开发和利用，争取更多的跨省区外送电份额”的电力销售策略，超额完成了全年的发电计划，提高了公司的整体经济效益。2021 年，公司的在运核电机组实现上网电量 2,011.51 亿千瓦时，同比增长 7.86%。其中市场化交易电量占总上网电量约 39.15%，较 2020 年上升 5.63 个百分点。

广东省：2021 年全社会用电量同比增长 13.58%。公司位于广东省的核电机组于 2021 年继续以“优价满发”的模式参与电力市场，其中岭澳 2 号机组和阳江 2 号机组共 33.29 亿千瓦时电量参与市场交易。广东省内核电机组 2021 年上网电量同比增长 3.96%。

福建省：2021 年全社会用电量同比增长 14.24%。宁德核电 2021 年上网电量同比增长 8.21%。

广西壮族自治区：2021 年全社会用电量同比增长 10.22%。防城港核电持续开发增量市场，2021 年上网电量同比增长 7.81%。

辽宁省：2021 年全社会用电量同比增长 6.28%。红沿河核电积极开拓市场，加大省内交易规模，省内双边交易的成交电量同比增加，2021 年上网电量同比增长 21.46%。

2021 年，公司的子公司中广核电力销售有限公司主动融入和密切跟踪广东省电力市场，积极参与市场交易，代理零售用户 38 家，代理用户实际用电量约为 23 亿千瓦时（其中包括本集团以外代理用户）。

公司密切关注在运核电机组的上网电价。公司在运核电机组的上网电价分为计划电价和市场电价两类，其中计划电价由有关政府部门核准批复，市场电价通过市场化交易方式形成。2021 年 7 月 14 日，红沿河核电收到辽宁省发展和改革委员会出具的《省发展改革委关于辽宁红沿河核电二期工程 5 号机组临时上网电价的批复》，根据该批复，红沿河 5 号机组的临时上网电价为人民币 0.3749 元/千瓦时（含税），执行时间自红沿河 5 号机组商业运营之日起至红沿河 6 号机组商业运营之日止。2021 年本公司其他在运核电机组的计划电价未发生变化。2021 年本公司市场电价较 2020 年基本持平。

表格 4.公司 2021 年管理核电站上网电价

核电机组	客户	计划电价（含增值税）（元/千瓦时）
大亚湾 1、2 号机组	广东电网有限责任公司	0.4056
岭澳 1、2 号机组	广东电网有限责任公司	0.4143
岭东 1、2 号机组	广东电网有限责任公司	0.4153
阳江 1-6 号机组	广东电网有限责任公司	0.4153
防城港 1、2 号机组	广西电网有限责任公司	0.4063
宁德 1、2 号机组	福建省电力有限公司	0.4153
宁德 3 号机组	福建省电力有限公司	0.3916
宁德 4 号机组	福建省电力有限公司	0.3590

台山 1、2 号机组	广东电网有限责任公司	0.4350
红沿河 1-4 号机组	辽宁省电力有限公司	0.3823
红沿河 5 号机组	辽宁省电力有限公司	0.3749

资料来源：公司公告；2021 年年报，iFinD，川财证券研究所

2.1.5. 公司发展规划

公司的愿景是成为“具有全球竞争力的世界一流核能供应商和服务商”，“安全第一、质量第一、追求卓越”是公司的基本原则。公司追求卓越的安全业绩，与 WANO 国际一流指标对标，持续提升核电站安全性能水平；努力践行专业化、集约化和标准化的“三化”管理策略，持续提升多机组管控能力；实施精益化管理，持续优化运营成本和工程项目造价。

遵循核电行业发展特点，坚持高标准，追求高质量，确保生产运营和工程建设业绩稳定；追求稳定的盈利水平，坚持稳健的财务政策，不断优化资本结构和融资成本，保障资金安全；关注为股东提供长期稳定的回报，实施长期稳定的股息政策。

始终致力于清洁能源发展，专注于核电和核能综合利用；严控核电站运行过程中的放射性物质排放，全力保护环境。合理利用资源，持续提升资源利用率，减少公司经营活动中的资源消耗，积极践行企业社会责任。

持续提升核心竞争力，把握核电发展的战略机遇，持续推动核电新项目核准开工，力争公司业务规模在国内保持领先。以科技创新引领公司发展，坚持创新驱动，持续推动新技术发展和应用，保持发展后劲和竞争力。

在国家二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值、努力争取 2060 年前实现碳中和的背景下，在“十四五”及中长期，核能产业发展仍处于并将长期处于发展的重要战略机遇期，公司的发展和经营将面临许多新要求和新变化。公司将始终保持诚信透明的核安全文化理念，坚持“安全第一、质量第一、追求卓越”的基本原则，拓展新思路，主动谋划，积极应对。

“十四五”期间，公司将锚定 2035 年远景目标，聚焦安全质量一流、工程建设一流、科技创新一流、经营效益一流、企业管理一流等五个“一流”目标，着力固根基、扬优势、补短板、强弱项，推动产业做强做优做大，实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 5. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	2019 IPO 首发上市	完成	2019/8/26

资料来源：公司公告；招股书，iFinD，川财证券研究所

3.2 IPO 投资项目情况

表格 6.公司 IPO 投资项目情况

序号	募投项目	计划投资金额（万元）	完成进度
1	阳江 5 号、6 号机组	300000	100%
2	防城港 3 号、4 号机组	800000	100%

资料来源：公司公告；招股书，iFind，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. “双碳”目标积极安全有序发展核电，核电核准加速。

自 2021 年 3 月国务院《政府工作报告》首次提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”以来，中共中央、国务院印发的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、国务院印发的《2030 年前碳达峰行动方案》以及国务院国资委印发的《关于推进中央企业高质量发展做好碳达峰碳中和工作的指导意见》等文件均明确提出“积极安全有序发展核电”。2021 年 12 月 24 日，国家能源局召开 2022 年全国能源工作会议，发布 2022 年能源工作七大重点任务，其中包括“加快能源绿色低碳发展”，提出“积极安全有序发展核电”、“在确保安全前提下，有序推进具备可靠条件的核电项目核准建设”。2022 年 4 月末全行业内国常会一次性批准 6 台核电机组，为 2008 年来首次，根据《“十四五”现代能源体系规划》，全国核电增量达 15GW 以上。核电重启打开公司中长期成长天花板。

4.1.2. 中广核发电唯一平台，十四五规划成为全球一流核电运营商。

公司是中广核核能发电的唯一平台，主营业务为建设、运营及管理核电站，销售核电站所发电量，组织开发核电站的设计及科研工作。在运装机 28.3GW，居我国首位，核准及在建装机 10.7GW。根据公司 2021 年报披露的中长期发展战略及“十四五”规划，公司力争到 2035 年核电装机容量达到 70GW，2021-2035 装机复合增速达 6.7%，努力实现 2035 年在运+在建核电装机全球第一，成为全球一流的核电运营商。

4.1.3. 公司核电机组储备丰富，后续增长有保障。

碳中和背景下，由于沿海省份严控煤电增量，碳中和下气电长期发展空间受到约束，外来水电供给有限，陆上风光资源不占优势，海上风电尚未平价，剩余电源中仅有核电利用小时数出力稳定、资源约束较低、发电无碳排放，有望成为火电的理想替代。公司先前发布《核能产业中长期发展战略及“十四五”规划》，其中明确到 2035 年在运、在建核电总规模成为全球第一的目标。公司目前有宁德三期、陆丰三期、防城港三期等多个项目已报批审核，其中陆丰三期 5、6 号机组已于 4 月 20 日核准，后续厂址的储备及开发有望持续推进，公司计划每年开工建设 2-3 台，与此同时，公司托管

集团 4 台机组已进入土建施工环节，预计公司装机在“十四五”期间将迎快速增长。

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

1. 近期关键财务数据

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是电力销售、建筑安装和设计服务、提供劳务、商品销售和其他、其他业务 5 个板块。2021 年度，公司实现营业收入 806.79 亿元，同比增长 14.30%；成本 651.65 亿元，同比增长 14.59%，利润总额 183.14 亿元，同比增加 8.42%；归属于上市公司股东的净利润为 97.33 亿元，同比增加 1.78%；

公司 2021 年一季度实现营业收入 171.78 亿元，营业利润 51.76 亿元，归属母公司净利润 28.52 亿元；实现毛利率 40.28%，净利率 24.82%。

2. 盈利预测假设：

收入：公司的主营板块中，销售电力板块随着公司后续新的电站建设完成以及上网电价的调整提升，我们预测未来有望维持 5% 左右的增长。建筑安装和设计板块随着公司业务的开拓有望维持两位数以上的增长，提供劳务、商品销售以及其他业务板块维持自然增长。

毛利率：我们预测未来电力产品的毛利率有望小幅提高，主要原因是公司内部运营能力的提升以及新电站技术的进步，另外考虑到国家政策对绿电政策倾斜，使得绿电的上网电价未来有望小幅提升，公司其余板块业务，随着收入的自然增长，毛利率整体维持稳定。

3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 897.71 亿元（同比增长 11.27%）、1007.56 和 1107.41 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 11.13%；归属母公司净利润 101.84（同比增长 4.63%）、113.47 和 119.27 亿元。总股本 505 亿股，对应 EPS0.20、0.22 和 0.24 元。

表格 7. 公司分业务收入和毛利率假设

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	销售电力	52,783.02	55,511.98	58,709.22	61,644.68	65,959.81	69,257.80
	同比增长		5.17%	5.76%	5.00%	7.00%	5.00%
	建筑安装和设计	6,163.68	12,776.55	19,948.73	25,933.34	32,416.68	38,900.02
	同比增长		107.29%	56.14%	30.00%	25.00%	20.00%
	提供劳务	900.62	934.41	1,001.52	1,071.62	1,146.64	1,226.90
	同比增长		3.75%	7.18%	7.00%	7.00%	7.00%
	商品销售和其他	741.92	933.79	571.37	628.51	691.36	760.50

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

	同比增长		25.86%	-38.81%	10.00%	10.00%	10.00%
	其他业务	285.93	427.98	447.91	492.70	541.97	596.17
	同比增长		49.68%	4.66%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售电力	47.44%	46.05%	44.34%	46.00%	46.50%	46.50%
毛 利 率	建筑安装和设计	0.31%	1.06%	1.82%	1.80%	1.80%	1.80%
	提供劳务	34.54%	27.87%	23.78%	24.00%	24.00%	24.00%
	商品销售和其他	4.58%	18.78%	12.27%	12.00%	12.00%	12.00%
	其他业务	-0.01%	7.59%	17.90%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

4.2.2. 估值比较

2022年6月27日，股价2.8元，对应市值1424亿元，2022-2024年PE约为14、13和12倍。公司是中广核核能发电的唯一平台，主营业务为建设、运营及管理核电站，销售该等核电站所发电力，组织开发核电站的设计及科研工作。在运装机29.38GW，居我国首位，核准及在建装机9.58GW。根据公司2021年报披露的中长期发展战略及“十四五”规划，公司力争到2035年核电装机容量达到70GW，2021-2035装机复合增速达6.7%，努力实现2035年在运+在建核电装机全球第一，成为全球一流的核电运营商。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表格 8. 可比公司估值

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元			净利润/亿元			PE			PB	ROE
				总计	流通		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21
1	601985.SH	中国核电	6.71	1268	1235	80.38	109.45	119.13	7.94	11.56	10.62	1.67	10.56	
		算数平均	6.92	1291	1261	80.38	109.45	119.13	7.94	11.56	10.62	1.67	10.56	

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于2022/6/27



盈利预测

财务报表预测及比率分析													
资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	19571.65	12128.38	15827.73	13020.31	22806.30	24081.96	营业收入	60875.18	70584.71	80678.74	89770.86	100756.46	110741.38
应收票据及账款	11574.24	14493.56	15905.83	17733.24	19903.32	21875.73	营业成本	35471.46	44419.29	53895.34	60540.99	69062.20	77361.16
预付账款	9197.50	17994.54	17372.07	18592.96	20868.25	22936.28	税金及附加	699.87	621.74	610.25	833.94	934.56	1028.75
其他应收款	147.20	86.97	53.32	129.00	144.79	159.14	销售费用	79.00	71.16	78.99	87.90	98.65	108.43
存货	18370.64	15020.73	15248.48	22985.08	26220.26	29371.05	管理费用	2579.43	2392.59	2426.03	2699.43	3029.77	3330.02
其他流动资产	3062.16	3520.09	3558.73	4315.91	4844.06	5324.10	研发费用	1483.44	1535.99	1753.04	2030.56	2279.05	2504.90
流动资产总计	61923.38	63244.27	67966.15	76776.50	94786.97	103748.27	财务费用	7697.74	7827.75	6401.43	8151.22	7782.85	7763.49
长期股权投资	11199.29	11924.06	12417.54	13611.02	14804.50	15997.98	资产减值损失	-30.15	-199.47	-148.09	-164.78	-184.95	-203.28
固定资产	257999.85	249395.04	240822.59	252805.02	267771.38	287488.88	信用减值损失	36.86	-21.26	-14.60	-16.24	-18.23	-20.03
在建工程	39240.57	47364.77	57561.62	50374.41	44187.21	42000.00	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	4937.03	5047.18	5202.83	6127.66	6838.40	5758.31	投资收益	1307.06	1143.58	1366.91	1272.52	1272.52	1272.52
长期待摊费用	1473.43	1472.91	1527.44	763.72	0.00	0.00	公允价值变动	4.47	5.27	-103.25	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	11201.68	13450.13	14494.83	12692.39	10877.46	10850.23	资产处置收益	-0.16	-1.29	0.08	-0.46	-0.46	-0.46
非流动资产合计	326051.85	328654.10	332026.86	336374.23	344478.95	362095.41	其他收益	2405.29	2248.49	1698.95	2117.57	2117.57	2117.57
资产总计	387975.23	391898.37	399993.01	413150.73	439265.92	465843.68	营业利润	16587.61	16891.51	18313.67	18635.92	20754.40	21810.94
短期借款	14263.27	23123.99	16374.99	0.00	0.00	0.00	营业外收入	18.33	44.32	47.25	36.63	36.63	36.63
应付票据及账款	22601.86	23116.55	22367.35	31735.91	36202.77	40553.13	营业外支出	50.84	85.71	234.80	123.78	123.78	123.78
其他流动负债	30152.76	30912.21	38577.77	44881.86	51086.74	57081.18	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	67017.90	77152.75	77320.11	76617.77	87289.51	97634.32	利润总额	16555.10	16850.12	18126.12	18548.27	20667.24	21723.79
长期借款	177542.50	164759.98	162602.04	162602.04	162602.04	162602.04	所得税	1769.85	1974.48	2442.18	2499.05	2784.55	2926.90
其他非流动负债	8120.97	8355.04	9160.43	9160.43	9160.43	9160.43	净利润	14785.24	14875.64	15683.95	16049.22	17882.70	18796.89
非流动负债合计	185663.47	173115.01	171762.46	171762.46	171762.46	171762.46	少数股东损益	5319.54	5313.33	5951.36	5865.59	6535.68	6869.80
负债合计	252681.37	250267.77	249082.58	248380.23	259051.97	269396.78	归属母公司股东	9465.70	9562.31	9732.59	10183.63	11347.01	11927.09
股本	50498.61	50498.61	50498.61	50498.61	50498.61	50498.61	EBITDA	34522.35	35853.18	36034.38	38570.60	41563.86	43089.31
资本公积	10702.32	10784.00	10790.41	10790.41	10790.41	10790.41	NOPLAT	21688.24	21823.55	21513.61	23189.81	24704.56	25602.00
留存收益	28601.04	33990.66	39621.53	47616.00	56523.77	65886.92	EPS(元)	0.19	0.19	0.19	0.20	0.22	0.24
归属母公司权益	89801.98	95273.27	100910.55	108905.03	117812.80	127175.94	主要财务比率						
少数股东权益	45491.89	46357.33	49999.88	55865.47	62401.15	69270.95	会计年度						
股东权益合计	135293.87	141630.61	150910.43	164770.50	180213.95	196446.90	2019						
负债和股东权益	387975.23	391898.37	399993.01	413150.73	439265.92	465843.68	2020						
							2021						
							2022E						
							2023E						
							2024E						
现金流量表							成长能力						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营收增长率	19.77%	15.95%	14.30%	11.27%	12.24%	9.91%
税后经营利润	14785.24	14875.64	15683.95	13191.69	15025.17	15939.36	营业利润增长率	10.99%	1.83%	8.42%	1.76%	11.37%	5.09%
折旧与摊销	10269.52	11175.32	11506.83	11871.11	13113.76	13602.03	EBIT增长率	16.04%	1.75%	-0.61%	8.86%	6.56%	3.65%
财务费用	7697.74	7827.75	6401.43	8151.22	7782.85	7763.49	EBITDA增长率	19.53%	3.85%	0.51%	7.04%	7.76%	3.67%
投资损失	-1307.06	-1143.58	-1366.91	-1272.52	-1272.52	-1272.52	归母净利润增长	8.77%	1.02%	1.78%	4.63%	11.42%	5.11%
营运资金变动	-1597.82	-3750.19	1009.01	4054.88	2447.25	2659.17	经营现金流增长	7.71%	-1.45%	15.77%	12.57%	2.80%	3.95%
其他经营现金流	751.28	1169.91	1676.80	3302.94	3302.94	3302.94	盈利能力						
经营性现金净流	30598.90	30154.84	34911.10	39299.32	40399.45	41994.47	毛利率	41.73%	37.07%	33.20%	32.56%	31.46%	30.14%
资本支出	14209.25	13269.11	13635.43	15025.00	20025.00	30025.00	净利率	24.29%	21.07%	19.44%	17.88%	17.75%	16.97%
长期投资	-714.32	-432.46	-175.29	0.00	0.00	0.00	营业利润率	27.25%	23.93%	22.70%	20.76%	20.60%	19.70%
其他投资现金流	-28131.77	-24595.82	-28029.05	-30416.37	-40416.37	-60416.37	ROA	10.54%	10.04%	9.64%	9.35%	9.38%	9.38%
投资性现金净流	-14636.84	-11759.17	-14568.91	-15391.37	-20391.37	-30391.37	ROIC	2.44%	2.44%	2.43%	2.46%	2.58%	2.56%
短期借款	-2032.97	8860.72	-6749.00	-16374.99	0.00	0.00	估值倍数						
长期借款	-10585.49	-12782.52	-2157.94	0.00	0.00	0.00	P/E	14.94	14.79	14.53	13.88	12.46	11.86
普通股增加	5049.86	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	2.32	2.00	1.75	1.58	1.40	1.28
资本公积增加	7351.80	81.68	6.41	0.00	0.00	0.00	P/B	1.57	1.48	1.40	1.30	1.20	1.11
其他筹资现金流	-12606.52	-20526.78	-8590.46	-10340.37	-10222.10	-10327.44	股息率	2.11%	2.23%	0.00%	1.55%	1.73%	1.81%
筹资性现金净流	-12823.31	-24366.90	-17490.99	-26715.37	-10222.10	-10327.44	EV/EBIT	16.71	15.04	15.44	13.30	12.41	12.20
现金流量净额	3216.40	-6134.97	2852.70	-2807.42	9785.98	1275.66	EV/EBITDA	11.74	10.35	10.51	9.21	8.49	8.35
							EV/NOPLAT	18.68	17.00	17.60	15.32	14.29	14.05

数据来源：同花顺iFind

风险提示

燃料价格上涨超预期；
新布局的低碳能源项目投产及运行低于预期；
国家低碳能源相关补贴落地低于预期。

相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明