

2022年08月26日

证券研究报告·2022年半年报点评

中国核电(601985) 公用事业

买入(维持)

当前价: 6.68元

目标价: 一一元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

核电量价齐升, 风光稳步推进

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年度业绩报告, 2022H1实现营业收入345.7亿元, 同比增长15.0%; 实现归母净利润54.4亿元, 同比增长17.4%。
- **清洁能源产业强势崛起, 支撑公司营收稳步增长。** 2022H1公司营收345.7亿元(+15.0%), 主要系公司核电和风光装机规模增加带动发电量同比增加, 以及综合上网电价增长。上半年公司累计发电量943.5亿千瓦时(+8.2%), 上网电量894.8亿千瓦时(+9.5%); 2022H1公司归母净利润54.4亿元(+17.4%), 在运在建机组均为清洁低碳能源, 深度契合双碳战略, 清洁能源产业强势崛起, 市场前景广阔, 预计未来公司业绩将稳步上升。
- **核电机组审批加速, 公司资源储备丰富。** 上半年公司在运核电机组25台, 装机容量23.7GW; 在建机组8台, 装机容量8.9GW; 核准机组1台, 装机容量1.3GW; 处于前期准备工作核电机组超10台。核电行业发展形势向好, 机组审批加速, 公司积极开拓核电市场, 项目的核准和前期开发工作均取得突破, 储备资源量丰富。此外公司核电项目各项指标稳中向好, 上半年公司核电设备利用小时数3833h, 高于全国平均水平160h; 25台在运核电机组中16台WANO综合指数满分, 机组平均能力因子达92.5%, 运行绩效国际领先。
- **中核汇能增资引战, 助力风光跨越发展。** 截至2022H1公司风光在运装机8.9GW, 其中风电/光伏装机容量分别为2.6/6.2GW; 在建装机2.6GW, 其中风电/光伏分别为0.4/2.3GW。公司通过了《关于中核田湾2GW滩涂光伏示范项目项目建议书的议案》, 预计2022年9月底开工, 2023年6月并网发电, 年均发电量约22.5亿千瓦时, 此外公司海南海上风电等项目也在稳步推进, 获取了新能源大基地项目装机3.0GW, 储备项目总装机约10.0GW。2022H1公司经营净现金流216.7亿元(+30.8%), 此外公司控股子公司中核汇能增资扩股, 引进战略投资者, 成功募集75亿元, 助力公司实现风光跨越式发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为0.55元、0.61元、0.67元, 未来三年归母净利润将保持16.2%的复合增长率。考虑到公司新能源业务弹性较大, 市场化电量占比有望持续提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 核电机组运行风险, 新能源项目投产不及预期风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	62367.22	74541.16	79136.37	84285.82
增长率	19.30%	19.52%	6.16%	6.51%
归属母公司净利润(百万元)	8038.08	10282.38	11508.38	12620.13
增长率	34.07%	27.92%	11.92%	9.66%
每股收益EPS(元)	0.43	0.55	0.61	0.67
净资产收益率ROE	11.22%	12.93%	12.91%	12.65%
PE	15.7	12.2	10.9	10.0
PB	1.01	0.89	0.79	0.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 池天惠

电话: 13003109597

邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	188.50
流通A股(亿股)	188.50
52周内股价区间(元)	5.23-8.45
总市值(亿元)	1,259.21
总资产(亿元)	4,000.20
每股净资产(元)	3.69

相关研究

1. 中国核电(601985): 核电业务量稳价增, 风光业务高速跨越 (2022-04-18)

盈利预测

关键假设：

假设 1：根据公司核电机组预期投产时间和十四五规划预测，预计公司 2022-2024 年总装机容量分别为 36.6/41.6/48.8GW，其中核电装机容量随着核电机组的投产稳定增长，而新能源按照十四五规划增速迅猛；

假设 2：根据历史数据，预计未来三年机组利用小时数均为 7871 小时；

假设 3：市场化交易电量占比浙江、江苏按 50% 计算，福建按 65% 计算，海南按 15% 计算，市场化交易电价均在当地燃煤标杆电价基础上上浮 10%；

假设 4：核准电价结合各省市公布的市场化电价和各核电机组的核定电价预测，如泰山一期电价按 0.4056 元/千瓦时计算，泰山二期电价按 0.3998 元/千瓦时计算，以此类推。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及利润如下表：

表 1：2022-2024 年公司各业务板块收入与利润预测

单位：百万元		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
核电	收入	48399	55815	66417	68351	70187
	增速	-	15.3%	19.0%	2.9%	2.7%
	毛利率	44%	44%	45%	45%	45%
风电	收入	1390	1929	2587	3727	5133
	增速	-	38.8%	34.1%	44.0%	37.8%
	毛利率	55%	55%	56%	56%	56%
光伏	收入	1699.0	3523.0	4436.2	5958.4	7865.1
	增速	-	107.4%	25.9%	34.3%	32.0%
	毛利率	64%	64%	64%	64%	64%
其他	收入	1083	1100	1100	1100	1100
	增速	-	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	45.8%	41.1%	41%	41%	41%
合计	收入	52276	62367	74541	79136	84286
	增速	-	19.3%	19.5%	6.2%	6.5%
	毛利率	45.9%	46.2%	47.2%	47.6%	48.0%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

考虑到核电盈利较为稳定，同时公司正在积极发展新能源业务，我们选取另一核电企业中国广核和绿电代表企业三峡能源、龙源电力作为可比公司，2023 年三家可比公司平均 PE 为 16.7 倍。公司未来三年业绩复合增长率约为 16.2%，考虑到公司新能源业务弹性较大，市场化电量占比有望持续提升，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	LF
003816.SZ	中国广核	2.82	0.19	0.22	0.24	0.26	16.24	13.09	11.67	11.03	1.43
600905.SH	三峡能源	6.34	0.20	0.29	0.36	0.43	38.03	21.70	17.77	14.89	2.57
001289.SZ	龙源电力	22.62	0.80	0.91	1.09	1.31	0.00	24.78	20.71	17.26	3.00
平均值							18.09	19.86	16.72	14.39	2.34
601985.SH	中国核电	6.68	0.46	0.55	0.61	0.67	18.09	12.25	10.94	9.98	1.69

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2022.08.25）

风险提示

核电机组运行风险，新能源项目投产不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	62367.22	74541.16	79136.37	84285.82	净利润	14054.79	18362.98	20552.44	22537.88
营业成本	34805.99	39395.42	41503.79	43813.85	折旧与摊销	14365.12	14967.25	16363.87	17928.46
营业税金及附加	660.38	864.68	870.50	885.00	财务费用	6870.86	9156.23	9345.58	9702.03
销售费用	78.50	92.06	98.08	104.61	资产减值损失	-321.06	-200.00	-200.00	-200.00
管理费用	3201.77	3242.54	3165.45	3371.43	经营营运资本变动	1384.39	-5565.89	-710.78	-1866.68
财务费用	6870.86	9156.23	9345.58	9702.03	其他	-746.07	-10.36	47.45	1.52
资产减值损失	-321.06	-200.00	-200.00	-200.00	经营活动现金流净额	35608.02	36710.21	45398.56	48103.21
投资收益	194.73	152.00	172.00	192.00	资本支出	-18136.51	-35200.00	-45200.00	-55200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-7902.09	-130.31	-434.97	-446.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-26038.60	-35330.31	-45634.97	-55646.23
营业利润	16475.50	22142.24	24524.97	26800.89	短期借款	-5225.91	7099.87	71.53	6193.55
其他非经营损益	84.00	29.92	29.92	29.92	长期借款	853.70	10000.00	10000.00	12000.00
利润总额	16559.50	22172.16	24554.89	26830.81	股权融资	220.10	1327.69	0.00	0.00
所得税	2504.71	3809.18	4002.45	4292.93	支付股利	-2269.28	-2672.08	-3340.74	-3661.14
净利润	14054.79	18362.98	20552.44	22537.88	其他	-5325.79	-11564.15	-5345.58	-5702.03
少数股东损益	6016.70	8080.60	9044.07	9917.76	筹资活动现金流净额	-11747.18	4191.32	1385.21	8830.38
归属母公司股东净利润	8038.08	10282.38	11508.38	12620.13	现金流量净额	-2178.92	5571.23	1148.80	1287.36
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13064.06	18635.29	19784.09	21071.45	成长能力				
应收和预付款项	19908.48	22711.48	24367.88	25800.28	销售收入增长率	19.30%	19.52%	6.16%	6.51%
存货	22755.08	26483.14	27717.09	29376.10	营业利润增长率	24.57%	34.39%	10.76%	9.28%
其他流动资产	2078.04	2070.02	2254.84	2381.25	净利润增长率	28.39%	30.65%	11.92%	9.66%
长期股权投资	4843.52	4893.52	4963.52	5053.52	EBITDA 增长率	17.74%	22.68%	8.58%	8.35%
投资性房地产	423.54	204.92	241.89	290.12	获利能力				
固定资产和在建工程	329584.45	349950.54	378920.00	416324.88	毛利率	44.19%	47.15%	47.55%	48.02%
无形资产和开发支出	4389.86	4359.49	4329.12	4298.75	三费率	16.28%	16.76%	15.93%	15.63%
其他非流动资产	12574.35	12971.39	13368.42	13765.46	净利率	22.54%	24.63%	25.97%	26.74%
资产总计	409621.39	442279.78	475946.86	518361.81	ROE	11.22%	12.93%	12.91%	12.65%
短期借款	7530.70	14630.56	14702.09	20895.64	ROA	3.43%	4.15%	4.32%	4.35%
应付和预收款项	20062.39	21143.78	22930.81	24027.22	ROIC	5.98%	7.31%	7.41%	7.37%
长期借款	176610.97	186610.97	196610.97	208610.97	EBITDA/销售收入	60.47%	62.07%	63.48%	64.58%
其他负债	80139.02	77865.44	82462.25	86710.50	营运能力				
负债合计	284343.08	300250.76	316706.13	340244.34	总资产周转率	0.16	0.17	0.17	0.17
股本	17522.71	18850.40	18850.40	18850.40	固定资产周转率	0.26	0.29	0.28	0.28
资本公积	18106.03	18106.03	18106.03	18106.03	应收账款周转率	4.95	4.66	4.50	4.47
留存收益	30226.60	37836.91	46004.55	54963.53	存货周转率	1.57	1.56	1.49	1.50
归属母公司股东权益	76123.22	84793.34	92960.98	101919.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.42%	—	—	—
少数股东权益	49155.09	57235.69	66279.76	76197.51	资本结构				
股东权益合计	125278.31	142029.03	159240.73	178117.48	资产负债率	69.42%	67.89%	66.54%	65.64%
负债和股东权益合计	409621.39	442279.78	475946.86	518361.81	带息债务/总负债	69.61%	71.61%	71.07%	71.50%
					流动比率	0.88	1.01	1.00	0.94
					速动比率	0.53	0.62	0.63	0.59
					股利支付率	28.23%	25.99%	29.03%	29.01%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	37711.48	46265.71	50234.42	54431.38	每股收益	0.43	0.55	0.61	0.67
PE	15.67	12.25	10.94	9.98	每股净资产	6.65	7.53	8.45	9.45
PB	1.01	0.89	0.79	0.71	每股经营现金	1.89	1.95	2.41	2.55
PS	2.02	1.69	1.59	1.49	每股股利	0.12	0.14	0.18	0.19
EV/EBITDA	8.52	7.30	6.93	6.73					
股息率	1.80%	2.12%	2.65%	2.91%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn