

# 中国核电 (601985)

证券研究报告

2022年08月26日

## Q2 利润短期承压，全年业绩仍可期待

### 事件：

中国核电发布 2022 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 345.72 亿元，同比增加 14.98%；实现归母净利润 54.37 亿元，同比增加 17.36%。其中，公司 Q2 实现营业收入 174.73 亿元，同比增加 8.25%；实现归母净利润 25.53 亿元，同比下降 7.19%。

### 点评

#### 核能发电量下滑+管理费用明显上升，公司 Q2 利润短期承压

**电量方面：**公司 2022 年 Q1、Q2 的核能发电量分别为 443.40、434.92 亿千瓦时，Q2 环比下滑 1.91%，主要原因在于公司 Q2 大修机组数量显著多于 Q1(Q1 大修机组数量为 3 个，而 Q2 大修机组数量为 5 个)，造成公司 Q2 核电机组功率损失明显扩大，核能发电量出现下滑。

**费用方面：**公司 Q2 管理费用高达 12.20 亿元，远高于去年同期的 3.42 亿元，原因在于公司加大了新厂址的开发力度，产生了大量的前期开发费用。

#### 公司 Q3-Q4 发电量有望回升，全年发电量仍有望达到 1981 亿千瓦时

一方面，公司 Q3、Q4 均仅需完成 4 个大修项目，核电机组的大修数量、功率损失情况均要好于 Q2；另一方面，Q3-Q4 为全年用电高峰，社会用电需求预计将出现明显提高，将有利于公司核电机组的多发满发。综上两点因素，我们预计公司 Q3、Q4 发电量将出现回升，全年发电量仍有望达到 1981 亿千瓦时，略高于公司计划的 1960 亿千瓦时。

#### 限电强化核电基荷能源地位，公司全年业绩仍可期待

受极端气候造成的来水偏枯、水电减发影响，近期四川地区电力供应出现局部短缺，部分地区甚至出现了紧急限电、企业被迫停产的现象。而核电作为基荷能源之一，其发电能力受外界环境影响较小、稳定性较高，当前我国核电渗透率仅为 5.1%，未来仍有较大的提升空间；另一方面，地区限电再度揭示了我国当前电力供应趋紧的现状，根据江苏省电力市场月内挂牌交易结果显示，7-8 月江苏省市场电成交均价仍维持在 0.468-0.469 元/千瓦时的较高水平。在量价推动下，公司全年业绩仍值得期待。

#### 盈利预测与投资建议

预计中国核电 2022-2024 年的营业收入分别为 724.02 亿元、757.92 亿元与 791.84 亿元，归母净利润分别为 110.47 亿元、118.36 亿元与 127.36 亿元，对应 PE 分别为 11.40、10.64 与 9.89，维持“买入”评级，目标价 9.34 元。

**风险提示：**核安全事故风险；在建核电机组进度不及预期风险；新能源业务发展不及预期风险；社会用电需求疲软风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,276.45	62,367.22	72,401.60	75,791.76	79,184.32
增长率(%)	13.48	19.30	16.09	4.68	4.48
EBITDA(百万元)	32,545.70	38,197.90	44,628.77	47,100.84	49,780.02
归属母公司净利润(百万元)	5,995.45	8,038.08	11,046.73	11,836.25	12,735.51
增长率(%)	29.98	34.07	37.43	7.15	7.60
EPS(元/股)	0.32	0.43	0.59	0.63	0.68
市盈率(P/E)	21.00	15.67	11.40	10.64	9.89
市净率(P/B)	1.79	1.65	1.55	1.40	1.29
市销率(P/S)	2.41	2.02	1.74	1.66	1.59
EV/EBITDA	10.07	10.44	8.53	8.10	7.53

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.56 元
目标价格	9.34 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	18,850.40
流通 A 股股本(百万股)	18,850.40
A 股总市值(百万元)	123,658.64
流通 A 股市值(百万元)	123,658.64
每股净资产(元)	4.21
资产负债率(%)	67.03
一年内最高/最低(元)	8.92/5.19

### 作者

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中国核电-年报点评报告:业绩表现亮眼，全年高增长可期》 2022-05-05
- 《中国核电-公司点评:量价齐升助推盈利增长，公司业绩超预期》 2022-03-30
- 《中国核电-首次覆盖报告:核能双寡头，“风光”势更盛》 2022-03-18

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	15,401.81	13,064.06	25,709.56	43,841.56	71,958.88	营业收入	52,276.45	62,367.22	72,401.60	75,791.76	79,184.32
应收票据及应收账款	10,080.06	15,432.31	7,333.34	18,660.66	9,488.54	营业成本	28,862.04	34,805.99	37,671.51	39,349.47	40,779.48
预付账款	4,355.75	3,930.49	6,237.98	4,295.35	6,248.61	营业税金及附加	604.53	660.38	806.14	835.53	870.09
存货	20,172.63	22,755.08	26,829.11	24,399.85	27,953.74	销售费用	63.44	78.50	89.05	93.74	98.04
其他	1,870.46	2,480.11	3,311.26	1,983.42	3,475.72	管理费用	2,346.41	3,201.77	3,620.08	3,758.76	3,960.76
<b>流动资产合计</b>	<b>51,880.71</b>	<b>57,662.05</b>	<b>69,421.26</b>	<b>93,180.84</b>	<b>119,125.48</b>	研发费用	1,026.12	1,337.04	1,448.03	1,515.84	1,583.69
长期股权投资	3,812.22	4,843.52	4,843.52	4,843.52	4,843.52	财务费用	6,960.36	6,870.86	6,180.96	6,439.12	6,478.93
固定资产	223,123.19	251,090.74	254,622.63	258,011.30	260,872.88	资产/信用减值损失	(289.46)	(275.85)	0.00	0.00	0.00
在建工程	89,018.41	78,821.72	76,605.86	80,034.69	82,027.75	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,783.24	2,277.96	2,035.55	1,793.14	1,550.73	投资净收益	141.49	194.73	0.00	0.00	0.00
其他	12,058.69	14,781.79	14,087.00	13,419.34	13,444.63	其他	(664.29)	(981.70)	(1,408.87)	(1,823.89)	(2,139.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>329,795.75</b>	<b>351,815.72</b>	<b>352,194.55</b>	<b>358,101.98</b>	<b>362,739.51</b>	<b>营业利润</b>	<b>13,225.80</b>	<b>16,475.50</b>	<b>23,994.70</b>	<b>25,623.20</b>	<b>27,552.32</b>
<b>资产总计</b>	<b>381,745.97</b>	<b>409,621.39</b>	<b>421,615.81</b>	<b>451,282.82</b>	<b>481,864.99</b>	营业外收入	258.24	226.44	0.00	0.00	0.00
短期借款	12,756.61	7,530.70	9,980.70	4,911.83	1,532.58	营业外支出	304.67	142.44	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	9,753.99	16,389.80	14,419.04	16,066.47	15,791.75	<b>利润总额</b>	<b>13,179.37</b>	<b>16,559.50</b>	<b>23,994.70</b>	<b>25,623.20</b>	<b>27,552.32</b>
其他	32,058.70	41,587.05	35,524.08	35,780.78	38,697.72	所得税	2,232.23	2,504.71	3,909.74	4,102.74	4,396.86
<b>流动负债合计</b>	<b>54,569.30</b>	<b>65,507.55</b>	<b>59,923.82</b>	<b>56,759.08</b>	<b>56,022.05</b>	<b>净利润</b>	<b>10,947.14</b>	<b>14,054.79</b>	<b>20,084.96</b>	<b>21,520.46</b>	<b>23,155.46</b>
长期借款	175,757.27	176,610.97	193,329.72	209,579.72	227,517.22	少数股东损益	4,951.69	6,016.70	9,038.23	9,684.21	10,419.96
应付债券	7,131.24	13,781.27	7,131.24	7,131.24	7,131.24	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,995.45</b>	<b>8,038.08</b>	<b>11,046.73</b>	<b>11,836.25</b>	<b>12,735.51</b>
其他	27,739.58	28,378.26	25,559.47	27,225.77	27,054.50	每股收益(元)	0.32	0.43	0.59	0.63	0.68
<b>非流动负债合计</b>	<b>210,628.09</b>	<b>218,770.51</b>	<b>226,020.43</b>	<b>243,936.73</b>	<b>261,702.96</b>						
<b>负债合计</b>	<b>265,256.30</b>	<b>284,343.08</b>	<b>285,944.25</b>	<b>300,695.81</b>	<b>317,725.01</b>	主要财务比率					
少数股东权益	46,027.46	49,155.09	54,578.03	60,388.56	66,640.53		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	17,456.02	17,522.71	18,850.40	18,850.40	18,850.40	<b>成长能力</b>					
资本公积	17,952.63	18,106.03	18,106.03	18,106.03	18,106.03	营业收入	13.48%	19.30%	16.09%	4.68%	4.48%
留存收益	24,747.02	30,226.60	36,854.64	43,956.40	51,597.70	营业利润	28.97%	24.57%	45.64%	6.79%	7.53%
其他	10,306.55	10,267.87	7,282.46	9,285.62	8,945.32	归属于母公司净利润	29.98%	34.07%	37.43%	7.15%	7.60%
<b>股东权益合计</b>	<b>116,489.68</b>	<b>125,278.31</b>	<b>135,671.56</b>	<b>150,587.01</b>	<b>164,139.98</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>381,745.97</b>	<b>409,621.39</b>	<b>421,615.81</b>	<b>451,282.82</b>	<b>481,864.99</b>	毛利率	44.79%	44.19%	47.97%	48.08%	48.50%
						净利率	11.47%	12.89%	15.26%	15.62%	16.08%
						ROE	8.51%	10.56%	13.62%	13.12%	13.06%
						ROIC	5.83%	6.34%	7.66%	8.02%	8.28%
						偿债能力					
						资产负债率	69.49%	69.42%	67.82%	66.63%	65.94%
						净负债率	177.12%	173.21%	156.42%	137.03%	117.96%
						流动比率	0.95	0.88	1.16	1.64	2.13
						速动比率	0.58	0.53	0.71	1.21	1.63
						营运能力					
						应收账款周转率	6.55	4.89	6.36	5.83	5.63
						存货周转率	2.67	2.91	2.92	2.96	3.02
						总资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.17	0.17
						每股指标(元)					
						每股收益	0.32	0.43	0.59	0.63	0.68
						每股经营现金流	1.65	1.89	2.00	2.24	2.72
						每股净资产	3.74	4.04	4.30	4.78	5.17
						估值比率					
						市盈率	21.00	15.67	11.40	10.64	9.89
						市净率	1.79	1.65	1.55	1.40	1.29
						EV/EBITDA	10.07	10.44	8.53	8.10	7.53
						EV/EBIT	15.78	16.53	13.23	12.61	11.75

  

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	10,947.14	14,054.79	11,046.73	11,836.25	12,735.51
折旧摊销	11,843.93	14,365.12	15,861.98	16,862.41	17,887.76
财务费用	7,093.22	7,090.58	6,180.96	6,439.12	6,478.93
投资损失	(141.49)	(194.73)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	11,375.04	2,655.07	(4,511.19)	(2,506.83)	3,802.68
其它	(9,990.07)	(2,362.81)	9,038.23	9,684.21	10,419.96
<b>经营活动现金流</b>	<b>31,127.77</b>	<b>35,608.02</b>	<b>37,616.71</b>	<b>42,315.16</b>	<b>51,324.83</b>
资本支出	30,482.70	33,208.70	19,754.39	21,771.20	22,671.27
长期投资	399.32	1,031.30	0.00	0.00	0.00
其他	(58,449.40)	(60,278.61)	(36,718.09)	(45,173.60)	(45,185.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(27,567.38)</b>	<b>(26,038.60)</b>	<b>(16,963.71)</b>	<b>(23,402.40)</b>	<b>(22,514.03)</b>
债权融资	(5,790.96)	1,467.34	1,684.21	5,824.25	8,909.02
股权融资	13,888.31	(2,646.14)	(9,691.71)	(6,605.02)	(9,602.49)
其他	(7,789.31)	(10,568.39)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>308.03</b>	<b>(11,747.18)</b>	<b>(8,007.50)</b>	<b>(780.77)</b>	<b>(693.48)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,868.42</b>	<b>(2,177.77)</b>	<b>12,645.50</b>	<b>18,131.99</b>	<b>28,117.32</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com