

中国核电 (601985.SH)

量价齐升驱动业绩增长, 净利率提升促进 ROE 改善

买入

核心观点

量价齐升推动收入和业绩大幅增长。2022H1, 公司在运核电机组、新能源装机规模同比增加带来发电量增加, 公司累计发电量 943.50 亿千瓦时 (+8.15%), 累计上网电量 894.79 亿千瓦时 (+9.53%); 同时, 综合平均电价同比提高, 公司度电平均收入为 0.386 元/KWh, 较 2021H1 年同期的 0.364 元/KWh, 增长 6.01%。受益于发电量和电价齐升, 公司营业收入和业绩实现增长。2022H1, 公司实现营业收入 345.72 亿元 (+14.98%), 实现归母净利润 54.37 亿元 (+17.36%)。

核电装机稳步增长, 新核准机组保障未来业绩增长。2022H1, 福清核电 6 号机组投运, 公司新增核电装机 1.16GW。截至 2022 年 6 月, 公司核电控股在运机组 25 台, 装机容量达 23.71GW。同时, 公司完成浙江三门 3/4 号机组核准, 公司正在开展前期准备工作的核电机组超过 10 台, 截至 2022 年 6 月, 公司控股在建项目机组 8 台, 装机容量 8.88GW, 控股核准机组一台, 装机容量 1.25GW。预计上述项目未来逐步投运, 公司核电业务将有望保持稳健增长态势。

风光新能源成为业绩增长重要驱动力, 中核汇能引入战投加快新能源发展。截至 2022 年 6 月, 公司风光新能源在运在建项目合计 11.52GW (在运装机容量 8.87GW, 在建装机容量 2.64GW), 其中风电、光伏分别为 3.00、8.52GW。公司风光新能源在建装机容量逐步投运, 将推动公司中短期业绩增长。此外, 公司完成中核汇能增资扩股, 引入中国人寿、川投能源、浙能电力等 7 家战略投资者, 释放公司持有中核汇能 30% 的股权募集资金 75 亿元, 增资所募资金将用于风电和光伏储备项目的开发、建设, 以及储能、综合智慧能源、电力增值服务等新业务的开拓, 助力公司完成“十四五”新能源累计投运装机容量 30GW 的规划目标。

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: 由于上半年管理费用大幅增长等因素, 我们下修 2022 年业绩预测。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别 739/797/861 亿元 (原值 752/802/867 亿元), 同比增长 18%/8%/8%; 净利润 107/127/140 亿元 (原值 120/135/150 亿元), 同比增长 33%/19%/10%; 每股收益 0.56/0.65/0.72 元, 对应当前 PE 分别为 11.8x/10.0x/9.2x。给予 2022 年约 15-16 倍 PE, 对应合理估值约 8.40-9.52 元, 较目前股价有 29%~46% 的溢价空间, 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	73,904	79,673	86,147
(+/-%)	13.5%	19.3%	18.5%	7.8%	8.1%
净利润(百万元)	5995	8038	10682.83	12687.83	14014.94
(+/-%)	30.0%	34.1%	32.9%	18.8%	10.5%
每股收益(元)	0.34	0.46	0.56	0.65	0.72
EBIT Margin	38.9%	37.5%	43.8%	44.9%	45.2%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	10.6%	12.7%	13.4%	13.3%
市盈率 (PE)	19.1	14.2	11.8	10.0	9.2
EV/EBITDA	11.8	10.6	9.2	8.9	8.5
市净率 (PB)	1.63	1.50	1.49	1.35	1.22

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

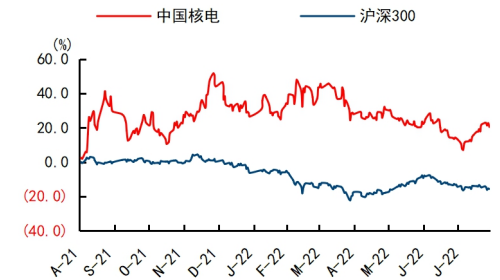
huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	8.40 - 9.52 元
收盘价	6.56 元
总市值/流通市值	123656/123656 百万元
52 周最高价/最低价	8.92/5.19 元
近 3 个月日均成交额	854.23 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

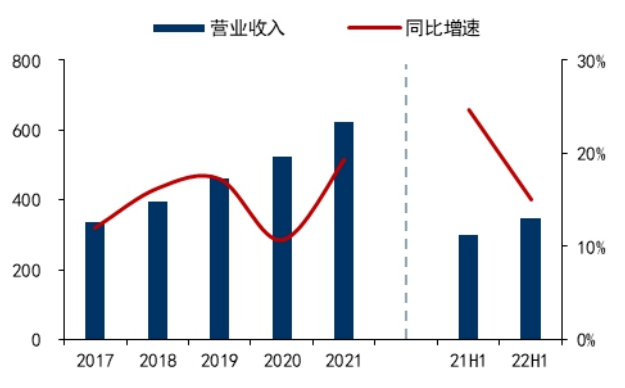
- 《中国核电 (601985.SH) - 三要素提升促业绩大增, 核电审批进入快车道》——2022-04-29
- 《中国核电 (601985.SH) - 一季度业绩大幅预增, 奠定全年良好增长势头》——2022-03-29
- 《中国核电 (601985.SH) - 多重提升业绩实现开门红, 1-2 月净利润同比增长约 50%》——2022-03-17
- 《中国核电 (601985.SH) - 21 年业绩保持高速增长, 22 年装机及电价共助力》——2022-03-10
- 《中国核电 (601985.SH) - “双碳”助力核电量价齐升, 新能源比翼齐飞》——2022-03-09

量价齐升推动收入和业绩大幅增长。2022H1，公司在运核电机组、新能源装机规模同比增加带来发电量增加，同时综合平均电价同比提高，公司营业收入和业绩实现增长。2022H1，公司实现营业收入 345.72 亿元（+14.98%），实现归母净利润 54.37 亿元（+17.36%），实现扣非归母净利润 54.19 亿元（+18.83%），每股收益 0.288 元（+18.03%）。

核电发电量小幅增长，风光新能源发电量高增。2022H1，公司累计发电量 943.50 亿千瓦时（+8.15%），累计上网电量 894.79 亿千瓦时（+9.53%）。核电机组发电量 878.32 亿千瓦时（+5.97%），累计上网电量 830.68 亿千瓦时（+7.28%）。新能源发电量累计为 65.18 亿千瓦时（+49.70%），上网电量 64.11 亿千瓦时（+50.45%）。其中：光伏发电量 36.16 亿千瓦时（+59.61%），风力发电量 29.02 亿千瓦时（+38.96%）。

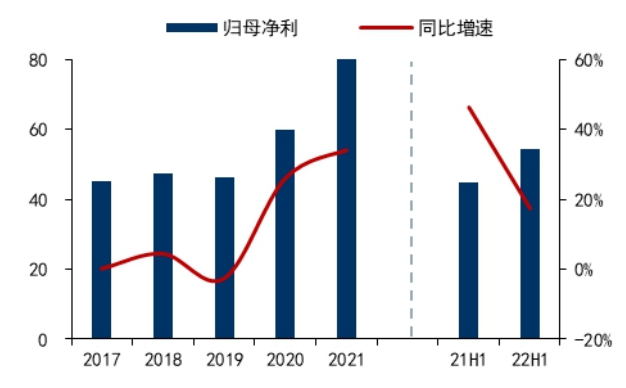
综合平均电价提升，增厚公司业绩。由于电力市场供需格局偏紧，公司市场化交易电量电价有所上浮，边际促进公司业绩增长。据我们测算，2022H1，公司除税平均电价为 0.386 元/KWh，较 2021H1 年同期的 0.364 元/KWh，增长 6.01%。其中，核电除税上网电价约 0.379 元/KWh，同比提升 0.023 元/KWh；新能源税上网电价约 0.482 元/千瓦时，同比下降 0.032 元/千瓦时。

图1：公司营业收入及增长率（单位：亿元）



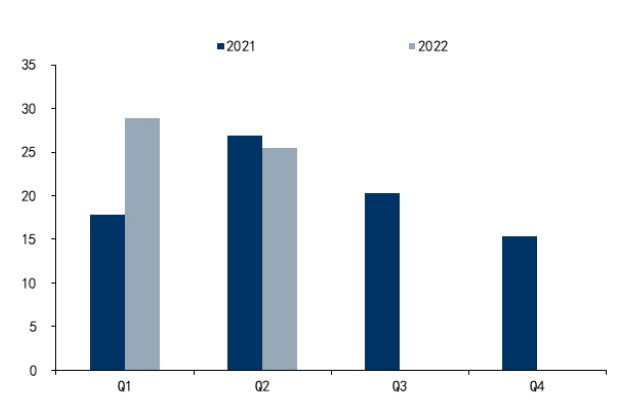
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增长率（单位：亿元）



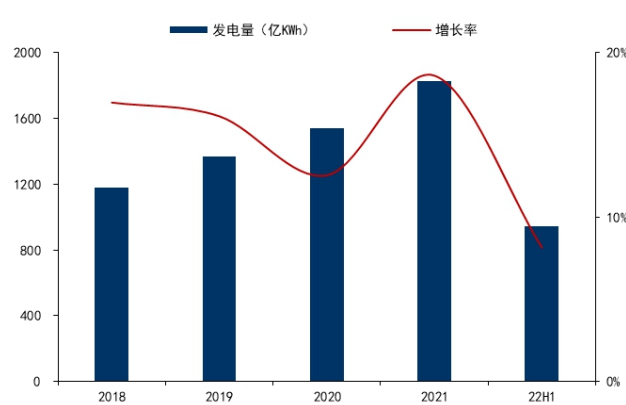
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021-2022 年单季度归母净利润对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司发电量及增长率

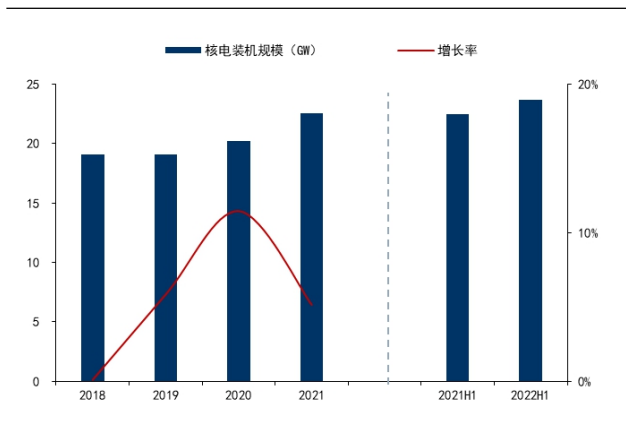


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

核电装机稳步增长，新核准机组保障未来业绩增长。2022H1，福清核电6号机组投运，公司新增核电装机1.16GW。截至2022年6月，公司核电控股在运机组25台，装机容量达23.71GW。同时，公司完成浙江三门3/4号机组核准，公司正在开展前期准备工作的核电机组超过10台，截至2022年6月，公司控股在建项目机组8台，装机容量8.88GW，控股核准机组一台，装机容量1.25GW。预计上述项目未来逐步投运，公司核电业务将有望保持稳健增长态势，保障公司业绩增长的基本盘。此外，“双碳”目标政策推进，政策对核电定位发生变化，未来核电项目审批常态化，预计公司有望持续新获核电项目核准，核电装机规模将持续增长。

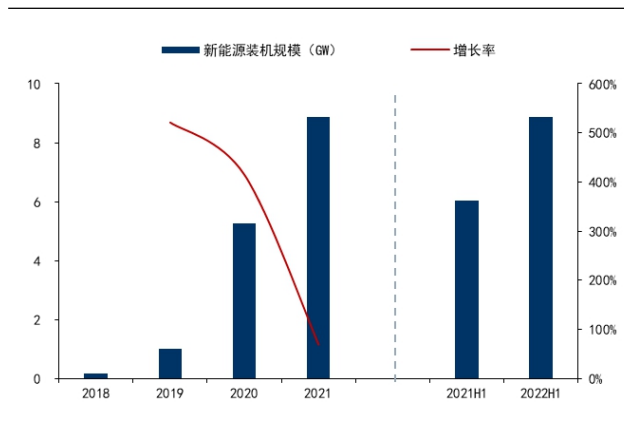
风光新能源成为业绩增长重要驱动力，中核汇能引入战投加快新能源发展。截至2022年6月，公司风光新能源在运在建项目合计11.52GW（在运装机容量8.87GW，在建装机容量2.64GW），其中风电、光伏分别为3.00、8.52GW。公司风光新能源在建装机容量逐步投运，将推动公司中短期业绩增长。此外，公司完成中核汇能增资扩股，引入中国人寿、川投能源、浙能电力等7家战略投资者，释放公司持有中核汇能30%的股权募集资金75亿元，增资所募资金将用于风电和光伏储备项目的开发、建设，以及储能、综合智慧能源、电力增值服务等新业务的开拓，助力公司完成“十四五”新能源累计投运装机容量30GW的规划目标。

图5：公司核电装机规模及增长率



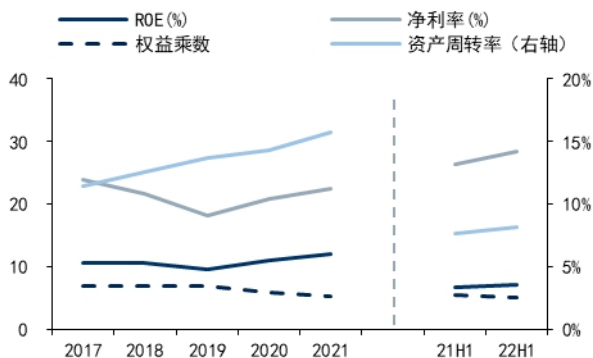
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司新能源装规模及增长率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净利率增长致 ROE 微升，发电收入增长驱动经营性现金流高增。2022H1，公司 ROE 为 7.20%，同比增加 0.12pct，主要由于公司综合平均电价上升，净利率水平有所增长。2022H1，经营性净现金流 216.72 亿元，同比增长 30.80%，主要得益于发电量增加，售电增加，收到售电款增加；公司维持较大在建核电、风电、光伏项目投资，投资性现金净流出 162.83 亿元，同比增长 107.61%；融资净现金流 27.02 亿元，同比增加 140.55%。

图7：公司 ROE 及杜邦分析


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司核电业务稳健发展，同时大力发展风光新能源，推动公司业绩持续快速增长。由于上半年管理费用大幅增长等因素，我们下修 2022 年业绩预测。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别 739/797/861 亿元（原值 752/802/867 亿元），同比增长 18%/8%/8%；净利润 107/127/140 亿元（原值 120/135/150 亿元），同比增长 33%/19%/10%；每股收益 0.56/0.65/0.72 元，对应当前 PE 分别为 11.8x/10.0x/9.2x。给予 2022 年约 15-16 倍 PE，对应合理估值约 8.40-9.52 元，较目前股价有 29%~46%的溢价空间，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				EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E			
601985.SH	中国核电	6.56	1,237	0.46	0.56	0.65	0.72	14.25	11.77	10.02	9.17	11%	0.10	买入			
600900.SH	长江电力	23.39	5,319	1.16	1.21	1.35	1.44	20.25	19.33	17.33	16.20	15%	0.18	无			
600905.SH	华能国际	6.28	1,797	0.23	0.20	0.71	0.94	27.56	31.40	8.85	6.68	10%	0.36	买入			
003816.SZ	中国广核	2.83	1,429	0.19	0.22	0.24	0.25	14.66	13.10	11.74	11.15	10%	0.12	无			
601016.SH	吉电股份	5.17	259	0.15	0.55	0.70	0.80	33.57	9.40	7.39	6.46	7%	0.03	买入			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：长江电力、中国广核为 Wind 一致预测值

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	15402	13064	13118	13861	13348	营业收入	52276	62367	73904	79673	86147
应收款项	10588	15978	18934	20411	22070	营业成本	28862	34806	36149	38077	40678
存货净额	20173	22755	22222	21281	20814	营业税金及附加	605	660	783	844	912
其他流动资产	5788	5959	7062	6932	4307	销售费用	63	79	93	100	108
流动资产合计	51950	57806	61414	62611	60740	管理费用	2346	3202	3794	4090	4423
固定资产	312765	330942	367424	407570	452722	财务费用	6960	6871	9264	10222	11188
无形资产及其他	854	1576	1513	1450	1387	投资收益	141	195	201	207	213
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	12364	14454	14454	14454	14454	动	(226)	(321)	(357)	(397)	(441)
长期股权投资	3812	4844	5487	6178	6967	其他收入	(130)	(148)	(639)	137	(202)
资产总计	381746	409621	450291	492263	536269	营业利润	13226	16475	23026	26287	28409
短期借款及交易性金融						营业外净收支	(46)	84	84	84	84
负债	38836	39671	54639	58955	63447	利润总额	13179	16559	23110	26371	28493
应付款项	9754	16390	16848	16984	17485	所得税费用	2232	2505	3705	4228	4568
其他流动负债	6038	9512	9975	10159	10542	少数股东损益	4952	6017	8723	9456	9910
流动负债合计	54628	65573	81462	86098	91474	归属于母公司净利润	5995	8038	10683	12688	14015
长期借款及应付债券	182889	190392	200692	221192	241792						
其他长期负债	27740	28378	29017	29656	30294	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	210628	218771	229709	250848	272087	净利润	5995	8038	10683	12688	14015
负债合计	265256	284343	311171	336946	363561	资产减值准备	44	95	36	40	44
少数股东权益	46027	49155	54825	60971	67412	折旧摊销	11844	14365	14871	16671	18671
股东权益	70462	76123	84295	94346	105296	公允价值变动损失	44	95	36	40	44
负债和股东权益总计	381746	409621	450291	492263	536269	财务费用	6960	6871	9264	10222	11188
						营运资本变动	(5840)	1980	(2604)	(87)	2317
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	19040	11034	14697	16121	17372
每股收益	0.34	0.46	0.56	0.65	0.72	经营活动现金流	31128	35608	37719	45474	52463
每股红利	0.13	0.15	0.20	0.23	0.25	资本开支	(23933)	(25123)	(51326)	(56795)	(63804)
每股净资产	4.04	4.36	4.40	4.87	5.38	其它投资现金流	182	(49)	(29)	(47)	(75)
ROIC	5%	6%	8%	8%	7%	投资活动现金流	(27567)	(26039)	(51998)	(57533)	(64667)
ROE	9%	11%	13%	13%	13%	权益性融资	20033	2131	1228	1804	1840
毛利率	45%	44%	51%	52%	53%	负债净变化	(5270)	854	10000	20000	20000
EBIT Margin	39%	37%	44%	45%	45%	支付股利、利息	(2269)	(2618)	(3739)	(4441)	(4905)
EBITDA Margin	62%	61%	64%	66%	67%	其它融资现金流	(12800)	(12726)	14968	4316	4493
收入增长	13%	19%	18%	8%	8%	融资活动现金流	308	(11747)	14333	12803	11691
净利润增长率	30%	34%	33%	19%	10%	现金净变动	4515	(2338)	54	744	(514)
资产负债率	82%	81%	81%	81%	80%	货币资金的期初余额	10887	15402	13064	13118	13861
股息率	2.0%	2.3%	3.3%	3.9%	4.3%	货币资金的期末余额	15402	13064	13118	13861	13348
P/E	19.1	14.2	11.8	10.0	9.2						

P/B	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	(1039)	11056	(11851)	(10188)	(10086)
EV/EBITDA	11.8	10.6	9.2	8.9	8.5	权益自由现金流	(19109)	(817)	5338	5545	5012

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。本报告仅供我公司客户使用，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提及的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