

中国核电 (601985.SH)

核电盈利改善，新能源提供成长新动能

核心观点：

- **核电+新能源双轮驱动，2022H1 归母净利润同比增长 17.4%**。伴随核电机组有序投产+新能源规模扩大，2022H1 公司实现营收 345.72 亿元（同比+15%）、归母净利润 54.37 亿元（同比+17.4%）。2022H1 核电上网电价打破近三年来的下降趋势，上升至 0.373 元/千瓦时，受益于市场化交易电价上浮+度电成本下降，2022H1 毛利率同比上升 4pct 至 50.6%，业绩增速超出营收。新能源项目建设投入不断增加，2022H1 投资活动现金净流出 162.83 亿元，同比+107.6%。
- **12.8GW 储备装机提供成长动能，新能源贡献提升**。截至 2022H1 公司在运核电装机达到 23.71GW，此外在建+核准装机达 10.13GW，将在 2024-2027 年有序投产。新能源方面，截至 2022H1 在运、在建装机已达到 8.87、2.64GW，上半年新开工 0.72GW 新能源装机。2022H1 公司总发电量、上网电量达 943.5 亿千瓦时（同比+8.2%）、894.8 亿千瓦时（同比+9.5%），其中新能源增速达 50%左右。公司规划 2025 年新能源装机达 30GW，复合增速达 35.6%，提供增长新动能。
- **核电核准加速打开中长期发展空间，公司核电机型丰富、技术管理能力突出**。今年 4 月末国常会一次性批准 6 台核电机组，为 2008 年来首次，根据“十四五”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。公司目前共储备机组 34 台，囊括二代/三代/四代多种堆型和技术，公司核电技术及管理能力突出。
- **盈利预测与投资建议**。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 108.59/115.05/126.70 亿元，对应 PE 为 11.39/10.75/9.76 倍。我国核电审批重启，公司中长期成长性打开，同时规划 30GW 新能源装机打开第二成长曲线。参考业绩增速及同业公司估值，给予 2022 年 18 倍 PE，对应 10.37 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示**。政策风险；电价风险；机组稳定运行风险（技术风险）。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	52,276	62,367	72,391	75,968	81,798
增长率（%）	10.6	19.3	16.1	4.9	7.7
EBITDA（百万元）	31,968	37,632	43,034	46,264	49,950
归母净利润（百万元）	5,995	8,038	10,859	11,505	12,670
增长率（%）	26.0	34.1	35.1	5.9	10.1
EPS（元/股）	0.34	0.46	0.58	0.61	0.67
市盈率（x）	14.32	18.09	11.39	10.75	9.76
ROE（%）	8.5	10.6	12.3	11.5	11.3
EV/EBITDA（x）	9.14	9.71	8.31	7.92	7.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

6.56 元

合理价值

10.37 元

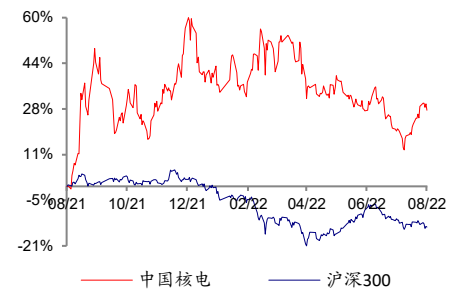
前次评级

买入

报告日期

2022-08-27

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究：

中国核电 (601985.SH) :核 2022-05-28
电重启加快，新能源全面布局

目录索引

一、核电+新能源双轮驱动，H1 业绩同比+17.4%	4
二、新能源贡献提升，12.8GW 储备装机提供成长动能.....	6
三、核电核准加速，多种堆型技术互补.....	10
四、盈利预测及投资建议.....	13
五、风险提示	13

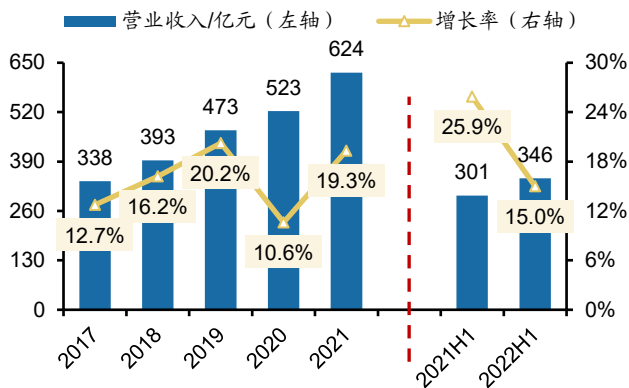
图表索引

图 1: 2022H1 公司营业收入同比增加 15.0%	4
图 2: 2022H1 归母净利润同比上升 17.4%	4
图 3: 2022H1 期间费用率为 18.0%	4
图 4: 2022H1 管理费用为 23.34 亿元	4
图 5: 2022H1 毛利率上升至 50.6%	5
图 6: 2022H1 加权 ROE 为 7.2%	5
图 7: 2022H1 经营性现金流净额同比上升 30.8%	5
图 8: 2022H1 投资活动现金净流出 162.83 亿元	5
图 9: 2022H1 资产负债率下降至 67.0%	5
图 10: 2022H1 长期借款占比为 64.5%	6
图 11: 2022H1 固定资产+在建工程达 3380 亿元	6
图 12: 2022H1 核电实现 310.2 亿元收入	6
图 13: 2022H1 新能源收入占比达到 8.9%	6
图 14: 2022H1 核电上网电价提升至 0.373 元/千瓦时	7
图 15: 2022H1 平均度电成本为 0.19 元/千瓦时	7
图 16: 截至 2022H1 公司在运核电装机 23.71GW	7
图 17: 截至 2022H1 公司在建新能源装机达 2.64GW	7
图 18: 2022H1 总发电量同比增长 8.2%	9
图 19: 2022H1 总上网电量同比增长 9.5%	9
图 20: 2022H1 核电利用小时数为 3833 小时	9
图 21: 2022H1 核电平均能力因子为 92.5%	9
图 22: 2019 年核电重启, 近年来核电核准加速	11
图 23: 十四五规划提出 2025 年核电装机容量达到 70GW	12
表 1: 目前核电在运控股装机 23.71GW, 在建核准控股装机 10.13GW	7
表 2: 公司各核电机组发电情况	9
表 3: 公司核电机组囊括二代/三代/四代多种堆型和技术	12
表 4: 同行业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2022/8/26)	13

一、核电+新能源双轮驱动，H1 业绩同比+17.4%

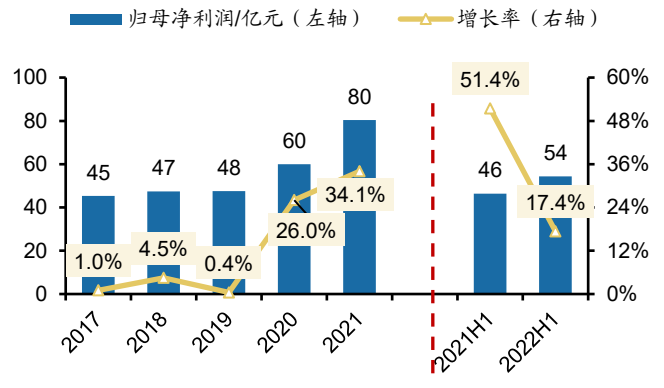
2022H1公司实现营收345.72亿元（同比+15%）、归母净利润54.37亿元（同比+17.4%）。公司发布2022年中报，上半年实现营收345.72亿元（调整后同比+15%）、归母净利润54.37亿元（调整后同比+17.4%），主要由于2021年下半年以来田湾6号、福清6号机组有序投产以及新能源发电规模不断扩大。此外受益于市场化交易电价上浮，2022H1业绩增速超出营收增速。

图 1：2022H1公司营业收入同比增加15.0%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

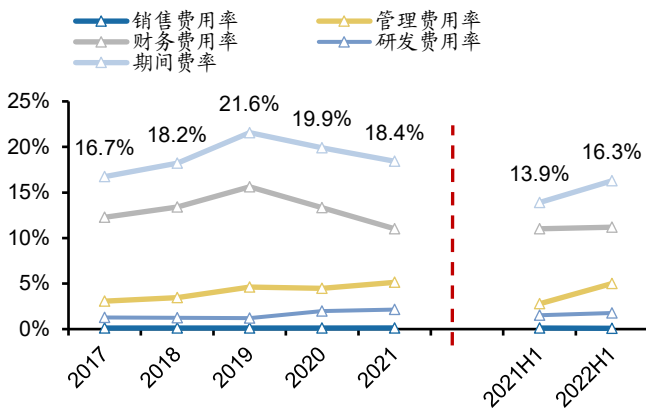
图 2：2022H1归母净利润同比上升17.4%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

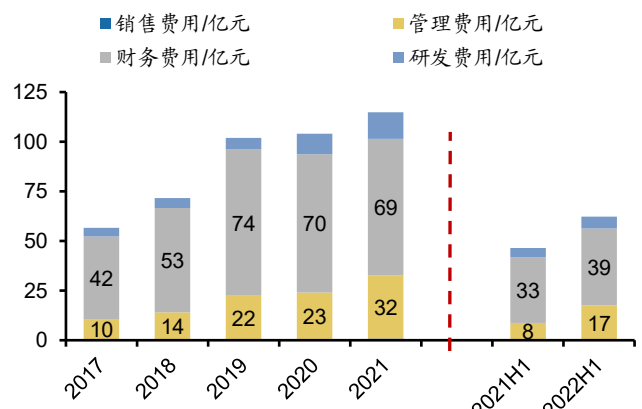
2022H1毛利率提升至50.6%，伴随新能源规模扩大管理费用率有所提高。2022年以来受益于市场化电价上浮+度电成本下降，盈利能力有所恢复，2022H1毛利率达到50.6%，同比上升4pct。从期间费用来看，由于新能源发电规模扩大+新厂址开发力度加大，2022H1管理费用同比增加106.6%至17.28亿元，管理费用率同比增加2.2pct至5.0%，管理费用率为16.3%。由于期间费用增加，2022H1净利率仅略增长0.3pct至15.7%，加权ROE为7.2%。

图 3：2022H1期间费用率为18.0%



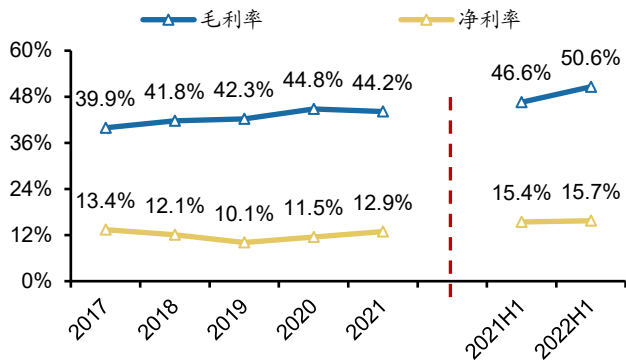
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2022H1管理费用为23.34亿元



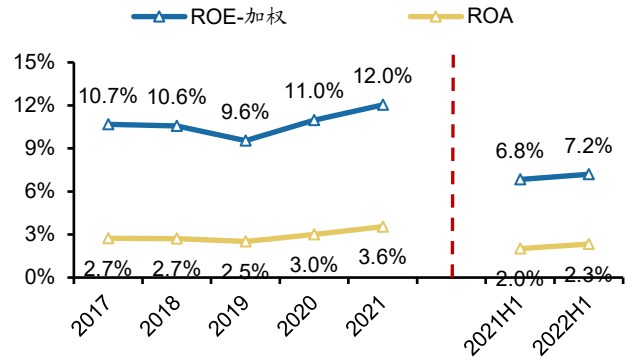
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 2022H1毛利率上升至50.6%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

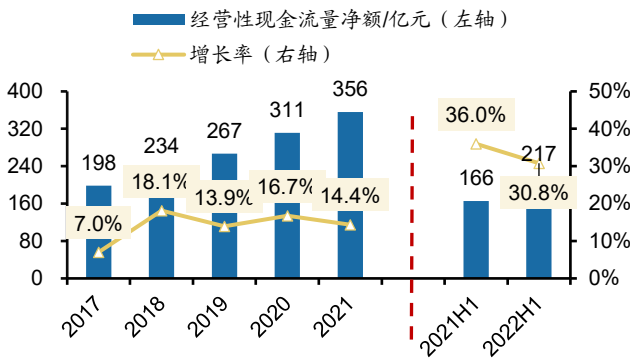
图 6: 2022H1加权ROE为7.2%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

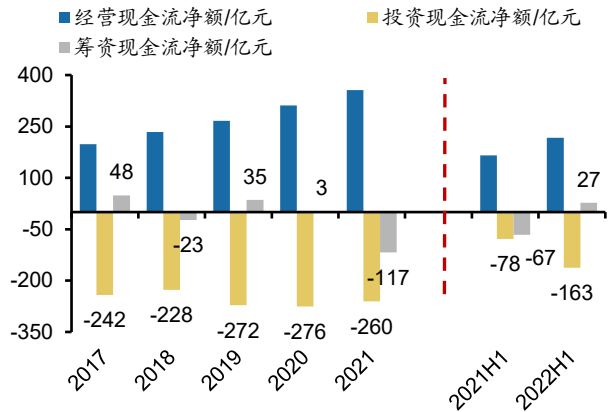
2022H1经营性净现金流同比上升30.8%，投资规模不断扩大。公司经营性现金主要来自电费收入，伴随核电机组有序投产+新能源规模扩大，2022H1经营性现金流净额为216.72亿元（同比+30.8%）。此外由于新能源项目建设投入增加，2022H1投资活动现金净流出162.83亿元（同比+107.6%）。

图 7: 2022H1经营性现金流净额同比上升30.8%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

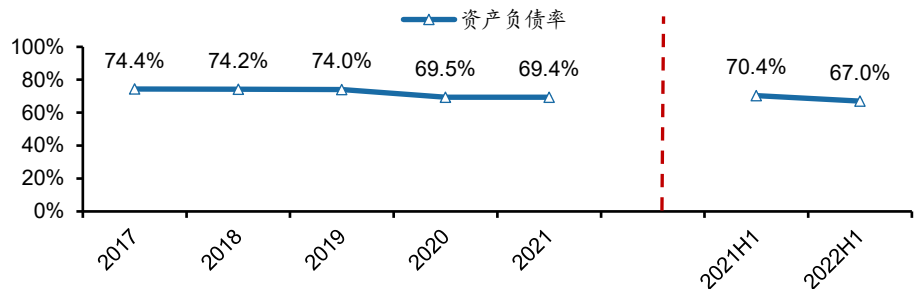
图 8: 2022H1投资活动现金净流出162.83亿元



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

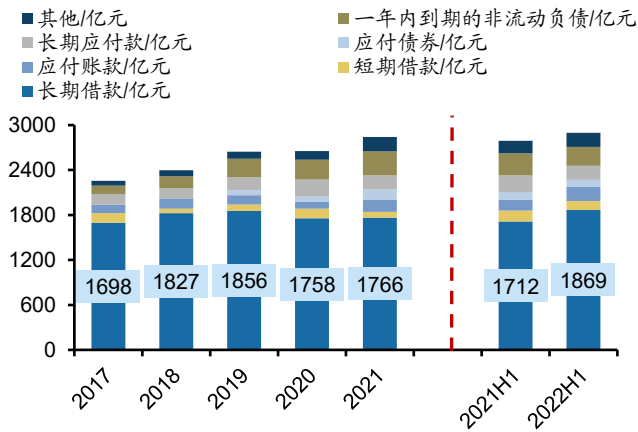
2022H1资产负债率不断下降至67%。资产端，2022H1固定资产+在建工程规模达3380.2亿元。负债端，截至2022H1长期借款规模达1869.1亿元，占比为64.5%，2022H1资产负债率已下降至62.0%。

图 9: 2022H1资产负债率下降至67.0%



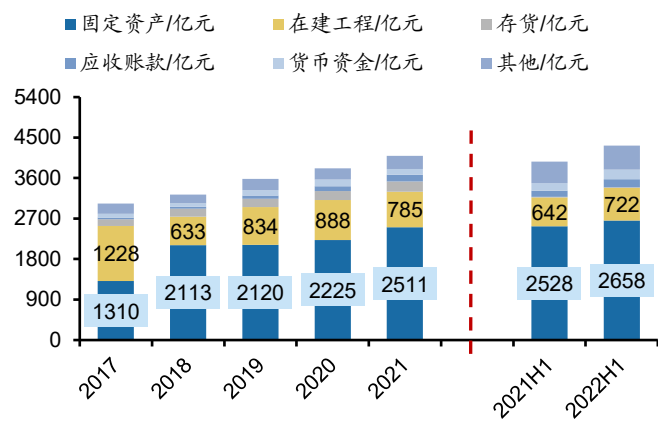
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 2022H1长期借款占比为64.5%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 2022H1固定资产+在建工程达3380亿元

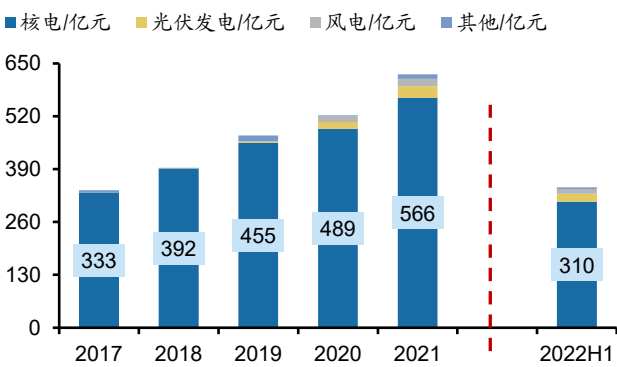


数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

二、新能源贡献提升, 12.8GW 储备装机提供成长动能

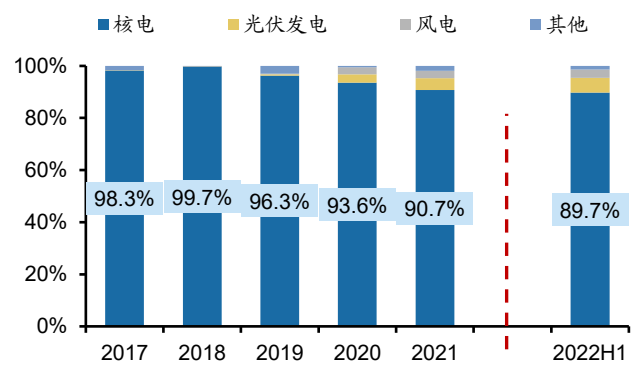
2022H1新能源营收占比达8.9%, 核电上网电价提升+度电成本下降改善盈利。分业务来看, 2022H1核电、光伏、风电分别实现310.2、19.61、11.32亿元营收, 新能源收入占比进一步提升至89.7%, 新能源打开公司第二成长曲线。受益于市场化电价上浮, 2022H1核电上网电价打破近三年来的下降趋势, 上升至0.373元/千瓦时, 而受国补退坡影响2022H1新能源上网电价有所下降。成本端来看, 2022H1公司平均度电成本下降至0.19元/千瓦时。

图 12: 2022H1核电实现310.2亿元收入



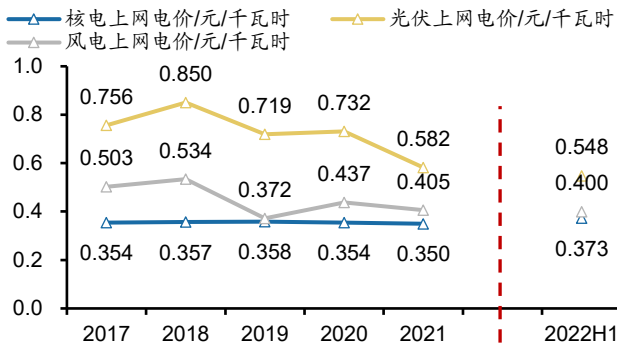
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 13: 2022H1新能源收入占比达到8.9%



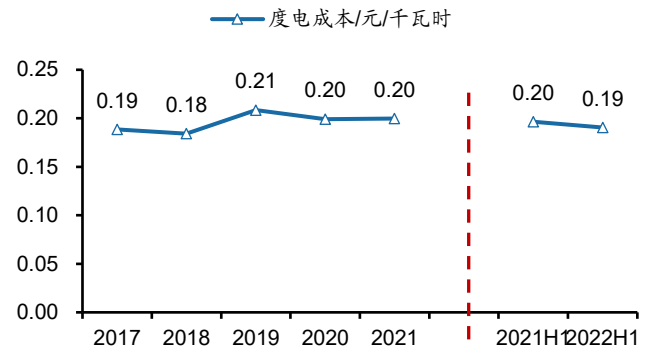
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 14: 2022H1核电上网电价提升至0.373元/千瓦时



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

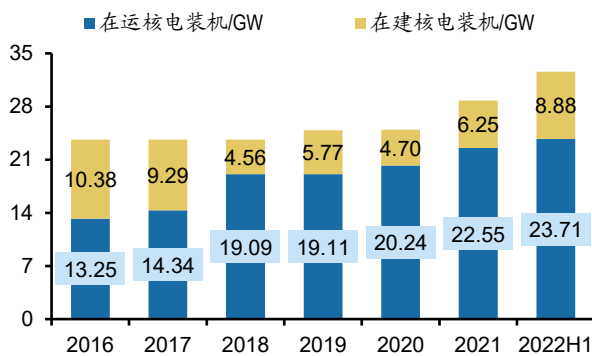
图 15: 2022H1平均度电成本为0.19元/千瓦时



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

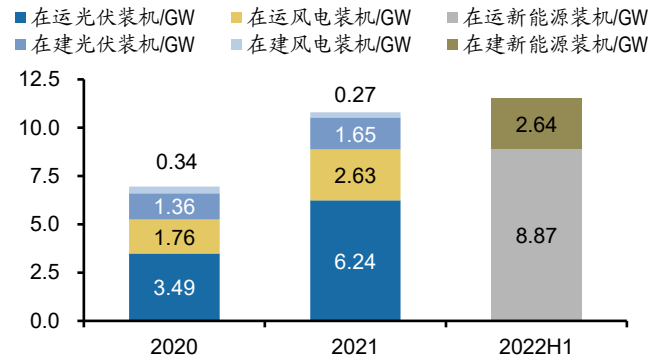
截至2022H1公司核电、新能源在运装机达23.71、8.87GW，储备10.13、2.64GW装机。伴随3月福清6号机组投产，截至2022H1在运核电装机达到23.71GW，8台机组共8.88GW装机正在建设中，此外三门4号机组已核准，共储备10.13GW核电装机，将在2024-2027年有序投产。新能源方面，截至2022H1公司在运装机已达到8.87GW，在建装机达2.64GW，相较2021年底0.72GW新能源装机在上半年新开工。此外公司规划2025年底新能源装机将达到30GW，新能源装机有望持续快速增长。

图 16: 截至2022H1公司在运核电装机23.71GW



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 17: 截至2022H1公司在建新能源装机达2.64GW



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

表 1: 目前核电在运控股装机 23.71GW，在建核准控股装机 10.13GW

核电厂	持股比例	地理位置	状态	机组	堆型	技术	开工时间	商运时间	装机容量 MW
泰山核电厂	72%	浙江	在运	1号机组	压水堆	CP300	1985-03	1994-04	350
			在运	1号机组	压水堆	CP600	1996-06	2002-04	670
泰山第二核电厂	50%	浙江	在运	2号机组	压水堆	CP600	1997-04	2004-05	650
			在运	3号机组	压水堆	CP600	2006-04	2010-10	660
泰山第三核电厂	51%	浙江	在运	4号机组	压水堆	CP600	2007-01	2012-04	660
			在运	1号机组	加压重水堆	CANDU6	1998-06	2002-12	728
田湾核电站	50%	江苏	在运	2号机组	加压重水堆	CANDU6	1998-09	2003-07	728
			在运	1号机组	压水堆	VVER1000	1999-10	2007-05	1060
			在运	2号机组	压水堆	VVER1000	2000-09	2007-08	1060

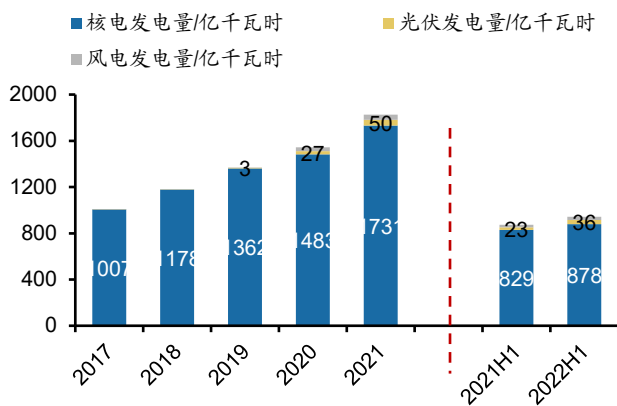
			在运	3号机组	压水堆	VVER1200	2012-12	2018-02	1126
			在运	4号机组	压水堆	VVER1200	2013-09	2018-12	1126
			在运	5号机组	压水堆	M310	2015-12	2020-09	1118
			在运	6号机组	压水堆	M310	2015-12	2021-06	1118
			在建	7号机组	压水堆	VVER1200	2021-05	2026年	1265
			在建	8号机组	压水堆	VVER1200	2022-02	2027年	1265
福清核电厂	51%	福建	在运	1号机组	压水堆	M310	2008-11	2014-11	1089
			在运	2号机组	压水堆	M310	2009-06	2015-10	1089
			在运	3号机组	压水堆	M310	2010-12	2016-10	1089
			在运	4号机组	压水堆	M310	2012-11	2017-09	1089
			在运	5号机组	压水堆	华龙一号	2015-05	2021-01	1161
			在运	6号机组	压水堆	华龙一号	2015-12	2022-03	1161
方家山核电厂	72%	浙江	在运	1号机组	压水堆	M310	2008-12	2014-12	1089
			在运	2号机组	压水堆	M310	2009-07	2015-02	1089
三门核电厂	56%	浙江	在运	1号机组	压水堆	AP1000	2009-04	2018-09	1250
			在运	2号机组	压水堆	AP1000	2009-12	2018-11	1250
			在建	3号机组	压水堆	CAP1000	2022-06	2027年	1251
			核准	4号机组	压水堆	CAP1000	--	2028年	1251
昌江核电厂	51%	海南	在运	1号机组	压水堆	CP600	2010-04	2015-12	650
			在运	2号机组	压水堆	CP600	2010-11	2016-12	650
漳州核电厂	51%	福建	在建	1号机组	压水堆	华龙一号	2019-10	2024年	1212
			在建	2号机组	压水堆	华龙一号	2020-09	2025年	1212
海南小堆	51%	海南	在建	1号机组	压水堆	玲龙一号	2021-07	2026年	125
徐大堡核电厂	54%	辽宁	在建	3号机组	压水堆	VVER1200	2021-05	2027年	1274
			在建	4号机组	压水堆	VVER1200	2022-05	2027年	1274
在运控股装机小计									23710
在建+核准控股装机小计									10129
在运权益装机小计									12655.5
在建+核准权益装机小计									5342.0

数据来源：中国核能行业协会，定期报告，广发证券发展研究中心

备注：泰山核电1号机组于2021年11月5日经国家批准，装机容量由330MW变更为350MW，泰山核电二厂1号机组于2021年12月22日经国家批准，装机容量由650MW变更为670MW。

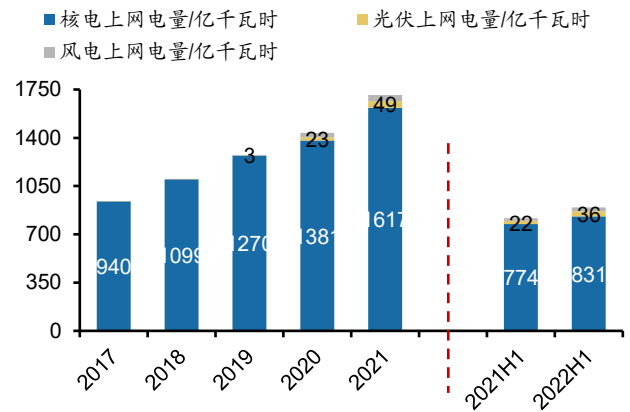
2022H1公司总发电量、上网电量同比增长8.2%、9.5%。核电机组有序投产+新能源发电规模不断提升下，2022H1公司总发电量、上网电量达943.5亿千瓦时（同比+8.2%）、894.8亿千瓦时（同比+9.5%），其中新能源发电量、上网电量达65.18亿千瓦时（同比+49.7%）、64.11亿千瓦时（同比+50.5%），新能源发电量、上网电量占比达6.9%和7.2%。

图 18: 2022H1总发电量同比增长8.2%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

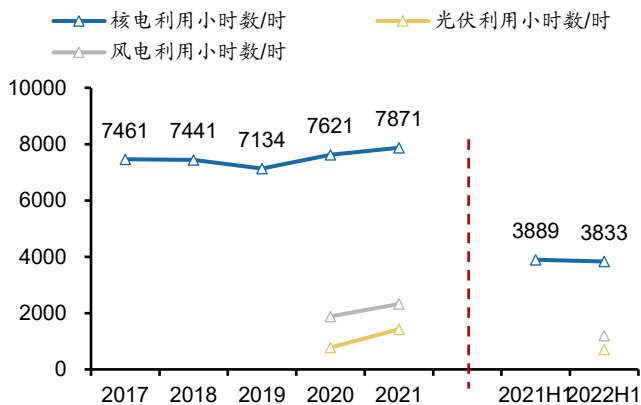
图 19: 2022H1总上网电量同比增长9.5%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

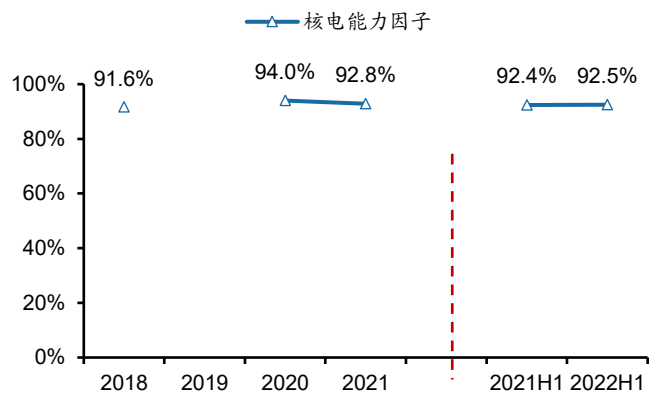
核电机组运行情况良好, 2022H1核电保持92.5%能力因子。2022H1核电利用小时数为3833小时, 平均能力因子为92.5%, 与去年同期基本持平, 核电机组保持稳定良好运行。同时核电机组运行绩效保持国际领先, 截至上半年25台在运核电机组中16台WANO综合指数满分, 综合指数平均分为97.63分。

图 20: 2022H1核电利用小时数为3833小时



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 21: 2022H1核电平均能力因子为92.5%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

表 2: 公司各核电机组发电情况

核电厂	机组	发电量(亿千瓦时)			上网电量(亿千瓦时)			利用小时数(时)			能力因子		
		2020H1	2021H1	2022H1	2020H1	2021H1	2022H1	2020H1	2021H1	2022H1	2020H1	2021H1	2022H1
秦山核电厂	1号机组	14.07	12.25	12.95	13.1	11.44	12.1	4263.64	3710.67	3701.11	99.97%	62.60%	85.81%
	2号机组	26.67	24.08	29.1	25.09	22.67	27.3	4103.08	3704.71	4343.74	100.00%	100.00%	100.00%
	3号机组	27.72	28.61	24.76	25.92	26.78	23.26	4264.62	4402.06	3809.54	99.93%	99.90%	85.63%
	4号机组	21.64	28.84	29.08	20.26	27.03	27.31	3278.79	4369.99	4405.51	80.75%	99.91%	100.00%
秦山第二核电厂	1号机组	27.71	22.89	28.37	25.89	21.51	26.65	4198.48	3467.82	4298.32	99.94%	56.09%	100.00%
	2号机组	29.53	24.31	31.33	27.29	22.57	28.92	4054.95	3339.93	4303.08	99.99%	99.80%	99.92%
秦山第三核电厂	1号机组	24.61	31.22	22.7	22.71	28.79	21	3380.49	4288.02	3118.47	81.99%	99.99%	72.40%
	2号机组	35.47	44.29	44.48	32.65	41.4	41.58	3346.23	4178.27	4196.19	79.04%	100.00%	100.00%
田湾核电站	1号机组	39.98	39.99	42.39	37.14	37.29	39.63	3771.70	3772.85	3999.08	99.98%	87.74%	100.00%
	2号机组												

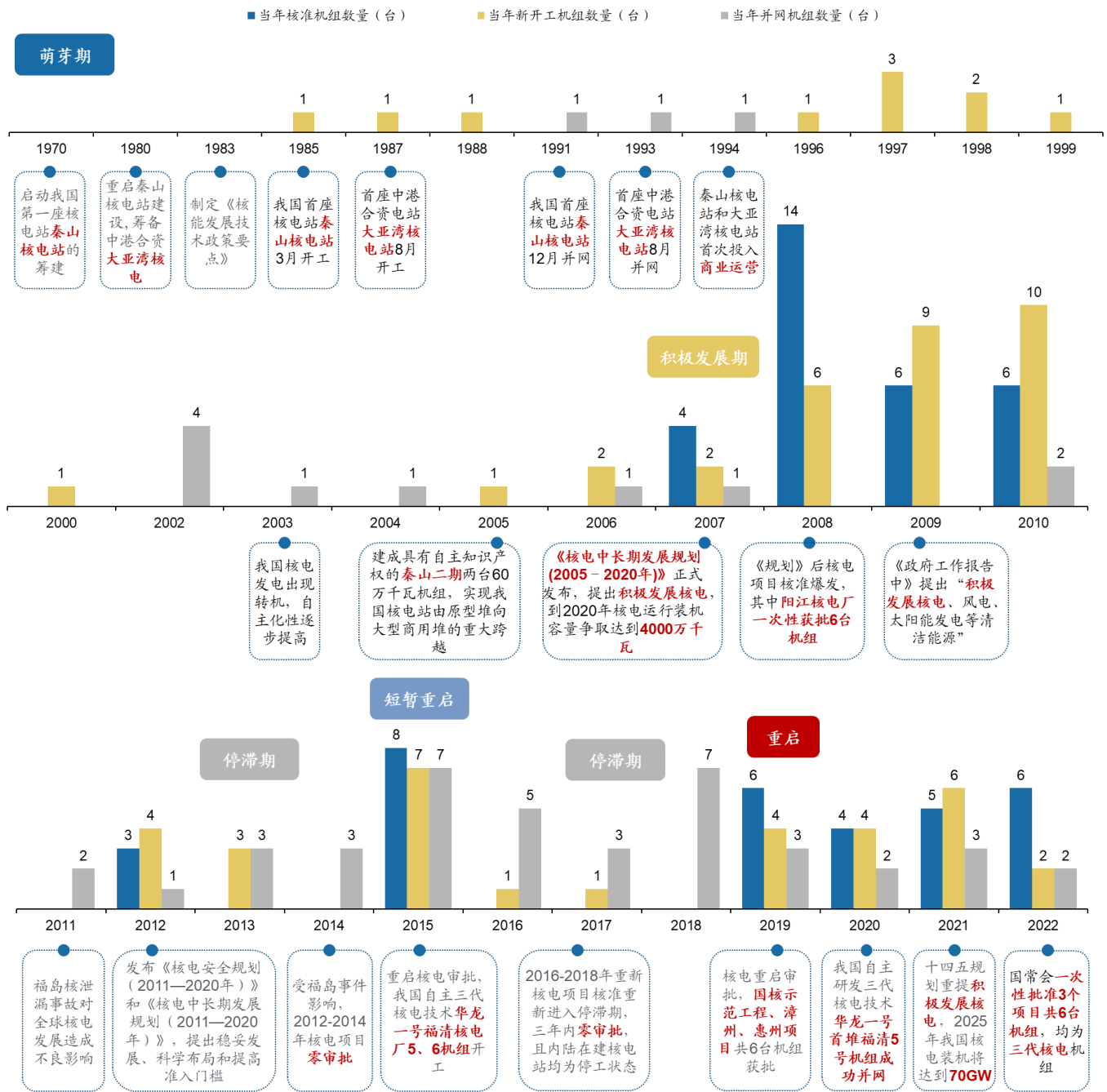
	3号机组	34.7	43.74	46.24	32.14	40.72	43.05	3081.71	3884.20	4106.43	82.49%	99.99%	100.00%
	4号机组	40.23	45.5	41.75	37.17	42.18	38.76	3572.82	4040.54	3707.45	99.57%	94.59%	87.14%
	5号机组	-	45.84	46.83	-	42.87	43.95	-	4099.83	4188.39	-	100.00%	100.00%
	6号机组	-	10.31	34.63	-	9.69	32.71	-	922.05	3097.25	-	-	73.59%
福清核电厂	1号机组	42.95	39.18	47.44	39.83	36.71	44.42	3943.99	3598.22	4356.34	99.99%	84.97%	100.00%
	2号机组	36.26	45.73	42.08	33.59	42.84	39.19	3329.66	4199.71	3864.34	83.96%	100.00%	100.00%
	3号机组	31.87	40.6	39.87	29.71	38.02	37.18	2926.54	3728.01	3661.06	79.26%	98.70%	100.00%
	4号机组	31.34	42.66	37.41	29.27	40.08	35.02	2877.87	3917.07	3434.85	100.00%	100.00%	79.02%
	5号机组	-	45.62	24.2	-	42.68	22.54	-	3929.68	2084.36	-	100.00%	56.53%
	6号机组	-	-	30.09	-	-	27.95	-	-	2592.13	-	-	-
方家山核电厂	1号机组	39.08	46.96	39.91	36.8	44.15	37.59	3588.61	4312.26	3664.90	100.00%	100.00%	85.00%
	2号机组	43.97	36.25	47.04	41.14	34.17	44.34	4037.65	3328.47	4319.61	99.99%	57.98%	100.00%
三门核电厂	1号机组	40.32	47.18	48.89	37.11	43.96	45.69	3223.02	3771.06	3908.43	76.23%	87.79%	93.33%
	2号机组	43.18	44.34	47.09	40	41.32	44.05	3451.64	3544.20	3763.86	99.98%	82.94%	86.72%
昌江核电厂	1号机组	21.17	25.08	27.98	19.43	23.11	26.06	3256.92	3858.85	4304.77	90.83%	100.00%	100.00%
	2号机组	19.06	21.87	27.48	17.54	20.31	25.6	2932.31	3364.58	4227.69	93.05%	92.03%	100.00%

数据来源：中国核能行业协会，广发证券发展研究中心

三、核电核准加速，多种堆型技术互补

2019年起我国正式重启核电审批，今年起核准加速。受2011年福岛核电泄漏事故不良影响我国核电进入停滞期，2011年以来有6年“零核准”，其中仅有2015年短暂重启获批8台机组。然而双碳目标下，核电为电力结构转型的重要基荷电源，同时伴随三代核电技术下核电安全性提升，2019年我国正式重启核电审批。《“十四五”现代能源体系规划》重提积极发展核电，2022年来核电核准加速，4月20日召开的国务院常务会议一次性核准6台机组，为2008年后首次一次性核准6台机组，3个项目分别为中核三门项目、中广核陆丰项目和国电投海阳项目。

图 22: 2019年核电重启, 近年来核电核准加速

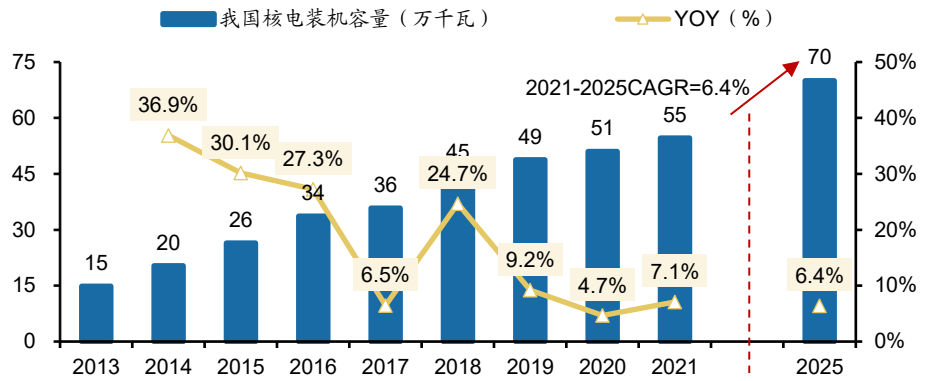


数据来源: 中国核能行业协会, 国家能源局, 发改委, 核电基础数据库, 广发证券发展研究中心

备注: 根据各机组核准、开工、并网时间点进行计算, 泰山核电站、大亚湾核电站、秦山第二核电站、岭澳核电站、秦山第三核电站核准时间无披露数据。

十四五重提积极发展核电, 规划核电增量15GW以上。双碳背景下, 《“十四五”现代能源体系规划》重提积极发展核电, 十四五末期核电装机容量达到70GW, 增量达15GW以上(根据中国核能行业协会, 2021年我国核电装机已达到54.65GW), 2021-2025年核电装机规模复合增速将达到6.4%。中国核能行业协会预计2030年核电在运装机将达120GW, 我国自主三代核电将以每年6-8台的核准节奏陆续落地, 预计在政策驱动下核电将重获快速增长。

图 23: 十四五规划提出2025年核电装机容量达到70GW



数据来源: 中国核能行业协会, 《“十四五”现代能源体系规划》, 广发证券发展研究中心

公司核电机组囊括二代/三代/四代多种堆型和技术, 技术互补避免共因故障。公司目前储备34台机组, 在运核电机组包括23座压水堆和2座加压重水堆, 压水堆中包括中核集团自主研发的CP300、CP600和俄罗斯技术VVER1000、VVER1200等二代技术以及西屋公司开发的AP1000和我国自主研发的“华龙一号”等三代技术, 多种技术互补避免共因故障, 降低维修成本, 保障核电机组稳健运营。此外公司控股股东中核集团参与了华能石岛湾高温气冷堆建设, 同时中核集团正在推动霞浦钠冷快堆建设, 四代技术有望进一步提升核电安全性。

表 3: 公司核电机组囊括二代/三代/四代多种堆型和技术

核电厂	中国核电持股比例	状态	机组	堆型	技术	技术类别	技术来源
泰山核电厂	72%	在运	1号机组	压水堆	CP300	第二代	我国自主研发
泰山第二核电厂	50%	在运	1-4号机组	压水堆	CP600	第二代	我国自主研发
泰山第三核电厂	51%	在运	1-2号机组	加压重水堆	CANDU6	第二代	加拿大
田湾核电站	50%	在运	1-2号机组	压水堆	VVER1000	第二代	俄罗斯
		在运	3-4 7-8号机组	压水堆	VVER1200	第二代	俄罗斯
		在运	5-6号机组	压水堆	M310	第二代	法国
福清核电厂	51%	在运	1-4号机组	压水堆	M310	第二代	法国
		在运	5-6号机组	压水堆	华龙一号	第三代	我国自主研发
方家山核电厂	72%	在运	1-2号机组	压水堆	M310	第二代	法国
三门核电厂	51%	在运	1-2号机组	压水堆	AP1000	第三代	美国西屋公司
昌江核电厂	51%	在运	1-2号机组	压水堆	CP600	第二代	我国自主研发
漳州核电厂	51%	在建	1-2号机组	压水堆	华龙一号	第三代	我国自主研发
海南昌江多用途模块化小型堆	51%	在建	1号机组	压水堆	玲龙一号	第三代	我国自主研发
徐大堡核电厂	54%	在建	3-4号机组	压水堆	VVER1200	第二代	俄罗斯
华能石岛湾	参股	在运	1号机组	高温气冷堆	HTR-PM	第四代	
霞浦钠冷快堆	控股股东控股	在建	1-2号机组	钠冷快堆	CFR-600	第四代	

数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测及投资建议

计公司2022-2024年收入分别为723.91、759.68、817.98亿元，同比增长16.1%、4.9%和7.7%；预计2022-2024年实现归母净利润108.59、115.05和126.70亿元，同比增长35.1%、5.9%和10.1%。我们选取核电中国广核、新能源三峡能源、龙源电力为可比公司，目前可比公司2022年PE估值为13.10-24.42倍。公司核电机组有序投产、新能源产能快速扩张，同时受益于市场化交易电价上浮弹性，参考可比公司估值，给予公司2022年18倍PE，对应合理价值为10.37元/股，维持“买入”评级。

表 4: 同业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2022/8/26)

代码	简称	市值/亿元	收盘价 元/股	归母净利润/亿元				PE/倍			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
003816.SZ	中国广核	1429.11	2.83	97.33	109.08	121.72	128.20	16.24	13.10	11.74	11.15
600905.SH	三峡能源	1797.37	6.28	56.42	83.61	102.10	121.85	38.03	21.50	17.60	14.75
001289.SZ	龙源电力	1869.18	22.30	64.04	76.53	91.54	109.86		24.42	20.42	17.01
平均值								27.13	19.67	16.59	14.30

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 同业公司来自 Wind 一致预期

五、风险提示

政策风险。核电方面，国家维持“安全高效发展”的基本策略，但国家相关部门对核电项目的审查日趋严细，核电项目核准节奏趋缓，各省对核电项目态度不一，核电发展仍面临公众接受挑战。

电价风险。2020年，全国电力体制改革向纵深推进，电力现货、辅助服务等各项改革举措全面铺开，电力市场结构和市场体系正在形成，交易规模逐步扩张，市场电比例逐年攀升，包括核电在内的发电企业将进一步承受电量消纳和调峰等多方面压力。受地方电改政策影响，电价优惠幅度不断增加，同时由于电力市场竞争加剧，存在上网电价下调的风险。

机组稳定运行风险（技术风险）。中国核电所辖运行机组堆型复杂，且部分机组运行年限较长，随着运行机组增多，核电机组参与调峰减载增加，机组的发电量和安全稳定运行将面临较大挑战。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	51,950	57,806	64,037	67,173	71,961	经营活动现金流	31,128	35,608	43,066	50,147	53,523
货币资金	15,402	13,064	14,001	15,002	16,001	净利润	10,947	14,055	19,220	20,363	22,424
应收及预付	14,436	19,363	22,197	23,258	25,033	折旧摊销	11,844	14,503	16,473	18,133	19,793
存货	20,173	22,755	24,730	25,746	27,663	营运资金变动	827	76	-4,716	-1,151	-1,974
其他流动资产	1,940	2,624	3,109	3,168	3,264	其它	7,509	6,974	12,088	12,801	13,281
非流动资产	329,796	351,816	381,643	409,811	436,318	投资活动现金流	-27,567	-26,039	-46,010	-45,996	-45,973
长期股权投资	3,812	4,844	5,844	6,844	7,844	资本支出	-23,924	-25,047	-45,178	-45,174	-45,168
固定资产	223,123	251,091	276,318	299,886	321,793	投资变动	-3,934	-1,680	-1,000	-1,000	-1,000
在建工程	89,018	78,822	82,322	85,822	89,322	其他	291	688	167	178	195
无形资产	854	1,576	1,626	1,676	1,726	筹资活动现金流	308	-11,747	3,882	-3,150	-6,551
其他长期资产	12,988	15,484	15,534	15,584	15,634	银行借款	45,273	63,853	12,132	7,955	5,057
资产总计	381,746	409,621	445,681	476,984	508,279	股权融资	20,033	2,131	1,328	0	0
流动负债	54,628	65,573	68,284	70,224	72,595	其他	-64,998	-77,732	-9,578	-11,105	-11,608
短期借款	12,757	7,531	9,663	10,618	11,175	现金净增加额	3,872	-2,179	937	1,000	1,000
应付及预收	9,756	16,391	17,942	18,678	20,069	期初现金余额	10,774	14,646	13,064	14,001	15,002
其他流动负债	32,116	41,651	40,679	40,928	41,351	期末现金余额	14,646	12,467	14,001	15,002	16,001
非流动负债	210,628	218,771	231,571	240,571	247,071						
长期借款	175,757	176,611	186,611	193,611	198,111						
应付债券	7,131	13,781	15,781	17,781	19,781						
其他非流动负债	27,740	28,378	29,178	29,178	29,178						
负债合计	265,256	284,343	299,854	310,795	319,666						
股本	17,456	17,523	18,850	18,850	18,850						
资本公积	17,953	18,106	18,106	18,106	18,106						
留存收益	24,747	30,227	41,086	52,591	65,261						
归属母公司股东权益	70,462	76,123	88,310	99,816	112,485						
少数股东权益	46,027	49,155	57,516	66,374	76,128						
负债和股东权益	381,746	409,621	445,681	476,984	508,279						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	52,276	62,367	72,391	75,968	81,798
营业成本	28,862	34,806	35,398	36,852	39,596
营业税金及附加	605	660	767	760	818
销售费用	63	79	72	76	82
管理费用	2,346	3,202	2,172	2,279	2,454
研发费用	1,026	1,337	1,013	1,064	1,145
财务费用	6,960	6,871	12,310	13,033	13,531
资产减值损失	-226	-321	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	141	195	217	228	245
营业利润	13,226	16,475	22,612	23,957	26,381
营业外收支	-46	84	0	0	0
利润总额	13,179	16,559	22,612	23,957	26,381
所得税	2,232	2,505	3,392	3,594	3,957
净利润	10,947	14,055	19,220	20,363	22,424
少数股东损益	4,952	6,017	8,361	8,858	9,754
归属母公司净利润	5,995	8,038	10,859	11,505	12,670
EBITDA	31,968	37,632	43,034	46,264	49,950
EPS (元)	0.34	0.46	0.58	0.61	0.67

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	10.6%	19.3%	16.1%	4.9%	7.7%
营业利润增长	25.7%	24.6%	37.2%	5.9%	10.1%
归母净利润增长	26.0%	34.1%	35.1%	5.9%	10.1%
获利能力					
毛利率	44.8%	44.2%	51.1%	51.5%	51.6%
净利率	20.9%	22.5%	26.6%	26.8%	27.4%
ROE	8.5%	10.6%	12.3%	11.5%	11.3%
ROIC	4.9%	5.5%	5.7%	5.6%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	69.5%	69.4%	67.3%	65.2%	62.9%
净负债比率	227.7%	227.0%	205.6%	187.0%	169.5%
流动比率	0.95	0.88	0.94	0.96	0.99
速动比率	0.50	0.47	0.51	0.52	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.16	0.16
应收账款周转率	5.19	4.12	4.06	4.06	4.06
存货周转率	2.59	2.74	2.93	2.95	2.96
每股指标 (元)					
每股收益	0.34	0.46	0.58	0.61	0.67
每股经营现金流	2	2	2	3	3
每股净资产	4.04	4.34	4.68	5.30	5.97
估值比率					
P/E	14.32	18.09	11.39	10.75	9.76
P/B	1.22	1.91	1.40	1.24	1.10
EV/EBITDA	9.14	9.71	8.31	7.92	7.46

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。