

# 中国核电 (601985.SH)

## 核电量价齐升，新能源加速成长

### 核心观点:

- **核电量价齐升，前三季度归母净利润同比增长 20.3%。**公司发布 2022 年三季报，核电、新能源装机投产+核电大修时间减少带动上网电量增长，叠加市场化电价提升，量价齐升下，前三季度公司实现营收 527 亿元（同比+13.5%）、归母净利润 80 亿元（同比+20.3%）。其中 Q3 公司实现营业收入 181 亿元（同比+10.8%）、归母净利润 26 亿元（同比+27.0%）。前三季度公司经营活动现金流净额 339 亿元（同比+21.2%）。
- **核电在建/核准装机 12.55GW+新能源在建 3.51GW，成长空间充足。**2022Q3 公司秦山二核机组扩容，在运核电装机提升至 23.75GW；9 月福建漳州核电 3#4#获核准，在建+核准装机提升至 12.55GW，将在 2024-2027 年有序投产。前三季度新能源新增装机 1.37GW，在运、在建装机已达到 10.25、3.51GW。前三季度公司发电量 1461 亿千瓦时（同比+7.2%），其中新能源发电量 101 亿千瓦时（同比+43.4%）。公司规划 2025 年新能源装机达 30GW，21-25 CAGR 达 35.6%。装机加速带动前三季度投资活动现金净流出 298 亿元（同比+117.5%）。
- **核电审批加速带动装机增长，电源结构调整背景下打开中长期发展空间。**核电核准重启，今年至今已核准 10 台，根据十四五规划，预计十四五期间新增投运机组 15GW 以上。我们持续看好核电的稳定性，作为基荷电源可有效补充容量缺口。核电重启带动公司装机规模增长，打开中长期成长天花板。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 103.66/114.00/124.42 亿元，对应 PE 为 10.8/9.8/9.0 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 9.90 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	72,208	75,244	80,501
增长率 (%)	10.6	19.3	15.8	4.2	7.0
EBITDA (百万元)	31,968	37,632	37,521	40,561	43,370
归母净利润 (百万元)	5,995	8,038	10,366	11,400	12,442
增长率 (%)	26.0	34.1	29.0	10.0	9.1
EPS (元/股)	0.34	0.46	0.55	0.60	0.66
市盈率 (x)	14.32	18.09	10.80	9.82	9.00
ROE (%)	8.5	10.6	12.3	12.5	12.5
EV/EBITDA (x)	9.14	9.71	9.09	8.51	8.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

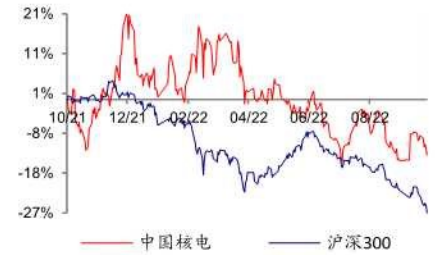
识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格	5.94 元
合理价值	9.90 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-30

### 相对市场表现



### 分析师:

郭鹏



SAC 执业证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师:

姜涛



SAC 执业证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

中国核电 (601985.SH):核	2022-08-27
电盈利改善，新能源提供成长新动能	
中国核电 (601985.SH):核	2022-05-28
电重启加快，新能源全面布局	

### 联系人:

郝兆升 021-38003800

haozhaosheng@gf.com.cn

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
<b>流动资产</b>	<b>51,950</b>	<b>57,806</b>	<b>71,066</b>	<b>75,517</b>	<b>78,361</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>31,128</b>	<b>35,608</b>	<b>36,718</b>	<b>44,556</b>	<b>46,711</b>
货币资金	15,402	13,064	19,215	22,642	21,985	净利润	10,947	14,055	18,187	20,000	21,828
应收及预付	14,436	19,363	22,471	23,258	24,872	折旧摊销	11,844	14,503	15,998	17,258	18,518
存货	20,173	22,755	26,273	26,461	28,260	营运资金变动	827	76	-5,380	-1,046	-2,140
其他流动资产	1,940	2,624	3,106	3,156	3,243	其它	7,509	6,974	7,913	8,344	8,506
<b>非流动资产</b>	<b>329,796</b>	<b>351,816</b>	<b>372,118</b>	<b>391,161</b>	<b>408,943</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-27,567</b>	<b>-26,039</b>	<b>-35,991</b>	<b>-35,974</b>	<b>-35,948</b>
长期股权投资	3,812	4,844	5,844	6,844	7,844	资本支出	-23,924	-25,047	-35,158	-35,150	-35,139
固定资产	223,123	251,091	266,793	281,236	294,418	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	176	192
无形资产	854	1,576	1,626	1,676	1,726	<b>筹资活动现金流</b>	<b>308</b>	<b>-11,747</b>	<b>5,425</b>	<b>-5,155</b>	<b>-11,419</b>
其他长期资产	12,988	15,484	15,534	15,584	15,634	银行借款	45,273	63,853	12,703	5,390	-346
<b>资产总计</b>	<b>381,746</b>	<b>409,621</b>	<b>443,184</b>	<b>466,677</b>	<b>487,304</b>	股权融资	20,033	2,131	1,328	0	0
<b>流动负债</b>	<b>54,628</b>	<b>65,573</b>	<b>68,325</b>	<b>66,024</b>	<b>66,378</b>	其他	-64,998	-77,732	-8,606	-10,545	-11,073
短期借款	12,757	7,531	8,234	5,624	4,278	<b>现金净增加额</b>	<b>3,872</b>	<b>-2,179</b>	<b>6,151</b>	<b>3,427</b>	<b>-656</b>
应付及预收	9,756	16,391	19,293	19,436	20,749	<b>期初现金余额</b>	<b>10,774</b>	<b>14,646</b>	<b>13,064</b>	<b>19,215</b>	<b>22,642</b>
其他流动负债	32,116	41,651	40,798	40,963	41,351	<b>期末现金余额</b>	<b>14,646</b>	<b>12,467</b>	<b>19,215</b>	<b>22,642</b>	<b>21,985</b>
<b>非流动负债</b>	<b>210,628</b>	<b>218,771</b>	<b>233,571</b>	<b>243,571</b>	<b>246,571</b>						
长期借款	175,757	176,611	188,611	196,611	197,611						
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						
<b>负债合计</b>	<b>265,256</b>	<b>284,343</b>	<b>301,896</b>	<b>309,594</b>	<b>312,948</b>						
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	37,089	44,283	52,169						
归属母公司股东权益	70,462	76,123	84,313	91,507	99,394						
少数股东权益	46,027	49,155	56,975	65,575	74,962						
<b>负债和股东权益</b>	<b>381,746</b>	<b>409,621</b>	<b>443,184</b>	<b>466,677</b>	<b>487,304</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>52,276</b>	<b>62,367</b>	<b>72,208</b>	<b>75,244</b>	<b>80,501</b>
营业成本	28,862	34,806	38,065	38,348	40,937
营业税金及附加	605	660	794	828	886
销售费用	63	79	94	98	105
管理费用	2,346	3,202	3,610	3,762	4,025
研发费用	1,026	1,337	1,589	1,655	1,771
财务费用	6,960	6,871	7,821	8,235	8,406
资产减值损失	-226	-321	-320	-330	-340
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	141	195	217	226	242
<b>营业利润</b>	<b>13,226</b>	<b>16,475</b>	<b>21,503</b>	<b>23,644</b>	<b>25,802</b>
营业外收支	-46	84	20	25	30
<b>利润总额</b>	<b>13,179</b>	<b>16,559</b>	<b>21,523</b>	<b>23,669</b>	<b>25,832</b>
所得税	2,232	2,505	3,336	3,669	4,004
<b>净利润</b>	<b>10,947</b>	<b>14,055</b>	<b>18,187</b>	<b>20,000</b>	<b>21,828</b>
少数股东损益	4,952	6,017	7,820	8,600	9,386
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,995</b>	<b>8,038</b>	<b>10,366</b>	<b>11,400</b>	<b>12,442</b>
EBITDA	31,968	37,632	37,521	40,561	43,370
EPS (元)	0.34	0.46	0.55	0.60	0.66

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	10.6%	19.3%	15.8%	4.2%	7.0%
营业利润增长	25.7%	24.6%	30.5%	10.0%	9.1%
归母净利润增长	26.0%	34.1%	29.0%	10.0%	9.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.8%	44.2%	47.3%	49.0%	49.1%
净利率	20.9%	22.5%	25.2%	26.6%	27.1%
ROE	8.5%	10.6%	12.3%	12.5%	12.5%
ROIC	4.9%	5.5%	4.7%	4.8%	4.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.5%	69.4%	68.1%	66.3%	64.2%
净负债比率	227.7%	227.0%	213.7%	197.1%	179.5%
流动比率	0.95	0.88	1.04	1.14	1.18
速动比率	0.50	0.47	0.59	0.67	0.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.16	0.17
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	2.75	2.84	2.85
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.34	0.46	0.55	0.60	0.66
每股经营现金流	2	2	2	2	2
每股净资产	4.04	4.34	4.47	4.85	5.27
<b>估值比率</b>					
P/E	14.32	18.09	10.80	9.82	9.00
P/B	1.22	1.91	1.33	1.22	1.13
EV/EBITDA	9.14	9.71	9.09	8.51	8.01

## 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。
- 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。