

核电景气回升，绿电投产加快

华泰研究

2022年12月18日 | 中国内地

更新报告

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

8.70

研究员 王玮嘉
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 + (86) 21 2897 2079

研究员 黄波
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 + (86) 755 8249 3570

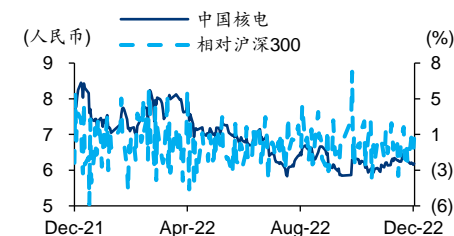
联系人 李雅琳
SAC No. S0570121040031 liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420 + (86) 21 2897 2228

联系人 胡知
SAC No. S0570121120004 huzhi019072@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	8.70
收盘价(人民币 截至12月16日)	6.19
市值(人民币百万)	116,684
6个月平均日成交额(人民币百万)	622.50
52周价格范围(人民币)	5.83-8.45
BVPS(人民币)	4.82

股价走势图



资料来源: Wind

核电业务景气度回升，因汇兑损失下调盈利预测

迎峰度冬、核电保供作用突出，全国核电电量增速连续两个月回升（10/11月同比+7.4/11.0%）；公司年度大修计划全部完成，看好公司4Q核电电量同比增速向上。新能源投产节奏加快，光伏上游产业链价格松动，23年新装机预期或更乐观。考虑到美元债导致的汇兑损失，小幅下调盈利预测，预计22-24年归母净利105/109/114亿元（前值110/115/121亿元），EPS 0.55/0.58/0.61元。23年可比PE均值15x（Wind一致预期），给予公司23年15xPE，目标价8.70元，维持买入评级。

核电：电力保供作用凸显，看好4Q电量增速回升

迎峰度冬、核电保供作用突出，根据中电联数据，2022年1-11月全国核电发电量同比+2.1%，其中10/11月同比分别为+7.4/+11.0%。核电机组年内大修陆续完成也有助于发电出力，截至12月16日，三门核电1号机组正式完成第三次换料大修，至此公司全年16次大修计划已全部完成。我们看好公司4Q核电发电量同比增速向上，1/2/3Q分别为+14/-1/+4%。核电新增量仍有待时日，截至22年9月末公司在建机组合计8台，装机容量8.88GW；核准待建机组3台，装机容量3.68GW；在建与待建装机容量相当于在役的53%，但核电项目建设周期较长，23-25年为公司在建核电投产的低谷，26-27年投产有望提速。

新能源：投产节奏有望加快，应收绿电补贴风险释放

截至22年9月末公司新能源在运装机10.25GW（光伏7.10GW+风电3.15GW），在建装机3.51GW（6月末2.64GW）；3Q22公司新能源新增装机1.37GW，料4Q新投产速度有望加快；随着光伏上游产业链价格开始松动，公司23年装机规模或有更乐观预期。应收绿电补贴风险逐步释放，9月末公司累计应收绿电补贴188.3亿元，截至目前公司已收到73.88亿元，剩余未收回114.42亿元；公司按照3%比例对应收绿电补贴计提减值准备，提前化解部分潜在损失风险，且随着补贴后续回收，减值准备仍有望冲回。

价值仍被低估，维持“买入”评级

公司当前股价对应2022-2024年PE为11.2/10.7/10.2x，PB为1.4/1.3/1.2x。可比公司2023年Wind一致预期PE均值15x，给予公司2023年目标PE15x，维持目标价8.70元。我们认为公司价值仍被低估：1）核电是近零碳的基荷电源，双碳目标下远期空间广阔，且稳定期“现金牛”属性显著；2）新能源业绩贡献可观，“十四五”有望成为第二增长极。

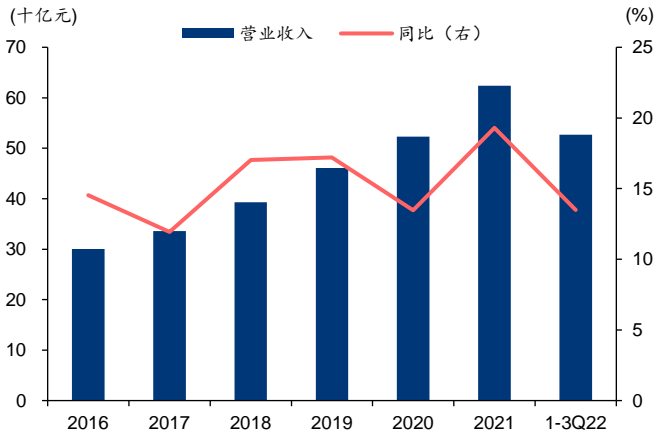
风险提示：项目投产不及预期；电价下行风险。

经营预测指标与估值

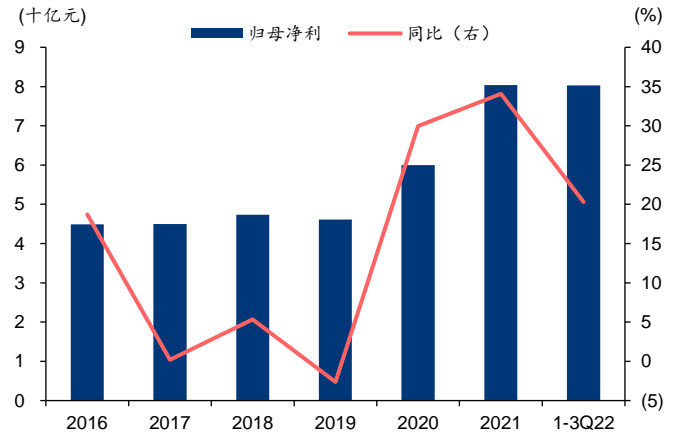
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	52,276	62,367	71,990	75,102	80,053
+/-%	13.48	19.30	15.43	4.32	6.59
归属母公司净利润(人民币百万)	5,995	8,038	10,452	10,924	11,431
+/-%	29.98	34.07	30.03	4.52	4.64
EPS(人民币，最新摊薄)	0.32	0.43	0.55	0.58	0.61
ROE(%)	9.40	11.22	12.16	11.38	10.80
PE(倍)	19.46	14.52	11.16	10.68	10.21
PB(倍)	1.66	1.53	1.39	1.28	1.17
EV EBITDA(倍)	12.28	10.45	9.54	9.08	8.60

资料来源：公司公告、华泰研究预测

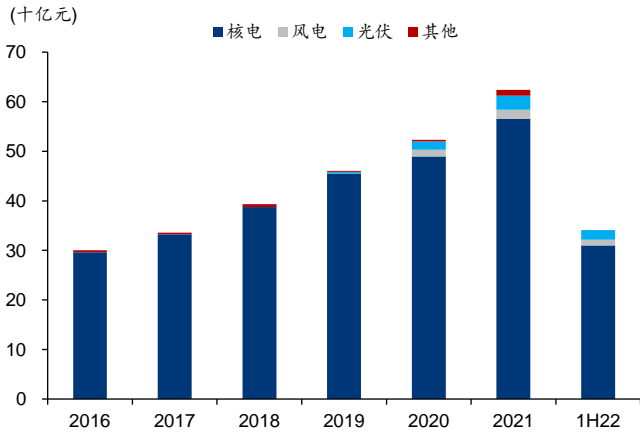
经营情况概览

图表1：2016年至今公司营业收入与同比增速


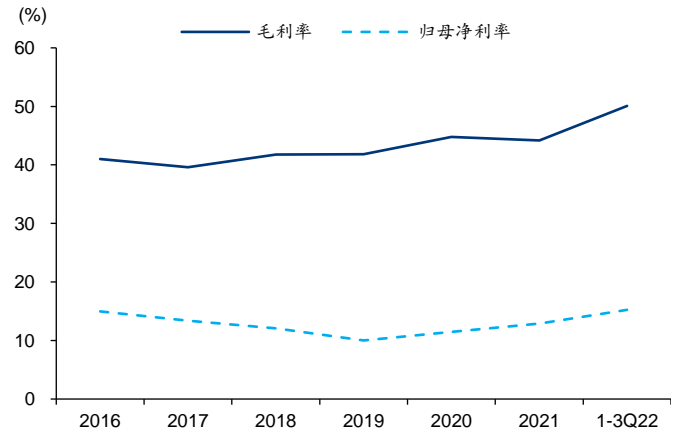
资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：2016年至今公司归母净利润与同比增速


资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：2016年至今公司分部业务收入结构


资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：2016年至今公司毛利率与净利率


资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测调整

图表5：关键指标调整

	单位	新			旧			变化 (%/pp)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
核心驱动										
核电装机规模	MW	23,710	23,710	24,922	23,710	23,710	24,922	-	-	-
风电装机规模	MW	3,635	5,235	7,235	3,635	5,235	7,235	-	-	-
光伏装机规模	MW	9,239	12,839	16,839	9,239	12,839	16,839	-	-	-
CAPEX	百万元	30,662	29,837	29,123	30,623	29,795	29,077	0.13	0.14	0.16
财务费用率	%	10.72	10.55	10.19	9.95	9.76	9.39	0.77	0.79	0.80
关键指标										
营业收入	百万元	71,990	75,102	80,053	71,990	75,102	80,053	-	-	-
毛利率	%	46.51	46.37	45.98	46.51	46.37	45.98	-	-	-
销售费用率	%	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	-	-	-
管理费用率	%	5.13	5.13	5.13	5.13	5.13	5.13	-	-	-
研发费用率	%	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14	-	-	-
净利率	%	23.59	23.30	22.71	24.36	24.08	23.51	(0.77)	(0.79)	(0.80)
净利润	百万元	16,983	17,496	18,176	17,537	18,087	18,817	(3.16)	(3.27)	(3.40)
少数股东损益比例	%	38.46	37.56	37.11	37.24	36.33	35.85	1.21	1.23	1.26
归母净利润	百万元	10,452	10,924	11,431	11,005	11,516	12,071	(5.03)	(5.14)	(5.30)
EPS	元	0.55	0.58	0.61	0.58	0.61	0.64	(5.03)	(5.14)	(5.30)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

可比公司

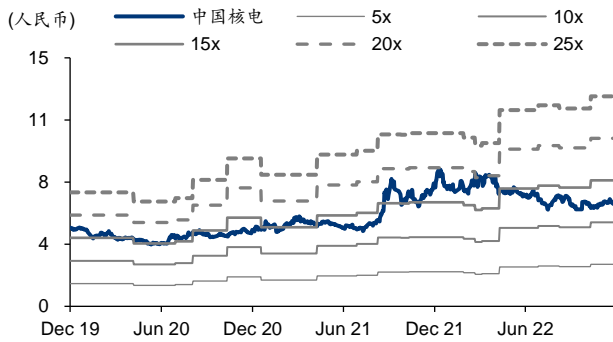
图表6: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 元/股	市值 十亿元	市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
中国广核	003816 CH	2.73	125.72	13.30	11.75	11.08	1.28	1.20	1.12	9.66	10.22	10.09
三峡能源	600905 CH	5.64	161.41	19.15	15.72	13.20	2.10	1.88	1.68	10.91	11.94	12.68
龙源电力	001289 CH	18.22	118.39	20.33	16.81	14.39	2.14	1.94	1.75	10.64	11.61	12.22
华能水电	600025 CH	6.64	119.52	17.26	15.25	13.77	1.75	1.62	1.48	10.25	10.84	11.15
平均值				17.51	14.88	13.11	1.82	1.66	1.51	10.37	11.15	11.53
中国核电	601985 CH	6.19	116.68	11.16	10.68	10.21	1.39	1.28	1.17	12.16	11.38	10.80

注: 数据日期 2022/12/16, 可比公司预测取自 Wind 一致预期

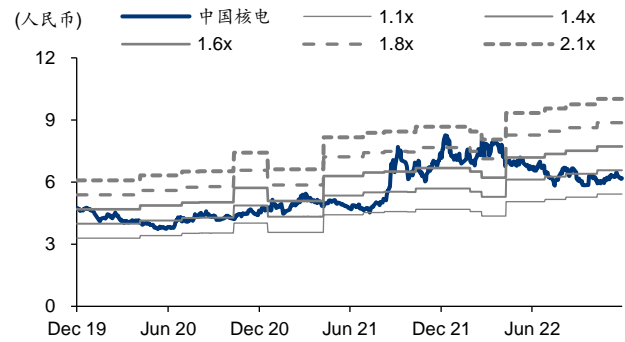
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究预测

图表7: 中国核电 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 中国核电 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	51,950	57,806	54,693	70,264	77,592
现金	15,402	13,064	10,799	21,735	27,499
应收账款	10,073	15,134	14,250	16,404	16,271
其他应收账款	508.18	547.41	671.05	600.08	754.85
预付账款	4,356	3,930	5,634	4,344	6,292
存货	20,173	22,755	21,250	24,780	24,644
其他流动资产	1,439	2,375	2,089	2,401	2,131
非流动资产	329,796	351,816	369,104	383,788	396,109
长期投资	3,812	4,844	5,658	6,522	7,442
固定投资	223,107	251,089	271,681	286,703	299,305
无形资产	854.23	1,576	1,983	2,290	2,499
其他非流动资产	102,022	94,308	89,782	88,273	86,864
资产总计	381,746	409,621	423,797	454,052	473,701
流动负债	54,628	65,573	46,417	50,767	50,342
短期借款	12,757	7,531	9,518	7,531	7,531
应付账款	9,526	16,053	12,244	17,356	14,427
其他流动负债	32,345	41,988	24,655	25,880	28,385
非流动负债	210,628	218,771	237,746	249,574	255,043
长期借款	175,757	176,611	195,587	207,415	212,884
其他非流动负债	34,871	42,160	42,160	42,160	42,160
负债合计	265,256	284,343	284,164	300,341	305,386
少数股东权益	46,027	49,155	55,687	62,258	69,004
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
留存公积	24,747	30,227	41,656	53,431	65,664
归属母公司股东权益	70,462	76,123	83,946	91,453	99,311
负债和股东权益	381,746	409,621	423,797	454,052	473,701

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	31,128	35,608	36,827	41,474	40,838
净利润	10,947	14,055	16,983	17,496	18,176
折旧摊销	11,844	14,503	14,465	16,430	18,272
财务费用	6,960	6,871	7,719	7,925	8,157
投资损失	(141.49)	(194.73)	(214.21)	(235.63)	(259.19)
营运资金变动	827.37	76.29	(2,073)	(86.29)	(3,450)
其他经营现金	690.46	297.93	(52.19)	(54.45)	(58.04)
投资活动现金	(27,567)	(26,039)	(31,539)	(30,878)	(30,335)
资本支出	(23,933)	(25,123)	(30,662)	(29,837)	(29,123)
长期投资	(261.68)	(988.70)	(814.98)	(863.50)	(920.19)
其他投资现金	(3,373)	72.77	(61.31)	(177.65)	(291.84)
筹资活动现金	308.03	(11,747)	(9,541)	2,328	(4,739)
短期借款	4,345	(5,226)	1,987	(1,987)	0.00
长期借款	(5,270)	853.70	18,976	11,828	5,469
普通股增加	1,891	66.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5,233	153.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,891)	(7,595)	(30,504)	(7,513)	(10,208)
现金净增加额	3,872	(2,179)	(4,253)	12,924	5,764

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52,276	62,367	71,990	75,102	80,053
营业成本	28,862	34,806	38,504	40,276	43,246
营业税金及附加	604.53	660.38	762.27	795.22	847.65
营业费用	63.44	78.50	90.62	94.53	100.76
管理费用	2,346	3,202	3,696	3,856	4,110
财务费用	6,960	6,871	7,719	7,925	8,157
资产减值损失	(225.61)	(321.06)	(370.60)	(386.62)	(412.11)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	141.49	194.73	214.21	235.63	259.19
营业利润	13,226	16,475	20,444	21,221	22,607
营业外收入	258.24	226.44	261.38	272.68	290.65
营业外支出	304.67	142.44	164.42	171.52	182.83
利润总额	13,179	16,559	20,541	21,322	22,715
所得税	2,232	2,505	3,558	3,827	4,538
净利润	10,947	14,055	16,983	17,496	18,176
少数股东损益	4,952	6,017	6,532	6,571	6,746
归属母公司净利润	5,995	8,038	10,452	10,924	11,431
EBITDA	31,915	38,477	43,352	46,332	49,841
EPS (人民币, 基本)	0.38	0.44	0.55	0.58	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	13.48	19.30	15.43	4.32	6.59
营业利润	28.97	24.57	24.09	3.80	6.53
归属母公司净利润	29.98	34.07	30.03	4.52	4.64
获利能力 (%)					
毛利率	44.79	44.19	46.51	46.37	45.98
净利率	20.94	22.54	23.59	23.30	22.71
ROE	9.40	11.22	12.16	11.38	10.80
ROIC	5.83	6.79	7.66	7.68	7.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.49	69.42	67.05	66.15	64.47
净负债比率 (%)	196.76	188.43	172.68	157.35	144.43
流动比率	0.95	0.88	1.18	1.38	1.54
速动比率	0.48	0.45	0.56	0.77	0.89
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.17	0.17
应收账款周转率	6.57	4.95	4.90	4.90	4.90
应付账款周转率	2.70	2.72	2.72	2.72	2.72
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.43	0.55	0.58	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.89	1.95	2.20	2.17
每股净资产(最新摊薄)	3.74	4.04	4.45	4.85	5.27
估值比率					
PE (倍)	19.46	14.52	11.16	10.68	10.21
PB (倍)	1.66	1.53	1.39	1.28	1.17
EV EBITDA (倍)	12.28	10.45	9.54	9.08	8.60

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准

中性： 预计行业股票指数基本与基准持平

减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准15%以上

增持： 预计股价超越基准5%~15%

持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出： 预计股价弱于基准15%以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司