

2023年12月1日

中广核电力 (1816.HK)

公司动态分析

证券研究报告

电力

## 台山1号机组大修结束，业绩弹性释放

事件：11月28日，中广核电力发布公告台山1号机组年换料大修结束，并于27日重新并网发电。自6月9日，公司据台山核电站的设计要求，于2023年第一季度开始台山1号机组的年度换料大修，并调整增加了部分检查和试验等相关工作；台山1号已完成上述工作，重新并网发电。我们预计公司盈利保持稳健增长，叠加派息水平逐步提升，维持目标价2.58港元，“买入”评级。

### 报告摘要

**台山1号机组重新并网，业绩弹性释放** 台山1号机组于6月9日公司公告起进行年度换料大修，到11月28日大修结束，共耗时将近半年时间。为保证今后机组安全以及高质量运行，期间增加了部分检查以及试验等工作。目前，所有工作已全部圆满完成。今年前三季度，台山核电站机组利用小时数仅约为3600小时，远低于公司其他运营机组。我们认为台山1号机组重新并网，将拓宽公司发电量上升空间，业绩弹性将持续释放。

**公司机组运营稳健，上网电量同比增长** 前三季度公司总发电量为1697.07亿千瓦时，较去年同比增长11.39%；实现上网电量约1589.89亿千瓦时，较去年同比上涨约11.31%。公司前三季度市场化交易平均电价为0.4025元/千瓦时，较同期0.3995元/千瓦时，上涨3厘，基本持平。今年预计总上网电量维持稳健增长，全年盈利预计保持同频上涨。

**核电行业发展加快** 自2019年我国核电审批重启，行业开始加速发展。今年国务院于7月底时，共审批核准6台核电机组；同时，在今年剩余时间中不排除会有新增机组审批的可能性。公司截止9月底共有7台在建机组，后续新并网以及新开工项目准备充裕，为公司未来中长期发展提供有力的支持，看好公司未来增长潜力。

**维持目标价2.58港元，维持“买入”评级** 我们预测公司2023-2025年的营收分别为868亿元/959亿元/1056亿元，增速为4.8%/10.5%/10.1%；归母净利润分别为110亿元/124亿元/149亿元，增速为10.9%/12%/20.1%。23年公司发电量预计同比稳健提升，叠加派息比例保持上涨趋势，预计公司今年整体表现稳健上升，维持目标价2.58港元，对应2022年盈利估值13倍，维持“买入”评级。

**风险提示：机组发电量不及预期；机组大修时间超预期；电力价格波动超预期；核电站建设进度不及预期；核燃料价格超预期；核电行业政策收紧。**

### 财务及估值摘要

| (年结31/12; RMB 000) | FY 2021A  | FY 2022A  | FY2023E   | FY2024E   | FY2025E    |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 销售收入               | 80,678.74 | 82,822.40 | 86,788.99 | 95,933.39 | 105,622.66 |
| 增长率 (%)            | 14.30%    | 2.66%     | 4.79%     | 10.54%    | 10.10%     |
| 归母净利润              | 9,732.59  | 9,964.85  | 11,049.99 | 12,375.06 | 14,857.40  |
| 增长率 (%)            | 1.78%     | 2.39%     | 10.89%    | 11.99%    | 20.06%     |
| 毛利率 (%)            | 33.20%    | 33.25%    | 34.43%    | 34.38%    | 35.93%     |
| 归母净利率 (%)          | 12.06%    | 12.03%    | 12.73%    | 12.90%    | 14.07%     |
| ROE, 平均 (%)        | 10.72%    | 9.87%     | 10.25%    | 10.53%    | 11.43%     |
| 每股盈利 (元)           | 0.19      | 0.20      | 0.22      | 0.25      | 0.29       |
| 每股净资产 (元)          | 2.99      | 3.13      | 3.40      | 3.70      | 4.06       |
| 市盈率 (x)            | 9.20      | 8.99      | 8.10      | 7.24      | 6.03       |
| 市净率 (x)            | 0.59      | 0.57      | 0.52      | 0.48      | 0.44       |
| 股息收益率 (%)          | 4.74%     | 4.91%     | 5.50%     | 6.22%     | 7.54%      |

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 2.58 港元

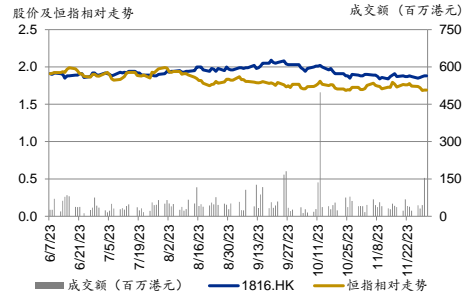
现价 (2023-11-30)： 1.88 港元

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总市值(百万港元)   | 94,937.39 |
| H股市值(百万港元)  | 20,987.62 |
| 总股本(百万股)    | 50,498.61 |
| H股股本(百万股)   | 11,163.63 |
| 12个月低/高(港元) | 1.8/2.2   |
| 平均成交(百万港元)  | 59.21     |

### 主要股东

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 中国广核集团有限公司      | 59.1% |
| 广东恒健投资控股有限公司    | 6.79% |
| 中国核工业集团有限公司     | 3.32% |
| BlackRock, Inc. | 1.33% |

### 股价表现



|      |      |       |       |
|------|------|-------|-------|
| %    | 一个月  | 三个月   | 十二个月  |
| 相对收益 | 0.41 | 3.20  | 12.90 |
| 绝对收益 | 0.00 | -4.08 | 4.54  |

数据来源：WIND、港交所

朱睿泽 行业分析师

+86 0755-8168 2607

zhurz1@essence.com.cn

**图表 1 公司自由现金流折让模型**
**自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)**

| (年结31/12; RMB 000) | FY 2023      | FY 2024    | FY 2025    | FY 2026    | FY 2027    | FY 2028    | FY 2029    | FY 2030    | FY 2031    | FY 2032    | FY 2033    |
|--------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                    | 预测           | 预测         | 预测         | 预测         | 预测         | 预测         | 预测         | 预测         | 预测         | 预测         | 预测         |
| 营业额                | 868          | 959        | 1,056      | 1,111      | 1,169      | 1,230      | 1,279      | 1,330      | 1,383      | 1,439      | 1,496      |
| 增长率%               | 4.8%         | 10.5%      | 10.1%      | 5.2%       | 5.2%       | 5.2%       | 4.0%       | 4.0%       | 4.0%       | 4.0%       | 4.0%       |
| EBIT               | 286          | 314        | 359        | 377        | 396        | 416        | 432        | 449        | 466        | 484        | 503        |
| 增长率%               | 8.8%         | 9.5%       | 14.5%      | 5.0%       | 5.0%       | 5.0%       | 3.9%       | 3.9%       | 3.9%       | 3.9%       | 3.9%       |
| EBIT率%             | 33.0%        | 32.7%      | 34.0%      | 34.0%      | 33.9%      | 33.8%      | 33.8%      | 33.7%      | 33.7%      | 33.7%      | 33.6%      |
| 有效税率%              | 18.5%        | 18.5%      | 18.5%      | 18.5%      | 18.5%      | 18.5%      | 18.5%      | 18.5%      | 18.5%      | 18.5%      | 18.5%      |
| EBIT x (1-有效税率)    | 233          | 256        | 293        | 308        | 323        | 339        | 352        | 366        | 380        | 395        | 410        |
| + 折旧               | 97           | 106        | 111        | 117        | 123        | 129        | 135        | 140        | 146        | 151        | 157        |
| + 摊销               | 16           | 17         | 18         | 17         | 17         | 18         | 17         | 17         | 17         | 17         | 17         |
| + 营运资金变动           | 6            | -26        | 11         | 11         | 11         | 11         | 11         | 11         | 11         | 11         | 11         |
| - 资本支出             | -118         | -106       | -101       | -101       | -101       | -101       | -101       | -101       | -101       | -101       | -101       |
| <b>自由现金流, FCF</b>  | <b>236</b>   | <b>246</b> | <b>332</b> | <b>351</b> | <b>373</b> | <b>396</b> | <b>414</b> | <b>433</b> | <b>453</b> | <b>473</b> | <b>495</b> |
| 折现年份               | 0            | 1          | 2          | 3          | 4          | 5          | 6          | 7          | 8          | 9          | 10         |
| 折现因子               | 1.0000       | 0.8865     | 0.7859     | 0.6967     | 0.6177     | 0.5476     | 0.4855     | 0.4304     | 0.3815     | 0.3382     | 0.2999     |
| <b>FCF现值</b>       | <b>236</b>   | <b>218</b> | <b>261</b> | <b>245</b> | <b>231</b> | <b>217</b> | <b>201</b> | <b>186</b> | <b>173</b> | <b>160</b> | <b>148</b> |
| FY2019-29 FCF现值总额  | 2,276        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 永续期价值现值            | 1,401        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>企业价值</b>        | <b>3,677</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| - 净负债              | -1,968       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| - 少数股东权益           | -568         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>DCF估值</b>       | <b>1,142</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 假设:                |              |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| WACC               | 12.8%        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 永续增长率              | 2.0%         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |

资料来源: 安信国际预测



## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 9517

## 免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010