

中国核电 (601985) \公用事业

核电龙头稳中求进，新能源多元布局高速增长

投资评级:

行业:

投资建议:

当前价格:

目标价格:

电力

买入 (维持评级)

6.79 元

9.78 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	18,850/18,850
流通A股市值 (百万元)	128,126
每股净资产 (元)	3.69
资产负债率 (%)	69.46
一年内最高/最低 (元)	7.56/5.78

股价相对走势



分析师: 贺朝晖
执业证书编号: S0590521100002
邮箱: hezh@glsc.com.cn

事件:

公司发布2022年报及2023年一季报, 2022年公司实现营业收入712.9亿元, 同比增长13.7%, 实现归母净利润90.1亿元, 同比增长9.7%, 其中Q4实现营业收入185.8亿元, 同比增长14.3%, 实现归母净利润9.8亿元, 同比减少36.5%。2023Q1公司实现营业收入178.9亿元, 同比增长4.6%, 实现归母净利润30.2亿元, 同比增长4.8%。

➤ 核电业务稳定增长, 维持高水平运营质量

2022年公司电力销售业务实现营业收入699.4亿元, 同比增长14.3%, 毛利率46.15%, 同比提升2.0pct; 实现商运发电量1993亿kWh, 其中核电发电量1852亿kWh, 同期我国55台运行核电机组总发电量4178亿kWh, 公司占比44.3%; 实现上网电量1870亿kWh, 同比增长9.4%, 其中核电上网电量1732亿kWh, 同比增长7.1%。公司核电业绩增长主要原因在于: 1) 2022年3月福清核电6号机组投入商运, 在运机组规模有所增加; 2) 核电机组利用小时数达到7889h, 同比增加18h; 3) 公司全年综合电价达到0.4226元/kWh, 同比上涨6.5%。截至2022年底, 公司控股在运机组25台, 在建8台, 在运/在建规模分别达到23.75GW/8.88GW, 预计在建项目将于2027年前有序投运。

➤ 新能源运营规模快速增长, 绿电多元布局

2021年公司收购中核汇能, 完善新能源发电业务布局, 2022年公司新能源机组实现发电量140亿kWh, 占公司发电量结构比例7.0%, 同比提升1.8pct, 实现上网电量138亿kWh, 同比增长48.4%。截至2023Q1末, 公司控股新能源装机容量13.1GW, 其中风电4.3GW、光伏8.8GW, 并控股独立储能电站211MW; 在建项目7.6GW, 其中风电1.6GW、光伏6.1GW。公司规划新能源发电项目2023年内新建6GW, 到“十四五”末总运行规模达到33GW, 据此我们计算, 2023-25年公司新能源年均新增装机需达到约6.8GW, 三年CAGR为38%。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司作为国内核电龙头, 在运机组现金流稳健支撑新能源项目持续开发, 不断注入成长性。我们预计公司2023-25年营业收入分别为818.3/892.8/990.9亿元(2023-24年原值为863.1/929.3亿元), 对应增速分别为14.8%/9.1%/11.0%, 归母净利润分别为102.5/113.1/128.4亿元, 对应增速分别为13.8%/10.3%/13.49%, EPS分别为0.54/0.60/0.68元/股, PE分别为12/11/10倍, 鉴于公司业绩增长确定性较强, 新能源装机增长迅速, 并参照可比公司估值, 我们给予公司23年18倍PE, 目标价9.78元, 维持“买入”评级。

风险提示: 在建项目进度低于预期、风电光伏新能源项目市场开拓速度低于预期、新投运机组大修停运时长超预期影响发电量。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	62,367.2	71,285.6	81,834.0	89,275.5	99,094.7
增长率 (%)	19.30%	14.30%	14.80%	9.09%	11.00%
EBITDA (百万元)	37,795.5	43,270.2	40,056.2	44,623.8	49,191.5
净利润 (百万元)	8,038.1	9,009.8	10,254.0	11,313.9	12,840.4
增长率 (%)	34.07%	12.09%	13.81%	10.34%	13.49%
EPS (元/股)	0.43	0.48	0.54	0.60	0.68
市盈率 (P/E)	15.8	14.1	12.4	11.2	9.9
市净率 (P/B)	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.3	9.2	10.4	9.6	8.9

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年4月26日收盘价

相关报告

- 《中国核电 (601985) \公用事业业绩实现同比增长, 新能源项目开发有望加速》2023.01.29
- 《中国核电 (601985) \公用事业行业业绩增长符合预期, 核电+绿电双轮驱动》2022.10.28
- 《中国核电 (601985) \公用事业行业发电量实现增长, 综合绿电体系加速发展》2022.10.12

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,064.1	16,161.6	28,402.6	35,563.1	47,008.9	营业收入	62,367.2	71,285.6	81,834.0	89,275.5	99,094.7
应收账款+票据	15,594.1	17,545.8	18,884.9	20,602.2	22,868.1	营业成本	34,806.0	38,757.0	45,745.3	49,529.9	54,716.9
预付账款	3,930.5	2,793.9	5,061.1	5,521.3	6,128.6	税金及附加	660.4	872.2	1,001.3	1,092.3	1,212.5
存货	22,755.1	24,809.2	30,387.4	32,901.5	36,347.0	营业费用	78.5	77.7	122.8	160.7	218.0
其他	2,462.0	4,449.8	5,107.9	5,572.3	6,184.9	管理费用	4,538.8	6,016.5	7,201.4	8,213.4	9,314.9
流动资产合计	57,805.7	65,760.4	87,843.9	100,160.3	118,537.5	财务费用	6,870.9	8,144.5	7,157.2	7,662.5	7,595.3
长期股权投资	4,843.5	5,684.6	5,883.7	6,082.9	6,282.0	资产减值损失	-321.1	-247.5	-352.9	-384.9	-399.5
固定资产	254,485.2	272,697.1	302,189.9	345,929.1	390,819.8	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	78,821.7	101,500.3	90,125.2	66,750.1	42,375.1	投资净收益	194.7	275.2	205.3	205.3	205.3
无形资产	1,575.9	2,052.0	1,850.4	1,620.8	1,363.1	其他	1,189.2	2,199.7	1,618.0	1,920.0	1,799.0
其他非流动资产	12,089.4	16,925.7	16,173.7	15,422.5	15,197.7	营业利润	16,475.5	19,645.2	22,076.5	24,357.2	27,642.0
非流动资产合计	351,815.7	398,859.6	416,222.9	435,805.4	456,037.7	营业外净收益	84.0	-75.4	-12.6	-12.6	-12.6
资产总计	409,621.4	464,620.0	504,066.8	535,965.7	574,575.2	利润总额	16,559.5	19,569.8	22,063.9	24,344.6	27,629.4
短期借款	7,530.7	15,364.5	16,364.5	17,564.5	19,064.5	所得税	2,504.7	3,247.1	3,660.9	4,039.3	4,584.3
应付账款+票据	16,389.8	20,538.8	25,395.6	27,496.6	30,376.2	净利润	14,054.8	16,322.7	18,403.0	20,305.3	23,045.0
其他	41,652.1	38,033.4	51,116.9	55,708.6	61,773.0	少数股东损益	6,016.7	7,312.9	8,149.1	8,991.4	10,204.6
流动负债合计	65,572.6	73,936.7	92,877.0	100,769.8	111,213.7	归属于母公司净利润	8,038.1	9,009.8	10,254.0	11,313.9	12,840.4
长期带息负债	193,285.6	220,300.3	226,300.3	234,300.3	244,300.3	财务比率					
长期应付款	18,955.2	15,648.0	15,648.0	15,648.0	15,648.0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
其他	6,529.7	6,865.5	6,865.5	6,865.5	6,865.5	成长能力					
非流动负债合计	218,770.5	242,813.9	248,813.9	256,813.9	266,813.9	营业收入	19.30%	14.30%	14.80%	9.09%	11.00%
负债合计	284,343.1	316,750.5	341,690.8	357,583.7	378,027.6	EBIT	16.34%	18.28%	5.44%	9.53%	10.05%
少数股东权益	49,155.1	59,229.1	67,378.2	76,369.6	86,574.2	EBITDA	18.17%	14.49%	-7.43%	11.40%	10.24%
股本	17,522.7	18,860.7	18,869.9	18,869.9	18,869.9	归母净利润	34.07%	12.09%	13.81%	10.34%	13.49%
资本公积	18,106.0	27,304.8	27,295.7	27,295.7	27,295.7	获利能力					
留存收益	40,494.5	42,474.8	48,832.3	55,846.9	63,807.9	毛利率	44.19%	45.63%	44.10%	44.52%	44.78%
股东权益合计	125,278.3	147,869.4	162,376.0	178,382.0	196,547.7	净利率	22.54%	22.90%	22.49%	22.74%	23.26%
负债和股东权益总计	409,621.4	464,620.0	504,066.8	535,965.7	574,575.2	ROE	10.56%	10.16%	10.79%	11.09%	11.68%
现金流量表						ROIC	6.55%	7.27%	6.51%	6.94%	7.28%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	14,054.8	16,322.7	18,403.0	20,305.3	23,045.0	资产负债	69.42%	68.17%	67.79%	66.72%	65.79%
折旧摊销	14,365.1	15,555.9	10,835.0	12,616.7	13,966.8	流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
财务费用	6,870.9	8,144.5	7,157.2	7,662.5	7,595.3	速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货减少	-2,582.5	-2,054.1	-5,578.2	-2,514.1	-3,445.6	营运能力					
营运资金变动	76.3	6,079.5	8,097.8	1,536.9	2,012.4	应收账款周转率	4.1	4.1	4.4	4.4	4.4
其它	2,685.7	2,336.9	5,670.8	2,648.4	3,558.6	存货周转率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
经营活动现金流	35,470.3	46,385.3	44,585.6	42,255.8	46,732.7	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	-27,377.3	-53,481.0	-28,000.0	-32,000.0	-34,000.0	每股指标(元)					
长期投资	-1,679.8	-3,061.6	0.0	0.0	0.0	每股收益	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
其他	3,018.6	3,534.2	-291.0	-333.5	-312.2	每股经营现金流	1.9	2.5	2.4	2.2	2.5
投资活动现金流	-26,038.6	-53,008.4	-28,291.0	-32,333.5	-34,312.2	每股净资产	3.5	4.4	4.7	5.1	5.5
债权融资	5,171.2	34,848.6	7,000.0	9,200.0	11,500.0	估值比率					
股权融资	66.7	1,338.0	9.2	0.0	0.0	市盈率	15.8	14.1	12.4	11.2	9.9
其他	-16,985.0	-26,750.6	-11,062.9	-11,961.8	-12,474.7	市净率	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2
筹资活动现金流	-11,747.2	9,435.9	-4,053.7	-2,761.8	-974.7	EV/EBITDA	10.3	9.2	10.4	9.6	8.9
现金净增加额	-2,316.7	2,806.2	12,241.0	7,160.5	11,445.8	EV/EBIT	16.6	14.4	14.3	13.4	12.5

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 26 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

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

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695