

中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002



武云泽
公用分析师
S1010519100003

核心观点

公司 2020 年归母净利润 95.6 亿元，同比增长 1.0%，基本符合预期。四季度期间费用大幅节省、增值税返还提速，弥补了密集大修对电量的影响。预计后续新机组投运驱动电量提升，看好电价企稳，预计公司 2021~2023 年归母净利润为 103/110/117 亿元，对应动态 PE 为 8/7/7 倍，H 股股息率 5.1% 具备吸引力，维持 A/H 股“买入”评级。

■ **第四季度 EPS 0.03 元。**公司 2020 年营收 705.8 亿元，同比增长 16.0%，归母净利润 95.6 亿元，同比增长 1.0%，累计 EPS 为 0.19 元，同比下降 6.0%；分季度看，公司第四季度营收 206.9 亿元，同比增长 16.6%，归母净利润 13.8 亿元，同比增长 18.0%，单季 EPS 为 0.03 元，同比增长 30.6%。公司业绩基本符合预期。公司拟每股派息 0.08 元，对应 A/H 最新股息率 2.7%/5.1%。公司发布 2021~2025 年股东分红规划，指引期间保持分红比例适度增长。

■ **全年电量增长 4.2%，2021 年增速料提升。**2020 年，公司合计上网电量 1,864.9 亿千瓦时，同比增长 4.2%；其中 4Q2020 由于密集执行 8 次大修，单季上网电量同比下滑 7.5% 至 468.9 亿千瓦时。公司计划分别有 1 台与 3 台新机组于 2021 年下半年与 2022 年投运，有望贡献增量业绩；叠加考虑全社会用电需求的旺盛预期，我们预计公司 2021/2022 年上网电量或同比增长 7%/10%。

■ **电价形势稳定，市场化进程温和。**公司 2020 年综合含税电价同比基本持平，其中市场化电量占比 33.52%，同比仅增长 0.64 个百分点，市场化部分电价同比轻微增长。2021 年，广东机组继续执行此前 3 年的优价满发机制，仅新增 20 亿千瓦时的市场化电量，改革进程温和；广东省外机组市场化电量占比普遍在 50% 甚至 80% 以上，后续提升空间料有限。广东 2021 年度电力长协价差 5.4 分/千瓦时，同比小幅扩张 0.65 分/千瓦时，影响可控；在碳中和背景下，预计存量核电机组战略价值提升、市场化电价有望持续企稳。

■ **四季度期间费用大幅节省，增值税退税回补。**公司第四季度管理费用与财务费用分别同比节省 1.8/4.7 亿元，单季费用率分别同比下滑 1.5/4.0 个百分点，其中财务费用率已经连续 3 个季度下行。公司增值税退税 20.2 亿元，同比基本持平，填补了前三季度因疫情影响导致发放延迟的业绩缺口。

■ **风险因素：**利用小时数低于预期，电价低于预期，装机进度不达预期。

■ **投资建议：**参考公司年报与 2021 年大修计划，将公司 2021~2022 年 EPS 预测下调 3%/7% 至 0.20/0.22 元，新增 2023 年 EPS 预测 0.23 元，现价对应 A 股动态 PE 14/13/13 倍，对应 H 股动态 PE 8/7/7 倍，H 股 5.1% 的股息率具备较强吸引力，维持 A/H 股“买入”的投资评级。

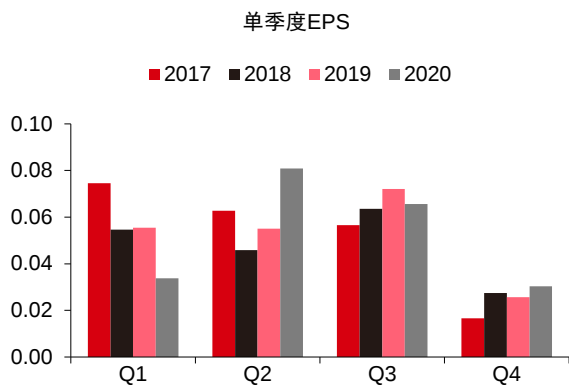
中广核电力	01816
评级	买入（维持）
当前价	1.88 港元
目标价	2.63 港元
总股本	50,499 百万股
港股流通股本	11,164 百万股
52 周最高/最低价	1.97/1.52 港元
近 1 月绝对涨幅	6.94%
近 6 月绝对涨幅	13.50%
近 12 月绝对涨幅	19.56%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,875.18	70,584.71	76,792.17	82,940.71	89,540.23
营业收入增长率	20%	16%	9%	8%	8%
净利润(百万元)	9,465.70	9,562.31	10,345	11,028	11,660
净利润增长率	9%	1%	8%	7%	6%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.19	0.19	0.20	0.22	0.23
净资产收益率 ROE%	10.54%	10.04%	10.16%	10.16%	10.09%
PE	8.42	8.34	7.71	7.23	6.84
PB	0.89	0.84	0.78	0.73	0.69

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

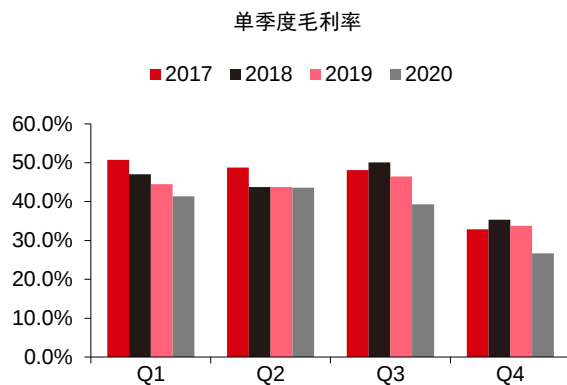
注：股价为 2021 年 3 月 18 日收盘价

图 1：2016~2020 年单季度 EPS（元）



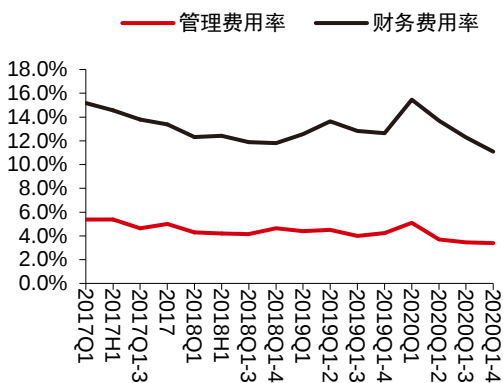
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2016~2020 年单季度毛利率（%）



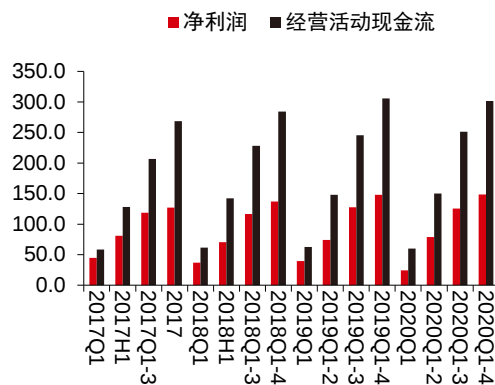
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：2016~2020 年期间费用率（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2016~2020 年净利润及经营活动现金流（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 1：公司季度财务数据汇总

单位：人民币百万元		3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	%同比	%环比
营业收入	mn	16,616	17,736	13,747	17,760	18,389	20,689	16.6%	12.5%
营业成本	mn	8,897	11,744	8,063	10,027	11,169	15,160	29.1%	35.7%
毛利	mn	7,719	5,992	5,683	7,734	7,219	5,529	-7.7%	-23.4%
税金及附加	mn	173	183	150	165	133	173	-5.6%	29.5%
销售费用	mn	22	25	18	7	14	32	26.2%	132.5%
管理费用	mn	528	854	701	465	554	673	-21.2%	21.3%
财务费用	mn	1,917	2,165	2,125	2,189	1,817	1,697	-21.6%	-6.6%
资产减值损失	mn	0	-30	0	0	0	-199		
投资净收益	mn	383	284	77	345	568	153	-46.1%	-73.0%
公允价值变动净收益	mn	-3	10	-3	21	-2	-11	-210.8%	574.2%
营业利润	mn	6,141	2,074	2,931	6,051	5,499	2,411	16.3%	-56.2%
营业外收入	mn	1	11	2	7	5	30	166.1%	491.5%
营业外支出	mn	8	34	3	37	6	40	16.8%	534.1%
利润总额	mn	6,135	2,051	2,930	6,021	5,497	2,401	17.1%	-56.3%
所得税	mn	797	29	498	592	798	87	196.0%	-89.1%
净利润		5,338	2,022	2,432	5,429	4,700	2,315	14.5%	-50.7%
少数股东损益	mn	2,062	854	899	1,757	1,720	937	9.7%	-45.5%
归属于母公司所有者的净利润	mn	3,276	1,167	1,533	3,672	2,979	1,378	18.0%	-53.8%
基本每股收益	mn	0.07	0.02	0.03	0.07	0.06	0.03	30.6%	-54.5%
	mn								
% 毛利率		46.5%	33.8%	41.3%	43.5%	39.3%	26.7%		
% 管理费用率	%	3.2%	4.8%	5.1%	2.6%	3.0%	3.3%		
% 财务费用率	%	11.5%	12.2%	15.5%	12.3%	9.9%	8.2%		
% 净利润率	%	19.7%	6.6%	11.2%	20.7%	16.2%	6.7%		

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 相关研究

中广核电力（01816）2020 年三季报点评--发电量稳步增长，大修节奏影响业绩
(2020-10-28)

中广核电力（01816）2020 年中报点评--装机电量稳健增长，电价企稳利好估值
(2020-08-27)

中广核电力（01816）2019 年年报点评--机组投运驱动业绩增长，股息具有吸引力
(2020-03-26)

利润表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	60,875	70,585	76,792	82,941	89,540
营业成本	35,471	44,419	49,379	54,187	59,546
毛利率	41.73%	37.07%	35.70%	34.67%	33.50%
营业税金及附加	700	622	838	863	899
销售费用	79	71	110	104	110
营业费用率	0.13%	0.10%	0.14%	0.12%	0.12%
管理费用	2,579	2,393	2,457	2,488	2,686
管理费用率	4.24%	3.39%	3.20%	3.00%	3.00%
财务费用	7,698	7,828	8,100	8,020	7,946
财务费用率	12.65%	11.09%	10.55%	9.67%	8.87%
投资收益	1,307	1,144	1,302	1,568	1,680
营业利润	16,588	16,892	17,960	19,285	20,403
营业利润率	27.25%	23.93%	23.39%	23.25%	22.79%
营业外收入	18	44	23	29	32
营业外支出	51	86	63	67	72
利润总额	16,555	16,850	17,920	19,247	20,364
所得税	1,770	1,974	1,827	2,092	2,225
所得税率	10.69%	11.72%	10.19%	10.87%	10.93%
少数股东损益	5,320	5,313	5,748	6,128	6,479
归属于母公司股东的净利润	9,466	9,562	10,345	11,028	11,660
净利率	15.55%	13.55%	13.47%	13.30%	13.02%

资产负债表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	19,572	12,128	14,936	24,140	36,788
存货	18,371	15,021	16,818	18,416	20,218
应收账款	7,484	8,786	9,215	9,953	10,745
其他流动资产	16,497	27,310	30,656	32,916	35,733
流动资产	61,923	63,244	71,625	85,425	103,484
固定资产	256,955	248,456	244,215	267,273	278,715
长期股权投资	11,199	11,924	12,424	12,924	13,424
无形资产	4,937	5,047	5,269	5,492	5,714
其他长期资产	52,961	63,227	71,592	51,059	41,026
非流动资产	326,052	328,654	333,501	336,748	338,879
资产总计	387,975	391,898	405,126	422,172	442,363
短期借款	14,263	23,124	22,590	23,668	27,075
应付账款	19,983	18,699	20,787	22,810	25,066
其他流动负债	32,771	35,330	34,749	35,780	36,801
流动负债	67,018	77,153	78,125	82,258	88,942
长期借款	167,860	156,693	156,693	156,693	156,693
其他长期负债	17,804	16,422	16,422	16,422	16,422
非流动性负债	185,663	173,115	173,115	173,115	173,115
负债合计	252,681	250,268	251,240	255,373	262,057
股本	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499
资本公积	10,702	10,784	10,784	10,784	10,784
归属于母公司所有者权益合计	89,802	95,273	101,780	108,566	115,595
少数股东权益	45,492	46,357	52,105	58,233	64,712
股东权益合计	135,294	141,631	153,886	166,799	180,306
负债股东权益总计	387,975	391,898	405,126	422,172	442,363

现金流量表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	14,785	14,876	16,093	17,155	18,139
折旧和摊销	10,049	10,891	11,036	12,659	13,805
营运资金的变化	-1,598	-3,750	-4,022	-1,641	-2,226
其他经营现金流	7,363	8,139	6,752	6,553	6,357
经营现金流合计	30,599	30,155	29,859	34,725	36,074
资本支出	-15,653	-13,503	-15,000	-15,000	-15,000
投资收益	1,307	1,144	1,302	1,568	1,680
其他投资现金流	-291	600	-883	-905	-936
投资现金流合计	-14,637	-11,759	-14,581	-14,337	-14,256
发行股票	13,782	84	0	0	0
负债变化	-9,631	-7,241	-534	1,078	3,407
股息支出	-14,960	-3,838	-3,838	-4,241	-4,632
其他融资现金流	-2,014	-13,372	-8,100	-8,020	-7,946
融资现金流合计	-12,823	-24,367	-12,471	-11,184	-9,171
现金及现金等价物净增加额	3,139	-5,971	2,807	9,205	12,648

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	19.77%	15.95%	8.79%	8.01%	7.96%
营业利润增长率	10.99%	1.83%	6.32%	7.38%	5.80%
净利润增长率	8.77%	1.02%	8.18%	6.60%	5.73%
毛利率	41.73%	37.07%	35.70%	34.67%	33.50%
EBITDA Margin	55.88%	50.02%	40.77%	40.75%	39.80%
净利率	15.55%	13.55%	13.47%	13.30%	13.02%
净资产收益率	10.54%	10.04%	10.16%	10.16%	10.09%
总资产收益率	2.44%	2.44%	2.55%	2.61%	2.64%
资产负债率	65.13%	63.86%	62.02%	60.49%	59.24%
所得税率	10.69%	11.72%	10.19%	10.87%	10.93%
股利支付率	40.55%	40.14%	41.00%	42.00%	43.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；韩国市场以科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性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。