

2022 年 03 月 29 日

中国核电 (601985.SH)

一季报业绩再超预期，强者恒强，期待业绩正反馈

■事件：公司发布 2022 年一季度业绩预告，预计一季度扣非归母净利润较上年同期（追溯重述前）增加 10.3-12.2 亿元，同比增长 57%-68%；与上年同期（追溯重述后）相比增加 9.35-11.24 亿元，同比增长 50%-60%，业绩增长再超预期。

追溯重述主要系 2022 年 1 月 1 日起公司执行《企业会计准则 15 号解释》，要求对试运行销售相关的收入和成本分别进行会计处理，计入当期损益，不应将试运行销售相关收入抵消相关成本后的净额冲减固定资产成本或者研发支出。本期福清 6 号机组调试运行相关的收入和成本分别计入当期损益。

■2022 年业绩值得期待：公司近期陆续发布 2021 年业绩快报、2022 年 1-2 月经营数据公告和一季度业绩预告，业绩表现亮眼。据公司公告，2021 年公司营收达到 623.67 亿元，同比增长 19.3%；归母净利润 80.37 亿元，同比增长 34.05%；2022 年一季度扣非归母净利润同比增长 57%-68%。公司业绩的大幅增长主要受益于：

1) 核电及新能源板块装机容量稳步增长：核电方面，受益于上半年福清 5 号、田湾 6 号两台机组投产，2021 年底公司核电在运装机达 22.55GW（全年新增 2.34GW），随着福清 6 号机组于今年年初投产，将进一步为公司带来 1.16GW 新增装机。2022 年 1-2 月我国核电发电量增幅明显，据能源局发布的数据，2022 年 1-2 月全国核电发电量增速达到 9.6%，发电量的提升为公司业绩增长的核心驱动力。新能源方面，截至 2021 年底公司在运装机 8.87GW（全年新增 3.62GW），其中风电 2.63GW，光伏 6.24GW。预计 2022 年公司新能源仍有望保持高速投产，截至 2021 年底公司在建新能源装机 1.9GW，其中风电 0.27GW、光伏 1.65GW。从长期看，公司规划到 2025 年末新能源装机规模达到 30GW。

2) 核电市场化电价上浮：根据 2022 年各省电力年度交易结果，江苏要求核电全年市场化交易电量不低于 200 亿度，其中年度交易电量不低于 160 亿度，该部分已随煤电电价上浮近 20%；浙江要求中核秦山一期市场化交易电量占比 50%，三门核电市场化交易电量占比 10%；该部分电量同样上浮。

■强者恒强，业绩高增有望实现正反馈：公司 2022 年业绩高增来自于电量和电价双提升，现金流较往年更加充沛，有望形成“正反馈”效应。无论是风光项目的投资进度、财务费用的下降、分红率的提升都

公司快报

证券研究报告

其他发电

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价：10.00 元
 股价（2022-03-28）7.63 元

交易数据

总市值（百万元）	143,809.44
流通市值（百万元）	140,393.03
总股本（百万股）	18,847.90
流通股本（百万股）	18,400.13
12 个月价格区间	4.64/8.45 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.25	2.39	48.98
绝对收益	5.39	-9.06	43.02

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
 shaoli@essence.com.cn
 021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003
 zhouzhe@essence.com.cn
 021-35082029

朱心怡

报告联系人

zhuxy@essence.com.cn

相关报告

中国核电：1-2 月业绩亮眼，确定性成长凸显稀缺性/邵琳琳	2022-03-16
中国核电：核电利好政策频出，转债转股接近尾声/邵琳琳	2022-02-27
中国核电：核电+风光“双核”模式，兼具低估值高成长/邵琳琳	2021-11-07
中国核电：核电+风光双轮驱动，双碳背景下高成长可期/邵琳琳	2021-10-29

值得期待。特别是风光项目为重资产投资项目，资金需求高，更充沛的现金流不排除对公司在风光领域的拓展进度起到加速作用。

■**俄乌局势不明、疫情加剧背景下，确定性成长凸显稀缺性：**公司业绩兼具成长性及确定性，1) 核电具有优先调度权，利用小时基本固定，除设备检修外，基本可以满足，利用小时可高达 7800-8000 小时；2) 成本基本固定，燃料成本占比低，成本构成以折旧为主；3) 电价不带补贴，下行风险小，现金流优异；4) 折旧年限低于实际使用寿命。作为稳定的清洁电力运营企业，公司业绩随着核电、风电、光伏装机投产稳步增长，在国内外局势不明的背景之下体现出稀缺性。

■**投资建议：**我们预计公司 2022 年-2023 年的公司营业收入分别为 743.52 亿元、783.53 亿元，增速分别为 19.0%、5.4%，归母净利润分别为 114.71 亿元、126.08 亿元，增速分别为 43.0%、9.9%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 10.0 元。

■**风险提示：**政策推动不及预期，项目投产进度不及预期，项目审批进度不及预期。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	46,067.2	52,276.5	62,475.0	74,352.4	78,353.1
净利润	4,612.6	5,995.5	8,022.5	11,471.4	12,607.5
每股收益(元)	0.24	0.32	0.46	0.61	0.67
每股净资产(元)	2.66	3.74	3.72	3.89	4.30

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	32.5	25.0	17.4	13.1	11.9
市净率(倍)	3.0	2.1	2.1	2.0	1.9
净利率	10.0%	11.5%	12.8%	15.4%	16.1%
净资产收益率	9.2%	8.5%	12.3%	15.6%	15.6%
股息收益率	1.3%	1.5%	2.3%	3.0%	3.3%
ROIC	5.2%	5.8%	6.6%	7.6%	7.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	46,067.2	52,276.5	62,475.0	74,352.4	78,353.1	成长性					
减:营业成本	26,789.4	28,862.0	34,499.8	37,208.9	39,413.1	营业收入增长率	17.2%	13.5%	19.5%	19.0%	5.4%
营业税费	551.6	604.5	687.2	817.9	861.9	营业利润增长率	0.6%	29.0%	27.1%	40.9%	7.1%
销售费用	55.6	63.4	74.7	89.6	94.4	净利润增长率	-2.6%	30.0%	33.8%	43.0%	9.9%
管理费用	2,025.5	2,346.4	2,686.4	3,122.8	3,486.7	EBITDA 增长率	16.5%	14.4%	20.7%	23.3%	5.3%
研发费用	569.7	1,026.1	1,224.5	1,457.3	1,536.5	EBIT 增长率	17.3%	20.1%	23.5%	31.2%	4.0%
财务费用	7,129.7	6,960.4	7,571.3	8,294.9	7,896.8	NOPLAT 增长率	7.2%	18.7%	22.1%	31.2%	4.0%
资产减值损失	-181.6	-225.6	-97.6	-168.3	-163.8	投资资本增长率	6.4%	8.5%	12.6%	5.6%	-1.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	8.0%	29.0%	0.7%	14.2%	12.3%
投资和汇兑收益	173.6	141.5	978.4	153.8	147.2						
营业利润	10,254.9	13,225.8	16,806.9	23,683.1	25,374.7	利润率					
加:营业外净收支	94.6	-46.4	116.7	54.9	41.7	毛利率	41.8%	44.8%	44.8%	50.0%	49.7%
利润总额	10,349.4	13,179.4	16,923.6	23,738.0	25,416.5	营业利润率	22.3%	25.3%	26.9%	31.9%	32.4%
减:所得税	1,942.1	2,232.2	2,707.8	3,798.1	4,066.6	净利润率	10.0%	11.5%	12.8%	15.4%	16.1%
净利润	4,612.6	5,995.5	8,022.5	11,471.4	12,607.5	EBITDA/营业收入	59.8%	60.3%	60.9%	63.1%	63.0%
						EBIT/营业收入	35.7%	37.8%	39.0%	43.0%	42.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	1,626	1,474	1,417	1,342	1,343
						流动资产周转天数	96	123	103	104	109
						流动资产周转天数	298	324	285	235	240
						应收账款周转天数	49	61	52	54	56
						存货周转天数	142	135	137	123	124
						总资产周转天数	2,622	2,511	2,319	2,096	2,074
						投资资本周转天数	2,182	2,067	1,913	1,750	1,695
						投资回报率					
						ROE	9.2%	8.5%	12.3%	15.6%	15.6%
						ROA	2.4%	2.9%	3.4%	4.5%	4.6%
						ROIC	5.2%	5.8%	6.6%	7.6%	7.5%
						费用率					
						销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
						管理费用率	4.4%	4.5%	4.3%	4.2%	4.5%
						研发费用率	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
						财务费用率	15.5%	13.3%	12.1%	11.2%	10.1%
						四费/营业收入	21.2%	19.9%	18.5%	17.4%	16.6%
						偿债能力					
						资产负债率	74.0%	69.5%	71.9%	68.7%	65.5%
						负债权益比	285.1%	227.7%	255.3%	219.4%	190.1%
						流动比率	0.86	0.95	0.50	0.54	0.46
						速动比率	0.48	0.58	0.21	0.29	0.20
						利息保障倍数	2.30	2.84	3.22	3.86	4.21
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.12	0.18	0.24	0.26
						分红比率	41.2%	37.9%	39.5%	39.5%	38.9%
						股息收益率	1.3%	1.5%	2.3%	3.0%	3.3%
资产负债表											
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
货币资金	10,886.8	15,401.8	4,998.0	5,948.2	6,268.3						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收账款	7,039.7	10,581.1	7,450.4	14,820.4	9,344.2						
应收票据	42.0	7.2	93.6	25.9	82.7						
预付账款	4,160.5	4,355.8	5,987.2	4,822.0	6,809.7						
存货	18,967.9	20,172.6	27,391.9	23,386.1	30,471.8						
其他流动资产	1,144.5	1,431.8	1,077.1	1,217.8	1,242.2						
可供出售金融资产	-	-	35.3	11.8	15.7						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	3,412.9	3,812.2	3,812.2	3,812.2	3,812.2						
投资性房地产	94.0	97.2	97.2	97.2	97.2						
固定资产	204,991.3	223,123.2	268,839.4	285,383.0	299,217.4						
在建工程	82,889.4	88,812.0	88,812.0	88,812.0	88,812.0						
无形资产	1,426.3	1,783.2	1,654.9	1,526.6	1,398.3						
其他非流动资产	12,583.6	12,167.9	12,881.1	12,890.8	12,407.5						
资产总额	347,638.9	381,746.0	423,130.4	442,754.0	459,979.2						
短期债务	8,411.7	12,756.6	44,047.4	52,091.8	65,105.8						
应付账款	13,651.4	11,332.9	23,568.0	12,587.9	24,841.0						
应付票据	200.0	227.8	28.5	340.1	82.4						
其他流动负债	26,628.5	30,310.9	25,425.1	27,421.5	27,776.6						
长期借款	181,027.1	175,757.3	179,777.4	171,918.9	137,843.2						
其他非流动负债	27,437.4	34,870.8	26,757.4	29,688.5	30,438.9						
负债总额	257,356.1	265,256.3	299,603.8	294,048.8	286,087.9						
少数股东权益	40,229.1	46,027.5	52,220.8	60,689.3	69,431.6						
股本	15,565.4	17,456.0	17,522.7	18,847.8	18,847.8						
留存收益	33,215.3	42,699.6	47,589.8	54,506.4	62,207.8						
股东权益	90,282.8	116,489.7	117,333.3	134,043.4	150,487.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	8,407.4	10,947.1	14,215.8	19,939.9	21,349.8	EPS(元)	0.24	0.32	0.46	0.61	0.67
加:折旧和摊销	11,138.0	11,843.9	13,667.7	14,921.1	16,113.9	BVPS(元)	2.66	3.74	3.72	3.89	4.30
资产减值准备	181.6	223.7	-	-	-	PE(X)	32.5	25.0	17.4	13.1	11.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.1	2.1	2.0	1.9
财务费用	7,330.1	7,093.2	7,571.3	8,294.9	7,896.8	P/FCF	45.4	-8.6	-16.2	-11.8	-11.7
投资损失	-173.6	-141.5	-146.4	-153.8	-147.2	P/S	3.3	2.9	2.2	2.0	1.9
少数股东损益	3,794.8	4,951.7	6,193.3	8,468.5	8,742.3	EV/EBITDA	11.5	10.4	11.2	9.6	8.8
营运资金的变动	-292.8	11,375.2	-740.4	-11,482.6	10,083.1	CAGR(%)	33.4%	24.9%	18.5%	33.4%	24.9%
经营活动产生现金流量	26,069.2	31,127.8	40,761.4	39,987.9	64,038.8	PEG	1.0	1.0	0.9	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-26,301.8	-27,567.4	-59,205.4	-31,179.3	-29,642.9	ROIC/WACC	0.9	1.0	1.1	1.3	1.3
融资活动产生现金流量	3,320.0	308.0	8,040.2	-7,858.4	-34,075.8	REP	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034