

中国核电（601985）

项目核准提速，产业链有望迎来价值重估

事件：

2022 年 9 月 13 日，经国务院常务会议审议，决定对已经全面安全评估审查且纳入国家规划的福建漳州核电机组 3、4 号机组予以核准，公司控股的中核国电漳州能源有限公司为核准项目的业主单位，负责项目投资、建设及运营管理。

点评

2022 年我国核电机组核准数量已达 10 台，项目核准速度明显加快

2022 年 9 月 13 日，国务院常务会议决议新核准福建漳州二期、广东廉江一期两大核电项目，共计 4 台核电机组，加上已于 2022 年 4 月 20 日核准的 6 台核电机组，2022 年我国核电机组核准数量已达 10 台，2018-2022 年核电机组核准数量分别达到 0、4、4、5、10 台，项目核准速度明显加快。

核电是国家实现能源保供的支柱性电源之一，当前核准节奏将有望延续

核能发电受外界环境的影响较小、供电稳定性较高，且发电过程产生的碳排放量极少，是国家提升能源保障能力、促进绿色发展的支柱性电源之一。当前我国核电渗透率仅为 5.1%，仅与世界平均水平的 10.4% 相比都存在较大提升空间，当前核准节奏将有望延续。

我国核电普及进入加速期，核电产业链有望迎来价值重估

从发展历史看，我国核电业由于起步较晚，因此基本错过了 20 世纪 70 至 80 年代的全球第一轮核电普及浪潮，在核电渗透率上远落后于发达国家，后续又在核安全问题的困扰下长期维持着谨慎发展核电的政策态度。

但是，随着近年来随着国产第三代核电技术的走向成熟，过往制约行业发展的核安全掣肘已得到有效消除，而在全球能源危机愈演愈烈的时代背景下，国家“积极安全有序发展核电”的政策号召下，我国核能发电将有望进入加速普及的新时代，核电产业链也有望迎来价值重估；其中，中国核电作为我国领先的核电运营商之一，有望充分享受由核电普及加速带来的时代发展机遇，从而进一步打开公司核电业务的成长空间。

盈利预测与投资建议

预计中国核电 2022-2024 年的营业收入分别为 724.02 亿元、757.92 亿元与 791.84 亿元，归母净利润分别为 110.47 亿元、118.36 亿元与 127.36 亿元，对应 PE 分别为 10.99、10.26 与 9.53，重申“买入”评级，目标价 9.34 元。

风险提示：核安全事故风险；在建核电机组进度不及预期风险；新能源业务发展不及预期风险；社会用电需求疲软风险。

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.48 元
目标价格	9.34 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	18,850.40
流通 A 股股本(百万股)	18,850.40
A 股总市值(百万元)	122,150.60
流通 A 股市值(百万元)	122,150.60
每股净资产(元)	4.21
资产负债率(%)	67.03
一年内最高/最低(元)	8.92/5.78

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中国核电-半年报点评:Q2 利润短期承压，全年业绩仍可期待》 2022-08-26
- 2 《中国核电-年报点评报告:业绩表现亮眼，全年高增长可期》 2022-05-05
- 3 《中国核电-公司点评:量价齐升助推盈利增长，公司业绩超预期》 2022-03-30

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,276.45	62,367.22	72,401.60	75,791.76	79,184.32
增长率(%)	13.48	19.30	16.09	4.68	4.48
EBITDA(百万元)	32,545.70	38,197.90	44,628.77	47,100.84	49,780.02
归属母公司净利润(百万元)	5,995.45	8,038.08	11,046.73	11,836.25	12,735.51
增长率(%)	29.98	34.07	37.43	7.15	7.60
EPS(元/股)	0.32	0.43	0.59	0.63	0.68
市盈率(P/E)	20.25	15.10	10.99	10.26	9.53
市净率(P/B)	1.72	1.59	1.50	1.35	1.25
市销率(P/S)	2.32	1.95	1.68	1.60	1.53
EV/EBITDA	10.07	10.44	8.43	8.00	7.44

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	15,401.81	13,064.06	25,709.56	43,841.56	71,958.88
应收票据及应收账款	10,080.06	15,432.31	7,333.34	18,660.66	9,488.54
预付账款	4,355.75	3,930.49	6,237.98	4,295.35	6,248.61
存货	20,172.63	22,755.08	26,829.11	24,399.85	27,953.74
其他	1,870.46	2,480.11	3,311.26	1,983.42	3,475.72
流动资产合计	51,880.71	57,662.05	69,421.26	93,180.84	119,125.48
长期股权投资	3,812.22	4,843.52	4,843.52	4,843.52	4,843.52
固定资产	223,123.19	251,090.74	254,622.63	258,011.30	260,872.88
在建工程	89,018.41	78,821.72	76,605.86	80,034.69	82,027.75
无形资产	1,783.24	2,277.96	2,035.55	1,793.14	1,550.73
其他	12,058.69	14,781.79	14,087.00	13,419.34	13,444.63
非流动资产合计	329,795.75	351,815.72	352,194.55	358,101.98	362,739.51
资产总计	381,745.97	409,621.39	421,615.81	451,282.82	481,864.99
短期借款	12,756.61	7,530.70	9,980.70	4,911.83	1,532.58
应付票据及应付账款	9,753.99	16,389.80	14,419.04	16,066.47	15,791.75
其他	32,058.70	41,587.05	35,524.08	35,780.78	38,697.72
流动负债合计	54,569.30	65,507.55	59,923.82	56,759.08	56,022.05
长期借款	175,757.27	176,610.97	193,329.72	209,579.72	227,517.22
应付债券	7,131.24	13,781.27	7,131.24	7,131.24	7,131.24
其他	27,739.58	28,378.26	25,559.47	27,225.77	27,054.50
非流动负债合计	210,628.09	218,770.51	226,020.43	243,936.73	261,702.96
负债合计	265,256.30	284,343.08	285,944.25	300,695.81	317,725.01
少数股东权益	46,027.46	49,155.09	54,578.03	60,388.56	66,640.53
股本	17,456.02	17,522.71	18,850.40	18,850.40	18,850.40
资本公积	17,952.63	18,106.03	18,106.03	18,106.03	18,106.03
留存收益	24,747.02	30,226.60	36,854.64	43,956.40	51,597.70
其他	10,306.55	10,267.87	7,282.46	9,285.62	8,945.32
股东权益合计	116,489.68	125,278.31	135,671.56	150,587.01	164,139.98
负债和股东权益总计	381,745.97	409,621.39	421,615.81	451,282.82	481,864.99

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	10,947.14	14,054.79	11,046.73	11,836.25	12,735.51
折旧摊销	11,843.93	14,365.12	15,861.98	16,862.41	17,887.76
财务费用	7,093.22	7,090.58	6,180.96	6,439.12	6,478.93
投资损失	(141.49)	(194.73)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	11,375.04	2,655.07	(4,511.19)	(2,506.83)	3,802.68
其它	(9,990.07)	(2,362.81)	9,038.23	9,684.21	10,419.96
经营活动现金流	31,127.77	35,608.02	37,616.71	42,315.16	51,324.83
资本支出	30,482.70	33,208.70	19,754.39	21,771.20	22,671.27
长期投资	399.32	1,031.30	0.00	0.00	0.00
其他	(58,449.40)	(60,278.61)	(36,718.09)	(45,173.60)	(45,185.30)
投资活动现金流	(27,567.38)	(26,038.60)	(16,963.71)	(23,402.40)	(22,514.03)
债权融资	(5,790.96)	1,467.34	1,684.21	5,824.25	8,909.02
股权融资	13,888.31	(2,646.14)	(9,691.71)	(6,605.02)	(9,602.49)
其他	(7,789.31)	(10,568.39)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	308.03	(11,747.18)	(8,007.50)	(780.77)	(693.48)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,868.42	(2,177.77)	12,645.50	18,131.99	28,117.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52,276.45	62,367.22	72,401.60	75,791.76	79,184.32
营业成本	28,862.04	34,805.99	37,671.51	39,349.47	40,779.48
营业税金及附加	604.53	660.38	806.14	835.53	870.09
销售费用	63.44	78.50	89.05	93.74	98.04
管理费用	2,346.41	3,201.77	3,620.08	3,758.76	3,960.76
研发费用	1,026.12	1,337.04	1,448.03	1,515.84	1,583.69
财务费用	6,960.36	6,870.86	6,180.96	6,439.12	6,478.93
资产/信用减值损失	(289.46)	(275.85)	0.00	0.00	0.00
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	0.00	0.00	0.00
其他	(664.29)	(981.70)	(1,408.87)	(1,823.89)	(2,139.00)
营业利润	13,225.80	16,475.50	23,994.70	25,623.20	27,552.32
营业外收入	258.24	226.44	0.00	0.00	0.00
营业外支出	304.67	142.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	13,179.37	16,559.50	23,994.70	25,623.20	27,552.32
所得税	2,232.23	2,504.71	3,909.74	4,102.74	4,396.86
净利润	10,947.14	14,054.79	20,084.96	21,520.46	23,155.46
少数股东损益	4,951.69	6,016.70	9,038.23	9,684.21	10,419.96
归属于母公司净利润	5,995.45	8,038.08	11,046.73	11,836.25	12,735.51
每股收益（元）	0.32	0.43	0.59	0.63	0.68

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	13.48%	19.30%	16.09%	4.68%	4.48%
营业利润	28.97%	24.57%	45.64%	6.79%	7.53%
归属于母公司净利润	29.98%	34.07%	37.43%	7.15%	7.60%
获利能力					
毛利率	44.79%	44.19%	47.97%	48.08%	48.50%
净利率	11.47%	12.89%	15.26%	15.62%	16.08%
ROE	8.51%	10.56%	13.62%	13.12%	13.06%
ROIC	5.83%	6.34%	7.66%	8.02%	8.28%
偿债能力					
资产负债率	69.49%	69.42%	67.82%	66.63%	65.94%
净负债率	177.12%	173.21%	156.42%	137.03%	117.96%
流动比率	0.95	0.88	1.16	1.64	2.13
速动比率	0.58	0.53	0.71	1.21	1.63
营运能力					
应收账款周转率	6.55	4.89	6.36	5.83	5.63
存货周转率	2.67	2.91	2.92	2.96	3.02
总资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.17	0.17
每股指标（元）					
每股收益	0.32	0.43	0.59	0.63	0.68
每股经营现金流	1.65	1.89	2.00	2.24	2.72
每股净资产	3.74	4.04	4.30	4.78	5.17
估值比率					
市盈率	20.25	15.10	10.99	10.26	9.53
市净率	1.72	1.59	1.50	1.35	1.25
EV/EBITDA	10.07	10.44	8.43	8.00	7.44
EV/EBIT	15.78	16.53	13.08	12.46	11.61

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com