

# 【广发海外】中广核电力 (1816.HK)

## 发电量稳健增长，市场交易占比上升

### 核心观点:

- 扣除宁德核电股权重估收益，一季度净利润稳步提升

按照中国企业会计准则，公司 2018 年一季度共实现归母净利润 24.85 亿元。福建宁德核电有限公司从 2017 年 1 月 1 日开始纳入该集团的合并财务报表，扣除该影响后，按照中国企业会计准则，公司 2018 年一季度净利润同比增长 27.2%。

- 一季度发电量稳健增长，新机组投产释放增长动力

2018 年一季度公司运营管理的核电机组总上网电量约为 33992.29GWh，同比增长 15.51%，发电量提升主要原因为等效的装机容量增加，一季度大修天数同比减少 9 天，减载情况同比减少，以及公司核电机组利用率提升。

- 市场化电力交易占比扩大

一季度公司核电机组总上网电量较去年同期增长 15.51%，而公司主营业务收入同比提升 9.3%，低于上网电量同比增速 6.2 个百分点。剔除管理层所提到的由于配对因素、季节性因素等产生的数据不匹配原因，我们认为原因还包括 2018 年一季度公司核电机组参与市场交易的电量同比增加。随着公司市场化电力交易的占比持续提升，我们预计公司电量增速大于售电收入增速的趋势将在 2018 年持续。

- 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018 年的净利润为 85.07 亿元，同比下降约 10%。主要是因为 2017 年公司利润大幅上涨是由宁德机组并表带来的一次性重估收益所致，2018 年该影响消除以后公司的利润将有所下降。根据以上假设：我们预计公司 18、19 年 EPS 为人民币 0.187 元、0.211 元，对应 18、19 年市盈率为 11.3X、10.0X，维持“持有”评级。

- 风险提示

电力供需景气度下降；在建机组投产晚于预期；电力市场化所带来的价格回调风险；人民币与港元之间汇率风险。

### 盈利预测:

	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入(人民币百万元)	22877	32476	45038	50783	55918
增长率(%)	11.6	42.0	38.7	12.8	10.1
净利润(人民币百万元)	6594	7287	9500	8507	9608
增长率(%)	15.4	10.5	30.4	-10.5	12.9
EPS(人民币元/股)	0.145	0.160	0.209	0.187	0.211
市盈率(P/E)	14.5	13.2	10.1	11.3	10.0
市净率(P/B)	1.6	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.7	18.1	18.3	14.5	13.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	2.08 港元
前次评级	持有
报告日期	2018-04-24

### 基本数据

总股本/流通股本(百万 HKD)	45,449/11,164
流通港股市值(百万 HKD)	23,555
每股净资产(港元)	1.45
资产负债率(%)	71.48
一年内最高/最低(港元)	2.38/2.00

### 相对市场表现



分析师：韩玲，S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

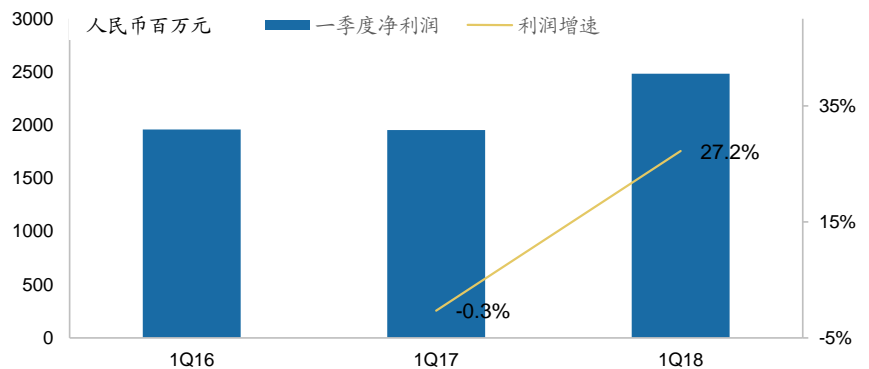
### 相关研究:

- 【广发海外】中广核电力 (1816.HK)：电量稳步增长 2018-03-11
- 【广发海外】中广核电力 (1816.HK)：发电量增长，中期业绩增幅较大 2017-09-13

## 扣除宁德核电股权重估收益，一季度净利润稳步提升

按照中国企业会计准则，公司2018年一季度共实现归母净利润24.85亿元。福建宁德核电有限公司从2017年1月1日开始纳入该集团的合并财务报表，上年同期公司拥有人应占期间利润包括宁德核电股权产生重估收益14.34亿元人民币。扣除宁德核电站并表影响后，按照中国会计准则，公司2018年一季度净利润同比增长27.2%；按照国际财务报告准则，公司一季度利润同比增长30.9%。主要原因在于一季度核电机组总上网电量较去年同期增长15.51%，使得公司一季度主营业务收入同比提升9.3%。此外，公司一季度财务费用同比下降11.5%。原因在于2018年一季度融资成本稳定；一季度银行贷款的回款减少部分利息支出；以及一季度人民币升值产生的兑汇收益。

图1：公司2018年一季度扣除宁德核电股权重估收益后净利润情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 一季度发电量稳健增长，新机组投运释放增长动力

2018年一季度公司运营管理的核电机组总上网电量约为33992.29GWh，同比增长15.51%，比去年一季度的同比9.15%的增长进一步提升。其中，上网电量同比增长最快的为防城港电站、红沿河电站。公司管理层预计防城港今年的发电量基本上可以保持一季度的态势，并继续努力提升红沿河电站的利用小时数。发电量的提升主要原因为等效的装机容量增加，一季度大修天数同比减少9天，减载情况同比减少。此外，公司旗下的核电机组利用率直线提升。按照同口径的装机容量，公司一季度装机容量比去年统计增长约5.5%，而发电量同比增长15.51%，有10%的差距，表明公司机组利用率取得提升。

表 1: 公司各电站 2018 年一季度上网电量情况

电站名称	2017Q1 (GWh)	2017Q1 (GWh)	同比
<b>附属公司</b>	<b>28758.3</b>	<b>25723.8</b>	<b>11.80%</b>
大亚湾	4093.1	4119.9	-0.65%
岭澳	3396.4	3030.0	12.09%
岭东	3978.2	3969.6	0.22%
宁德	6640.1	6907.4	-3.87%
阳江	6620.2	5494.2	20.49%
防城港	4030.4	2202.8	82.97%
<b>联营公司</b>			
红沿河	5234.0	3704.0	41.31%
<b>合计</b>	<b>33992.3</b>	<b>29427.8</b>	<b>15.51%</b>

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

我们认为公司2018年整年发电量能保持稳健增长。首先,从大修次数的角度来说,公司2018年计划13次大修,目前已经完成5次换料大修,分别为岭澳2号机组、阳江1号机组、宁德2号及3号机组、红沿河2号机组,为核电机组下一个周期的运行奠定了良好基础。一季度大修次数占全年总大修次数比例较高,二季度到四季度平均每季大修次数将相对减少。其次,公司计划在2018年投产两个项目,分别为台山1号机组和阳江5号机组,在运机组保持稳定发展。2018年4月10日,公司发布消息称,台山核电1号机组首次装料获批,成为中国首台装料的三代核电项目,第一组燃料组件装载操作于当日进行。这标志着台山核电1号机组将进入带核调试阶段。此外,根据国家核安全局,阳江核电厂5号机组完成首次装料前核事故应急监督评估,项目进度稳步前进。台山1号机组和阳江5号机组的投运将为公司发电提供增长动力。从总体在建机组角度来说,截至2018年3月31日,公司共建设8台核电机组,其中2台处于调试阶段,4台处于设备安装阶段,2台处于土建施工阶段。丰富的项目储备将为未来发电量保持稳定增长提供较好的动力。

表2: 公司在建机组情况

核电机组	土建阶段	安装阶段	调试阶段	并网阶段	预计投运时间	装机量 (MW)
<b>来自附属公司</b>						
阳江5号			√		2018年下半年	1086
阳江6号		√			2019年下半年	1086
台山1号			√		2018年	1750
台山2号		√			2019年	1750
防城港3号	√				2022年	1080
防城港5号	√				2022年	1080
<b>来自联营公司</b>						
红沿河5号		√			2020年下半年	1119
红沿河6号		√			2021年	1119

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 市场化电力交易占比扩大

一季度公司核电机组总上网电量较去年同期增长15.51%，而公司主营业务收入同比提升9.3%，低于上网电量同比增速6.2个百分点。剔除管理层所提到的由于配对因素、季节性因素等产生的数据不匹配原因，我们认为原因还包括2018年一季度公司核电机组参与市场交易的电量同比增加。

在电改深入推进的背景下，公司积极参与电力市场，2017年公司在全国市场交易电占比为14.4%，较2016年有一定扩大。我们预计2018年公司市场化电力交易的电量占比将比2017年进一步扩大，原因在于：1）2017年，公司在广东省的核电机组没有参与当地电力市场交易。管理层预计今年广东核电上网部分有20%将以达到市场化效果、折价方式上网，以计划调度方式展开。这将进一步扩大公司参与电力市场交易的省份覆盖。2）2018年一季度，防城港机组一季度全部实现市场电。我们预计防城港机组2018年市场化电量占比2017年进一步提升。3）扩大市场电量符合公司的电力销售策略，即抓住“计划”和“市场”两个市场的机遇。综上，随着公司市场化电力交易的占比持续提升，我们预计公司电量增速大于售电收入增速的趋势将在2018年持续。

## 盈利预测与投资评级

2018年4月23日中广核电力（1816.hk）收盘价为2.08港元。

我们预计公司18、19年新增装机容量均为2836MW，预计18、19年平均利用小时数为7165小时、6961小时，预计18、19年公司总发电量为156,312GWh和168,235GWh。我们预计公司2018年的净利润为85.07亿元，同比下降10%左右。主要是因为2017年公司利润大幅上涨是由宁德机组并表带来的一次性重估收益所致，2018年该影响消除以后公司的利润将有所下降。根据以上假设：我们预计公司18、19年EPS为人民币0.187元、0.211元，对应18、19年市盈率为11.3X、10.0X，维持“持有”评级。

## 风险提示

电力供需景气度下降；在建机组投产晚于预期；电力市场化所带来的价格回调风险；人民币与港元之间汇率风险。

**资产负债表**

单位: 人民币百万元

至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>26852</b>	<b>43825</b>	<b>56369</b>	<b>65453</b>	<b>60664</b>
现金及现金等价物	7179	8457	10316	23590	16775
应收账款	6713	20108	24279	15474	17055
存货	10790	13138	19739	24353	24604
其他流动资产	2170	2122	2035	2036	2230
<b>非流动资产</b>	<b>190950</b>	<b>243809</b>	<b>303158</b>	<b>306180</b>	<b>321837</b>
固定资产	168647	216509	277284	283284	298044
无形资产	1254	3066	4114	3000	1100
其他长期资产	21049	24234	21759	19896	22693
<b>资产总计</b>	<b>217801</b>	<b>287634</b>	<b>359527</b>	<b>371633</b>	<b>382500</b>
<b>流动负债</b>	<b>25291</b>	<b>65168</b>	<b>60654</b>	<b>62222</b>	<b>66536</b>
短期借款	12119	35029	31057	31057	32748
应付账款	4104	6200	8175	8672	9496
其他流动负债	9068	23939	21422	22493	24292
<b>非流动负债</b>	<b>113801</b>	<b>140567</b>	<b>196339</b>	<b>202476</b>	<b>205423</b>
长期借款	109156	135466	190508	192508	194508
其他非流动负债	4644	5102	5831	9967	10914
<b>负债合计</b>	<b>139092</b>	<b>205735</b>	<b>256994</b>	<b>264698</b>	<b>271958</b>
股本	45449	45449	45449	45449	45449
留存收益	11188	11086	20389	24289	27394
归属母公司股东权益	56637	56535	65838	69738	72843
少数股东权益	22073	25364	36695	37197	37699
<b>负债和股东权益</b>	<b>217801</b>	<b>287634</b>	<b>359527</b>	<b>371633</b>	<b>382500</b>

**利润表**

单位: 人民币百万元

至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>22877</b>	<b>32476</b>	<b>45038</b>	<b>50784</b>	<b>55918</b>
营业成本	-11742	-18096	-25406	28146	30790
经营开支	-1887	-3114	-3197	-5078	-5592
<b>营业利润</b>	<b>9247</b>	<b>11265</b>	<b>16434</b>	<b>17559</b>	<b>19536</b>
财务费用	-2732	-4187	-6080	6,564	6,859
联营公司损益	773	1291	603	643	590
非经常项目损益	1252	1393	3320	1393	1393
<b>利润总额</b>	<b>9189</b>	<b>9577</b>	<b>13841</b>	<b>12604</b>	<b>14233</b>
所得税	-1116	-653	-1327	-1260	-1423
少数股东损益	-1479	-1638	-3014	-2836	-3203
<b>净利润</b>	<b>6594</b>	<b>7287</b>	<b>9500</b>	<b>8507</b>	<b>9608</b>
归属母公司净利润	6594	7287	9500	8507	9608
<b>EBITDA</b>	<b>12619</b>	<b>15992</b>	<b>23560</b>	<b>25169</b>	<b>27617</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.145</b>	<b>0.160</b>	<b>0.209</b>	<b>0.187</b>	<b>0.211</b>

**现金流量表**

单位: 人民币百万元

至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,786</b>	<b>14,334</b>	<b>20,947</b>	<b>22,438</b>	<b>25,509</b>
税前利润	9,189	9,577	13,841	12,604	14,233
折旧摊销	3,372	4,727	7,126	7,610	8,081
营运资金变动	-2,962	-3,462	-3,462	-3,462	-2,962
税金	-1,116	-653	-1,327	-1,260	-1,423
其它	-313	287	-1,312	386	725
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20,454</b>	<b>-34,297</b>	<b>-62,196</b>	<b>-62,141</b>	<b>-72,731</b>
购买固定资产净值	-11,830	-9,829	-8,829	-7,828	-7,828
投资减少/增加	-55	-145	-235	-325	-325
其他投资现金流	-8,570	-24,323	-53,133	-53,988	-64,578
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,736</b>	<b>21,085</b>	<b>42,953</b>	<b>52,823</b>	<b>40,251</b>
净增权益	19,293	3,189	20,634	4,402	3,607
净增债务	51,582	66,644	51,258	7,704	7,261
支付股息	-3,802	-2,186	-2,850	-2,552	-2,882
其他	-106,51	-46,561	-26,090	43,269	32,266
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,932</b>	<b>1,123</b>	<b>1,704</b>	<b>13,119</b>	<b>-6,970</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	11.6	42.0	38.7	12.8	10.1
营业利润增长	9.9	21.8	45.9	6.8	11.3
归属母公司净利润增长	15.4	10.5	30.4	-10.5	12.9
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	48.7	44.2	43.5	45.6	45.6
净利率	28.8	22.5	21.1	16.8	17.2
<b>ROE</b>	<b>11.6</b>	<b>12.9</b>	<b>14.4</b>	<b>12.2</b>	<b>13.2</b>
<b>偿债能力</b>					
净权益负债率(%)	156.5	227.1	226.9	208.0	212.4
利息覆盖率	3.5	2.9	2.7	2.7	2.8
流动比率	1.1	0.7	0.9	1.1	0.9
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.5
<b>营运能力</b>					
应付账款周转天数	490.8	397.0	548.1	427.5	425.7
应收账款周转率	84.1	148.8	177.6	141.0	104.8
存货周转率	1919.7	1383.0	1851.0	1562.8	1575.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.145	0.160	0.209	0.187	0.211
每股经营现金流	-0.04	0.02	0.04	0.29	-0.15
<b>估值比率</b>					
P/E	15.0	13.5	10.4	11.3	10.0
P/B	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.9	18.3	18.5	14.5	13.4



## 广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富海外研究（团队）第六名。
- 韩玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，12年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名，2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名，2015年新财富海外研究团队入围，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦：首席分析师，发展研究中心总经理助理，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，32年计算机、光电、集成电路工作和研究经历，13年证券研究所从业经历。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，南洋理工大学工程学学士。2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二名。2016及2017年新财富纺织服装行业最佳分析师入围。2016年进入广发证券发展研究中心。
- 刘峤：研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：研究助理，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。