

中广核电力 (1816.HK)

评级: 增持

当前价格 (港元): 2.07

2018.06.23

全球一流核电运营商, 回归 A 股在望

--中广核电力首次覆盖报告

周妍 (分析师) 伍永刚 (分析师)
 010-59312768 021-38676525
 zhouyan016534@gtjas.com wuyonggang@gtjas.com
 证书编号 S0880518020003 S0880511010004

交易数据

52 周内股价区间 (港元) 1.91-2.25
 当前股本 (百万股) 45449
 当前市值 (百万港元) 94079

本报告导读:

三代核电利好消息不断, 核电审批重启有望加速, 公司作为国内最大核电运营商有望显著受益, 同时公司回归 A 股可期, 资产价值有望重估。

摘要:

- **投资建议:** 公司为全国第一、世界第三大核电运营企业, 预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.20、0.24、0.25 元。综合 PE 估值与 DCF 估值结果, 给予目标价 3.14 港元, 首次覆盖给予增持评级。
- **三代核电利好消息不断, 核电审批重启有望加速。** 今年年初至今核电动态不断, 3 月 7 日国家能源局印发《2018 年能源工作指导意见》,《指导意见》中提出要积极推进具备条件项目的核准建设, 年内计划开工 6~8 台核电机组; 4 月 10 日 EPR 首堆台山一号装料; 4 月 25 日 AP1000 全球首堆三门一号正式装料, 并有望于 11 月正式商运; 6 月 8 日中俄签订逾 200 亿核能合作项目, 再次彰显了国家发展核电的决心和信心。随着三代核电技术捷报频传, 我们预期困扰我国核电项目审批的技术问题或将得到解决, 核电审批重启有望加速。
- **经营效率优异的全球第三大核电运营商, 储备项目丰富。** 公司是我国最大的核电运营商, 也是中广核集团核电运营业务唯一的上市平台。截至 2017 年底, 公司在运核电装机 20 台, 合计 2147 万千瓦, 在建装机 8 台, 合计 1027 万千瓦, 在运及在建装机规模全球第三大。与国际上一流的核电企业比较, 公司的 ROA、净利率等指标均处于领先水平。公司积极开展核电新厂址的选址工作, 拥有丰富的储备项目, 并且预计建设的堆型均为三代核电 (华龙一号、AP1000、EPR)。据统计, 储备项目装机接近当前体量的 90%。一旦核电审批重启, 公司丰富的储备项目有望较快开工, 助力公司规模再上新台阶。
- **回归 A 股可期, 资产价值有望重估。** 18 年 4 月 25 日, 公司股东大会通过了发行 A 股的决议, 公司拟发行不超过 50.5 亿股, 即不超过发行后总股份数的 10%。与同样从事核电运营的中国核电 (A 股) 相比, 公司规模略胜一筹, 估值水平却远低于中国核电。本次回归 A 股, 公司将成为首家“A+H”上市的核电公司, 资产价值有望重估。
- **核心风险:** 核电审批放开不达预期, 电力需求疲软

财务摘要 (百万人民币)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20,489.13	22,874.95	32,453.24	44,988.91	48,299.74	54,502.31	58,932.73
(+/-)%	19.75%	11.64%	41.87%	38.63%	7.36%	12.84%	8.13%
毛利润	10,089.83	11,132.56	14,357.03	19,582.64	21,673.36	24,613.81	26,714.14
净利润	5,712.57	6,593.65	7,286.93	9,500.32	9,138.87	10,680.78	11,549.97
(+/-)%	36.19%	15.42%	10.51%	30.37%	-3.80%	16.87%	8.14%
PE	10.11	12.28	10.74	8.19	8.55	7.31	6.76
PB	1.47	1.53	1.38	1.39	1.19	1.04	0.91

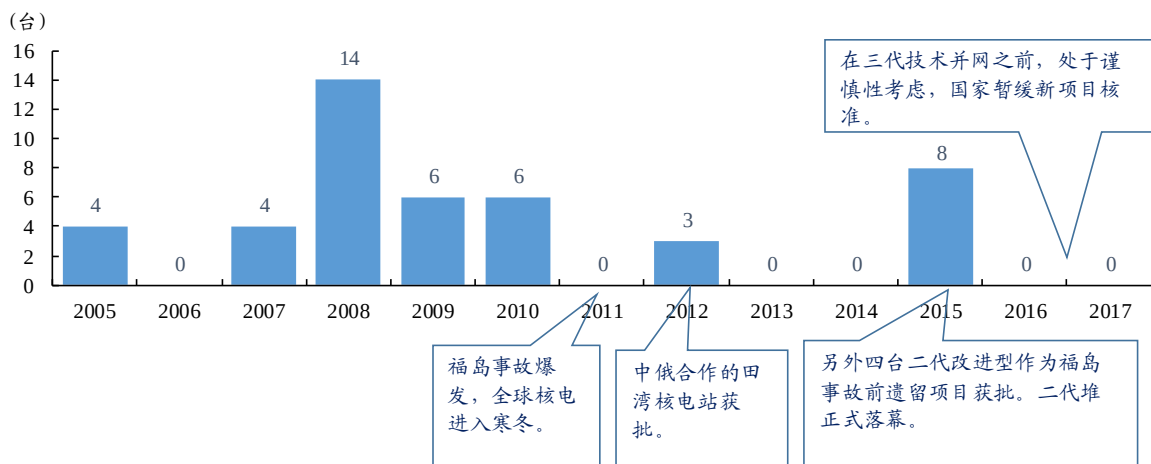
1. 核电审批重启可期

1.1. 过去：福岛核事故导致核电审批停滞两年

福岛核事故给我国乃至世界核电发展带来了负面影响。2011年，福岛核电站受到日本大地震和海啸的影响，发生了放射性物质泄漏事件。福岛核事故发生后，各国对核电站的建设变得更为谨慎。法国计划2025年将核电占总发电量的比例从75%降至50%；德国计划在2022年之前关闭所有核电站。我国政府也第一时间暂停了所有核电站项目的核准。2011-2014年，除田湾核电（中俄合作）核准外，未有其他项目被核准。

核电审批2015年重启后，2016年至今再次停滞。2015年8台机组获批，其中四台是三代机组“华龙一号”，另外四台二代改进型作为福岛事故前遗留项目获批。至此，二代堆正式谢幕，政府决定后续新建项目将全部采用安全性更高的三代核电技术。2016年至今再次停滞的主要原因是：三代核电可靠性、安全性仍待验证。目前我国主要三代堆型有五种类型：AP1000、华龙一号、CAP1400、法国EPR、俄罗斯VVER技术。除采用VVER的田湾三号机组于2018年2月投运外，其余三代核电均处于在建状态，未投入商运，缺少实际运行数据，出于谨慎性考虑，国家尚未核准新的核电项目。

图 1：2015 年后我国未核准新机组



数据来源：核安全局，国泰君安证券研究

1.2. 现状：三代技术不断成熟，核电审批重启可期

国家发展核电信心坚定，未来将向三代主力堆型集中。从能源行业上看，我国坚定不移调整能源结构，扩大非化石能源消费比例，我国核电尚处于发展初期，国家不断出台系列政策支持核电快速发展。同时，2017年1月发布的《能源发展“十三五”规划（2015-2020）》中提到，要在沿海地区开工建设一批先进三代压水堆核电项目，加快堆型整合步伐，稳妥解决堆型多、堆型杂的问题，逐步向自主三代主力堆型集中。

2018 年以来三代核电利好消息不断,展现三代技术的不断成熟以及国家对三代核电的信心。今年年初至今核电动态不断,3 月 7 日国家能源局印发《2018 年能源工作指导意见》,《指导意见》中提出要积极推进具备条件项目的核准建设,年内计划开工 6~8 台核电机组;4 月 10 日 EPR 首堆台山一号装料,预计 7 月实现并网;4 月 25 日 AP1000 全球首堆三门一号正式装料,并有望于 11 月正式商运;6 月 8 日中俄签订逾 200 亿核能合作项目,再次彰显了国家发展核电的决心和信心。

表 1: 2018 年以来核电动态不断

时间	事件/文件	内容
3 月 7 日	国家能源局印发《2018 年能源工作指导意见》	《指导意见》中核电政策的关键方针由 2016 年和 2017 年的“安全发展核电”调整为 2018 年的“稳妥推进核电发展”,同时《指导意见》中提出要积极推进具备条件项目的核准建设,年内计划开工 6~8 台核电机组。
4 月 10 日	台山核电 1 号获批装料	EPR 全球首堆
4 月 23 日	中国核能可持续发展论坛召开	国家能源局核电司司长曾亚川在论坛上表示,要科学合理制定面向 2035 年新一轮核电发展战略。中国核能行业协会专家委员会政策研究组组长表示,中国三代核电已具备批量建设条件。预计三代核电将在“十三五”后期进入批量化建设阶段,今后一个时期每年将开工 6 至 8 台三代核电机组建设。
4 月 25 日	三门 1 号获批装料	AP1000 全球首堆
6 月 8 日	中俄签订逾 200 亿核电大单	中国核电与俄罗斯核电建设出口公司签署了《田湾核电站 7、8 号机组框架合同》和《徐大堡核电站框架合同》,根据框架合同,双方将合作建设田湾 7、8 号机组及徐大堡 3、4 号机组,采用俄罗斯设计的 VVER-1200/V491 型反应堆装置。合同金额共 36.2 亿美元。

数据来源: 能源局、核安全局、国泰君安证券研究

表 2: 三代核电进展顺利

三代技术	AP1000	华龙一号	EPR	CAP1400	VVER
代表项目	三门 1 号	福清 5 号	台山 1 号	国核石岛湾示范电站	田湾 3 号
简介	我国从美国西屋公司引进的第三代核电技术	中核和中广核在原有技术基础上开发的具备自主知识产权的技术	法马通和西门子开发的三代核电项目,单堆功率大	国电投在吸收 AP1000 技术基础上开发的具备自主知识产权的技术	引进自俄罗斯的三代核电技术
进度	获准装料	已提前完成穹顶吊装	获批装料,预计 7 月并网	等待核准	已经商运

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

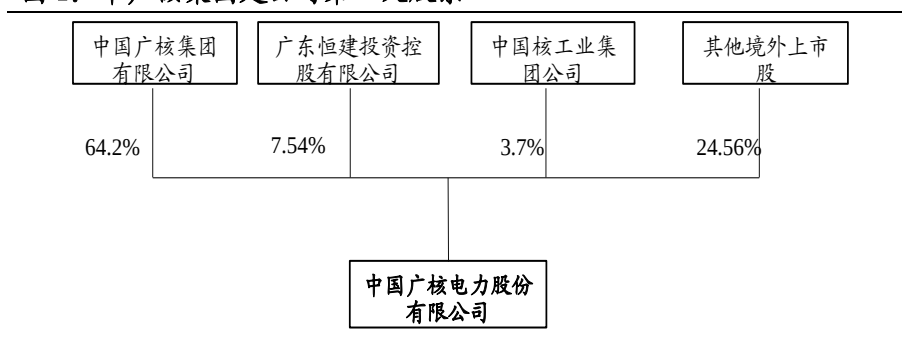
核电审批重启有望加速。随着三代核电技术捷报频传,我们预期困扰我国核电项目审批的技术问题或将得到解决,核电审批重启有望加速。

2. 中广核电力——当之无愧的核电运营龙头

2.1. 全国第一大核电运营企业

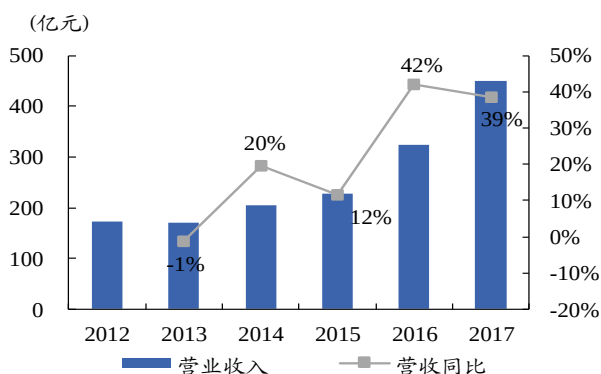
中广核集团核电运营业务唯一上市平台，2013-2017 年机组密集投产。中广核电力是中国最大的上市核电运营公司，也是中广核集团核电运营业务唯一的上市平台。2013 年以来，公司机组密集投产，2013-2017 年共有 14 台机组投入商运（投产装机规模 1534.8 万千瓦），年复合增速高达 28%，截至 2017 年 12 月 31 日，公司在运核电装机 20 台，装机总量 2147 万千瓦，装机规模位于全国首位。装机规模的扩大带动公司营收与归母净利快速增长，2017 年公司营业收入 450 亿元，较 2013 年增长 163.0%；归母净利 95 亿元，较 2013 年增长 126.5%。

图 2：中广核集团是公司第一大股东



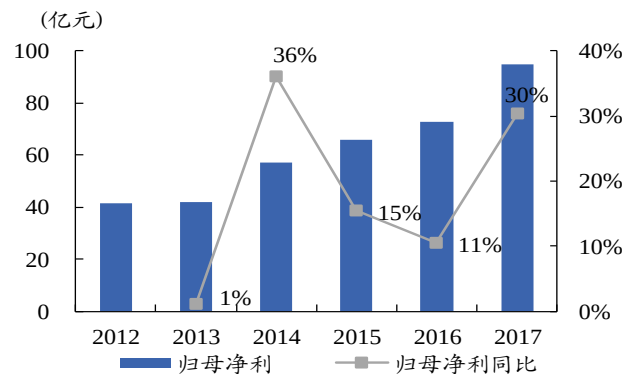
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 3：2013-2017 年营业收入年复合增速 27.3%



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 4：2013-2017 年归母净利年复合增速 22.7%



数据来源：wind，国泰君安证券研究

在建机组丰富，规模有望进一步扩大。公司在建机组数量和容量均为全国第一，当前在建装机 8 台，装机容量 1027 万千瓦，其中不乏 EPR 这种单堆功率较大的机组。根据公司规划，阳江 5 号和台山 1 号有望于 2018 年投产，其余在建机组也将于 2019-2022 年陆续投产，到 2022 年末，公司控股装机容量将达到 3174 万千瓦，较 2017 年底装机增长 48%。

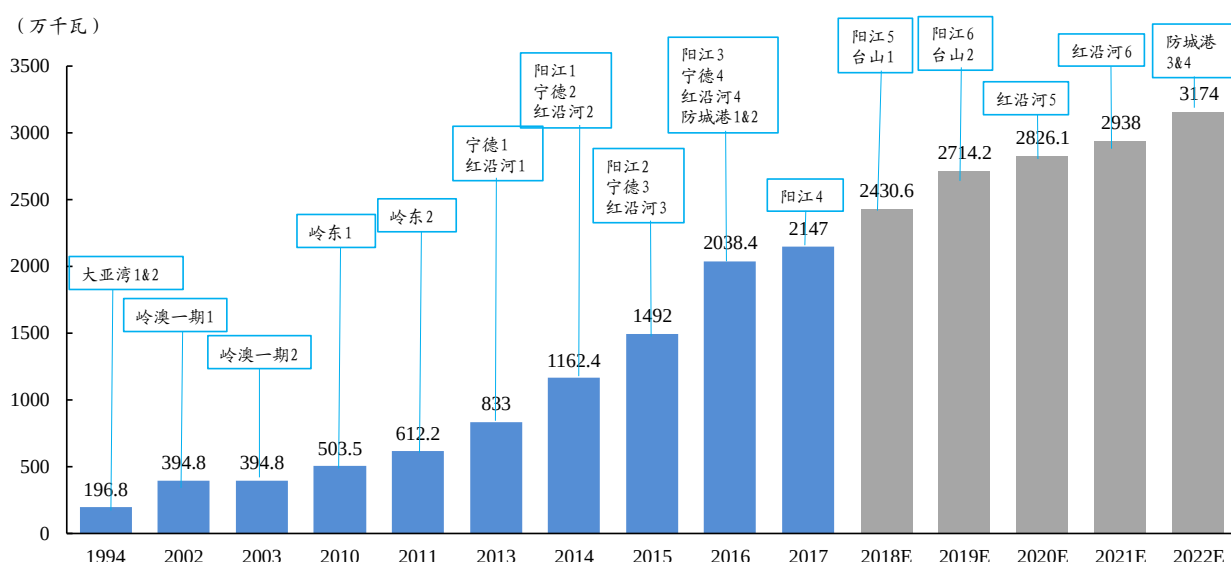
表 3：中广核电力在运机组 2147 万千瓦，在建机组 1027 万千瓦

机组名称	型号	持股比例	状态	控股装机 (万千瓦)	所在地区	投运时间/预计投运时间
大亚湾 1&2	M310	75%	在运	98.4*2	广东	1994

岭澳 1&2	M310	100%	在运	99*2	广东	2002/2003
岭东 1&2	CPR-1000	93.14%	在运	108.7*2	广东	2010/2011
阳江 1&2&3&4	CPR-1000	78.2%	在运	108.6*4	广东	2014/2015/2016/2017
宁德 1&2&3&4	CPR-1000	32.39%	在运	108.9*4	福建	2013/2014/2015/2016
红沿河 1&2&3&4	CPR-1000	38.14%	在运	111.9*4	辽宁	2013/2014/2015/2016
防城港 1&2	CPR-1000	61%	在运	108.6*2	广西	2016
在运合计				2147		
阳江 5&6	ACPR1000	78.2%	在建	108.6*2	广东	2018/2019
台山 1&2	EPR	51%	在建	175*2	广东	2018/2019
红沿河 5&6	ACPR1000	38.14%	在建	111.9*2	辽宁	2020/2021
防城港 3&4	华龙一号	61%	在建	118*2	广西	2022/2022
在建合计				1027		

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5：装机规模有望进一步扩大

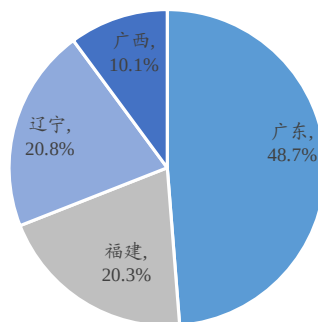


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. 沿海地区机组占比高，电力消纳有保障

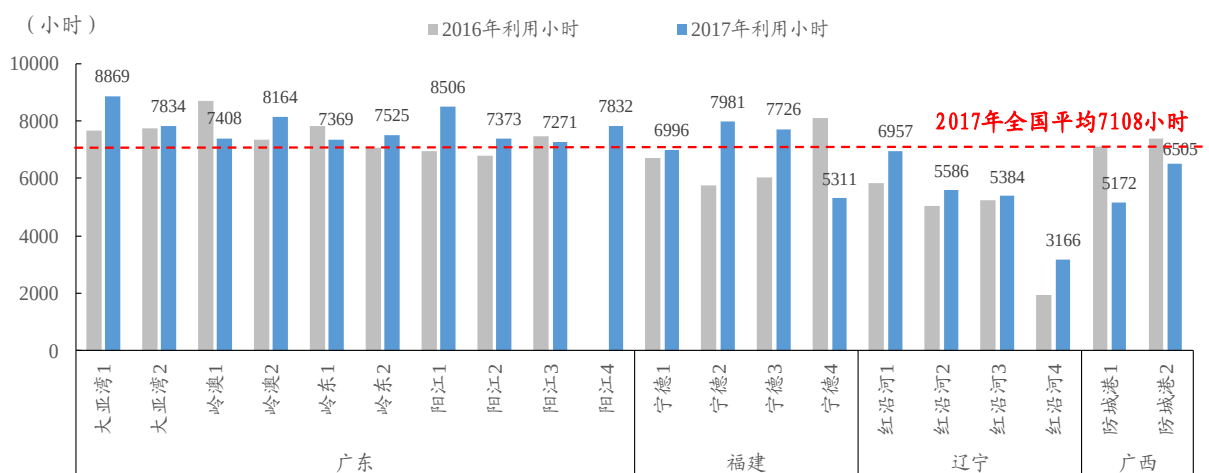
东南沿海地区机组占比高，广东、福建利用小时优势明显。公司机组分布在广东（48.7%）、辽宁（20.8%）、福建（20.3%）和广西（10.1%）四地，沿海发达地区占比较高。广东和福建都是我国的经济大省，用电负荷较大，同时一次能源都较为匮乏，水电资源不多或接近开发完毕，核电在当地能源供给中占据了较为重要的地位，因此广东、福建区域核电机组利用小时数较高。同样广西地区的核电消纳情况也较好，2016 年防城港 1 号和防城港 2 号利用小时分别为 7133、7389 小时，但 2017 年由于防城港 1 号和 2 号进行了首次大修（首次大修类似十年大修，耗时较长），导致机组出力下降，防城港 1 号和 2 号利用小时分别下降到 5172、6505 小时。辽宁地区消纳相对较差，主要因为辽宁省经济增速较慢，用电量增速连续数年低于全国增速，同时电源建设速度较快，因此辽宁省窝电现象较为严重，公司红沿河机组利用小时常年在 6000 小时以下，对公司利用小时略有拖累。

图 6: 机组主要分布在广东、福建等地



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

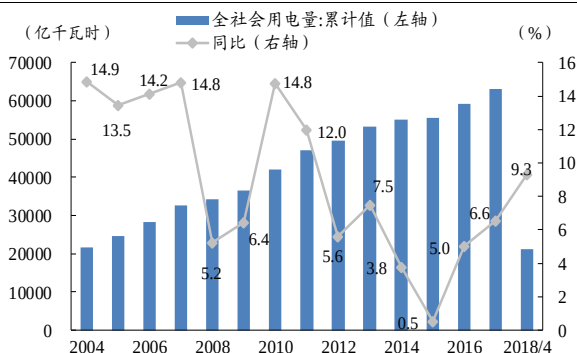
图 7: 广东、福建地区利用小时较高



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

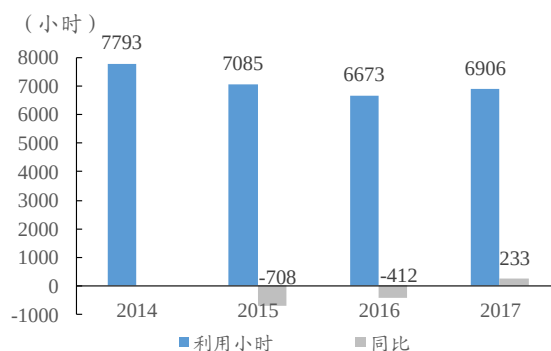
电力需求好转, 利用小时显著回升。由于电力行业产能过剩, 2015/2016年公司利用小时数连续两年大幅下滑, 2017年用电需求回暖, 公司利用小时明显回升, 2017年利用小时6906小时, 同比增长233小时。其中辽宁地区改善最为显著, 主要原因是: 1) 2017年辽宁用电量有所增长, 2017年辽宁省用电量增长4.8%, 为近三年来最好水平, 电力消纳问题有所缓解; 2) 红沿河电力积极介入电力供暖领域, 抢占市场份额。我们预计辽宁机组对公司利用小时的拖累将持续好转, 同时随着电力需求持续向好, 公司利用小时有望继续提升。

图 8: 全社会用电量增速回升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 9: 2017 年公司利用小时显著改善



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 准入壁垒较高，护城河坚固

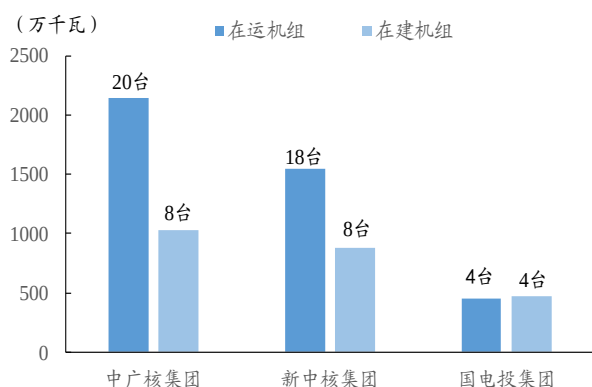
3.1. 立足国内：中广核、中核平分秋色

中广核与中核占据了国内核电 90% 以上的份额。由于核电行业的特殊性，政府审批严格、技术要求较高、同时需要较高的前期资本投入，因此核电的准入壁垒较高，民营企业和国外企业很难进入我国的核电市场，目前国内仅有中广核、中核、国电投 3 家集团拥有核电运营资质，其中中广核和中核拥有核电 90% 以上的份额。

中广核 VS 中核：

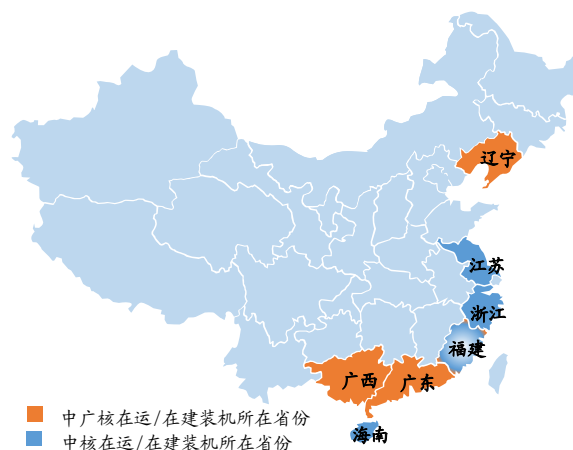
(1) 规模：中广核装机规模略胜一筹。中广核电力和中国核电分别是中广核集团与中核集团旗下的核电运营平台，截止 2018 年 3 月 31 日，中广核电力在运装机 2147 万千瓦，在建装机 1027 万千瓦；中国核电在运装机 1546.6 万千瓦，在建装机 876.2 万千瓦。从装机规模上看，中广核电力略胜一筹；从地理分布上看，两家公司的核电机组均分布在沿海地区。

图 10：中广核集团在运/在建机组位均居全国首位



数据来源：集团官网，国泰君安证券研究

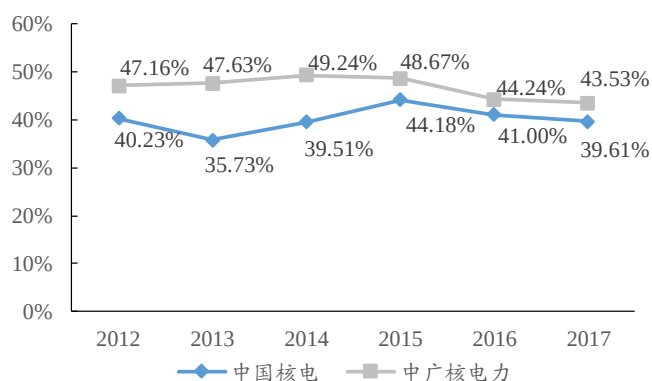
图 11：中核与中广核装机分布区域



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

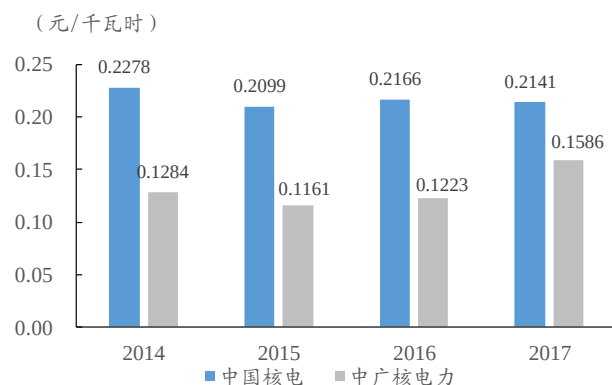
(2) 效率：中广核更侧重商业运行。中广核是我国最早做核电商运的企业，通过大亚湾核电给香港供电起家，由于没有核燃料循环牌照，公司向专业的核电项目设计、建造、运营方向发展，也因此形成了更高效的项目建设和运营管理能力，逐步成长为国内规模最大，盈利能力最强的核电运营商。公司在核电产业链设计上都是从经济性、商业运行的角度出发，从经营数据来看，中广核电力的度电成本低于中国核电，毛利率较中国核电略高。

图 12: 中广核电力毛利率高于中国核电



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 13: 中广核电力的度电营业成本低于中国核电



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

(3) 研发实力: 中广核关键环节毫不逊色。中核集团是我国最早从事核事业的企业, 前身是核工业部, 中核拥有完整的核科技工业体系, 下属有超过 100 家科研单位, 是中国最早做自主知识产权的公司, 研发实力强劲。相比于中核, 中广核虽也拥有中广核研究院和苏州热工研究院为公司提供科研支持, 但研发能力稍逊一等。不过在关键环节, 中广核毫不逊色, 2014 年中广核与中核签订了“华龙一号”技术融合协议, 共同推进我国完全自主知识产权三代核电“华龙一号”的发展, 目前进展顺利。

表 4: 中核研发实力强于中广核

	中广核集团	新中核集团
代表性研究所	中广核研究院: 成立于 2006 年, 作为中国广核集团旗下唯一的核电科技研发平台, 为集团核电主业以及新能源板块提供技术支持 苏州热工研究院: 成立于 1978 年, 2011 年中广核集团明确以苏州热工院为基础, 进行技术资源整合, 打造集团核电运营技术平台	中国原子能科学研究院: 成立于 1950 年, 受中核集团、中国科学院双重领导, 是中国核科学技术的发祥地和创新基地, 与核动力院是兄弟单位, 拥有院士 5 人 中国核动力研究院: 成立于 1965 年, 是中国唯一集核反应堆工程研究、设计、试验、运行和小批量生产为一体的大型综合性科研基地; 被吴邦国委员长誉为“中国核动力工程的摇篮”, 拥有院士 3 人

数据来源: 集团官网, 国泰君安证券研究

3.2. 放眼全球: 做世界一流的核电运营商

跻身世界一流核电行列, 在运在建全球第三大。核电作为“国家名片”, 是代表国家核心竞争力的“国之重器”, 肩负着推动我国装备制造业向世界一流迈进的重担。中广核集团作为中国核电行业的排头兵, 不断步入世界舞台与世界核电一流公司进行合作竞争, 尤其是与法国电力, 30 多年来合作从未间断, 从大亚湾到台山, 再到英国共同开发项目, 中广核技术实现了质的飞跃, 装机规模也跃居全球前五, 目前保持着在运及在建全球第三大核电企业的地位, 预计到 2020 年, 中广核在运核电装机规模将进入全球前三, 仅次于法国电力集团 (EDF) 和俄罗斯国家原

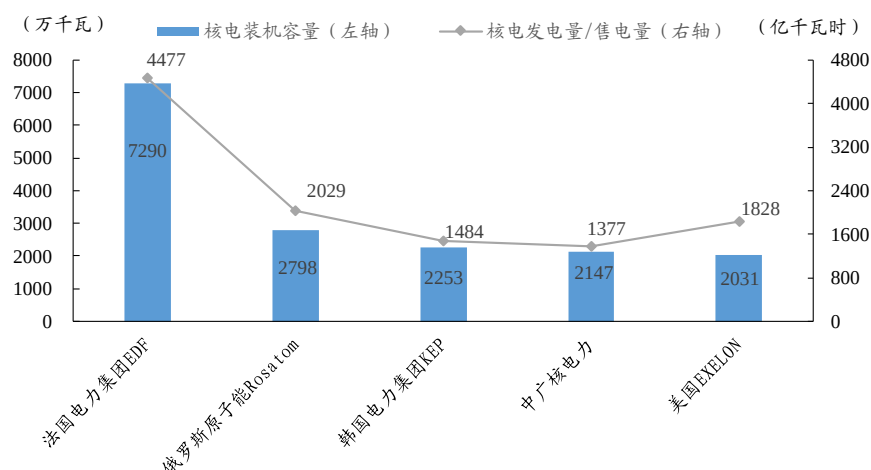
子能公司 (Rosatom)。目前中广核整个集团的国际业务已分布在 20 多个国家, 海外收入占比超过 20%, 中广核电力作为集团唯一上市平台, 未来也将更多参与到国际合作中。

表 5: 全球前五大核电企业

公司	国家	核电装机 (万千瓦)	核电发/售电量 (亿千瓦时)	市值 (亿美元)	2017 收入 (亿美元)	PE (TTM)	PB (LF)	股息率 (%)
ELECTRICITE DE FRANCE	法国	7290	4477	257.96	786.7	6.79	0.52	3.96
俄罗斯原子能集团 Rosatom	俄罗斯	2798	2029	—	135.6	—	—	—
韩国电力 (KEP)	韩国	2253	1484	192.20	598.2	131.01	0.29	4.74
中广核电力	中国	2147	1377	122.75	68.88	8.32	1.20	3.93
爱克斯龙电力 (EXELON)	美国	2031	1481	400.54	335.3	11.89	1.32	3.23

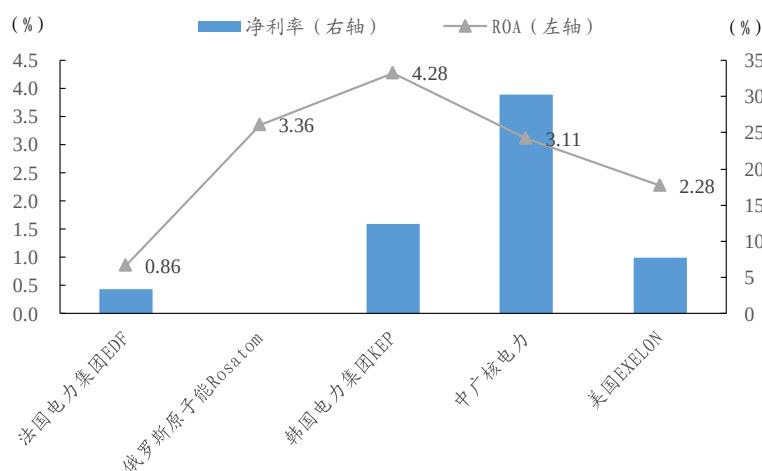
数据来源: bloomberg, 国泰君安证券研究 (各公司电量披露不一致, EDF、Rosatom、KEP 为发电量, 中广核、EXELON 为售电量, PE、PB 为 2018 年 6 月 21 日收盘价对应值, 股息率为过去 12 个月股息率)

图 14: 中广核核电规模跻身世界前列



数据来源: bloomberg, 国泰君安证券研究

图 15: 中广核 ROA、净利率处于领先水平



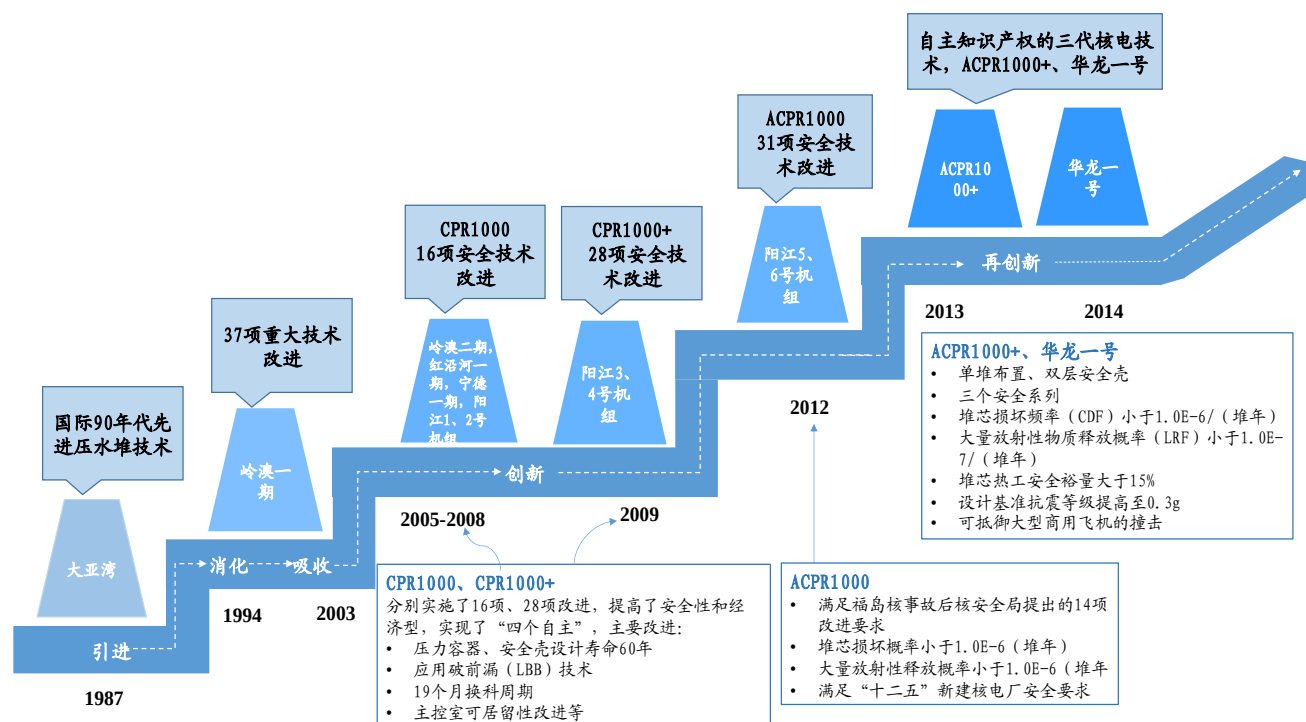
数据来源: bloomberg, 国泰君安证券研究 (ROA、净利率为最近三年均值, Rosatom 未公布净利数据)

4. 成长空间广阔，回归 A 股可期

4.1. 储备机组丰富，成长空间广阔

拥有完全自主知识产权三代“华龙一号”，示范堆进展顺利。“引进——消化——吸收——创新——再创新”，公司在核电领域不断探索。公司拥有的“华龙一号”核电技术融合了中核 ACP1000 和中广核 ACPR1000+ 两种技术，被称为“我国自主研发的三代核电技术路线”。“华龙一号”实现了先进性和成熟性的统一、安全性和经济性的平衡、能动与非能动的结合，同时“华龙一号”在设计技术，设备制造和运行维护等领域的核心技术具有自主知识产权，是当前核电市场接受度较高的三代核电站机型之一，也是我国的主推堆型。2018 年 5 月 23 日，公司的“华龙一号”示范堆“防城港二期”3 号机组已顺利完成穹顶吊装，从土建施工阶段全面转入设备安装阶段。

图 16：公司在核电领域不断进行技术创新



数据来源：中广核集团官网，国泰君安证券研究

储备核电项目丰富，有望受益于核电重启。除积极推进在建项目外，公司也在积极开展核电新厂址的选址工作，拥有丰富的储备项目，同时预计建设的堆型均为三代核电（华龙一号、AP1000、EPR）。据统计，储备项目装机合计 1810 万千瓦，接近当前体量的 90%。其中陆丰核电和惠州核电已初步具备开工条件，一旦核电审批重启，公司丰富的储备项目有望较快开工。

表 6：中广核电力储备机组

机组名称	型号	预计控股装机 (万千瓦)	所在地区
陆丰 1&2	AP1000	125*2	广东

台山 3&4	EPR	175*2	广东
惠州 1&2	AP1000	125*2	广东
宁德 5&6	华龙一号	115*2	福建
防城港 5&6	华龙一号	115*2	广西
三澳核电 1&2	AP1000	125*2	浙江
咸宁 (大坂) 1&2	AP1000	125*2	湖北 (内陆核电)
合计		1810	

数据来源：中广核集团官网，国泰君安证券研究

4.2. 回归 A 股可期，资产有望重估

回归 A 股可期，A 股发行股份约占公司总股份的 10%。公司于 2014 年 12 月在 H 股上市，2018 年 2 月 11 日，公司董事会会议通过了建议 A 股发行方案，4 月 25 日，股东大会通过了公司发行 A 股的决议。公司拟发行不超过 50.5 亿股，募集资金用于阳江 5 号、6 号以及防城港 3 号、4 号等核电机组的建设和补充公司流动资金。本次发行 A 股将为公司在建机组提供资金支持，有助公司进一步发展，同时补充流动资金有助于改善公司财务状况。假设 50.5 亿股 A 股全部获准发行，将约占公司发行后股份总数的 10%。

首家“A+H”上市核电公司，资产价值有望重估。与同样从事核电运营在 A 股上市的中国核电相比，公司装机规模略胜一筹，但估值水平却远远低于中国核电。本次回归 A 股，公司将成为首家“A+H”上市的核电公司。公司资产价值有望重估。

表 7: 中广核电力估值水平远低于中国核电

	在运装机 (万千瓦)	在建装机 (万千瓦)	2017 年归母净利 (亿元)	市值 (亿元)	PE (TTM)	PB (LF)
中国核电	1546.6	876.2	44.98	900	19.7	2.0
中广核电力	2147	1027	95	945	8.3	1.2

数据来源：wind、国泰君安证券研究 (PE、PB 为 2018 年 6 月 21 日收盘价对应值)

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

核心假设:

- 1) 假设 2018-2020 年公司机组利用小时与 2017 年持平;
- 2) 假设 2018 年，阳江 5 号机组和台山 1 号机组投产; 2019 年，阳江 6 号机组和台山 2 号机组投产; 2020 年，红沿河 5 号机组投产;
- 3) 假设 2018-2020 年公司上网电价与 2017 年持平;

盈利预测:

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 91.39 亿元、106.81 亿元、115.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.20、0.24 和 0.25 元。

5.2. 估值

➤ PE 估值法

由于港股尚无其他核电上市可比公司,我们选取 A 股核电公司中国核电、港股火电公司华能国际电力股份、华电国际电力股份以及港股风电公司华能新能源、龙源电力作为可比公司,可比公司 2018 年平均 PE 为 12.5 倍,考虑到核电的稀缺性与显著高于传统电力的成长性、以及核电审批有望于近期重启,我们给予公司一定估值溢价,给予 18 年 13 倍 PE, 2018 年合理估值是 2.60 元 (对应 3.14 港元)。

表 8: 可比公司估值

代码	简称	最新股价 (元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601985.SH	中国核电	5.73	0.34	0.44	0.48	16.9	13.0	11.9
0902.HK	华能国际电力股份	4.43	0.28	0.38	0.5	15.8	11.6	8.9
1071.HK	华电国际电力股份	2.65	0.2	0.33	0.38	13.3	8.0	7.0
0958.HK	华能新能源	2.38	0.34	0.38	0.44	6.9	6.2	5.4
0916.HK	龙源电力	5.59	0.58	0.67	0.76	9.6	8.4	7.4
	平均值					12.5	9.5	8.1
1816.HK	中广核	1.72	0.20	0.24	0.25	8.6	7.1	6.9

数据来源: wind, 国泰君安证券研究 (龙源电力、华能新能源盈利预测来自 wind 一致预期, 股价对应 2018 年 6 月 22 日收盘日股价)

➤ DCF 估值法

我们假定有效税率与历史税率保持一致为 9.59%, 债务结构维持当前水平, 税后债务成本为 4.60%, β 系数为 0.93。无风险利率取五年期国债收益率 3.46%, 风险溢价为 3.16% (五年恒生指数平均收益率 6.67%-无风险利率), 计算得公司的股权资本成本 K_e 为 6.67%, WACC 为 5.04%。

估值结果: 在永续增长率为 0% 的假设条件下, FCFF 结果显示, 公司的权益价值为 1280.32 亿元, 每股内在价值 2.82 元 (对应 3.40 港元)。

表 9: 自由现金流预测 (百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	449.89	483.00	545.02	589.33	589.33	615.26	641.18	641.18	641.18	641.18	641.18
YOY		7.4%	12.8%	8.1%	0.0%	4.4%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	221.36	228.30	253.63	271.72	271.72	282.31	292.30	292.30	292.30	292.30	292.30
YOY		3.1%	11.1%	7.1%	0.0%	3.9%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NOPLAT	211.37	220.03	245.36	263.45	263.45	274.04	284.03	284.03	284.03	284.03	284.03
YOY		4.1%	11.5%	7.4%	0.0%	4.0%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
+ 折旧与摊销	72.34	11.68	13.68	3.50	2.50	117.29	136.29	155.29	180.29	205.29	231.94
- 营运资本净变动	190.38	-7.01	52.04	-19.49	19.94	-1.25	20.20	-19.94	19.94	-19.94	19.94
- 资本支出	183.71	215.00	215.00	264.00	263.00	263.00	260.00	260.00	260.00	260.00	260.00
FCFF	-90.38	23.72	-8.00	22.44	-16.99	129.58	140.12	199.25	184.38	249.25	236.03

数据来源: 国泰君安证券研究

综合两种估值方法，出于谨慎性考虑，我们选取 PE 估值结果作为公司目标价，给予公司 2018 年目标价 3.14 港元，首次覆盖给予增持评级。

6. 风险提示

在建机组投产推迟。核电项目建设需要具有资质并富有经验的团队，其中包括基础科研、设计、施工建造队伍、总承包商及设备制造商。当遇到设计、建设力量不足、设备材料供应以及其他不可预见的问题时，将可能造成核电项目工期延误。

核电政策变动风险。核电站的核准开工等均需得到国务院相关职能部门的审批。当国家核电政策调整时，将对公司未来生产经营产生一定的影响。

电价下降风险。若公司市场化电量占比及折价幅度进一步扩大，将拉低公司平均电价，对收入产生一定影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		