

【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：

● 二季度发电量稳健增长，机组利用率改善明显

2018 年第二季度公司运营管理的核电机组总上网电量约为 37412.8GWh，同比增长 9.88%，相比一季度的 15.51% 的增幅略有下降。2018 上半年公司总上网电量约为 71405.1GWh，同比增长 12.49%。发电量提升主要原因为机组利用率提升，利用小时数增加，电力需求变好。2018 年上半年利用小时数达 3534 小时，同比增加 311 小时，上半年的负荷因子由于电力需求变好，由去年同期的 71.38% 提升至 81.53%。减载天数同比下降 50-60 天，停备天数同比减少 193 天，也是导致发电量增加的重要因素。

● 市场化电力交易占比上升

2018 年上半年公司市场电量占比已超过公司目前所预测的 2018 年全年市场电量占比。与去年同期相比增幅较大。算上广东省 20% 的核电上网电量，今年上半年市场电量占比为 34.91%，除去这部分，上半年的市场电量占比也有 26.32%。而去年全年占比仅为 14.43%。

● 公司在建机组按计划进行，预计下半年新增两台机组投产

公司有八台机组在建，其中两台处于并网阶段，五台处于设备安装阶段，一台处于土建阶段。预计台山一号和阳江五号将于下半年投产。

● 盈利预测与投资评级

我们公司 18、19、20 年 EPS 为人民币 0.177 元、0.203 元、0.233 元，对应 18、19、20 年市盈率为 11.6X、10.1X、8.8X，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。

盈利预测：

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（人民币百万元）	32476	45038	49283	54844	59664
增长率(%)	42.0	38.7	9.5	11.3	8.8
净利润（人民币百万元）	7287	9500	8046	9225	10568
增长率(%)	10.5	30.4	-15.3	14.7	14.6
EPS（人民币元/股）	0.160	0.209	0.177	0.203	0.233
市盈率（P/E）	13.2	10.1	11.6	10.1	8.8
市净率（P/B）	1.7	1.5	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	18.1	18.3	14.5	13.6	12.8

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	2.02 港元
前次评级	持有
报告日期	2018-07-12

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

二季度发电量稳健增长，机组利用率改善明显

2018年第二季度公司运营管理的核电机组总上网电量约为37412.8GWh，同比增长9.88%，相比一季度的15.51%的增幅略有下降。2018上半年公司总上网电量约为71405.1GWh，同比增长12.49%。发电量提升主要原因为机组利用率提升，利用小时数增加，电力需求变好。2018年上半年利用小时数达3534小时，同比增加311小时，上半年的负荷因子由于电力需求变好，由去年同期的71.38%提升至81.53%。减载天数同比下降50-60天，停备天数同比减少193天，也是导致发电量增加的重要因素。

表 1: 公司各电站 2018 年上半年上网电量情况

电站名称	2017Q1 (GWh)	2017Q1 (GWh)	同比%
附属公司	59917.46	54852.57	9.23
大亚湾	7340.11	8284.82	-11.4
岭澳	6464.06	7097.99	-8.93
岭东	8352.30	7182.29	16.29
宁德	15387.46	12652.34	21.62
阳江	14384.24	14272.79	0.78
防城港	7989.30	5362.35	48.99
联营公司			
红沿河	11487.65	8624.52	33.20
合计	71405.11	63477.09	12.49

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10次换料大修（有一次为去年开始大修），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。2018年上半年大修天数总计359天，同比增加49天。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，6月29日，台山1号机组首次并网成功。此外，5月23日，阳江5号首次并网成功。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6月31日，公司共建设8台核电机组，其中2台处于并网阶段，5台处于设备安装阶段，1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。

市场化电力交易占比上升

2018年上半年公司市场电量占比已超过公司目前所预测的2018年全年市场电量占比。与去年同期相比增幅较大。算上广东省20%的核电上网电量，今年上半年市场电量占比为34.91%，除去这部分，上半年的市场电量占比也有26.32%。而去年全年市场化占比仅为14.43%。

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。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。主要影响因素：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量，上半年市场化占比达到93%-96%，而去年仅为66%。各个机组上半年的市场化电量占比均超过公司所预测的2018年全年市场化占比。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。

在建机组按计划进行，预计下半年新增两台机组投产

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)
来自附属公司						
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年下半年	1750
台山2号		√			2019年	1750
防城港3号		√			2022年	1080
防城港5号	√				2022年	1080
来自联营公司						
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

盈利预测与投资评级

2018年7月11日中广核电力（1816.hk）收盘价为2.02港元。

我们预计公司 18、19 年新增装机容量均为 2836MW，2020 年新增装机为 1119MW。预计 18、19 和 20 年平均利用小时数为 7154 小时、6850 小时和 6897 小时。预计 18、19 和 20 年公司总发电量为 153019.69GWh、165522.92GWh 和 180703.47GWh。我们预计公司 2018 年的净利润 80.46 亿元，同比下降约 15%。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、20 年 EPS 为人民币 0.177 元、0.203 元、0.233 元，对应 18、19、20 年市盈率为 11.6X、10.1X、8.8X，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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	43825	56369	65249	59541	62598
现金及现金等价物	8457	10316	24565	16453	11933
应收账款	20108	24279	15016	16727	18496
存货	13138	19739	23632	24131	29832
其他流动资产	2122	2035	2036	2230	2337
非流动资产	243809	303158	305955	321670	340647
固定资产	216509	277284	283284	298044	313624
无形资产	3066	4114	3000	1100	1100
其他长期资产	24234	21759	19671	22526	25924
资产总计	287634	359527	371204	381211	403245
流动负债	65168	60654	62023	65399	87604
短期借款	35029	31057	31057	31744	57926
应付账款	6200	8175	8473	9363	1742
其他流动负债	23939	21422	22493	24292	27936
非流动负债	140567	196339	202246	205270	202395
长期借款	135466	190508	192508	194508	200008
其他非流动负债	5102	5831	9738	10762	2387
负债合计	205735	256994	264269	270669	289999
股本	45449	45449	45449	45449	45749
留存收益	11086	20389	24289	27394	29798
归属母公司股东权益	56535	65838	69738	72843	75547
少数股东权益	25364	36695	37197	37699	37699
负债和股东权益	287634	359527	371204	381211	403245

利润表

单位：人民币百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	32476	45038	49283	54844	59664
营业成本	-18096	-25406	-27530	-30388	-33030
经营开支	-3114	-3197	-4928	-5484	-5966
营业利润	11265	16434	16824	18971	20618
财务费用	-4187	-6080	-6535	-6868	-6601
联营公司损益	1291	603	642	575	700
非经常项目损益	1393	3320	1393	1393	100
利润总额	9577	13841	11921	13667	14826
所得税	-653	-1327	-1192	-1367	-1779
少数股东损益	-1638	-3014	-2682	-3075	-2479
净利润	7287	9500	8046	9225	10568
归属母公司净利润	7287	9500	8046	9225	10568
EBITDA	15992	23560	24434	27052	28876
EPS (元)	0.160	0.209	0.177	0.203	0.233

现金流量表

单位：人民币百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	16,753	26,797	27,767	30,918	33,462
税前利润	9,577	13,841	11,921	13,667	14,826
折旧摊销	4,727	7,126	7,610	8,081	8,257
营运资金变动	-450	2,099	2,099	2,599	3,599
税金	-653	-1,327	-1,192	-1,367	-1,779
其它	-306	-1,023	799	1,072	1,963
投资活动现金流	-19,243	-24,527	-32,617	-37,617	-45,616
购买固定资产净值	-17,644	-19,020	-18,019	-18,019	-18,018
投资减少/增加	126	-470	-560	-560	-560
其他投资现金流	-1,725	-5,037	-14,038	-19,038	-27,038
筹资活动现金流	-588	-250	19,259	-1,252	7,653
净增权益	3,189	20,634	4,402	3,607	2,704
净增债务	66,644	51,258	7,275	6,401	19,330
支付股息	-3,299	-2,281	-2,414	-2,768	-3,170
其他	-67,122	-69,862	9,996	-8,492	-11,210
现金净增加额	-3,078	2,020	14,409	-7,951	-4,500

主要财务比率

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	42.0	38.6	9.5	11.3	8.8
营业利润增长	21.8	45.1	2.9	12.8	8.7
归属母公司净利润增长	10.5	30.4	-15.3	14.7	14.6
获利能力(%)					
毛利率	48.7	44.2	43.5	45.6	44.2
净利率	22.5	21.1	16.3	16.8	17.7
ROE	12.9	14.4	11.5	12.7	14.0
偿债能力					
净权益负债率(%)	227.1	226.9	207.1	211.8	241.9
利息覆盖率	2.9	2.7	2.6	2.8	3.1
流动比率	0.7	0.9	1.1	0.9	0.7
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4
营运能力					
应付账款周转天数	397.0	537.6	435.2	426.1	239.8
应收账款周转率	148.8	177.6	143.7	104.3	106.4
存货周转率	1383.0	1815.8	1584.1	1567.6	1628.0
每股指标(元)					
每股收益	0.160	0.209	0.177	0.203	0.233
估值比率					
P/E	12.8	9.8	11.6	10.1	8.8
P/B	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.8	18.2	14.5	13.6	12.8

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。