

业绩稳健增长，分红比例提升

——中国广核(003816.SZ) 2019 年年报点评

跨市场公司动态

◆ **事件：**中国广核发布 2019 年年报。2019 年公司实现营业收入 609 亿元，同比增长 19.8%；归母净利润 94.7 亿元，同比增长 8.8%。

◆ **电量同比提升，市场化比例相对稳定：**2019 年 7 月和 9 月，公司阳江 6 号机组（1086 MW）和台山 2 号机组（1750 MW）分别投入商业运营，2019 年公司控股装机容量 22666 MW，同比增长 14.3%。受益于新机组 2019 年下半年投产，公司 2019 年上网电量 1790 亿千瓦时，同比增长 14.0%；其中并表上网电量 1482 亿千瓦时，同比增长 15.1%。2019 年市场化电量占比 32.88%，含税市场化交易电价 0.357 元/千瓦时，市场化比例和含税电价同比小幅提升。

◆ **业绩稳健增长，分红比例提升：**公司各项竞争要素相对稳定，盈利保持稳健。2019 年公司归母净利润 94.7 亿元，同比增长 8.8%；扣非归母净利润 90.9 亿元，同比增长 5.5%；经营现金流 306 亿元，同比增长 7.7%。公司拟每股派息 0.076 元，同比增长 5.6%；派息比例 40.55%，同比提升约 3 个百分点。我们测算当前股价对应中国广核（A）和中广核电力（H）的静态股息率分别为 2.6%、4.9%，中广核电力（H）的股息回报可观。

◆ **在建项目稳步推进：**截至 2019 年底，公司共 5 台在建机组（含 1 台大股东委托管理在建机组），在建装机规模 4598 MW，大股东委托管理在建装机规模 1202 MW。公司指引在建装机 2021 年下半年开始投产，我们测算 2022 年公司并表装机容量将增长 10.4%，远期增长确定性强。

◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.20、0.22、0.23 元，当前股价对应中国广核（A）的 PE 分别为 15、14、13 倍，对应中广核电力（H）的 PE 分别为 8、7、7 倍。我们看好公司 A+H 两地上市的核电运营稀缺属性和行业龙头地位，以及 2021 年起核电机组的投产预期，给予中国广核（A）2021 年 14 倍 PE，对应目标价 3.08 元，首次覆盖给予“增持”评级；给予中广核电力（H）2021 年 8 倍 PE，对应目标价 1.93 港元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**权益市场系统性风险，上网电价超预期下行，利用小时数低于预期，在建核电机组投产进度慢于预期，综合融资成本超预期上行等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	50,828	60,875	63,760	67,835	73,346
营业收入增长率	11.4%	19.8%	4.7%	6.4%	8.1%
净利润（百万元）	8,703	9,466	9,917	10,956	11,529
净利润增长率	-9.0%	8.8%	4.8%	10.5%	5.2%
EPS（元）	0.19	0.19	0.20	0.22	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.2%	10.5%	10.3%	10.7%	10.5%
P/E（A 股）	15	16	15	14	13
P/E（H 股）	8	8	8	7	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 3 月 25 日（1 HKD=0.91 CNY）

A 股：增持（首次）

当前价/目标价：2.96/3.08 元

H 股：增持（首次）

当前价/目标价：1.74/1.93 港元

分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

wangwei2016@ebsec.com

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）

021-52523819

yuhongguang@ebsec.com

市场数据

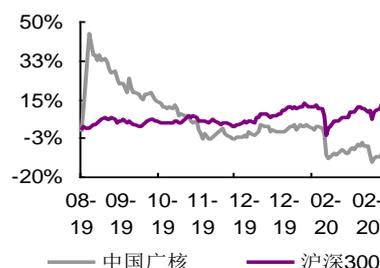
总股本(亿股)：504.99

总市值(亿元)：1494.76

一年最低/最高(元)：2.89/5.25

近 3 月换手率：8.27%

股价表现(一年)



收益表现

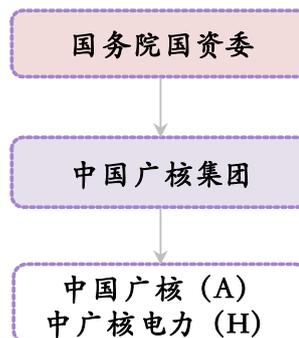
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.33	-10.47	0.00
绝对	-12.54	-18.61	0.00

资料来源：Wind

1、A+H 上市的国内核电运营龙头

中国广核电力股份有限公司是中国广核集团旗下的核能发电业务唯一平台，是国内在运装机规模最大的核电开发商与运营商。公司成立于 2014 年 3 月，分别于 2014 年 12 月和 2019 年 8 月登陆 H 股、A 股市场。公司大股东为中国广核集团，实际控制人为国资委。

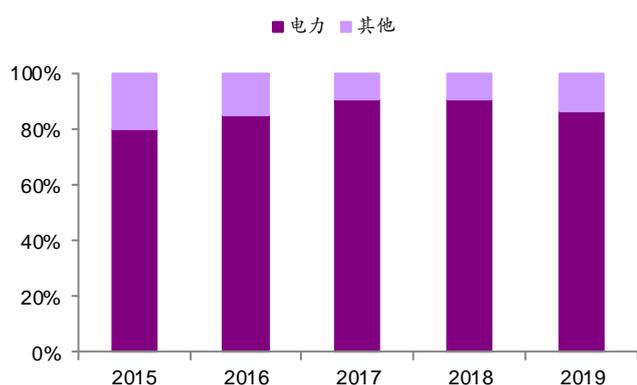
图 1：公司股权结构图（2019 年底）



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：截至 2019 年底）

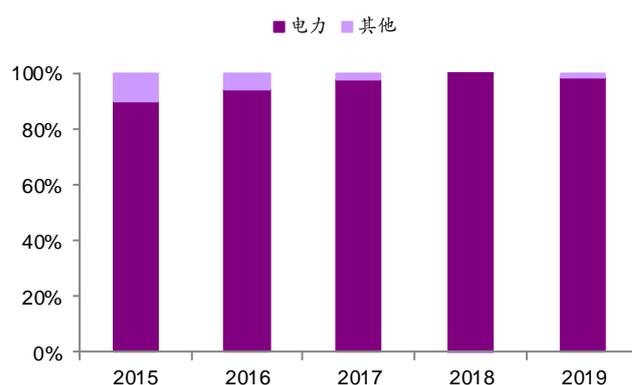
公司主营业务为建设、运营及管理核电站，其中电力为核心业务，是公司营收及毛利的主要来源。近年来公司盈利稳健，2019 年公司营业收入 609 亿元，同比增长 19.8%；归母净利润 94.7 亿元，同比增长 8.8%。

图 2：公司营收结构（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

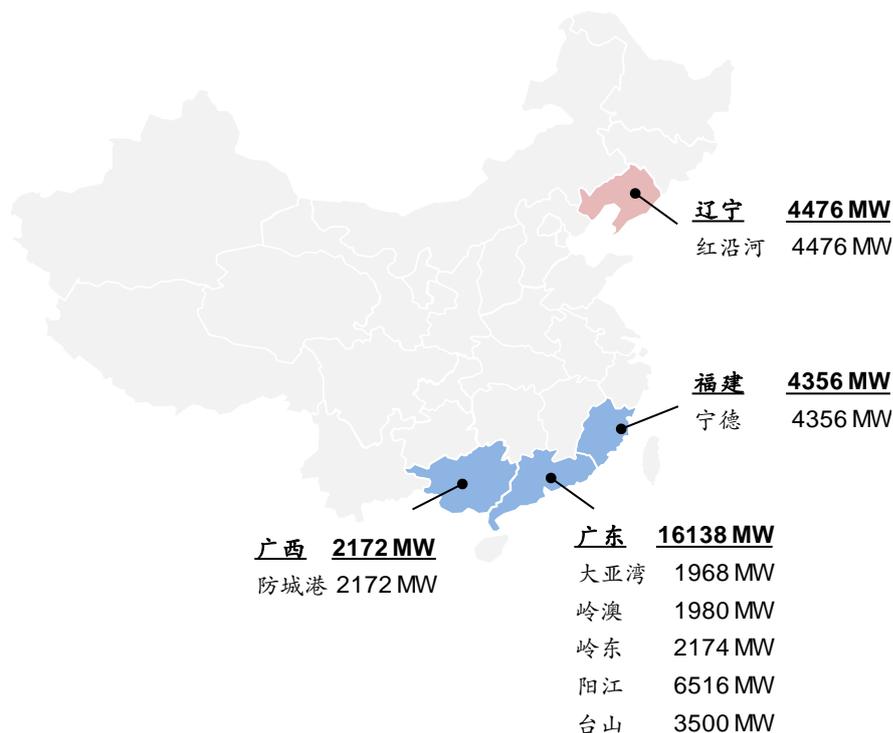
图 3：公司毛利结构（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

截至 2019 年底，公司在运核电装机 24 台，装机容量 27142 MW（含联营机组），占全国在运核电装机的比例 55.7%。公司在运控股装机规模 22666 MW，位于广东、广西、福建；在运联营装机规模 4476 MW，位于辽宁。

图 4：公司核电资产分布

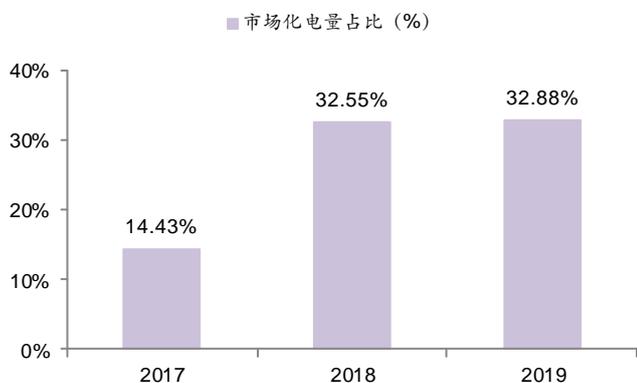


资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：红色表示联营发电资产）

2、电量同比提升，市场化比例相对稳定

2019 年 7 月和 9 月，公司阳江 6 号机组（1086 MW）和台山 2 号机组（1750 MW）分别投入商业运营，2019 年公司控股装机容量 22666 MW，同比增长 14.3%。受益于新机组 2019 年下半年投产，公司 2019 年上网电量 1790 亿千瓦时，同比增长 14.0%；其中并表上网电量 1482 亿千瓦时，同比增长 15.1%。2019 年市场化电量占比 32.88%，含税市场化交易电价 0.357 元/千瓦时，市场化比例和含税电价同比小幅提升。

图 5：公司市场化比例



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：公司市场化电价

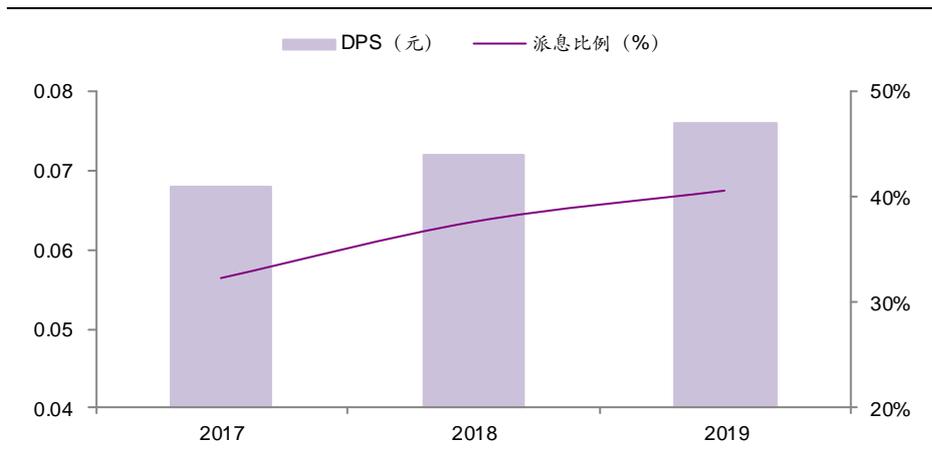


资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、业绩稳健增长，分红比例提升

受益于相对稳定的竞争要素，公司盈利保持稳健。2019 年公司归母净利润 94.7 亿元，同比增长 8.8%；扣非归母净利润 90.9 亿元，同比增长 5.5%；经营现金流 306 亿元，同比增长 7.7%。公司拟每股派息 0.076 元，同比增长 5.6%；派息比例 40.55%，同比提升约 3 个百分点。我们测算当前股价对应中国广核（A）和中广核电力（H）的静态股息率分别为 2.6%、4.9%，中广核电力（H）的股息回报可观。

图 7：公司派息情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、在建项目稳步推进

截至 2019 年底，公司共 5 台在建机组（含 1 台大股东委托管理在建机组），在建装机规模 4598 MW，大股东委托管理在建装机规模 1202 MW。公司指引在建装机 2021 年下半年开始投产，我们测算 2022 年公司并表装机容量将增长 10.4%，远期增长确定性强。

表 1：公司在建项目（截至 2019 年底）

机组	装机容量 (MW)	土建施工阶段	设备安装阶段	调试阶段	并网阶段	预计投产时间	备注
红沿河 5 号机组	1,119			★		2021H2	联营
红沿河 6 号机组	1,119		★			2022H1	联营
防城港 3 号机组	1,180		★			2022	子公司
防城港 4 号机组	1,180	★				2022	子公司
惠州 1 号机组	1,202	★					大股东委托管理

资料来源：公司公告，光大证券研究所

5、盈利预测与投资评级

5.1、关键假设及盈利预测

考虑到公司核电机组投产节奏，我们假设公司 2020-2022 年并表发电量分别为 1620、1684、1815 亿千瓦时，同比增长 2.9%、3.9%、7.7%；平均不含税上网电价维持在 0.354 元/千瓦时。

根据上述关键假设，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 638、678、733 亿元，同比增速 4.7%、6.4%、8.1%；综合毛利率分别为 41.6%、42.0%、41.2%。预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 99、110、115 亿元，同比增速分别为 4.8%、10.5%、5.2%；EPS 分别为 0.20、0.22、0.23 元。

表 2：公司主营业务预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	609	638	678	733
YoY%	19.8%	4.7%	6.4%	8.1%
电力	528	540	562	605
其他	81	97	117	128
毛利率 (%)	41.7%	41.6%	42.0%	41.2%
电力	47.4%	48.3%	49.8%	48.9%
其他	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

5.2、估值

(1) 中国广核 (A)

考虑到中国广核 (A) 上市时间相对较短历史 PE 可参考性较低，我们选取清洁能源运营商中国核电 (核电)、长江电力 (水电)、节能风电 (新能源) 作为可比公司。可比公司 2020、2021 年的 PE 均值分别为 14.3、13.1 倍，PB 均值分别为 1.6、1.5 倍。中国广核同期 PE 略高于可比公司均值，PB 与可比公司均值持平。考虑到核电运营稀缺属性和行业龙头地位，我们认为中国广核 (A) 可享受估值溢价。我们认为公司的装机成长性自 2021 年起逐步兑现，给予中国广核 (A) 2021 年 14 倍 PE，对应目标价 3.08 元。

表 3：中国广核 (A) 可比公司估值表

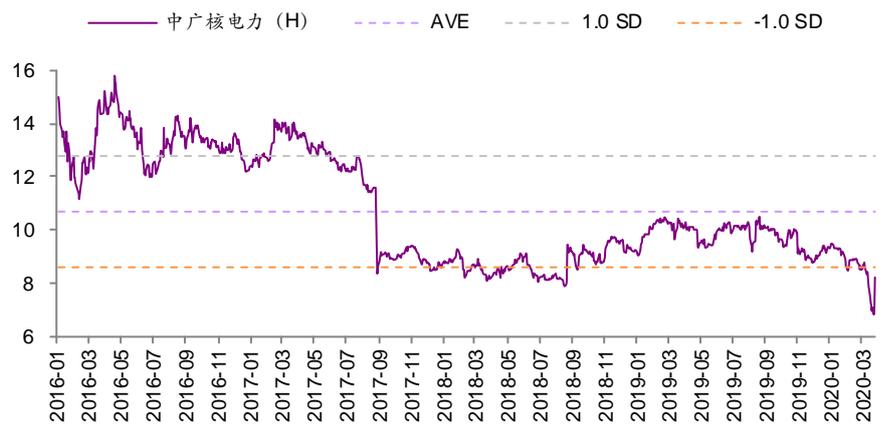
公司	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (x)		PB (x)	
			2020E	2021E	2020E	2021E
中国核电	4.46	694	11.8	10.6	1.3	1.2
长江电力	17.03	3,747	16.5	16.1	2.4	2.2
节能风电	2.28	95	14.7	12.6	1.2	1.1
平均值			14.3	13.1	1.6	1.5
中国广核	2.96	1,495	15.1	13.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所（注：股价和市值对应日期为 2020 年 3 月 25 日，除中国广核外其余公司盈利预测为 Wind 一致预期）

(2) 中广核电力 (H)

由于H股暂无核电、水电等清洁能源运营标的，中广核电力(H)在H股市场的核电运营稀缺性突出。2016年以来，中广核电力(H)的历史PE中枢约11倍，当前估值水平明显处于历史低位。我们认为公司的装机成长性自2021年起逐步兑现，给予中广核电力(H)2021年8倍PE，对应目标价1.93港元(1 HKD=0.91 CNY)。

图8：中广核电力(H)历史PE-TTM



资料来源：Wind，光大证券研究所

5.3、投资评级

预计公司2020-2022年的EPS分别为0.20、0.22、0.23元，当前股价对应中国广核(A)的PE分别为15、14、13倍，对应中广核电力(H)的PE分别为8、7、7倍。我们看好公司A+H两地上市的核电运营稀缺属性和行业龙头地位，以及2021年起核电机组的投产预期，给予中国广核(A)2021年14倍PE，对应目标价3.08元，首次覆盖给予“增持”评级；给予中广核电力(H)2021年8倍PE，对应目标价1.93港元，首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险分析

权益市场系统性风险，上网电价超预期下行，利用小时数低于预期，在建核电机组投产进度慢于预期，综合融资成本超预期上行等。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,828	60,875	63,760	67,835	73,346
营业成本	28,504	35,471	37,211	39,348	43,156
折旧和摊销	7,779	9,921	11,556	12,344	13,209
税金及附加	633	700	733	780	843
销售费用	102	79	83	88	95
管理费用	2,363	2,579	2,702	2,874	3,108
研发费用	1,020	1,483	1,554	1,653	1,787
财务费用	6,001	7,698	7,854	8,093	8,567
投资收益	1,045	1,307	1,307	1,600	1,600
营业利润	14,946	16,588	17,443	19,268	20,272
利润总额	14,899	16,555	17,411	19,235	20,240
所得税	1,218	1,770	1,915	2,116	2,226
净利润	13,682	14,785	15,496	17,119	18,013
少数股东损益	4,979	5,320	5,578	6,163	6,485
归属母公司净利润	8,703	9,466	9,917	10,956	11,529
EPS(按最新股本计)	0.19	0.19	0.20	0.22	0.23

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	28,410	30,599	33,004	35,166	36,976
净利润	8,703	9,466	9,917	10,956	11,529
折旧摊销	7,779	9,921	11,556	12,344	13,209
净营运资金增加	-1,268	1,203	1,460	2,012	2,866
其他	13,196	10,009	10,071	9,854	9,373
投资活动产生现金流	-16,382	-14,637	-14,263	-14,090	-14,090
净资本支出	-16,627	-15,653	-15,050	-15,050	-15,050
长期投资变化	10,203	11,199	-523	-640	-640
其他资产变化	-9,958	-10,184	1,310	1,600	1,600
融资活动现金流	-10,910	-12,823	-19,184	-10,830	-8,949
股本变化	0	5,050	0	0	0
债务净变化	1,743	-8,862	-7,493	1,230	4,000
无息负债变化	-2,714	6,113	1,180	1,463	2,564
净现金流	1,285	3,216	-444	10,246	13,937

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	43.9%	41.7%	41.6%	42.0%	41.2%
EBITDA 率	54.4%	54.3%	55.8%	56.2%	55.2%
EBIT 率	38.7%	37.8%	37.6%	38.0%	37.2%
税前净利润率	29.3%	27.2%	27.3%	28.4%	27.6%
归母净利润率	17.1%	15.5%	15.6%	16.2%	15.7%
ROA	3.7%	3.8%	3.9%	4.2%	4.2%
ROE (摊薄)	12.2%	10.5%	10.3%	10.7%	10.5%
经营性 ROIC	5.6%	6.2%	6.3%	6.7%	7.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	69%	65%	63%	61%	60%
流动比率	0.91	0.92	1.12	1.37	1.61
速动比率	0.56	0.65	0.78	1.00	1.22
归母权益/有息债务	0.32	0.42	0.46	0.50	0.52
有形资产/有息债务	1.61	1.76	1.85	1.92	1.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	368,556	387,975	393,320	409,165	429,359
货币资金	15,208	19,572	19,128	29,374	43,311
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6,631	7,484	7,839	8,340	9,017
应收票据	18	669	701	746	806
其他应收款(合计)	908	147	151	155	162
存货	21,372	18,371	19,304	20,452	22,496
其他流动资产	2,704	3,059	3,059	3,059	3,059
流动资产合计	55,388	61,923	63,251	75,749	93,462
其他权益工具	423	391	391	391	391
长期股权投资	10,203	11,199	11,722	12,362	13,002
固定资产	210,850	256,955	261,832	281,410	289,203
在建工程	74,625	39,241	37,305	19,122	11,849
无形资产	4,720	4,937	4,739	4,551	4,372
商誉	419	419	419	419	419
其他非流动资产	6,245	7,074	7,074	7,074	7,074
非流动资产合计	313,168	326,052	330,069	333,415	335,897
总负债	255,430	252,681	246,368	249,060	255,624
短期借款	16,296	14,263	2,770	0	0
应付账款	15,987	19,983	20,963	22,167	24,313
应付票据	2,260	2,618	2,747	2,905	3,186
预收账款	2	0	0	0	0
其他流动负债	-3,037	-4,374	-4,374	-4,374	-4,374
流动负债合计	60,625	67,018	56,705	55,397	57,961
长期借款	179,640	167,860	171,860	175,860	179,860
应付债券	8,488	8,488	8,987	8,987	8,987
其他非流动负债	5,500	7,599	7,599	7,599	7,599
非流动负债合计	194,805	185,663	189,663	193,663	197,663
股东权益	113,126	135,294	146,952	160,104	173,735
股本	45,449	50,499	50,499	50,499	50,499
公积金	6,692	14,647	15,638	16,734	17,887
未分配利润	18,077	23,668	28,755	34,649	40,642
归属母公司权益	71,115	89,802	95,881	102,871	110,017
少数股东权益	42,011	45,492	51,070	57,233	63,718

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0%	0%	0%	0%	0%
管理费用率	5%	4%	4%	4%	4%
财务费用率	12%	13%	12%	12%	12%
研发费用率	2%	2%	2%	2%	2%
所得税率	8%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.08	0.08	0.09	0.09
每股经营现金流	0.63	0.61	0.65	0.70	0.73
每股净资产	1.56	1.78	1.90	2.04	2.18
每股销售收入	1.12	1.21	1.26	1.34	1.45

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	15	16	15	14	13
PB	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	15.7	13.4	12.5	11.8	11.2
股息率	0.0%	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼