

公司研究/更新报告

2020年02月16日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.58
合理价格区间(元): 6.01~6.79

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

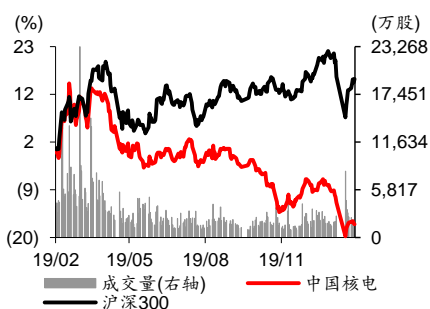
吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

施静 010-56793967
联系人 shi_jing@htsc.com

相关研究

1 《中国核电(601985 SH,买入): 核电行业领军者, 蓄势乘风振翅飞》2019.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

值得关注的核心资产, 估值具有吸引力

中国核电(601985)

值得关注的核心资产, 估值具备吸引力

截至 2019Q3, 公司核电控股装机在全国占比 39%, 短期有望受益于三门 2 号复工+折旧政策调整, 长期则受益于装机持续提升。目前股价处于 2016 年以来低位, 我们预计 2020 年利润有望达到 60.4 亿, 在假设分红比率为 45% 的情况下, 股息率 3.8%, 市盈率 11.8x, 吸引力显现。我们维持 2019 年盈利预测, 上调 2020-21 年归母净利润为 60.4/65.9 亿元 (调整前: 52.9/57.5 亿元), 预计公司 2019~21 年 EPS 0.31/0.39/0.42 元 (调整前: 0.31/0.34/0.37 元), 参考可比公司 2020 年 PE 平均值为 15 倍, 我们给予公司 2020 年 15.5-17.5x 目标 PE, 每股目标价 6.01-6.79 元。

核电装机占全国半壁江山, 短期/长期皆有业绩亮点

截至 2019Q3, 公司共 21 台机组投运, 控股装机 1909 万千瓦, 全国占比 39%。未来业绩亮点突出: 1) 短期来看, 三门 2 号复工+折旧调整驱动 2020 年归母净利润边际增长约 12 亿 (剔除三门核电折旧调整带来的重复计算), 其中三门 2 号复工有望驱动 2020 年归母净利润增长 9.2 亿 (其中折旧政策调整驱动归母净利润增加约 0.6 亿), 折旧政策调整进一步驱动 2020 年归母净利润增长约 3.4 亿元; 2) 长期来看, 公司在建装机容量可观, 2020-21 年将是核电投运小高峰 (每年有 2 台机组投运), 2020-25 年控股装机容量有望增长 764 万千瓦, 驱动公司控股装机在目前基础上增长 40.0%。

2020 年 PE 不足 12 倍, 股息率有望达 3.8%, 估值具备吸引力

2019 年 4 月公司可转债成功发行, 转股价 6.2 元。2019 年股权激励方案落地, 行权价 5.21 元/股。2019 年 12 月公告, 部分董监高拟自 2019.12.4-2020.5.31 每人增持 10-20 万元。目前公司股价仅 4.58 元, 处于 2016 年以来低位, 高管增持彰显对公司未来发展信心。根据公司核电投产规划, 2020-21 年将是核电投运小高峰 (每年有 2 台机组投运), 待密集投产期结束后, 资本开支有望回落, 分红比例有望提升。目前我们保守预测公司 2020 年利润有望达到 60 亿左右, 在假设分红比率为 45% 的情况下, 目前股价对应股息率达到 3.8%, 市盈率仅 11.8 倍, 吸引力显现。

维持买入评级, 目标价 6.01-6.79 元

考虑到三门 2 号已于 2019 年末重新并网发电, 我们维持 2019 年盈利预测, 并适当上调 2020-2021 年归母净利润分别为 60.4/65.9 亿元 (调整前: 52.9/57.5 亿元), 我们预计中国核电 19~21 年 EPS 0.31/0.39/0.42 元 (调整前: 0.31/0.34/0.37 元), 参考可比公司 2020 年 PE 平均值为 15 倍, 考虑到中国核电处于成长期, 龙头效应明显, 应当享受一定溢价, 我们给予公司 2020 年 15.5-17.5 倍目标 PE, 每股目标价 6.01-6.79 元。

风险提示: 项目投产不及预期, 电价下行&补贴下滑风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	15,565
流通 A 股 (百万股)	15,565
52 周内股价区间 (元)	4.43-6.47
总市值 (百万元)	71,290
总资产 (百万元)	343,333
每股净资产 (元)	3.16

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	33,590	39,305	45,648	50,192	55,639
+/-%	11.93	17.02	16.14	9.96	10.85
归属母公司净利润 (百万元)	4,498	4,737	4,900	6,038	6,588
+/-%	0.20	5.32	3.43	23.23	9.12
EPS (元, 最新摊薄)	0.29	0.30	0.31	0.39	0.42
PE (倍)	15.85	15.05	14.55	11.81	10.82

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

不可忽视的核心资产，高成长与低估值兼备 核电行业的半壁江山，值得关注的核心资产

公司核电机组、装机容量占国内核电的半壁江山。截至2019年三季度，公司投入商业运行的核电机组共21台，均为控股机组；控股总装机容量达到1909万千瓦，同比增长33%，全国占比39%（根据中电联数据，截至2019年11月，全国核电装机4874万千瓦）。此外，根据公司公告和中电联披露数据，2019年公司全年核能发电1362.14亿千瓦时，同比增长15.64%，核电发电量在全国占比39%。

图表1：中国核电商运核电机组（截至2019年三季度）

投运机组	投运年份	控股装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	持股比例	其他投资方
秦山一期	1994年	31	22.32	72%	浙能电力28%
秦山二期1号机组	2002年	65	32.5	50%	浙能电力20%
秦山二期2号机组	2004年	65	32.5	50%	中能股份12%
秦山二期3号机组	2010年	66	33	50%	江苏国信资产管理集团
秦山二期4号机组	2011年	66	33	50%	10% 禾曦能源投资6% 皖能股份2%
秦山三期1号机组	2002年	72.8	37.13	51%	禾曦能源投资20%
秦山三期2号机组	2003年	72.8	37.13	51%	中能股份10% 浙能电力10% 江苏新能源开发9%
江苏核电1号机组	2007年	106	53	50%	禾曦能源投资30%
江苏核电2号机组	2007年	106	53	50%	江苏国信资产管理20%
江苏核电3号机组	2018年	112.6	56.3	50%	
江苏核电4号机组	2018年	112.6	56.3	50%	
三门核电1号机组	2018年	125	63.75	51%	浙能电力20%
三门核电2号机组	2018年	125	63.75	51%	中电投核电14% 华电集团10% 中核投资5%
方家山1号机组	2014年	108.9	78.4	72%	浙能电力28%
方家山2号机组	2015年	108.9	78.4	72%	
福清核电1号机组	2014年	108.9	55.54	51%	华电福新能源39%
福清2号机组	2015年	108.9	55.54	51%	福建省投资开发集团
福清3号机组	2016年	108.9	55.54	51%	10%
福清4号机组	2017年	108.9	55.54	51%	
海南昌江1号机组	2015年	65	33.2	51%	华能国际30%
海南昌江2号机组	2016年	65	33.2	51%	华能核电开发19%
合计	/	1909	1019	/	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

短期：三门2号复工+折旧调整驱动2020年业绩高增长

三门核电2号复工有望驱动2020年归母净利润增长9.2亿

根据公司公告，三门核电2号机组因设备缺陷，自2019年初停机检修至11月30日恢复满功率运行，三门核电发电完成情况不及年初预期。

在预期三门核电利用小时达到7500的情况下，全年发电量应为188亿度，实际发电量106.7亿度，较预期低43%，受此影响，三门核电全年亏损额较大，根据公司公告，仅2019年上半年三门核电亏损额高达4.7亿元。

根据我们的测算，2019年三门核电预计亏损额高达8.1亿，2020年盈利则有望恢复至10.0亿，考虑到上市公司对三门核电持股比例为51%，测算得到三门2号复工后，有望驱动2020年业绩较2019年增长9.2亿（其中2H19和2020采用的是新的会计估计政策测算折旧额，会计估计政策的调整驱动三门核电归母净利润增加约0.6亿）。

图表2：三门核电盈利测算

	2019H1	2019E	2020E	2021E	2022E
量价经营数据					
装机容量(万千瓦)	250	250	250	250	250
利用小时	2,094	4,268	7,500	7,500	7,500
发电量(亿千瓦时)	52	107	188	188	188
厂用电率(%)	7.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
售电量(亿千瓦时)	49	99	173	173	173
标杆上网电价(元/度,含税)	0.4203	0.4203	0.4203	0.4203	0.4203
市场化电量比例(%)	25%	32%	40%	45%	52%
市场化折价(元/度,含税)	0.042	0.042	0.042	0.042	0.042
综合上网电价(元/度,含税)	0.410	0.407	0.404	0.401	0.398
收入端					
营业收入(百万元)	1,793	3,607	6,267	6,235	6,190
增值税率(%)	14.5%	14%	13%	13%	13%
增值税返还比例	75%	75%	75%	75%	75%
其他收益-增值税返还(百万元)	189	364	603	600	596
成本项					
营业税金及附加	29	58	100	100	99
经营成本-燃料(百万元)	253	514	993	993	993
经营成本-人工(百万元)	139	294	420	420	420
经营成本-维修(百万元)	204	413	571	571	571
经营成本-乏燃料(百万元)	0	0	0	0	0
经营成本-折旧(百万元)	932	1,586	1,870	1,870	1,870
经营成本-弃置费用(百万元)	43	86	86	86	86
其他(财务费用为主)	851	1,829	1,829	1,750	1,650
利润总额(百万元)	(468)	(808)	1,002	1,046	1,097
所得税率(%)	0%	0%	0%	3%	13%
盈利项					
净利润(百万元)	(468)	(808)	1,002	1,013	960
对归母净利润影响(百万元)	(239)	(412)	511	517	489

注：1) 增值税率降低系2019年上半年调整增值税率所致；2) 所得税方面，按照国家政策，新投产的机组增值税采用三免三减半政策；3) 三门核电盈利增长的核心驱动因素为利用小时，根据公司公告，2019年三门核电发电量为107亿度，伴随着2019年底三门2号的重新并网发电，我们预计2020年发电量有望达到188亿度，同比增长75.7%；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

折旧会计估计调整，驱动2020年归母净利润进一步增长约3.4亿元

2019年三季度末公司发布公告，对折旧会计估计政策进行调整，新版会计估计政策自2019年7月1日起施行，驱动当季税前利润增长3.6亿元，我们预计年化将驱动税前利润增长约14.4亿元，考虑到实施时点，对2020年税前净利润调增幅度约为7.2亿元，对应归母净利润约为3.4亿元。

图表3：综合折旧率测算—中国核电较中国广核更保守

对比维度	中广核电力				中国核电			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
折旧金额 (百万元)	3,133	4,248	6,697	7,387	5,575	6,864	7,938	9,562
固定资产原值 (百万元)	107,023	134,302	185,050	245,062	135,261	165,836	182,318	232,567
综合折旧率 (%)	2.9%	3.2%	3.6%	3.0%	4.1%	4.1%	4.4%	4.1%
折旧/营业收入 (%)	11.7%	12.9%	14.7%	14.5%	21.3%	22.9%	23.6%	24.3%

注：1) 固定资产原值=(期初固定资产原值+期末固定资产原值)/2；2) 综合折旧率=折旧金额/固定资产原值；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新型肺炎疫情预计对核电影响有限：调度优先级高于火电，且目前水电正值枯水期

新型肺炎疫情预计对核电影响有限：调度优先级高于火电，且目前水电正值枯水期。根据《节能发电调度办法(试行)》，在电力调度上，核电作为清洁能源，调度顺序优先于燃煤、燃气、燃油等火电机组。

我们认为，新型肺炎疫情影响之下，全国用电量或将受到一定影响，考虑到核电调度优先级高于火电，且一季度为水电枯水期，水电对核电挤压相对较小，我们预计核电受到的影响相对有限。

长期：2020-21年控股装机增长23.8%，装机容量持续高增长

投产步入高峰期：2020-21年新增控股装机高达454万千瓦，驱动公司核电控股装机容量在目前基础上增长23.8%。目前公司在建的核电机组有6台，分别为福清5/6号机组、田湾5/6号机组、霞浦示范快堆工程(目前属于集团体内)、漳州核电1号，总装机容量为639万千瓦，我们预计于2020-2024年陆续投运。

此外，漳州核电一期项目2号机组已取得建造许可证，“四通一平”等准备工作已完成，我们预计将于2025年投入商运，将新增装机容量125万千瓦。

测算得到，2020-2025年公司控股装机合计增长764万千瓦，驱动公司核电控股装机容量在目前基础上增长40.0%

图表4：中国核电在建/取得建造许可证核电机组(截至2019年三季度)

核电项目	状态	计划商运时间	归属子公司	股权比例	装机容量(万千瓦)	其他投资方
福清核电#5	在建	2020年	福清核电	51%	115	华电福新能源39%， 福建省投资 开发集团10%
福清核电#6	在建	2021年	福清核电	51%	115	
田湾核电站#5	在建	2020年	田湾核电	50%	112	禾曦能源投资30%， 江苏国信 资产管理20%
田湾核电站#6	在建	2021年	田湾核电	50%	112	
霞浦示范快堆	在建	2023年	中核霞浦	55%	60	福能股份20%，长江电 力10%，华能核电开发 10%，宁德国资5%
漳州核电#1	在建	2024/06	漳州核电	51%	125	
合计		/	/	/	639	/
漳州核电#2	已核准	2025/04	漳州核电	51%	125	国家能源 投资集团49%
合计		/	/	/	764	/

注：1) 目前霞浦快堆尚在集团体内，根据霞浦县政府披露信息，霞浦核电于2017年开工；2) 根据公司公告，漳州核电2号机组已核准，较漳州核电1号机组晚10个月开工；

资料来源：公司公告，国家核安全局，华泰证券研究所

股价处于2016年以来低位，高管增持彰显信心

可转债成功发行，转股价6.2元，目前正股价格仅4.59元。公司可转债于2019年4月完发行并于2019年5月上市交易，募集资金78.0亿元。募集资金主要用于田湾5、6号和福清5、6号机组项目。2019年10月21日，核能转债正式进入转股期，转股价格为6.2元，目前正股价格为4.58元（2020年2月14号收盘价）。

股权激励方案出台，行权价格5.21元/股。2018年12月公司董事会审议通过《股票期权激励计划（草案）》，此次激励方案涉及的标的股票数量占股本总额0.80%，激励对象包括公司高管以及对公司经营业绩和持续发展有直接影响和长期贡献的管理和技术骨干，共计539人，行权价格5.21元/股（2019.7.19公告调整后）。

近期董监高增持动作频频，彰显公司发展信心。2019年12月公司公告，部分董监高拟自2019年12月4日至2020年5月31日通过上海证券交易所系统允许的方式增持公司A股社会公众股份，本次增持每人金额将在10-20万元区间。本次增持不设价格区间，将根据公司股票价格波动情况及资本市场整体趋势实施增持计划。我们认为此次增持彰显管理层对公司未来发展的充足信心。

估值具有吸引力：20年PE不足12倍，股息率有望达3.8%

分红率有望持续提升，2020年股息率有望达到3.8%。根据公司核电投产及发展规划，2020-21年将是核电投运小高峰，待项目密集投产期结束后，公司资本开支有望降低，现金流良好，分红和股息率值得期待。

根据公司年报，2016-2018年公司股利支付率保持在38%以上，分别为38.1%、38.8%、39.4%，我们预计2019年分红比例将突破40%。我们保守预测公司2020年利润有望达到60亿左右，在假设分红比率为45%的情况下（前期由于在建装机规模较大，资本开支较高，根据公司年报，2017-18年分红比例分别为38.8%、39.4%，2018年9-11月三门核电两台机组相继投运，资本开支压力相对降低，我们预计2019年分红比例大概率提升至40%以上，根据公司核电建设规划，2020年将再有2台机组投运，资本开支压力进一步降低，我们预计2020年分红比例有望增至45%），股息率达到3.8%，市盈率仅11.8倍（基于2020年2月14日收盘价测算），吸引力显现。

图表5：A股主要水电和核电标的估值对比

可比公司	市值(亿元)	归母净利(亿元)			增速(%)		P/E(x)		P/B(x)		股息收益率			ROE		
	2020/2/15	18A	19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
水电																
长江电力	3876	226	216	228	-5%	6%	18	17	2.6	2.5	4.2%	3.7%	3.9%	16%	14%	14%
国投电力	550	44	49	52	13%	5%	11	11	1.3	1.9	3.1%	3.1%	3.3%	12%	12%	12%
川投能源	394	36	29	33	-18%	13%	13	12	1.5	1.4	3.4%	2.8%	3.1%	14%	11%	11%
华能水电	693	58	51	51	-12%	0%	14	14	1.5	1.4	0.5%	0.4%	0.4%	13%	11%	10%
核电																
中国核电	713	47	49	60	3%	23%	15	12	1.4	1.3	1.9%	2.8%	3.8%	10%	10%	11%
中国广核	1641	87	97	107	12%	10%	17	15	1.7	1.6	2.0%	2.3%	2.5%	12%	10%	11%

注：中国核电为华泰预测，长江电力、国投电力、川投能源、华能水电及中国广核采用Wind一致预期；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

维持买入评级，目标价6.01-6.79元

从PE估值方法出发，我们选取中国广核（A股目前仅有唯一两家核电运营上市公司，中国核电及中国广核）为公司可比公司，此外考虑水电和核电商业模式相似度高，雅砻江水电正处在持续开发建设中，我们额外选取川投能源（持有雅砻江水电48%股权）以及国内水电龙头长江电力为公司可比公司。

考虑到公司公告三门核电2号机组已于2019年末重新并网发电，我们维持2019年盈利预测，并适当上调2020-2021年归母净利润分别为60.4亿元、65.9亿元（调整前：分别为52.9亿元、57.5亿元），我们预计中国核电19~21年EPS 0.31/0.39/0.42元（调整前：分别为0.31/0.34/0.37元），参考可比公司2020年PE平均值为15倍，考虑到中国核电处于成长期，龙头效应明显，应当享受一定溢价，我们给予公司2020年15.5-17.5倍目标PE，每股目标价6.01-6.79元。

图表6：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）		现预测（调整后）		变化幅度	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	48,769	54,511	50,192	55,639	3%	2%
营业成本（百万元）	30,280	34,011	29,886	33,611	-1%	-1%
毛利率（%）	37.9%	37.6%	40.5%	39.6%	+2.6pct	+2.0pct
期间费用率（%）	16.4%	15.7%	17.0%	15.9%	+0.6pct	+0.2pct
净利率（%）	10.8%	10.6%	12.0%	11.8%	+1.2pct	+1.2pct
归母净利润（百万元）	5,287	5,752	6,038	6,588	+14%	+15%
EPS（元）	0.34	0.37	0.39	0.42	+14%	+15%

资料来源：华泰证券研究所

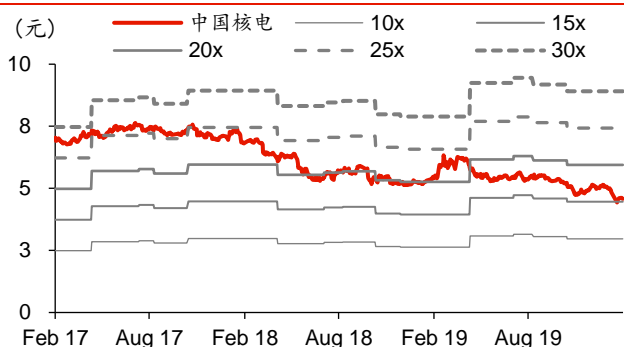
图表7：可比公司估值表（2020/02/14）

公司名称	股票代码	股价		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(x)		数据来源
		2020/02/14	2020/02/14	19E	20E	19E	20E	19E	20E			
中国广核	003816.SZ	3.25	147,716	17	15	1.9	1.8	12%	12%	12%	12%	Wind
长江电力	600900.SH	17.62	387,640	18	17	2.7	2.5	15%	14%	15%	14%	Wind
川投能源	600025.SH	3.85	69,300	14	14	1.5	1.4	11%	11%	11%	11%	Wind
平均值			201,552	16	15	2.0	1.9	12%	12%	12%	12%	
中间值			147,716	17	15	1.9	1.8	12%	12%	12%	12%	
中国核电	601985.SH	4.58	71,290	15	12	1.4	1.3	10%	11%	10%	11%	华泰

资料来源：Wind，华泰证券研究所

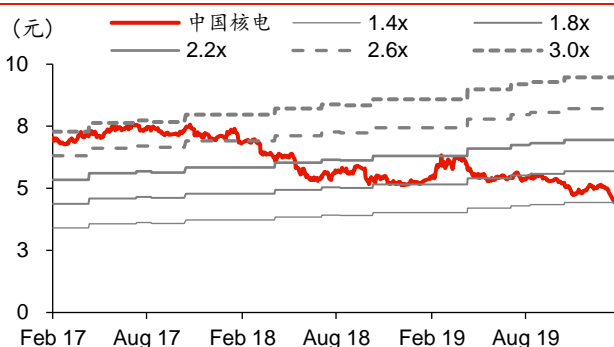
PE/PB - Bands

图表8：中国核电历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：中国核电历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- （1）利用小时数下滑风险：电力供需形势恶化，全社会用电量增速低于预期，带来利用小时数大幅下降的风险。
- （2）电价下降风险：市场电比例超预期提升或者国家政策要求下调电价，都会带来收入端下降的风险。
- （3）新建项目进度不及预期，导致造价偏高。
- （4）增值税退税等财政补贴滑坡，影响当期业绩表现；

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	33,135	34,114	40,397	43,130	48,998
现金	8,461	7,170	8,768	7,874	9,379
应收账款	3,222	4,595	5,336	5,867	6,504
其他应收账款	1,304	937.34	1,089	1,197	1,327
预付账款	4,251	3,251	3,810	4,243	4,772
存货	15,081	17,445	20,667	23,213	26,271
其他流动资产	816.77	717.52	727.61	734.83	743.49
非流动资产	270,057	289,367	316,434	343,901	359,735
长期投资	2,418	2,914	2,914	2,914	2,914
固定投资	130,924	211,260	214,139	257,197	288,156
无形资产	633.64	657.23	677.64	695.31	710.60
其他非流动资产	136,082	74,536	98,703	83,094	67,954
资产总计	303,193	323,481	356,831	387,031	408,732
流动负债	38,570	39,276	45,529	50,957	58,567
短期借款	12,635	6,020	7,904	9,695	11,860
应付账款	11,387	13,328	15,622	17,399	19,568
其他流动负债	14,548	19,928	22,003	23,863	27,139
非流动负债	186,996	200,634	220,641	236,300	240,519
长期借款	169,816	182,670	202,677	218,336	222,555
其他非流动负债	17,180	17,964	17,964	17,964	17,964
负债合计	225,566	239,910	266,170	287,258	299,086
少数股东权益	34,162	37,141	41,200	46,206	51,872
股本	15,565	15,565	15,565	15,565	15,565
资本公积	12,896	12,811	12,811	12,811	12,811
留存公积	14,939	17,993	21,085	25,190	29,398
归属母公司股东权益	43,465	46,430	49,461	53,567	57,775
负债和股东权益	303,193	323,481	356,832	387,031	408,732

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	19,907	23,408	23,728	27,324	30,906
净利润	4,498	4,737	4,900	6,038	6,588
折旧摊销	8,206	9,742	11,268	11,994	13,803
财务费用	4,153	5,267	5,706	6,194	6,521
投资损失	(154.49)	(124.05)	(155.06)	(186.07)	(223.28)
营运资金变动	(563.17)	(182.55)	(1,830)	(1,502)	(1,229)
其他经营现金	3,767	3,969	3,839	4,786	5,446
投资活动现金	(24,395)	(22,752)	(36,443)	(37,538)	(27,676)
资本支出	23,509	23,173	36,518	37,644	27,819
长期投资	708.78	495.08	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	177.05	(916.22)	(75.06)	(106.07)	(143.28)
筹资活动现金	4,910	(2,308)	14,317	9,324	(1,721)
短期借款	596.16	(6,615)	1,884	1,791	2,165
长期借款	17,014	12,855	20,007	15,659	4,218
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.88	(84.43)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,701)	(8,464)	(7,574)	(8,126)	(8,105)
现金净增加额	420.98	(1,652)	1,602	(890.72)	1,508

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,590	39,305	45,648	50,192	55,639
营业成本	20,286	22,893	26,833	29,886	33,611
营业税金及附加	560.37	515.11	730.37	803.08	890.22
营业费用	30.12	45.90	109.56	75.29	83.46
管理费用	1,365	1,388	2,344	2,259	2,226
财务费用	4,153	5,267	5,706	6,194	6,521
资产减值损失	86.67	114.38	136.94	100.38	111.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	154.49	124.05	155.06	186.07	223.28
营业利润	9,441	10,194	10,734	12,789	14,447
营业外收入	75.40	132.34	154.01	169.53	188.13
营业外支出	103.02	311.75	327.34	327.34	327.34
利润总额	9,413	10,014	10,561	12,631	14,308
所得税	1,377	1,478	1,602	1,588	2,053
净利润	8,036	8,536	8,959	11,043	12,254
少数股东损益	3,538	3,800	4,059	5,006	5,666
归属母公司净利润	4,498	4,737	4,900	6,038	6,588
EBITDA	19,362	24,119	26,813	29,077	32,581
EPS (元, 基本)	0.29	0.30	0.31	0.39	0.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.93	17.02	16.14	9.96	10.85
营业利润	52.74	7.98	5.30	19.15	12.96
归属母公司净利润	0.20	5.32	3.43	23.23	9.12
获利能力 (%)					
毛利率	39.61	41.76	41.22	40.46	39.59
净利率	13.39	12.05	10.73	12.03	11.84
ROE	10.69	10.54	10.22	11.72	11.83
ROIC	4.15	5.03	5.03	5.09	5.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.40	74.17	74.59	74.22	73.17
净负债比率 (%)	85.87	85.30	85.76	86.14	85.72
流动比率	0.86	0.87	0.89	0.85	0.84
速动比率	0.47	0.42	0.43	0.39	0.39
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.13	0.13	0.14	0.14
应收账款周转率	9.92	10.06	9.19	8.96	8.99
应付账款周转率	1.74	1.85	1.85	1.81	1.82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.30	0.31	0.39	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.50	1.52	1.76	1.99
每股净资产(最新摊薄)	2.79	2.98	3.18	3.44	3.71
估值比率					
PE (倍)	15.85	15.05	14.55	11.81	10.82
PB (倍)	1.64	1.54	1.44	1.33	1.23
EV_EBITDA (倍)	12.67	10.48	10.19	10.02	9.10

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com