

电量增长加快，业绩增速可观

——中国广核 (003816.SZ) 2020 年半年报点评

跨市场公司简报

◆事件：中国广核发布 2020 年半年报。1H20 公司营业收入 315 亿元，同比增长 18.8%；归母净利润 52.1 亿元，同比增长 3.6%。2Q20 公司营业收入 178 亿元，同比增长 30.1%；归母净利润 36.7 亿元，同比增长 46.6%。

◆单季度电量增速提升：公司阳江 6 号机组（1086 MW）和台山 2 号机组（1750 MW）于 3Q19 投入商运，受机组投产翘尾效应影响，公司 1H20 控股装机同比增长 14.3%。公司 1H20 并表发电量 809 亿千瓦时，同比增长 15.9%；其中 2Q20 并表发电量 443 亿千瓦时，同比增长 24.9%，增速较 1Q19 提升 18.3 个百分点。分地区看，公司广东、福建区域 2Q20 发电量增速改善较为明显，有效推动电量加速增长，公司 2Q20 营收同比增速较 1Q20 提升 23.4 个百分点。

◆增值税退税提升对冲财务费用增加，单季度业绩增速转正：公司 2Q20 其他收益 9.0 亿元，同比增长 2.6 亿元（增幅 39.3%），环比亦大幅增长 6.3 亿元，我们认为主要与增值税退税的季度确认节奏有关。截至 2020 年 6 月底，我们测算公司有息负债规模 2046 亿元，同比减少 203 亿元，降幅 9.0%。2Q20 公司财务费用 21.9 亿元，同比增长 1.9 亿元（增幅 9.5%）。我们推测在有息负债规模降低的情况下，财务费用同比提升主要与 3Q19 机组投入商运利息支出停止资本化有关。总体而言，除发电主业向好外，增值税退税提升对冲财务费用增加，公司 2Q20 归母净利润同比大幅增长 46.6%，增速由负转正（1Q20 同比下滑 39.1%）。

◆盈利预测与投资评级：根据公司 1H20 业绩及有息负债等情况，小幅上调公司 2020-2022 年的预测归母净利润至 100.9、111.1、117.4 亿元（调整前分别为 99.2、109.6、115.3 亿元）。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。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，维持中国广核（A）和中广核电力（H）的“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	64,087	67,835	73,346
营业收入增长率	11.4%	19.8%	5.3%	5.8%	8.1%
净利润（百万元）	8,703	9,466	10,094	11,108	11,744
净利润增长率	-9.0%	8.8%	6.6%	10.0%	5.7%
EPS（元）	0.19	0.19	0.20	0.22	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.2%	10.5%	10.5%	10.8%	10.6%
P/E（A 股）	16	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 8 月 26 日，1 HKD=0.89 CNY

A 股：增持（维持）

H 股：增持（维持）

分析师

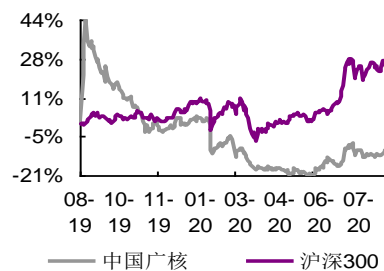
王威（执业证书编号：S0930517030001）
021-52523818
wangwei2016@ebcn.com

于鸿光（执业证书编号：S0930519060001）
021-52523819
yuhongguang@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：504.99
总市值(亿元)：1509.91
一年最低/最高(元)：2.80/5.25
近 3 月换手率：7.93%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.13	-11.66	-38.06
绝对	0.32	9.86	-13.09

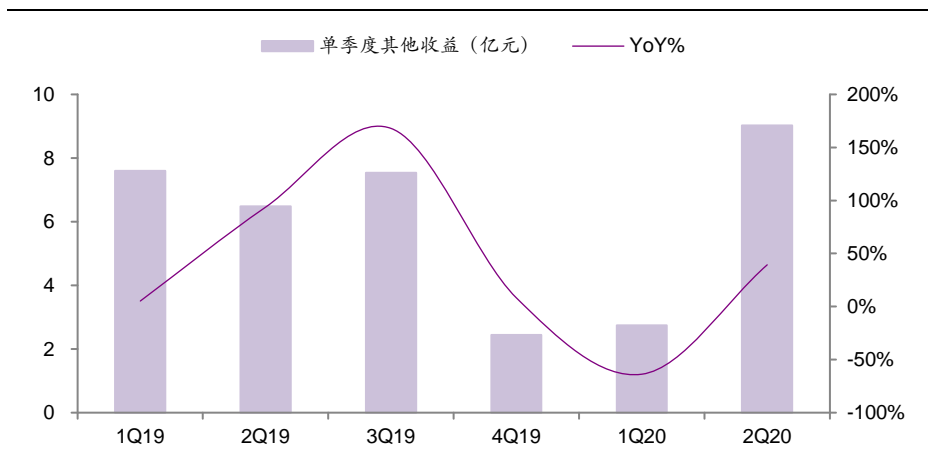
资料来源：Wind

相关研报

业绩稳健增长，分红比例提升——中国广核（003816.SZ）2019 年年报点评
..... 2020-03-27

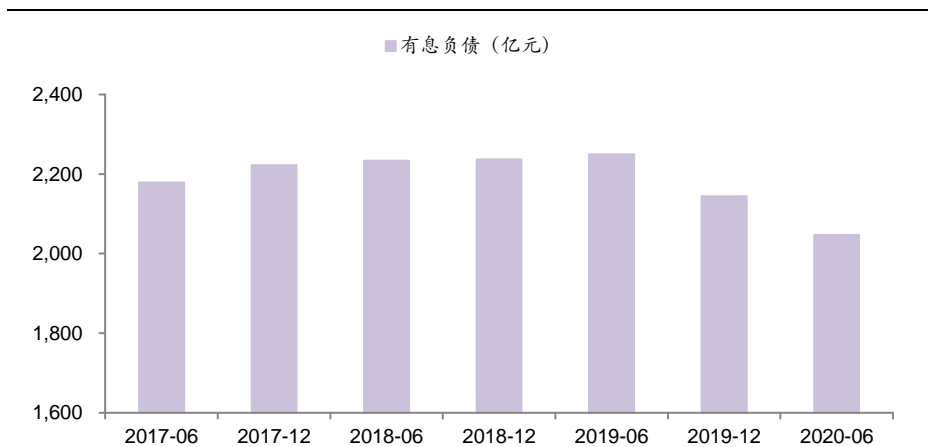
1、附图

图 1：单季度其他收益



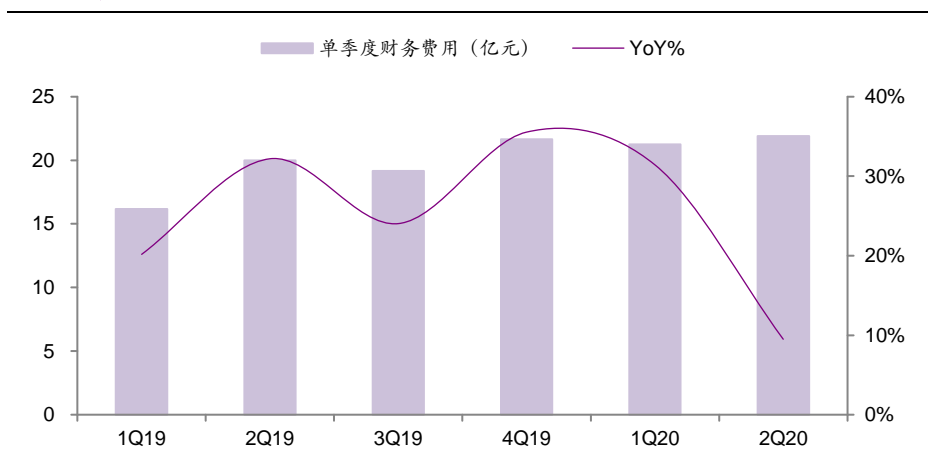
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：有息负债规模



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：单季度财务费用



资料来源：Wind，光大证券研究所

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	64,087	67,835	73,346
营业成本	28,504	35,471	37,319	39,464	43,410
折旧和摊销	7,779	9,921	11,556	12,344	13,209
税金及附加	633	700	737	780	843
销售费用	102	79	83	88	95
管理费用	2,363	2,579	2,716	2,874	3,108
研发费用	1,020	1,483	1,562	1,653	1,787
财务费用	6,001	7,698	7,586	7,677	7,896
投资收益	1,045	1,307	1,307	1,600	1,600
营业利润	14,946	16,588	17,754	19,534	20,651
利润总额	14,899	16,555	17,722	19,501	20,619
所得税	1,218	1,770	1,949	2,145	2,268
净利润	13,682	14,785	15,772	17,356	18,351
少数股东损益	4,979	5,320	5,678	6,248	6,606
归属母公司净利润	8,703	9,466	10,094	11,108	11,744
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	32,959	35,022	36,621
净利润	8,703	9,466	10,094	11,108	11,744
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	-3,299	1,879	2,887
其他	13,196	10,009	14,608	9,692	8,781
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	-19,042	-19,808	-16,891
股本变化	0	5,050	0	0	0
债务净变化	1,743	-8,862	-7,618	-8,093	-4,552
无息负债变化	-2,714	6,113	1,257	1,460	2,652
净现金流	1,285	3,216	-346	1,124	5,640

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	43.9%	41.7%	41.8%	41.8%	40.8%
EBITDA 率	54.4%	54.3%	55.5%	56.0%	54.8%
EBIT 率	38.7%	37.8%	37.5%	37.8%	36.8%
税前净利润率	29.3%	27.2%	27.7%	28.7%	28.1%
归母净利润率	17.1%	15.5%	15.8%	16.4%	16.0%
ROA	3.7%	3.8%	4.0%	4.3%	4.5%
ROE (摊薄)	12.2%	10.5%	10.5%	10.8%	10.6%
经营性 ROIC	5.5%	6.1%	6.3%	6.7%	6.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	69%	65%	63%	60%	58%
流动比率	0.91	0.92	0.94	1.06	1.21
速动比率	0.56	0.65	0.65	0.74	0.85
归母权益/有息债务	0.32	0.42	0.47	0.52	0.57
有形资产/有息债务	1.61	1.76	1.86	1.97	2.08

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	393,548	400,233	412,241
货币资金	15,208	19,572	19,226	20,350	25,991
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6,631	7,484	7,879	8,340	9,017
应收票据	18	669	704	746	806
其他应收款(合计)	908	147	151	155	162
存货	21,372	18,371	19,363	20,514	22,633
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	63,480	66,818	76,344
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	246,320	239,686	237,786
短期借款	16,296	14,263	8,645	2,552	0
应付账款	15,987	19,983	21,025	22,233	24,456
应付票据	2,260	2,618	2,755	2,913	3,204
预收账款	2	0	0	0	0
其他流动负债	965	536	536	536	536
流动负债合计	60,625	67,018	67,567	62,934	63,034
长期借款	179,640	167,860	165,860	163,860	161,860
应付债券	8,488	8,987	8,987	8,987	8,987
其他非流动负债	1,498	2,689	2,689	2,689	2,689
非流动负债合计	194,805	185,663	178,753	176,753	174,753
股东权益	113,126	135,294	147,228	160,547	174,454
股本	45,449	50,499	50,499	50,499	50,499
公积金	6,692	14,647	15,656	16,767	17,941
未分配利润	18,077	23,668	28,915	34,874	41,001
归属母公司权益	71,115	89,802	96,058	103,129	110,430
少数股东权益	42,011	45,492	51,170	57,418	64,024

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.20%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
管理费用率	4.65%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
财务费用率	11.81%	12.65%	11.84%	11.32%	10.77%
研发费用率	2.01%	2.44%	2.44%	2.44%	2.44%
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	0.69	0.73
每股净资产	1.56	1.78	1.90	2.04	2.19
每股销售收入	1.12	1.21	1.27	1.34	1.45

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	16	16	15	14	13
PB	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	15.8	13.5	12.6	12.0	11.4
股息率	0.0%	2.5%	2.6%	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、不与，也将不会与本报告中的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