

【广发海外】中广核电力 (01816.HK)

核电机组效率提升，新产能投放可期

公司评级	持有
当前价格	2.13 港元
合理价值	2.29 港元
前次评级	持有
报告日期	2019-03-14

核心观点:

● 2018 年公司业绩符合预期

2018 年公司实现总营业收入人民币 508.3 亿元，同比增长 11.4%。实现归母公司净利润 87.0 亿元，同比下降 9.0%，扣除 2017 年宁德核电站的重估一次性收益影响后，同比增长 8.0%，基本符合预期。

● 2018 年核电机组运营情况较大提升

2018 年公司全年累计实现上网电量 1,570 亿千瓦时，同比增长 14%，基本符合预期，反映了发电机组效率的提升。2018 年公司累计大修天数 525 天，同比减少了 75 天，平均利用小时数为 7554 小时，同比增加 648 小时。2018 发电量的提升的主要原因是用电需求改善以及电力外送渠道的打开。其中辽宁红沿河机组送华北山东，福建宁德机组送华东浙江的送电渠道进一步打开，红沿河和宁德机组发电量分别同比增长 29.3/11.5%，此外广西全年用电需求增加幅度较大，防城港机组上网电量同比增加了 28%。

● 2019 年新机组稳定投产

2018 年内投产的阳江 5 号（7 月投产）和台山 1 号（12 月投产）机组贡献运作机组容量约 5%，截止 2018 年底，公司共有在运机组 22 台，累计装机容量 24.3GW；在建机组 6 台，总计容量 7.2GW。预计阳江 6 号和台山 2 号机组将于 2019 年下半年先后投产。

● 市场化交易电量增长，折价幅度缩窄

2018 年公司积极开展市场化电量交易市场化交易电量占比 32.6%，同比增长 17 个百分点，市场化交易平均折价幅度要好于预期，广东省折价幅度较 17 年有明显缩窄。预计 2019 年市场化交易规模保持当前水平或略有增长，市场交易折价幅度仍有改善空间。

● 盈利预测和投资评级

2019 年 03 月 14 日中广核电力 (01816.HK) 收盘价为 2.13 港元。我们预测公司 2019/20 年 EPS 为人民币 0.218/0.243 元。由于公司运营稳健，核电机组增长可期，电量需求持续攀升，电价折扣缩窄等正面因素，我们基于 2019 年 9 倍 PE，给予 2.29 港元的合理价值，维持“持有”评级。

● 风险提示

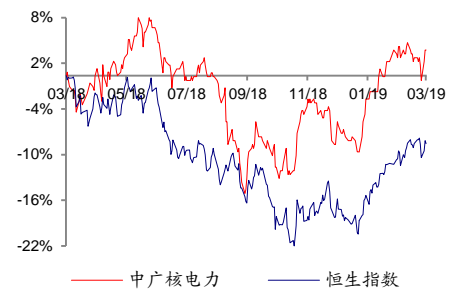
电力供需形势总体宽松；在建机组投产晚于预期；电力市场化所带来的价格回调风险；人民币与港元之间汇率风险。

盈利预测:

	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入(百万CNY)	32476	45010	50207	57243	63495
增长率(%)	42.0	38.6	11.5	14.0	10.9
净利润(百万CNY)	7287	9500	8703	9897	11060
增长率(%)	10.5	30.4	-8.4	13.7	11.7
EPS(CNY/股)	0.160	0.209	0.191	0.218	0.243
市盈率(P/E)	11.3	8.7	8.3	8.2	7.4
市净率(P/B)	1.4	1.2	1.0	1.1	1.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师: 韩玲



SAC 执证号: S0260511030002



SFC CE No. ARI073



021-60750603

hanling@gf.com.cn

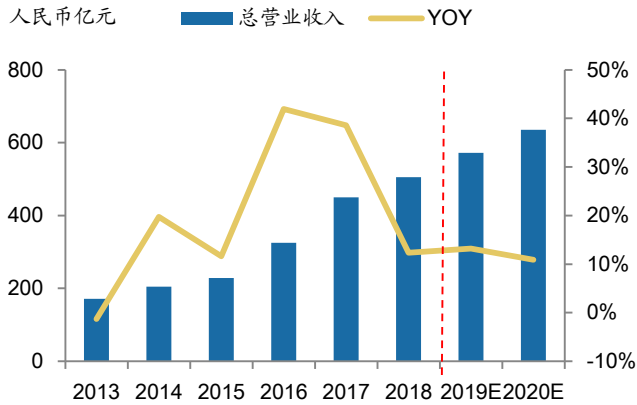
相关研究:

- 【广发海外】中广核电力 (1816.HK): 发电量稳增，美核禁令影响小 2018-10-30
- 【广发海外】中广核电力 (1816.HK): 利用小时同比上升，市场交易占比扩大 2018-08-26
- 【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 2018-07-12

2018 年公司业绩符合预期

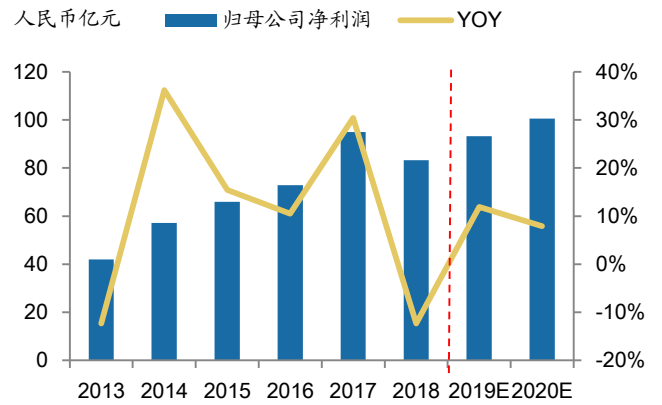
2018年公司共实现总营业收入508.3亿元，同比增长11.4%，实现归母公司净利润87.0亿元，同比下降9.0%，在扣除宁德核电站的重估的一次性收益影响后，归母净利润同比增长8%基本符合我们之前的预期。

图 1：2013-2020E公司营业收入和同比增速



数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

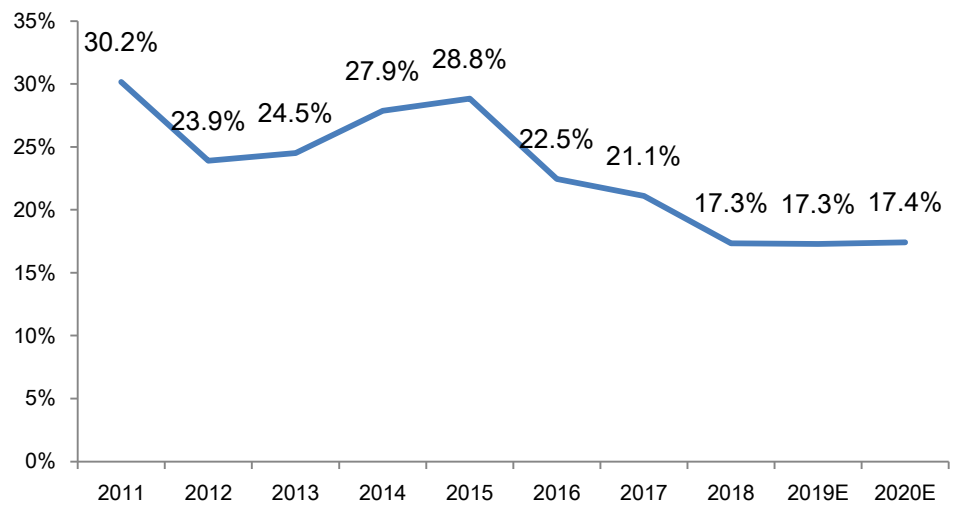
图 2：2013-2020E归母净利润和同比增速



数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

2018年公司未扣除少数股东损益的净利率为27.1%，自公司积极开展电量市场化交易以来，公司净利率有轻微下降，但售电量显著增长，总体而言公司业绩持续走高。

图 3：2011-2020E净利率（并表总净利润/并表总收入）



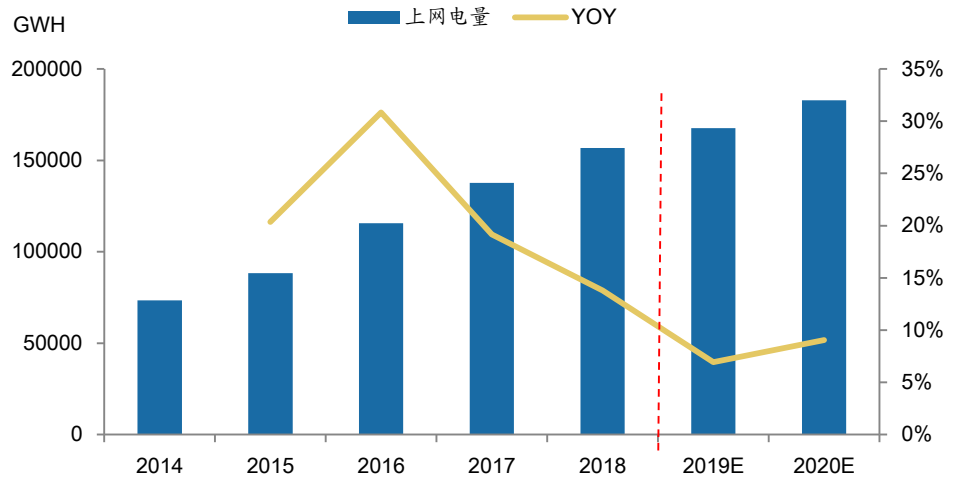
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

2018 年核电机组运营情况较大提升

利用小时数大幅提升

2018年公司全年累计实现上网电量1,570亿千瓦时，同比增长14%，基本符合预期，发电量增长反映了发电机组效率的提升。

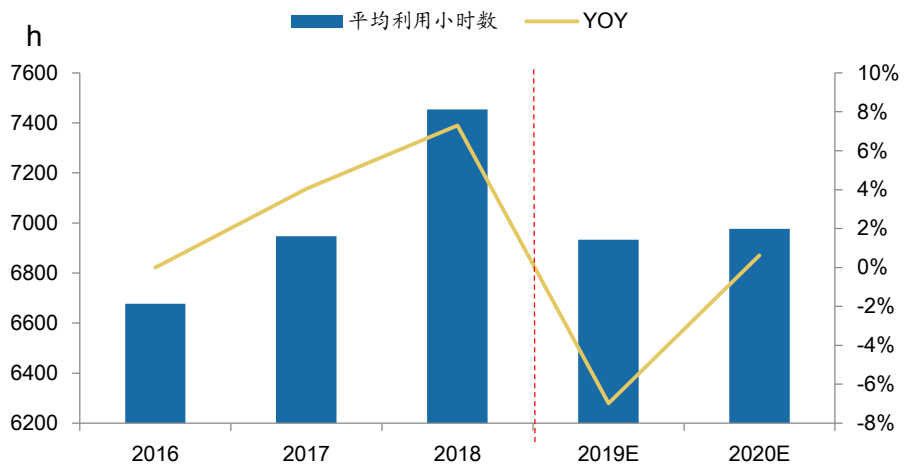
图 4：2014-2020E上网电量和同比增速



数据来源：公司经营业绩公告，广发证券发展研究中心

2018年公司累计大修天数525天，同比减少了75天，平均利用小时数为7554小时，同比增加648小时。根据往年大修安排进程和大修间隔周期推断，我们预计2019年大修天数会有所增加，年平均利用小时数会由所下降，但由于装机容量增加发电量仍保持增长。

图 5：2016-2020E利用小时数和同比增速



数据来源：公司经营业绩公告，广发证券发展研究中心

用电需求改善，电力外送渠道进一步打开

公司2018年积极开展电力外送渠道，其中辽宁红沿河机组送华北山东，福建宁德机组送华东浙江的送电渠道进一步打开，显著扩大了电力需求。受此举措带动，2018年红沿河和宁德机组发电量分别同比增长29.3/11.5%。此外广西全年用电需求增加幅度较大，防城港机组上网电量同比增加了28%。

表 1: 各机组2015-2020E上网电量 (GWH)

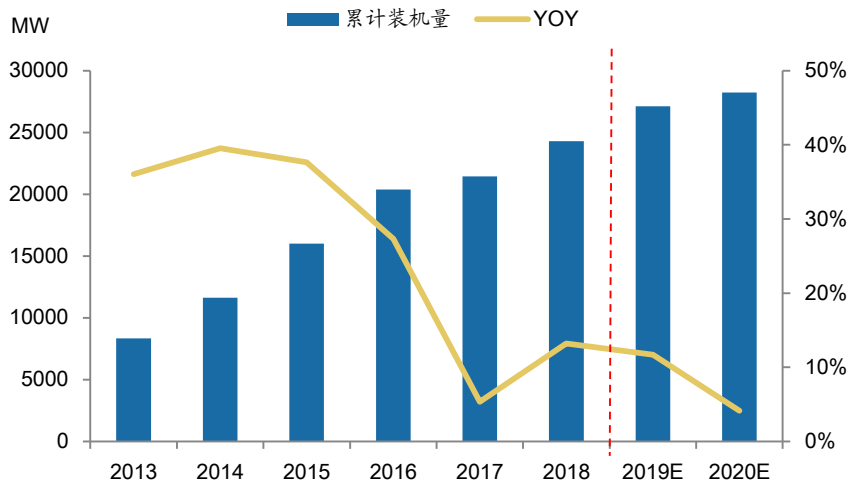
	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
大亚湾核电站	14774.85	14526.04	15720.17	15751.48	14486.33	15376.26
YOY	1.91%	-1.68%	8.22%	0.20%	-8.03%	6.14%
岭澳核电站	14774.85	15222.19	14741.28	14260.61	14555.57	14556.09
YOY	-2.38%	3.03%	-3.16%	-3.26%	2.07%	0.004%
岭东核电站	15875.11	15210.66	15197.19	16125.83	15963.33	15029.24
YOY	0.79%	-4.19%	-0.09%	6.11%	-1.01%	-5.85%
阳江核电站	12151.68	21583.11	29962.65	35138.39	39911.09	46333.49
YOY	78.88%	77.61%	38.82%	17.27%	13.58%	16.09%
宁德核电站	0	9014.11	11782.05	15081.6	14589.98	15420.66
YOY	---	---	30.71%	28.00%	-3.26%	5.69%
红沿河核电站	18225.59	22336.44	28469.37	31732.44	29358.23	30175.13
YOY	68.73%	22.56%	27.46%	11.46%	-7.48%	2.78%
台山核电站	0	0	0	684.09	16142.44	20938.69
YOY	---	---	---	---	2259.69%	29.71%
防城港核电站	12591.41	17691.03	21862.17	28270.15	22598.6	24935.85
YOY	20.79%	40.50%	23.58%	29.31%	-20.06%	10.34%

数据来源：公司经营业绩公告、广发证券发展研究中心

2019 年新机组稳定投产

2018年7月阳江5号核电站投产，装机容量1087兆瓦，另外台山核电1号机组，装机容量1750兆瓦，于2018年12月投产，两台新增机组于2018年共贡献有效运作机组容量同比增长约5%。截止2018年底，公司共有在运机组22台，累计装机容量24.3GW；在建机组6台，总计容量7.2GW。预计阳江6号和台山2号机组将于2019年下半年先后投产，进一步提高公司发电能力。

图 6: 2013-2020E 累计装机量和同比增速



数据来源: 公司经营业绩公告, 广发证券发展研究中心

表 2: 截至2018年底公司在建机组概况

机组名称	省份	容量 (MW)	预计投产时间
阳江 6 号机组	广东	1086	2019
红沿河 5 号机组	辽宁	1119	2020
红沿河 6 号机组	辽宁	1119	2020
台山 2 号机组	广东	1750	2019
防城港 3 号	广西	1080	2020
防城港 4 号	广西	1080	2020

数据来源: 公司经营业绩公告, 广发证券发展研究中心

市场化交易电量增长, 折价幅度缩窄

2018年公司积极开展市场化电量交易市场化交易电量占比32.6%, 同比增长17个百分点, 其中广东省市场交易折价幅度明显好于2017年。公司披露2018年平均市场交易电价0.35元, 高于2017年0.34元, 预计2019年市场化交易规模保持当前水平, 折价幅度会有一定改善。

盈利预测和投资评级

2019年3月14日中广核电力(01816.HK)收盘价为2.13港元。我们认为: 公司未来新机组将持续稳定投放, 并且通过推进市场化交易和开展下游营销策略共同拓展了市场需求, 提升了整体核电设备的平均利用小时数, 公司经营运营稳健, 业绩增厚可期。我们预测公司2019/20年EPS为人民币0.218/0.243元。

我国核电行业准入门槛较高, 目前我国正式核准的核电项目基本由中核集团、中广核集团和中电投集团负责控股开发和运营。以国内现有的所有在役核电项目来看,

我国核电行业基本形成：中广核集团和中核集团两家企业寡头竞争的市场格局。而港股中广核电力几乎是港股唯一以核电为核心的上市平台，A股则是中国核电（601985.SH），随着核电从2016年走向市场化，上网电价持续走低，但利用小时数和发电机组效率持续提升。目前来看相比其他新能源，核电具有低成本，高效率 and 效益稳定的特点，首先核电发电成本目前低于风电和光伏，另外机组运作效率无需面对调峰储能和特殊气候天气影响。2019年公司共有6个在建项目，现在核电项目审批周期拉长，若审批重开，新项目预计会在3-5年后投产。但就最近3年来看，公司业绩有一个十分清晰的稳步增长模式。

我们选取几家A股、H股的核电相关运营商和电力运营商（见表3），综合考虑公司较高的行业壁垒、稀缺性以及核电行业的经营稳定性和增长性等特点，我们基于2019年9倍PE，给予2.29港元每股的合理价值，维持“持有”评级。

表 3：主要电力上市公司和核电行业公司估值情况（股价为 2019 年 3 月 14 日最后收盘价）

公司名称	公司代码	股价	股价 币种	EPS (人民币)				PE			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
中广核电力	01816.HK	2.13	港币	0.209	0.191	0.218	0.243	8.7	9.5	8.4	7.5
龙源电力	00916.HK	6.01	港币	0.459	0.591	0.653	0.690	10.8	8.7	7.9	7.4
中国核电	601985.SH	5.94	人民币	0.289	0.326	0.410	0.466	23.7	18.2	14.5	12.7
中国电力	02380.HK	1.88	港币	0.100	0.117	0.207	0.256	20.2	13.8	7.8	6.3

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：除龙源电力 EPS 为广发证券研究中心预测外，表中公司 EPS 均为 Wind 一致预测

风险提示

电力供需形势总体宽松。

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					现金流量表		单位: 人民币百万元				
至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E	至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E		
现金及现金等价	8457	10316	15208	16028	12699	税前利润	9577	13841	14899	16797	18827		
应收帐款	20108	24279	12686	17459	19684	折旧与摊销	4727	7126	7127	7569	7734		
库存	13138	19739	21372	25187	31748	净利息费用	3857	6080	5689	6007	5976		
其他流动资产	2122	2035	6122	2232	2339	运营资本变动	(450)	2099	2099	2599	3599		
流动资产总计	43825	56369	55388	60906	66469	税金	(653)	(1327)	(1218)	(1680)	(1883)		
固定资产	216509	277284	285475	300235	315815	其他经营现金流	(306)	(1023)	(655)	(1215)	(1822)		
无形资产	3066	4114	5139	5139	5139	经营活动产生的现金流	16753	26797	27941	30077	32431		
其他长期资产	24234	21759	22554	22674	26464	购买固定资产净值	(17644)	(19020)	(18019)	(18019)	(18018)		
长期资产总计	243809	303158	313168	328048	347418	投资减少/增加	126	(470)	(560)	(560)	(560)		
总资产	287634	359527	368556	388954	413887	其他投资现金流	(1725)	(5037)	(5948)	(8350)	(16350)		
应付帐款	6200	8175	19681	9107	8953	投资活动产生的现金流	(19243)	(24527)	(24527)	(26929)	(34928)		
短期债务	35029	31057	34591	59047	76353	净增权益	3189	20634	10593	3403	3899		
其他流动负债	23939	21422	6353	6861	7890	净增债务	66644	51258	(1564)	16995	21034		
流动负债总计	65168	60654	60625	75015	93196	支付股息	(3299)	(2281)	(2611)	(2969)	(3318)		
长期借款	135466	190508	188128	190128	192128	其他融资现金流	(67122)	(69862)	(5039)	(13795)	(22427)		
其他长期负债	5102	5831	6677	7283	8136	融资活动产生的现金流	(588)	(250)	1379	(2428)	(812)		
长期负债总计	140567	196339	194805	197411	200264	期初现金	(3078)	2020	4792	720	(3309)		
股本	45449	45449	45449	45449	45449	现金变动	11381	8457	10316	15208	16028		
储备	12409	20389	25666	28567	32466								
股东权益	57858	65838	71115	74016	77915								
少数股东权益	25364	36695	42011	42513	42513								
总负债及权益	288957	359527	368556	388954	413887								

主要财务比率

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	49	52	50	50	48
息税前利润率(%)	35	36	36	36	36
税前利润率(%)	30	31	30	29	30
净利率(%)	22	21	17	22	21
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.9	0.9	0.8	0.7
利息覆盖率(倍)	2.9	2.7	3.2	3.5	3.8
净权益负债率(%)	227	227	189	206	219
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4
估值					
市盈率(倍)	11.3	8.7	8.3	8.2	7.4
市净率(倍)	1.4	1.2	1.0	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	5.7	3.6	3.4	3.2	2.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	14.6	13.3	12.4	12.3
周转率					
存货周转天数	1383	1816	2042	2062	2273
应收帐款周转天数	149	178	133	95	105
应付帐款周转天数	397	538	1192	1115	585
回报率					
股息支付率(%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	12.9	14.4	12.2	13.4	14.2
资产收益率(%)	2.5	2.6	2.4	2.5	2.7

利润表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E
销售收入	32453	44989	50195	57194	63446
销售费用	(18096)	(25406)	(28504)	(32350)	(36171)
经营费用	(3114)	(3259)	(3624)	(4064)	(4508)
息税折旧前利润	15992	23471	25206	28398	30501
折旧及摊销	(4727)	(7126)	(7127)	(7569)	(7734)
经营利润(息税前利润)	11265	16345	18079	20829	22767
净利息收入/(费用)	(3857)	(6080)	(5689)	(6007)	(5976)
其他收益/(损失)	2169	3577	2510	1975	2035
税前利润	9577	13841	14899	16797	18827
所得税	(653)	(1327)	(1218)	(1680)	(1883)
少数股东权益	(1638)	(3014)	(4979)	(5220)	(5884)
净利润	7287	9500	8703	9897	11060
核心净利润	7287	9500	8703	9897	11060
每股收益(人民币元)	0.160	0.209	0.191	0.218	0.243
收入增长(%)	42	39	12	14	11
息税前利润增长(%)	22	45	11	15	9
每股收益增长(%)	11	30	(8)	14	12

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，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年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，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、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘娇：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，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。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加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。
- 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	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路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	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。