



中信证券研究部

核心观点



李想
首席公用分析师
S1010515080002



武云泽
公用分析师
S1010519100003

公司第三季度归母净利润 29.8 亿元，同比下滑 9.1%，主因是台山 1#机组首次换料大修影响发电量与成本，且增值税退税收益同比下行。预计公司 4Q2020 电量有望恢复同比微增。略微下调公司 2020~2022 年归母净利润预测至 98/107/118 亿元，对应动态 PE 为 7/7/6 倍，维持“买入”评级。

■ **第三季度 EPS 0.06 元。**公司前三季度营收 499.0 亿元，同比增长 15.7%，归母净利润 81.8 亿元，同比下降 1.4%，累计 EPS 为 0.16 元，同比下降 10.1%；分季度看，公司第三季度营收 183.9 亿元，同比增长 10.7%，归母净利润 29.8 亿元，同比下降 9.1%，单季 EPS 为 0.06 元，同比下降 15.1%。公司业绩基本符合预期。

■ **单季电量受大修影响，预计四季度恢复增长。**前三季度，公司累计发电量 1,485.1 亿千瓦时，同比增长 7.6%，主要受益于上年两台机组投运。第三季度，公司发电量 523.0 亿千瓦时，同比下滑 1.2%，下滑的主因是台山 1#机组在期内完成首次换料大修，导致台山项目单季发电量同比下滑 33.7%或 19.4 亿千瓦时。展望 4Q2020，公司预计将完成 8 次大修，较 4Q2019 的 6 次大修（其中 2 次自 2019 年三季度开始）同比略有增加，我们因此预计公司 4Q2020 发电量或同比微增。公司机组储备逐渐壮大：2H2021，预计红沿河 5#机组将投运；2022 年或有 3 台新机组投运；惠州和苍南各 2 台机组也已获得核准，有望贡献后续增量。

■ **大修影响发电业绩，增值税退税继续下行。**公司第三季度营业收入同比增长 10.7%，高于电量增速，主因是工程公司对惠州核电、苍南核电和海上风电项目的收入大幅增加。公司单季毛利率 39.3%，同比下滑 7.2 个百分点，我们认为一方面是由于工程业务毛利率偏低，另一方面是台山 1#机组首次大修且 2#机组于 2019 年 9 月投运后方开始费用化，导致成本同比增加。公司前三季度其他收益 15.6 亿元，同比下滑 27.7%；第三季度其他收益 3.9 亿元，同比下滑 48.8%，主因是受疫情影响，收到的增值税退税同比减少。

■ **负债率下行，现金流稳定。**公司单季财务费用 18.2 亿元，同比减少 5.2%，尽管期内台山 2#机组仍有 2 个月的利息费用化翘尾增长，但整体财务费用已开始下行，体现优异的融资管控。公司期末资产负债率 63.4%，同比下降 2.9 个百分点。公司累计经营现金流净额 251.2 亿元，同比增长 2.3%，高于业绩增速。

■ **风险因素：**利用小时数低于预期，电价低于预期，装机进度不达预期，广东机组参与市场化交易方式或变更。

■ **投资建议：**参考公司三季报，下修机组全年利用小时数假设，将公司 2020~2022 年发电量增速预测由前次的 10%/1%/8%微调至 7%/3%/9%，将 2020~2022 年 EPS 预测下调 6%/3%/2%至 0.19/0.21/0.23 元，现价对应动态 PE 为 7/7/6 倍。维持“买入”评级。

中广核电力 01816.HK

评级 买入（维持）

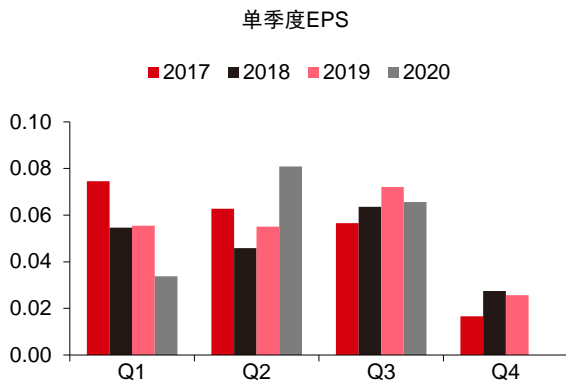
当前价	1.64 港元
总股本	50,499 百万股
港股流通股本	11,164 百万股
52 周最高/最低价	2.12/1.52 港元
近 1 月绝对涨幅	3.14%
近 6 月绝对涨幅	-11.49%
近 12 月绝对涨幅	-16.24%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	50,828	60,875	62,631	65,918	70,139
营业收入增长率	11.4	19.8	2.9	5.2	6.4
净利润(百万元)	8,703	9,466	9,762	10,682	11,811
净利润增长率	5.2	11.0	4.5	10.7	10.6
每股收益 EPS(基本)(元)	0.19	0.19	0.19	0.21	0.23
净资产收益率 ROE%	12.2	10.5	10.2	10.5	10.9
PE	8	8	7	7	6
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

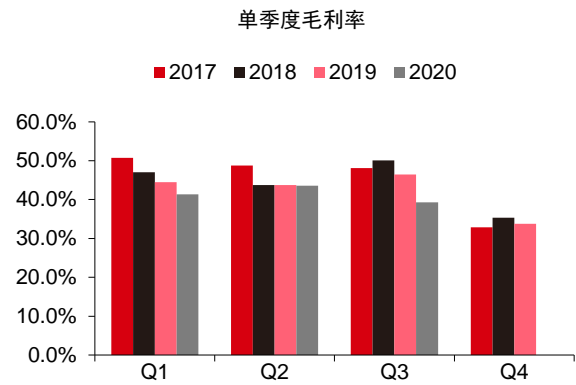
注：股价为 2020 年 10 月 27 日收盘价

图 1: 2017~2020 年单季度 EPS (元)



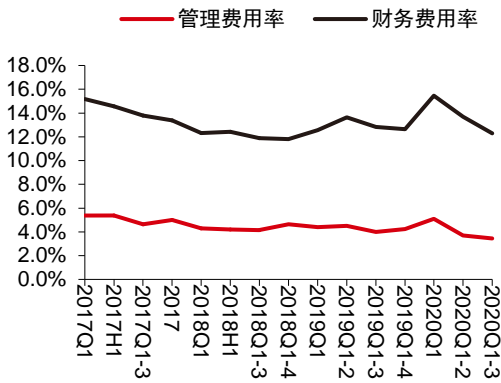
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 2017~2020 年单季度毛利率 (%)



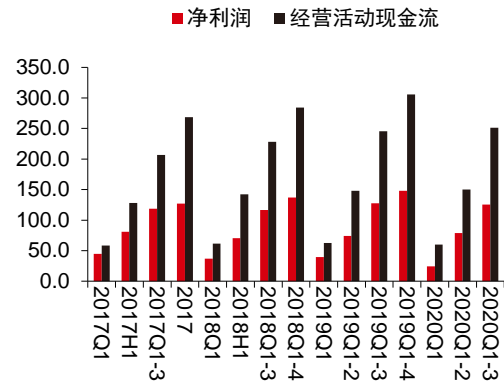
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 2017~2020 年期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 2017~2020 年净利润及经营活动现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 1: 公司季度财务数据汇总

单位: mn		2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	3Q2020	%同比	%环比
营业收入	mn	13,647	16,616	17,736	13,747	17,760	18,389	10.7%	3.5%
营业成本	mn	7,681	8,897	11,744	8,063	10,027	11,169	25.5%	11.4%
毛利	mn	5,966	7,719	5,992	5,683	7,734	7,219	-6.5%	-6.7%
税金及附加	mn	161	173	183	150	165	133	-22.9%	-19.4%
销售费用	mn	15	22	25	18	7	14	-36.7%	89.1%
管理费用	mn	631	528	854	701	465	554	5.1%	19.3%
财务费用	mn	1,999	1,917	2,165	2,125	2,189	1,817	-5.2%	-17.0%
资产减值损失	mn	0	0	-30	0	0	0		
投资净收益	mn	204	383	284	77	345	568	48.2%	64.5%
公允价值变动净收益	mn	7	-3	10	-3	21	-2	-38.0%	-108.0%
营业利润	mn	3,902	6,141	2,074	2,931	6,051	5,499	-10.5%	-9.1%
营业外收入	mn	3	1	11	2	7	5	252.6%	-29.6%
营业外支出	mn	7	8	34	3	37	6	-23.5%	-82.8%
利润总额	mn	3,899	6,135	2,051	2,930	6,021	5,497	-10.4%	-8.7%
所得税	mn	412	797	29	498	592	798	0.1%	34.8%
净利润		3,487	5,338	2,022	2,432	5,429	4,700	-12.0%	-13.4%
少数股东损益	mn	982	2,062	854	899	1,757	1,720	-16.6%	-2.1%
归属于母公司所有者的净利润	mn	2,504	3,276	1,167	1,533	3,672	2,979	-9.0%	-18.9%
基本每股收益	mn	0.06	0.07	0.02	0.03	0.07	0.06	-14.8%	-19.0%
	mn								
% 毛利率		43.7%	46.5%	33.8%	41.3%	43.5%	39.3%		
% 管理费用率	%	4.6%	3.2%	4.8%	5.1%	2.6%	3.0%		
% 财务费用率	%	14.6%	11.5%	12.2%	15.5%	12.3%	9.9%		
% 净利润率	%	18.4%	19.7%	6.6%	11.2%	20.7%	16.2%		

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

■ 相关研究

- 中广核电力 (01816) 2020 年中报点评--装机电量稳健增长, 电价企稳利好估值
(2020-08-27)
- 中广核电力 (01816) 2019 年年报点评--机组投运驱动业绩增长, 股息具有吸引力
(2020-03-26)
- 中广核电力 (01816.HK) 2019 年业绩快报点评--机组投运驱动业绩增长, 疫情影响料有限
(2020-02-28)

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,828	60,875	62,631	65,918	70,139
营业成本	28,504	35,471	36,446	38,142	40,469
毛利率	43.92%	41.73%	41.81%	42.14%	42.30%
营业税金及附加	633	700	752	791	842
销售费用	102	79	81	86	91
营业费用率	0.20%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
管理费用	2,363	2,579	2,630	2,769	2,946
管理费用率	4.65%	4.24%	4.20%	4.20%	4.20%
财务费用	6,001	7,698	8,426	8,010	7,672
财务费用率	11.81%	12.65%	13.45%	12.15%	10.94%
投资收益	1,045	1,307	1,232	1,258	1,286
营业利润	14,946	16,588	17,327	19,179	21,206
营业利润率	29.40%	27.25%	27.66%	29.10%	30.23%
营业外收入	8	18	0	0	0
营业外支出	54	51	0	0	0
利润总额	14,899	16,555	17,327	19,179	21,206
所得税	1,218	1,770	2,079	2,493	2,757
所得税率	8.17%	10.69%	12.00%	13.00%	13.00%
少数股东损益	4,979	5,320	5,486	6,003	6,638
归属于母公司股东的净利润	8,703	9,466	9,762	10,682	11,811
净利率	17.12%	15.55%	15.59%	16.21%	16.84%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	15,208	19,572	18,789	19,775	28,015
存货	21,372	18,371	23,102	21,965	24,478
应收账款	6,631	7,484	7,700	8,104	8,623
其他流动资产	12,177	16,497	16,516	16,553	16,599
流动资产	55,388	61,923	66,107	66,397	77,715
固定资产	210,850	256,955	262,715	267,407	278,604
长期股权投资	10,203	11,199	11,436	11,692	11,968
无形资产	4,720	4,937	4,717	4,486	4,169
其他长期资产	87,395	52,961	51,138	49,863	36,529
非流动资产	313,168	326,052	330,007	333,447	331,271
资产总计	368,556	387,975	396,114	399,844	408,986
短期借款	16,296	14,263	15,890	5,911	0
应付账款	15,987	19,983	20,129	21,412	22,663
其他流动负债	28,342	32,771	32,892	33,012	33,208
流动负债	60,625	67,018	68,912	60,336	55,871
长期借款	188,128	176,847	171,847	171,847	171,847
其他长期负债	6,677	8,817	8,817	8,817	8,817
非流动性负债	194,805	185,663	180,663	180,663	180,663
负债合计	255,430	252,681	249,575	240,999	236,534
股本	45,449	50,499	50,499	50,499	50,499
资本公积	3,351	10,702	10,702	10,702	10,702
归属于母公司所有者权益合计	29,104	44,310	44,584	44,883	45,214
少数股东权益	42,011	45,492	50,978	56,981	63,619
股东权益合计	71,115	89,802	95,561	101,864	108,833
负债股东权益总计	368,556	387,975	396,114	399,844	408,986

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	14,899	16,555	17,327	19,179	21,206
所得税支出	-1,218	-1,770	-2,079	-2,493	-2,757
折旧和摊销	7,779	9,921	11,282	11,816	12,452
营运资金的变化	2,991	-1,598	-4,699	2,099	-1,632
其他经营现金流	3,957	7,491	7,194	6,752	6,386
经营现金流合计	28,410	30,599	29,024	37,353	35,655
资本支出	-16,631	-15,653	-15,000	-15,000	-10,000
投资收益	473	1,488	1,232	1,258	1,286
其他投资现金流	-224	-471	-237	-256	-276
投资现金流合计	-16,382	-14,637	-14,005	-13,998	-8,990
发行股票	0	12,411	0	0	0
负债变化	1,884	-9,631	-5,000	0	0
股息支出	-3,355	-3,838	-4,002	-4,380	-4,843
其他融资现金流	-9,439	-11,765	-6,800	-17,989	-13,583
融资现金流合计	-10,910	-12,823	-15,802	-22,369	-18,426
现金及现金等价物净增加额	1,118	3,139	-782	986	8,240

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	11.4	19.8	2.9	5.2	6.4
营业利润增长率	5.2	11.0	4.5	10.7	10.6
净利润增长率	-9.0	8.8	3.1	9.4	10.6
毛利率	43.9	41.7	41.8	42.1	42.3
EBITDA Margin	53.1	52.5	54.3	54.5	54.5
净利率	17.1	15.5	15.6	16.2	16.8
净资产收益率	12.2	10.5	10.2	10.5	10.9
总资产收益率	2.4	2.4	2.5	2.7	2.9
资产负债率	69.3	65.1	63.0	60.3	57.8
所得税率	8.2	10.7	12.0	13.0	13.0
股利支付率	38.6	40.5	41.0	41.0	41.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行家的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。