

证券研究报告

电力

强于大市（维持）

证券分析师

严家源

投资咨询资格编号:S1060518110001
电话 021-20665162
邮箱 YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

中广核电力：电量增速符合预期，静待回归A股

事项：

2019年1月4日，中广核电力发布2018年第四季度运营简报，1至12月份运营管理的核电机组总上网电量约为1570.45亿千瓦时，同比增长14.02%。

平安观点：

- **除岭澳外，所有核电站上网电量均实现正增长：**公司控股的7个核电站中，除岭澳核电站上网电量同比下降3.26%以外，均实现了正增长。其中，宁德核电4台机组同比增长11.46%；阳江核电5号机7月12日商运，5台机组相比上年4台机组的上网电量增长17.27%；防城港核电受益于广西省电力市场化交易促进消纳政策，上网电量同比增长28.00%；此外，联营公司辽宁红沿河核电站的消纳情况也呈现大幅改善态势，其上网电量同比增长29.31%。
- **台山投产进度略迟于预期，大机组增量可期：**与AP1000全球首堆三门1号机的情况类似，作为欧洲第三代核反应堆技术EPR的全球首堆，台山核电1号机投产时间多次延期，在2018年末的12月13日终于具备商运条件，比预期的第三季度末、第四季度初略有延迟。但台山1、2号机组的单台装机容量达到175万千瓦，比现有的二代加反应堆100-110万千瓦左右的装机容量高出约59%-75%，两台机组的出力就可超过目前的三台机组，未来将为公司提供显著的发电增量。
- **盈利预测：**作为纯粹的核电运营商，中广核电力的营收将随着在建机组的投产稳定增长。因台山1号机的投产进度略迟于预期、且在建机组也可能出现类似情况，我们调整对公司的盈利预测，预计18/19/20年EPS分别为0.19/0.22/0.25元（前值0.21/0.24/0.25元），对应1月4日收盘价的PE分别为8.3/7.2/6.3倍。考虑公司拟首次公开发行不超过50.50亿股A股（即不超过发行后总股本的10%），若按照最大发行量考虑，预计公司18/19/20年EPS分别为0.17/0.20/0.23元，对应PE分别为9.2/7.9/7.0倍。
- **风险提示：**1、核安全事故：任何一起核事故均可能导致全球范围的停运、缓建；2、政策变化：部分地区目前仍处于电力供大于求的状态；3、新技术遇阻：如果示范项目出现问题，将影响后续机组的批复和建设；4、电价调整：电力市场化交易将拉低平均上网电价；5、汇兑损失：人民币汇率波动使公司在外汇结算时可能面临汇兑风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2019-01-04	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E		2020E
中广核电力	1816	1.83	0.21	0.19	0.22	0.25	7.6	8.3	7.2	6.3	暂无

注：股价单位为原始货币，EPS 单位为人民币，PE 按照当日汇率换算

图表1 2018-2022 年中广核电力销售电力业务营收预测

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
装机容量-管理机组 (万 kW)	2147.00	2430.60	2714.20	2826.10	2938.00	3174.00
装机容量-控股机组 (万 kW)	1699.40	1983.00	2266.60	2266.60	2266.60	2502.60
装机容量-权益机组 (万 kW)	1257.80	1413.51	1569.23	1611.91	1654.58	1798.54
上网电量-管理机组 (亿 kWh)	1377.35	1570.45	1744.38	1914.36	2024.32	2148.40
上网电量-控股机组 (亿 kWh)	1158.73	1287.74	1492.01	1628.55	1654.35	1778.27
平均利用小时-控股机组 (h)	7250	6919	7021	7662	7787	7585
平均上网电价-控股机组 (元/kWh, 含税)	0.4158	0.4057	0.4068	0.4079	0.4081	0.4073
销售收入-控股机组 (亿元)	481.78	522.38	606.94	664.36	675.08	724.35
增值税税率	17%	17%	17%	17%	17%	17%
营业收入 (亿元)	415.43	450.48	522.75	571.83	582.99	625.10
营业成本 (亿元)	218.49	247.33	286.48	305.75	315.08	345.25

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 2018-2022 年中广核电力主要财务指标 (不考虑 A 股 IPO)

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	45,638	49,066	56,240	61,095	62,159	66,318
YoY(%)	38.2	7.5	14.6	8.6	1.7	6.7
归母净利润(百万元)	9,625	8,760	10,073	11,489	10,885	11,025
YoY(%)	30.0	-9.0	15.0	14.1	-5.3	1.3
毛利率(%)	44.8	43.7	44.0	45.3	44.8	43.7
归母净利率(%)	21.1	17.9	17.9	18.8	23.3	22.1
ROE(%)	12.7	10.6	11.2	11.6	10.2	9.6
EPS(摊薄/元)	0.21	0.19	0.22	0.25	0.24	0.24
P/E(倍)	7.6	8.3	7.2	6.3	6.7	6.6
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 2018-2022年中广核电力主要财务指标（按最大新股发行量考虑A股IPO）

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	45,638	49,066	56,240	61,095	62,159	66,318
YoY(%)	38.2	7.5	14.6	8.6	1.7	6.7
归母净利润(百万元)	9,625	8,811	10,188	11,607	11,001	11,144
YoY(%)	30.0	-8.5	15.6	13.9	-5.2	1.3
毛利率(%)	44.8	43.7	44.0	45.3	44.8	43.7
归母净利率(%)	21.1	18.0	18.1	19.0	23.5	22.3
ROE(%)	12.7	10.2	10.8	11.3	9.9	9.3
EPS(摊薄/元)	0.19	0.17	0.20	0.23	0.22	0.22
P/E(倍)	8.4	9.2	7.9	7.0	7.4	7.3
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司公告，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033