

买入 (维持)

目标价: 3.04 港元

现价: 2.56 港元

预期升幅: 19%

**市场数据**

报告日期 2016.04.18

收盘价(元)	2.56
总股本(亿股)	454
流通股本(亿股)	112
总市值(亿港元)	1,162
流通市值(亿港元)	287
净资产(亿元)	787
总资产(亿元)	2,178
每股净资产(元)	1.73

数据来源: Wind

**相关报告**

业绩点评-20160315  
 首发报告-20160303  
 跟踪报告-20151030  
 业绩点评-20150821  
 业绩点评-20150320  
 会议摘要-20140911

**海外新能源研究**

分析师: 刘小明  
 liuxiaoming@xyzq.com.cn  
 SFC: AYM804  
 SAC: S0190516020001

**01816.HK 中广核电力****发电量喜迎开门红, 在建机组进展顺利**

2016年04月18日

**主要财务指标**

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	23,263	26,125	31,848	39,155
同比增长(%)	11.46%	12.94%	21.63%	22.69%
净利润(百万元)	6,594	7,676	9,361	10,657
同比增长(%)	15.42%	16.42%	21.94%	13.85%
毛利率(%)	47.86%	47.38%	47.60%	47.77%
净利润率(%)	34.70%	36.22%	36.23%	33.55%
净资产收益率(%)	11.69%	9.31%	9.00%	8.78%
每股收益(元)	0.15	0.17	0.21	0.19
每股经营现金流(元)	13.1	11.2	9.2	10.3

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

**投资要点**

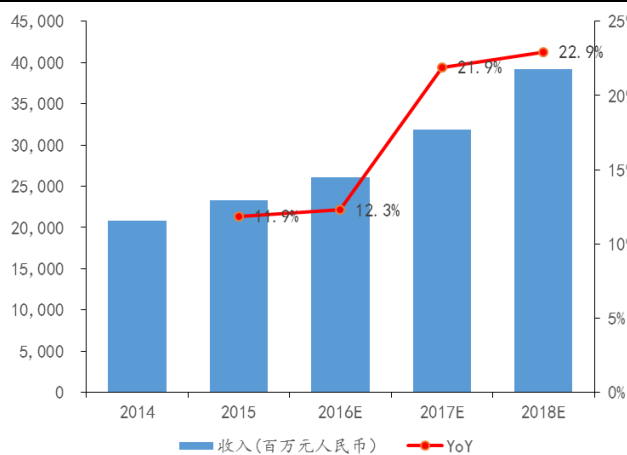
- **2016 开门红, 一季度发电量数据靓丽。**公司一季度总上网电量 24,462GWh, 同比大增 54.42% (2015Q1: 15,841GWh)。发电量的大幅增加主要来自于阳江核电站的发电量增长以及公司机组大修时间的同比缩短。一季度营业收入 68.6 亿元人民币, 同比增加 66.7%; 归属股东净利润 19.8 亿元人民币, 同比增长 71.7%。
- **投运机组容量增加驱动发电量快速增长。**阳江 2 号机组于 2015 年 6 月投运, 3 号机组于 2016 年 1 月投运, 两台大功率机组的容量贡献是阳江核电站发电量激增 (615GWh 增长至 6,082GWh, 同比增长 888%) 的主要原因; 此外, 宁德 3 号机组、红沿河 3 号机组于 2015 年下半年投运, 分别使得宁德核电站发电量同比增长 26.91%, 以及红沿河核电站发电量同比增长 34.34%。
- **在建机组进展顺利。**截止一季度末, 公司共有 9 台机组在建, 其中 2 台机组处于土建施工阶段 (红沿河 5 号、6 号)、4 台机组处于设备安装阶段 (阳江 4 号、5 号、6 号, 以及台山 2 号)、2 台机组处于调试阶段 (红沿河 4 号、台山 1 号)、1 台处于并网阶段 (宁德 4 号)。
- **我们的观点:** 中广核电力是中国装机容量最大的核能发电公司, 未来将充分受益于中国核电行业的快速发展, 装机容量和发电量将持续快速增长, 带动公司业绩快速增长。我们维持公司买入评级, 目标价 3.04 港元不变, 预测 2016、2017 和 2018 年 EPS 分别为 0.17、0.21 和 0.19 元, 目标价对应 P/E 分别为 15.1、12.4 和 13.8 倍。
- **风险提示:** 宏观电力需求下滑幅度高于预期。公司在建机组投产进度不及预期。

## 报告正文

## 2016 年一季度运营数据点评以及核电站参观跟踪报告

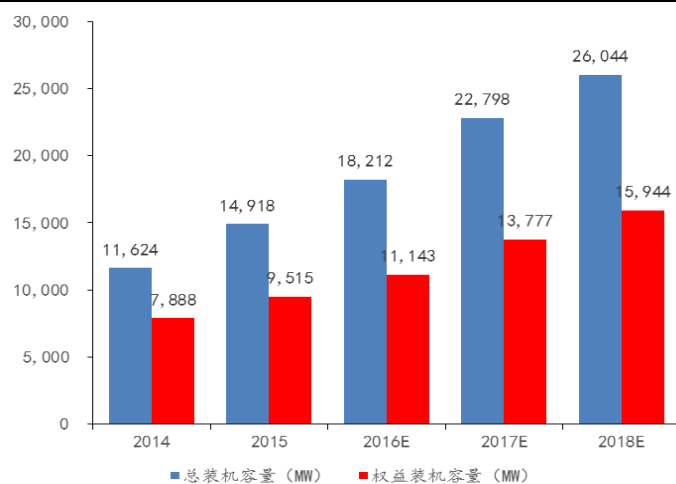
- **2016 开门红，一季度发电量数据靓丽。**公司一季度总上网电量 24,462GWh，同比大增 54.42%（2015Q1: 15,841GWh）。发电量的大幅增加主要来自于阳江核电站的发电量增长以及公司机组大修时间的同比缩短。一季度营业收入 68.6 亿元人民币，同比增加 66.7%；归属股东净利润 19.8 亿元人民币，同比增长 71.7%。
- **投运机组容量增加驱动发电量快速增长。**阳江 2 号机组于 2015 年 6 月投运，3 号机组于 2016 年 1 月投运，两台大功率机组的容量贡献是阳江核电站发电量激增（615GWh 增长至 6,082GWh，同比增长 888%）的主要原因（2015 年第一季度阳江核电站发电量数据较低也与阳江 1 号机组在 2015 年一季度开展了首次换料大修有关）；此外，宁德 3 号机组、红沿河 3 号机组于 2015 年下半年投运，分别使得宁德核电站发电量从 3,259GWh 增长至 4,136GWh，同比增长 26.91%，以及红沿河核电站发电量从 1,945GWh 增长至 2,612GWh，同比增长 34.34%。

图 1、公司未来收入预测



资料来源：公司资料、兴业证券研究所预测

图 2、公司未来总装机容量和权益装机容量预测



资料来源：公司资料、兴业证券研究所预测

- **大修时间的同比减少也是发电量增加的重要因素。**一季度公司按计划进行了岭东 1 号机组、红沿河 1 号机组的换料大修，目前已经全部顺利完成，而且这两个核电站的换料大修时间都小于 2015 年同期。
- **在建机组进展顺利。**截止一季度末，公司共有 9 台机组在建，其中 2 台机组处于土建施工阶段（红沿河 5 号、6 号）、4 台机组处于设备安装阶段（阳江

4号、5号、6号，以及台山2号）、2台机组处于调试阶段（红沿河4号、台山1号）、1台处于并网阶段（宁德4号）。具体而言，台山1号机组1月27日完成冷试，成为全球首台完成冷试的三代核电技术欧洲压水反应堆机组；宁德4号和红沿河4号分别于3月29日和4月1日首次并网发电，预计二季度可以投入商运，略超我们的预期。公司的在建机组全部进展顺利，个别机组进度略超预期，预计全年将有3台机组投入商运（已经投运的阳江3号、完成并网的宁德4号和红沿河4号）。

- **一季度全社会用电量数据回升加之能源结构继续调整，电力过剩导致核电受挤压的担忧缓解。** 根据发改委发布的数据，2016年一季度全社会用电量约13,524亿千瓦时，同比增长3.2%，增速同比回升2.4个百分点，其中公司的核电装机主要所在的区域—广东省（60%在运装机位于广东省）一季度的用电量同比增长4.5%。发电量数据的回升加之PMI、航空物流运输指数等的增长都显示了中国宏观经济的回升态势。此外，全国能源结构的调整继续进行，发改委和能源局于3月份下发通知要求取消一批不具备核准资格的煤电项目、缓建一批电力盈余省份的自用煤电项目，于4月份暂停西部限电严重的地区的可再生能源（主要是光伏和风电）电源建设。综上所述，在用电量数据回升的情况下国家能源结构调整继续进行，可以缓解投资者关于电力过剩导致核电利用小时数大幅下降的担忧。
- **我们的观点：**中广核电力是中国装机容量最大的核能发电公司，未来将充分受益于中国核电行业的快速发展，装机容量和发电量将持续快速增长，带动公司业绩快速增长。我们维持公司买入评级，目标价3.04港元不变，预测2016、2017和2018年EPS分别为0.17、0.21和0.19元，目标价对应P/E分别为15.1、12.4和13.8倍。
- **风险提示：**宏观电力需求下滑幅度高于预期。公司在建机组投产进度不及预期。

## Q&A

### 1: 2016年一季度少数股东权益大幅增长的原因?

少数股东权益的同比大幅增长主要是因为阳江核电站利润大幅增长导致。2015年阳江1号机组大修，发电量较小，加上其他费用，实际上是略亏损的，但是2016

年阳江核电站税后利润超过 8 亿元，而少数股权占比 21.8%，所以对少数股东权益正面影响较大。

## 2: 公司 2 季度的大修计划?

公司 2016 年全年计划完成 13 次大修，目前已经完成 2 个，2 季度计划进行 4 个大修，包括宁德 3 号首次大修、大亚湾 2 号第 18 次大修、岭东 2 号（即岭澳 4 号）第 5 次大修以及阳江 2 号首次大修。

## 3: 公司一季度经营开支同比环比均有较大幅度减少的原因?

公司一季度的毛利率同比增长了几个点，原因主要是大修次数的减少，去年同期一季度有 4 次大修，而今年只有 2 次。加之阳江核电站收入增长很多，而成本下降较大。另外，资本开支环比下降的原因是一部分成本在年底的结算量较大，以及四季度岭澳 1 号机组大修的影响。

## 4: 铀价的继续下降对公司的成本有何影响? 库存水平, 进口来源以及未来价格?

通常人们看到的铀价并非市场交易价格，而是基于对未来供给需求的预期而生成的一个价格指数，由全球几家咨询公司根据公开和调查的数据而建立的。国际核电站通用惯例是 80% 的铀成本由长期合同锁定，20% 的价格由市场价格调整。公司目前的合同也是遵循国际惯例，采购的价格只与铀价格指数有小部分联动。交易价格由多种因素决定，而绝非简单的价格指数。

核电站的铀材料库存一般在装料前的 23-27 个月就要到货。世界上产铀的地区也只有澳洲、中东、北美和非洲等。公司的天然铀采购采取全球化分散化的策略，同时也在供应商的选择上、合同的方式上也采取多元化的策略。

## 5: 公司汇兑损益减少的原因?

2015 年一季度欧元兑人民币汇率从 7.4 贬值到 6.66，出现了汇兑收益，但是 2016 年一季度欧元兑人民币出现了一些升值，因此出现了汇兑亏损。去除汇兑损益的因素，2016 年一季度的利润要高于 2015 年的利润。

## 6: 2016 年一季度增值税退税收入多少?

2016 年一季度退税收入同比有所下降。退税收入的确认发生在收到款项时，而每年收到款项的时刻还是有区别，因为要和地方财政经过协商确定合理的退税时间。

但是总体退税可控，可以完成全年的退税目标。阳江核电站的退税也不会有障碍，只是时间性差异。增值税是销项减去进项的问题，尤其是新机组进项税额留底之后才可以退税。

#### 7: 全年计划发电量以及利用小时数的指引?

一季度的总体发电量非常不错，全年的计划发电量公司也在与各地政府协商，目前进度不错。一季度向来不是发电的黄金期，而公司却取得了不错的业绩，因此公司相信全年发电量也可以达到目标。公司目前有 7 台机组是满功率运行，4 台机组在接近 90% 的功率运行，进入 4 月份以来，国家宏观经济的复苏也是公司未来发电量的保障。

## 附表

## 资产负债表

单位: 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及等价物	7,179	7,981	9,775	12,060
应收帐款	3,539	4,611	5,494	6,313
存货	10,790	12,416	15,179	18,707
其他流动资产	5,344	6,161	6,789	7,692
<b>总流动资产</b>	<b>26,852</b>	<b>31,169</b>	<b>37,236</b>	<b>44,772</b>
固定资产	168,647	178,766	191,279	242,258
联营合营公司权益	11,877	13,065	14,371	15,808
其他非流动资产	10,426	12,017	12,861	13,567
<b>总资产</b>	<b>217,801</b>	<b>235,016</b>	<b>255,748</b>	<b>316,406</b>
银行借款	7,537	4,200	5,173	6,601
应付帐款	8,025	10,218	11,373	14,252
其他流动负债	9,728	6,756	7,327	8,046
<b>总流动负债</b>	<b>25,291</b>	<b>21,174</b>	<b>23,873</b>	<b>28,898</b>
长期银行借款	94,289	69,514	83,306	102,759
<b>负债总额</b>	<b>139,092</b>	<b>110,427</b>	<b>123,897</b>	<b>149,132</b>
股本	45,449	45,449	45,449	45,449
储备	11,188	44,201	49,427	74,916
每股净资产(元)	2	3	3	4
资产净额	78,710	124,589	131,851	167,274
少数股东权益	22,073	34,939	36,975	46,909
<b>公司权益拥有人应占权益</b>	<b>56,637</b>	<b>89,650</b>	<b>94,876</b>	<b>120,365</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>EBIT</b>	<b>12,159</b>	<b>14,689</b>	<b>17,571</b>	<b>20,259</b>
物业厂房设备折旧	3,082	3,481	4,234	5,195
营运资金变化	(2,763)	(2,843)	(4,081)	(4,897)
所得税	(895)	(1,294)	(1,577)	(1,796)
<b>经营现金流</b>	<b>11,440</b>	<b>13,450</b>	<b>15,358</b>	<b>17,975</b>
资本开支	(20,319)	(11,256)	(12,044)	(17,618)
其他投资活动	(419)	(560)	(145)	(15)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(20,738)</b>	<b>(11,816)</b>	<b>(12,189)</b>	<b>(17,633)</b>
已付股息	(1,909)	(2,533)	(3,089)	(3,517)
其他融资活动	28,527	(38,916)	2,330	12,922
<b>融资活动现金流</b>	<b>26,619</b>	<b>(41,449)</b>	<b>(760)</b>	<b>9,405</b>
<b>现金变化</b>	<b>17,320</b>	<b>(39,816)</b>	<b>2,410</b>	<b>9,748</b>
汇兑调整	(562)	(88)	(95)	0
<b>期初持有现金</b>	<b>26,712</b>	<b>7,179</b>	<b>7,981</b>	<b>9,775</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>7,179</b>	<b>7,981</b>	<b>9,775</b>	<b>12,060</b>

## 利润表

单位: 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>23,263</b>	<b>26,125</b>	<b>31,848</b>	<b>39,155</b>
毛利	11,133	12,377	15,159	18,703
其它收入损益	1,754	2,808	3,033	2,777
行政费用	(1,681)	(1,545)	(1,884)	(2,316)
分占联营公司业绩	135	269	294	305
分占合营公司业绩	639	867	1,057	1,091
<b>经营利润</b>	<b>6,324</b>	<b>7,134</b>	<b>9,095</b>	<b>11,322</b>
财务费用	(2,970)	(3,612)	(4,064)	(4,882)
<b>税前利润</b>	<b>9,189</b>	<b>11,076</b>	<b>13,507</b>	<b>15,378</b>
所得税	(1,116)	(1,613)	(1,967)	(2,240)
<b>税后利润</b>	<b>8,073</b>	<b>9,463</b>	<b>11,540</b>	<b>13,138</b>
非控股股东权益	1,479	1,787	2,179	2,480
<b>归属于所有者的净利润</b>	<b>6,594</b>	<b>7,676</b>	<b>9,361</b>	<b>10,657</b>
<b>EBIT</b>	<b>12,159</b>	<b>14,689</b>	<b>17,571</b>	<b>20,259</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.15</b>	<b>0.17</b>	<b>0.21</b>	<b>0.19</b>

## 主要财务比率

	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	47.9%	47.4%	47.6%	47.8%
净利率(%)	34.7%	36.2%	36.2%	33.6%
<b>营运表现</b>				
资产周转率	12.4%	11.5%	13.0%	13.7%
应收账款周转天数	46	56	57	54
<b>成长能力</b>				
派息率	29%	33%	33%	33%
成长率	8.3%	6.2%	6.0%	5.9%
<b>财务状况</b>				
负债/权益	176.7%	88.6%	94.0%	89.2%
收入/总资产	10.7%	11.1%	12.5%	12.4%
总资产/权益	2.77	1.89	1.94	1.89
盈利对利息倍数	4.09	4.07	4.32	4.15
总资产收益率	4.3%	4.2%	4.7%	4.6%
净资产收益率	11.7%	9.3%	9.0%	8.8%
资产负债率	63.9%	47.0%	48.4%	47.1%
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	13.84	11.89	9.75	10.85
PB	1.16	0.73	0.69	0.69



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。