

## 中国广核 (003816.SZ) 增持 (维持评级)

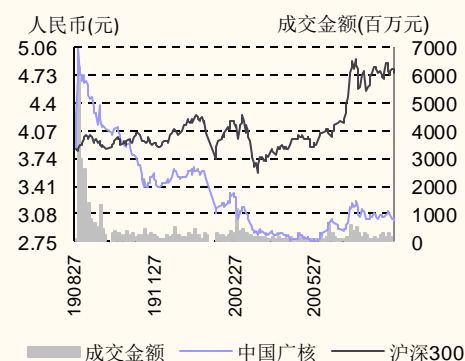
## 公司点评

市场价格 (人民币): 2.99 元

## 电量增电价稳, 逆境方显可靠

## 市场数据 (人民币)

|               |           |
|---------------|-----------|
| 总股本(亿股)       | 504.99    |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 97.54     |
| 流通港股(亿股)      | 111.64    |
| 总市值(亿元)       | 1,509.91  |
| 年内股价最高最低(元)   | 3.11/2.99 |
| 沪深 300 指数     | 4706      |
| 中小板综          | 12711     |



## 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 50,828 | 60,875 | 65,228 | 65,377 | 68,515 |
| 营业收入增长率        | 11.38% | 19.77% | 7.15%  | 0.23%  | 4.80%  |
| 归母净利润(百万元)     | 8,703  | 9,466  | 10,732 | 10,712 | 11,844 |
| 归母净利润增长率       | -9.01% | 8.77%  | 13.37% | -0.19% | 10.58% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.191  | 0.187  | 0.213  | 0.212  | 0.235  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.65   | 0.60   | 0.65   | 0.71   | 0.76   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 12.24% | 10.54% | 11.12% | 10.22% | 10.47% |
| P/E            | 0.00   | 19.21  | 14.07  | 14.10  | 12.75  |
| P/B            | 0.00   | 2.02   | 1.56   | 1.44   | 1.33   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简述

- 2020H1 公司实现营业收入 315.07 亿元, 同比增长 18.79%; 实现归母净利润 52.05 亿元, 同比增长 3.64%; 扣非归母净利润 51.43 亿元, 同比增长 6.83%, 符合预期。

## 经营分析

- 新机组产能逐渐释放, 公司业绩稳步增长:** 2020H1 公司运营管理的核电机组总发电量约为 962.02 亿千瓦时, 较去年同期增长 13.06%, 总上网电量约为 903.49 亿千瓦时, 较去年同期增长 13.00%。发电量的增长有两方面原因: 1) 2019 年新增的阳江 6 号机组和台山 2 号机组都在下半年投产, 2020 年上半年仍处于新增产能释放阶段; 2) 大部分机组换料大修或配合电网要求进行减载、停机备用时间少于去年同期。此外, 新机组的投产也导致核燃料、折旧和运维成本增加, 2020H1 公司营业成本增长 21.97%, 归母净利润同比增长 3.64%。
- 上网电量增长电价稳定, 公司经营能力可靠:** 2020H1 公司送往广东、福建、广西、辽宁的上网电量同比增速分别为 19.36%、9.25%、5.54%、-0.19%, 且上网电价与去年同期相比保持稳定。在全国用电量尚未完全恢复时, 公司争取到更多上网电量计划指标和稳定的电价, 显示公司可靠的经营能力。预计下半年全国用电需求恢复, 公司业绩持续巩固。
- 在建机组稳步推进, 全部投产后装机容量提高 17%:** 公司目前共 4 台在建机组, 装机规模 4598 兆瓦, 预计到 2022 年全部投产完毕, 届时公司装机容量将提高 16.9%。其中红沿河 5 号机组建设进展最快, 已经处于调试阶段, 预计 2021 年下半年投入运行。公司控股股东中广核集团委托管理的惠州核电太平岭 1 号机组预计 2025 年投入运行。

## 投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 652/654/685 亿元, 归母净利润分别为 107/107/118 亿元, 对应 EPS 分别为 0.21/0.21/0.24 元。对应 PE 分别为 14/14/13 倍, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 在建工程投产进度不及预期; 限售股解禁 (占总股本 72.9%); 电价下调; 税收优惠降档; 核安全风险; 政策风险; 国际政治局势变化。

## 相关报告

- 《国内核电龙头, 蛰伏静待腾飞-中国广核公司深度》, 2020.7.29

杜旷舟 联系人  
dukz@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)          |                |                |                |                |                |                | 资产负债表 (人民币百万元)  |                |                |                |                |                |                |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                       | 2017           | 2018           | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                 | 2017           | 2018           | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
| 主营业务收入                | 45,633         | 50,828         | 60,875         | 65,228         | 65,377         | 68,515         | 货币资金            | 12,387         | 15,208         | 19,572         | 16,467         | 15,713         | 15,997         |
| 增长率                   |                | 11.4%          | 19.8%          | 7.1%           | 0.2%           | 4.8%           | 应收账款            | 7,988          | 7,557          | 8,300          | 9,295          | 9,507          | 10,287         |
| 主营业务成本                | -25,185        | -28,504        | -35,471        | -37,776        | -37,960        | -40,048        | 存货              | 26,558         | 21,372         | 18,371         | 20,668         | 22,326         | 24,102         |
| %销售收入                 | 55.2%          | 56.1%          | 58.3%          | 57.9%          | 58.1%          | 58.5%          | 其他流动资产          | 8,972          | 11,251         | 15,681         | 16,461         | 17,269         | 18,796         |
| 毛利                    | 20,448         | 22,324         | 25,404         | 27,452         | 27,417         | 28,467         | 流动资产            | 55,905         | 55,388         | 61,923         | 62,891         | 64,815         | 69,182         |
| %销售收入                 | 44.8%          | 43.9%          | 41.7%          | 42.1%          | 41.9%          | 41.5%          | %总资产            | 15.6%          | 15.0%          | 16.0%          | 15.2%          | 14.7%          | 15.4%          |
| 营业税金及附加               | -628           | -633           | -700           | -691           | -686           | -713           | 长期投资            | 8,799          | 10,837         | 11,774         | 11,774         | 11,774         | 11,774         |
| %销售收入                 | 1.4%           | 1.2%           | 1.1%           | 1.1%           | 1.1%           | 1.0%           | 固定资产            | 274,433        | 285,475        | 296,195        | 318,943        | 344,234        | 345,845        |
| 销售费用                  | -92            | -102           | -79            | -78            | -85            | -96            | %总资产            | 76.8%          | 77.5%          | 76.3%          | 77.2%          | 77.8%          | 76.8%          |
| %销售收入                 | 0.2%           | 0.2%           | 0.1%           | 0.1%           | 0.1%           | 0.1%           | 无形资产            | 8,585          | 8,836          | 10,149         | 11,654         | 13,269         | 14,872         |
| 管理费用                  | -2,283         | -2,363         | -2,579         | -2,674         | -2,641         | -2,672         | 非流动资产           | 301,396        | 313,168        | 326,052        | 350,471        | 377,578        | 380,991        |
| %销售收入                 | 5.0%           | 4.6%           | 4.2%           | 4.1%           | 4.0%           | 3.9%           | %总资产            | 84.4%          | 85.0%          | 84.0%          | 84.8%          | 85.3%          | 84.6%          |
| 研发费用                  | -774           | -1,020         | -1,483         | -1,500         | -1,438         | -1,507         | <b>资产总计</b>     | <b>357,301</b> | <b>368,556</b> | <b>387,975</b> | <b>413,362</b> | <b>442,393</b> | <b>450,173</b> |
| %销售收入                 | 1.7%           | 2.0%           | 2.4%           | 2.3%           | 2.2%           | 2.2%           | 短期借款            | 30,468         | 34,591         | 37,011         | 50,499         | 64,239         | 55,236         |
| 息税前利润 (EBIT)          | 16,672         | 18,206         | 20,562         | 22,508         | 22,566         | 23,479         | 应付款项            | 27,495         | 22,757         | 26,420         | 28,155         | 29,742         | 32,461         |
| %销售收入                 | 36.5%          | 35.8%          | 33.8%          | 34.5%          | 34.5%          | 34.3%          | 其他流动负债          | 2,463          | 3,277          | 3,587          | 4,407          | 5,100          | 6,108          |
| 财务费用                  | -6,107         | -6,001         | -7,698         | -8,218         | -9,002         | -9,097         | 流动负债            | 60,426         | 60,625         | 67,018         | 83,061         | 99,081         | 93,805         |
| %销售收入                 | 13.4%          | 11.8%          | 12.6%          | 12.6%          | 13.8%          | 13.3%          | 长期贷款            | 183,512        | 179,640        | 167,860        | 167,860        | 167,860        | 167,860        |
| 资产减值损失                | -385           | -107           | -30            | -31            | -2             | -3             | 其他长期负债          | 12,463         | 15,165         | 17,804         | 15,399         | 15,640         | 16,106         |
| 公允价值变动收益              | 207            | 16             | 4              | 0              | 0              | 0              | <b>负债</b>       | <b>256,401</b> | <b>255,430</b> | <b>252,681</b> | <b>266,320</b> | <b>282,581</b> | <b>277,770</b> |
| 投资收益                  | 2,312          | 1,045          | 1,307          | 1,300          | 1,399          | 1,599          | <b>普通股股东权益</b>  | <b>64,848</b>  | <b>71,115</b>  | <b>89,802</b>  | <b>96,550</b>  | <b>104,820</b> | <b>113,111</b> |
| %税前利润                 | 16.3%          | 7.0%           | 7.9%           | 7.4%           | 8.3%           | 8.9%           | 其中：股本           | 45,449         | 45,449         | 50,499         | 50,499         | 50,499         | 50,499         |
| 营业利润                  | 14,207         | 14,946         | 16,588         | 17,559         | 16,961         | 17,978         | 未分配利润           | 12,839         | 18,077         | 23,668         | 31,180         | 38,678         | 46,969         |
| 营业利润率                 | 31.1%          | 29.4%          | 27.2%          | 26.9%          | 25.9%          | 26.2%          | 少数股东权益          | 36,051         | 42,011         | 45,492         | 50,492         | 54,992         | 59,292         |
| 营业外收支                 | -39            | -46            | -33            | -40            | -40            | -40            | <b>负债股东权益合计</b> | <b>357,301</b> | <b>368,556</b> | <b>387,975</b> | <b>413,362</b> | <b>442,393</b> | <b>450,173</b> |
| 税前利润                  | 14,168         | 14,899         | 16,555         | 17,519         | 16,921         | 17,938         | <b>比率分析</b>     |                |                |                |                |                |                |
| 利润率                   | 31.0%          | 29.3%          | 27.2%          | 26.9%          | 25.9%          | 26.2%          |                 | 2017           | 2018           | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
| 所得税                   | -1,444         | -1,218         | -1,770         | -1,787         | -1,709         | -1,794         | <b>每股指标</b>     |                |                |                |                |                |                |
| 所得税率                  | 10.2%          | 8.2%           | 10.7%          | 10.2%          | 10.1%          | 10.0%          | 每股收益            | 0.210          | 0.191          | 0.187          | 0.213          | 0.212          | 0.235          |
| 净利润                   | 12,724         | 13,682         | 14,785         | 15,732         | 15,212         | 16,144         | 每股净资产           | 1.427          | 1.565          | 1.778          | 1.912          | 2.076          | 2.240          |
| 少数股东损益                | 3,160          | 4,979          | 5,320          | 5,000          | 4,500          | 4,300          | 每股经营现金净流        | 0.591          | 0.648          | 0.602          | 0.649          | 0.705          | 0.761          |
| 归属于母公司的净利润            | 9,564          | 8,703          | 9,466          | 10,732         | 10,712         | 11,844         | 每股股利            | 0.000          | 0.000          | 0.076          | 0.064          | 0.064          | 0.070          |
| 净利率                   | 21.0%          | 17.1%          | 15.5%          | 16.5%          | 16.4%          | 17.3%          | <b>回报率</b>      |                |                |                |                |                |                |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |                |                |                |                |                |                | 净资产收益率          | 14.75%         | 12.24%         | 10.54%         | 11.12%         | 10.22%         | 10.47%         |
|                       | 2017           | 2018           | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 总资产收益率          | 2.68%          | 2.36%          | 2.44%          | 2.60%          | 2.42%          | 2.63%          |
| 净利润                   | 12,724         | 13,682         | 14,785         | 15,732         | 15,212         | 16,144         | 投入资本收益率         | 4.64%          | 4.96%          | 5.24%          | 5.42%          | 5.07%          | 5.24%          |
| 少数股东损益                | 3,160          | 4,979          | 5,320          | 5,000          | 4,500          | 4,300          | <b>增长率</b>      |                |                |                |                |                |                |
| 非现金支出                 | 7,598          | 8,063          | 10,079         | 11,604         | 13,096         | 14,839         | 主营业务收入增长率       | 38.17%         | 11.38%         | 19.77%         | 7.15%          | 0.23%          | 4.80%          |
| 非经营收益                 | 3,847          | 4,734          | 6,427          | 7,018          | 7,676          | 7,566          | EBIT增长率         | 45.15%         | 9.20%          | 12.94%         | 9.46%          | 0.26%          | 4.04%          |
| 营运资金变动                | 2,679          | 2,991          | -913           | -1,567         | -380           | -113           | 净利润增长率          | 29.87%         | -9.01%         | 8.77%          | 13.37%         | -0.19%         | 10.58%         |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>26,849</b>  | <b>29,470</b>  | <b>30,378</b>  | <b>32,787</b>  | <b>35,604</b>  | <b>38,437</b>  | 总资产增长率          | 25.27%         | 3.15%          | 5.27%          | 6.54%          | 7.02%          | 1.76%          |
| 资本开支                  | -19,141        | -16,627        | -15,653        | -35,937        | -40,140        | -18,190        | <b>资产管理能力</b>   |                |                |                |                |                |                |
| 投资                    | -6,031         | -790           | -6             | -767           | 767            | 0              | 应收账款周转天数        | 48.0           | 46.8           | 42.3           | 45.0           | 45.0           | 45.0           |
| 其他                    | 567            | 1,035          | 1,022          | 1,300          | 1,399          | 1,599          | 存货周转天数          | 326.1          | 306.9          | 204.5          | 200.0          | 215.0          | 220.0          |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-24,604</b> | <b>-16,382</b> | <b>-14,637</b> | <b>-35,403</b> | <b>-37,974</b> | <b>-16,591</b> | 应付账款周转天数        | 218.5          | 207.0          | 185.1          | 200.0          | 210.0          | 220.0          |
| 股权募资                  | 1,103          | 3,134          | 13,782         | 0              | 0              | 0              | 固定资产周转天数        | 1,272.9        | 1,514.1        | 1,540.7        | 1,570.7        | 1,697.2        | 1,787.9        |
| 债权募资                  | 7,885          | 1,884          | -9,631         | 11,019         | 13,860         | -8,884         | <b>偿债能力</b>     |                |                |                |                |                |                |
| 其他                    | -9,583         | -15,760        | -16,896        | -11,508        | -12,244        | -12,678        | 净负债/股东权益        | 206.73%        | 183.43%        | 143.60%        | 141.71%        | 139.46%        | 123.89%        |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-595</b>    | <b>-10,742</b> | <b>-12,746</b> | <b>-489</b>    | <b>1,617</b>   | <b>-21,562</b> | EBIT利息保障倍数      | 2.7            | 3.0            | 2.7            | 2.7            | 2.5            | 2.6            |
| <b>现金净流量</b>          | <b>1,649</b>   | <b>2,346</b>   | <b>2,996</b>   | <b>-3,105</b>  | <b>-754</b>    | <b>284</b>     | 资产负债率           | 71.76%         | 69.31%         | 65.13%         | 64.43%         | 63.88%         | 61.70%         |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

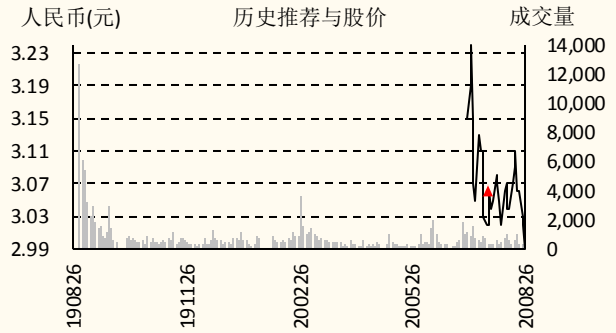
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价   | 目标价       |
|----|------------|----|------|-----------|
| 1  | 2020-07-29 | 增持 | 3.02 | 3.40~3.40 |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH