

# 中国广核 (003816): 回报稳定 碳中和之路应有更大发展

2021年03月29日

推荐/维持

中国广核 公司报告

2021年3月19日,公司公布2020年年度报告,公司实现营业收入705.85亿,净利润148.76亿,归属母公司净利润95.62亿,基本符合我们的预期。我们认为中国广核估值水平继续保持稳定。权益是有价证券,其回报本质包含的是公司未来给股东的现金回报的现值。由此出发,公司未来的估值水平将取决于现有资产产生的现金流、未来资产产生的现金流、公司的融资结构、再投资回报率和分红比率,目前看公司以上情况没有发生较大变化。

**公司现有资产产生现金流的能里会保持稳定。**公司现有资产产生现金流的能里主要取决于电价和发电成本。从今年起公司广东省内机组将参与市场化交易,目前在可见的时间内,广东市场化电价在0.38-0.4元/千瓦时左右,与公司先行平均电价相差不多。公司发电成本主要取决于铀料的价格,目前公司会提前3-5年规划相关发电所用铀料,故在可见时间内,公司发电成本也将保持稳定。

**公司未来核电资产构建预计会提速,可能增厚股东回报。**核电是清洁能源,是基负荷能源,是目前唯一可替代火电供应基础负荷的能源种类,从目前来看是实现碳中和目标的必选能源,就此来看核电机组空间广大。目前公司新资产的归属权还是大股东,注入公司的价格要经历资产评估,收购新机组的融资结构也会影响股东回报,但从目前可见的水电机组注入上市公司的经验来看,新资产的注入还是给公司股东留下一些回报空间。

**净资产回报率平稳**目前中国广核ROE为10.93%,在A股上市公司中属于中等,在可预期时间内会保持平稳。

**公司盈利预测及投资评级:**我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为91.45、99.88和112.79亿元,对应当前股本下EPS 0.18、0.20和0.22元,对应2021年03月26日收盘价2.84元的P/E分别为15.68倍、14.36和12.72倍。考虑公司核电对于我国能源清洁化的重要意义等因素,维持“推荐”评级。

**风险提示:**电价或下降,公司融资成本或上升,核电项目建设进度或低预期。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,875.18	70,584.71	75,181.76	78,452.66	81,262.23
增长率(%)	19.77%	15.95%	6.51%	4.35%	3.58%
净归母净利润(百万元)	9465.71	9562.31	9144.61	9987.92	11278.51
增长率(%)	14.66%	1.02%	-4.37%	9.22%	12.92%
净资产收益率(%)	10.93%	10.50%	9.61%	9.92%	10.53%
每股收益(元)	0.19	0.19	0.18	0.20	0.22
P/E	15.15	15.00	15.68	14.36	12.72
P/B	1.60	1.51	1.43	1.34	1.26

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

公司是我国在运装机规模最大的核电开发商与运营商,是中国核电行业最大的参与者,是控股股东中国广核集团核能发电业务最终整合的唯一平台,主要产品是电力,公司管理的在运、在建核电装机容量份额为国内市场第一。

资料来源:公司年报

## 未来3-6个月重大事项提示:

无

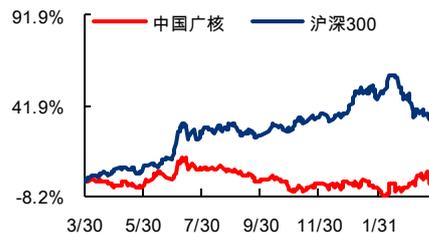
## 发债及交叉持股介绍:

2018-04-25 发行10亿元3年期中期票据  
2018-04-25 发行10亿元3年期中期票据  
2018-08-23 发行10亿元3年期中期票据  
2018-10-19 发行10亿元3年期中期票据  
2019-01-21 发行15亿元3年期中期票据  
2019-07-24 发行15亿元3年期中期票据  
2020-08-26 发行25亿元3年期中期票据

## 交易数据

52周股价区间(元)	3.24-2.62
总市值(亿元)	1,413.96
流通市值(亿元)	273.12
总股本/流通A股(万股)	5,049,861/975,436
流通B股/H股(万股)	/1,116,363
52周日均换手率	1.33

## 52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

## 分析师: 郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070001

## 分析师: 沈一凡

010-66554108

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520090001

有关《中国广核（003816）：回报稳定的清洁能源供应商》的勘误：在研报《中国广核（003816）：回报稳定的清洁能源供应商》（2020年11月16日报告外发）第六页。2.2节中，我们认为陈述“按照目前公司分红派息的情况来看，每年约派息100亿左右，占公司自由现金流的33%左右；其余200亿元左右留存在公司进行再投资”是不严谨的；具体应为：“从公司合并报表口径看，公司2019、2020年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为174.76亿、171.44亿，财务费用分别为78.13亿、78.94亿，据此推算公司合并报表口径支付股利、利润约为100亿左右，占公司合并报表口径自由现金流的三分之一左右。”我们对以上错误给上市公司和投资者带来的不便和疑惑深表歉意！

我们将持续严控研究报告质量，持续提高专业水准，为大家持续贡献精品，感谢各位的一贯支持！

## 1. 盈利预测与估值分析

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为91.45、99.88和112.79亿元，对应当前股本下EPS 0.18、0.20和0.22元，对应2021年03月26日收盘价2.84元的P/E分别为15.68倍、14.36和12.72倍。考虑公司核电对于我国能源清洁化的重要意义等因素，维持“推荐”评级。

### 公司目前市值依然体现的是公司未来分红的现值

我们依然认为中国广核目前市值所体现的是未来分红的现值，未来核电建设如大规模提速，投资者将加大对公司再投资的认可。公司在建机组投产后（不包含大股东所持核电机组），合并报表口径的自由现金流在300亿元左右，按照目前公司分红派息的情况来看，每年约派息100亿左右，占公司自由现金流的33%左右；其余200亿元左右留存在公司进行再投资。我们使用自由现金流法计算公司合理市值，本次在利润表中主要调整了机组大修时间及目前公司在建机组的投产时间，在资产负债表中主要调降了公司再投资额度（主要因为新机组为大股东出资开发），故新的自由现金流股价有所升高，得出每股价值在7.31元左右。如果假设公司利润分配政策不变，即合并报表口径每年公司分红数额约为公司自由现金的33%，则得出公司红利每股价值2.44元，与公司目前股价2.84元价格相当。可见公司目前股价反映的是公司未来分红现值，而不是公司自由现金流的现值。具体分析见于表1。

表1：使用公司自由现金流法计算公司市值

假设	数值/区间	FCFF估值	自由现金流现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	2021-2030	第一阶段	197,279	34.89%
第二阶段年数	-	第二阶段	368,118	65.11%
第二阶段增长率	0%	公司自由现金现值	565,398	100.00%
无风险利率 Rf	3.1%	股本（百万股）	50499	
$\beta$	0.6	每股价值（元）	7.31	
Rm	6.3%	红利每股价值（元）	2.44	
Ke	6.9%			

资料来源：东兴证券研究所

## 2. 风险提示

电价或下降，公司融资成本或上升，核电项目建设进度或低预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	19,572	12,128	22,223	23,460	24,222	营业收入	60,875	70,585	75,182	78,453	81,262
衍生金融资产	3	0	0	0	0	营业成本	35,471	44,419	47,551	50,149	51,669
应收票据及应收账款	8,153	10,690	10,430	11,091	11,690	营业税金及附加	700	622	1,025	1,024	1,059
预付款项	9,198	17,995	14,271	16,833	18,262	营业费用	79	71	219	180	177
其他应收款	147	87	902	941	975	管理费用	2,579	2,393	4,462	4,258	4,258
存货	18,371	15,021	16,735	17,667	18,241	财务费用	7,698	7,828	8,200	8,070	7,614
合同资产	3,421	3,803	3,803	3,803	3,803	研发费用	1,483	1,536	1,582	1,651	1,686
一年到期的非流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-30	-199	0	0	0
其他流动资产	3,059	3,520	3,749	3,912	4,053	公允价值变动收益	4	5	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>61,923</b>	<b>63,244</b>	<b>72,113</b>	<b>77,708</b>	<b>81,246</b>	投资净收益	1,307	1,144	1,293	1,332	1,361
其他权益工具投资	391	498	523	549	577	加:其他收益	2,405	2,248	2,558	3,019	3,567
其他非流动金融资产	0	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>16,588</b>	<b>16,892</b>	<b>15,995</b>	<b>17,470</b>	<b>19,728</b>
长期股权投资	11,199	11,924	12,357	12,807	13,320	营业外收入	18	44	0	0	0
投资性房地产	184	245	245	245	245	营业外支出	51	86	0	0	0
固定资产	256.95	248.456	267.376	269.735	265.004	<b>利润总额</b>	<b>16,555</b>	<b>16,850</b>	<b>15,995</b>	<b>17,470</b>	<b>19,728</b>
在建工程	39,241	47,365	27,291	23,858	18,713	所得税	1,770	1,974	1,711	1,869	2,111
使用权资产	1,045	939	816	709	617	<b>净利润</b>	<b>14,785</b>	<b>14,876</b>	<b>14,284</b>	<b>15,601</b>	<b>17,617</b>
无形资产	4,937	5,047	5,285	5,534	5,794	少数股东损益	5,320	5,313	5,139	5,613	6,338
<b>非流动资产合计</b>	<b>326,05</b>	<b>328,654</b>	<b>328,082</b>	<b>327,635</b>	<b>318,476</b>	归属母公司净利润	9,466	9,562	9,145	9,988	11,279
<b>资产合计</b>	<b>387,97</b>	<b>391,898</b>	<b>400,196</b>	<b>405,343</b>	<b>399,721</b>	<b>主要财务比率</b>					
短期借款	14,263	23,124	25,124	25,124	25,124	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
应付票据及应收账款	22,602	23,117	25,754	27,189	28,072	<b>成长能力</b>					
预收款项	0	0	2,255	2,354	2,438	营业收入增长	19.77%	15.95%	6.51%	4.35%	3.58%
合同负债	1,543	3,231	3,231	3,231	3,231	营业利润增长	14.41%	1.83%	-5.31%	9.22%	12.92%
应付职工薪酬	51	151	161	168	174	归属于母公司净利润增长	14.66%	1.02%	-4.37%	9.22%	12.92%
应交税费	1,457	1,470	1,827	1,806	1,846	<b>获利能力</b>					
其他应付款	3,818	4,541	6,287	5,967	6,176	毛利率(%)	41.73%	37.07%	36.75%	36.08%	36.42%
<b>非流动负债合计</b>	<b>67,018</b>	<b>77,153</b>	<b>89,822</b>	<b>93,331</b>	<b>77,740</b>	净利率(%)	24.29%	21.07%	19.00%	19.89%	21.68%
长期借款	167,86	156,693	150,425	145,913	145,913	总资产净利润(%)	84.52%	80.19%	74.00%	77.99%	84.67%
应付债券	8,987	7,490	2,497	0	0	ROE(%)	10.93%	10.50%	9.61%	9.92%	10.53%
<b>负债合计</b>	<b>252,68</b>	<b>250,268</b>	<b>251,550</b>	<b>248,049</b>	<b>232,458</b>	<b>偿债能力</b>					
少数股东权益	45,492	46,357	48,043	50,315	53,005	资产负债率(%)	65%	64%	63%	61%	58%
实收资本(或股本)	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499	流动比率	0.92	0.82	0.80	0.83	1.05
资本公积	10,702	10,784	10,784	10,784	10,784	速动比率	0.65	0.63	0.62	0.64	0.81
未分配利润	23,668	28,990	33,761	39,492	46,098	<b>营运能力</b>					
归属母公司股东权益合计	89,802	95,273	100,603	106,978	114,258	总资产周转率	0.16	0.18	0.19	0.19	0.20
<b>负债和所有者权益</b>	<b>387,97</b>	<b>391,898</b>	<b>400,196</b>	<b>405,343</b>	<b>399,721</b>	应收账款周转率	8.23	7.49	7.12	7.29	7.13
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					应付账款周转率	1.60	1.74	1.94	1.95	1.89
经营活动现金流净额	30,599	30,599	30,155	39,988	30,233	<b>每股指标(元)</b>					
投资活动现金流净额	-14,63	-14,637	-11,759	-8,638	-9,225	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.19	0.18	0.20	0.22
筹资活动现金流净额	-12,82	-12,823	-24,367	-21,256	-19,771	每股净现金流(最新摊薄)	0.06	0.06	-0.12	0.20	0.02
汇率变动对现金影响	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.78	1.89	1.99	2.12	2.26
<b>现金净增加额</b>	<b>3,139</b>	<b>3,139</b>	<b>-5,971</b>	<b>10,094</b>	<b>1,237</b>	<b>估值比率</b>					
加:期初现金余额	15,208	15,208	19,572	12,128	22,223	P/E	15.15	15.00	15.68	14.36	12.72
期末现金余额	18,347	18,347	13,600	22,223	23,460	P/B	1.60	1.51	1.43	1.34	1.26
						EV/EBITDA	10.14	9.66	10.16	8.83	8.01

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	中国广核（003816）：回报稳定的清洁能源供应商	2020-11-17
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：全国碳排放权交易市场架构逐渐明朗	2021-03-25
行业深度报告	机动车检测行业深度报告：快速成长的黄金赛道	2021-03-19
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：可再生能源企业得到更大金融支持	2021-03-16
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：政府工作报告提出继续加大生态环境治理力度	2021-03-10
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：国务院持续推进实施乡村清洁能源建设工程	2021-03-03
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：国家能源局就可再生能源消纳征求意见	2021-02-22
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：国务院支持全国电力交易机构等充分发挥作用，探索建设区域性能源资源交易中心	2021-02-10
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：我国煤电装机容量历史性降至 50% 以下	2021-02-02

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，2020 年 12 月起担任制造组组长。此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

### 沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年 7 月加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526