

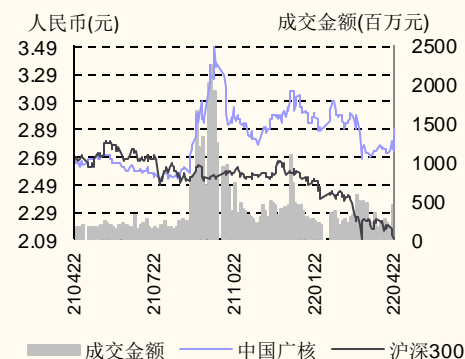
## 中国广核 (003816.SZ) 增持 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 2.90 元

## 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)	1,464.46
年内股价最高最低(元)	3.50/2.52
沪深 300 指数	4013
深证成指	11052



## 相关报告

1. 《上网电量稳健增长，静待装机扩容-中国广核中报点评》，2021.8.27

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

## 业绩增长稳健，台山检修影响上网电量

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	70,585	80,679	86,191	94,897	101,330
营业收入增长率	15.95%	14.30%	6.83%	10.10%	6.78%
归母净利润(百万元)	9,562	9,733	10,091	11,287	12,933
归母净利润增长率	1.02%	1.78%	3.68%	11.85%	14.58%
摊薄每股收益(元)	0.189	0.193	0.200	0.224	0.256
每股经营性现金流净额	0.60	0.69	0.57	0.68	0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.04%	9.64%	9.43%	9.92%	10.64%
P/E	14.89	16.24	14.51	12.97	11.32
P/B	1.49	1.57	1.37	1.29	1.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司于 2022 年 4 月 8 日与 4 月 22 日分别发布 2021 年报及 2022 一季报: 2021 全年实现营收、归母净利润分别为 806.8 亿元 (YOY+14.3%)、归母净利润 97.3 亿元 (YOY+1.8%); 2022Q1 实现营收、归母净利润分别为 171.8 亿元 (YOY+0.2%)、归母净利润 28.5 亿元 (YOY+20.1%)。2021 年 8 月起台山核电 1 号机组停机检修, 影响全年及今年一季度发电量。

## 经营分析

- 2021 年内无新增控股装机, 利用小时数提升, 带来上网电量稳定增长。2021 年售电业务营收 587.1 亿元 (同比+5.8%), 营收占比 72.8% (同比-5.9pct), 电价稳定, 营收增长主因上网电量增加。台山核电 1 号机组自 8 月起停机检修, 使该机组 2021 全年利用小时数同比减少了 16.8%, 预计少发电量约 40 亿千瓦时; 但基于国内用电需求旺盛的背景下, 在运机组全年利用小时数均值达 7731 小时, 同比增加 422 小时, 录得全年控股机组上网电量 1639.2 亿千瓦时, 同比+5.2%。
- 2021Q1 市场化电量的单价提升, 带动盈利能力提升。2021Q1 净利润高增, 毛利率、净利率分别升至 40.3% (同比+3.3pct)、24.8% (同比+2.6pct), 主因市场交易电量电价提升, 同时对红沿河核电投资收益增加。
- 防城港 3 号预计年内并网、贡献新增电量; 市场化电量增多有望提升售电价格。1) 考虑委托管理, 公司目前合计有 25 台在运机组、7 台在建机组, 全部投入运行后, 总装机容量将增加 29.4%。其中, 防城港 3 号预计 2022H2 并网, 贡献新增电量。同时, 4 月 20 日, 子公司陆丰核电的陆丰 5 号及 6 号机组获得国务院核准, 单台机组容量 1200MW, 进一步提升未来装机。2) 公司 2021 年市场化电量占比 39.2%, 同比+5.6pct, 在电力供需偏紧的背景下, 市场化电价有望提高。

## 投资建议

- 预计 2022/2023/2024 年公司营收 862/949/1013 亿元, 归母净利润 101/113/129 亿元, 对应 EPS 分别为 0.20/0.22/0.26 元, 对应 PE 分别为 15/13/11 倍, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 新机组并网进度不及预期; 在运机组利用小时数不及预期; 市场化电价不及预期; 核电站机组增加, 安全运营难度加大的风险等。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	60,875	70,585	80,679	86,191	94,897	101,330	货币资金	19,572	12,128	15,828	14,912	16,635	17,828
增长率		15.9%	14.3%	6.8%	10.1%	6.8%	应收款项	8,300	10,777	12,612	12,404	13,657	14,583
主营业务成本	-35,471	-44,419	-53,895	-56,556	-62,315	-66,307	存货	18,371	15,021	15,248	15,960	17,585	18,711
%销售收入	58.3%	62.9%	66.8%	65.6%	65.7%	65.4%	其他流动资产	15,681	25,318	24,278	25,843	28,115	29,707
毛利	25,404	26,165	26,783	29,636	32,582	35,023	流动资产	61,923	63,244	67,966	69,119	75,992	80,830
%销售收入	41.7%	37.1%	33.2%	34.4%	34.3%	34.6%	%总资产	16.0%	16.1%	17.0%	17.4%	18.6%	19.4%
营业税金及附加	-700	-622	-610	-655	-721	-770	长期投资	11,774	12,667	13,250	13,613	14,013	14,413
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	296,195	295,820	297,343	301,818	305,862	309,477
销售费用	-79	-71	-79	-86	-95	-101	%总资产	76.3%	75.5%	74.3%	76.1%	74.9%	74.1%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	9,104	9,734	10,725	11,242	11,522	11,790
管理费用	-2,579	-2,393	-2,426	-2,413	-2,657	-2,837	非流动资产	326,052	328,654	332,027	327,661	332,336	336,571
%销售收入	4.2%	3.4%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%	%总资产	84.0%	83.9%	83.0%	82.6%	81.4%	80.6%
研发费用	-1,483	-1,536	-1,753	-1,870	-2,069	-2,209	<b>资产总计</b>	<b>387,975</b>	<b>391,898</b>	<b>399,993</b>	<b>396,780</b>	<b>408,328</b>	<b>417,401</b>
%销售收入	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	短期借款	37,011	44,033	39,095	39,033	37,993	12,503
息税前利润 (EBIT)	20,562	21,544	21,915	24,611	27,040	29,105	应付款项	26,420	27,658	26,443	28,128	30,993	32,980
%销售收入	33.8%	30.5%	27.2%	28.6%	28.5%	28.7%	其他流动负债	3,587	5,462	11,783	5,988	6,634	7,171
财务费用	-7,698	-7,828	-6,401	-7,649	-8,278	-8,024	流动负债	67,018	77,153	77,320	73,149	75,620	52,654
%销售收入	12.6%	11.1%	7.9%	8.9%	8.7%	7.9%	长期贷款	167,860	156,693	155,922	147,922	146,922	156,922
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	17,804	16,422	15,841	12,744	9,949	17,728
公允价值变动收益	4	5	-103	5	5	5	<b>负债</b>	<b>252,681</b>	<b>250,268</b>	<b>249,083</b>	<b>233,815</b>	<b>232,490</b>	<b>227,304</b>
投资收益	1,307	1,144	1,367	1,388	1,490	1,550	<b>普通股股东权益</b>	<b>89,802</b>	<b>95,273</b>	<b>100,911</b>	<b>106,966</b>	<b>113,738</b>	<b>121,497</b>
%税前利润	7.9%	6.8%	7.5%	7.5%	7.4%	6.9%	其中：股本	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499
营业利润	16,588	16,892	18,314	18,642	20,257	22,636	未分配利润	23,668	28,990	34,125	40,180	46,952	54,711
营业利润率	27.2%	23.9%	22.7%	21.6%	21.3%	22.3%	少数股东权益	45,492	46,357	50,000	56,000	62,100	68,600
营业外收支	-33	-41	-188	-40	-40	-40	<b>负债股东权益合计</b>	<b>387,975</b>	<b>391,898</b>	<b>399,993</b>	<b>396,780</b>	<b>408,328</b>	<b>417,401</b>
税前利润	16,555	16,850	18,126	18,602	20,217	22,596	<b>比率分析</b>						
利润率	27.2%	23.9%	22.5%	21.6%	21.3%	22.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-1,770	-1,974	-2,442	-2,511	-2,830	-3,163	<b>每股指标</b>						
所得税率	10.7%	11.7%	13.5%	13.5%	14.0%	14.0%	每股收益	0.187	0.189	0.193	0.200	0.224	0.256
净利润	14,785	14,876	15,684	16,091	17,387	19,433	每股净资产	1.778	1.887	1.998	2.118	2.252	2.406
少数股东损益	5,320	5,313	5,951	6,000	6,100	6,500	每股经营现金净流	0.606	0.597	0.691	0.570	0.683	0.734
归属于母公司的净利润	9,466	9,562	9,733	10,091	11,287	12,933	每股股利	0.076	0.080	0.080	0.080	0.089	0.102
净利率	15.5%	13.5%	12.1%	11.7%	11.9%	12.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	10.54%	10.04%	9.64%	9.43%	9.92%	10.64%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	2.44%	2.44%	2.43%	2.54%	2.76%	3.10%
净利润	14,785	14,876	15,684	16,091	17,387	19,433	投入资本收益率	5.24%	5.42%	5.37%	6.02%	6.39%	6.81%
少数股东损益	5,320	5,313	5,951	6,000	6,100	6,500	<b>增长率</b>						
非现金支出	10,300	11,375	11,655	10,885	11,325	11,765	主营业务收入增长率	19.77%	15.95%	14.30%	6.83%	10.10%	6.78%
非经营收益	6,427	6,499	5,166	7,835	6,830	6,559	EBIT增长率	12.94%	4.78%	1.72%	12.30%	9.87%	7.64%
营运资金变动	-913	-2,595	2,406	-6,005	-1,074	-703	净利润增长率	8.77%	1.02%	1.78%	3.68%	11.85%	14.58%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>30,599</b>	<b>30,155</b>	<b>34,911</b>	<b>28,806</b>	<b>34,469</b>	<b>37,053</b>	总资产增长率	5.27%	1.01%	2.07%	-0.80%	2.91%	2.22%
资本开支	-15,653	-13,495	-14,433	-8,509	-15,640	-15,640	<b>资产管理能力</b>						
投资	-6	-423	-175	-357	-395	-395	应收账款周转天数	42.3	42.1	44.4	44.0	44.0	44.0
其他	1,022	2,159	40	1,388	1,490	1,550	存货周转天数	204.5	137.2	102.5	103.0	103.0	103.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-14,637</b>	<b>-11,759</b>	<b>-14,569</b>	<b>-7,478</b>	<b>-14,545</b>	<b>-14,485</b>	应付账款周转天数	185.1	158.9	127.0	127.0	127.0	127.0
股权募资	13,782	84	1,021	0	0	0	固定资产周转天数	1,540.7	1,284.8	1,084.8	1,013.2	916.6	853.4
债权募资	-9,631	-7,241	-1,368	-10,062	-5,401	-8,129	<b>偿债能力</b>						
其他	-16,896	-17,374	-17,142	-12,181	-12,800	-13,247	净负债/股东权益	143.60%	138.45%	122.71%	108.02%	97.40%	83.95%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-12,746</b>	<b>-24,531</b>	<b>-17,489</b>	<b>-22,242</b>	<b>-18,201</b>	<b>-21,376</b>	EBIT利息保障倍数	2.7	2.8	3.4	3.2	3.3	3.6
<b>现金净流量</b>	<b>3,216</b>	<b>-6,135</b>	<b>2,853</b>	<b>-915</b>	<b>1,723</b>	<b>1,193</b>	资产负债率	65.13%	63.86%	62.27%	58.93%	56.94%	54.46%

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	7	14	19	19	33
增持	2	6	8	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.22	1.30	1.30	1.37	1.00

来源：聚源数据

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。

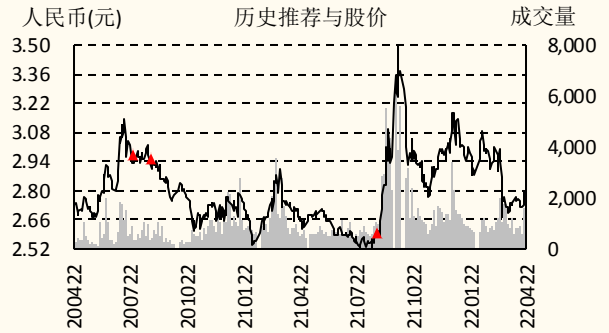
最终评分与平均投资建议对照：

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
2	2020-08-27	增持	2.99	N/A
3	2021-08-27	增持	2.60	N/A

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，不作为或被视为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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402