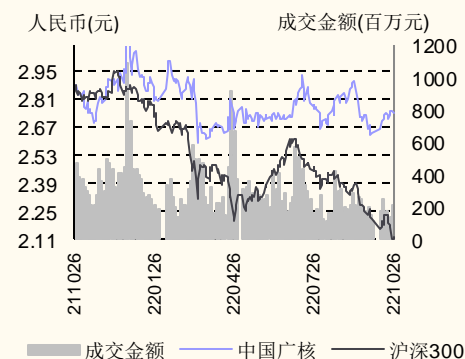


市场价格 (人民币): 2.74 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 504.99 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 393.35 |
| 流通港股(亿股) | 111.64 |
| 总市值(亿元) | 1,383.66 |
| 年内股价最高最低(元) | 3.08/2.59 |
| 沪深 300 指数 | 3657 |
| 深证成指 | 10818 |



大修拖累 Q3 业绩，新机投运将为明年贡献增量

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 | 83,984 | 91,484 | 97,241 |
| 营业收入增长率 | 15.95% | 14.30% | 4.10% | 8.93% | 6.29% |
| 归母净利润(百万元) | 9,562 | 9,733 | 9,973 | 12,129 | 13,393 |
| 归母净利润增长率 | 1.02% | 1.78% | 2.48% | 21.61% | 10.42% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.189 | 0.193 | 0.197 | 0.240 | 0.265 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.60 | 0.69 | 0.63 | 0.67 | 0.70 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 10.04% | 9.64% | 9.33% | 10.55% | 10.77% |
| P/E | 14.89 | 16.24 | 13.87 | 11.41 | 10.33 |
| P/B | 1.49 | 1.57 | 1.29 | 1.20 | 1.11 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 10 月 26 日晚间发布 2022 年三季度报，今年 1~9 月实现营收 584.1 亿元 (同比-1.2%)，归母净利润 87.9 亿元 (同比+0.5%)。其中，3Q22 营收 217.9 亿元 (同比-2.1%)；归母净利润 28.8 亿元 (同比-11.0%)。受电量下滑影响，业绩低于预期。

经营分析

- 换料大修影响电量，拖累 Q3 营收。公司 3Q22 控股/联营机组发电量分别为 416.7/114.8 亿千瓦时，分别同比-9.5%/+0.2%，1~9 月控股/联营机组上网电量分别为 1137.8/290.6 亿千瓦时，分别同比-7.1%/+9.5%。控股机组今年换料大修时长总体高于去年同期，带来电量下滑。其中，台山 1 号机组于 8 月重新并网，而台山 2 号机组开始换料大修，导致台山核电站电量同比大幅减少 36 亿千瓦时 (占 Q3 控股机组电量下降的 82%)。公司联营的红沿河电站 6 号机组于 2Q22 投运贡献了电量增量。
- 机组利用率下降影响 Q3 盈利指标。Q3 单季毛利率 32.7%，同比-1.5pct，环比-7.2pct；而由于上半年公司市场化交易电量升至 55%、平均售电价格预计同比提升 10% 以上的支撑下，今年 1~9 月综合毛利率 37.3%，同比仍有提升 1.3pct。
- 防城港 3 号机组预计年内具备商运条件，年初新核准机组已开建一台。根据公司在其互动平台的发言，防城港 3 号机组 (132 万千瓦) 将于年内具备商运条件。若 Q4 顺利投运，对应明年可新增贡献约 100 亿千瓦时电量，带来售电营收约 7% 的弹性。此外，年初新核准的陆丰 5 号机组已于 9 月开建，当前在建核电机组共 7 台 (包含 4 台委托管理机组)，对应装机规模 838 万千瓦，将助力公司长期业绩的稳步增长。

投资建议

- 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 99.7/121.3/133.9 亿元，EPS 分别为 0.20/0.24/0.26 元，对应 PE 分别为 13 倍、11 倍和 10 倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 核电站安全运营风险、核电机组检修影响电量风险、电力价格波动风险等。

相关报告

- 《台山机组重新并网，22H2 带来增量-中国广核中报点评》，2022.8.26
- 《业绩增长稳健，台山检修影响上网电量-中国广核 2021 年报及 2...》，2022.4.22

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

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 | 83,984 | 91,484 | 97,241 | 货币资金 | 19,572 | 12,128 | 15,828 | 15,930 | 26,128 | 42,288 |
| 增长率 | | 15.9% | 14.3% | 4.1% | 8.9% | 6.3% | 应收款项 | 8,300 | 10,777 | 12,612 | 11,500 | 12,527 | 13,315 |
| 主营业务成本 | -35,471 | -44,419 | -53,895 | -55,752 | -60,324 | -63,867 | 存货 | 18,371 | 15,021 | 15,248 | 15,504 | 16,775 | 17,760 |
| %销售收入 | 58.3% | 62.9% | 66.8% | 66.4% | 65.9% | 65.7% | 其他流动资产 | 15,681 | 25,318 | 24,278 | 24,954 | 26,739 | 28,121 |
| 毛利 | 25,404 | 26,165 | 26,783 | 28,232 | 31,160 | 33,373 | 流动资产 | 61,923 | 63,244 | 67,966 | 67,888 | 82,169 | 101,484 |
| %销售收入 | 41.7% | 37.1% | 33.2% | 33.6% | 34.1% | 34.3% | %总资产 | 16.0% | 16.1% | 17.0% | 16.9% | 19.7% | 23.1% |
| 营业税金及附加 | -700 | -622 | -610 | -756 | -823 | -875 | 长期投资 | 11,774 | 12,667 | 13,250 | 13,843 | 13,843 | 13,843 |
| %销售收入 | 1.1% | 0.9% | 0.8% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 固定资产 | 296,195 | 295,820 | 297,343 | 297,652 | 298,741 | 300,570 |
| 销售费用 | -79 | -71 | -79 | -42 | -46 | -49 | %总资产 | 76.3% | 75.5% | 74.3% | 74.0% | 71.5% | 68.4% |
| %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 | 11,580 | 11,800 | 12,008 |
| 管理费用 | -2,579 | -2,393 | -2,426 | -2,604 | -2,836 | -3,014 | 非流动资产 | 326,052 | 328,654 | 332,027 | 334,521 | 335,780 | 337,770 |
| %销售收入 | 4.2% | 3.4% | 3.0% | 3.1% | 3.1% | 3.1% | %总资产 | 84.0% | 83.9% | 83.0% | 83.1% | 80.3% | 76.9% |
| 研发费用 | -1,483 | -1,536 | -1,753 | -1,428 | -1,555 | -1,653 | 资产总计 | 387,975 | 391,898 | 399,993 | 402,409 | 417,949 | 439,254 |
| %销售收入 | 2.4% | 2.2% | 2.2% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 短期借款 | 37,011 | 44,033 | 39,095 | 27,715 | 22,458 | 22,458 |
| 息税前利润 (EBIT) | 20,562 | 21,544 | 21,915 | 23,403 | 25,900 | 27,782 | 应付款项 | 26,420 | 27,658 | 26,443 | 27,949 | 30,243 | 32,021 |
| %销售收入 | 33.8% | 30.5% | 27.2% | 27.9% | 28.3% | 28.6% | 其他流动负债 | 3,587 | 5,462 | 11,783 | 9,604 | 10,167 | 10,568 |
| 财务费用 | -7,698 | -7,828 | -6,401 | -7,821 | -7,584 | -7,955 | 流动负债 | 67,018 | 77,153 | 77,320 | 65,268 | 62,868 | 65,047 |
| %销售收入 | 12.6% | 11.1% | 7.9% | 9.3% | 8.3% | 8.2% | 长期贷款 | 167,860 | 156,693 | 155,922 | 157,922 | 159,922 | 161,922 |
| 资产减值损失 | 7 | -221 | -163 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 17,804 | 16,422 | 15,841 | 16,860 | 19,210 | 21,484 |
| 公允价值变动收益 | 4 | 5 | -103 | 86 | 2 | 5 | 负债 | 252,681 | 250,268 | 249,083 | 240,050 | 242,000 | 248,453 |
| 投资收益 | 1,307 | 1,144 | 1,367 | 1,249 | 1,105 | 1,060 | 普通股股东权益 | 89,802 | 95,273 | 100,911 | 106,859 | 114,949 | 124,301 |
| %税前利润 | 7.9% | 6.8% | 7.5% | 6.9% | 5.4% | 4.8% | 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 | 18,039 | 20,539 | 22,008 | 未分配利润 | 23,668 | 28,990 | 34,125 | 40,059 | 48,148 | 57,501 |
| 营业利润率 | 27.2% | 23.9% | 22.7% | 21.5% | 22.5% | 22.6% | 少数股东权益 | 45,492 | 46,357 | 50,000 | 55,500 | 61,000 | 66,500 |
| 营业外收支 | -33 | -41 | -188 | -47 | -40 | -40 | 负债股东权益合计 | 387,975 | 391,898 | 399,993 | 402,409 | 417,949 | 439,254 |
| 税前利润 | 16,555 | 16,850 | 18,126 | 17,992 | 20,499 | 21,968 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 27.2% | 23.9% | 22.5% | 21.4% | 22.4% | 22.6% | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | -1,770 | -1,974 | -2,442 | -2,519 | -2,870 | -3,076 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 10.7% | 11.7% | 13.5% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 每股收益 | 0.187 | 0.189 | 0.193 | 0.197 | 0.240 | 0.265 |
| 净利润 | 14,785 | 14,876 | 15,684 | 15,473 | 17,629 | 18,893 | 每股净资产 | 1.778 | 1.887 | 1.998 | 2.116 | 2.276 | 2.461 |
| 少数股东损益 | 5,320 | 5,313 | 5,951 | 5,500 | 5,500 | 5,500 | 每股经营现金净流 | 0.606 | 0.597 | 0.691 | 0.627 | 0.668 | 0.703 |
| 归属于母公司的净利润 | 9,466 | 9,562 | 9,733 | 9,973 | 12,129 | 13,393 | 每股股利 | 0.076 | 0.080 | 0.084 | 0.080 | 0.080 | 0.080 |
| 净利率 | 15.5% | 13.5% | 12.1% | 11.9% | 13.3% | 13.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 10.54% | 10.04% | 9.64% | 9.33% | 10.55% | 10.77% |
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 | 2.44% | 2.44% | 2.43% | 2.48% | 2.90% | 3.05% |
| 净利润 | 14,785 | 14,876 | 15,684 | 15,473 | 17,629 | 18,893 | 投入资本收益率 | 5.24% | 5.42% | 5.37% | 5.65% | 6.04% | 6.17% |
| 少数股东损益 | 5,320 | 5,313 | 5,951 | 5,500 | 5,500 | 5,500 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 10,300 | 11,375 | 11,655 | 10,052 | 10,281 | 10,550 | 主营业务收入增长率 | 19.77% | 15.95% | 14.30% | 4.10% | 8.93% | 6.29% |
| 非经营收益 | 6,427 | 6,499 | 5,166 | 6,491 | 6,552 | 6,638 | EBIT增长率 | 12.94% | 4.78% | 1.72% | 6.79% | 10.67% | 7.27% |
| 营运资金变动 | -913 | -2,595 | 2,406 | -361 | -738 | -603 | 净利润增长率 | 8.77% | 1.02% | 1.78% | 2.48% | 21.61% | 10.42% |
| 经营活动现金净流 | 30,599 | 30,155 | 34,911 | 31,656 | 33,725 | 35,477 | 总资产增长率 | 5.27% | 1.01% | 2.07% | 0.60% | 3.86% | 5.10% |
| 资本开支 | -15,653 | -13,495 | -14,433 | -11,850 | -11,580 | -12,580 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -6 | -423 | -175 | -495 | 2 | 5 | 应收账款周转天数 | 42.3 | 42.1 | 44.4 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| 其他 | 1,022 | 2,159 | 40 | 1,249 | 1,105 | 1,060 | 存货周转天数 | 204.5 | 137.2 | 102.5 | 101.5 | 101.5 | 101.5 |
| 投资活动现金净流 | -14,637 | -11,759 | -14,569 | -11,097 | -10,473 | -11,515 | 应付账款周转天数 | 185.1 | 158.9 | 127.0 | 131.0 | 131.0 | 131.0 |
| 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 | 1,021.7 | 922.4 | 855.8 |
| 债权募资 | -9,631 | -7,241 | -1,368 | -8,380 | -1,257 | 4,000 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -16,974 | -17,210 | -17,144 | -11,889 | -11,659 | -11,703 | 净负债/股东权益 | 143.60% | 138.45% | 122.71% | 108.83% | 93.91% | 80.23% |
| 筹资活动现金净流 | -12,823 | -24,367 | -17,491 | -20,268 | -12,916 | -7,703 | EBIT利息保障倍数 | 2.7 | 2.8 | 3.4 | 3.0 | 3.4 | 3.5 |
| 现金净流量 | 3,216 | -6,135 | 2,853 | 291 | 10,335 | 16,260 | 资产负债率 | 65.13% | 63.86% | 62.27% | 59.65% | 57.90% | 56.56% |

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 | 1 | 5 | 13 | 22 | 41 |
| 增持 | 0 | 0 | 4 | 10 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.24 | 1.31 | 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。

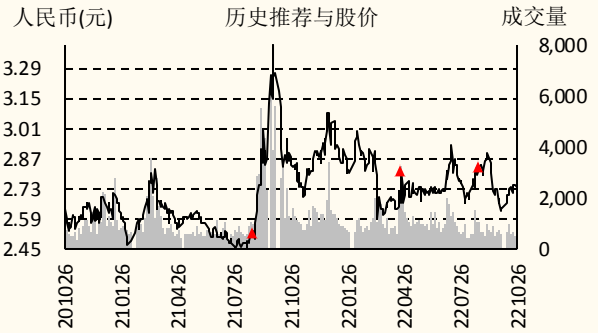
最终评分与平均投资建议对照：

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 | 2021-08-27 | 增持 | 2.60 | N/A |
| 2 | 2022-04-22 | 增持 | 2.74 | N/A |
| 3 | 2022-08-26 | 增持 | 2.82 | 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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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