

中国广核 (003816.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

台山恢复、防城港3号并网预计带来电量改善

业绩简评

- 3月15日晚间公司披露22年年报，22全年实现营收828.2亿元，同比+2.7%；实现归母净利润99.6亿元，同比+2.1%。其中，Q4实现营收244.1亿元，同比+13.3%；实现归母净利润11.8亿元，同比+14.96%。业绩符合预期。

经营分析

- 电量视角：**公司22全年发电量为2113.1亿千瓦时，同比-1.2%（子公司1661.4亿千瓦时、联营公司451.7亿千瓦时）。电量下滑主要受前三季度台山1、2号机组大修拖累，以及防城港3号机组投运时间表延后影响。4Q22单季度子公司与联营公司总发电量分别为452.9亿千瓦时、136.8亿千瓦时，分别同比+3.3%、+20.5%。台山核电站换料大修完成、电量环比大幅改善带来总电量重回正增长；公司联营的红沿河电站电量增长主因6M22起6号机组投运、贡献增量。
- 电价视角：**公司22全年市场化电量占比持续升至55.3%（同比+16.2pct），市场电均价0.4017元/千瓦时（同比+12.4%）。当前电力供需紧张局面仍存，22年电价普遍上浮为23年电力中长协价格签订提供指引，利好核电公司提前锁定优价（中长协电量约占市场电总量的90%）。
- 防城港3号机组并网，将为23年业绩贡献增量。由于该机组为公司首个华龙一号机组，并网时间相较此前规划的2H22有所延后，至12M22已首次达到临界状态。我们预计132万千瓦装机全年将对应电量100亿千瓦时、对23年售电业务营收增量贡献达57.7%。

盈利预测、估值与评级

- 受益于新机组投产与市场化电价上浮，公司业绩有望保持稳健增长。我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润109.74/126.70/137.98亿元，EPS分别为0.22/0.25/0.27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。

石油化工组

分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：2.94元

相关报告：

- 《大修拖累Q3业绩，新机投运将为明年贡献增量-中国广核三季报点...》，2022.10.27
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	80,679	82,822	91,000	96,677	99,567
营业收入增长率	14.30%	2.66%	9.87%	6.24%	2.99%
归母净利润(百万元)	9,733	9,965	10,974	12,670	13,798
归母净利润增长率	1.78%	2.39%	10.12%	15.46%	8.90%
摊薄每股收益(元)	0.193	0.197	0.217	0.251	0.273
每股经营性现金流净额	0.69	0.62	0.61	0.67	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.64%	9.31%	9.63%	10.34%	10.43%
P/E	16.24	13.63	13.53	11.72	10.76
P/B	1.57	1.27	1.30	1.21	1.12

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	70,585	80,679	82,822	91,000	96,677	99,567
增长率		14.3%	2.7%	9.9%	6.2%	3.0%
主营业务成本	-44,419	-53,895	-55,281	-60,545	-64,159	-65,871
%销售收入	62.9%	66.8%	66.7%	66.5%	66.4%	66.2%
毛利	26,165	26,783	27,541	30,455	32,518	33,695
%销售收入	37.1%	33.2%	33.3%	33.5%	33.6%	33.8%
营业税金及附加	-622	-610	-806	-883	-938	-966
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-71	-79	-47	-55	-58	-60
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-2,393	-2,426	-2,420	-2,730	-2,900	-2,987
%销售收入	3.4%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-1,536	-1,753	-1,870	-2,057	-2,185	-2,250
%销售收入	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	21,544	21,915	22,398	24,731	26,437	27,432
%销售收入	30.5%	27.2%	27.0%	27.2%	27.3%	27.6%
财务费用	-7,828	-6,401	-6,592	-7,547	-7,218	-6,872
%销售收入	11.1%	7.9%	8.0%	8.3%	7.5%	6.9%
资产减值损失	-221	-163	-151	-100	-100	-100
公允价值变动收益	5	-103	56	55	55	55
投资收益	1,144	1,367	1,677	1,700	1,734	1,769
%税前利润	6.8%	7.5%	9.0%	8.5%	7.8%	7.5%
营业利润	16,892	18,314	18,845	20,240	22,308	23,684
营业利润率	23.9%	22.7%	22.8%	22.2%	23.1%	23.8%
营业外收支	-41	-188	-145	-150	-150	-150
税前利润	16,850	18,126	18,699	20,090	22,158	23,534
利润率	23.9%	22.5%	22.6%	22.1%	22.9%	23.6%
所得税	-1,974	-2,442	-3,456	-3,616	-3,989	-4,236
所得税率	11.7%	13.5%	18.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	14,876	15,684	15,243	16,474	18,170	19,298
少数股东损益	5,313	5,951	5,278	5,500	5,500	5,500
归属于母公司的净利润	9,562	9,733	9,965	10,974	12,670	13,798
净利率	13.5%	12.1%	12.0%	12.1%	13.1%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	14,876	15,684	15,243	16,474	18,170	19,298
少数股东损益	5,313	5,951	5,278	5,500	5,500	5,500
非现金支出	11,375	11,655	10,732	9,923	10,255	10,586
非经营收益	6,499	5,166	5,108	6,288	5,977	5,732
营运资金变动	-2,595	2,406	286	-1,878	-491	-204
经营活动现金净流	30,155	34,911	31,368	30,806	33,911	35,413
资本开支	-13,495	-14,433	-11,789	-13,776	-13,776	-13,776
投资	-423	-175	-819	104	55	55
其他	2,159	40	-1,772	1,700	1,734	1,769
投资活动现金净流	-11,759	-14,569	-14,379	-11,972	-11,987	-11,952
股权募资	84	1,021	404	0	0	0
债权募资	-7,241	-1,368	-4,093	-2,929	-8,896	-106
其他	-17,210	-17,144	-17,207	-11,933	-11,656	-11,446
筹资活动现金净流	-24,367	-17,491	-20,896	-14,862	-20,552	-11,552
现金净流量	-6,135	2,853	-4,014	3,973	1,372	11,909

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,128	15,828	14,841	18,635	19,878	31,693
应收款项	10,777	12,612	15,276	16,168	17,177	17,690
存货	15,021	15,248	17,775	18,080	19,160	19,671
其他流动资产	25,318	24,278	22,613	24,739	26,087	26,733
流动资产	63,244	67,966	70,505	77,623	82,302	95,788
%总资产	16.1%	17.0%	17.2%	18.5%	19.2%	21.6%
长期投资	12,667	13,250	14,457	14,408	14,408	14,408
固定资产	295,820	297,343	301,063	304,492	307,602	310,391
%总资产	75.5%	74.3%	73.6%	72.5%	71.9%	69.9%
无形资产	9,734	10,725	12,219	12,545	12,856	13,153
非流动资产	328,654	332,027	338,511	342,165	345,536	348,576
%总资产	83.9%	83.0%	82.8%	81.5%	80.8%	78.4%
资产总计	391,898	399,993	409,016	419,787	427,838	444,363
短期借款	44,033	39,095	33,301	30,372	21,476	21,370
应付款项	27,658	26,443	34,819	34,903	36,988	37,977
其他流动负债	5,462	11,783	8,013	9,379	9,871	10,162
流动负债	77,153	77,320	76,132	74,654	68,335	69,509
长期贷款	156,693	155,922	160,075	160,075	160,075	160,075
其他长期负债	16,422	15,841	14,878	14,695	14,934	15,028
负债	250,268	249,083	251,086	249,423	243,344	244,612
普通股股东权益	95,273	100,911	107,028	113,962	122,592	132,349
其中：股本	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499
未分配利润	28,990	34,125	39,039	45,973	54,603	64,361
少数股东权益	46,357	50,000	50,902	56,402	61,902	67,402
负债股东权益合计	391,898	399,993	409,016	419,787	427,838	444,363

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.189	0.193	0.197	0.217	0.251	0.273
每股净资产	1.887	1.998	2.119	2.257	2.428	2.621
每股经营现金净流	0.597	0.691	0.621	0.610	0.672	0.701
每股股利	0.076	0.080	0.084	0.080	0.080	0.080
回报率						
净资产收益率	10.04%	9.64%	9.31%	9.63%	10.34%	10.43%
总资产收益率	2.44%	2.43%	2.44%	2.61%	2.96%	3.11%
投入资本收益率	5.42%	5.37%	5.11%	5.53%	5.83%	5.81%
增长率						
主营业务收入增长率	15.95%	14.30%	2.66%	9.87%	6.24%	2.99%
EBIT增长率	4.78%	1.72%	2.21%	10.42%	6.90%	3.76%
净利润增长率	1.02%	1.78%	2.39%	10.12%	15.46%	8.90%
总资产增长率	1.01%	2.07%	2.26%	2.63%	1.92%	3.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.1	44.4	56.8	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	137.2	102.5	109.0	109.0	109.0	109.0
应付账款周转天数	158.9	127.0	137.9	138.0	138.0	138.0
固定资产周转天数	1,284.8	1,084.8	1,025.8	927.7	866.5	833.6
偿债能力						
净负债/股东权益	138.45%	122.71%	115.89%	103.49%	90.07%	77.22%
EBIT利息保障倍数	2.8	3.4	3.4	3.3	3.7	4.0
资产负债率	63.86%	62.27%	61.39%	59.42%	56.88%	55.05%

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

来源：聚源数据

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
4	2022-10-27	增持	2.74	N/A

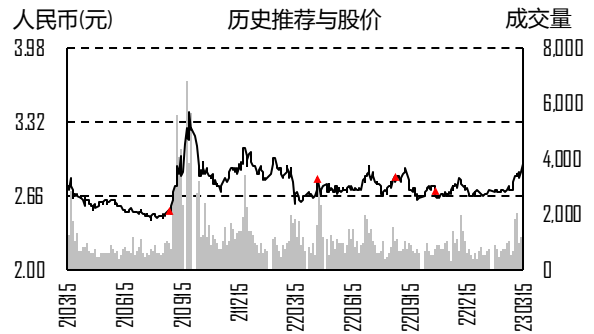
来源：国金证券研究所

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



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。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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402