



单季环比走弱，业绩全年无虞

2023 年 10 月 26 日

➤ **事件概述：**10 月 25 日，公司发布 2023 年三季度报告，前三季度实现营业收入 598.42 亿元，同比增长 2.4%（经重述）；归母净利润 97.00 亿元，同比增长 10.4%（经重述）；扣非归母净利润 96.50 亿元，同比增长 13.0%（经重述）。第三季度公司实现营业收入 205.67 亿元（经重述），同比下降 5.6%；归母净利润 27.41 亿元，同比下降 5.1%（经重述）；扣非归母净利润 26.98 亿元，同比下降 4.3%（经重述）。

➤ **电量环比走弱，市场化比例提高：**3Q23 公司完成发电量（含联营）564.15 亿千瓦时，同比增长 6.1%，环比下降 3.4%。其中，在粤机组完成发电量 290.97 亿千瓦时，同比增长 4.9%，环比下降 0.7%；粤外机组合计完成发电量 273.18 亿千瓦时，同比增长 7.5%，环比下降 6.2%。我们测算 Q3 公司市场化电量比例达 56.9%，同比提高 1.7 个百分点。考虑到 Q4 公司仅需完成 2 个已经进行的年度换料大修以及新开 1 个年度换料大修，四季度电量有望修复。

➤ **季度大修增加推高成本：**3Q23 公司实际完成 1 个首次大修和 5 个年度换料大修，Q2 公司首次大修、十年大修、换料大修各一次，大修次数增加推高公司单季度成本，Q3 公司营业成本 134.13 亿元，环比提高 8.6%，致使 Q3 毛利率下降至 34.8%，环比下降 9.2 个百分点。此外公司 Q3 投资收益环比减少 1.25 亿元至 4.27 亿元。成本推高及投资收益下滑，公司 Q3 营业利润环比减少 16.09 亿元至 53.20 亿元。

➤ **在建项目加速推进：**公司在建项目中，陆丰 6 号机组正式开工建设，进入土建施工阶段；新核准宁德 5、6 号机组处于核岛首罐混凝土浇筑（FCD）准备阶段；受托管理的苍南 2 号机组已经实现穹顶吊装，进入设备安装阶段。

➤ **投资建议：**Q4 大修减少，电量环比有望修复，同时成本支出回落毛利率回升，公司全年业绩无虞。考虑到电量、电价情况，维持对公司的盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.23/0.24/0.25 元，对应 10 月 25 日收盘价 PE 分别为 13.3/12.8/12.3 倍，参考可比公司估值，给予公司 23 年 15.0 倍 PE 估值，目标价 3.45 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 核安全事故；2) 政策变化；3) 新技术遇阻；4) 电价调整；5) 汇兑损失。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

3.02 元

目标价：

3.45 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.中国广核 (003816.SZ) 2023 年半年报点评：防 3 入列，储备项目蓄势待发-2023/08/24

2.中国广核 (003816.SZ) 2023 年一季报点评：电量有望再上新台阶，降本节费增利助力利润高增-2023/04/26

3.中国广核 (003816.SZ) 2022 年年报点评：业绩略超预期，核蓄储一体化未来可期-2023/03/16

4.中国广核 (003816.SZ) 2022 年三季度点评：电量下滑、费用增长，陆丰 5 号打响头炮-2022/10/27

5.中国广核 (003816.SZ) 2022 年半年报点评：守得云开见月明-2022/08/25

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	82,822	103,325	110,740	113,333
增长率 (%)	2.7	24.8	7.2	2.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	9,965	11,473	11,951	12,435
增长率 (%)	2.1	15.1	4.2	4.1
每股收益 (元)	0.20	0.23	0.24	0.25
PE	15.3	13.3	12.8	12.3
PB	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	82,822	103,325	110,740	113,333
营业成本	55,281	73,278	80,083	82,521
营业税金及附加	806	878	941	963
销售费用	47	103	111	113
管理费用	2,420	3,100	3,322	3,400
研发费用	1,870	2,066	2,215	2,267
EBIT	23,714	23,899	24,068	24,069
财务费用	6,592	6,632	5,958	5,172
资产减值损失	-22	-200	-200	-200
投资收益	1,677	1,700	1,900	2,100
营业利润	18,845	21,054	21,928	22,815
营业外收支	-145	-40	-40	-40
利润总额	18,699	21,014	21,888	22,775
所得税	3,456	3,362	3,502	3,644
净利润	15,243	17,651	18,386	19,131
归属于母公司净利润	9,965	11,473	11,951	12,435
EBITDA	34,423	37,063	37,783	37,849

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,841	11,131	16,092	18,224
应收账款及票据	14,941	19,816	21,238	21,735
预付款项	17,507	21,983	24,025	24,756
存货	17,775	24,091	26,329	27,130
其他流动资产	5,441	6,378	6,675	6,778
流动资产合计	70,505	83,400	94,358	98,624
长期股权投资	13,658	14,158	14,658	15,158
固定资产	232,764	221,021	224,728	212,369
无形资产	5,205	5,205	5,205	5,205
非流动资产合计	338,511	332,068	323,075	313,016
资产合计	409,016	415,468	417,432	411,640
短期借款	11,930	11,542	11,040	10,511
应付账款及票据	28,062	37,141	40,590	41,826
其他流动负债	36,140	37,644	38,820	39,240
流动负债合计	76,132	86,327	90,451	91,577
长期借款	160,075	145,075	130,075	110,075
其他长期负债	14,878	12,878	11,878	10,878
非流动负债合计	174,953	157,953	141,953	120,953
负债合计	251,086	244,280	232,404	212,530
股本	50,499	50,499	50,499	50,499
少数股东权益	50,902	57,080	63,515	70,211
股东权益合计	157,930	171,188	185,029	199,110
负债和股东权益合计	409,016	415,468	417,432	411,640

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.66	24.75	7.18	2.34
EBIT 增长率	0.51	0.78	0.71	0.00
净利润增长率	2.06	15.14	4.16	4.05
盈利能力 (%)				
毛利率	33.25	29.08	27.68	27.19
净利润率	18.40	17.08	16.60	16.88
总资产收益率 ROA	2.44	2.76	2.86	3.02
净资产收益率 ROE	9.31	10.05	9.83	9.65
偿债能力				
流动比率	0.93	0.97	1.04	1.08
速动比率	0.43	0.38	0.44	0.46
现金比率	0.19	0.13	0.18	0.20
资产负债率 (%)	61.39	58.80	55.67	51.63
经营效率				
应收账款周转天数	65.83	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	117.36	120.00	120.00	120.00
总资产周转率	0.20	0.25	0.27	0.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.23	0.24	0.25
每股净资产	2.12	2.26	2.41	2.55
每股经营现金流	0.62	0.60	0.70	0.71
每股股利	0.09	0.09	0.10	0.11
估值分析				
PE	15.3	13.3	12.8	12.3
PB	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.77	8.70	7.97	7.33
股息收益率 (%)	2.88	2.98	3.31	3.64

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	15,243	17,651	18,386	19,131
折旧和摊销	10,709	13,163	13,715	13,780
营运资金变动	286	-6,021	-1,373	-478
经营活动现金流	31,368	30,124	35,172	35,903
资本开支	-11,789	-6,140	-4,140	-3,140
投资	-819	-821	-821	-821
投资活动现金流	-14,379	-5,261	-3,061	-1,861
股权募资	404	0	0	0
债务募资	-4,093	-17,389	-16,501	-21,529
筹资活动现金流	-20,896	-28,572	-27,151	-31,910
现金净流量	-4,014	-3,710	4,960	2,133

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026