

在建装机逐步投运成长性确定，审批加速打开长期空间

—中国广核 2023 年三季报点评

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 598.42 亿元，同比增长 2.44%；归母净利润 97.00 亿元，同比增长 10.36%。经现净额 269.98 亿元，同比增加 10.97%。ROE(加权)为 8.82%，同比上升 0.35pct。23Q3 单季度实现营收 205.67 亿元，同比减少 5.63%；实现归母净利润 27.41 亿元，同比减少 5.08%。
- **装机增长、费用下降推动公司业绩、盈利能力稳中向好。**报告期公司电价基本保持稳定，得益于上网电量增加以及财务费用下降，公司营业收入、盈利能力稳中有升：报告期公司毛利率、净利率分别为 39.98%、25.58%，同比+2.67pct、+3.16pct，期间费用率 11.90%，同比-1.30pct。公司 23Q3 单季度营收及利润出现小幅下滑，或因机组检修时间同比较长。报告期公司资产负债率小幅下降至 60.23%，同比-0.68pct。报告期收现比 114.62%、净现比 1.67，公司现金流状况延续优异表现。
- **在建装机逐步投运，公司业绩稳健增长确定性强。**报告期，公司运营管理的核电机组总发电量约为 1697.07 亿千瓦时，较去年同期上升 11.39%。总上网电量约为 1589.89 亿千瓦时，较去年同期上升 11.31%。公司红沿河 6 号机组、防城港 3 号机组分别于 2022 年 6 月 23 日投运、2023 年 3 月 25 日投运，装机容量增加是公司发电量、上网电量增加的主要因素。

截止 2023 年 9 月 30 日，公司管理 27 台在运核电机组，总装机容量 30.57GW，在建核电机组 7 台，总装机容量 8.41GW，另 2023 年 7 月 3 日，公司联营企业宁德核电 5、6 号机组已获得国务院核准，均采用华龙一号核电技术，单机容量 1.21GW。目前公司在建项目中，防城港 4 号机组预计 2024 年上半年投产，陆丰 5 号、6 号机组预计分别于 2027 年、2028 年投产；委托管理项目，惠州 1 号、2 号机组预计分别 2025 年、2026 年投产，苍南 1 号、2 号机组预计分别 2026 年、2027 年投产。在建项目的逐步投产将为公司提供持续增长动力。
- **占据核电半壁江山，审批加速打开成长空间。**公司是中广核集团核能发电的唯一平台，占据我国核电装机半壁江山。截至 2023 年 6 月 30 日，我国投入商业运行的核电机组共 55 台，公司管理装机容量合计 37.78GW，占全国在运及在建核电总装机的 45.87%。

2019~2023（M10）我国核电审批分别为 6/4/5/10/6 台，加速趋势明显。核电做为清洁高效的基荷能源，在全国电力供需偏紧、稳定性较弱的新能源装机占比大幅提升背景下，未来将对新型电力系统的安全稳定发挥重要作用。根据中国核工业数据，我国初步勘查选择的核电站厂址容量可以支撑 4 亿千瓦的装机规模，按照目前在运装机 5699 万千瓦测算，远期装机成长空间超过 600%。
- **估值分析与评级说明：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 113.23 亿元、121.53 亿元、129.85 亿元，对应 PE 分别为 13.4 倍、12.5 倍、11.7 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**在建项目推进不及预期的风险，电价下调的风险，原料成本上升的风险等。

中国广核(003816)

推荐 (首次)

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

严明

☎：010-80927667

✉：yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

市场数据

2023-10-24

股票代码	003816
A 股收盘价(元)	3.01
上证指数	2,962.24
总股本万股	5,049,861
实际流通 A 股万股	3,933,499
流通 A 股市值(亿元)	1,184

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

表1：主要财务指标预测

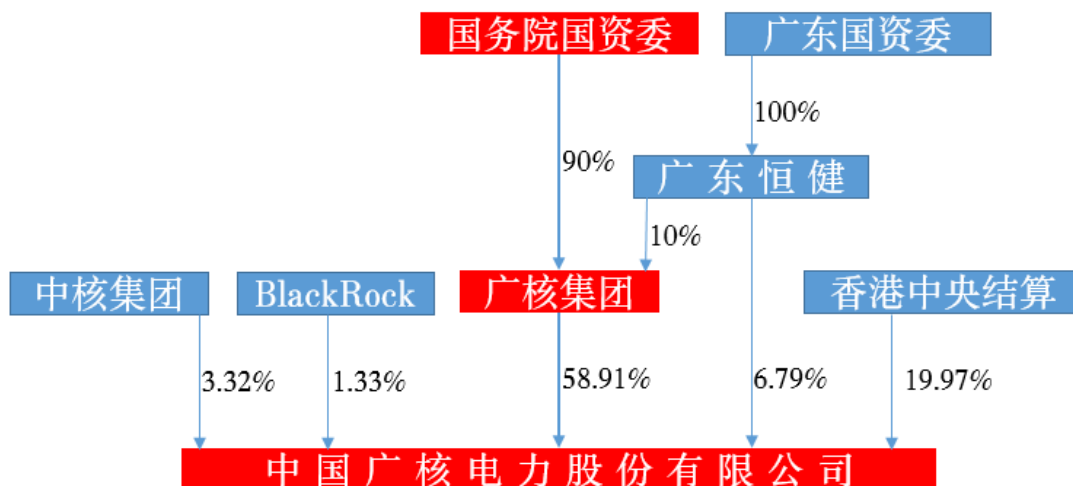
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	82822.40	89537.65	94599.27	99479.14
收入增长率%	2.66	8.11	5.65	5.16
归母净利润（百万元）	9964.85	11323.39	12153.44	12985.06
利润增速%	2.06	13.63	7.33	6.84
毛利率%	33.25	32.84	32.44	32.13
摊薄 EPS(元)	0.20	0.22	0.24	0.26
PE	15.25	13.42	12.51	11.71
PB	1.42	1.33	1.20	1.09
PS	1.84	1.70	1.61	1.53

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、具备一体化优势的核电龙头，装机容量迎持续释放

公司控股股东为中国广核集团，实际控制人为国务院国资委。公司是中广核集团旗下唯一核能发电平台，由中广核集团、广东恒健、中核集团共同发起。中广核集团内核电产业链完整，公司充分整合集团资产，集核电设计、建造、运营一体化，具备成本控制及协同效应优势。

图1：中国广核股权结构图

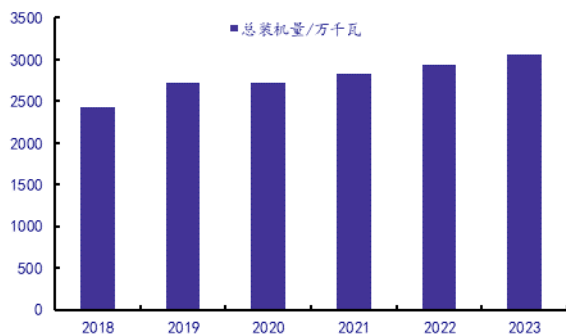


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司运营核电机组国内市占率达 50%左右。截至 2023 年三季度，公司管理的在运核电机组容量 30.57GW，占全国在运核电总装机的 53.85%；其中控股子公司装机容量 23.85 万千瓦，占公司管理的在运机组容量的 78.04%。2023 年上半年，公司管理的在运核电机组发电总量 1132.92 亿千瓦时，占全国在运核电机组发电总量的 53.46%；其中控股子公司发电量 880.25 亿千瓦时，占公司管理的在运机组发电量的 77.70%

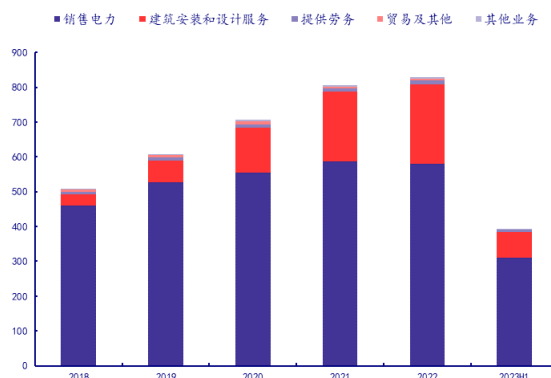
公司收入主要来自电力销售，常年占比超过 70%。核电销售具有盈利稳定、现金流优异等优势。公司控股项目集中在广东、福建、广西省境内，具备高电价优势，绝大部分机组计划电价都在 0.40 元以上。较高的电价为公司带来较高的盈利水平。

图2：公司历年核电装机容量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司历年营业收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：中国广核管理在运核电机组梳理

核电站	核电机组	持股比例	装机容量（MW）	机组类型	计划电价 (元/kwh，含税)	商运 时间	所在 省份
子公司							
大亚湾核电站	大亚湾 1 号机组	75%	984	M310	0.4056	1994.2	广东
	大亚湾 2 号机组		984	M310		1994.5	
岭澳核电站	岭澳 1 号机组	100%	990	M310	0.4143	2002.5	
	岭澳 2 号机组		990	M310		2003.1	
岭东核电站	岭东 1 号机组	93.88%	1087	CPR1000	0.4153	2010.9	
	岭东 2 号机组		1087	CPR1000		2011.8	
阳江核电站	阳江 1 号机组	61.72%	1086	CPR1000	0.4153	2014.3	
	阳江 2 号机组		1086	CPR1000		2015.6	
	阳江 3 号机组		1086	CPR1000+		2016.1	
	阳江 4 号机组		1086	CPR1000+		2017.3	
	阳江 5 号机组		1086	ACPR1000		2018.7	
	阳江 6 号机组		1086	ACPR1000		2019.7	
台山核电站	台山 1 号机组	51%	1750	EPR	0.4350	2018.12	
	台山 2 号机组		1750	EPR		2019.9	
防城港核电站	防城港 1 号机组	36.60%	1086	CPR1000	0.4063	2016.1	广西
	防城港 2 号机组		1086	CPR1000		2016.1	
	防城港 3 号机组		1188	华龙一号		2023.3	
宁德核电站	宁德 1 号机组	33.76%	1089	CPR1000	0.4153	2013.4	福建
	宁德 2 号机组		1089	CPR1000		2014.5	
	宁德 3 号机组		1089	CPR1000	0.3916	2015.6	
	宁德 4 号机组		1089	CPR1000	0.3590	2016.7	
联营企业							
红沿河核电站	红沿河 1 号机组	45%	1119	CPR1000	0.3823	2013.6	辽宁
	红沿河 2 号机组		1119	CPR1000		2014.5	
	红沿河 3 号机组		1119	CPR1000		2015.8	
	红沿河 4 号机组		1119	CPR1000		2016.6	
	红沿河 5 号机组		1119	ACPR1000	0.3749	2021.7	
	红沿河 6 号机组		1119	ACPR1000		2022.6	
合计	27 台		30568				

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司在建装机逐年进入投运期。2023 年 7 月 31 日，公司宁德 5 号及 6 号机组获得国务院核准，截至 2023 年 9 月 30 日处于核岛首罐混凝土浇筑（FCD）准备阶段。截至 2023 年 9 月 30 日，公司共管理 9 台已核准及在建核电机组，总装机 10.82GW。其中，1 台处于调试阶段，4 台处于设备安装阶段，2 台处于土建施工阶段，2 台处于 FCD 准备阶段。

核电审批加速，行业打开成长空间。2011 年日本福岛核事故以来，我国核电审批节奏放缓；2019 年呈加速迹象，2019~2023（M10）合计核准 33 台。据中国核能行业协会《中国核能发展与展望（2022）》，“预计‘十四五’期间，我国将保持每年 6-8 台核电机组的核准开工节奏。”根据《中国核能发展与展望（2022）》，预计到 2035 年，核能发电量在我国电力结构中的占比需要达到 10%左右；到 2060 年，核能发电量在我国电力结构中的占比需要达到 20%左右，与当前 OECD 国家的平均水平相当”。

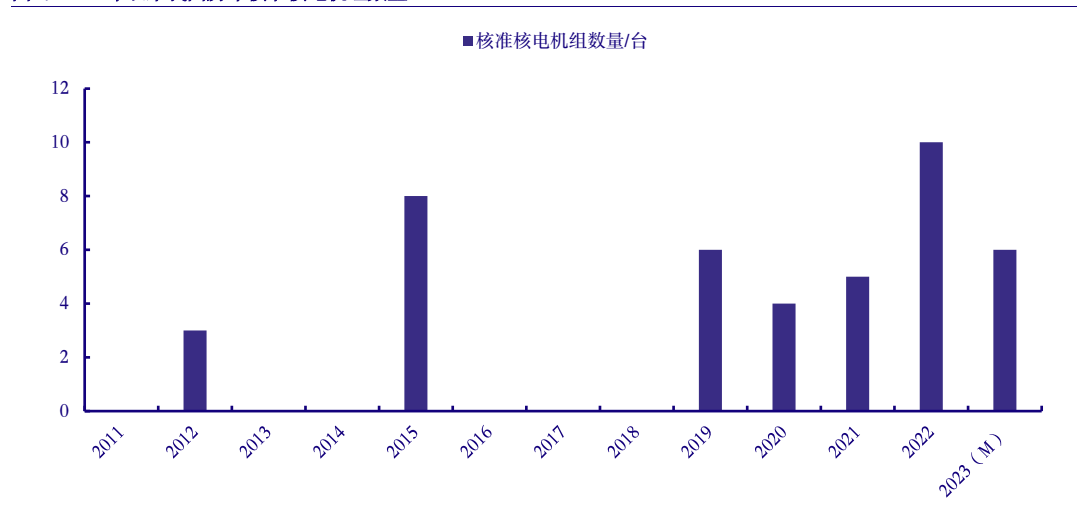
根据中国核工业数据，我国初步勘查选择的核电站厂址容量可以支撑 4 亿千瓦的装机规模，按照目前在运装机 5699 万千瓦测算，远期装机成长空间超过 600%。

表3：中国广核管理在建、核准核电机组梳理

核电机组	装机容量	土建施工阶段	设备安装阶段	调试阶段	并网阶段	预期投入运行时间
来自子公司						
防城港 4 号机组	1180MW			✓		2024 年上半年
陆丰 5 号机组	1200MW	✓				2027 年
陆丰 6 号机组	1200MW	✓				2028 年
来自控股股东委托管理公司						
惠州 1 号机组	1202MW		✓			2025 年
惠州 2 号机组	1202MW		✓			2026 年
苍南 1 号机组	1208MW		✓			2026 年
苍南 2 号机组	1208MW		✓			2027 年
在建合计	8400MW					
新增核准机组						
宁德 5 号机组	1210MW	截至 2023 年 9 月 30 日 处于核岛首罐混凝土浇筑（FCD）准备阶段				
宁德 6 号机组	1210MW					

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：2011 年以来我国历年核准核电机组数量

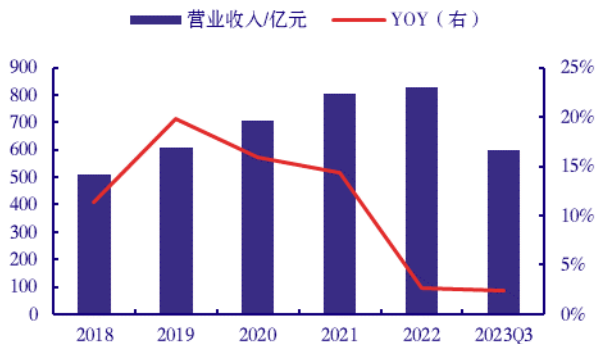


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、现金流优异，盈利能力仍有提升空间

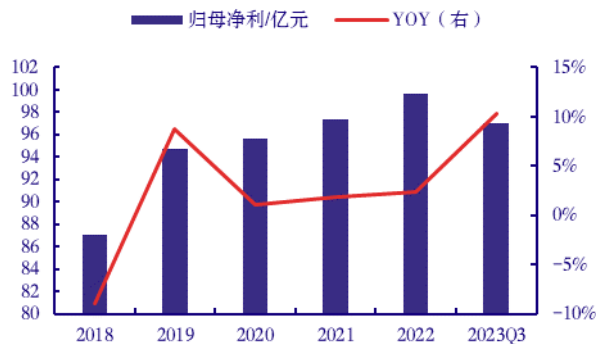
公司营收、净利持续稳健增长。2022 年，公司实现营收 828.22 亿元，同比+2.66%，实现归母净利润 99.65 亿，同比增长 2.06%。2023Q3 实现营收 598.42 亿，同比增长 2.44%；归母净利润 97.00 亿元，同比增长 10.36%。

图5：公司历年营收及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

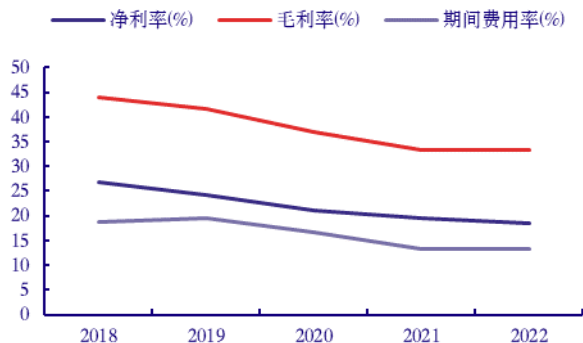
图6：公司历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

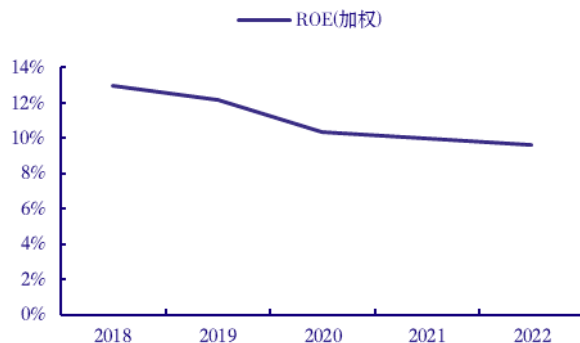
盈利能力扭转下降态势，2023Q3ROE、净利率均小幅提升。公司 2018 年以来，无论是净资产收益率还是销售净利率均呈下滑态势，我们判断或与工程业务占比提升有关。2023 年前三季度得益于工程业务占比下降以及财务费用下降等因素，公司毛利率、净利率分别为 39.98%、25.58%，同比+2.67pct、+3.16pct。公司 ROE(加权)为 8.82%，同比上升 0.35pct。

图7：公司历年毛利率、净利率、期间费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司历年 ROE（加权）

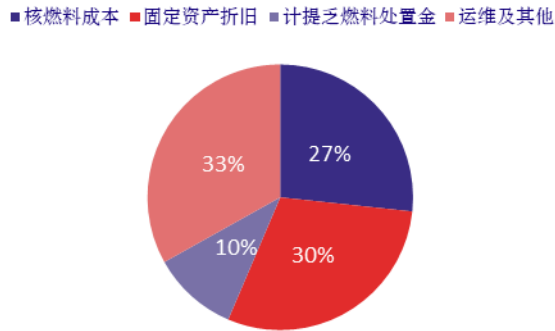


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

费用下降、利用小时数低位，成本端有望持续优化。成本端，固定资产投资和核燃料成本占比合计达 60%。2023 年前三季度，公司销售期间费用率 11.90%，同比-1.30pct，主要得益于财务费用的下降，随着利率的下降以及公司经营现金流入，公司未来财务费用率有望持续下降。

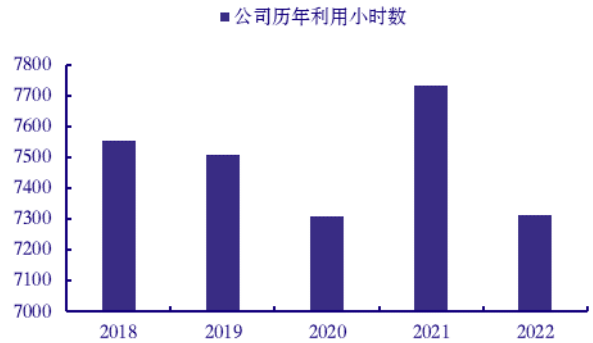
2022 年公司利用小时数仅为 7311 小时，处于历史低位；未来随着我国经济复苏、电力需求增加以及公司检修水平提升，公司利用小时数的提升，也将助力公司单位成本的下降，提升公司的整体盈利能力。

图9：公司 2022 年核电业务成本构成



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

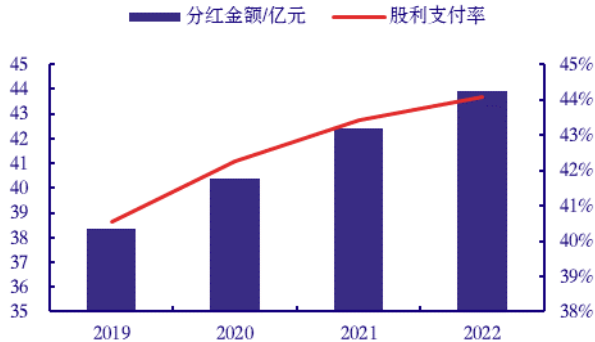
图10：公司历年机组平均利用小时数



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

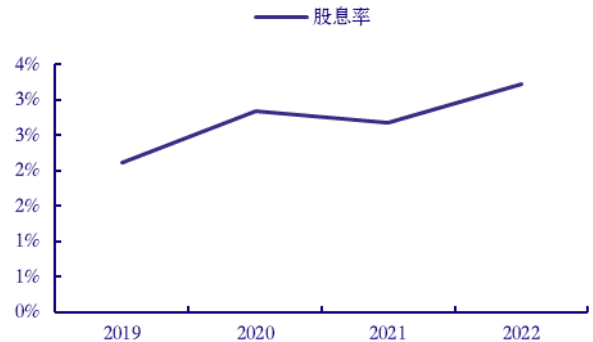
上市以来，公司分红金额及股息率持续提升。2022 年公司分红 43.93 亿，股利支付率 44.09%；股息率 3.23%。核电业绩确定性强，未来随着公司装机的增长，分红金额及比例有望持续提升。

图11：公司历年分红金额及股利支付率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

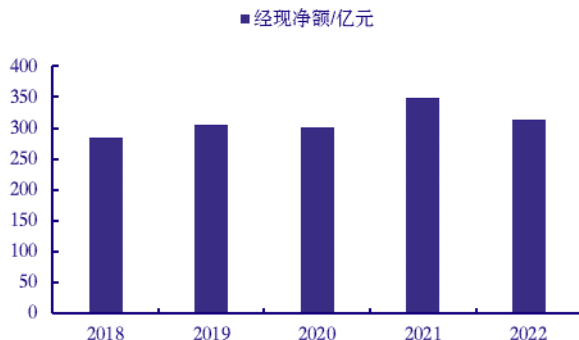
图12：公司历年股息率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

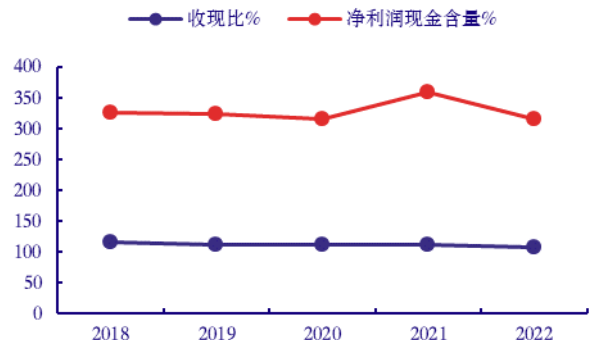
现金流持续优异，净利润现金含量稳定在 300%以上。核电运营属于重资产行业，固定资产投入大，折旧摊销在营业成本中占比超过 30%，而收入端电网结算高度确定，基本没有坏账风险。因此，公司经营现金流上市以来表现持续优异，2022 年公司净利润现金含量高达 314.79%。

图13：公司历年经现净额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图14：公司历年收现比及净利润现金含量

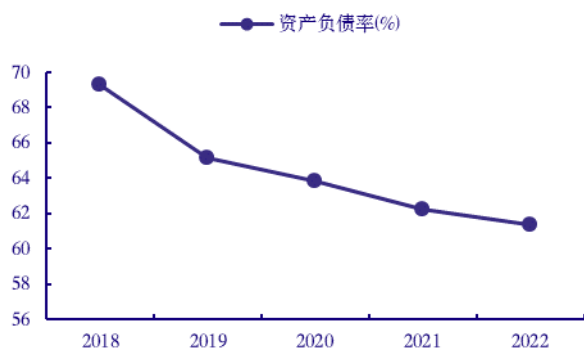


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资产负债率持续下降，2022 年降至 61.39%。做为重资产行业，公司资产负债率水平相对较高，但上市以来公司资产负债率持续下降，2023Q3 公司资产负债率降至 60.23%，在较好的经营现金流入支撑下，预计未来公司资产负债率仍有进一步下降的空间。

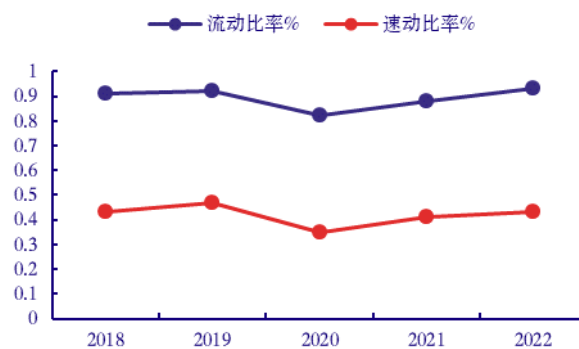
2023Q3 公司流动比率、速动比率分别为 0.98、0.45，考虑到核电经营、收入的高度确定性，公司债务风险相对较小。

图15：公司历年资产负债率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图16：公司历年流动比率、速动比率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、风险提示

在建项目推进不及预期的风险，电价下调的风险，原料成本上升的风险等。

附录：

（一）公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	70504.91	99573.62	129187.98	160977.67	营业收入	82822.40	89537.65	94599.27	99479.14
现金	14840.78	41064.96	68025.25	97200.59	营业成本	55280.97	60132.87	63907.48	67512.85
应收账款	14937.56	15420.37	16029.32	16579.86	营业税金及附加	806.03	871.38	920.64	968.13
其它应收款	334.93	363.12	383.65	403.44	营业费用	47.35	51.19	54.08	56.87
预付账款	17506.79	19044.08	20239.50	21381.32	管理费用	2419.77	2615.96	2763.84	2906.42
存货	17775.46	18206.90	18639.68	19128.64	财务费用	6592.24	5839.09	5445.72	5041.32
其他	5109.40	5474.19	5870.58	6283.81	资产减值损失	-22.40	0.00	0.00	0.00
非流动资产	338510.66	327952.67	319626.88	312269.75	公允价值变动收益	55.55	0.00	0.00	0.00
长期投资	13657.60	13657.60	13657.60	13657.60	投资净收益	1677.13	1813.11	1915.60	2014.42
固定资产	232763.52	220965.64	212538.59	205055.36	营业利润	18844.61	21393.93	22951.53	24512.07
无形资产	5205.32	5205.32	5205.32	5205.32	营业外收入	23.80	23.80	23.80	23.80
其他	86884.22	88124.11	88225.37	88351.47	营业外支出	169.24	169.24	169.24	169.24
资产总计	409015.57	427526.29	448814.86	473247.42	利润总额	18699.18	21248.49	22806.09	24366.63
流动负债	76132.44	81032.01	83730.04	88299.99	所得税	3456.42	3927.65	4215.56	4504.02
短期借款	11930.48	11930.48	11930.48	11930.48	净利润	15242.75	17320.84	18590.53	19862.61
应付账款	22967.70	23886.11	25207.95	25692.39	少数股东损益	5277.90	5997.45	6437.08	6877.55
其他	41234.25	45215.41	46591.61	50677.12	归属母公司净利润	9964.85	11323.39	12153.44	12985.06
非流动负债	174953.21	175318.42	175318.42	175318.42	EBITDA	34423.08	38885.45	36678.87	36891.18
长期借款	160074.95	160074.95	160074.95	160074.95	EPS（元）	0.20	0.22	0.24	0.26
其他	14878.26	15243.47	15243.47	15243.47					
负债合计	251085.64	256350.43	259048.46	263618.41	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	50902.26	56899.70	63336.79	70214.34	营业收入	2.66%	8.11%	5.65%	5.16%
归属母公司股东权益	107027.67	114276.16	126429.60	139414.67	营业利润	2.68%	13.53%	7.28%	6.80%
负债和股东权益	409015.57	427526.29	448814.86	473247.42	归属母公司净利润	2.06%	13.63%	7.33%	6.84%
					毛利率	33.25%	32.84%	32.44%	32.13%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	12.03%	12.65%	12.85%	13.05%
经营活动现金流	31368.41	34836.80	31345.97	33486.68	ROE	9.31%	9.91%	9.61%	9.31%
净利润	15242.75	17320.84	18590.53	19862.61	ROIC	5.42%	5.96%	5.92%	5.86%
折旧摊销	10709.35	11797.87	8427.05	7483.22	资产负债率	61.39%	59.96%	57.72%	55.70%
财务费用	6761.66	6061.70	6061.70	6061.70	净负债比率	158.99%	149.76%	136.51%	125.75%
投资损失	-1677.13	-1813.11	-1915.60	-2014.42	流动比率	0.93	1.23	1.54	1.82
营运资金变动	286.12	1305.03	43.97	1955.61	速动比率	0.40	0.70	1.01	1.29
其它	45.65	164.46	138.32	137.96	总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.22
投资活动现金流	-14379.37	472.82	1676.02	1750.36	应收帐款周转率	6.42	5.90	6.02	6.10
资本支出	-11788.61	-340.94	-138.32	-137.96	应付帐款周转率	2.65	2.57	2.60	2.65
长期投资	-818.70	-52.65	-58.91	-80.60	每股收益	0.20	0.22	0.24	0.26
其他	-1772.06	866.41	1873.25	1968.92	每股经营现金	0.62	0.69	0.62	0.66
筹资活动现金流	-20896.40	-9127.26	-6061.70	-6061.70	每股净资产	2.12	2.26	2.50	2.76
短期借款	-4444.51	0.00	0.00	0.00	P/E	15.25	13.42	12.51	11.71
长期借款	4153.13	0.00	0.00	0.00	P/B	1.42	1.33	1.20	1.09
其他	-20605.01	-9127.26	-6061.70	-6061.70	EV/EBITDA	9.28	7.98	7.72	6.89
现金净增加额	-4014.24	26224.18	26960.29	29175.35	P/S	1.84	1.70	1.61	1.53

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，北京化工大学材料科学与工程专业硕士。于 2018 年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系人

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。