

2024年03月28日
中国广核(003816.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

其他发电

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

4.5元

股价(2024-03-28)

3.98元

交易数据

总市值(百万元) 200,984.47

流通市值(百万元) 156,553.24

总股本(百万股) 50,498.61

流通股本(百万股) 39,334.99

12个月价格区间 2.84/4.13元

台山恢复带来业绩弹性，高速审批提供成长空间

事件：

公司发布2023年年报，2023年公司实现营业收入825.49亿元，同比下降0.33%；实现归母净利润107.25亿元，同比增长7.64%；实现扣非归母净利润106.13亿元，同比增长8.64%，随着核电装机投产公司业绩实现稳健增长，营业收入出现下降主要由于公司建筑安装和设计服务板块收入下降，但由于该板块毛利率低，对利润端影响较小。

装机投产叠加利用小时修复，公司业绩实现稳健增长：

根据公司公告，2023年公司实现上网电量1670.72亿千瓦时（不包含红沿河联营电站），同比增长6.8%，为公司业绩稳健增长的核心因素，一方面受益于公司红沿河6号及防城港3号机组分别于2022年6月和2023年3月投产，截至2023年底公司实现装机规模30.57GW，新增机组投产带来电量提升，其中防城港/红沿河电站上网电量分别同比增长40.2%/12.3%；另一方面受电力市场供需变化以及配合电网调度等方面影响2023年公司平均利用小时数有所提升，达到7522小时，较去年同期提升183小时。同时，受益于融资成本下降、负债结构调整以及偿还了2023年到期债务，压降财务费用9.26亿元，进一步带动公司实现业绩增长。

台山恢复带来短期业绩弹性，高速审批提供长期成长空间：

从短期看，过去几年公司业绩均受到台山核电停机检修因素压制，台山核电为三代技术EPR机型的全球首堆，1、2号机组分别于2018年6月和2019年6月建成投产，1号机组由于少量燃料棒破损于2021年7月至2022年8月停机检修，对公司业绩形成较大拖累。2023年一季度以来公司对台山1号机组进行换料大修，同时增加了部分检查和试验等相关工作，大修时间较长，因此2021-2023年台山核电分别亏损6.5/21.25/16.78亿元，对公司业绩形成压制，2023年11月，公司完成台山1号机组年度大修工作恢复并网发电，后续有望恢复正常运行，业绩制约因素消除，有望为公司今年带来较高业绩弹性。同时，2024年公司计划新安排18个换料大修（包括4个十年大修和1个首次大修），2022年受台山1号影响大修时间较长，达到920天，2024年大修天数有望大幅下降，进一步提升公司平均利用小时数。从长期看，核电维持高速审批为公司提供长期成长空间，核电安全性提升叠加长期能源结构转型需求，2022年以来国常会连续两年核准10台机组，目前公司（含集团委托管理）在建及筹建机组达到11台，2024/2025年将分别投产1台，后续有望每年投产2台，充足的在建机组及核电高速审批趋势下公司业绩有望实现稳健增长。

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.4	26.5	51.1
绝对收益	4.5	29.6	39.2

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523060001

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

台山1号机组恢复并网，业绩压制因素消除，重回增长轨道	2023-11-30
业绩符合预期，高速审批下稳定成长属性凸显	2023-10-26
中报业绩符合预期，看好短	2023-08-24

目 业绩稳健的优质类债资产：

从电价端看，2023 年公司平均上网电价为 0.423 元/kWh，同比增长 0.8%，总体电价基本持平，由于广东及其他公司核电所在省份均出台核电市场化电价政府回收机制，公司核电平均电价基本与核准电价持平，受火电市场化电价波动较小；从电量端看，核电具备优先调度权且不受自然资源影响，电量确定性较强；从成本端看，核电折旧成本占比较高，虽铀燃料现货价格出现较大涨幅，但公司燃料主要来自控股股东，受现货价格波动影响较小。公司是稀缺的兼具业绩稳定性和长期成长性的电源类型。同时公司具备优异现金流，2023 年实现经营活动现金流净额 331.2 亿元，净现比达到 1.94。随着国内经济逐步从高速成长期步入成熟期，同时在当前市场波动下公司作为优质类债资产具备较高防御属性。

目 投资建议：

在不考虑集团核电项目资产注入的情况下，我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 917.90 亿元、952.85 亿元、958.14 亿元，增速分别为 11.2%、3.9%、0.4%，净利润分别为 124.86 亿元、127.17 亿元、128.8 亿元，增速分别为 16.4%、1.9%、1.3%。集团在建/筹建核电机组达到 6 台，承诺最晚不迟于核电项目正式开工建设日之后的五年内注入上市公司，若考虑集团资产注入公司业绩有望维持稳健增长。维持买入-A 的投资评级，给予 2024 年 18xPE，6 个月目标价为 4.5 元。

目 风险提示：核电审批进度不及预期、项目投产进度不及预期、安全生产风险、下游用电需求不及预期、电价下降风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	82,822.4	82,548.6	91,789.5	95,385.0	95,813.5
净利润	9,964.9	10,724.6	12,485.7	12,717.1	12,880.0
每股收益(元)	0.20	0.21	0.25	0.25	0.26
每股净资产(元)	2.12	2.24	2.36	2.50	2.64

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	19.9	18.5	15.9	15.6	15.4
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
净利润率	12.0%	13.0%	13.6%	13.3%	13.4%
净资产收益率	9.3%	9.5%	10.5%	10.1%	9.7%
股息收益率	2.2%	0.0%	2.8%	2.9%	3.0%
ROIC	6.4%	6.7%	7.3%	7.1%	7.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

期估值修复及长期成长

一季度业绩符合预期，全年 2023-04-25

增速有望站上新台阶

核电巨头的“变”与“不变” 2023-03-19

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	82,822.4	82,548.6	91,789.5	95,385.0	95,813.5	成长性					
减: 营业成本	55,281.0	52,857.6	57,385.0	60,017.7	60,257.1	营业收入增长率	2.7%	-0.3%	11.2%	3.9%	0.4%
营业税费	806.0	875.3	1,009.7	1,049.2	1,053.9	营业利润增长率	2.9%	9.3%	16.4%	3.2%	1.3%
销售费用	47.3	41.1	62.7	76.3	76.7	净利润增长率	2.4%	7.6%	16.4%	1.9%	1.3%
管理费用	2,419.8	2,663.9	3,029.1	3,147.7	3,161.8	EBITDA 增长率	0.3%	8.6%	15.8%	5.1%	4.4%
研发费用	1,869.8	2,419.8	2,753.7	2,861.6	2,874.4	EBIT 增长率	3.5%	6.1%	15.4%	1.9%	0.7%
财务费用	6,592.2	5,666.0	5,602.9	5,420.8	5,309.2	NOPLAT 增长率	-3.0%	5.2%	12.6%	1.9%	0.7%
资产减值损失	-22.4	-342.6	-342.6	-235.9	-307.0	投资资本增长率	1.5%	2.7%	4.0%	2.8%	4.3%
加: 公允价值变动收益	55.5	-9.6	-	-	-	净资产增长率	4.7%	4.7%	8.2%	8.1%	7.5%
投资和汇兑收益	1,677.1	1,604.2	1,684.4	1,684.4	1,657.7						
营业利润	18,844.6	20,594.5	23,973.5	24,732.0	25,045.1	利润率					
加: 营业外净收支	-145.4	-63.9	-63.9	-379.4	-380.5	毛利率	33.3%	36.0%	37.5%	37.1%	37.1%
利润总额	18,699.2	20,530.6	23,909.6	24,352.6	24,664.6	营业利润率	22.8%	24.9%	26.1%	25.9%	26.1%
减: 所得税	3,456.4	3,484.8	4,064.6	4,139.9	4,193.0	净利润率	12.0%	13.0%	13.6%	13.3%	13.4%
净利润	9,964.9	10,724.6	12,485.7	12,717.1	12,880.0	EBITDA/营业收入	41.7%	45.5%	47.4%	47.9%	49.7%
						EBIT/营业收入	29.2%	31.0%	32.2%	31.6%	31.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	1,027	1,045	1,037	1,101	1,172
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	58	67	73	69	69
货币资金	14,840.8	15,740.0	9,179.0	9,538.5	9,581.4	流动资产周转天数	301	312	273	267	267
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	56	59	53	56	56
应收帐款	14,983.8	11,878.9	15,130.3	14,506.6	15,207.6	存货周转天数	72	84	71	74	76
应收票据	3.6	0.6	2,001.2	675.9	474.9	总资产周转天数	1,758	1,797	1,639	1,626	1,668
预付帐款	17,506.8	18,952.4	18,862.6	20,742.5	19,602.1	投资资本周转天数	1,414	1,449	1,347	1,340	1,382
存货	17,775.5	20,572.5	15,475.0	23,557.5	16,694.5						
其他流动资产	5,394.5	5,643.0	5,984.5	5,674.0	5,767.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.3%	9.5%	10.5%	10.1%	9.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	4.1%	4.7%	4.6%	4.6%
长期股权投资	13,657.6	14,493.9	14,493.9	14,493.9	14,493.9	ROIC	6.4%	6.7%	7.3%	7.1%	7.0%
投资性房地产	180.5	147.4	147.4	147.4	147.4	费用率					
固定资产	232,763.5	246,683.6	281,875.9	301,472.6	322,601.0	销售费用率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	68,299.4	56,323.9	33,161.9	26,497.2	19,298.6	管理费用率	2.9%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
无形资产	10,236.4	11,574.0	10,966.7	10,359.4	9,752.1	研发费用率	2.3%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	13,373.3	13,240.1	13,334.6	13,270.5	13,183.3	财务费用率	8.0%	6.9%	6.1%	5.7%	5.5%
资产总额	409,015.6	415,250.4	442,061.3	440,936.0	446,803.9	四费/营业收入	13.2%	13.1%	12.5%	12.1%	11.9%
短期债务	11,930.5	14,254.6	24,982.0	36,745.1	47,967.0	偿债能力					
应付帐款	28,585.5	28,143.5	26,001.8	32,683.0	27,465.1	资产负债率	61.4%	60.2%	57.5%	56.2%	53.5%
应付票据	5,094.2	6,832.6	3,302.4	7,873.3	3,946.4	负债权益比	159.0%	151.2%	135.2%	128.1%	115.0%
其他流动负债	30,522.2	28,156.9	31,329.8	30,003.3	29,829.7	流动比率	0.93	0.94	0.78	0.70	0.62
长期借款	160,074.9	159,268.3	141,505.8	126,040.3	115,657.5	速动比率	0.69	0.67	0.60	0.48	0.46
其他非流动负债	14,878.3	13,290.5	14,669.8	14,279.5	14,080.0	利息保障倍数	3.66	4.52	5.28	5.56	5.72
负债总额	251,085.6	249,946.4	241,791.6	247,624.5	238,945.7	分红指标					
少数股东权益	50,902.3	52,068.1	59,427.3	66,922.9	74,514.5	DPS(元)	0.09	-	0.11	0.11	0.12
股本	50,498.6	50,498.6	50,498.6	50,498.6	50,498.6	分红比率	44.1%	0.0%	44.0%	45.0%	46.0%
留存收益	55,587.2	61,903.5	68,895.5	75,889.9	82,845.1	股息收益率	2.2%	0.0%	2.8%	2.9%	3.0%
股东权益	157,929.9	165,303.9	178,821.4	193,311.4	207,858.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	15,242.8	17,045.8	12,485.7	12,717.1	12,880.0
						加: 折旧和摊销	10,427.0	11,941.0	13,889.0	15,518.7	17,305.1
						资产减值准备	22.4	342.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-55.5	9.6	-	-	-
						财务费用	6,761.7	5,928.7	5,602.9	5,420.8	5,309.2
						投资收益	-1,677.1	-1,604.2	-1,684.4	-1,684.4	-1,657.7
						少数股东损益	5,277.9	6,321.2	7,359.3	7,495.6	7,591.6
						营运资金的变动	-726.0	-3,981.9	-2,823.5	2,516.2	-2,032.6
						经营活动产生现金流量	31,368.4	33,119.9	34,829.1	41,984.0	39,395.6
						投资活动产生现金流量	-14,379.4	-12,512.6	-23,627.7	-26,158.9	-28,969.9
						融资活动产生现金流量	-20,896.4	-19,088.2	-17,762.5	-15,465.6	-10,382.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.20	0.21	0.25	0.25	0.26
						BVPS(元)	2.12	2.24	2.36	2.50	2.64
						PE(X)	19.9	18.5	15.9	15.6	15.4
						PB(X)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
						P/FCF	98.0	48.6	-26.5	-134.3	-116.0
						P/S	2.4	2.4	2.2	2.1	2.1
						EV/EBITDA	10.3	10.1	9.9	9.5	9.2
						CAGR(%)	9.9%	6.3%	8.2%	9.9%	6.3%
						PEG	2.0	2.9	1.9	1.6	2.4
						ROIC/WACC	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
						REP	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034