

中国广核 (003816.SZ)

核电主业稳健增长，资产注入预期明确

买入

核心观点

核电主业稳健增长，建安业务拖累营收。2023年公司实现营业收入825.49亿元(-0.33%)，主要系建筑安装和设计服务业务营收同比下降所致；归母净利润107.25亿元(+7.64%)；扣非归母净利润106.13亿元(+8.64%)。公司业绩增长主要系防城港3号机组投产，台山1号机组恢复并网，核电业务发电量及上网电量同比增加，及平均上网电价有所增长所致。公司管理的核电站上网电量2141.46亿千瓦时，市场化交易电量占比约57.3%(+2pct)；其中公司控股的核电站发电量1781.97亿千瓦时(+7.26%)，上网电量1670.72亿千瓦时(+6.78%)；平均上网电价0.4228元/kWh(+0.0031元/kWh)。

装机容量及利用小时数提高，上网电价有所上涨，成本小幅增加。目前公司在运机组27台，装机容量30568MW，平均利用小时数7509小时，同比增加198小时，台山机组恢复并网发电后，机组利用率有望进一步提高；在建机组11台，装机容量13246MW。市场化交易比例提高为核电电价带来上浮空间，宁德核电、防城港核电平均上网电价同比提高0.005/0.013元/kWh(不含税)。公司核电平均度电成本约为0.203元，同比增加0.002元/kWh，主要系折旧成本和运维成本同比增长所致，其中核燃料成本占比24.9%，固定资产折旧成本占比30.9%，计提乏燃料处置金占比10.2%，运维及其他成本占比34.0%。

资产注入预期明确，装机容量增长确定性高。公司控股股东中国广核集团根据避免同业竞争承诺函，承诺保留项目在核准开工后5年内，在满足资产注入条件后注入到上市公司。预计集团将在2024年注入惠州太平岭核电站，惠州核电站规划建设6台华龙一号机组，一期工程两台机组预计分别于2025、2026年投产，单机容量1202MWe，二期工程两台机组于2023年12月29日得到核准，截至2023年报尚处于FCD准备阶段。

分红比例同比持平。公司2023年度每股分红0.94元，分红总额47.47亿元，股利支付率44.26%，与2022年度的44.09%基本持平，2023年股息率为3.02%，对应2024年3月27日股息率为2.39%。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，核安全风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司建安业务营收下降、投资收益有所减少等因素的综合影响，预计2024-2026年公司归母净利润分别为119.8/131.2/144.2亿元(2024/2025年原为124.9/132.2亿元，新增2026年预测)，同比增速12%/6%/11%；每股收益0.24/0.26/0.29元，当前股价对应PE分别为17.0/15.5/13.9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	82,822	82,549	88,481	95,286	102,055
(+/-%)	2.7%	-0.3%	7.2%	7.7%	7.1%
归母净利润(百万元)	9965	10725	11981	13124	14422
(+/-%)	2.4%	7.6%	11.7%	9.5%	9.89%
每股收益(元)	0.20	0.21	0.24	0.26	0.29
EBIT Margin	28.8%	30.3%	33.5%	34.4%	35.0%
净资产收益率(ROE)	9.3%	9.5%	10.0%	10.3%	10.7%
市盈率(PE)	20.5	19.0	17.0	15.5	14.1
EV/EBITDA	13.3	12.3	12.1	12.0	11.5
市净率(PB)	1.91	1.80	1.70	1.60	1.51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师: 黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师: 李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

证券分析师: 郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人: 崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	4.04元
总市值/流通市值	204014/204014百万元
52周最高价/最低价	4.17/2.84元
近3个月日均成交额	594.48百万元

市场走势



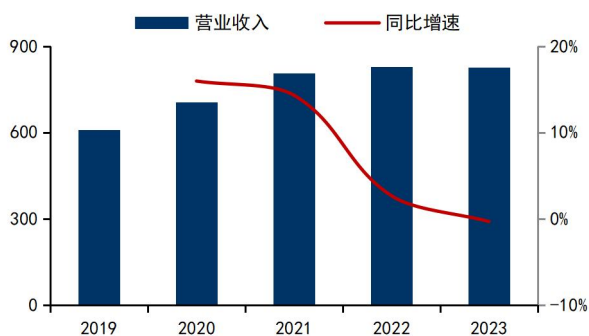
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国广核(003816.SZ)-全国核电龙头，业绩持续增长的现金“牛”》——2024-02-27

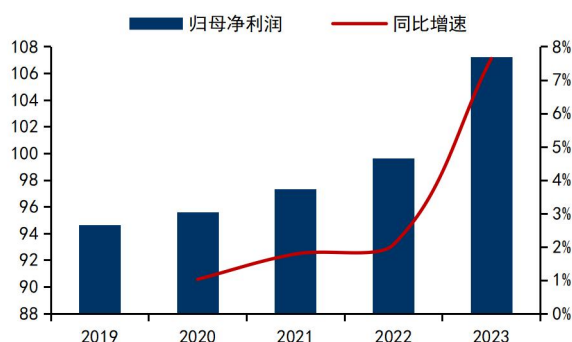
核电主业稳健增长，建安业务拖累营收。2023 年全年，公司实现营业收入 825.49 亿元，同比下降 0.33%，主要系建筑安装和设计服务业务营收同比下降 21.14%所致；归母净利润 107.25 亿元，同比提高 7.64%；扣非归母净利润 106.13 亿元，同比增长 8.64%。公司业绩增长主要系防城港 3 号机组投产，台山 1 号机组恢复并网，核电业务发电量及上网电量同比增加，及平均上网电价有所增长所致。公司管理的核电站上网电量 2141.46 亿千瓦时，市场化交易电量占比约 57.3%，同比提高 2pct；其中公司控股的核电站发电量 1781.97 亿千瓦时，同比增长 7.26%，上网电量 1670.72 亿千瓦时，同比增长 6.78%；平均上网电价 0.4228 元/kWh，同比增加 0.0031 元/kWh。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



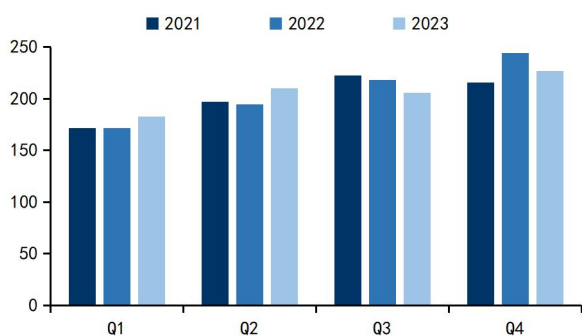
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



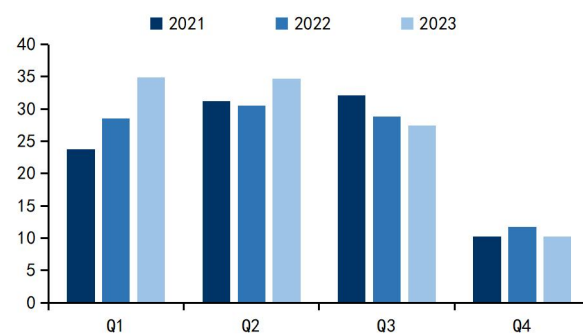
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



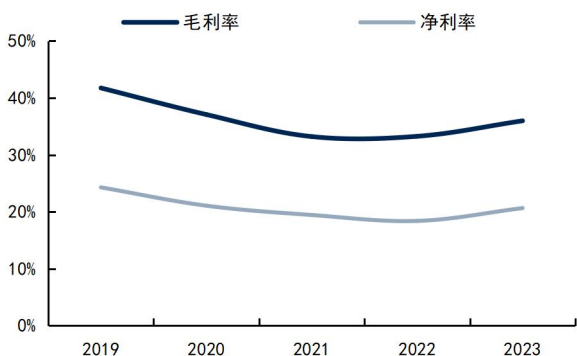
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率修复，财务费用率持续优化。2019 年以来，公司建安贡献营业收入比例由 10.1%持续提升至 2022 年的 27.4%，建安业务毛利率仅 1-2%左右，明显拖累了公司整理毛利率和净利率。2023 年工程公司对海上风电项目的施工量减少，建安业务营收同比减少 21.14%，占总营收的比例降至 21.68%，公司整体盈利水平得以修复，实现毛利率为 35.97%，同比提高 2.72pct；净利率 20.65%，同比提高 2.25pct。公司销售、管理和财务费用率分别为 0.05%/3.23%/6.86%，同比提高-0.01/0.31/-1.10pct，公司融资成本有所下降，到期债务减少，财务费用率明显降低。

ROE 同比上升，经营性现金流和资本开支有所增长。2023 年公司 ROE 为 9.76%，同比提高 0.13pct，主要是净利率增长所致，资产周转率为 0.20，与上年基本持

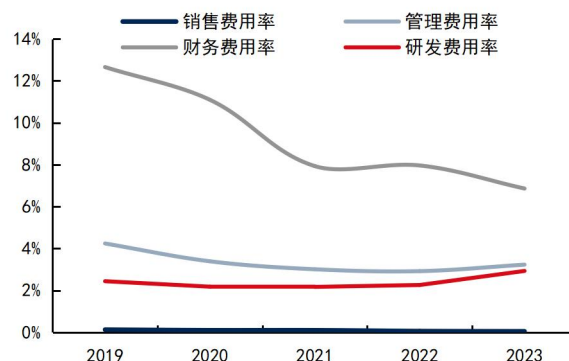
平，权益乘数为 3.74，同比降低 0.15pct。公司经营性净现金流为 331.20 亿元，同比提高 5.59%；投资性净现金流为-125.13 亿元，同比降低 12.98%，但购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 142.46 亿元，同比增加 20.32%，随着公司开工机组和后续新增核准机组数量增加，预计公司资本开支将进一步提高；融资性净现金流-190.88 亿元，同比降低 8.65%，主要系偿还债务同比减少所致，公司持续偿还债务优化资产结构，资产负债率 60.19%，同比降低 1.2pct；现金增加净额转正，实现 15.40 亿元，同比增长 138.37%。

图5：公司毛利率、净利率情况



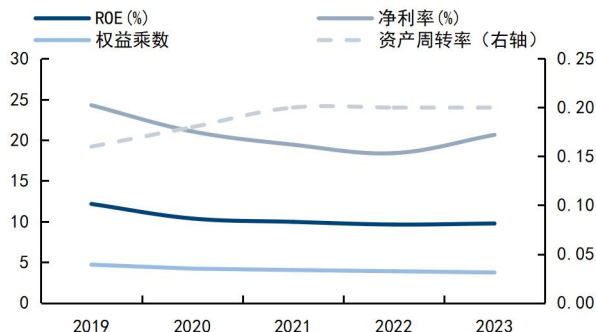
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

装机容量及利用小时数提高，核电业务稳健增长。公司核电业绩随装机容量的持续增长而增长，目前公司在运机组 27 台，装机容量 30568MW，平均利用小时数 7509 小时，同比增加 198 小时，台山机组恢复并网发电后，机组利用率有望进一步提高；在建机组 11 台，装机容量 13246MW，其中防城港 4#机组将于 2024 年上半年投产，惠州 1#机组将于 2025 年投产，惠州 2#和苍南 1#机组将在 2026 年投产。在核电核准常态化趋势下，中长期公司装机容量增长有一定保障，核电业务有望保持持续稳健增长。

资产注入预期明确，装机容量增长确定性高。公司控股股东中国广核集团根据避免同业竞争承诺函，承诺保留项目在核准开工后 5 年内，在满足资产注入条件后注入到上市公司。预计控股股东将在 2024 年注入惠州太平岭核电站，惠州核电站规划建设 6 台华龙一号机组，一期工程两台机组预计分别于 2025、2026 年投产，

单机容量 1202MWe，二期工程两台机组于 2023 年 12 月 29 日得到核准，截至 2023 年报尚处于 FCD 准备阶段。

上网电价有所上涨，核电度电成本小幅提高。2023 年公司市场化交易电量比例为 57.3%，同比提高 2pct，其中广东省安排市场化电量 195 亿 kWh，福建宁德 1-4# 机组、广西防城港 1-3 号机组、辽宁红沿河 1-4 号机组上网电量参与电力市场交易。市场化交易比例提高为核电电价带来上浮空间，宁德核电平均上网电价同比提高 0.005 元/kWh（不含税），防城港核电平均上网电价同比提高 0.013 元/kWh（不含税）。公司核电平均度电成本约为 0.203 元，同比增加 0.002 元/kWh，主要系折旧成本和运维成本同比增长所致。核电成本中，核燃料成本占比 24.9%，固定资产折旧成本占比 30.9%，计提乏燃料处置金占比 10.2%，运维及其他成本占比 34.0%。

投资收益有所减少，分红比例同比持平。公司 2023 年度投资收益 16.04 元，同比下降 4.41%，主要系财务公司及红沿河核电站净利润有所下降所致。由于辽宁省电网消纳能力相对有限，而红沿河核电优先消纳保障满发，因此红沿河核电需分摊辅助服务费用，拖累公司业绩。2024 年 3 月 18 日，红沿河核电公司招标《红沿河核电调峰辅助服务分摊费用合理性评估服务项目项目询价公告》，未来辅助服务费用负担有望得到缓解。公司 2023 年度每股分红 0.94 元，分红总额 47.47 亿元，股利支付率 44.26%，与 2022 年度的 44.09% 基本持平，2023 年股息率为 3.02%，对应 2024 年 3 月 27 日股息率为 2.39%。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司台山机组恢复并网、新建机组投产情况，及建安业务营收下降、投资收益有所减少等因素的综合影响，下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收 884.8/952.9/1020.6 亿元（2024/2025 年原为 973.8/1042.1 亿元，新增 2026 年预测）；归母净利润分别为 119.8/131.2/144.2 亿元（2024/2025 年原为 124.9/132.2 亿元，新增 2026 年预测），同比增速 12/6/11%；每股收益 0.24/0.26/0.29 元，当前股价对应 PE 分别为 17.0/15.5/13.9x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				PEG 24E	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
601985.SH	中国核电	8.87	1401	0.47	0.55	0.61	0.67	19.0	16.1	14.6	13.2	1.44	买入
600900.SH	长江电力	24.83	6075	0.94	1.12	1.40	1.48	26.5	22.2	17.7	16.8	1.18	无
600025.SH	华能水电	9.41	1694	0.35	0.43	0.48	0.53	26.9	21.7	19.4	17.9	1.66	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：数据取自 Wind 一致预测。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14841	15740	16212	16699	17200	营业收入	82822	82549	88481	95286	102055
应收款项	14987	11879	12733	13582	14407	营业成本	55281	52858	55283	58451	61838
存货净额	17775	20573	22077	23325	24663	营业税金及附加	806	875	885	953	1021
其他流动资产	22901	24595	26274	28200	30101	销售费用	47	41	44	47	51
流动资产合计	70505	72787	77297	81805	86370	管理费用	2420	2664	2855	3075	3293
固定资产	302627	304681	346149	398305	424981	财务费用	6592	5666	6908	7810	8553
无形资产及其他	5205	5446	5385	5316	5242	投资收益	1677	1604	1643	1663	1725
投资性房地产	17021	17842	19126	19755	19755	资产减值及公允价值变动	33	(352)	(117)	(122)	(128)
长期股权投资	13658	14494	15351	16207	17064	其他收入	(542)	(1102)	(1154)	(1354)	(1553)
资产总计	409016	415250	409621	521388	553413	营业利润	18845	20594	22878	25139	27344
短期借款及交易性金融负债	33301	38212	77841	116203	126277	营业外净收支	(145)	(64)	(132)	(132)	(132)
应付款项	28062	30270	32546	34451	36496	利润总额	18699	20531	22745	25006	27212
其他流动负债	14770	8906	9509	10006	10534	所得税费用	3456	3485	3753	4126	4490
流动负债合计	76132	77388	119896	160661	173308	少数股东损益	5278	6321	7011	7756	8300
长期借款及应付债券	164567	161766	156108	157847	163939	归属于母公司净利润	9965	10725	11981	13124	14422
其他长期负债	10386	10793	11414	12034	12654	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	174953	172559	167521	169881	176594	净利润	9965	10725	11981	13124	14422
负债合计	251086	249946	287418	330542	349902	资产减值准备	(284)	385	(235)	4	6
少数股东权益	50902	52068	55976	63617	68243	折旧摊销	10427	11941	11035	11699	12395
股东权益	107028	113236	76122	127229	135268	公允价值变动损失	(284)	385	(235)	4	6
负债和股东权益总计	409016	415250	409621	521388	553413	财务费用	6592	5666	6908	7810	8553
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1080	(5039)	(1158)	(1620)	(1490)
每股收益	0.20	0.21	0.24	0.26	0.29	其它	10465	14722	9408	10466	11448
每股红利	0.09	0.09	0.11	0.12	0.13	经营活动现金流	31368	33120	30796	33677	36787
每股净资产	2.12	2.24	2.37	2.52	2.68	资本开支	(11840)	(14246)	(27817)	(35255)	(39005)
ROIC	6%	6%	7%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9%	9%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(14379)	(12513)	(28673)	(36112)	(39861)
毛利率	33%	36%	38%	39%	39%	权益性融资	404	85	0	0	0
EBIT Margin	29%	30%	34%	34%	35%	负债净变化	4153	(807)	(23131)	(15953)	6412
EBITDA Margin	41%	45%	46%	47%	47%	支付股利、利息	(4393)	(4747)	(5303)	(5809)	(6384)
收入增长	3%	-0%	7%	8%	7%	其它融资现金流	(15183)	(7971)	39630	38362	10074
净利润增长率	2%	8%	12%	10%	10%	融资活动现金流	(20896)	(19088)	6052	10674	3575
资产负债率	74%	73%	74%	76%	76%	现金净变动	(987)	899	8175	8240	501
股息率	2.2%	2.3%	2.6%	2.8%	3.1%	货币资金的期初余额	15828	14841	15740	16212	16699
P/E	20.5	19.0	17.0	15.5	14.1	货币资金的期末余额	14841	15740	23915	24452	17200
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	19108	13410	6821	2226	1764
EV/EBITDA	13.3	12.3	12.1	12.0	11.5	权益自由现金流	8079	4632	17551	18114	11108

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032