

2024年02月02日

中国广核 (003816.SZ)

——稀缺纯核电运营标的 装机确定性稳定增长

投资要点:

- **广核集团旗下核电运营平台，市场稀缺纯核电运营标的。**公司为中广核集团旗下核能发电的唯一平台，在上市之初集团承诺“对于集团在中国境内拥有的保留业务，最晚不迟于核电项目开工后五年内，在项目符合注入条件后将核电资产注入上市公司”，明确公司作为中国广核集团核能发电业务最终整合的唯一平台。截至2023年底公司管理27台在运核电机组，装机容量达3057万千瓦，在建核电机组7台（含控股股东委托公司管理4台），装机容量达841万千瓦，合计3898万千瓦。
- **台山核电步入正常，公司迎来新一轮增长。**2023年1月台山1号机组再次进入换料大修期且研究实验，导致市场对公司盈利及增长预期悲观，2023年11月底台山1号机组正式重启，意味着EPR技术顺利完成相关实验和考核，预计未来机组运行将回归正常，公司将迎来新一轮增长。
- **公司当前在建核电机组7台，核准待建4台（含控股股东委托管理的核电机组），预计2024-2030年公司核电装机将保持稳定增长。**按照核电建造周期需要60个月进行考虑，预计公司未来几年核电投产节奏如下：2024年将投产1台（防城港4号），2025年将投产1台（惠州1号），2026年将投产2台（惠州2号、苍南1号），2027年将投产2台（苍南2号、陆丰5号），2028年将投产1台（陆丰6号）。另外公司管理核准待建4台机组，分别为宁德3、4号，惠州3、4号机组，预计这些机组在今明两年陆续开工，并于2029-2030年陆续投产。这意味着到2030年之前，公司每年均有1-2台的核电机组投产，为盈利的确定性稳定增长奠定基础。
- **关注三代核电盈利，华龙一号单位装机利润有望提升。**公司二代核电盈利较高，尤其是大亚湾核电供港电价较高，折旧计提完毕，单位装机盈利超过16亿元/GW。但是随着台山核电2018年投产后连续进入检修状态，盈利表现较差，市场普遍担心三代核电的盈利情况。从技术上来看，未来新增装机的三代核电将以华龙一号为主，其造价当前在16000-17000元/千瓦，折旧年限35年，未来随着设计优化、设计固化，建设期的经验反馈将缩短建造期，以及一些大型装备的规模化建设，预计三代核电成本有望持续下降，单位装机利润有望提升。
- **公司承诺十四五分红率持续提升，建议关注公司股息率价值。**根据公司公告，公司已发布2021-2025年分红规划，即在不发生重大变化并获得相关年度股东大会批准的前提下，在2020年分红比例（42.25%）基础上，2021年至2025年保持分红比例适度增长。公司2021、2022年度分红比例分别为43.58%、44.09%，实现连续两年增长，当前公司总体现金流情况稳定，能够支撑未来的资本开支和分红，预计2023-2025年分红比例有望持续稳定增长，假设2023-2025年公司分红率45%，测算下来2023-2025年公司股息率分别为2.4%、2.9%、3.0%，建议关注公司股息价值。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑资产注入，我们预计公司2023-2025年分别实现营业收入876.51、948.01、986.4亿元，同比增长率分别为5.8%、8.2%、4.0%，实现归母净利润分别为100.36、118.72、124.00亿元，同比增长率分别为0.7%、18.3%、4.4%。当前股价对应的PE分别为19、16、15倍。公司利润主要由核电业务贡献，因此我们选取中国核电、长江电力、华能水电作为可比公司进行估值，公司估值水平低于可比公司，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**公司核电新增装机投产进度不及预期；检修时间超预期

盈利预测与估值

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 80679 | 82822 | 87651 | 94801 | 98637 |
| 同比增长率（%） | 19.30% | 2.7% | 5.8% | 8.2% | 4.0% |
| 归母净利润（百万元） | 9733 | 9965 | 10036 | 11872 | 12400 |
| 同比增长率（%） | 34.10% | 2.4% | 0.7% | 18.3% | 4.4% |
| 每股收益（元/股） | 0.19 | 0.20 | 0.20 | 0.24 | 0.25 |
| 毛利率（%） | 33.2% | 33.3% | 32.8% | 34.1% | 33.4% |
| ROE（%） | 10.4% | 9.7% | 9.5% | 10.3% | 10.0% |
| 市盈率 | 19.1 | 18.7 | 18.6 | 15.7 | 15.0 |

| 股票数据： | 2024年2月1日 |
|-------------|------------|
| 收盘价（元） | 3.69 |
| 一年内最高/最低（元） | 3.85/2.60 |
| 总市值（百万元） | 1674 |
| 基础数据： | 2023年9月30日 |
| 总资产（百万元） | 4139.4 |
| 资产负债率% | 60.23% |
| 净资产（百万元） | 1646.4 |
| 每股净资产（元） | 2.23 |
| 市净率PB | 1.71 |

投资案件

投资评级与估值

公司为中广核集团旗下核能发电的唯一平台，现有在运装机 3057 万千瓦，在建机组 7 台，核准待建 4 台（含控股股东委托管理的核电机组），将保障公司 2030 年的确定性稳定增长。暂不考虑资产注入，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 876.51、948.01、986.4 亿元，同比增长率分别为 5.8%、8.2%、4.0%，实现归母净利润分别为 100.36、118.72、124.00 亿元，同比增长率分别为 0.7%、18.3%、4.4%。当前股价对应的 PE 分别为 19、16、15 倍。公司利润主要由核电业务贡献，因此我们选取中国核电、长江电力、华能水电作为可比公司进行估值，公司估值水平低于可比公司，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 2024 年中防城港 4 号投产，上网电价为燃煤标杆电价 0.4063（含税）
- 2) 台山 1 号机组 2024 年正常运行，2025 年按计划进行检修，台山 2 号机组 2024 年按计划进行检修，2025 年正常运行

投资逻辑要点

2023 年 1 月台山 1 号机组再次进入换料大修期且研究实验，导致市场对公司盈利及增长预期悲观，2023 年 11 月底台山 1 号机组正式重启，意味着 EPR 技术顺利完成相关实验和考核，预计未来机组运行将回归正常，至此压制公司盈利及股价的因素彻底消除，公司将迎来新一轮增长。目前，公司拥有在建核电机组 7 台，核准待建 4 台（含控股股东委托管理的核电机组），预计将保障 2024-2030 年公司核电装机稳定增长。公司承诺 2021 年至 2025 年保持分红比例适度增长，假设 2023-2025 年公司分红率 45%，测算下来 2023-2025 年公司股息率分别为 2.4%、2.9%、3.0%，建议关注公司股息价值。

核心风险提示

公司核电新增装机投产进度不及预期；检修时间超预期。

目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 1. 稀缺纯核电运营标的，台山核电步入正常 | 5 |
| 2. 核电机组陆续投产 承诺分红率稳步提升 | 6 |
| 3. 盈利预测及估值 | 8 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1：中广核集团产业链布局 | 5 |
| 图 2：福岛核事故以来我国核电审批数量 | 7 |
| 图 3：中国广核未来几年管理在运核电装机增长预期 | 7 |
| | |
| 表 1：中国广核在运机组情况 | 5 |
| 表 2：2023 年我国审批 10 台核电 | 7 |
| 表 3：中国核电在建核电机组预期投产节奏 | 7 |
| 表 4：中国广核子公司盈利情况 | 8 |
| 表 5：公司核心假设 | 8 |
| 表 6：可比公司估值表 | 9 |
| 表 7：中国广核预测利润表（单位：亿元） | 9 |
| 表 8：中国广核预测资产负债表（单位：亿元） | 10 |
| 表 9：中国广核预测现金流量表（单位：亿元） | 12 |

1. 稀缺纯核电运营标的，台山核电步入正常

中广核集团旗下核电运营商，现有在运装机 3056.8 万千瓦。中国广核集团有限公司（简称中广核集团）是中国最大、世界第三大核电企业。公司为中广核集团旗下核能发电的唯一平台，在上市之初集团承诺“对于集团在中国境内拥有的保留业务，最晚不迟于核电项目开工后五年内，在项目符合注入条件后将核电资产注入上市公司”，明确公司作为中国广核集团核能发电业务最终整合的唯一平台。

截止 2023 年底，公司管理 27 台在运核电机组，装机容量达 3056.8 万千瓦，在建核电机组 7 台（含集团委托管理 4 台），装机容量达 840.8 万千瓦，合计 3897.6 万千瓦。

图 1：中广核集团产业链布局



资料来源：公司官网，华源证券

公司目前拥有八大核电基地，厂址主要分布于广东、广西、福建、辽宁。1) 广东大亚湾核电基地：一共 2 台核电机组，已全部投产。2) 广东岭澳核电基地：一共 4 台核电机组，已全部投产。3) 广东阳江核电基地：一共规划 6 台核电机组，已全部投产。4) 广东台山核电基地：规划 6 台核电机组，已投产 1、2 号机组。5) 广东陆丰核电基地：一共规划 6 台机组，其中 5、6 号处于在建状态，预计 5 号机组 2027 年投运，6 号机组 2028 年投运。6) 广西防城港核电基地：规划 6 台核电机组，1-3 号已投产，4 号机组在建，预计 2024 年上半年投运。7) 福建宁德核电基地：规划 6 台核电机组，1-4 号机组已投产，2023 年新审批 5-6 号机组。8) 辽宁红沿河核电基地：一共 6 台核电机组，已全部投产。

表 1：中国广核在运机组情况

| 机组名称 | 省份 | 控股/联营 | 机组类型 | 装机(万千瓦) | 持股比例 | 投产时间 |
|------|----|-------|------|---------|------|------|
|------|----|-------|------|---------|------|------|

| | | | | | | |
|-----------|----|----|----------|--------|--------|-------------|
| 大亚湾 1 号机组 | 广东 | 控股 | M310 | 98.4 | 88% | 1994 年 2 月 |
| 大亚湾 2 号机组 | 广东 | 控股 | M310 | 98.4 | 88% | 1994 年 5 月 |
| 岭澳 1 号机组 | 广东 | 控股 | M310 | 99 | 100% | 2002 年 5 月 |
| 岭澳 2 号机组 | 广东 | 控股 | M310 | 99 | 100% | 2003 年 1 月 |
| 岭东 1 号机组 | 广东 | 控股 | CPR1000 | 108.7 | 93.88% | 2010 年 9 月 |
| 岭东 2 号机组 | 广东 | 控股 | CPR1000 | 108.7 | 93.88% | 2011 年 8 月 |
| 阳江 1 号机组 | 广东 | 控股 | CPR1000 | 108.6 | 61.72% | 2014 年 3 月 |
| 阳江 2 号机组 | 广东 | 控股 | CPR1000 | 108.6 | 61.72% | 2015 年 6 月 |
| 阳江 3 号机组 | 广东 | 控股 | CPR1000+ | 108.6 | 61.72% | 2016 年 1 月 |
| 阳江 4 号机组 | 广东 | 控股 | CPR1000+ | 108.6 | 61.72% | 2017 年 3 月 |
| 阳江 5 号机组 | 广东 | 控股 | ACPR1000 | 108.6 | 61.72% | 2018 年 5 月 |
| 阳江 6 号机组 | 广东 | 控股 | ACPR1000 | 108.6 | 61.72% | 2019 年 7 月 |
| 防城港 1 号机组 | 广西 | 控股 | CPR1000 | 108.6 | 36.60% | 2016 年 1 月 |
| 防城港 2 号机组 | 广西 | 控股 | CPR1000 | 108.6 | 36.60% | 2016 年 10 月 |
| 防城港 3 号机组 | 广西 | 控股 | 华龙一号 | 118.8 | 36.60% | 2023 年 3 月 |
| 宁德 1 号机组 | 福建 | 控股 | CPR1000 | 108.9 | 33.76% | 2013 年 4 月 |
| 宁德 2 号机组 | 福建 | 控股 | CPR1000 | 108.9 | 33.76% | 2014 年 5 月 |
| 宁德 3 号机组 | 福建 | 控股 | CPR1000 | 108.9 | 33.76% | 2015 年 6 月 |
| 宁德 4 号机组 | 福建 | 控股 | CPR1000 | 108.9 | 33.76% | 2016 年 7 月 |
| 台山 1 号 | 广东 | 控股 | EPR | 175 | 51% | 2018 年 12 月 |
| 台山 2 号 | 广东 | 控股 | EPR | 175 | 51% | 2019 年 9 月 |
| 红沿河 1 号机组 | 辽宁 | 联营 | CPR1000 | 111.9 | 38.14% | 2013 年 6 月 |
| 红沿河 2 号机组 | 辽宁 | 联营 | CPR1000 | 111.9 | 38.14% | 2014 年 5 月 |
| 红沿河 3 号机组 | 辽宁 | 联营 | CPR1000 | 111.9 | 38.14% | 2015 年 8 月 |
| 红沿河 4 号机组 | 辽宁 | 联营 | CPR1000 | 111.9 | 38.14% | 2016 年 6 月 |
| 红沿河 5 号机组 | 辽宁 | 联营 | CPR1000 | 111.9 | 38.14% | 2021 年 8 月 |
| 红沿河 6 号机组 | 辽宁 | 联营 | CPR1000 | 111.9 | 38.14% | 2022 年 6 月 |
| 合计 | | | | 3056.8 | | |

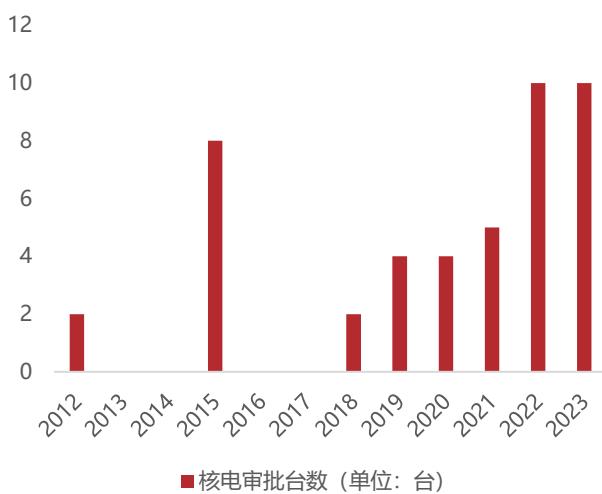
资料来源：公司公告，华源证券

台山核电步入正式运行。台山核电作为全球首堆 EPR 技术，为了保障安全性，投产以来多次进入检修/研究状态，导致台山核电亏损严重，台山 1 号机组 2018 年底商运，2020 年 6 月 29 日开始首次换料大修工作，2020 年三季度未完成检修，2021 年 6 月出现核燃料破损，7 月开始停备检修，2022 年 8 月重启，2023 年 1 月再次进入换料大修期且研究实验，2023 年 11 月底重启，受上述停备检修影响，2022 年台山核电实现净利润 -21.3 亿元，严重拖累公司整体盈利表现，预计未来机组运行将回归正常。

2. 核电机组陆续投产 承诺分红率稳步提升

全国核电审批加速，2023 年公司和广核集团分别获得 2 台核电机组。福岛核事故后，我国核电审批曾长期停滞，直到 2018 年底核电审批才重启。“十四五”以来随着电力供需

持续偏紧，核电审批明显加速，2022年及2023年各审批10台核电机组，创下历史新高。
2023年审批的10台核电机组中，有2台属于中广核集团，2台属于中国广核。

图 2：福岛核事故以来我国核电审批数量


资料来源：官方新闻，华源证券

表 2：2023 年我国审批 10 台核电

| 项目名称 | 机组编号 | 机组规模 | 技术路线 | 所属业主 |
|-----------|------|-----------|---------|-------|
| 山东石岛湾 | 1# | 120 万千瓦 | 华龙一号 | 华能集团 |
| | 2# | 120 万千瓦 | 华龙一号 | |
| 福建宁德核电 | 5# | 121 万千瓦 | 华龙一号 | 中国广核 |
| | 6# | 121 万千瓦 | 华龙一号 | |
| 广东太平岭核电项目 | 3# | 120.9 万千瓦 | 华龙一号 | 中广核集团 |
| | 4# | 120.9 万千瓦 | 华龙一号 | |
| 徐大堡核电 | 1# | 129.1 万千瓦 | CAP1000 | 中国核电 |
| | 2# | 129.1 万千瓦 | CAP1000 | |
| 浙江金七门核电 | 1# | 121.5 万千瓦 | 华龙一号 | 中国核电 |
| | 2# | 121.5 万千瓦 | 华龙一号 | |

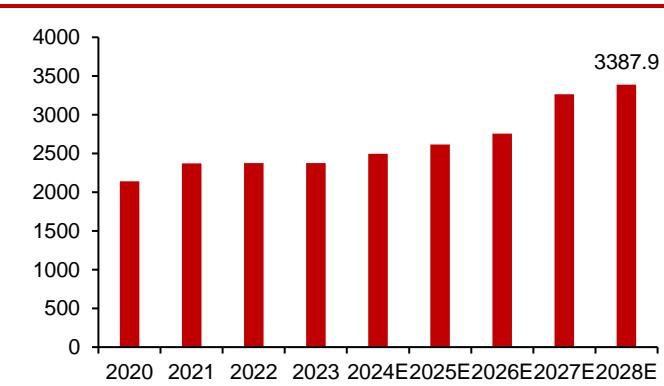
资料来源：新闻联播，华源证券

公司当前在建核电机组 7 台，核准待建 4 台（含控股股东委托管理的核电机组），预计 2024-2030 年公司核电装机将保持稳定增长。公司当前在建核电如下表所示，按照核电建造周期需要 60 个月进行考虑，预计公司未来几年核电投产节奏如下：2024 年将投产 1 台（防城港 4 号），2025 年将投产 1 台（惠州 1 号），2026 年将投产 2 台（惠州 2 号、苍南 1 号），2027 年将投产 2 台（苍南 2 号、陆丰 5 号），2028 年将投产 1 台（陆丰 6 号）。另外公司管理核准待建 4 台机组，分别为宁德 3、4 号，惠州 3、4 号机组，预计这些机组在今明两年陆续开工，并于 2029-2030 年陆续投产。（其中惠州 1-4 号，苍南 1-2 号为来自控股股东委托管理的核电站）。

表 3：中国核电在建核电机组预期投产节奏

| 预计投运年份 | 项目名称 | 机型 | 开工建设时间 | 机组容量(万千瓦) |
|--------|---------|------|------------|-----------|
| 2024 年 | 防城港 4 号 | 华龙一号 | 2016.12.23 | 118 |
| 2025 年 | 惠州 1 号 | 华龙一号 | 2019.12.26 | 120.2 |
| 2026 年 | 惠州 2 号 | 华龙一号 | 2020.10.15 | 120.2 |
| | 苍南 1 号 | 华龙一号 | 2020.12.31 | 121 |
| 2027 年 | 苍南 2 号 | 华龙一号 | 2020.12.31 | 121 |
| | 陆丰 5 号 | 华龙一号 | 2022.9.8 | 120 |
| 2028 年 | 陆丰 6 号 | 华龙一号 | 2023.8.26 | 120 |

资料来源：公司公告，华源证券

图 3：中国广核未来几年管理在运核电装机增长预期


资料来源：公司公告，华源证券

关注三代核电盈利，华龙一号单位装机利润有望持续提升。公司二代核电盈利较高，尤其是大亚湾核电供港电价较高，折旧计提完毕，单位装机盈利超过 16 亿元/GW。但是随着台山核电 2018 年投产后连续进入检修状态，盈利表现较差，市场普遍担心三代核电的盈利情况。从技术上来看，未来新增装机的三代核电将以华龙一号为主，其造价当前在 16000-17000 元/千瓦，折旧年限 35 年，未来随着设计优化、设计固化，建设期的经验反馈核缩短建造期，以及一些大型装备的规模化建设，预计三代核电成本有望持续下降。

表 4：中国广核子公司盈利情况

| 公司名称 | 净利润（亿元） | | | | 2022 年 ROE | 2022 年单位装机盈利（亿元/GW） |
|------------|---------|--------|--------|--------|------------|---------------------|
| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | | |
| 广东核电合营有限公司 | 33.8 | 36.8 | 34.1 | 31.7 | 35.40% | 16.1 |
| 岭澳核电 | 13.8 | 14.4 | 16.1 | 13.8 | 21.70% | 7 |
| 岭东核电 | 15.1 | 12.2 | 10.7 | 18.4 | 18.70% | 8.5 |
| 阳江核电 | 48.8 | 44.9 | 53.2 | 54.9 | 22.60% | 8.4 |
| 宁德核电 | 19.7 | 22.1 | 24 | 24.4 | 15.80% | 5.6 |
| 防城港核电 | 8.5 | 10.9 | 18.2 | 16.7 | 10.40% | 7.7 |
| 台山核电 | 5.99 | 0.57 | -6.5 | -21.3 | | |
| 红沿河 | 10.7 | 11.98 | 16.83 | 19.55 | | 3.4 |

资料来源：公司公告，华源证券

公司承诺十四五分红率持续提升，建议关注公司股息率价值。根据公司公告，公司已发布 2021-2025 年分红规划，即在不发生重大变化并获得相关年度股东大会批准的前提下，在 2020 年分红比例（42.25%）基础上，2021 年至 2025 年保持分红比例适度增长。公司 2021、2022 年度分红比例分别为 43.58%、44.09%，实现连续两年增长，当前公司总体现金流情况稳定，能够支撑未来的资本开支和分红，预计 2023-2025 年分红比例有望持续稳定增长，建议关注公司股息价值。

3. 盈利预测及估值

根据核电在建情况和新能源储备，我们对公司的核心假设如下：

- 1) 2024 年中防城港 4 号投产，上网电价为燃煤标杆电价 0.4063（含税）
- 2) 台山 1 号机组 2024 年正常运行，2025 年按计划进行检修，台山 2 号机组 2024 年按计划进行检修，2025 年正常运行

表 5：公司核心假设

| | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|-------|
| 核电新增装机（万千瓦） | 118 | 118 | |
| 新增核电电价（含税，元/千瓦时） | 0.4063 | 0.4063 | |
| 台山 1 号机利用小时数 | 1200 | 6500 | 4700 |
| 台山 2 号机利用小时数 | 6000 | 4700 | 6500 |

资料来源：公司公告，华源证券

注：2023年新增装机为实际情况

在上述假设下，暂不考虑资产注入，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 876.51、948.01、986.4 亿元，同比增长率分别为 5.8%、8.2%、4.0%，实现归母净利润分别为 100.36、118.72、124.00 亿元，同比增长率分别为 0.7%、18.3%、4.4%。当前股价对应的 PE 分别为 19、16、15 倍。公司利润主要由核电业务贡献，因此我们选取中国核电、长江电力、华能水电作为可比公司进行估值，公司估值水平低于可比公司，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 市值(亿元) 2024/1/30 | 归母净利润(亿元) | | | PE | | |
|------------|------|---------------------|-----------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 601985.SH | 中国核电 | 1548 | 104.3 | 114.7 | 126.6 | 14.9 | 13.5 | 12.2 |
| 600900.SH | 长江电力 | 5909 | 273.9 | 342.5 | 361.5 | 21.6 | 17.3 | 16.3 |
| 600025.SH | 华能水电 | 1573 | 77.0 | 85.8 | 93.5 | 20.4 | 18.3 | 16.8 |
| 平均值 | | | | | | 19.0 | 16.4 | 15.1 |
| 003816.SZ | 中国广核 | 1863 | 100.4 | 118.7 | 124.0 | 18.6 | 15.7 | 15.0 |

资料来源：wind，华源证券

注：可比公司盈利预测均来源于 wind 一致预期

风险提示：

- 1) 公司核电新增装机投产进度不及预期。目前三代核电建造周期维持在 60 个月左右，但也可能因为部分原因工程延期。
- 2) 机组检修时间超预期。

表 7：中国广核预测利润表（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 608.75 | 705.85 | 806.79 | 828.22 | 876.51 | 948.01 | 986.37 |
| 营业收入 | 608.75 | 705.85 | 806.79 | 828.22 | 876.51 | 948.01 | 986.37 |
| 营业总成本 | 480.11 | 568.69 | 651.65 | 670.16 | 710.87 | 746.70 | 774.13 |
| 营业成本 | 354.71 | 444.19 | 538.95 | 552.81 | 588.65 | 624.63 | 656.96 |
| 税金及附加 | 7.00 | 6.22 | 6.10 | 8.06 | 8.53 | 9.23 | 9.60 |
| 销售费用 | 0.79 | 0.71 | 0.79 | 0.47 | 0.50 | 0.54 | 0.56 |
| 管理费用 | 25.79 | 23.93 | 24.26 | 24.20 | 31.55 | 28.44 | 25.65 |
| 研发费用 | 14.83 | 15.36 | 17.53 | 18.70 | 19.79 | 21.40 | 19.73 |
| 财务费用 | 76.98 | 78.28 | 64.01 | 65.92 | 61.85 | 62.46 | 61.64 |
| 其中：利息费用 | 79.97 | 80.46 | 71.32 | 64.66 | 63.39 | 64.00 | 63.18 |
| 减：利息收入 | 3.39 | 1.98 | 1.54 | 1.95 | 1.54 | 1.54 | 1.54 |
| 加：其他收益 | 24.05 | 22.48 | 16.99 | 14.51 | 14.51 | 14.51 | 14.51 |

| | | | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 投资净收益 | 13.07 | 11.44 | 13.67 | 16.77 | 18.00 | 18.00 | 18.00 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | 10.96 | 11.20 | 13.64 | 16.00 | 18.00 | 18.00 | 18.00 |
| 公允价值变动净收益 | 0.04 | 0.05 | -1.03 | 0.6 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -0.30 | -1.99 | -1.48 | -0.22 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | 0.37 | -0.21 | -0.15 | -1.29 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0.00 | -0.01 | 0.00 | 0.06 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 165.88 | 168.92 | 183.14 | 188.45 | 198.15 | 233.82 | 244.75 |
| 加：营业外收入 | 0.18 | 0.44 | 0.47 | 0.24 | 0.24 | 0.24 | 0.24 |
| 减：营业外支出 | 0.51 | 0.86 | 2.35 | 1.69 | 1.69 | 1.69 | 1.69 |
| 其中：非流动资产处置净损失 | | | | | | | |
| 利润总额 | 165.55 | 168.50 | 181.26 | 186.99 | 196.70 | 232.37 | 243.30 |
| 减：所得税 | 17.70 | 19.74 | 24.42 | 34.56 | 36.12 | 43.33 | 45.54 |
| 净利润 | 147.85 | 148.76 | 156.84 | 152.43 | 160.58 | 189.04 | 197.76 |
| 持续经营净利润 | 147.85 | 148.76 | 156.84 | 152.43 | 160.58 | 189.04 | 197.76 |
| 减：少数股东损益 | 53.20 | 53.13 | 59.51 | 52.78 | 60.22 | 70.32 | 73.76 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 94.66 | 95.62 | 97.33 | 99.65 | 100.36 | 118.72 | 124.00 |

资料来源：wind，华源证券

表 8：中国广核预测资产负债表（单位：亿元）

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 流动资产： | | | | | | | |
| 货币资金 | 195.72 | 121.28 | 158.28 | 148.41 | 273 | 415 | 580 |
| 衍生金融资产 | 0.03 | 0 | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收票据及应收账款 | 81.53 | 106.86 | 125.59 | 149.41 | 149.41 | 149.41 | 149.41 |
| 应收票据 | 6.69 | 19.00 | 17.07 | 0.04 | | | |
| 应收账款 | 74.84 | 87.86 | 108.52 | 149.38 | | | |
| 应收款项融资 | | 0.04 | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预付款项 | 91.98 | 179.95 | 173.72 | 175.07 | 175.07 | 175.07 | 175.07 |
| 其他应收款(合计) | 1.47 | 0.87 | 0.53 | 3.35 | 3.35 | 3.35 | 3.35 |
| 应收股利 | 0.77 | 0.1 | 0.11 | 2.89 | 2.89 | 2.89 | 2.89 |
| 应收利息 | | 0 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他应收款 | 0.70 | 0.77 | 0.43 | 0.46 | 0.46 | 0.46 | 0.46 |
| 存货 | 183.71 | 150.21 | 152.48 | 177.75 | 177.75 | 177.75 | 177.75 |
| 合同资产 | 34.21 | 38.03 | 33.47 | 28.61 | 28.61 | 28.61 | 28.61 |
| 划分为持有待售的资产 | | | | | | | |
| 一年内到期的非流动资产 | 0.00 | 0 | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动资产 | 30.59 | 35.20 | 35.59 | 22.45 | 22.45 | 22.45 | 22.45 |
| 流动资产合计 | 619.23 | 632.44 | 679.66 | 705.05 | 829.97 | 971.37 | 1136.40 |
| 非流动资产： | | | | | | | |
| 债权投资 | | | 0.38 | 0.49 | 0.49 | 0.49 | 0.49 |
| 可供出售金融资产 | | | | | | | |
| 其他权益工具投资 | 3.91 | 4.98 | 5.9 | 5.7 | 5.70 | 5.70 | 5.70 |
| 其他非流动金融资产 | | | | | | | |
| 长期应收款 | | | | | | | |

| | | | | | | | |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 长期股权投资 | 111.99 | 119.24 | 124.18 | 136.58 | 145.58 | 154.58 | 163.58 |
| 投资性房地产 | 1.84 | 2.45 | 2.05 | 1.80 | 1.80 | 1.80 | 1.80 |
| 固定资产(合计) | 2,569.55 | 2,484.56 | 2,397.82 | 2,327.64 | 2431.14 | 2532.36 | 2631.29 |
| 固定资产 | 2,569.55 | 2,484.56 | 2,397.82 | 2,327.64 | | | |
| 在建工程(合计) | 392.41 | 473.65 | 575.62 | 682.99 | 742.99 | 822.99 | 852.99 |
| 在建工程 | 392.41 | 473.65 | 575.62 | 682.99 | | | |
| 使用权资产 | 10.45 | 9.39 | 10.41 | 10.42 | 10.42 | 10.42 | 10.42 |
| 无形资产 | 49.37 | 50.47 | 52.03 | 52.05 | 52.05 | 52.05 | 52.05 |
| 开发支出 | 22.74 | 27.95 | 35.75 | 50.31 | 50.31 | 50.31 | 50.31 |
| 商誉 | 4.19 | 4.19 | 4.19 | 4.19 | 4.19 | 4.19 | 4.19 |
| 长期待摊费用 | 14.73 | 14.73 | 15.27 | 15.64 | 15.64 | 15.64 | 15.64 |
| 递延所得税资产 | 19.04 | 21.77 | 23.12 | 24.08 | 24.08 | 24.08 | 24.08 |
| 其他非流动资产 | 60.29 | 73.16 | 73.55 | 73.22 | 73.22 | 73.22 | 73.22 |
| 非流动资产合计 | 3,260.52 | 3,286.54 | 3,320.27 | 3,385.11 | 3558 | 3748 | 3886 |
| 资产总计 | 3,879.75 | 3,918.98 | 3,999.93 | 4,090.16 | 4388 | 4719 | 5022 |
| 流动负债: | | | | | | | |
| 短期借款 | 142.63 | 231.24 | 163.75 | 119.30 | 119.30 | 119.30 | 119.30 |
| 衍生金融负债 | | | | | | | |
| 应付票据及应付账款 | 226.02 | 231.17 | 223.67 | 280.62 | 280.62 | 280.62 | 280.62 |
| 应付票据 | 26.18 | 44.18 | 35.50 | 50.94 | | | |
| 应付账款 | 199.83 | 186.99 | 188.18 | 229.68 | | | |
| 预收款项 | 0.00 | 0.00 | | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 合同负债 | 15.43 | 32.31 | 41.25 | 27.14 | 27.14 | 27.14 | 27.14 |
| 应付职工薪酬 | 0.51 | 1.51 | 0.56 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 |
| 应交税费 | 14.57 | 14.70 | 15.61 | 20.99 | 20.99 | 20.99 | 20.99 |
| 其他应付款(合计) | 38.18 | 45.41 | 40.76 | 67.57 | 67.57 | 67.57 | 67.57 |
| 应付利息 | | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 应付股利 | 0.05 | 0.09 | 8.09 | 11.39 | | | |
| 其他应付款 | 38.13 | 45.32 | 32.67 | 56.18 | | | |
| 划分为持有待售的负债 | | | | | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 227.48 | 209.09 | 227.20 | 213.70 | 213.70 | 213.70 | 213.70 |
| 其他流动负债 | 5.36 | 6.10 | 60.41 | 31.42 | 31.42 | 31.42 | 31.42 |
| 流动负债合计 | 670.18 | 771.53 | 773.20 | 761.32 | 761.31 | 761.31 | 761.31 |
| 非流动负债: | | | | | | | |
| 长期借款 | 1,678.60 | 1,566.93 | 1,559.22 | 1,600.75 | 1783 | 1979 | 2140 |
| 应付债券 | 89.87 | 74.90 | 59.88 | 44.92 | 44.92 | 44.92 | 44.92 |
| 租赁负债 | 6.96 | 5.77 | 6.92 | 6.51 | 6.51 | 6.51 | 6.51 |
| 长期应付款(合计) | | | | | | | |
| 长期应付款 | | | | | | | |
| 长期应付职工薪酬 | 1.20 | 0.75 | 1.95 | 0.61 | 0.61 | 0.61 | 0.61 |
| 预计负债 | 49.11 | 50.31 | 53.35 | 59.60 | 59.60 | 59.60 | 59.60 |
| 递延所得税负债 | 12.17 | 12.05 | 12.69 | 13.89 | 13.89 | 13.89 | 13.89 |
| 递延收益-非流动负债 | 18.73 | 20.44 | 23.61 | 23.25 | 23.25 | 23.25 | 23.25 |
| 其他非流动负债 | | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 1,856.63 | 1,731.15 | 1,717.62 | 1,749.53 | 1931.53 | 2127.53 | 2288.53 |

| | | | | | | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 负债合计 | 2,526.81 | 2,502.68 | 2,490.83 | 2,510.86 | 2692.84 | 2888.84 | 3049.84 |
| 所有者权益(或股东权益): | | | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 504.99 | 504.99 | 504.99 | 504.99 | 504.99 | 504.99 | 504.99 |
| 资本公积金 | 107.02 | 107.84 | 107.90 | 108.08 | 108.08 | 108.08 | 108.08 |
| 其它综合收益 | 7.67 | 4.05 | 3.45 | 7.42 | 7.42 | 7.42 | 7.42 |
| 专项储备 | 2.22 | 2.49 | 2.49 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 盈余公积金 | 39.44 | 43.47 | 49.02 | 57.40 | 57.40 | 57.40 | 57.40 |
| 未分配利润 | 236.68 | 289.90 | 341.25 | 390.39 | 445.59 | 510.89 | 579.08 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 898.02 | 952.73 | 1,009.11 | 1,070.28 | 1125 | 1191 | 1259 |
| 少数股东权益 | 454.92 | 463.57 | 500.00 | 509.02 | 569 | 640 | 713 |
| 所有者权益合计 | 1,352.94 | 1,416.31 | 1,509.10 | 1,579.30 | 1695 | 1830 | 1972 |

资料来源: wind, 华源证券

表 9: 中国广核预测现金流量表 (单位: 亿元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动产生的现金流量: | | | | | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 677.00 | 789.89 | 893.72 | 888.64 | 876.51 | 948.01 | 986.37 |
| 收到的税费返还 | 22.98 | 22.72 | 16.95 | 14.84 | | | |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 31.48 | 30.17 | 23.35 | 23.40 | 14.75 | 14.75 | 14.75 |
| 经营活动现金流入小计 | 731.45 | 842.78 | 934.02 | 926.88 | 891.26 | 962.76 | 1001.12 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 250.20 | 354.03 | 399.24 | 402.37 | 492.15 | 525.84 | 555.89 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 76.33 | 87.42 | 93.05 | 98.44 | 51.84 | 50.38 | 45.93 |
| 支付的各项税费 | 66.16 | 59.48 | 60.24 | 81.92 | 44.65 | 52.55 | 55.14 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 32.78 | 40.29 | 32.37 | 30.45 | 1.69 | 1.69 | 1.69 |
| 经营活动现金流出小计 | 425.46 | 541.23 | 584.91 | 613.19 | 590.33 | 630.47 | 658.65 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 305.99 | 301.55 | 349.11 | 313.68 | 300.93 | 332.29 | 342.47 |
| 投资活动产生的现金流量: | | | | | | | |
| 收回投资收到的现金 | 80.16 | 0.00 | | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 取得投资收益收到的现金 | 14.88 | 8.29 | 8.99 | 9.15 | 9.00 | 9.00 | 9.00 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 0.01 | 0.08 | 0.08 | 0.51 | | | |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | 7.08 | 0.10 | | 0.51 | | | |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 47.52 | 43.02 | 51.70 | 60.29 | | | |
| 投资活动现金流入小计 | 149.65 | 51.48 | 60.77 | 70.46 | 9.00 | 9.00 | 9.00 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 156.53 | 135.03 | 144.41 | 118.40 | 260.00 | 280.00 | 230.00 |
| 投资支付的现金 | 87.31 | 4.32 | 1.75 | 8.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | | | | | | | |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 52.18 | 29.72 | 60.30 | 87.16 | | | |
| 投资活动现金流出小计 | 296.02 | 169.08 | 206.46 | 214.25 | 260.00 | 280.00 | 230.00 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | (146.37) | (117.59) | (145.69) | (143.79) | (251.00) | (271.00) | (221.00) |
| 筹资活动产生的现金流量: | | | | | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 137.82 | 0.84 | 10.21 | 4.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金 | 13.71 | 0.84 | 10.21 | 4.04 | | | |
| 取得借款收到的现金 | 519.82 | 530.41 | 680.89 | 784.05 | 182 | 196 | 161 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 13.16 | 2.72 | | 0.01 | | | |

| | | | | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|-----|-----|-----|
| 发行债券收到的现金 | | | | | | | |
| 筹资活动现金流入小计 | 670.79 | 533.97 | 691.10 | 788.11 | 182 | 196 | 161 |
| 偿还债务支付的现金 | 616.13 | 602.82 | 694.58 | 824.99 | | | |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 174.76 | 171.44 | 168.23 | 168.29 | 107 | 116 | 117 |
| 其中：子公司支付给少数股东的股利、利润 | 42.05 | 44.06 | 43.44 | 46.40 | | | |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 8.13 | 3.37 | 3.21 | 3.80 | | | |
| 筹资活动现金流出差额(特殊报表科目) | | | | | | | |
| 筹资活动现金流出小计 | 799.02 | 777.64 | 866.01 | 997.07 | 107 | 116 | 117 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | (128.23) | (243.67) | (174.91) | (208.96) | 75 | 80 | 44 |

资料来源：wind，华源证券

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何方式侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数