

中国广核 (003816.SZ)

大修增加致一季度增长放缓, 台山机组恢复正常运行

买入

核心观点

建安业务贡献营收增量, 归母净利润增长因大修增加而放缓。2024年一季度, 公司实现营业收入 191.82 亿元 (+4.88%), 主要系建筑安装和设计服务业务营收同比增加所致; 利润总额 63.41 亿元 (+2.35%), 归母净利润 36.04 亿元 (+3.38%); 扣非归母净利润 34.83 亿元 (+0.07%)。一季度公司运营管理的核电机组总发电量 550.80 亿 kWh (+0.39%), 上网电量 518.14 亿 kWh (+1.83%)。一季度公司按计划完成了 6 个大修 (包括 2 个跨年大修), 并开始 3 个大修, 去年同期共完成 4 个大修并开始 3 个大修, 大修较上年同期有所增加, 导致发电量在防城港 3 号机组投产和台山 1 号机组恢复并网发电的情况下增速有所放缓。

台山 1 号机组恢复正常发电。2023 年 11 月 27 日台山 1 号机组恢复并网发电, 2024 年一季度未开展换料大修, 台山核电站电量大幅增长, 发电量 66.00 亿 kWh, 同比增长 51.24%, 上网电量 61.66 亿 kWh, 同比增长 51.38%。一季度台山机组平均利用小时数 1886 小时, 达到公司往年整体平均利用小时数水平 (2024 年一季度为 1802 小时, 2023 年一季度为 1795 小时), 已恢复常态运行。

防城港 3 号机组达产, 4 号机组投产在即。2024 年一季度防城港核电站发电量 54.46 亿 kWh, 同比增长 7.90%, 上网电量 50.88 亿 kWh, 同比增长 29.37%, 主要系 3 号机组于 2023 年 3 月 25 日投入商业运行, 本期商业运营时间同比增加所致。4 月 9 日, 防城港 4 号机组首次并网成功, 预计今年上半年投产。

投资计划有所增加。公司 2024 年度计划投资总额为 305.9 亿元, 同比增加 7.2%, 其中固定资产投资 252.1 亿元, 用于在运核电站的技术改造、在建核电项目的建设资金投资、核电前期项目开发等事项; 股权投资 3.8 亿元, 用于核能综合利用相关项目的资本金投入等事项; 储备 50.0 亿元, 用于市场应对和或有事项处理。

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: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。预计 2024-2026 年公司营收 884.8/952.9/1020.6 亿元; 归母净利润分别为 119.8/131.2/144.2 亿元, 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 17.4/16.1/14.4x, 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

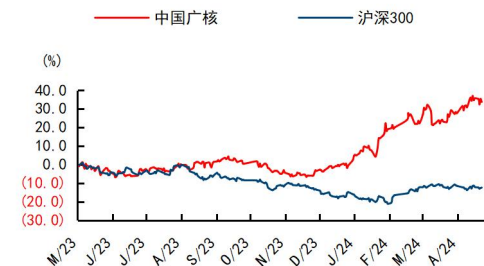
收盘价 4.18 元

总市值/流通市值 211084/211084 百万元

52 周最高价/最低价 4.32/2.91 元

近 3 个月日均成交额 608.53 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

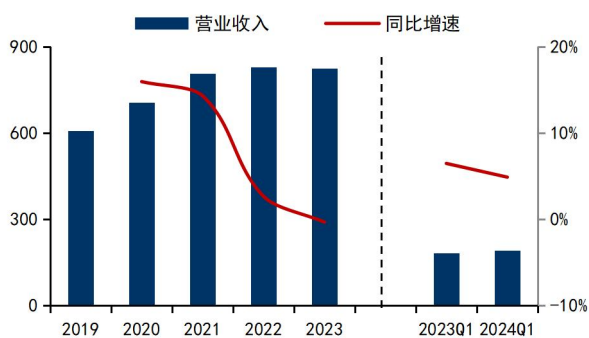
相关研究报告

《中国广核 (003816.SZ) - 核电主业稳健增长, 资产注入预期明确》——2024-03-31

《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

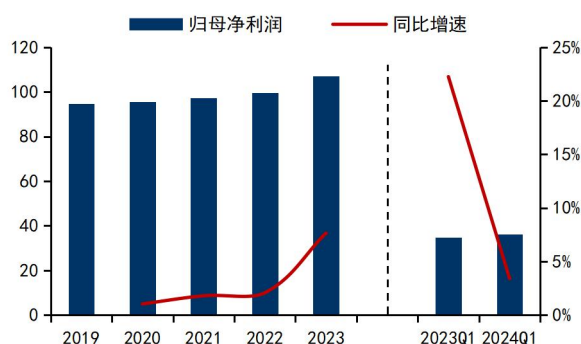
建安业务贡献营收增量，归母净利润增长因大修增加而放缓。2024 年一季度，公司实现营业收入 191.82 亿元，同比增长 4.88%，主要系建筑安装和设计服务业务营收同比增加所致；利润总额 63.41 亿元，同比增长 2.35%，归母净利润 36.04 亿元，同比提高 3.38%；扣非归母净利润 34.83 亿元，同比增长 0.07%。一季度公司运营管理的核电机组总发电量 550.80 亿 kWh (+0.39%)，上网电量 518.14 亿 kWh (+1.83%)。一季度公司按计划完成了 4 个年度换料大修和 2 个十年大修（其中包括 2 个跨年大修），并开始 2 个十年大修和 1 个首次大修，去年同期共完成 3 个年度换料大修和 1 个十年大修，并开始了 3 个年度大修，大修较上年同期有所增加，导致发电量在防城港 3 号机组投产和台山 1 号机组恢复并网发电的情况下增速有所放缓。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



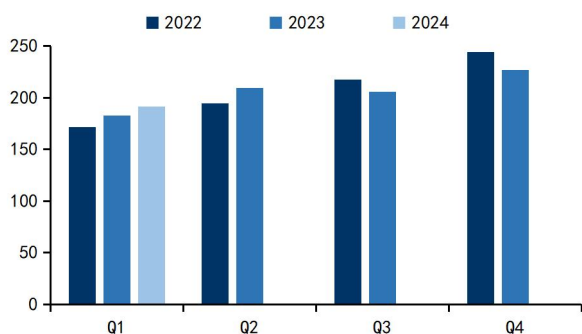
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



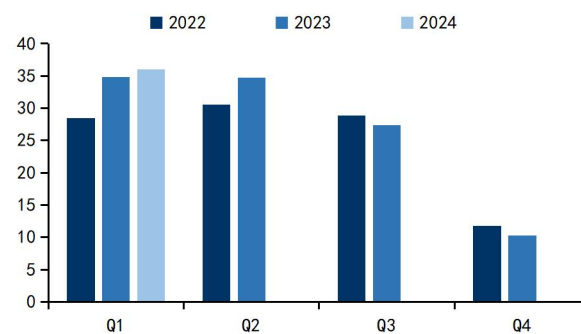
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



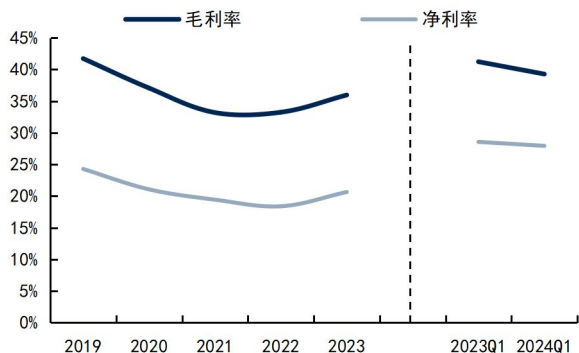
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率下降，费用率持续优化。2024 年一季度，公司毛利率 39.28%，净利润 27.94%，受公司毛利率水平较低的建安业务规模增长影响，公司毛利率同比分别下降了 1.95pct 和 0.63pct。公司持续优化费用控制，销售费用率 0.05%，同比基本持平；管理费用率 2.91%，同比下降 0.14pct；财务费用率 6.62%，同比降低 0.44pct。受研发进度调整影响，本期公司研发费用确认同比减少，研发费用率 0.59%，同比下降 0.56pct。

ROE 同比下降，现金流明显增加。2024 年一季度，公司 ROE 为 3.08%，同比降低 0.08pct，主要是净利率和权益乘数同比下降所致，资产周转率为 0.05，与上年基本持平，权益乘数为 3.62，同比降低 0.16pct。公司经营性现金净流入 55.84

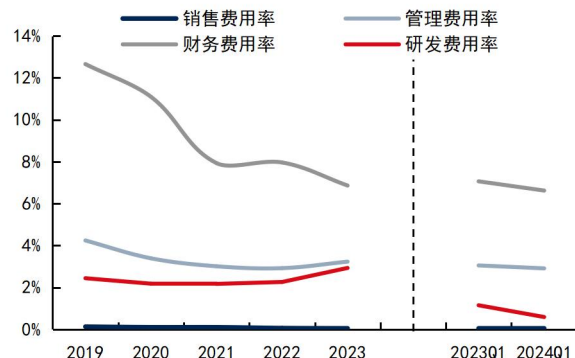
亿元，同比提高 25.2%，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为 228.42 亿元，同比增加 24.56 亿元；投资性现金净流出为 24.92 亿元，同比增加 46.8%，主要系公司本期对宁德第二核电增资等因素综合影响所致；融资性净现金流 14.88 亿元，同比增加 360.7%，主要系本期借款取得的现金有所增长所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



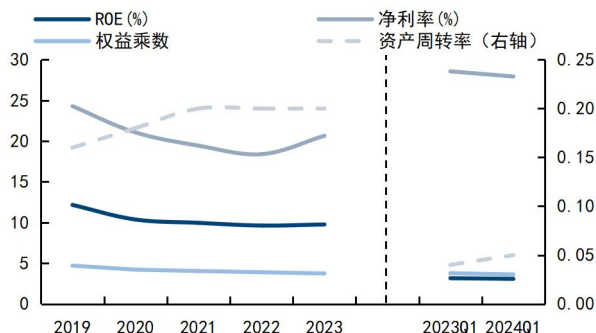
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

信用减值冲回和研发费用减少抵消退税减少影响，投资收益增长。2024 年一季度受研发进度调整影响，公司研发费用支出 1.13 亿元，同比减少 46.13%；建安业务的中广核风电项目应收工程减值准备冲回信用减值 1.39 亿元；对红沿河核电等联营和合营企业的投资收益 4.87 亿元，同比增加 16.36%；而公司收到的增值税退税同比减少，实现其他收益合计 3.20 亿元，同比减少 37.75%。以上因素为公司累计同比增利 1.10 亿元，占公司利润总额同比增量的 75.9%。

台山 1 号机组恢复正常发电。2023 年 11 月 27 日台山 1 号机组恢复并网发电，2024 年一季度未开展换料大修，台山核电站电量大幅增长，发电量 66.00 亿 kWh，同比增长 51.24%，上网电量 61.66 亿 kWh，同比增长 51.38%。一季度台山机组平均利用小时数 1886 小时，基本达到公司往年整体平均利用小时数水平（2024 年一季度为 1802 小时，2023 年一季度为 1795 小时），已恢复常态运行。

防城港 3 号机组达产，4 号机组投产在即。2024 年一季度防城港核电站发电量 54.46 亿 kWh，同比增长 7.90%，上网电量 50.88 亿 kWh，同比增长 29.37%，主要

系 3 号机组于 2023 年 3 月 25 日投入商业运行，本期商业运营时间同比增加所致。4 月 9 日，防城港 4 号机组首次并网成功，预计上半年投产。

投资计划有所增加。公司 2024 年度计划投资总额为 305.9 亿元，其中固定资产投资 252.1 亿元，用于在运核电站的技术改造、在建核电项目的建设资金投资、核电前期项目开发、科技研发投入和信息化建设投入；股权投资 3.8 亿元，用于核能综合利用相关项目的资本金投入，以及潜在或或有项目的收购；储备 50.0 亿元，用于市场应对和或有事项处理。2023 年股东大会批准的投资计划总额为 285.4 亿元，实际资本开支未超出该金额，本年度同比增加 7.2%。

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。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计 2024-2026 年公司营收 884.8/952.9/1020.6 亿元；归母净利润分别为 119.8/131.2/144.2 亿元，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 17.4/16.1/14.4x，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	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	24E	
601985.SH	中国核电	9.43	1,401	0.47	0.56	0.61	0.70	20.1	16.8	15.5	13.5	1.48	买入
600900.SH	长江电力	25.77	6,283	0.94	1.12	1.40	1.49	27.5	23.0	18.4	17.3	1.23	买入
600025.SH	华能水电	9.76	1,739	0.35	0.43	0.49	0.53	27.9	22.5	20.1	18.5	1.70	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：华能水电数据取自 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						
长期负债合计	174953	172559	167521	169881	176594	现金流量表 (百万元)					
负债合计	251086	249946	287418	330542	349902	净利润	9965	10725	11981	13124	14422
少数股东权益	50902	52068	55976	63617	68243	资产减值准备	(284)	385	(235)	4	6
股东权益	107028	113236	76122	127229	135268	折旧摊销	10427	11941	11035	11699	12395
负债和股东权益总计	409016	415250	409621	521388	553413	公允价值变动损失	(284)	385	(235)	4	6
						财务费用	6592	5666	6908	7810	8553
关键财务与估值指标						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