

中国广核 (003816.SZ)

持有 (首次评级)

半壁江山核电巨头，价稳量增稳健成长

当前价格: 4.72 元

投资要点:

核电双龙之一，业绩向好: 公司为中广核集团控股子公司，系集团核能发电唯一平台。销售电力为公司营收主要来源，其次是建筑安装和设计服务。23 年收入同比微降系公司对海风项目的施工量减少，导致建筑安装和设计服务业务板块同比下降；1Q24 公司营收同比增长 4.9%。公司多年归母净利润保持稳健增长，23 年归母净利润同比增长 7.6%，1Q24 归母净利润同比增长 3.4%。预计随着在建核电机组的稳定投产和建安业务的修复，公司业绩有望持续增长。1Q24 公司毛利率 39.3%，净利润率回升至 27.9%，公司盈利能力明显提高。受益于近年 LPR 利率下行，公司融资成本降低，财务费用率降幅明显。公司持续优化资产结构，资产负债率降至 1Q24 的 59.8%。公司分红比例从 40.6% 增至 44.3%，多年保持适度增长，未来公司分红比例有望进一步提高。

机组核准提速中，核电喜迎第二春: 核电清洁低碳、稳定高效，是优质的基荷能源，是保障新型电力系统安全稳定的重要手段。《中国核能发展报告 (2023)》蓝皮书显示，预计 2030 年前我国在运核电装机有望世界第一，预计 2035 年我国核能发电量占比将达到 10%，相比 2023 年实现翻番。核电运营牌照稀缺，仅中核集团、中广核集团、国家电投与华能集团四家企业入围，目前在运机组中广核占比最高。目前项目审批加速核力全开，“十四五”时期我国有望保持每年 6-10 台核电机组的核准开工节奏，彰显核能发展的坚定步伐，未来我国在运在建核电项目有望稳步提升。

价稳量增收入向上稳健成长，折旧到期+投资收益增厚利润: 截至 6M2024，公司管理 28 台在运核电机组 (31.76GW)，在建+核准机组 10 台 (超 12GW)。公司在运、在建和核准机组主要分布在 9 个核电基地，其中有 5 个基地位于广东，广西、福建、辽宁和浙江各 1 个核电基地。此外，控股股东承诺在满足资产注入条件下，最晚不迟于核电项目正式开建后五年内将所拥有的惠州、苍南核电项目注入公司。当前公司正在筹划资产收购方案，注入后资产规模将再上新台阶。公司积极参与市场化交易，预计未来平均上网电价将趋向平稳，增强业绩确定性。此外，随着未来折旧到期和投资收益进一步增长，有望增厚公司利润。

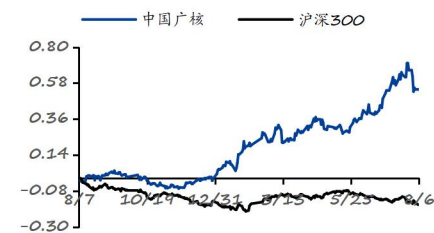
盈利预测与投资建议: 我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 889.65、935.17 和 998.30 亿元，归母净利润分别为 121.50、123.98 和 131.89 亿元，对应 PE 分别为 19.6/19.2/18.1 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示: 项目建设不及预期风险；资产注入不及预期风险；政策风险；核电安全事故风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	50,498.61/39,334.99
流通 A 股市值(百万元)	185,661.13
每股净资产(元)	2.32
资产负债率(%)	59.82
一年内最高/最低价(元)	5.25/2.91

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
 yjy30561@hfzq.com.cn
联系人: 闫燕燕(S0210123070115)
 yyy30238@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	82,822	82,549	88,965	93,517	99,830
增长率	3%	0%	8%	5%	7%
净利润(百万元)	9,965	10,725	12,150	12,398	13,189
增长率	2%	8%	13%	2%	6%
EPS(元/股)	0.20	0.21	0.24	0.25	0.26
市盈率(P/E)	23.9	22.2	19.6	19.2	18.1
市净率(P/B)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 核电双龙之一，业绩向好	3
2 机组核准提速中，核电喜迎第二春	6
2.1 优质基荷能源核力保障，牌照稀缺呈双寡头格局	6
2.2 项目审批加速核力全开，技术领先拓发展新空间	7
3 价稳量增收入向上稳健成长，折旧到期+投资收益增厚利润	9
3.1 自建机组投产+核电资产注入，量级提升打开长期成长空间	9
3.2 核电交易电价趋稳，增强业绩确定性	11
3.3 折旧到期+投资收益，有望增厚公司利润	12
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议	15
5 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司发展历程	3
图表 2: 中广核集团持有 58.9% 股权 (截至 1Q24)	4
图表 3: 2023 年公司销售电力收入占比 75.7%	4
图表 4: 1Q24 营业收入同比增长 4.9%	4
图表 5: 1Q24 归母净利润同比增长 3.4%	4
图表 6: 1Q24 净利率回升至 27.9%	5
图表 7: 1Q24 公司财务费用率降至 6.6%	5
图表 8: 资产负债率持续下降	5
图表 9: 分红比例适度增长	5
图表 10: 电力系统清洁转型发展	6
图表 11: 核电运营牌照稀缺，中核中广核双寡头 (截至 5M24)	7
图表 12: 我国在建核电装机容量持续增加	7
图表 13: 核电核准审批常态化	7
图表 14: 中广核集团布局三代技术华龙一号和四代技术铅基快堆	8
图表 15: 公司在运核电机组概况 (截至 6M2024)	9
图表 16: 公司在建+核准核电机组 (截至 6M2024)	10
图表 17: 预计 24 年公司管理在运装机达 31.76GW	10
图表 18: 预计 24 年公司控股在运装机达 25.04GW	10
图表 19: 2018-2023 年公司管理机组上网电量	11
图表 20: 2018-2023 年公司控股机组上网电量	11
图表 21: 2023 年市场化交易电量比例 57.3%	11
图表 22: 23 年含税平均上网电价 422.84 元/MWH	11
图表 23: 2023 年公司在粤核电机组上网电量占比达 52.0%	12
图表 24: 2023 年核电机组折旧成本占营业成本达 19.8%	13
图表 25: 2023 年投资收益 16.04 亿元	13
图表 26: 公司业绩拆分预测表	14
图表 27: 可比公司估值表	15
图表 28: 财务预测摘要	17



1 核电双龙之一，业绩向好

全国核电运营巨头之一，努力成为具有国际竞争力的世界一流核能企业。2014年3月，中国广核正式成立，并先后于同年12月和2019年8月在香港联交所和深交所上市。2023年7月，公司联营企业宁德第二核电所有的宁德5号及6号机组获得国务院核准；同年12月，公司受托管理的惠州3、4号机组也获得核准。未来公司将持续推进核电机组的建设，致力于核能发电为主的电力供应和服务。

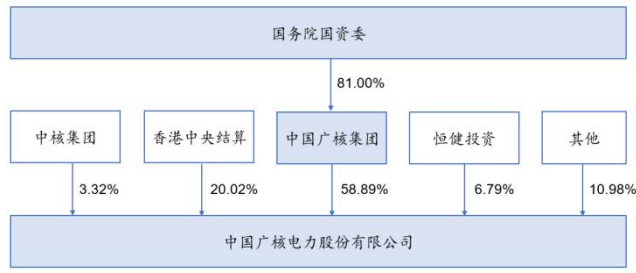
图表 1: 公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，iFind，华福证券研究所

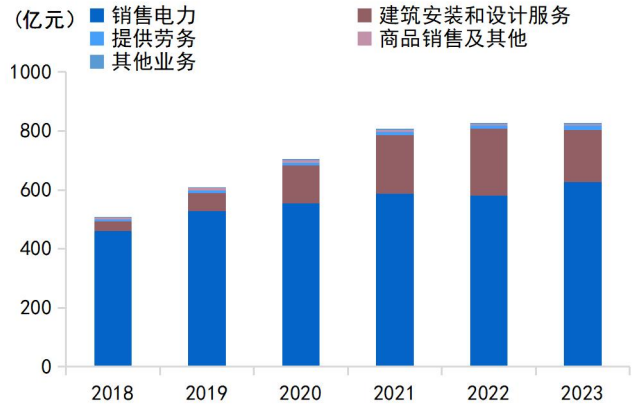
背靠中国广核集团，集团旗下唯一核能发电平台。截至1Q24，中国广核集团持有公司58.9%的股权，公司是集团旗下核能发电的唯一平台。实际控制人为国务院国资委。公司主营业务包括核电站的建设、运营和管理，核电站所发电力的销售，以及核电站的设计和科研工作等。2023年电力销售收入625.17亿元，占营业收入的75.7%，是公司收入的主要支柱；其次是建筑安装和设计服务，贡献了21.7%的营业收入。

图表 2: 中广核集团持有 58.9% 股权 (截至 1Q24)



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

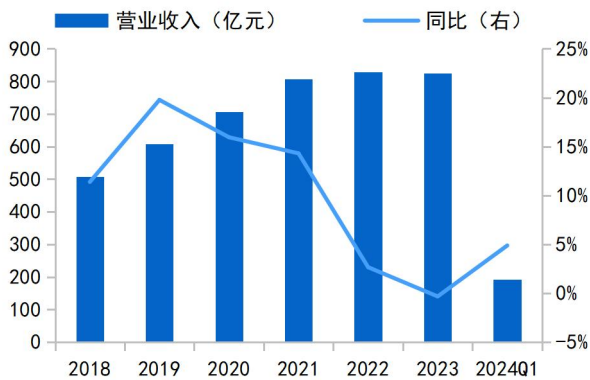
图表 3: 2023 年公司销售电力收入占比 75.7%



数据来源: iFind, 华福证券研究所

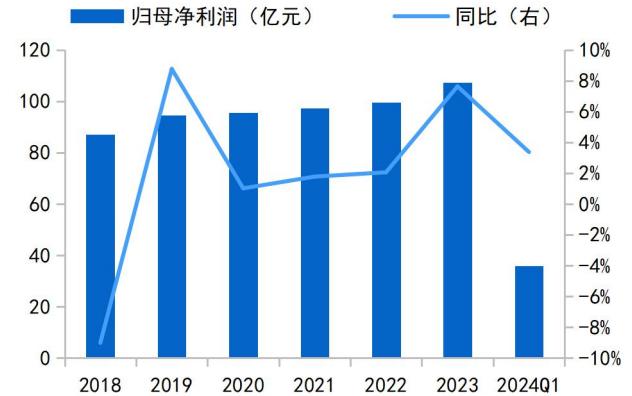
归母净利润保持稳健增长, 1Q24 同比增加 3.4%。2018-2021 年公司营业收入快速增加, 主要系先后投产了阳江 5 号、台山 1 号、阳江 6 号、台山 2 号和红沿河 5 号机组, 以及建筑安装和设计服务业务的快速发展; 2022 年增速放缓一定程度上是因为受到台山停机检修影响; 2023 年收入同比微降系公司对海上风电项目的施工量减少, 导致建筑安装和设计服务业务板块同比下降; 1Q24 公司营业收入达 191.82 亿元, 同比增长 4.9%。公司多年归母净利润保持稳健增长, 2023 年归母净利润为 107.25 亿元, 同比增长 7.6%, 1Q24 归母净利润达 36.04 亿元, 同比增长 3.4%。预计随着在建核电机组的稳定投产和建安业务的修复, 公司业绩有望持续增长。

图表 4: 1Q24 营业收入同比增长 4.9%



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 5: 1Q24 归母净利润同比增长 3.4%

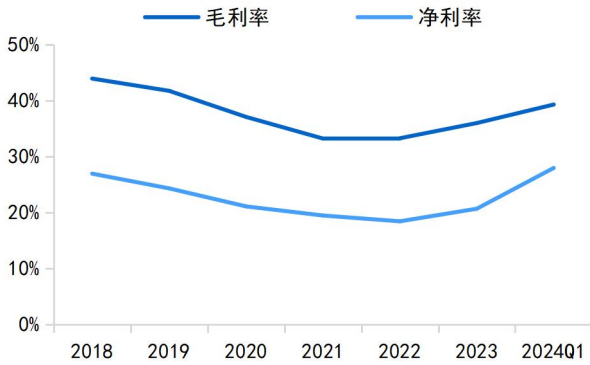


数据来源: iFind, 华福证券研究所

毛利率净利率喜迎回升, 财务费用率降幅明显。2018-2022 年公司毛利率和净利率持续下降, 主要系毛利率较低的建筑安装和设计服务板块快速发展, 其收入占比从 6.3% 增至 2022 年的 27.4%。2023 年建安业务收入同比下降 21.1%, 收入占比降至 21.7%, 公司利润率喜迎回升。1Q24 公司毛利率 39.3%, 净利率回升至 27.9%, 公司盈利能力明显提高。此外, 2018-1Q24 公司销售费用率较低, 近几年维持在 0.05% 左右; 研发费用率在 2%-3% 之间波动; 管理费用率和财务费用率整体均呈下降趋势, 其中财务费用率由 2018 年的 11.81% 降至 1Q24 的 6.6%, 受益于近年 LPR 利率下行,

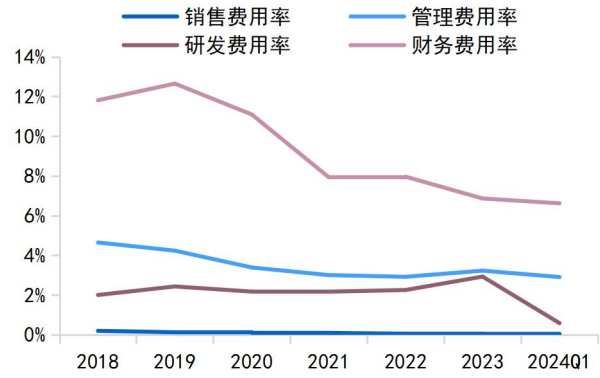
公司融资成本降低，财务费用率降幅明显。

图表 6: 1Q24 净利率回升至 27.9%



数据来源: iFind, 华福证券研究所

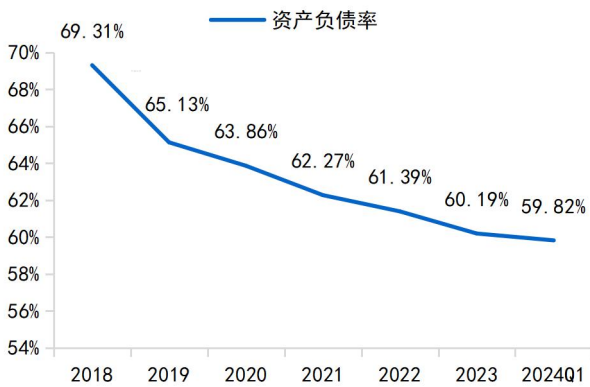
图表 7: 1Q24 公司财务费用率降至 6.6%



数据来源: iFind, 华福证券研究所

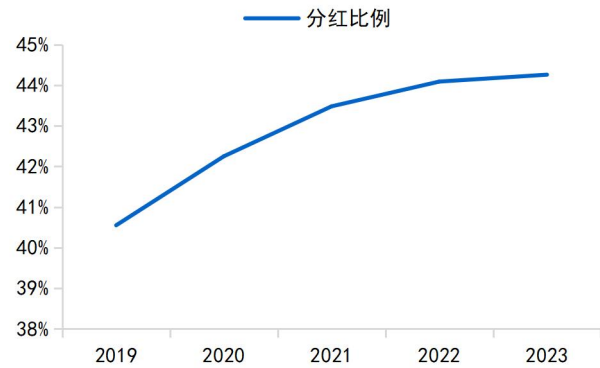
资产负债率持续下降，分红比例适度增长。公司持续优化资产结构，资产负债率从 2018 年的 69.3% 逐年下降至 1Q24 的 59.8%。2021 年，公司制定并发布了《未来五年（2021-2025 年）股东分红回报规划》，提出公司将在 2020 年分红比例基础上，未来五年（2021 年-2025 年）保持分红比例适度增长，2019-2023 年，公司分红比例从 40.6% 增至 44.3%，多年保持适度增长。未来公司分红比例有望进一步提高。

图表 8: 资产负债率持续下降



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 9: 分红比例适度增长



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

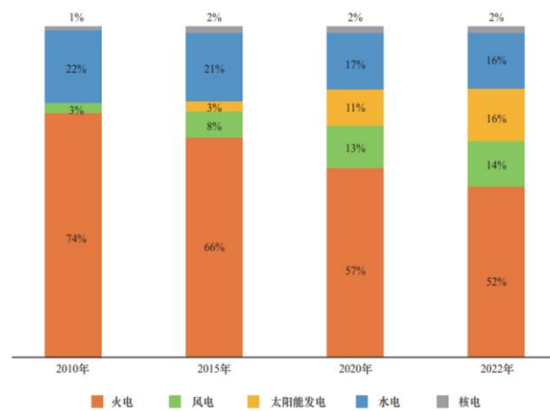


2 机组核准提速中，核电喜迎第二春

2.1 优质基荷能源核力保障，牌照稀缺呈双寡头格局

优质基荷能源，保障新型电力系统安全稳定的重要手段。核电年发电利用小时数遥遥领先于其他电源，此外核电清洁低碳、能量密度高、单机功率大、土地利用率高、发电成本稳定且相对较低，可长期稳定高效运行，是不可替代的基荷能源。双碳背景下电力系统清洁转型发展，随着新能源装机比例的增长，其间歇性、随机性、波动性特点给系统的平衡和安全带来挑战，电力安全供应压力增大。核电稳定高效，高度契合新型电力系统基本特征，能够提高系统支撑能力，是保障新型电力系统稳定的重要手段。

图表 10：电力系统清洁转型发展



数据来源：新型电力系统发展蓝皮书，华福证券研究所

预计 2035 年核能发电量占比达 10%，相比 2023 年实现翻番。《中国核能发展报告 2024》蓝皮书显示，目前我国在建核电机组 26 台，总装机容量 30.30GW，在建机组世界第一。《中国核能发展报告（2023）》蓝皮书显示，预计 2030 年前我国在运核电装机有望世界第一，预计 2035 年我国核能发电量占比将达到 10%，相比 2023 年实现翻番。

核电运营牌照稀缺，中广核在运机组占比最高。目前我国拥有核电运营牌照的仅有中核集团、中广核集团、国家电投与华能集团四家企业，我国大陆在运的核电项目中绝大部分都是由中核集团（旗下上市核电公司为中国核电）和中广核集团（旗下上市核电公司为中国广核）进行运营的，呈现双寡头格局（唯二核电上市公司）。从目前在建核电机组情况来看，中广核集团占比最大，为国内最大的核电运营商，在运核电装机 31.76GW，占比达到 54.5%，此外还有在建和核准装机 12.06GW，奠定了核电领域的龙头地位。

图表 11: 核电运营牌照稀缺, 中核中广核双寡头 (截至 5M24)

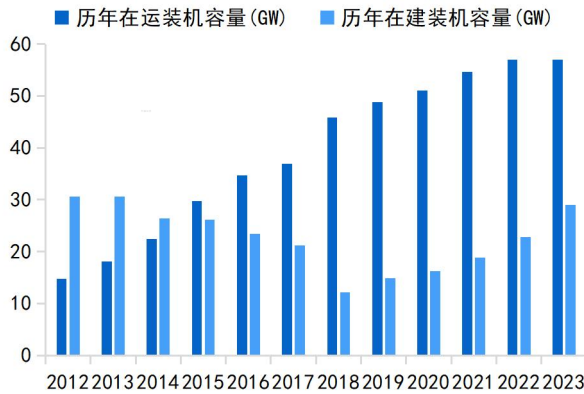
集团	在运装机容量 (万千瓦)	在建+核准装机容量 (万千瓦)	在运机组数量 (台)	在建+核准机组数量 (台)
中广核集团	3176	1206	28	10
中核集团	2375	1877	25	17
国家电投	251	807	2	6
华能集团	21	485	1	4

数据来源: 国家原子能机构、中国核能行业协会、国家核安全局, 北极星核电网, 中核公司公告, 中广核公司公告, 澎湃新闻, 腾讯新闻, 华福证券研究所
注: 辽宁红沿河是广核、电投联营, 报表均不并表, 这里暂时计入中广核; 在建装机含钠冷快堆

2.2 项目审批加速核力全开, 技术领先拓发展新空间

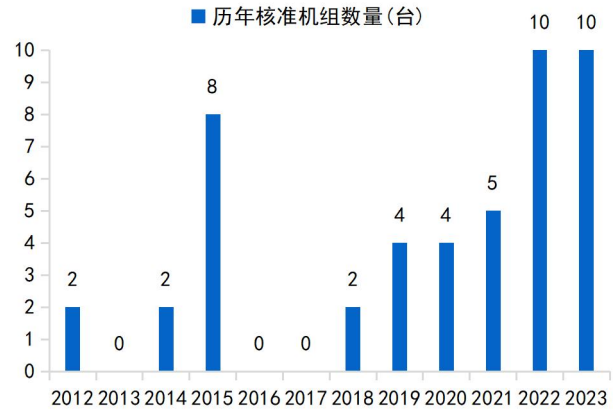
在建核电装机持续增加, 彰显核能发展的坚定步伐。2018 年开始, 我国在建核电装机容量持续增加; 2021 年初, 政府工作报告中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”, 系我国多年来首次采用“积极”的表述明确提及核电; 2022、2023 连续两年每年核准 10 台机组。政策态度转变, 核电核准常态化, “十四五”时期我国有望保持每年 6-10 台核电机组的核准开工节奏, 彰显核能发展的坚定步伐。受益于常态化核准, 我国在运在建核电项目有望稳步提升, 项目审批加速核力全开。

图表 12: 我国在建核电装机容量持续增加



数据来源: 中国核能行业协会, 华福证券研究所 (暂不统计霞浦核电厂 1、2 号机组及中核山东核电项目数据)

图表 13: 核电核准审批常态化



数据来源: 华夏时报, 南方新闻观察, 国家原子能机构, 华福证券研究所

主流应用三代核电, 积极推进四代核电。“华龙一号”是我国具有完全自主知识产权的三代核电技术。截至 24M5, 我国有 11 台在建、9 台核准、4 台在运的华龙一号机组; 同是自主研发的核三代技术的国和一号 CAP1400 也有 2 台在建机组。三代核电是主流的应用技术, 国产化率已达 90%以上。2023 年底, 石岛湾高温气冷堆示范工程正式开始商业运营, 设备国产化率高达 93.4%, 标志我国已掌握四代核能技术。此外四代技术中的钠冷快堆、铅基快堆、钍基熔盐堆等先进核能系统的研发和示范项目也在加紧推进中, 超临界水堆还在概念设计阶段。我国已完成从二代技术为主到自主掌握三代技术, 并向四代技术进发的跨越。

中广核集团布局三代技术华龙一号和四代技术铅基快堆。各企业正在加速推进核电技术研发。核三代技术方面, 中核集团、中广核集团联合开发三代技术“华龙一



号”；国家电投自主开发三代技术“国和一号”。核四代技术方面，中广核集团在设计研发铅基快堆。

图表 14: 中广核集团布局三代技术华龙一号和四代技术铅基快堆

集团	核三代	核四代
中广核集团	1) 与中核联合开发“华龙一号”，是我国研发的具有完全自主知识产权的三代压水堆核电创新成果，当前及未来一段时间我国新建核电项目的主流机型之一。	1) 联合国内外数十家科研单位共同推动的第四代先进核能系统—— 铅基快堆 的设计研发已取得一系列成果，并自主研发出多项关键技术与设备。
	2) 中广核已具备同时开工近 20 台“华龙一号”核电机组建设能力，集团的 6 台在建核电机组全部为“华龙一号”型号，“华龙一号”机组批量化建设正在有序推进。	2) 2021 年与北京科技大学签订“ 铅铋快堆关键技术联合研发合作协议 ”。
中核集团	1) 与中广核联合开发“华龙一号”，是我国研发的具有完全自主知识产权的三代压水堆核电创新成果，当前及未来一段时间我国新建核电项目的主流机型之一。	1) 控股 2 台在建的钠冷快中子反应堆（钠冷快堆）核电机组，中国大陆目前唯二的示范快堆机组、继石岛湾高温气冷堆示范工程后第二个运用核四代技术的示范核电工程。钠冷快堆是六种第四代核电备选堆型之一，是第四代核电技术中最成熟的堆型。
	2) 自主研发、全资控股“玲龙一号”并具有自主知识产权，全球首个开工的陆上商用模块化小型堆，继三代核电华龙一号后的又一自主创新重大成果。	2) 参与研发、建设第四代核电项目——石岛湾高温气冷堆核电站示范工程。
国家电投	开发代表当今世界三代核电技术先进水平的国和一号，具有完全自主知识产权，是完全自主设计的中国核电技术品牌，该技术研发完成标志我国全面具备了先进核电自主化能力。	-
华能集团	公司目前控股 2 台在建三代核电机组。	作为我国自主设计、建造、调试和运营的新一代核电项目，示范工程由中国华能联合清华大学、中核集团共同建设，这是全球首个并网发电的第四代高温气冷堆核电项目，在该领域我国成为世界核电技术的领跑者。

数据来源：中国核能协会，中国政府网，国家能源局，新华网，公司官网，人民网，华夏能源网，华福证券研究所



3 价稳量增收入向上稳健成长，折旧到期+投资收益增厚利润

3.1 自建机组投产+核电资产注入，量级提升打开长期成长空间

管理在运核电装机 31.76GW，在建+核准机组超 12GW。截至 6M2024，公司管理在运 28 台核电机组，装机容量达 31.76GW，分布在广东大亚湾核电基地（6 台）、广东阳江核电基地（6 台）、广东台山核电基地（2 台）、广西防城港核电基地（4 台）、福建宁德核电基地（4 台）和辽宁红沿河核电基地（6 台）共计 6 个核电基地，管理的核电装机规模位居国内第一。此外公司还有在建+核准机组 10 台，装机容量超 12GW，分布在广东陆丰核电基地（2 台）、广东惠州核电基地（4 台）、浙江苍南核电基地（2 台）、和福建宁德核电基地（2 台）共计 4 个核电基地。1 台处于调试阶段，4 台处于设备安装阶段，1 台处于土建施工阶段，4 台处于 FCD 准备阶段。公司的在运、在建和核准机组主要分布在 9 个核电基地，其中有 5 个基地位于广东，广西、福建、辽宁和浙江各有 1 个核电基地。

图表 15: 公司在运核电机组概况（截至 6M2024）

所在省份	核电站	核电机组	装机容量 (万千瓦)	含税计划电价 (元/千瓦时)
广东	大亚湾核电站	大亚湾1-2号机组	196.8	0.4056
	岭澳核电站	岭澳1-2号机组	198.0	0.4143
	岭东核电站	岭东1-2号机组	217.4	0.4153
	阳江核电站	阳江1-6号机组	651.6	0.4153
	台山核电站	台山1-2号机组	350.0	0.4350
福建	宁德核电站	宁德1-2号机组	435.6	0.4153
		宁德3号机组		0.3916
		宁德4号机组		0.3590
广西	防城港核电站	防城港1-4号机组	454.8	0.4063
辽宁	红沿河核电站	红沿河1-4号机组	671.4	0.3823
		红沿河5-6号机组		0.3749

数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所（红沿河核电站为公司联营企业，其余均为公司控股公司）



图表 16: 公司在建+核准核电机组 (截至 6M2024)

所在省份	核电站	核电机组	装机容量 (万千瓦)	建设阶段	预计投入时间
广东	广东太平岭	惠州1号机组	120.2	调试	2025年
		惠州2号机组	120.2	设备安装	2026年
		惠州3号机组	120.9	FCD准备	-
		惠州4号机组	120.9	FCD准备	-
	广东陆丰	陆丰5号机组	120.0	设备安装	2027年
		陆丰6号机组	120.0	土建施工	2028年
浙江	浙江三澳	苍南1号机组	120.8	设备安装	2026年
		苍南2号机组	120.8	设备安装	2027年
福建	福建宁德	宁德5号机组	121.0	FCD准备	-
		宁德6号机组	121.0	FCD准备	-

数据来源: 公司公告, 公司官网, 国家能源局, 华福证券研究所 (惠州和苍南机组是控股股东委托管理公司, 存在注入预期; 宁德 5、6 号机组是公司联营企业)

在建机组陆续投产+资产注入, 打开公司长期增长空间。公司核电装机容量整体呈上涨趋势, 带动公司上网电量稳步上行。其中 2022 年上网电量同比下降主要系台山核电站停机检修。截至 2023 年底, 公司管理在运装机 (含联营合营企业) 30.57GW, 控股在运装机 (不含联营合营企业) 23.85GW。防城港 4 号机组于 2024 年 5 月 25 日完成所有调试工作, 具备商业运营条件并正式投产发电。2024 年公司管理在运装机预计为 31.76GW, 控股在运核电装机为 25.04GW。此外, 公司正在进行新项目核准前的各项准备工作, 2024 年有望有更多新项目获得核准开工。

目前控股股东拥有的惠州、苍南核电项目, 控股股东承诺在满足资产注入条件下, 最晚不迟于核电项目正式开工建设日之后五年内注入上市公司。当前公司正在筹划核电资产收购方案。2019-2023 年, 公司经营活动现金流净额保持在 300 亿元以上, 现金流充沛财务稳健, 资产注入后资产规模将再上新台阶, 现金流将更加充沛。随着自建核电机组的陆续投产, 以及资产注入, 公司上网电量将迎来进一步增长。此外, 公司在建和核准机组全部采用“华龙一号”核电技术。“华龙一号”是第三代核电技术, 发电效率高, 随着机组的投产有望打开公司长期增长空间。

图表 17: 预计 24 年公司管理在运装机达 31.76GW

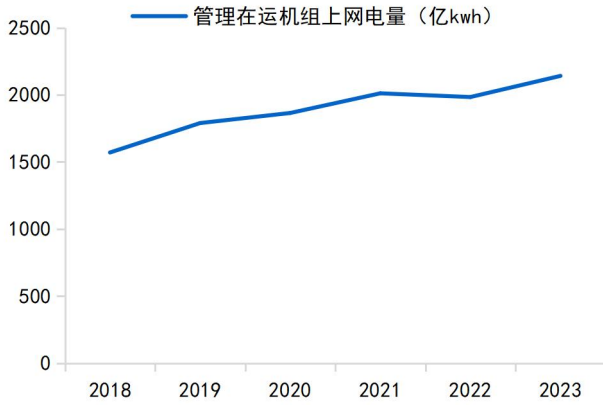


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (考虑资产注入)

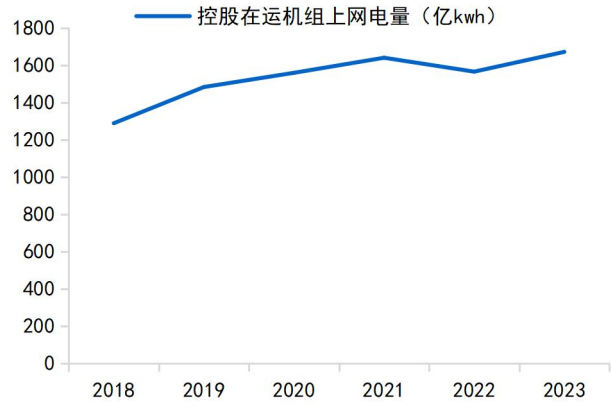
图表 18: 预计 24 年公司控股在运装机达 25.04GW



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (考虑资产注入)


图表 19: 2018-2023 年公司管理机组上网电量


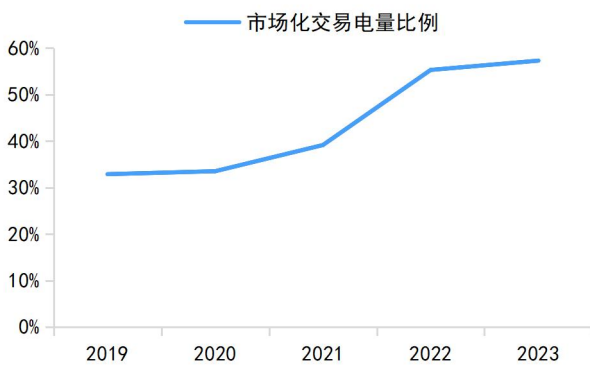
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 20: 2018-2023 年公司控股机组上网电量


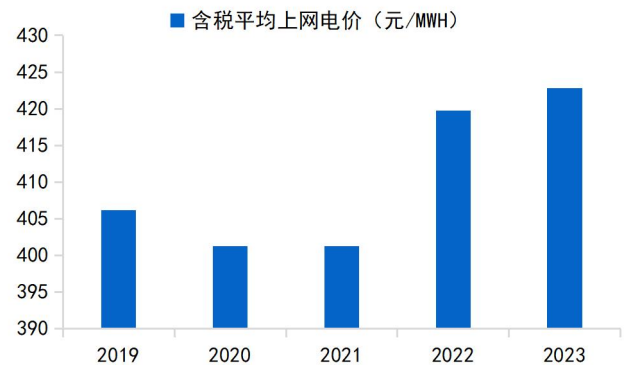
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.2 核电交易电价趋稳, 增强业绩确定性

积极参与市场化交易, 预计未来平均上网电价将趋向平稳。2019-2023 年, 公司整体市场化交易电量占总上网电量的比例从 32.9% 提升至 57.3%, 核电机组积极参与市场化交易。2022 年含税平均上网电价同比增长 4.6%, 主要系平均市场电价有所提高; 2023 年含税平均上网电价达 422.84 元/MWH, 同比微增。目前公司管理在运核电机组位于广东 (23 年电量占比 52.0%)、福建 (23 年电量占比 15.1%)、广西 (23 年电量占比 10.9%) 和辽宁 (23 年电量占比 22%; 含联营企业红沿河) 四个省份。根据四省发布的 2024 年市场化交易方案, 预计核电市场化电价将与各地核电计划电价基本相当, 总体保持平稳。

图表 21: 2023 年市场化交易电量比例 57.3%


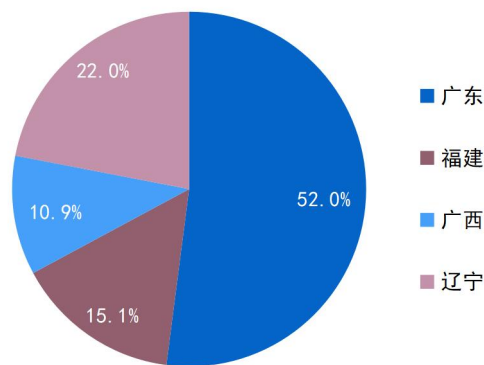
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 23 年含税平均上网电价 422.84 元/MWH


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



图表 23: 2023 年公司在粤核机组上网电量占比达 52.0%



数据来源：公司公告，华福证券研究所

1. 广东（23 年电量占比 52.0%）：24 年市场化交易比例有所下降，市场化电价与计划电价基本持平。2024 年，安排岭澳、阳江核电共 10 台机组的年度市场化电量约 195 亿千瓦时，直接参与市场交易的机组和电量情况与 2023 年基本相同，但广东优价满发政策到期，对应电量不再计入市场化电量，24 年市场化交易比例有所下降。广东公司市场化交易已签约电量约 171 亿千瓦时，交易均价接近市场参考价格 0.463 元/千瓦时。考虑到 2024 年核电市场化交易的收益回收机制，预计 2024 年市场化电价较 2023 年略有下降，与广东核电核准电价基本持平。

2. 福建（23 年电量占比 15.1%）：全部参与市场化交易，24 年核电交易均价与计划电价基本持平。公司在福建的商运机组主要是宁德 1-4 号机组。2024 年宁德核电市场化交易已签约电量 157.5 亿千瓦时，交易均价与宁德核电计划电价基本相当。

3. 广西（23 年电量占比 10.9%）：参与市场化交易的机组和 23 年相同，24 年核电结算电价与计划电价基本相当。公司在广西布局有防城港 1-4 号机组，其中 4 号机组于今年上半年并网。2024 年防城港核电 1-3 号机组全电量进入市场，4 号机组暂不进入市场，预计 2024 年广西市场化比例有所下降；2024 年核电结算电价与核电计划电价基本相当。

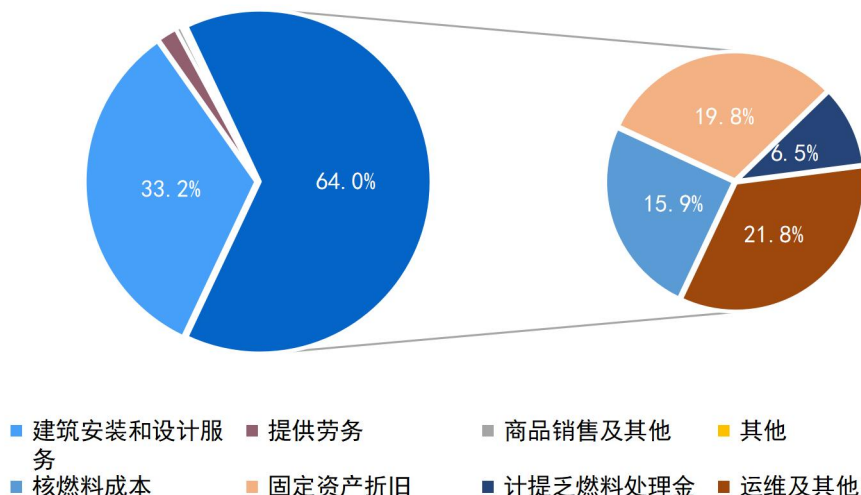
4. 辽宁（23 年电量占比 22%；联营企业红沿河）：市场化交易比例保持稳定，24 年市场化结算电价与计划电价基本持平。辽宁红沿河共计 6 台商运机组，市场化交易的比例总体保持稳定；从电价趋势看，预计 24 年市场化结算电价与计划电价基本持平，较 23 年基本一致。

3.3 折旧到期+投资收益，有望增厚公司利润

23 年核电折旧成本占比达 19.8%，折旧到期有望增厚利润。2023 年公司固定资产折旧成本占比营业成本的 19.8%。在销售电力的成本构成中是仅次于运维及其他成本（21.8%）。公司采用工作量法和年限平均法进行固定资产折旧，电站实际运营中，机组使用年限超过折旧期限。随着机组折旧到期，有望增厚公司利润。



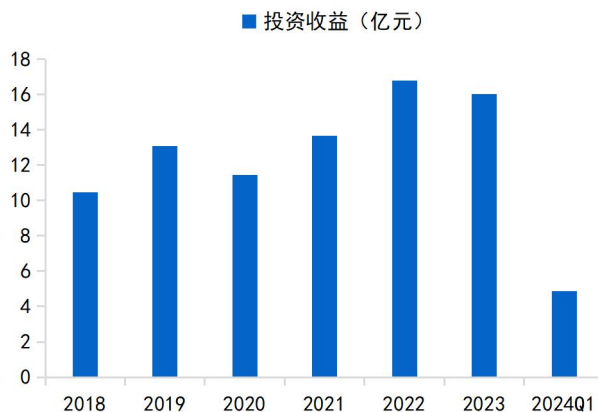
图表 24: 2023 年核电机组折旧成本占营业成本达 19.8%



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

投资收益有望进一步增长。2020-2022 年公司的联营公司红沿河核电站陆续投产了红沿河 5 号机组和 6 号机组, 投资收益持续增长, 2022-2023 年投资收益稳定在 16 亿元左右。1Q24 投资收益达到 4.87 亿元。2023 年 7 月底, 国务院核准了 6 台核电机组, 其中有福建宁德核电站 5、6 号机组。该机组由公司的联营企业宁德第二核电公司所有。预计未来随着宁德 5、6 号机组的建设投产, 公司投资收益有望进一步增加。

图表 25: 2023 年投资收益 16.04 亿元



数据来源: iFind, 华福证券研究所



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 基于前文对公司核电装机的分析，根据公司目前已经核准开工的装机量以及资产注入预期，假设 24/25/26 年核电新增投产装机 119/120/241 万千瓦。

(2) 根据机组投产及检修节奏，假设 24/25/26 年核电机组的年利用小时数为 7693/7644/7471h。

(3) 考虑到公司核电电量结构中实际受市场化影响的比例较小，根据机组投产及检修节奏，测算 24-26 年核电平均含税电价为 0.4119/0.4121/0.4120 元/kWh。

(4) 考虑到机组的投产节奏和电量增速预期等，假设 24-26 年固定资产折旧增速为 10.50%、5.12%和 7.51%；核燃料成本增速为 8.29%、4.10%和 6.71%；运维及其他成本增速为 6.64%、4.45%和 7.95%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 8%、5%、7%，归母净利润增速分别为 13%、2%、6%，对应 EPS 分别为 0.24 元、0.25 元、0.26 元。

图表 26: 公司业绩拆分预测表

		2023A	2024E	2025E	2026E
电力 (亿元)	收入	625.17	669.41	696.94	742.74
	YoY	7.59%	7.08%	4.11%	6.57%
	成本	338.52	369.74	388.37	413.86
	毛利率	45.85%	44.77%	44.28%	44.28%
建筑安装和设计服 务(亿元)	收入	178.98	196.88	212.63	227.51
	YoY	-21.14%	10.00%	8.00%	7.00%
	成本	175.57	193.93	209.44	224.10
	毛利率	1.91%	1.50%	1.50%	1.50%
提供劳务 (亿元)	收入	14.57	16.03	17.63	19.40
	YoY	32.44%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	9.97	11.22	12.34	13.58
	毛利率	31.56%	30.00%	30.00%	30.00%
商品销售及其他 (亿元)	收入	4.75	5.22	5.75	6.32
	YoY	10.27%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	2.78	3.13	3.45	3.79
	毛利率	41.44%	40.00%	40.00%	40.00%
其他 (亿元)	收入	2.01	2.11	2.22	2.33
	YoY	-58.84%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	1.73	1.82	1.91	2.00
	毛利率	14.02%	14.00%	14.00%	14.00%



	收入	825.49	889.65	935.17	998.30
合计	YoY	-0.33%	7.77%	5.12%	6.75%
(亿元)	成本	528.58	579.84	615.51	657.34
	毛利率	35.97%	34.82%	34.18%	34.15%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取了同为主营核电的中国核电；以及考虑到核电资产和水电资产均为强现金流类型，我们选取了水电龙头长江电力和华能水电。24年可比公司平均PE为19.74倍。

受益于核电机组投产以及资产注入，公司将夯实领头羊地位，未来业绩增长可期。我们预测2024-2026年公司营收分别为889.65、935.17和998.30亿元，归母净利润分别为121.50、123.98和131.89亿元，对应PE分别为19.6/19.2/18.1倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 27: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601985.SH	中国核电	10.75	0.56	0.60	0.66	0.70	13.33	14.92	13.61	12.50
600900.SH	长江电力	29.46	1.11	1.38	1.47	1.54	20.97	21.27	19.99	19.07
600025.SH	华能水电	11.41	0.42	0.49	0.54	0.59	20.34	23.03	20.84	19.04
	平均值						18.21	19.74	18.14	16.87
003816.SZ	中国广核	4.72	0.21	0.24	0.25	0.26	14.64	19.62	19.23	18.07

数据来源：iFind，华福证券研究所（截至2024年8月6日数据，数据参考同花顺一致预期）



5 风险提示

项目建设不及预期风险：若新建机组建设规模不及预期，则可能影响公司业务扩张节奏。

资产注入不及预期风险：若核电资产注入不及预期，可能影响公司的业绩表现。

核电安全事故风险：若世界范围内出现核事故，可能会对核电行业的积极有序发展造成一定影响。

政策风险：国家政策是新能源项目持续扩张的重要驱动力，若未来政策执行力度不及预期，则可能会对项目的推进造成一定影响。此外若国家宏观经济政策变动，比如产业、税收及信贷政策等，可能影响公司园区开发经营业务。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 28: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,740	17,793	18,703	19,966	营业收入	82,549	88,965	93,517	99,830
应收票据及账款	11,827	11,856	11,528	11,308	营业成本	52,858	57,984	61,551	65,734
预付账款	18,952	20,294	21,543	23,007	税金及附加	875	816	867	925
存货	20,573	22,382	23,759	25,373	销售费用	41	89	94	100
合同资产	3,070	3,114	3,273	3,494	管理费用	2,664	2,669	2,806	2,995
其他流动资产	5,695	5,772	6,066	6,538	研发费用	2,420	2,608	2,741	2,926
流动资产合计	72,787	78,098	81,599	86,192	财务费用	5,666	5,022	5,254	5,491
长期股权投资	14,494	15,219	15,980	16,779	信用减值损失	8	15	15	15
固定资产	246,684	255,849	264,301	291,057	资产减值损失	-343	200	200	200
在建工程	56,324	63,824	72,324	62,824	公允价值变动收益	-10	23	23	23
无形资产	5,446	5,567	5,852	6,145	投资收益	1,604	1,674	1,684	1,684
商誉	419	419	419	419	其他收益	1,305	1,400	1,450	1,500
其他非流动资产	19,096	19,210	19,369	19,538	营业利润	20,594	23,093	23,581	25,085
非流动资产合计	342,463	360,088	378,244	396,762	营业外收入	19	20	30	40
资产合计	415,250	438,186	459,843	482,953	营业外支出	83	143	173	203
短期借款	14,255	17,091	17,016	16,217	利润总额	20,531	22,970	23,438	24,921
应付票据及账款	30,270	31,891	33,853	36,154	所得税	3,485	3,905	3,984	4,237
预收款项	0	0	0	0	净利润	17,046	19,065	19,453	20,685
合同负债	2,847	2,669	2,806	2,995	少数股东损益	6,321	6,915	7,056	7,496
其他应付款	4,706	4,706	4,706	4,706	归属母公司净利润	10,725	12,150	12,398	13,189
其他流动负债	25,310	26,816	27,293	27,619	EPS (按最新股本摊薄)	0.21	0.24	0.25	0.26
流动负债合计	77,388	83,174	85,674	87,691					
长期借款	159,268	164,268	171,268	179,268					
应付债券	2,497	2,497	2,497	2,497					
其他非流动负债	10,793	10,920	11,052	11,189					
非流动负债合计	172,559	177,686	184,818	192,955					
负债合计	249,946	260,860	270,492	280,646					
归属母公司所有者权益	113,236	120,740	127,744	135,343					
少数股东权益	52,068	56,586	61,607	66,965					
所有者权益合计	165,304	177,326	189,351	202,308					
负债和股东权益	415,250	438,186	459,843	482,953					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	33,120	34,371	36,271	38,098
现金收益	34,653	37,063	38,404	40,565
存货影响	-2,797	-1,809	-1,377	-1,615
经营性应收影响	2,011	-1,571	-1,120	-1,444
经营性应付影响	1,296	1,621	1,962	2,301
其他影响	-2,043	-933	-1,597	-1,709
投资活动现金流	-12,513	-37,766	-39,034	-40,674
资本支出	-14,126	-29,764	-30,933	-31,938
股权投资	-836	-725	-761	-799
其他长期资产变化	2,450	-7,277	-7,340	-7,936
融资活动现金流	-19,088	5,448	3,673	3,838
借款增加	2,109	8,076	7,166	7,446
股利及利息支付	-17,430	-14,752	-15,315	-16,087
股东融资	85	5	0	0
其他影响	-3,853	12,119	11,821	12,479

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.3%	7.8%	5.1%	6.8%
EBIT 增长率	3.6%	6.9%	2.5%	6.0%
归母公司净利润增长率	7.6%	13.3%	2.0%	6.4%
获利能力				
毛利率	36.0%	34.8%	34.2%	34.2%
净利率	20.6%	21.4%	20.8%	20.7%
ROE	6.5%	6.9%	6.5%	6.5%
ROIC	7.6%	7.7%	7.5%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	60.2%	59.5%	58.8%	58.1%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	58	48	45	41
存货周转天数	131	133	135	135
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.24	0.25	0.26
每股经营现金流	0.66	0.68	0.72	0.75
每股净资产	2.24	2.39	2.53	2.68
估值比率				
P/E	22	20	19	18
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	14	14	13

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn