

中国广核 (003816.SZ)

优于大市

大修时间增加致发电量增速放缓，新增核准6台核电机组

核心观点

电量和业绩同比小幅增长。2024年上半年，公司实现营业收入393.77亿元，同比增长0.26%，归母净利润71.09亿元，同比提高2.16%；扣非归母净利润69.60亿元，同比增长0.10%。公司运营管理的核电机组总发电量1133.78亿kWh，同比增长0.08%；上网电量1060.10亿kWh，同比增长0.09%。其中，第二季度公司实现营业收入201.95亿元，同比下降3.77%，环比增长5.28%；归母净利润35.05亿元，同比增长0.93%，环比下降2.75%；公司总发电量为582.98亿kWh，同比下降0.22%，环比增长5.84%；上网电量541.96亿kWh，同比下降1.52%，环比增长4.60%。

大修时间增加致发电量增速放缓。2024年上半年公司管理的28台在运核电机组完成了10个换料大修，日历总天数约为523天，较上年同期增加了110天，导致公司在运机组平均利用小时数3659小时，较上年同期减少了88小时，公司在防城港3号达产、4号投产及台山机组恢复并网的情况下总发电量增速较低。下半年公司计划新开展8个换料大修，较上年同期减少2次。

新增核准6台核电机组，核电业务长期发展确定性高。2024年8月19日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，决定核准5个核电项目共11台核电机组，公司山东招远1号、2号机组（华龙一号，单机容量1214MW），苍南3号、4号机组（华龙一号，单机容量1215MW），陆丰核电1号、2号机组（CAP1000，单机容量1245MW）。至此，公司在手16台在建或核准待建机组。

定向发行可转债，优化财务结构。公司发布向不特定对象发行A股可转债预案，拟募集不超过49亿元，向原A股股东实行优先配售，债券利率待定。可转债转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票均价和前一个交易日公司A股股票交易均价之间的较高者。按2024年8月22日收盘价测算，预计摊薄EPS约2%。

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“优于大市”评级。考虑到上半年公司发电量增速有所放缓，新建机组或致财务费用等支出增加，预计2024-2026年公司营收851.4/924.7/994.0亿元（原为884.8/952.9/1020.6亿元）；归母净利润分别为117.3/126.2/141.4亿元（原为119.8/131.2/144.2亿元），同比增速9/8/12%；每股收益0.23/0.25/0.28元，当前股价对应2024年PE分别为21.8/20.2/18.1x，维持“优于大市”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	85,135	92,469	99,401
(+/-%)	2.7%	-0.3%	3.1%	8.6%	7.5%
归母净利润(百万元)	9965	10725	11728	12621	14135
(+/-%)	2.4%	7.6%	9.4%	7.6%	12.00%
每股收益(元)	0.20	0.21	0.23	0.25	0.28
EBIT Margin	29.3%	31.6%	34.1%	35.3%	36.1%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	9.5%	9.8%	10.0%	10.5%
市盈率 (PE)	25.6	23.8	21.8	20.2	18.1
EV/EBITDA	14.6	13.3	13.7	13.7	13.2
市净率 (PB)	2.39	2.26	2.13	2.02	1.90

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：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 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 5.06元
总市值/流通市值 255523/255523百万元
52周最高价/最低价 5.25/2.91元
近3个月日均成交额 675.35百万元

市场走势



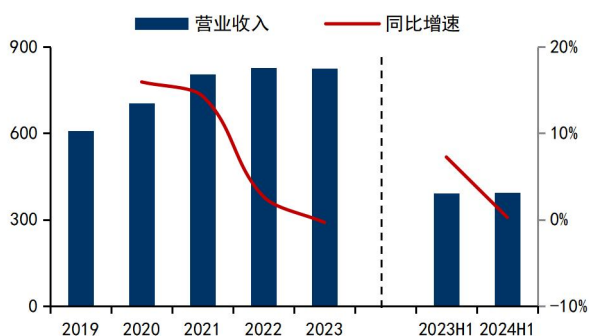
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国广核(003816.SZ)-大修增加致一季度增长放缓，台山机组恢复正常运行》——2024-04-26
《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

电量和业绩同比小幅增长。2024年上半年，公司实现营业收入393.77亿元，同比增长0.26%，归母净利润71.09亿元，同比提高2.16%；扣非归母净利润69.60亿元，同比增长0.10%。公司运营管理的核电机组总发电量1133.78亿kWh，同比增长0.08%；上网电量1060.10亿kWh，同比增长0.09%。其中，第二季度公司实现营业收入201.95亿元，同比下降3.77%，环比增长5.28%；归母净利润35.05亿元，同比增长0.93%，环比下降2.75%；公司总发电量为582.98亿kWh，同比下降0.22%，环比增长5.84%；上网电量541.96亿kWh，同比下降1.52%，环比增长4.60%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



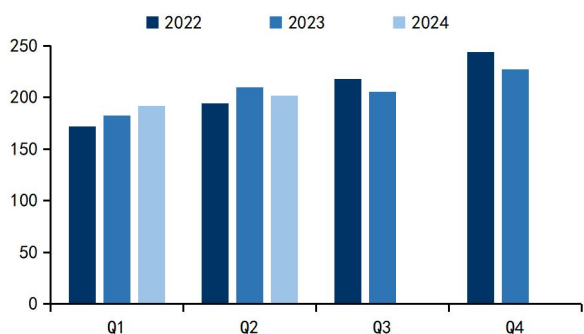
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



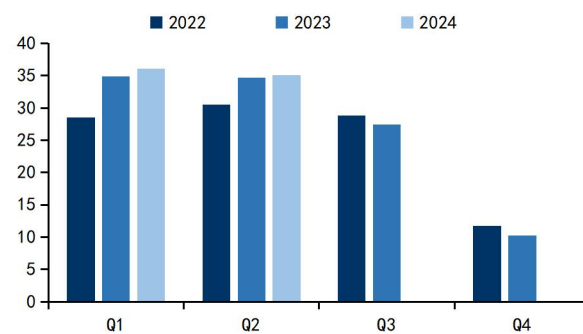
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



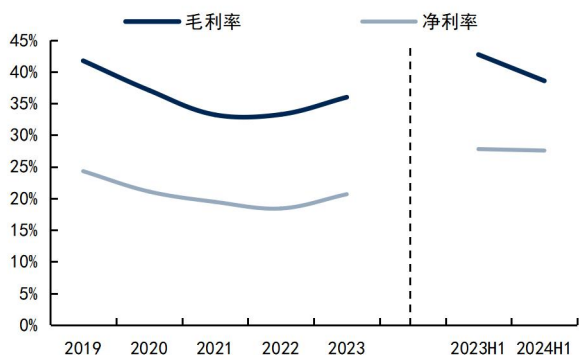
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率下降，费用率持续优化。2024年上半年，公司毛利率38.56%，同比降低4.15pct，净利润率27.55%，同比下降0.23pct。公司持续优化费用控制，销售费用率0.04%，同比基本持平；管理费用率2.92%，同比下降0.02pct；财务费用率6.35%，同比降低1.16pct，主要系汇兑损益变动影响所致；研发费用率0.79%，同比下降0.94pct，主要系外包合作研发等委托费用和检验费等同比下降所致；费用率合计10.10%，同比下降2.13pct。

ROE 同比下降，在手现金余额增加。2024年上半年，公司ROE为6.13%，同比降低0.21pct，主要是净利率、权益乘数和资产周转率同比均有所下降所致，资产周转率为0.09，较上年降低0.01pct，权益乘数为3.64，较上年降低0.15pct。公司经营性现金净流入127.89亿元，同比减少18.4%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加及受应付票据到期偿还影响所致，公司销售商品、提供劳务收

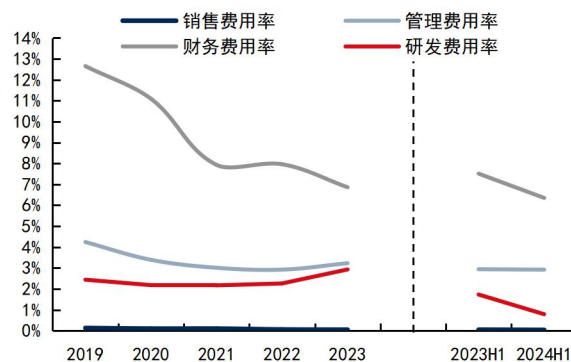
到的现金为 440.83 亿元，同比基本持平；投资性现金净流出为 49.87 亿元，同比增加 40.8%，主要系本期收到定期存款转活期存款减少所致；融资性现金净流出 31.37 亿元，同比下降 61.2%，主要系借款增加所致；公司现金及现金等价物净增加额 46.76 亿元，同比增长 14.37%，截至报告期末，公司在手现金及现金等价物余额 137.74 亿元。

图5：公司毛利率、净利率情况



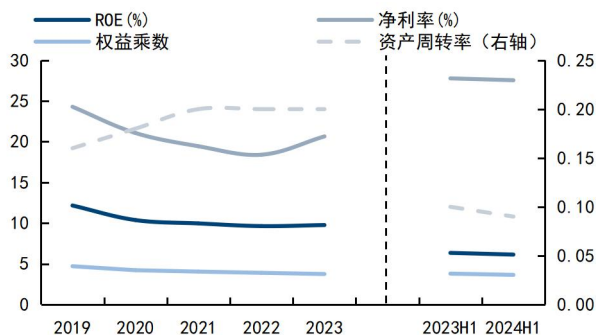
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率情况



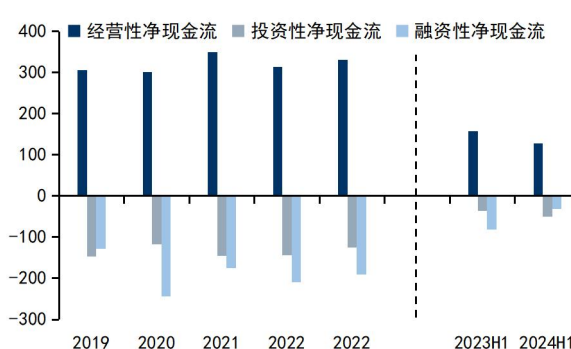
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

大修时间增加致发电量增速放缓。2024 年上半年公司管理的 28 台在运核电机组完成了 10 个换料大修，日历总天数约为 523 天，较上年同期增加了 110 天，导致公司在运机组平均利用小时数 3659 小时，较上年同期减少了 88 小时，公司在防城港 3 号达产、4 号投产及台山机组恢复并网的情况下总发电量增速较低。下半年公司计划新开展 8 个换料大修，较上年同期减少 2 次。

新增核准 6 台核电机组，核电业务长期发展确定性高。2024 年 8 月 19 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，决定核准 5 个核电项目共 11 台核电机组，公司山东招远 1 号、2 号机组（华龙一号，单机容量 1214MW），苍南 3 号、4 号机组（华龙一号，单机容量 1215MW），陆丰核电 1 号、2 号机组（CAP1000，单机容量 1245MW）。至此，公司在手 16 台在建或核准待建机组，其中 6 台已开工，惠州 1 号机组已进入调试阶段，预计 2025 年投产。

定向发行可转债，优化财务结构。公司发布向不特定对象发行 A 股可转债预案，

拟募集不超过 49 亿元，向原 A 股股东实行优先配售，债券利率待定。可转债转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票均价和前一个交易日公司 A 股股票交易均价之间的较高者。按 2024 年 8 月 22 日收盘价测算，预计摊薄 EPS 约 2%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到上半年公司发电量增速有所放缓，新建机组或致财务费用等支出增加，预计 2024-2026 年公司营收 851.4/924.7/994.0 亿元（原为 884.8/952.9/1020.6 亿元）；归母净利润分别为 117.3/126.2/141.4 亿元（原为 119.8/131.2/144.2 亿元），同比增速 9%/8%/12%；每股收益 0.23/0.25/0.28 元，当前股价对应 2024 年 PE 分别为 21.7/20.1/17.9x，维持“优于大市”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
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
601985.SH	中国核电	11.42	1,401	0.55	0.60	0.66	0.71	20.6	18.9	17.3	16.1	2.06	优于大市
600900.SH	长江电力	30.24	7,399	1.11	1.47	1.54	1.47	27.2	20.6	19.7	20.6	1.17	优于大市
600025.SH	华能水电	12.25	2,205	0.40	0.48	0.54	0.58	30.6	25.3	22.9	21.0	1.80	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	16527	17353	18221	营业收入	82822	82549	85135	92469	99401
应收款项	14987	11879	12252	13180	14032	营业成本	55281	52858	53608	57071	60497
存货净额	17775	20573	21248	22637	23986	营业税金及附加	806	875	851	925	994
其他流动资产	22901	24595	25281	27366	29318	销售费用	47	41	42	46	49
流动资产合计	70505	72787	75308	80537	85558	管理费用	2420	2664	2747	2984	3208
固定资产	302627	304681	353827	418357	457681	财务费用	6592	5666	6868	8085	9219
无形资产及其他	5205	5446	5385	5316	5242	投资收益	1677	1604	1393	1413	1475
投资性房地产	17021	17842	19126	19755	19755	资产减值及公允价值变动	33	(352)	(118)	(122)	(128)
长期股权投资	13658	14494	15351	16207	17064	其他收入	(542)	(1102)	0	0	0
资产总计	409016	415250	409621	540171	585300	营业利润	18845	20594	22294	24649	26780
短期借款及交易性金融负债	33301	38212	80897	125479	142600	营业外净收支	(145)	(64)	(132)	(132)	(132)
应付款项	28062	30270	31323	33435	35496	利润总额	18699	20531	22162	24517	26648
其他流动负债	14770	8906	9151	9711	10247	所得税费用	3456	3485	3878	4290	4663
流动负债合计	76132	77388	121372	168626	188343	少数股东损益	5278	6321	6555	7605	7849
长期借款及应付债券	164567	161766	160716	169425	181963	归属于母公司净利润	9965	10725	11728	12621	14135
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	172129	181459	194617	净利润	9965	10725	11728	12621	14135
负债合计	251086	249946	293501	350085	382960	资产减值准备	(284)	385	(235)	4	7
少数股东权益	50902	52068	55722	63279	67653	折旧摊销	10427	11941	11038	11710	12422
股东权益	107028	113236	76122	126808	134687	公允价值变动损失	(284)	385	(235)	4	7
负债和股东权益总计	409016	415250	409621	540171	585300	财务费用	6592	5666	6868	8085	9219
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1080	(5039)	(435)	(1731)	(1557)
每股收益	0.20	0.21	0.23	0.25	0.28	其它	10465	14722	9363	10907	12112
每股红利	0.00	0.09	0.10	0.11	0.12	经营活动现金流	31368	33120	31225	33514	37125
每股净资产	2.12	2.24	2.37	2.51	2.67	资本开支	(11840)	(14246)	(35497)	(47640)	(51679)
ROIC	6%	6%	6%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9%	9%	10%	10%	10%	投资活动现金流	(14379)	(12513)	(36353)	(48496)	(52536)
毛利率	33%	36%	37%	38%	39%	权益性融资	404	85	0	0	0
EBIT Margin	29%	32%	34%	35%	36%	负债净变化	4153	(807)	(18523)	(8983)	12857
EBITDA Margin	42%	46%	47%	48%	49%	支付股利、利息	(4393)	(4747)	(5191)	(5586)	(6257)
收入增长	3%	-0%	3%	9%	7%	其它融资现金流	(19576)	(7971)	42685	44582	17121
净利润增长率	2%	8%	9%	8%	12%	融资活动现金流	(20896)	(19088)	13618	23562	16278
资产负债率	74%	73%	74%	77%	77%	现金净变动	(987)	899	8489	8580	868
股息率	0.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.4%	货币资金的期初余额	15828	14841	15740	16527	17353
P/E	25.6	23.8	21.8	20.2	18.1	货币资金的期末余额	14841	15740	24229	25107	18221
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9	企业自由现金流	19450	14335	(944)	(10765)	(11225)
EV/EBITDA	14.6	13.3	13.7	13.7	13.2	权益自由现金流	4027	5558	17552	18164	11147

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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