

中国广核 (003816.SZ)

优于大市

业绩稳健增长，防城港和台山核电带动三季度发电量同比增长 14.7%

核心观点

电量增长带动业绩稳步提升，成本及研发费用拖累环比增速。2024 年 1-3 季度，公司实现营业收入 622.70 亿元，同比增长 4.06%，归母净利润 99.84 亿元，同比增长 2.93%，扣非后归母净利润 97.38 亿元，同比增长 0.91%。第三季度公司实现营业收入 228.93 亿元，同比增长 11.31%，环比增长 13.36%，主要系发电量明显增长所致；实现归母净利润 28.74 亿元，同比增长 4.87%，环比下降 18%，实现扣非归母净利润 27.78 亿元，同比增长 2.97%，环比下降 20.11%，环比下降主要系营业成本环比增长，及研发费用增加所致。

防城港及台山机组贡献电量增量。2024 年前三季度中国广核运营管理的核电机组总发电量 1780.69 亿 kWh (+4.93%)，上网电量 1668.90 亿 kWh (+4.97%)。仅第三季度，公司总发电量 646.91 亿 kWh，环比+10.97%，同比+14.67%；上网电量 608.8 亿 kWh，环比+12.33%，同比+14.71%。防城港核电 3 号机组商运时间同比增加、4 号机组投入商运和台山核电恢复并网发电带动公司三季度电量增长。

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。10 月 22 日，公司可转债获深交所受理，公司同时发布募集说明书。按 2024 年 10 月 23 日收盘价测算，本次发行可转债全部转股的情况下，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。考虑到营业成本有所上升，毛利率下降，下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 115.4/123.1/133.1 亿元（原为 117.1/128.4/141.3 亿元），同比增速 8%/7%/8%；每股收益 0.23/0.24/0.26 元，当前股价对应 2024 年 PE 分别为 22.1/20.8/19.2x，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	86,350	92,788	99,720
(+/-%)	2.7%	-0.3%	4.6%	7.5%	7.5%
归母净利润(百万元)	9965	10725	11539	12314	13307
(+/-%)	2.4%	7.6%	7.6%	6.7%	8.07%
每股收益(元)	0.20	0.21	0.23	0.24	0.26
EBIT Margin	28.8%	30.3%	33.8%	34.3%	35.0%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%	9.9%
市盈率 (PE)	25.6	23.8	22.1	20.8	19.2
EV/EBITDA	14.8	13.7	13.5	13.8	13.4
市净率 (PB)	2.39	2.26	2.14	2.02	1.91

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

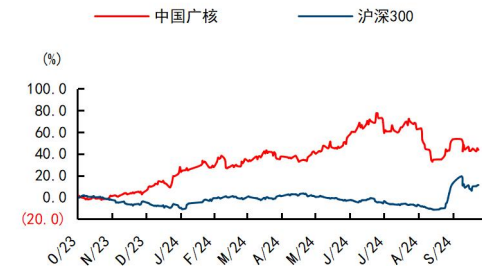
021-60375416

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	4.22 元
总市值/流通市值	213104/213104 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	842.57 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) - 大修时间增加致发电量增速放缓，新增核准 6 台核电机组》——2024-08-23

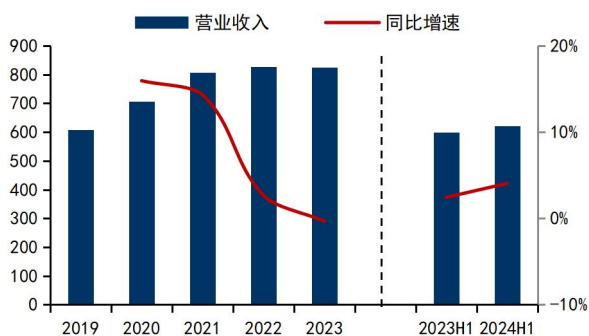
《中国广核 (003816.SZ) - 大修增加致一季度增长放缓，台山机组恢复正常运行》——2024-04-26

《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

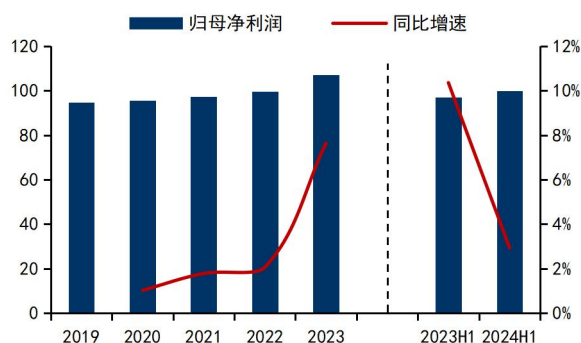
电量增长带动业绩稳步提升，成本及研发费用拖累环比增速。2024 年 1-3 季度，公司实现营业收入 622.70 亿元，同比增长 4.06%，归母净利润 99.84 亿元，同比增长 2.93%，扣非后归母净利润 97.38 亿元，同比增长 0.91%。第三季度公司实现营业收入 228.93 亿元，同比增长 11.31%，环比增长 13.36%，主要系发电量明显增长所致；实现归母净利润 28.74 亿元，同比增长 4.87%，环比下降 18%，实现扣非归母净利润 27.78 亿元，同比增长 2.97%，环比下降 20.11%，环比下降主要系营业成本环比增长，及研发费用增加所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



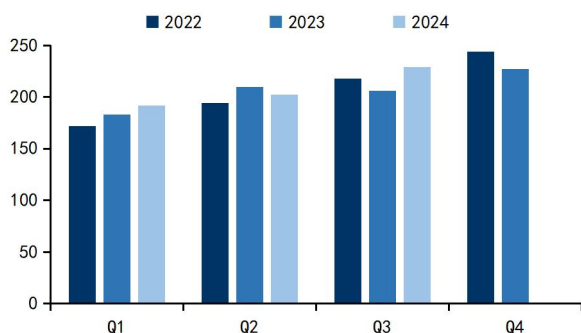
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



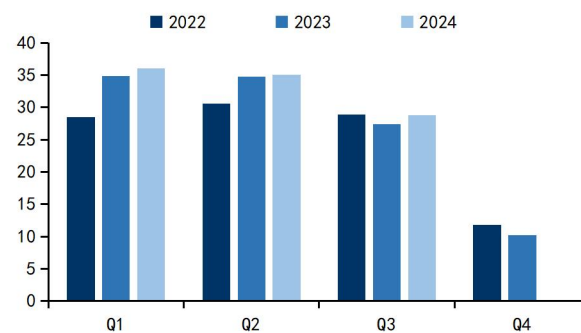
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



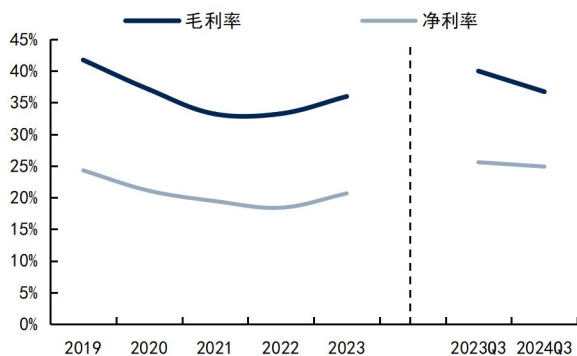
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率下降，费用率继续优化。2024 年前三季度，公司毛利率为 36.72%，同比降低 3.26pct，净利率 24.89%，同比下降 0.69pct，主要系公司营业成本同比增加所致。公司持续优化费用控制，销售费用率为 0.05%，同比基本持平；管理费用率为 2.85%，同比下降 0.18pct；财务费用率为 6.23%，同比降低 0.84pct；研发费用率为 1.42%，同比下降 0.32pct，主要系上半年研发费用有所下降所致；费用率合计 10.55%，同比下降 1.3pct。

ROE 同比下降，投资现金流规模有所增长。2024 年前三季度，公司 ROE 为 8.60%，同比降低 0.22pct，主要是净利率和权益乘数同比有所下降所致，权益乘数为 3.61，较上年同期降低 0.14pct，资产周转率为 0.15，同比基本持平。公司经营性现金净流入 258.20 亿元，同比减少 4.36%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 703.46 亿元，同比增长 2.55%；投资性现金净流出为 92.12 亿元，同比增加 26.71%；融资性现金净流出

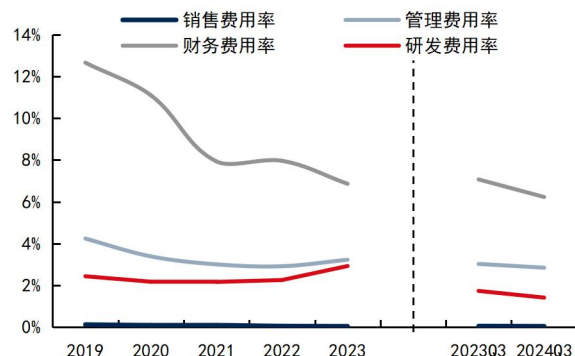
117.6 亿元，同比下降 29.6%，主要系取得借款收到的现金增长高于偿还债务支付的现金所致；公司现金及现金等价物净增加额 48.63 亿元，同比增长 59.66%，截至报告期末，公司在手现金及现金等价物余额 139.60 亿元。

图5：公司毛利率、净利率情况



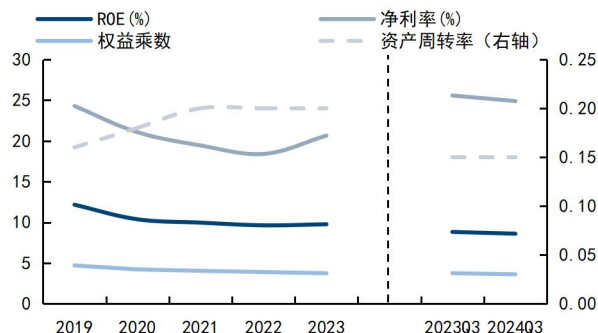
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

防城港及台山机组贡献电量增量。2024 年前三季度中国广核运营管理的核电机组总发电量 1780.69 亿 kWh (+4.93%)，上网电量 1668.90 亿 kWh (+4.97%)。仅第三季度，公司总发电量 646.91 亿 kWh，环比+10.97%，同比+14.67%；上网电量 608.8 亿 kWh，环比+12.33%，同比+14.71%。分电站看，台山核电发电量同比增长 52.93%，防城港核电发电量同比增长 20.70%，岭澳核电发电量同比增长 13.00%，阳江核电发电量同比增长 0.02%，宁德核电发电量同比减少 1.96%，岭东核电发电量同比减少 9.01%，大亚湾核电发电量同比减少 20.48%。除防城港核电 3 号机组商运时间同比增加、4 号机组投入商运和台山核电恢复并网发电影响外，各核电站发电量变化主要由换料大修时间同比变化所致。

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 7 台已开工，宁德 5 号机组最新于 7 月 28 日进入土建施工阶段，惠州 1 号机组 9 月 15 日完成

热态功能试验，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。10 月 22 日，公司可转债获深交所受理，公司同时发布募集说明书。按 2024 年 10 月 23 日收盘价测算，本次发行可转债全部转股的情况下，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。考虑到营业成本有所上升，毛利率下降，下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收 863.5/927.9/997.2 亿元（原为 863.9/938.1/1005.4 亿元）；归母净利润分别为 115.4/123.1/133.1 亿元（原为 117.1/128.4/141.3 亿元），同比增速 8%/7%/8%；每股收益 0.23/0.24/0.26 元，当前股价对应 2024 年 PE 分别为 22.1/20.8/19.2x，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	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	24E	
601985.SH	中国核电	10.54	1,401	0.56	0.6	0.65	0.7	18.8	17.6	16.2	15.1	2.27	优于大市
600900.SH	长江电力	28.06	6,866	1.11	1.40	1.48	1.56	25.2	20.0	19.0	18.0	1.31	优于大市
600025.SH	华能水电	10.36	1,865	0.40	0.49	0.54	0.58	25.9	21.3	19.2	17.8	1.45	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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14841	15740	16527	17353	18221	营业收入	82822	82549	86350	92788	99720
应收款项	14987	11879	12426	13226	14077	营业成本	55281	52858	53841	57071	60497
存货净额	17775	20573	21367	22641	23992	营业税金及附加	806	875	863	928	997
其他流动资产	22901	24595	25642	27461	29412	销售费用	47	41	43	46	50
流动资产合计	70505	72787	75962	80681	85703	管理费用	2420	2664	2787	2994	3218
固定资产	302627	304681	348069	412603	451935	财务费用	6592	5666	6782	7916	9058
无形资产及其他	5205	5446	5385	5316	5242	投资收益	1677	1604	1704	1602	1664
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)	(1091)	(1280)	(1484)
资产总计	409016	415250	409621	534562	579699	营业利润	18845	20594	22529	24033	25951
短期借款及交易性金融负债	33301	38212	78909	123146	140342	营业外净收支	(145)	(64)	(132)	(132)	(132)
应付款项	28062	30270	31499	33441	35504	利润总额	18699	20531	22397	23900	25819
其他流动负债	14770	8906	9208	9715	10251	所得税费用	3456	3485	3919	4183	4518
流动负债合计	76132	77388	119616	166302	186097	少数股东损益	5278	6321	6938	7404	7994
长期借款及应付债券	164567	161766	157260	166314	179163	归属于母公司净利润	9965	10725	11539	12314	13307
其他长期负债	10386	10793	11414	12034	12654						
长期负债合计	174953	172559	168673	178348	191818	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	251086	249946	288289	344651	377915	净利润	9965	10725	11539	12314	13307
少数股东权益	50902	52068	55935	63380	67836	资产减值准备	(284)	385	(235)	4	7
股东权益	107028	113236	76122	126531	133948	折旧摊销	10427	11941	11036	11704	12413
负债和股东权益总计	409016	415250	409621	534562	579699	公允价值变动损失	(284)	385	(235)	4	7
						财务费用	6592	5666	6782	7916	9058
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1080	(5039)	(857)	(1443)	(1555)
每股收益	0.20	0.21	0.23	0.24	0.26	其它	10465	14722	9180	10436	11843
每股红利	0.09	0.09	0.10	0.11	0.12	经营活动现金流	31368	33120	30429	33020	36022
每股净资产	2.12	2.24	2.37	2.51	2.65	资本开支	(11840)	(14246)	(29737)	(47639)	(51678)
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)	(30593)	(48496)	(52535)
毛利率	33%	36%	38%	38%	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)	(21979)	(8638)	13168
EBITDA Margin	41%	45%	47%	47%	47%	支付股利、利息	(4393)	(4747)	(5107)	(5450)	(5890)
收入增长	3%	-0%	5%	7%	7%	其它融资现金流	(15183)	(7971)	40698	44237	17196
净利润增长率	2%	8%	8%	7%	8%	融资活动现金流	(20896)	(19088)	8654	24056	17381
资产负债率	74%	73%	74%	76%	77%	现金净变动	(987)	899	8489	8580	868
股息率	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	15828	14841	15740	16527	17353
P/E	25.6	23.8	22.1	20.8	19.2	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	19108	13410	4515	(11130)	(12046)
EV/EBITDA	14.8	13.7	13.5	13.8	13.4	权益自由现金流	8079	4632	17638	17939	10845

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