

2025 年 04 月 02 日

## 中国广核 (003816.SZ)

投资评级：买入（维持）

——业绩低于预期 大亚湾机组完成增容

## 证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

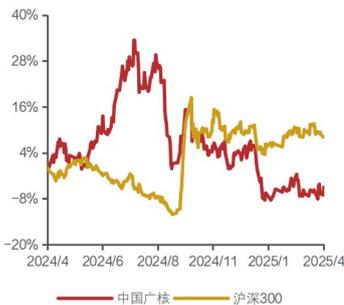
蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 04 月 01 日

收盘价 (元)	3.71
一年内最高/最低 (元)	5.25/3.48
总市值 (百万元)	187,349.85
流通市值 (百万元)	187,349.85
总股本 (百万股)	50,498.61
资产负债率 (%)	59.49
每股净资产 (元/股)	2.37

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 事件：1) 公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 868.04 亿元，同比增长 5.16%，实现归母净利润 108.14 亿元，同比增长 0.83%，对应 Q4 实现归母净利润 8.3 亿元，同比下滑 18.98%，低于我们的预期。2) 分红公告：公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 0.95 元（含税），对应分红率 44.36%（现金分红金额/归母净利润）。
- 我们分析公司 Q4 业绩低于预期的原因主要包括：1) 营业外支出增加 3.5 亿元，主要为用地用海罚款、固定资产报废损失等；2) 部分机组所得税优惠政策到期（阳江 5 号机组、台山 1 号机组），导致 2024 年所得税支出增加 19.16%，与之对应，2024 年阳江核电净利润同比减少约 10 亿元；3) 公司营业成本也有所提升，2024 年公司电力业务营业成本同比增加 9.85%，其中核燃料/折旧/乏燃料处置金/运维成本同比分别提高 13.1%/11.6%/17.4%/3.6%，导致公司在子公司发电量同比增长 7.15%的情况下，电力毛利率下降 2.25 个百分点。
- 经营数据方面，2024 年公司管理的在运机组实现上网电量 2272.84 亿千瓦时，同比增长 6.13%，增量主要来源于防城港和台山核电，其上网电量分别增长 20%和 52.3%，主因 2024 年新增投产防城港 4 号机组，以及台山核电 2023 年检修时间较长基数较低；在电价端，公司 2024 年核电平均售电价 0.4162 元/千瓦时，较 2023 年下降 7 厘钱，其中市场化部分电价同比下降约 3.85%。
- 大亚湾核电增容 4.2 万千瓦，若能增加供港电量或将进一步提高大亚湾机组盈利。2024 大亚湾核电完成 30 年大修，同时在 2024 年 10 月获得新的电力业务许可证，大亚湾 2 号机组装机容量由 984 兆瓦变更为 1026 兆瓦，增容 4.2 万千瓦。根据历史协议，大亚湾核电约 80% 电量供往香港，由于香港电价高于内地，若此次增容后大亚湾核电能够增加供港电量，或将进一步提高大亚湾核电的盈利水平。
- 在建机组 16 台，保障公司中长期装机成长性。截至 2024 年底，公司拥有在建装机 16 台（含控股股东委托管理的 8 台核电机组），预计将在 2025-2032 年陆续投产，充分保障公司的装机成长性。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：2025 年投产 1 台（惠州 1 号），2026 年投产 2 台（惠州 2 号、苍南 1 号），2027 年投产 2 台（苍南 2 号、陆丰 5 号），2028 年投产 1 台（陆丰 6 号），2029 年投产 1 台（宁德 5 号），2030-2032 年投产 9 台（宁德 6 号、惠州 3/4 号机组、招远 1/2 号机组、陆丰 1/2 号机组、苍南 3/4 号机组）。
- 盈利预测与评级：我们下调公司 2025-2026 年归母净利润分别为 108/113 亿元（下调前分别为 124.00、130.7 亿元），新增 2027 年的归母净利润预测为 120 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 17、17、16 倍，2024 年公司股利支付率 44.36%（现金分红总额/归母净利润），按照这一比例进行计算，当前股价对应的公司 2025-2027 年股息率分别为 2.6%、2.7%、2.8%，继续维持“买入”评级。据此计算，中广核电力 2025-2027 年股息率 4.1%、4.3%、4.5%，建议关注中广核电力。
- 风险提示。电价存在波动风险，电量存在波动风险，在建机组投产节奏存在不及预期的风险

## 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	82,549	86,804	87,604	90,547	95,866
同比增长率 (%)	-0.33%	5.16%	0.92%	3.36%	5.87%
归母净利润 (百万元)	10,725	10,814	10,823	11,299	11,999
同比增长率 (%)	7.62%	0.83%	0.09%	4.39%	6.20%
每股收益 (元/股)	0.21	0.21	0.21	0.22	0.24
ROE (%)	9.47%	9.05%	8.63%	8.58%	8.67%
市盈率 (P/E)	17.47	17.32	17.31	16.58	15.61

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,795	14,893	15,393	16,297
应收票据及账款	12,670	12,787	13,216	13,993
预付账款	22,708	22,917	23,687	25,078
其他应收款	718	724	749	793
存货	20,303	20,799	21,474	22,385
其他流动资产	2,297	2,319	2,396	2,537
<b>流动资产总计</b>	<b>75,491</b>	<b>74,438</b>	<b>76,916</b>	<b>81,083</b>
长期股权投资	15,636	17,536	19,436	21,336
固定资产	263,034	272,221	300,143	326,797
在建工程	44,947	66,947	68,947	70,947
无形资产	6,109	6,526	6,867	7,132
长期待摊费用	1,792	1,733	1,673	1,613
其他非流动资产	18,391	17,142	15,893	14,644
<b>非流动资产合计</b>	<b>349,909</b>	<b>382,106</b>	<b>412,960</b>	<b>442,470</b>
<b>资产总计</b>	<b>425,401</b>	<b>456,544</b>	<b>489,875</b>	<b>523,553</b>
短期借款	17,181	17,591	21,090	24,698
应付票据及账款	26,852	27,507	28,400	29,605
其他流动负债	39,447	40,028	41,303	43,216
<b>流动负债合计</b>	<b>83,479</b>	<b>85,126</b>	<b>90,793</b>	<b>97,519</b>
长期借款	158,970	175,812	190,694	203,616
其他非流动负债	10,635	10,635	10,635	10,635
<b>非流动负债合计</b>	<b>169,605</b>	<b>186,447</b>	<b>201,329</b>	<b>214,251</b>
<b>负债合计</b>	<b>253,084</b>	<b>271,573</b>	<b>292,122</b>	<b>311,770</b>
股本	50,499	50,499	50,499	50,499
资本公积	10,844	10,844	10,844	10,844
留存收益	58,099	64,121	70,407	77,083
归属母公司权益	119,441	125,463	131,750	138,426
少数股东权益	52,875	59,508	66,003	73,357
<b>股东权益合计</b>	<b>172,316</b>	<b>184,972</b>	<b>197,753</b>	<b>211,783</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>425,401</b>	<b>456,544</b>	<b>489,875</b>	<b>523,553</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	17,444	14,613	14,950	16,509
折旧与摊销	13,465	11,703	13,046	14,390
财务费用	5,133	5,401	5,928	6,432
投资损失	-1,933	-1,970	-1,970	-1,970
营运资金变动	-839	387	192	-146
其他经营现金流	4,746	3,471	3,471	3,471
<b>经营性现金净流量</b>	<b>38,016</b>	<b>33,605</b>	<b>35,616</b>	<b>38,685</b>
投资性现金净流量	-20,169	-42,557	-42,557	-42,557
筹资性现金净流量	-17,973	7,050	7,441	4,776
<b>现金流量净额</b>	<b>-114</b>	<b>-1,902</b>	<b>500</b>	<b>904</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>86,804</b>	<b>87,604</b>	<b>90,547</b>	<b>95,866</b>
<b>营业成本</b>	<b>57,266</b>	<b>58,663</b>	<b>60,567</b>	<b>63,136</b>
税金及附加	935	908	939	994
销售费用	47	47	49	52
管理费用	2,679	2,453	2,535	2,684
研发费用	2,443	2,102	2,083	2,205
财务费用	5,133	5,401	5,928	6,432
资产减值损失	-125	-171	-177	-187
信用减值损失	164	13	13	14
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,933	1,970	1,970	1,970
公允价值变动损益	-6	0	0	0
资产处置收益	11	7	7	7
其他收益	1,696	1,696	1,696	1,696
<b>营业利润</b>	<b>21,974</b>	<b>21,544</b>	<b>21,956</b>	<b>23,863</b>
营业外收入	50	31	31	31
营业外支出	428	227	227	227
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>21,596</b>	<b>21,348</b>	<b>21,760</b>	<b>23,667</b>
所得税	4,153	3,891	3,967	4,314
<b>净利润</b>	<b>17,444</b>	<b>17,457</b>	<b>17,793</b>	<b>19,353</b>
少数股东损益	6,630	6,634	6,495	7,354
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>10,814</b>	<b>10,823</b>	<b>11,299</b>	<b>11,999</b>
EPS(元)	0.21	0.21	0.22	0.24

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	5.16%	0.92%	3.36%	5.87%
营业利润增长率	6.70%	-1.96%	1.91%	8.69%
归母净利润增长率	0.83%	0.09%	4.39%	6.20%
经营现金流增长率	14.78%	-11.60%	5.98%	8.62%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.03%	33.04%	33.11%	34.14%
净利率	20.10%	19.93%	19.65%	20.19%
ROE	9.05%	8.63%	8.58%	8.67%
ROA	2.54%	2.37%	2.31%	2.29%
<b>估值倍数</b>				
P/E	17.32	17.31	16.58	15.61
P/S	2.16	2.14	2.07	1.95
P/B	1.57	1.49	1.42	1.35
股息率	0.00%	2.56%	2.68%	2.84%
EV/EBITDA	11	11	11	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 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

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

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。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。