

中国广核 (003816.SZ)

电价下行和成本提高拖累业绩增长，机组开发有序进行

优于大市

核心观点

发电量持续增长，电价下降和成本提高拖累业绩增长。2024 年公司实现营业收入 868.04 亿元，同比增长 5.16%，归母净利润 108.14 亿元，同比增长 0.83%，扣非后归母净利润 107.13 亿元，同比增长 0.94%。2024 年公司运营管理的核电机组总发电量 2421.81 亿 kWh (+6.08%)，上网电量 2272.84 亿 kWh (+6.13%)，台山机组恢复并网发电及防城港机组投产带动电量增长。2024 年公司平均上网电价为 0.4162 元/kWh (含税)，同比下降 0.0066 元/kWh 或 1.57%。公司核电度电成本约为 0.2077 元/kWh，同比提高了 0.0051 元/kWh，度电核燃料成本、固定资产折旧和计提乏燃料处置金均有所提高，其中，台山核电上网电量及防城港 4 号机组投入商业运营后导致摊销的核燃料成本和计提的折旧增加；阳江 5/6 号机组、台山 1/2 机组商运满五年开始计提乏燃料处置金。

机组开发有序进行，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）。截至 2024 年底，公司共管理 16 台在建或核准待建机组，其中 7 台已开工，2025 年 2 月 24 日，陆丰 1 号机组 FCD；3 月 28 日，陆丰 2 号机组常规岛 FCD 完成，开工在建机组数量再创新高。根据机组建设规划，预计 2025-2029 年分别有 1/2/2/1/1 台机组投产。

2025 年业绩或因电价下行承压。2025 年广东安排岭澳、阳江核电年度市场化电量约 273 亿千瓦时，并应用政府授权单向差价合约机制和变动成本补偿机制，广东 2025 年度市场化交易均价为 391.86 元/MWh (含税)，较上年下降 73.76 元/MWh，按照广东电价机制，核电年度市场化电量对应电价约为 351.32 元/MWh。

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。考虑到电价下行，毛利率下降，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 104.7/112.3/120.4 亿元（原为 123.1/133.1 亿元，新增 2027 年预测结果），同比增速-3%/7%/7%；每股收益 0.21/0.22/0.24 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 17.9/16.7/15.6x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	82,549	86,804	88,784	95,332	102,727
(+/-%)	-0.3%	5.2%	2.3%	7.4%	7.8%
归母净利润(百万元)	10725	10814	10473	11226	12037
(+/-%)	7.6%	0.8%	-3.2%	7.2%	7.22%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.21	0.22	0.24
EBIT Margin	31.1%	28.5%	29.9%	30.5%	30.9%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	9.1%	8.4%	8.5%	8.7%
市盈率 (PE)	17.5	17.3	17.9	16.7	15.6
EV/EBITDA	11.6	11.6	12.3	13.1	13.7
市净率 (PB)	1.65	1.57	1.50	1.42	1.36

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	3.71 元
总市值/流通市值	187350/187350 百万元
52 周最高价/最低价	5.25/3.48 元
近 3 个月日均成交额	547.48 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) - 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%》——2024-10-24
- 《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

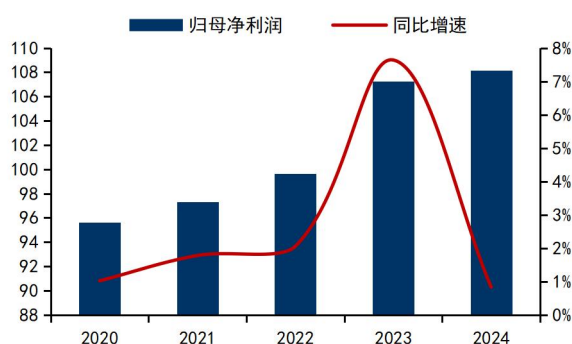
发电量持续增长，电价下降和成本提高拖累业绩增长。2024 年公司实现营业收入 868.04 亿元，同比增长 5.16%，归母净利润 108.14 亿元，同比增长 0.83%，扣非后归母净利润 107.13 亿元，同比增长 0.94%。分业务来看，公司核电业务营收 659.32 亿元，同比增长 5.46%，占比 75.96%，同比提高 0.23pct；建安等其他业务营业收入 208.72 亿元，同比增长 4.20%。2024 年公司运营管理的核电机组总发电量 2421.81 亿 kWh（+6.08%），上网电量 2272.84 亿 kWh（+6.13%），台山机组恢复并网发电及防城港机组投产带动电量增长。2024 年公司平均上网电价为 0.4162 元/kWh（含税），同比下降 0.0066 元/kWh 或 1.57%。公司核电度电成本约为 0.2077 元/kWh，同比提高了 0.0051 元/kWh，度电核燃料成本、固定资产折旧和计提乏燃料处置金均有所提高，其中，台山核电上网电量及防城港 4 号机组投入商业运营后导致摊销的核燃料成本和计提的折旧增加；阳江 5/6 号机组、台山 1/2 机组商运满五年开始计提乏燃料处置金。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



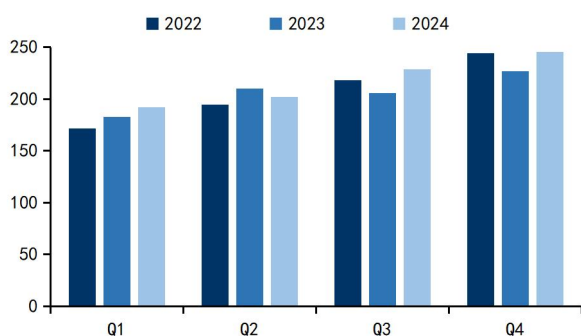
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



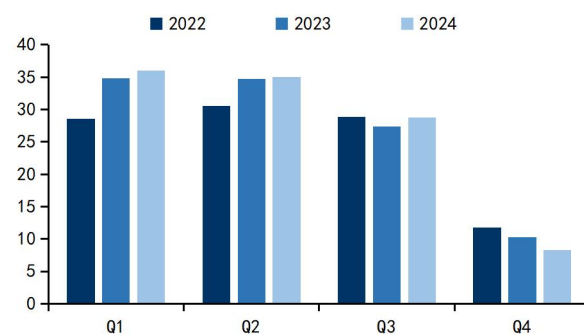
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



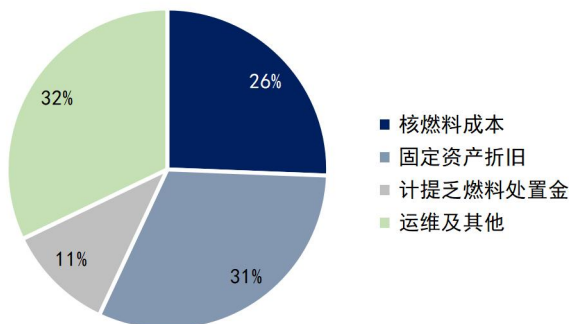
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



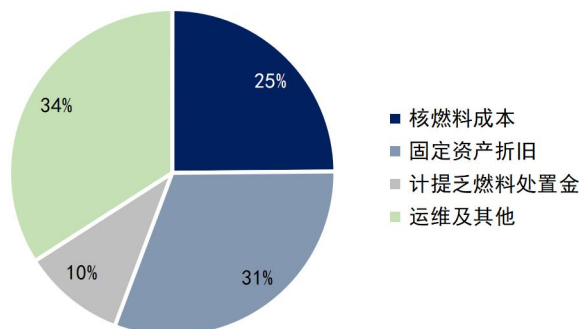
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 2024 年核电成本构成



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2023 年核电成本构成

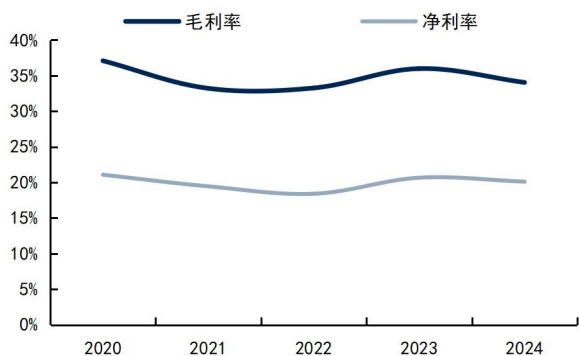


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率下降, 费用率继续优化。2024 年公司毛利率为 36.72%, 同比降低 1.94pct, 净利率 20.10%, 同比下降 0.55pct, 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 3.09%, 同比下降 0.14pct; 贷款利率下行, 公司积极开展贷款置换, 财务费用率为 5.91%, 同比降低 0.95pct; 研发费用率为 2.81%, 同比下降 0.32pct; 费用率合计 11.86%, 同比下降 1.35pct。

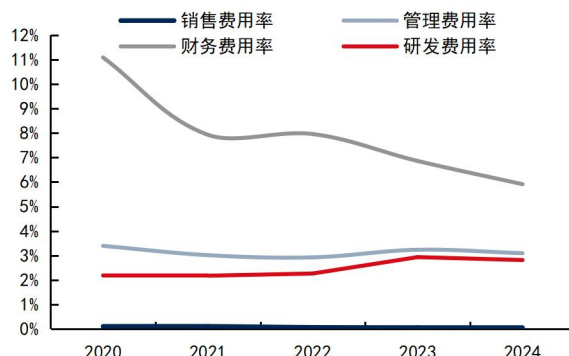
ROE 同比下降, 投资现金流规模明显增长。2024 年公司 ROE 为 9.33%, 同比降低 0.43pct, 主要是净利率和权益乘数同比有所下降所致, 其中权益乘数为 3.61, 较上年同期降低 0.13pct, 资产周转率为 0.21, 同比略有提高。公司经营性现金净流入 380.16 亿元, 同比增长 14.8%, 其中销售商品、提供劳务收到现金 1035.58 亿元, 同比增长 8.82%; 投资性现金净流出为 201.69 亿元, 同比增长 61.19%; 融资性现金净流出 179.73 亿元, 同比减少 5.84%。

图7: 公司毛利率、净利率情况



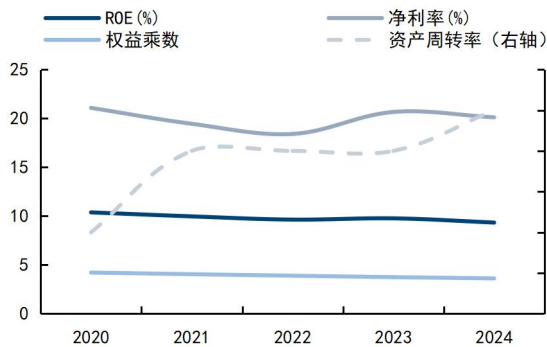
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 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9：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10：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

机组开发有序进行，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）。截至2024年底，公司共管理16台在建或核准待建机组，其中7台已开工，2025年2月24日，陆丰1号机组FCD；3月28日，陆丰2号机组常规岛FCD完成，开工在建机组数量再创新高。根据机组建设规划，预计2025-2029年分别有1/2/2/1/1台机组投产。

2025年业绩或因电价下行承压。2025年广东安排岭澳、阳江核电年度市场化电量约273亿千瓦时，并应用政府授权单向差价合约机制和变动成本补偿机制，广东2025年度市场化交易均价为391.86元/MWh（含税），较上年下降73.76元/MWh，按照广东电价机制，核电年度市场化电量对应电价约为351.32元/MWh。广西《关于2025年广西电力市场政府授权合约机制有关事项的通知》中确定防城港1/2#机组超7000小时的电量按300元/MWh执行，年度电力长协价格也有较大下降。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到电价下行，毛利率下降，下调盈利预测，预计2025-2027年公司营收887.8/953.3/1027.3亿元（2025-2026原为927.9/997.2亿元，新增2027年预测）；归母净利润分别为104.7/112.3/120.4亿元（原为123.1/133.1亿元，新增2027年预测结果），同比增速-3%/7%/7%；每股收益0.21/0.22/0.24元，当前股价对应2025-2027年PE分别为17.9/16.7/15.6x，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	9.37	1927	0.56	0.59	0.64	0.69	16.7	15.9	14.6	13.6	2.30	优于大市
600900.SH	长江电力	27.90	6827	1.11	1.40	1.48	1.56	25.1	19.1	18.9	17.9	1.30	优于大市
600025.SH	华能水电	9.21	1658	0.40	0.46	0.52	0.56	23.0	19.9	17.9	16.6	2.14	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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15740	16795	17634	18516	19442	营业收入	82549	86804	88784	95332	102727
应收款项	11879	9622	9841	10436	11105	营业成本	52858	57266	58818	62562	66777
存货净额	20573	20303	21441	22721	24199	营业税金及附加	875	935	888	953	1027
其他流动资产	24595	28772	29339	31407	33741	销售费用	41	47	49	52	56
流动资产合计	72787	75491	78256	83081	88488	管理费用	2664	2679	2740	2942	3170
固定资产	304681	308543	344483	424166	508067	财务费用	5666	5133	6696	7943	8993
无形资产及其他	5446	6109	6006	5896	5781	投资收益	1604	1933	1660	1821	1855
投资性房地产	17842	19621	19621	21092	21159	资产减值及公允价值变动	(352)	(132)	(181)	(191)	(205)
长期股权投资	14494	15636	16709	17782	18855	其他收入	(1102)	(571)	(1035)	(1218)	(1425)
资产总计	415250	425401	409621	552017	642351	营业利润	20594	21974	20038	21291	22929
短期借款及交易性金融负债	38212	38212	59874	123803	180953	营业外净收支	(64)	(378)	(196)	(196)	(196)
应付款项	30270	26852	28423	30190	32228	利润总额	20531	21596	19842	21096	22733
其他流动负债	8906	18415	19361	20478	21767	所得税费用	3485	4153	3968	4219	4547
流动负债合计	77388	83479	107659	174471	234948	少数股东损益	6321	6630	5401	5651	6150
长期借款及应付债券	161766	158113	164230	174424	186547	归属于母公司净利润	10725	10814	10473	11226	12037
其他长期负债	10793	11492	12038	12585	13131						
长期负债合计	172559	169605	176268	187008	199678	现金流量表（百万元）					
负债合计	249946	253084	283927	361479	434626	净利润	10725	10814	10473	11226	12037
少数股东权益	52068	52875	55880	59024	62445	资产减值准备	385	(221)	49	11	14
股东权益	113236	119441	76122	131514	138211	折旧摊销	11941	13167	11833	12758	13716
负债和股东权益总计	415250	425401	409621	552017	635282	公允价值变动损失	385	(221)	49	11	14
关键财务与估值指标						财务费用	5666	5133	6696	7943	8993
每股收益	0.21	0.21	0.21	0.22	0.24	营运资本变动	(5039)	4442	593	(1060)	(1154)
每股红利	0.09	0.10	0.09	0.10	0.11	其它	14722	10034	7991	9255	10546
每股净资产	2.24	2.37	2.48	2.60	2.74	经营活动现金流	33120	38016	30989	32199	35172
ROIC	6%	6%	6%	5%	5%	资本开支	(14246)	(19666)	(47719)	(64387)	(60895)
ROE	9%	9%	8%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	36%	34%	34%	34%	35%	投资活动现金流	(12513)	(20169)	(48792)	(65460)	(61968)
EBIT Margin	31%	29%	30%	30%	31%	权益性融资	85	102	0	0	0
EBITDA Margin	46%	44%	43%	44%	44%	负债净变化	(807)	(3552)	6596	(10020)	(8305)
收入增长	-0%	5%	2%	7%	8%	支付股利、利息	(4747)	(4797)	(4646)	(4980)	(5340)
净利润增长率	8%	1%	-3%	7%	7%	其它融资现金流	(7971)	(7124)	21662	63928	57150
资产负债率	73%	72%	73%	76%	78%	融资活动现金流	(19088)	(17973)	18643	42970	36608
股息率	2.5%	2.6%	2.5%	2.7%	2.9%	现金净变动	899	1055	840	9709	9812
P/E	17.5	17.3	17.9	16.7	15.6	货币资金的期初余额	14841	15740	16795	17634	18516
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	货币资金的期末余额	15740	16795	17634	27344	28328
EV/EBITDA	11.6	11.6	12.3	13.1	13.7	企业自由现金流	13987	17945	(14063)	(29458)	(22952)
						权益自由现金流	5210	7269	8838	18096	18700

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