

2025年4月29日
 中广核电力 (1816.HK)

公司动态分析

证券研究报告

电力

投资评级: **买入**

维持 评级

6个月目标价 **3.30 港元**

股价 2025-4-28 **2.51 港元**

电价承压利润受挤压，装机容量稳步提升

事件: 2025Q1 公司实现营收 200.28 亿元, 同比增长 4.41%, 但公司利润方面有所承压, 扣非归母净利润为 29.28 亿元, 同比下降 15.94%。利润下滑的原因主要是因为参与市场化交易的电量增加、市场化交易电价下降以及研发费用的阶段性投入增加等综合因素所导致。我们认为公司未来机组装机容量上涨空间大, 有助提升利润规模, 成长性确定; 遵守股东分红承诺稳定分红。预计公司发电量保持稳健增长, 但由于市场化交易电量增加以及市场交易电价承压, 公司利润或受影响, 下调目标价至 3.30 港元, 对应 2025 年盈利估值 15 倍, 较最近收市价有 31.5% 的上涨空间, 维持“买入”评级。

报告摘要

2025Q1 实现营收 200.28 亿元, 同比增加 4.41%, 利润端有所承压。 2025Q1 公司实现营收 200.28 亿元, 同比增长 4.41%, 营收增长主要是因为子公司发电量增加, 实现上网电量 452.18 亿千瓦时, 同比增加 14.06%。然而公司利润方面有所承压, 归母净利润为 30.26 亿元, 同比下降 16.07%; 扣非归母净利润为 29.28 亿元, 同比下降 15.94%。利润下滑的原因主要是因为参与市场化交易的电量增加、市场化交易电价下降以及研发费用 (同比大幅增长 158.45% 至 2.92 亿元) 的阶段性投入增加等综合因素所导致。

新收获 4 台机组核准, 成长性确定。 4 月 27 日, 国常会核准的 5 个核电项目中, 中广核集团的台山二期 (3、4 号机组) 以及防城港二期 (3、4 号机组) 获批, 共计 4 台机组, 核电项目核准常态化为公司后续装机提供稳定增长。公司于今年 1 月完成台山第二核电 100% 股权收购, 进一步整合资源, 为后续项目开发做准备。在 3 月公司获得 A 股可转债发行注册批复, 募集资金将支持后续项目建设。同时惠州、苍南等集团委托管理机组的注入预期也为未来装机增长提供保障。

在建 16 台机组, 装机增长空间广阔。 在建、储备项目为公司提供了中长期增长动力。公告显示公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 53.15%, 反映公司在建核电项目投资的增加。截止 2025 年 3 月, 公司拥有 16 台在建机组, 其中 2 台处于调试阶段, 3 台处于设备安装阶段, 3 台处于土建阶段, 8 台处于 FCD 准备阶段, 在建总容量为 19406 兆瓦。惠州 1 号机组预计将在今年并网投产。公司拥有众多在建及储备项目, 未来增长潜力大。

关注股东权益, 稳定分红。 公司 2024 拟派末期股息 0.095 元/股, 分红比例为 44.36%, 同比增加 0.1 个百分点; 遵守分红规则, 即 2021-2025 年的分红比例会在 2020 年的 42.3% 上适度增长。按当前股价计算, 股息率约为 4.07%。

下调目标价至 3.30 港元, 维持“买入”评级。 我们预测公司 2025-2027 年的营收分别为 894 亿元/936 亿元/992 亿元, 增速为 2.96%/4.69%/6.1%; 归母净利润分别为 110 亿元/117 亿元/122 亿元, 增速为 2.08%/5.73%/4.90%。预计今年公司在新机组并网下, 发电量预计同比稳健提升, 但由于市场化交易电价承压, 公司利润或受影响, 下调目标价至 3.30 港元, 对应 2025 年盈利估值 15 倍, 较最近收市价有 31.5% 的上涨空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 机组发电量不及预期; 机组大修时间超预期; 电价低于预期; 核电站建设进度不及预期; 核燃料价格超预期; 核电行业政策收紧。

总市值(百万港元)	126,751.51
H 股市值(百万港元)	28,020.71
总股本(百万股)	50,498.61
H 股股本(百万股)	11,163.63
12 个月低/高(港元)	2.3/2.8
平均成交(百万港元)	186.31

股东结构

中国广核集团有限公司 (A+H)	58.89%
广东恒健投资控股有限公司 (A 股)	6.79%
中国核工业集团有限公司 (A 股)	3.32%
BlackRock, Inc. (H 股)	1.49%
Citigroup Inc. (H 股)	1.38%
其他股东	28.13%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.24	-8.64	-26.12
绝对收益	2.03	0.00	-1.65

朱睿泽 行业分析师

frankzhu@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

(年结 31/12; 百万人民币)	FY 2023A	FY 2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	82,548.64	86,804.41	89,377.30	93,572.17	99,243.30
增长率 (%)	-0.33%	5.16%	2.96%	4.69%	6.06%
归母净利润	10,724.57	10,813.87	11,038.50	11,671.30	12,243.76
增长率 (%)	7.62%	0.83%	2.08%	5.73%	4.90%
毛利率 (%)	35.97%	34.03%	34.58%	34.56%	34.48%
净利率 (%)	12.99%	12.46%	12.35%	12.47%	12.34%
ROE, 平均 (%)	10.55%	10.33%	9.91%	9.67%	9.38%
每股盈利 (元)	0.21	0.21	0.22	0.23	0.24
每股净资产 (元)	3.27	3.41	3.70	4.01	4.33
市盈率 (x)	10.99	10.90	10.68	10.10	9.63
市净率 (x)	0.71	0.68	0.63	0.58	0.54
股息收益率 (%)	4.03%	4.07%	4.21%	4.45%	4.67%

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

附表：财务报表预测

(单位31/12, 百万人民币)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
现金流量表					
经营活动					
经营活动产生的现金流量净额	33,120	-	30,117	35,977	30,130
税前列入	20,531	21,596	22,045	23,309	24,452
营运资本变动	-1,056	92	-1,033	-240	-2,380
包括: (贸易应收账款增加)	3	-	-2	-1	-4
(存货增加)	-2,797	269	-1,045	-923	-2,489
贸易应付账款增加	1,738	-168	15	684	112
折旧及摊销	13,425	1,792	13,780	14,408	15,082
投资活动					
出售固定资产所收到的现金	14	-	-	-	-
(购买固定资产、无形资产等资本支出)	-16,255	-16,255	-19,505	-20,870	-
出售附属或联营公司所收到的现金	-	-	-	-	-
(购买附属或联营公司)	-	-	-	-	-
(定存等投资净增加)	-734	-	-	-	-
利息收入	-	-	179	187	198
收取联营公司股息	2,454	-	-273	-126	514
其他投资活动产生的现金流量净额	-12,513	-	-19,599	-20,809	-712
筹资活动					
筹资活动产生的现金流量净额	-12,513	-	-19,599	-20,809	-712
净债务增加/(减少)	61,328	-	1,326	2,252	2,536
净股本及资本证券增加扣除费用	-	-	-	-	-
(利息支出)	-62,328	-	-6,118	-6,222	-6,844
(股利支付及资本证券分派)	-17,430	-	-4,967	-5,252	-5,510
其他筹资活动产生的现金流量净额	-659	-	-	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	-19,088	-	-9,759	-9,222	-9,818
所有现金流量净额	1,519	-	759	5,946	21,024
现金流量表期初余额	1,519	-	759	5,946	21,024
现金流量表期末余额	15,740	16,795	17,554	23,500	44,524

(单位31/12, 百万人民币)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
损益表					
营业收入	82,549	86,804	89,377	93,572	99,243
销售成本	52,858	57,266	58,473	61,237	65,026
毛利	29,691	29,539	30,904	32,335	34,217
其他运营收入	1,305	1,696	1,484	1,495	1,559
销售费用	41	47	49	51	54
管理费用	2,664	2,679	2,758	2,888	3,063
研发费用	2,420	2,443	2,515	2,633	2,793
投资收益	1,604	1,933	1,835	1,819	1,819
经营利润	27,476	27,999	28,900	30,077	31,684
融资收入	275	288	179	187	198
融资费用 (财务费用)	5,760	5,525	6,118	6,222	6,844
其他非经营损益	-1,460	-1,145	-916	-733	-586
除税前利润	20,531	21,596	22,045	23,309	24,452
所得税	3,485	4,153	4,239	4,482	4,702
期内持续经营净利润	17,046	17,444	17,806	18,827	19,750
期内净利润	17,046	17,444	17,806	18,827	19,750
股东应占净利润	10,725	10,814	11,038	11,671	12,244
母公司股东权益	6,321	6,630	6,768	7,156	7,507
少数股东权益	0.214	0.214	0.218	0.231	0.245
每股盈利 (EPS), 元	0.0940	0.0950	0.0984	0.1040	0.1091
每股股息 (DPS), 元	-	-	-	-	-
其他参考项目:					
经营活动净利润	26,986	26,812	28,097	29,396	31,100
经营活动净利润	21,226	21,288	21,979	23,174	24,256
EBIT	27,476	27,999	28,900	30,077	31,684
+ 折旧	11,752	-	12,103	12,694	13,354
+ 摊销	1,673	1,792	1,676	1,714	1,728
EBITDA	40,901	29,791	42,680	44,485	46,766
股息支出	4,747	4,797	4,967	5,252	5,510
期末股息	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499
平均股息, 基本	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499
同比增长率:					
营收	-0.33%	5.16%	2.96%	4.69%	6.06%
毛利	7.80%	-0.51%	4.62%	5.82%	5.62%
经营利润	4.34%	1.90%	4.07%	5.34%	5.34%
EBITDA	7.28%	-27.16%	43.27%	4.23%	5.13%
除税前利润	9.79%	5.19%	2.08%	5.73%	4.90%
股东应占净利润	7.62%	0.83%	2.08%	5.73%	4.90%
重要财务比率:					
毛利率%	35.97%	34.03%	34.58%	34.56%	34.48%
经营利润率%	33.28%	32.25%	32.34%	31.93%	31.93%
利息覆盖倍数, 倍 (EBIT/利息费用)	4.77	5.07	4.72	4.83	4.63
经营利润率%	24.87%	24.88%	24.67%	24.91%	24.64%
净利润率 (持续经营)%	12.99%	12.48%	12.35%	12.47%	12.34%
销售费用/营业收入%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
管理费用/营业收入%	3.23%	3.09%	3.09%	3.09%	3.09%
有效税率%	16.97%	19.23%	19.23%	19.23%	19.23%
利息比率%	44.26%	44.36%	45.00%	45.00%	45.00%

(单位31/12, 百万人民币)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
资产负债表					
流动资产					
现金及现金等价物	15,740	16,795	17,554	23,500	44,524
贸易及其他应收账款	11,900	9,925	12,113	13,011	16,898
存货	20,573	20,303	21,349	22,072	24,761
预付款项	18,952	22,708	22,708	22,708	22,708
合同资产	3,070	3,463	3,463	3,463	3,463
其他	2,553	2,297	2,297	2,297	2,297
流动资产总额	72,787	75,491	79,483	87,251	114,650
非流动资产					
净固定资产	247,544	263,034	270,496	278,737	265,450
长期股权投资	14,494	15,636	15,636	15,636	15,636
无形资产	5,446	6,109	6,852	7,686	8,622
开发支出	6,128	7,346	7,564	7,919	8,399
长期待摊费用	1,673	1,792	1,792	1,792	1,792
递延所得税资产	2,555	2,674	2,487	2,531	2,562
其他	64,623	53,317	58,116	63,346	69,048
非流动资产总额	342,463	349,909	362,945	377,648	371,500
总资产	415,250	425,401	442,428	464,899	486,150
流动负债					
贸易及其他应付账款	34,976	32,805	32,877	36,245	36,798
短期银行贷款	14,255	17,181	17,524	18,926	20,440
一年内到期的非流动负债	23,957	21,031	19,980	19,580	19,189
应付所得税	1,143	1,939	1,939	1,939	1,939
合同负债	2,847	7,748	7,748	7,748	7,748
其他	210	2,776	2,776	2,776	2,776
流动负债总额	77,388	83,479	82,844	87,214	88,889
非流动负债					
长期银行贷款	159,268	155,716	157,274	158,846	160,435
应付债券	2,497	2,397	3,844	3,307	3,011
租赁负债	483	857	671	665	669
预计负债	6,552	6,994	6,210	6,429	6,547
递延收益	1,455	2,090	3,002	4,313	6,196
递延所得税负债	2,238	1,502	1,600	1,682	1,755
其他	65	49	49	49	49
非流动负债总额	172,559	169,605	172,649	175,292	178,661
总负债	249,946	253,084	255,492	262,506	267,551
净资产	165,304	172,316	186,936	202,393	218,600
资本及储备					
归属股东权益					
股本	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499
储备	104	49	49	49	49
盈余公积	6,677	6,833	8,714	10,586	12,571
未分配利润	44,432	50,242	56,313	62,732	69,466
其他	11,524	11,719	11,719	11,719	11,719
总归属股东权益	113,236	119,441	127,293	135,595	144,304
少数股东权益	52,068	52,875	59,643	66,798	74,305
总权益	165,304	172,316	186,936	202,393	218,600
其他参考项目:					
每股净资产, BPS (元)	3.27	3.41	3.70	4.01	4.33
存货周转天数	132	130	130	130	132
贸易应收账款周转天数	60	46	45	49	55
贸易应付账款周转天数	241	216	205	206	205
带息负债	207,012	204,177	205,503	207,755	210,291
净负债 (负数代表净现金)	191,272	187,382	187,949	184,255	165,767
总资产同比增长	1.5%	2.4%	4.0%	5.1%	4.6%
净资产同比增长	4.7%	4.2%	8.5%	8.3%	8.0%
COS/Inventories, year-end	2.57	2.82	2.74	2.75	2.63
COS/Inventories, average	2.76	2.80	2.81	2.81	2.77
Turnover/AR, year-end	6.94	8.75	7.38	7.19	5.87
Turnover/AR, average	6.08	7.95	8.11	7.45	6.64
COS/AP, year-end	1.51	1.75	1.78	1.69	1.77
COS/AP, average	1.51	1.69	1.78	1.77	1.78

(单位31/12, 百万人民币)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
盈利能力及效率					
毛利率%	36.0%	34.0%	34.6%	34.6%	34.5%
经营利润率%	33.3%	32.3%	32.3%	32.1%	31.9%
经营活动利润率%	32.7%	30.9%	31.4%	31.4%	31.3%
EBITDA率%	49.5%	34.3%	47.8%	47.5%	47.1%
税前利润率%	24.9%	24.9%	24.7%	24.9%	24.6%
净利润率 (持续经营)%	13.0%	12.5%	12.4%	12.5%	12.3%
销售成本/营业收入%	64.0%	66.0%	65.4%	65.4%	65.5%
销售费用/营业收入%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用/营业收入%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用/营业收入%	-	-	-	-	-
有效税率%	17.0%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
经营活动现金流量净额/营业收入%	40.1%	0.0%	33.7%	38.4%	30.4%
资本支出/折旧和摊销, 倍	1.21	9.07	1.42	1.45	-
利息比率%	27.8%	27.5%	27.9%	27.9%	27.9%
ROE (平均, 年化)	10.5%	10.3%	9.9%	9.7%	9.4%
ROA (平均, 年化)	4.1%	4.2%	4.1%	4.1%	4.2%
营运能力					
存货周转天数	132.40	130.27	130.00	130.00	132.00
贸易应收账款周转天数	60.08	45.89	45.00	49.00	55.00
贸易应付账款周转天数	240.98	216.01	205.00	206.00	205.00
营业周期 (存货日数+应收账款日数-应付账款日数)	192.48	176.15	175.00	179.00	187.00
现金循环周期 (存货日数+应收账款日数-应付账款日数)	-48.49	-39.86	-30.00	-27.00	-18.00
总资产周转率, 倍 (收入/平均总资产)	20.0%	20.7%	20.6%	20.6%	20.9%
资本结构					
资产负债率% (总负债/总资产)	60.2%	59.5%	57.7%	56.5%	55.0%
权益乘数, 倍 (总资产/总权益)	2.51	2.47	2.37	2.30	2.22
产股权比, 倍 (总负债/总权益)	1.51	1.47	1.37	1.30	1.22
流动资产/总资产%	17.5%	17.7%	18.0%	18.8%	23.6%
流动负债/总负债%	31.0%	33.0%	32.4%	33.2%	33.2%
带息债务/全部投入资本%	55.6%	54.2%	52.4%	50.7%	49.0%
净负债比率% (负数=净现金)	115.7%	108.7%	100.5%	91.0%	75.8%
偿债能力					
流动比率, 倍	0.94	0.90	0.96	1.00	1.29
速动比率, 倍	0.67	0.66	0.70</		

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010