

## 固收点评 20250710

# 广核转债：中国核电领域龙头

2025年07月10日

### 事件

- **广核转债(127110.SZ)于2025年7月9日开始网上申购**：总发行规模为49.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于广东陆丰核电站5、6号机组项目。
- **当前债底估值为98.62元，YTM为1.66%**。广核转债存续期为6年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为AAA/AAA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.8%、1.2%、1.6%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的106.00%（含最后一期利息），以6年AAA中债企业债到期收益率1.89%（2025-07-07）计算，纯债价值为98.62元，纯债对应的YTM为1.66%，债底保护较好。
- **当前转换平价为101.3元，平价溢价率为-1.34%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即2026年01月15日至2031年07月08日。初始转股价3.67元/股，正股中国广核7月7日的收盘价为3.72元，对应的转换平价为101.36元，平价溢价率为-1.34%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为2.58%**。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价3.67元计算，转债发行49.00亿元对总股本稀释率为2.58%，对流通盘的稀释率为3.28%，对股本摊薄压力较小。

### 观点

- **我们预计广核转债上市首日价格在126.83~140.94元之间，我们预计中签率为0.0140%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到广核转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在32%左右，对应的上市价格在126.83~140.94元之间。我们预计网上中签率为0.0140%，建议积极申购。
- **中国广核是由国资委控股的清洁能源大型中央企业，主要业务包括：建设、运营及管理核电站，销售该等核电站所发电量，组织开发核电站的设计及科研工作**。公司拥有一个国家工程技术中心、一个全国重点实验室和五个国家能源研发平台，并建成了多个具有行业先进水平的大型实验室。公司持续坚持在安全的基础上高效发展核电，以安全、经济、可靠的电力供应，力争成为引领核能新技术开发和应用拓展的领跑者。
- **2019年以来公司营收稳步增长，2019-2024年复合增速为7.35%**。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动。2024年，公司实现营业收入868.04亿元，同比增加5.16%。与此同时，归母净利润稳定增长，2019-2024年复合增速为2.70%。2024年实现归母净利润108.14亿元，同比增加0.83%。
- **中国广核营业收入主要来源于建设、运营及管理核电站，销售核电站所发电量，组织开发核电站的设计及科研工作**。公司营业收入主要来源于销售电力，近三年占营业收入的比重分别为70.16%、75.73%和75.96%，电力销售收入整体呈增长趋势。
- **中国广核销售净利率和毛利率保持稳定，仍显著高于行业平均水平，销售费用率维持稳定，财务费用率和管理费用率逐步下降**。2019-2024年，公司销售净利率分别为24.29%、21.07%、19.44%、18.40%、20.65%和20.10%，销售毛利率分别为41.73%、37.07%、33.20%、33.25%、35.97%和34.03%。
- **风险提示**：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002  
chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《绿色债券周度数据跟踪(20250630-20250704)》

2025-07-07

《关于25年下半年转债策略的三点思考》

2025-07-06

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	6
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析 .....	7
3.2. 公司亮点 .....	10
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1:	2019-2025Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2019-2025Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2022-2024 年营业收入构成	8
图 4:	2019-2025Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2019-2025Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2019-2025Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2019-2025Q1 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	广核转债发行认购时间表	4
表 2:	广核转债基本条款	5
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测广核转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1. 转债基本信息

表1: 广核转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2025/7/7	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2024/7/8	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》
T	2024/7/9	3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2024/7/10	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2024/7/11	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2024/7/14	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2024/7/15	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2: 广核转债基本条款

转债名称	广核转债	正股名称	中国广核
转债代码	127110.SZ	正股代码	003816.SZ
发行规模	49.00 亿元	正股行业	公用事业-电力-核力发电
存续期	2025 年 07 月 09 日至 2031 年 07 月 08 日	主体评级/债项评级	AAA/AAA
转股价	3.67 元	转股期	2026 年 01 月 15 日至 2031 年 07 月 08 日
票面利率	0.2%,0.4%,0.8%,1.2%,1.6%,2.0%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 106% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
广东陆丰核电站 5、6 号机组项目	4,086,538.00	490,000.00
<b>合计</b>	<b>4,086,538.00</b>	<b>490,000.00</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	98.62 元	转换平价 (以 2025/07/07 收盘价)	101.36 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	1.40%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-1.34%
纯债到期收益率 YTM	1.66%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 98.62 元, YTM 为 1.66%。广核转债存续期为 6 年, 中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AAA/AAA, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.2%、0.4%、0.8%、1.2%、1.6%、2.0%, 公司到期赎回价格为票面面值的 106.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 1.89% (2025-07-07) 计算, 纯债价值为 98.62 元, 纯债对应的 YTM 为 1.66%, 债底保护较好。

当前转换平价为 101.36 元，平价溢价率为-1.34%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 01 月 15 日至 2031 年 07 月 08 日。初始转股价 3.67 元/股，正股中国广核 7 月 7 日的收盘价为 3.72 元，对应的转换平价为 101.36 元，平价溢价率为-1.34%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为 2.58%。按初始转股价 3.67 元计算，转债发行 49.00 亿元对总股本稀释率为 2.58%，对流通盘的稀释率为 3.28%，对股本摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

我们预计广核转债上市首日价格在 126.83~140.94 元之间。按中国广核 2025 年 7 月 7 日收盘价测算，当前转换平价为 101.36 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的青农转债（转换平价 93.93 元，评级 AAA，发行规模 50.00 亿元）、平煤转债（转换平价 100.00 元，评级 AAA，发行规模 29.00 亿元）、北港转债（转换平价 111.10 元，评级 AAA，发行规模 30.00 亿元），7 月 7 日转股溢价率分别为 27.22%、28.07%、17.11%。

2) 参考近期上市的电化转债（上市日转换平价 134.55 元）、安克转债（上市日转换平价 102.87 元）、恒帅转债（上市日转换平价 94.23 元），上市当日转股溢价率分别为 16.68%、32.70%、66.93%。

基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，公用事业行业的转股溢价率为 21.84%，中债企业债到期收益为 1.89%，2025 年一季报显示中国广核前十大股东持股比例为 91.14%，2025 年 7 月 7 日中证转债成交额为 64,400,902,112 元，取对数得 24.89。因此，可以计算出广核转债上市首日转股溢价率为 30.21%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到广核转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较高，我们预计上市首日转股溢价率在 32%左右，对应的上市价格在 126.83~140.94 元之间。

表5: 相对价值法预测广核转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		27.00%	29.00%	32.00%	35.00%	37.00%
-5%	3.53	122.29	124.22	127.11	130.00	131.92
-3%	3.61	124.87	126.83	129.78	132.73	134.70
2025/07/07 收盘价	3.72	128.73	130.76	133.80	136.84	138.87
3%	3.83	132.59	134.68	137.81	140.94	143.03
5%	3.91	135.17	137.30	140.49	143.68	145.81

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 77.34%。中国广核的前十大股东合计持股比例为 91.14% (2025/03/31)，股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售，其他股东中有 50%参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 77.34%。

我们预计中签率为 0.0140%。广核转债发行总额为 49.00 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 77.34%，剩余网上投资者可申购金额为 11.10 亿元。广核转债仅设置网上发行，近期发行的甬矽转债（评级 A+，规模 11.65 亿元）网上申购数约 801.06 万户，N 华辰转（评级 A+，规模 4.60 亿元）793.38 万户，锡振转债（评级 AA-，规模 5.2 亿元）785.32 万户。我们预计广核转债网上有效申购户数为 793.25 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0140%。

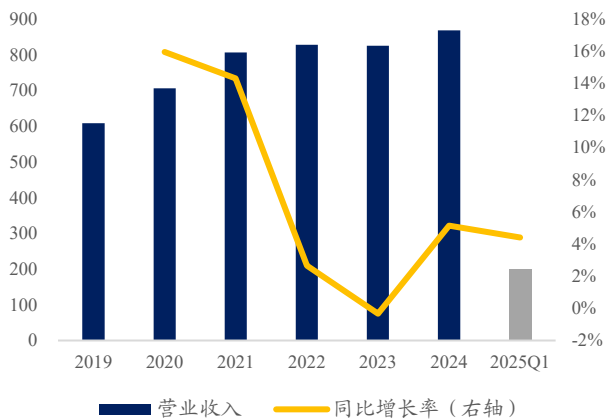
### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

中国广核电力股份有限公司是由国资委控股的清洁能源大型中央企业，主要业务包括：建设、运营及管理核电站，销售该等核电站所发电量，组织开发核电站的设计及科研工作。公司拥有一个国家工程技术中心、一个全国重点实验室和五个国家能源研发平台，并建成了多个具有行业先进水平的大型实验室。公司立足粤港澳大湾区，建设中国南方原子能科学与技术创新中心，分别在深圳、阳江和中山布局三大研发基地。公司持续坚持在安全的基础上高效发展核电，以安全、经济、可靠的电力供应，力争成为引领核能新技术开发和应用拓展的领跑者。

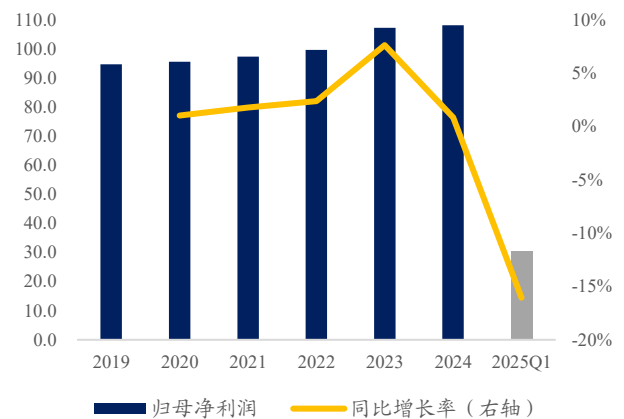
2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2024 年复合增速为 7.35%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 868.04 亿元，同比增加 5.16%。与此同时，归母净利润稳定增长，2019-2024 年复合增速为 2.70%。2024 年实现归母净利润 108.14 亿元，同比增加 0.83%。截至最新报告期(2025/03/31)，2025 年 Q1，中国广核的营业收入和归母净利润规模分别达到 200.28 亿元、30.26 亿元。

图1: 2019-2025Q1 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

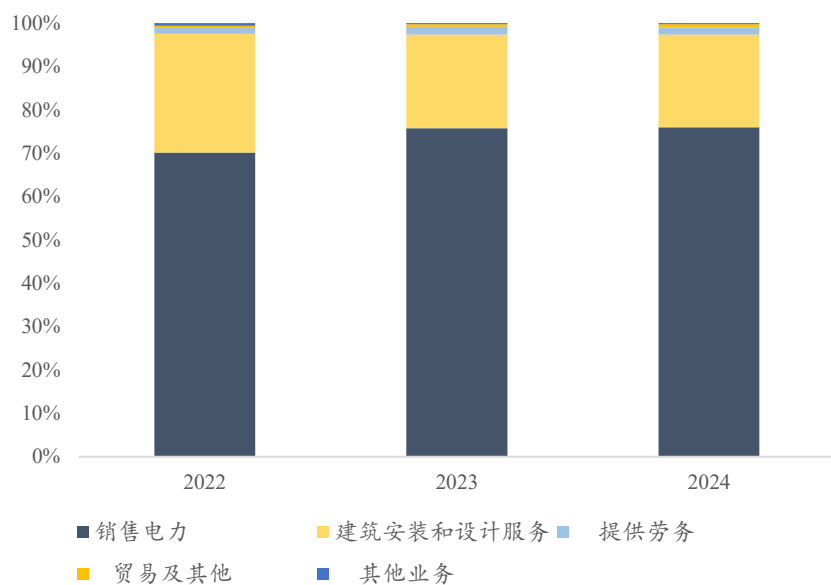
图2: 2019-2025Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

中国广核营业收入主要来源于建设、运营及管理核电站, 销售核电站所发电量, 组织开发核电站的设计及科研工作。公司营业收入主要来源于销售电力, 近三年占营业收入的比重分别为 70.16%、75.73%和 75.96%。公司电力销售收入整体呈增长趋势。其中, 2024 年和 2023 年分别同比增长 5.45%和 7.59%, 主要系公司加大核电项目投资开发力度, 核电装机容量持续增长, 从而相关发电收入增加。

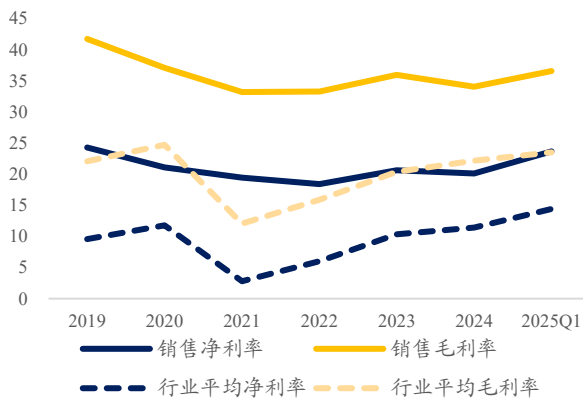
图3: 2022-2024 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

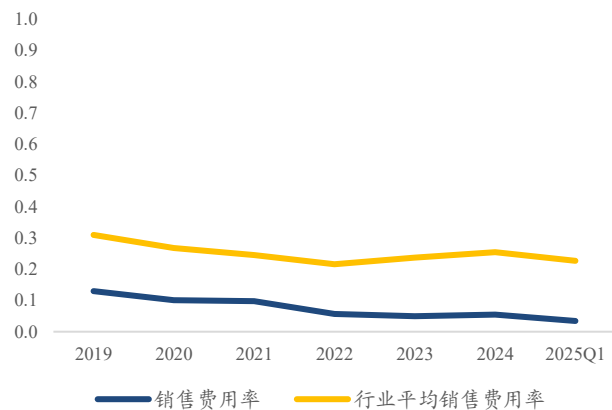
中国广核销售净利率和毛利率保持稳定，仍显著高于行业平均水平，销售费用率维持稳定，财务费用率和管理费用率逐步下降。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 24.29%、21.07%、19.44%、18.40%、20.65%和 20.10%，销售毛利率分别为 41.73%、37.07%、33.20%、33.25%、35.97%和 34.03%。中国广核销售毛利率和销售净利率表现稳定，原因是公司主营核电业务波动主要受度电收入和度电营业成本的变动的的影响，总体保持稳定，同时因核电行业在上网电价政策、成本构成等方面与水电及火电存在较大差异，核电行业整体毛利水平低于水电行业、高于火电行业。公司销售费用占比较低，主要由职工薪酬构成。公司管理费用基本保持稳定，主要包括职工薪酬、折旧摊销、信息化费用、后勤服务费等。报告期内，公司财务费用整体呈下降趋势，主要系项目贷款偿还和平均贷款利率下降等因素影响所致。

图4：2019-2025Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



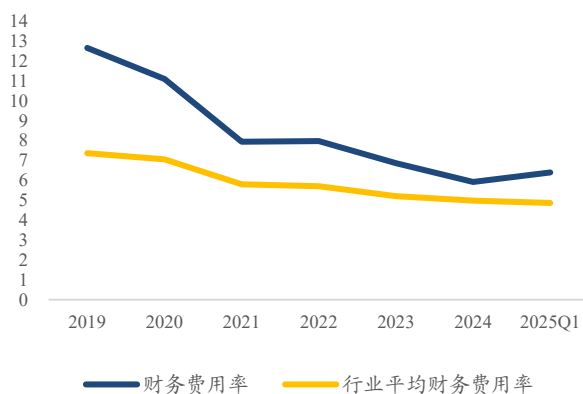
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2025Q1 销售费用率水平（%）



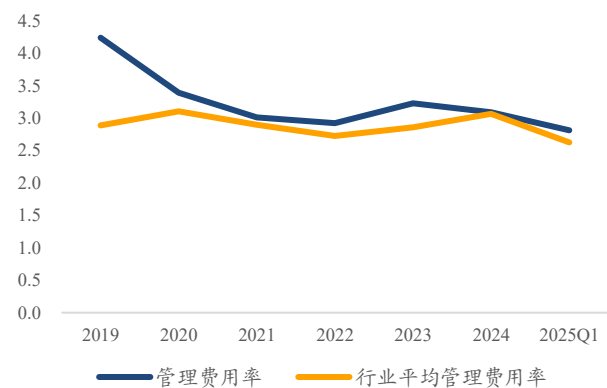
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2025Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2025Q1 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

中国广核是中国广核集团核能发电的唯一平台，截至 2024 年 6 月末，公司管理的在运及在建核电机组装机容量共计 4,381.4 万千瓦，合计占全国 43.48%，为国内第一大、世界第二大核电企业。公司规模优势显著且 2023 年以来进一步增长，上网电量保持极高水平，在国家战略中具有很强地位。同时机组所在区域经济基础卓越、用电需求旺盛，总体竞争力极强。中国广核在成功建设大亚湾核电站的基础上，通过引进、消化、吸收、积累与再创新，积累了大量建设和运营管理核电站的丰富经验，建立了与国际接轨的、专业化的核电运维、设计建造、科技研发和人才培养体系。公司拥有一个国家工程技术中心、一个全国重点实验室和五个国家能源研发平台，不断夯实技术实力，进行技术创新，是引领核能新技术开发和应用拓展的领跑者。

### 4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>