

中国广核 (003816.SZ)

持有 (维持评级)

量增价减电力收入微增 1%，惠州 1 号机预计下半年投产

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布了 2025 年上半年报告, 1H2025 公司实现营收 391.67 亿元, 同比下降 0.53%; 归属于母公司股东的净利润 59.52 亿元, 同比下降 16.30%。分季度看, 2Q2025 单季度营收 191.39 亿元, 同比下降 5.23%; 归属于母公司股东的净利润 29.26 亿元, 同比下降 16.54%。

➤ **受市场化电价冲击、燃料组件款增加影响等, 上半年归母净利润下降 16%:** 1H2025, 公司控股子公司上网电量同比增加 8.84%, 但受部分地区电力市场化交易价格下降影响 (核准价未发生变化, 平均市场电价较去年同期下降约 8.23%), 公司平均结算电价同比下降, 上半年电力营收同比微增 0.93%。1H2025, 公司归母净利润同比下降 16.30%, 我们认为主要系研发进度、支付燃料组件款项增加、其他收益等综合因素影响。1H2025, 公司销售毛利率、净利率分别同比下降 3.57pct 和 5.00pct, 降至 34.99% 和 22.55%。2Q2025, 公司归母净利润下降 16.54%, 主要系受市场化电价冲击、研发费用 (同比增加 16.07%)、其他收益 (同比减少 74.06%) 等影响。

➤ **大修天数少&机组投产, 1H25 子公司上网电量同比增长 9%:** 1H2025, 公司按计划完成 8 个年度换料大修 (其中包括 1 个跨年年度换料大修) 和 2 个十年换料大修, 换修日历天数 414 天。1H2024, 按计划完成了 10 个换料大修, 换料大修日历天总数约 523 天。其中, 大亚湾核电 (大修天数少)、岭东核电 (大修天数少)、防城港核电 (4 号机投产) 上网电量分别同比 +39.78%/+11.80%/+33.85%, 出力表现较为亮眼。1H2025, 子公司上网电量较去年同期增长 8.84%。2Q2025, 子公司上网电量较去年同期增长 4.0%, 其中大亚湾和防城港分别同比增长 51.5% 和 12.6%。

➤ **核电储备项目丰富, 惠州 1 号机预计下半年投产:** 截至 1H2025, 公司共管理 28 台在运核电机组和 20 台在建核电机组 (包括委托管理的 8 台核电机组), 储备项目丰富。其中, 陆丰 1 号机于 2025 年 2 月 24 日实现 FCD, 开始全面建设; 台山二期项目、防城港三期项目于 2025 年 4 月 27 日获国务院核准。预计公司控股股东委托管理的惠州 1、2 号机组分别于 2025、2026 年投产。

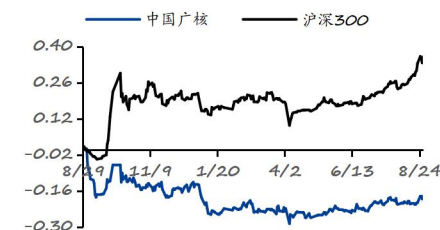
➤ **盈利预测与投资建议:** 我们调整电价、研发费用、其他收益等, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 98.83、104.38 和 105.53 亿元 (2025-2027 年原值为 109.61、116.26 和 118.25 亿元), 对应 PE 分别为 19.5/18.5/18.3 倍。维持“持有”评级。

➤ **风险提示:** 项目建设不及预期风险; 资产注入不及预期风险; 政策风险; 核电安全事故风险; 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

日期	2025-08-28
收盘价:	3.82 元
总股本/流通股本(百万股)	50,498.61/39,334.99
流通 A 股市值(百万元)	150,259.65
每股净资产(元)	2.39
资产负债率(%)	60.23
一年内最高/最低价(元)	4.92/3.33

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn
研究助理: 闫燕燕(S0210123070115)
yyy30238@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、控股上网电量高增 14%，收入同比稳增 4.4% ——2025.04.24
- 2、全年归母净利润微增 0.83%，分红比例稳步提升 ——2025.03.27
- 3、全年管理发电同比增长 6.08%，单 Q4 增长 9.4% ——2025.01.07

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	82,549	86,804	86,249	87,639	89,110
增长率	0%	5%	-1%	2%	2%
净利润 (百万元)	10,725	10,814	9,883	10,438	10,553
增长率	8%	1%	-9%	6%	1%
EPS (元/股)	0.21	0.21	0.20	0.21	0.21
市盈率 (P/E)	18.0	17.8	19.5	18.5	18.3
市净率 (P/B)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,795	36,904	61,594	86,169	营业收入	86,804	86,249	87,639	89,110
应收票据及账款	9,207	8,276	7,533	6,769	营业成本	57,266	58,711	59,618	60,814
预付账款	22,708	20,549	20,866	21,285	税金及附加	935	922	916	931
存货	20,303	21,529	21,862	22,300	销售费用	47	86	88	89
合同资产	3,463	3,019	3,067	3,119	管理费用	2,679	2,640	2,682	2,727
其他流动资产	6,478	6,209	6,304	6,339	研发费用	2,443	2,587	2,629	2,673
流动资产合计	75,491	93,468	118,159	142,862	财务费用	5,133	4,947	4,252	4,139
长期股权投资	15,636	16,418	17,239	18,101	信用减值损失	164	15	15	15
固定资产	261,803	251,575	241,093	230,433	资产减值损失	-125	-100	-100	-100
在建工程	44,947	45,047	45,147	45,247	公允价值变动收益	-6	-8	-8	-8
无形资产	6,109	6,560	6,779	7,013	投资收益	1,933	1,950	1,950	1,919
商誉	419	419	419	419	其他收益	1,696	1,000	1,000	1,000
其他非流动资产	20,994	21,167	21,338	21,528	营业利润	21,974	19,224	20,323	20,574
非流动资产合计	349,909	341,187	332,017	322,742	营业外收入	50	30	30	30
资产合计	425,401	434,655	450,176	465,604	营业外支出	428	229	259	289
短期借款	17,181	15,000	15,000	15,000	利润总额	21,596	19,025	20,094	20,315
应付票据及账款	26,852	29,356	29,809	30,407	所得税	4,153	3,444	3,637	3,677
预收款项	0	0	0	0	净利润	17,444	15,581	16,457	16,638
合同负债	7,748	4,371	4,442	4,516	少数股东损益	6,630	5,698	6,019	6,085
其他应付款	5,234	5,234	5,234	5,234	归属母公司净利润	10,814	9,883	10,438	10,553
其他流动负债	26,464	26,736	27,450	26,993	EPS (按最新股本摊薄)	0.21	0.20	0.21	0.21
流动负债合计	83,479	80,697	81,934	82,150					
长期借款	155,716	160,716	167,716	175,716	主要财务比率				
应付债券	2,397	2,397	2,397	2,397		2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	11,492	11,626	11,765	11,909	成长能力				
非流动负债合计	169,605	174,739	181,878	190,022	营业收入增长率	5.2%	-0.6%	1.6%	1.7%
负债合计	253,084	255,436	263,812	272,172	EBIT 增长率	2.0%	-10.3%	1.6%	0.4%
归属母公司所有者权益	119,441	124,678	130,228	135,539	归母公司净利润增长率	0.8%	-8.6%	5.6%	1.1%
少数股东权益	52,875	54,541	56,136	57,893	获利能力				
所有者权益合计	172,316	179,219	186,364	193,432	毛利率	34.0%	31.9%	32.0%	31.8%
负债和股东权益	425,401	434,655	450,176	465,604	净利率	20.1%	18.1%	18.8%	18.7%
					ROE	6.3%	5.5%	5.6%	5.5%
					ROIC	7.9%	6.8%	6.7%	6.5%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	59.5%	58.8%	58.6%	58.5%
经营活动现金流	38,016	33,582	33,578	32,787	流动比率	0.9	1.2	1.4	1.7
现金收益	35,744	34,058	34,513	34,751	速动比率	0.7	0.9	1.2	1.5
存货影响	269	-1,226	-332	-439	营运能力				
经营性应收影响	-1,010	3,190	526	446	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性应付影响	-2,890	2,503	453	598	应收账款周转天数	44	36	32	29
其他影响	5,903	-4,943	-1,582	-2,570	存货周转天数	128	128	131	131
投资活动现金流	-20,169	-12,275	-12,817	-13,220	每股指标 (元)				
资本支出	-17,573	-3,853	-3,641	-3,648	每股收益	0.21	0.20	0.21	0.21
股权投资	-1,143	-782	-821	-862	每股经营现金流	0.75	0.67	0.66	0.65
其他长期资产变化	-1,453	-7,641	-8,355	-8,711	每股净资产	2.37	2.47	2.58	2.68
融资活动现金流	-17,973	-1,197	3,929	5,009	估值比率				
借款增加	-3,652	3,030	7,212	8,215	P/E	18	20	18	18
股利及利息支付	-16,035	-14,073	-14,270	-14,766	P/B	2	2	1	1
股东融资	102	0	0	0	EV/EBITDA	25	26	26	25
其他影响	1,612	9,846	10,987	11,561					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn