

中国广核 (003816.SZ)

电价下行致业绩触底，拟注入惠州核电

优于大市

核心观点

发电量持续增长，电价下降拖累业绩增长。2025上半年公司实现营业收入391.67亿元，同比减少0.53%；归母净利润59.52亿元，同比减少16.30%，主要系电价下行影响所致。2025上半年公司运营管理的核电机组总发电量1203.11亿kWh，同比增加6.11%，上网电量1133.60亿kWh，同比增加6.93%，电量增速较一季度有所放缓。

机组开发有序进行，核电业务长期发展确定性高。截至6月30日，公司管理28台在运机组，装机容量3179.6万kW，在建机组20台，装机容量2422.2万kW，占全国在运及在建核电总装机容量的44.46%，2025-2027年预计投产机组数量为1/2/2台。在近年核电核准节奏及核电项目建设周期下，公司在建规模接近达峰，随着资本开支随项目建设推进达峰及新建机组投产，公司现金流有望转好。

业绩因市场交易电价承压，广东电价接近触底。2025年上半年，受电力市场（尤其是广东、广西市场）整体交易价格有所下降，公司平均市场电价同比下降约8.23%。广东2025年年度电力中长期交易成交均价为0.39186元/千瓦时，1-8月月交易电价在372-377元/kWh区间浮动。按照广东《关于2025年电力市场交易有关事项的通知》等规定，2025年年度交易按照基准价+上下浮动原则，下限暂定为0.372元/千瓦时。目前广东电价接近触底，2026下降空间有限，公司业绩有望触底反弹。

拟注入惠州核电。8月27日，公司与集团订立股权转让协议，拟收购惠州核电82%、惠州第二核电100%、惠州第三核电100%、湛江核电100%股权，包括惠州1-6号机组（其中惠州第三核电5、6号、湛江核电尚未开展核电项目建设）。标的账面净资产价值总额约80.3亿元，交易作价93.8亿元，对应PB约1.17倍。

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。考虑到电价下行影响，预计2025-2027年公司归母净利润分别为97.5/104.4/111.8亿元（原为104.7/112.3/120.4亿元），同比增速-10%/7%/7%；每股收益0.19/0.21/0.22元，当前股价对应2025-2027年PE分别为19.8/18.5/17.3x，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	87,421	94,081	101,365
(+/-%)	-0.3%	5.2%	0.7%	7.6%	7.7%
归母净利润(百万元)	10725	10814	9752	10435	11176
(+/-%)	7.6%	0.8%	-9.8%	7.0%	7.10%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.19	0.21	0.22
EBIT Margin	31.1%	28.5%	29.2%	29.4%	29.9%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	9.1%	7.8%	8.0%	8.2%
市盈率 (PE)	18.0	17.8	19.8	18.5	17.3
EV/EBITDA	11.8	11.8	12.8	13.7	14.3
市净率 (PB)	1.70	1.62	1.54	1.48	1.41

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

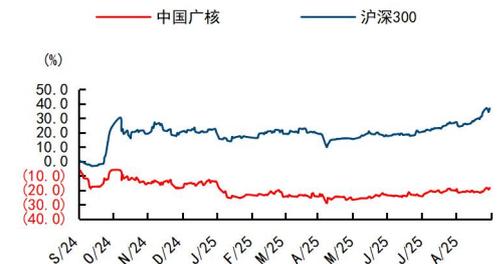
公用事业·电力

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
证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001	证券分析师：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.82元
总市值/流通市值	192905/192905百万元
52周最高价/最低价	4.92/3.33元
近3个月日均成交额	521.17百万元

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) - 电价下行和成本提高拖累业绩增长，机组开发有序进行》——2025-04-02
- 《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

发电量持续增长，电价下降拖累业绩增长。2025 上半年公司实现营业收入 391.67 亿元，同比减少 0.53%；归母净利润 59.52 亿元，同比减少 16.30%，主要系电价下行影响所致。第二季度营业收入 191.39 亿元，同比减少 5.23%，环比减少 4.44%；归母净利润 29.26 亿元，同比减少 16.54%，环比减少 3.28%。2025 上半年公司运营管理的核电机组总发电量 1203.11 亿 kWh，同比增加 6.11%，上网电量 1133.60 亿 kWh，同比增加 6.93%，电量增速较一季度有所放缓。第二季度单季度，公司总发电量 601.37 亿 kWh，同比增长 3.15%，环比下降 0.06%；上网电量 566.71 亿 kWh，同比增长 4.57%，环比下降 0.03%。公司最新投产的机组为防城港 4 号机组，投产时间为 2024 年 5 月 25 日，叠加大亚湾核电和岭东核电换料大修时间同比减少，贡献发电量增长。公司下一台投产的机组为惠州 1 号机组，已进入调试阶段，预计年内投产。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



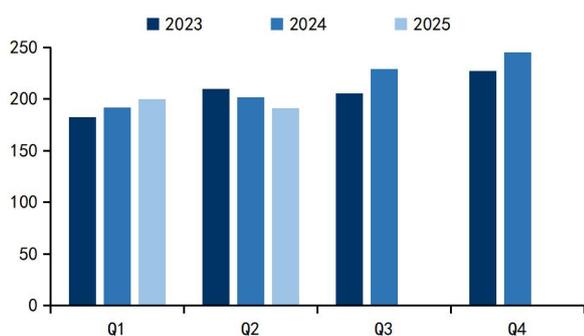
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



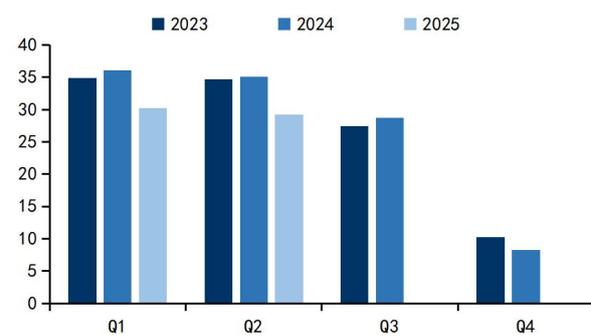
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



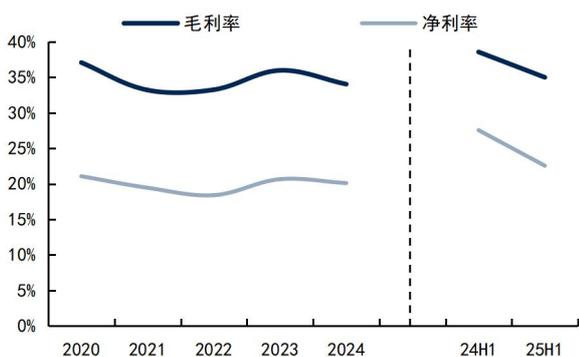
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率因电价下行明显下降。2025 年上半年公司毛利率为 34.99%，同比降低 3.57pct，净利率为 22.55%，同比下降 5.00pct，主要系电价下行所致。公司费用率基本保持稳定，销售费用率为 0.03%，同比微降 0.01pct；管理费用率为 2.95%，同比提高 0.03pct；利息支出减少，财务费用率为 5.83%，同比降低 0.52pct；研发费用率为 1.34%，同比提高 0.55pct；费用率合计 10.15%，同比提高 0.05pct。公司所得税费用同比增长 17.91%，主要系部分核电机组（阳江 6 号、台山 2 号）所得税优惠政策到期以及税收政策口径调整所致。

ROE 受净利率影响下降，投资现金流规模明显增长。2025 年上半年公司 ROE 为

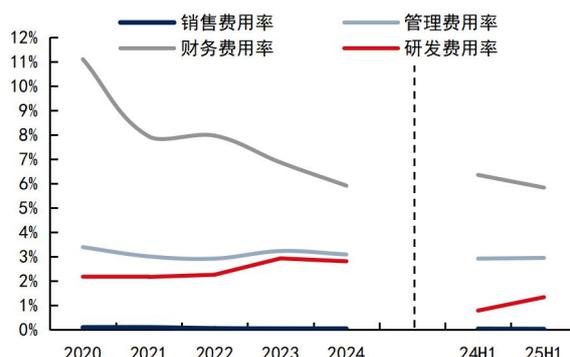
4.88%，同比降低 1.25pct，主要是净利率同比降幅较大所致。公司经营性现金净流入 113.17 亿元，同比减少 11.5%，主要系支付燃料组件款项增加以及税收政策口径调整导致所得税支出增加所致；投资性现金净流出为 88.1 亿元，同比增长 76.7%，主要是在建核电项目投资支出增加，公司在建及核准待建机组数量达到 20 台；融资性现金流转为净流入 26.56 亿元，主要是受经营及投资活动现金结余减少影响，公司增加借款所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



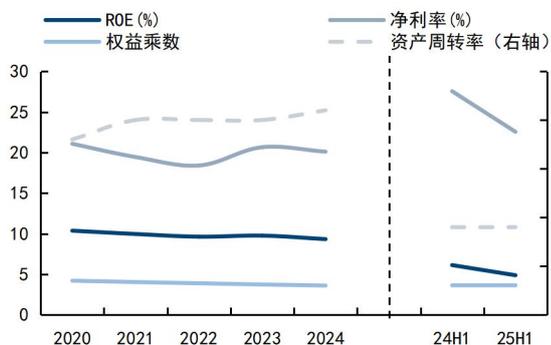
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：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7：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8：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。截至 6 月 30 日，公司管理 28 台在运机组，装机容量 3179.6 万 kW，在建机组 20 台，装机容量 2422.2 万 kW，占全国在运及在建核电总装机容量的 44.46%。在建机组中 3 台处于调试阶段，2 台处于设备安装阶段，4 台处于土建施工阶段，11 台处于 FCD 准备阶段；2025-2027 年预计投产机组数量为 1/2/2 台。2025 年 4 月 27 日，公司台山二期项目、防城港三期项目获国务院核准，公司在建及核准待建机组数量和装机行业领先。在近年核电核准节奏及核电项目建设周期下，公司在建规模接近达峰，随着资本开支随项目建设推进达峰及新建机组投产，公司现金流有望转好。

业绩因市场交易电价承压，广东电价接近触底。2025 年上半年，受电力市场（尤其是广东、广西市场）整体交易价格有所下降，公司平均市场电价同比下降约 8.23%。广东 2025 年年度电力中长期交易成交均价为 0.39186 元/千瓦时，1-8 月月度交易电价在 372-377 元/kWh 区间浮动。按照广东《关于 2025 年电力市场交

易有关事项的通知》等规定，2025 年年度交易按照基准价+上下浮动原则，下限暂定为 0.372 元/千瓦时。目前广东电价接近触底，2026 下降空间有限，公司业绩有望触底反弹。

拟注入惠州核电。8 月 27 日，公司与集团订立股权转让协议，拟收购惠州核电 82%、惠州第二核电 100%、惠州第三核电 100%、湛江核电 100% 股权，包括惠州 1-6 号机组（其中惠州第三核电 5、6 号、湛江核电尚未开展核电项目建设）。标的账面净资产价值总额约 80.3 亿元，交易作价 93.8 亿元，对应 PB 约 1.17 倍。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到电价下行影响，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 97.5/104.4/111.8 亿元（原为 104.7/112.3/120.4 亿元），同比增速-10%/7%/7%；每股收益 0.19/0.21/0.22 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 19.8/18.5/17.3x，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	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	24E	
601985.SH	中国核电	9.07	1,857	0.46	0.5	0.55	0.62	22.4	18.1	16.5	14.6	2.07	优于大市
600900.SH	长江电力	27.96	6,819	1.33	1.41	1.49	1.53	22.3	19.8	18.8	18.3	3.35	优于大市
600025.SH	华能水电	9.16	1,647	0.46	0.50	0.53	0.55	20.6	18.2	17.3	16.7	2.02	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	87421	94081	101365
应收款项	11879	9622	9690	10299	10958	营业成本	52858	57266	58594	62562	66777
存货净额	20573	20303	21336	22716	24193	营业税金及附加	875	935	874	941	1014
其他流动资产	24595	28772	28888	30995	33294	销售费用	41	47	48	51	55
流动资产合计	72787	75491	77549	82527	87887	管理费用	2664	2679	2698	2904	3128
固定资产	304681	308543	344483	424166	508067	财务费用	5666	5133	6698	7952	9015
无形资产及其他	5446	6109	6006	5896	5781	投资收益	1604	1933	1660	1631	1693
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)	(997)	(1183)	(1387)
资产总计	415250	425401	409621	551462	641750	营业利润	20594	21974	18992	19927	21477
短期借款及交易性金融负债	38212	38212	59984	124452	182205	营业外净收支	(64)	(378)	(196)	(196)	(196)
应付款项	30270	26852	28283	30183	32220	利润总额	20531	21596	18796	19732	21281
其他流动负债	8906	18415	19255	20459	21745	所得税费用	3485	4153	3947	3946	4256
流动负债合计	77388	83479	107522	175094	236171	少数股东损益	6321	6630	5097	5350	5849
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	9752	10435	11176
其他长期负债	10793	11492	12038	12585	13131	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	172559	169605	176268	187008	199678	净利润	10725	10814	9752	10435	11176
负债合计	249946	253084	283790	362102	435849	资产减值准备	385	(221)	49	11	14
少数股东权益	52068	52875	55711	58687	61941	折旧摊销	11941	13167	11833	12758	13716
股东权益	113236	119441	76122	130673	136891	公允价值变动损失	385	(221)	49	11	14
负债和股东权益总计	415250	425401	409621	551462	634681	财务费用	5666	5133	6698	7952	9015
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(5039)	4442	1054	(993)	(1110)
每股收益	0.21	0.21	0.19	0.21	0.22	其它	14722	10034	7824	9287	10562
每股红利	0.09	0.10	0.09	0.09	0.10	经营活动现金流	33120	38016	30561	31508	34372
每股净资产	2.24	2.37				资本开支	(14246)	(19666)	(47719)	(64387)	(60895)
ROIC	6%	6%	5%	5%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9%	9%	8%	8%	8%	投资活动现金流	(12513)	(20169)	(48792)	(65460)	(61968)
毛利率	36%	34%	33%	34%	34%	权益性融资	85	102	0	0	0
EBIT Margin	31%	29%	29%	29%	30%	负债净变化	(807)	(3552)	6596	(10020)	(8305)
EBITDA Margin	46%	44%	43%	43%	43%	支付股利、利息	(4747)	(4797)	(4326)	(4629)	(4958)
收入增长	-0%	5%	1%	8%	8%	其它融资现金流	(7971)	(7124)	21771	64469	57753
净利润增长率	8%	1%	-10%	7%	7%	融资活动现金流	(19088)	(17973)	19071	43661	37408
资产负债率	73%	72%	73%	76%	78%	现金净变动	899	1055	840	9709	9812
股息率	2.5%	2.5%	2.2%	2.4%	2.6%	货币资金的期初余额	14841	15740	16795	17634	18516
P/E	18.0	17.8	19.8	18.5	17.3	货币资金的期末余额	15740	16795	17634	27344	28328
P/B	1.7	1.6				企业自由现金流	13987	17945	(14693)	(30475)	(24052)
EV/EBITDA	11.8	11.8				权益自由现金流	5210	7269	8384	17612	18184

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 ±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 ±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

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所提及的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