

2025 年 09 月 02 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
戴映忻
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 29 日
收盘价（元）	3.84
一年内最高/最低（元）	4.92/3.33
总市值（百万元）	193,914.67
流通市值（百万元）	193,914.67
总股本（百万股）	50,498.61
资产负债率（%）	60.23
每股净资产（元/股）	2.39

资料来源：聚源数据

中国广核 (003816.SZ)

——业绩低于预期 在手核电项目保障稳定持续成长

投资要点：

- **事件：1）公司披露 2025 年半年度业绩**，2025H1 公司实现营业收入 391.7 亿元，同比下滑 0.53%，实现归母净利润 59.5 亿元，同比下滑 16.3%，其中 Q2 实现归母净利润 29.3 亿元，同比下滑 16.5%，低于我们的预期；**2）公司计划以现金方式收购惠州核电**，收购标的为中广核持有的惠州核电 82%股权、惠州第二核电 100%股权、惠州第三核电 100%股权、湛江核电 100%股权，收购对价 93.8 亿元。
- **电价下降、其他收益下滑以及所得税费用增加，公司 25H1 盈利表现不佳。**1) 在收入端，2025H1 公司实现发电量 1203.1 亿千瓦时，同比增长 6.1%，但受到市场交易电量比例同比提升（从 2024H1 的 52.4%增加至 2025H1 的 56.1%）、市场化交易电价下降影响，公司平均市场电价同比下降 8.23%，受此影响，公司上半年电力收入同比增长 0.93%，毛利率同比下降 5.4 个百分点；2) 25Q2 公司实现其他收益仅 1.8 亿元，同比下降 5.1 亿元，预计主因增值税退税实际收到金额同比下滑；3) 所得税费用再次提升，2025H1 公司所得税费用同比增加 17.9%，主因部分机组所得税优惠政策到期以及税收政策口径调整，根据公司公告，2025H1 公司调整以前年度所得税 5.9 亿元（去年同期为 0.6 亿元）。
- **收购惠州核电 1-6 号机组和湛江核电，收购 PB 1.17 倍。**基于前期避免同业竞争的承诺，公司计划收购中广核持有的惠州核电 82%股权（拥有惠州核电 1-2 号机组，处于在建状态，预计分别于 2025、2026 年陆续投产）、惠州第二核电 100%股权（拥有惠州核电 3-4 号机组，处于在建状态，预计 3 号机组 2030 年投产）、惠州第三核电 100%股权（拥有惠州核电 5-6 号机组，尚未开工）、湛江核电 100%股权（处于前期开发阶段），收购对价 93.8 亿元，上述公司合计权益净资产约 80.3 亿元，测算收购 PB 1.17 倍，同时此次收购为现金收购，收购完成后公司在建、拟建、储备核电机组将有所增加，为公司未来装机成长奠定基础。
- **在建核电机组 20 台（含控股股东委托公司管理的 8 台机组），保障公司中长期装机成长性。**截至 2025 年 6 月底，公司拥有在建装机 20 台（含控股股东委托管理的 8 台核电机组），预计将在 2025-2032 年陆续投产，充分保障公司的中长期装机成长性。更重要的是，随着 2027-2028 年公司核电机组投产高峰期的到来，公司经营现金流有望持续提升，为公司提高分红奠定基础。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 108.2、113、120 亿元，同比增长率分别为 0.09%、4.39%、6.2%。当前股价对应的 2025-2027 年的 PE 分别为 18、17、16 倍，继续维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**电价波动风险，电量波动风险，新增项目投产进度不及预期的风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	82,549	86,804	87,604	90,547	95,866
同比增长率（%）	-0.33%	5.16%	0.92%	3.36%	5.87%
归母净利润（百万元）	10,725	10,814	10,823	11,299	11,999
同比增长率（%）	7.62%	0.83%	0.09%	4.39%	6.20%
每股收益（元/股）	0.21	0.21	0.21	0.22	0.24
ROE（%）	9.47%	9.05%	8.63%	8.58%	8.67%
市盈率（P/E）	18.08	17.93	17.92	17.16	16.16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,795	14,893	15,393	16,297
应收票据及账款	12,670	12,787	13,216	13,993
预付账款	22,708	22,917	23,687	25,078
其他应收款	718	724	749	793
存货	20,303	20,799	21,474	22,385
其他流动资产	2,297	2,319	2,396	2,537
流动资产总计	75,491	74,438	76,916	81,083
长期股权投资	15,636	17,536	19,436	21,336
固定资产	263,034	272,221	300,143	326,797
在建工程	44,947	66,947	68,947	70,947
无形资产	6,109	6,526	6,867	7,132
长期待摊费用	1,792	1,733	1,673	1,613
其他非流动资产	18,391	17,142	15,893	14,644
非流动资产合计	349,909	382,106	412,960	442,470
资产总计	425,401	456,544	489,875	523,553
短期借款	17,181	17,591	21,090	24,698
应付票据及账款	26,852	27,507	28,400	29,605
其他流动负债	39,447	40,028	41,303	43,216
流动负债合计	83,479	85,126	90,793	97,519
长期借款	158,970	175,812	190,694	203,616
其他非流动负债	10,635	10,635	10,635	10,635
非流动负债合计	169,605	186,447	201,329	214,251
负债合计	253,084	271,573	292,122	311,770
股本	50,499	50,499	50,499	50,499
资本公积	10,844	10,844	10,844	10,844
留存收益	58,099	64,121	70,407	77,083
归属母公司权益	119,441	125,463	131,750	138,426
少数股东权益	52,875	59,508	66,003	73,357
股东权益合计	172,316	184,972	197,753	211,783
负债和股东权益合计	425,401	456,544	489,875	523,553

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	17,444	14,613	14,950	16,509
折旧与摊销	13,465	11,703	13,046	14,390
财务费用	5,133	5,401	5,928	6,432
投资损失	-1,933	-1,970	-1,970	-1,970
营运资金变动	-839	387	192	-146
其他经营现金流	4,746	3,471	3,471	3,471
经营性现金净流量	38,016	33,605	35,616	38,685
投资性现金净流量	-20,169	-42,557	-42,557	-42,557
筹资性现金净流量	-17,973	7,050	7,441	4,776
现金流量净额	-114	-1,902	500	904

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	86,804	87,604	90,547	95,866
营业成本	57,266	58,663	60,567	63,136
税金及附加	935	908	939	994
销售费用	47	47	49	52
管理费用	2,679	2,453	2,535	2,684
研发费用	2,443	2,102	2,083	2,205
财务费用	5,133	5,401	5,928	6,432
资产减值损失	-125	-171	-177	-187
信用减值损失	164	13	13	14
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,933	1,970	1,970	1,970
公允价值变动损益	-6	0	0	0
资产处置收益	11	7	7	7
其他收益	1,696	1,696	1,696	1,696
营业利润	21,974	21,544	21,956	23,863
营业外收入	50	31	31	31
营业外支出	428	227	227	227
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	21,596	21,348	21,760	23,667
所得税	4,153	3,891	3,967	4,314
净利润	17,444	17,457	17,793	19,353
少数股东损益	6,630	6,634	6,495	7,354
归属母公司股东净利润	10,814	10,823	11,299	11,999
EPS(元)	0.21	0.21	0.22	0.24

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	5.16%	0.92%	3.36%	5.87%
营业利润增长率	6.70%	-1.96%	1.91%	8.69%
归母净利润增长率	0.83%	0.09%	4.39%	6.20%
经营现金流增长率	14.78%	-11.60%	5.98%	8.62%
盈利能力				
毛利率	34.03%	33.04%	33.11%	34.14%
净利率	20.10%	19.93%	19.65%	20.19%
ROE	9.05%	8.63%	8.58%	8.67%
ROA	2.54%	2.37%	2.31%	2.29%
估值倍数				
P/E	17.93	17.92	17.16	16.16
P/S	2.23	2.21	2.14	2.02
P/B	1.62	1.55	1.47	1.40
股息率	1.93%	2.48%	2.58%	2.74%
EV/EBITDA	11	12	12	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。