

# 中国广核 (003816.SZ)

## 电价下降拖累短期业绩，拟注入惠州核电夯实未来基础

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	82,549	86,804	86,639	90,498	96,507
增长率 yoy (%)	-0.3	5.2	-0.2	4.5	6.6
归母净利润 (百万元)	10,725	10,814	9,978	10,431	11,429
增长率 yoy (%)	7.6	0.8	-7.7	4.5	9.6
ROE (%)	10.3	10.1	8.6	8.5	8.7
EPS 最新摊薄 (元)	0.21	0.21	0.20	0.21	0.23
P/E (倍)	17.4	17.2	18.7	17.9	16.3
P/B (倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件:** 公司发布 2025 半年报。2025 年上半年, 公司实现营业收入 391.67 亿元, 同比-0.53%; 归母净利润 59.52 亿元, 同比-16.30%; 扣非归母净利润 56.09 亿元, 同比-19.42%。基本每股收益 0.12 元/股, 同比-16.31%; ROE4.88%, 同比-1.19pct。

从单季度来看, 2025 年 Q2 公司实现营收 191.39 亿元, 同比-5.23%, 环比-4.44%; 实现归母净利润 29.26 亿元, 同比-16.54%, 环比-3.28%; 实现扣非净利润 26.81 亿元, 同比-22.89%, 环比-8.43%。

**上网电量增长有效对冲电价下行压力, 核电发电营收同比微增。** 分业务看, 2025H1, 公司核电发电实现营收 306.58 亿元, 同比+0.93%; 建筑安装和设计服务实现营收 76.12 亿元, 同比-4.83%。公司核电发电营收同比实现微增核心在于上网电量的增长部分对冲了市场化电价的下滑。上半年, 公司管理的在运核电机组累计上网电量为 1133.60 亿千瓦时, 同比+6.93%。电量增长主要受益于两方面: 1) 2024 年 5 月投运的防城港 4 号机组带来增量贡献; 2) 大修天数同比减少, 带动公司在运机组平均利用小时数同比增加 125 小时至 3784 小时。然而, 公司市场化交易电量占比同比提升 3.7pct 至 56.1%, 放大了电价波动的影响。受部分核心区域电力市场供需关系变化影响, 公司平均市场电价较 2024 年同期下降约 8.23%, 其中广东、广西区域市场电价下降较为明显。

**电价下行及税费影响侵蚀盈利, 毛利率及净利率承压。** 2025H1, 公司在营收基本持平的背景下, 归母净利润下滑明显, 主要受毛利率下降及税费增加影响。由于电价下行, 公司核心的电力销售业务毛利率同比-5.44pct 至 43.29%。此外, 公司所得税费用同比+17.91%至 24.90 亿元, 主要由于部分核电机组所得税优惠政策到期, 以及增值税退税政策解释口径变化带来的一次性补缴影响。多重因素叠加导致公司盈利能力阶段性承压。

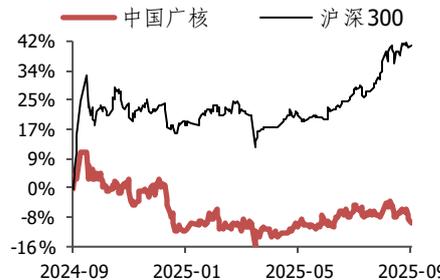
**核电机组审批维持常态化, 在建及储备项目充裕。** 2025 年 4 月 27 日, 公司旗下台山二期项目 (3、4 号机组) 和防城港三期项目 (5、6 号机组) 获得国务院核准。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司管理 28 台在运核电机组 (装机容量 31796 兆瓦) 和 20 台在建核电机组 (装机容量 24222 兆瓦), 在建容量占在运容量的 76.18%, 为长期发展提供坚实基础。2025H1, 公司在建项目稳步推

### 增持 (首次评级)

#### 股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 9 月 22 日收盘价 (元)	3.60
总市值 (百万元)	181,795.00
流通市值 (百万元)	141,605.95
总股本 (百万股)	50,498.61
流通股本 (百万股)	39,334.99
近 3 月日均成交额 (百万元)	563.05

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

##### 分析师 范杨春晓

执业证书编号: S1070521050001

邮箱: fycx@cgws.com

##### 分析师 张靖苗

执业证书编号: S1070524070005

邮箱: zhjingmiao@cgws.com

##### 分析师 何郭香池

执业证书编号: S1070523110002

邮箱: hgxc@cgws.com

##### 分析师 杨天放

执业证书编号: S1070524080003

邮箱: yangtianfang@cgws.com

#### 相关研究

进,陆丰 1 号机组实现 FCD,惠州 1 号机组预计于 2025 年内投产,有望于 2026 年贡献全年业绩增量。

**拟注入惠州核电,长期成长路径进一步明晰。**基于前期避免同业竞争的承诺,公司 8 月 27 日与控股股东中广核集团签订股权转让协议,拟以 93.75 亿元收购集团持有的惠州核电 82% 股权(持有在建惠州核电 1、2 号机组,预计分别于 2025、2026 年投产)、惠州第二核电 100% 股权(持有在建惠州核电 3、4 号机组,预计 3 号机组 2030 年投产)、惠州第三核电 100% 股权(持有惠州核电 5、6 号机组,处于项目前期,尚未开始建设)、湛江核电 100% 股权(处于项目前期),合计权益净资产约 80.31 亿元,测算收购 PB 1.17 倍。本次收购完成后公司将增加多个在建及储备核电项目,公司长期成长路径进一步明晰。

**投资建议:**公司作为国内核电行业领先企业,拥有行业领先的机组规模和卓越的运营能力。尽管短期业绩受广东、广西等核心区域市场化电价下行影响而阶段性承压,但我们认为电价进一步下行空间有限。加之从行业来看,核电行业增长预期明确,受高利用小时数、合理电价、折旧及财务费用长期下降的趋势等利好因素影响,行业规模及利润都将持续增长。公司整体长期成长路径清晰,我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 866.39、904.98、965.07 亿元,同比-0.2%、+4.5%、+6.6%,实现归母净利润 99.78、104.31、114.29 亿元,同比-7.7%、+4.5%、+9.6%,对应 EPS 分别为 0.20、0.21、0.23 元,当前股价对应的 PE 倍数为 18.7X、17.9X、16.3X,首次评级,给予“增持”评级。

**风险提示:**核电机组建设进度不及预期。新增核电机组核准不及预期。核电厂安全性风险。上游原材料价格波动风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	72787	75508	74991	80266	83981
现金	15740	16812	16780	17527	18691
应收票据及应收账款	11827	9207	12142	9158	13636
其他应收款	73	718	71	753	126
预付账款	18952	22708	18873	24560	21757
存货	20573	20303	21771	22218	23964
其他流动资产	5623	5760	5354	6050	5807
<b>非流动资产</b>	342463	351246	346716	355249	369756
长期股权投资	14494	15636	17344	19071	20810
固定资产	246684	261803	260282	269364	283360
无形资产	11574	13455	14338	15174	15951
其他非流动资产	69711	60351	54752	51640	49635
<b>资产总计</b>	415250	426755	421707	435515	453736
<b>流动负债</b>	77388	83568	102006	131364	162320
短期借款	14255	17264	20195	49688	74713
应付票据及应付账款	30270	26857	32693	30129	35364
其他流动负债	32863	39447	49117	51547	52242
<b>非流动负债</b>	172559	169673	134973	107324	80917
长期借款	161766	158181	123481	95832	69425
其他非流动负债	10793	11492	11492	11492	11492
<b>负债合计</b>	249946	253240	236979	238688	243237
少数股东权益	52068	52875	58769	65006	71841
股本	50499	50499	50499	50499	50499
资本公积	10794	12044	12044	12044	12044
留存收益	51109	57173	66016	75299	85470
归属母公司股东权益	113236	120639	125959	131821	138658
<b>负债和股东权益</b>	415250	426755	421707	435515	453736

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	33120	38016	36846	27283	38081
净利润	17046	17444	15873	16667	18264
折旧摊销	11941	13167	11928	12649	13729
财务费用	5666	5133	5312	5289	5934
投资损失	-1604	-1933	-1781	-1802	-1817
营运资金变动	-570	-839	5450	-5568	1926
其他经营现金流	641	5044	65	47	45
<b>投资活动现金流</b>	-12513	-20169	-5606	-19373	-26411
资本支出	14246	19666	5691	19454	26497
长期投资	-734	-537	-1707	-1727	-1739
其他投资现金流	2468	35	1792	1808	1824
<b>筹资活动现金流</b>	-19088	-17973	-35207	-36320	-35643
短期借款	2324	3009	2932	29492	25025
长期借款	-2801	-3585	-34699	-27649	-26407
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-13	1250	0	0	0
其他筹资现金流	-18598	-18647	-3439	-38163	-34262
<b>现金净增加额</b>	1540	-114	-3967	-28411	-23973

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	82549	86804	86639	90498	96507
营业成本	52858	57266	58945	61626	64699
营业税金及附加	875	935	913	962	1025
销售费用	41	47	35	33	35
管理费用	2664	2679	2608	2715	2866
研发费用	2420	2443	2392	2489	2625
财务费用	5666	5133	5312	5289	5934
资产和信用减值损失	-334	39	-76	-54	-52
其他收益	1305	1696	1525	1546	1564
公允价值变动收益	-10	-6	3	-2	-1
投资净收益	1604	1933	1781	1802	1817
资产处置收益	4	11	8	8	9
<b>营业利润</b>	20594	21974	19675	20683	22659
营业外收入	19	50	35	37	39
营业外支出	83	428	270	291	307
<b>利润总额</b>	20531	21596	19441	20430	22391
所得税	3485	4153	3568	3762	4127
<b>净利润</b>	17046	17444	15873	16667	18264
少数股东损益	6321	6630	5894	6237	6835
<b>归属母公司净利润</b>	10725	10814	9978	10431	11429
EBITDA	37957	40020	36793	38436	42179
EPS (元/股)	0.21	0.21	0.20	0.21	0.23

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-0.3	5.2	-0.2	4.5	6.6
营业利润 (%)	9.3	6.7	-10.5	5.1	9.6
归属母公司净利润 (%)	7.6	0.8	-7.7	4.5	9.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	36.0	34.0	32.0	31.9	33.0
净利率 (%)	20.6	20.1	18.3	18.4	18.9
ROE (%)	10.3	10.1	8.6	8.5	8.7
ROIC (%)	6.8	6.8	6.7	6.7	7.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.2	59.3	56.2	54.8	53.6
净负债比率 (%)	112.8	104.8	87.0	82.8	77.0
流动比率	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	6.2	8.3	8.1	8.5	8.5
应付账款周转率	2.3	2.6	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.21	0.20	0.21	0.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.66	0.75	0.73	0.54	0.75
每股净资产 (最新摊薄)	2.24	2.39	2.49	2.60	2.74
<b>估值比率</b>					
P/E	17.4	17.2	18.7	17.9	16.3
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.2	10.5	11.0	10.8	10.0

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
邮编：100031

传真：86-10-88366686