

公用事业

2025 年 10 月 29 日

中国广核 (003816)

——量价短期承压 变动成本补偿取消利好电价回升

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年三季报。**1-9 月公司实现营业收入 597.23 亿元,同比下降 4.09%(调整后,下同),归属于上市公司股东的净利润 85.76 亿元,同比下降 14.14%,其中 Q3 归母净利润 26.24 亿元,同比下降 8.81%,业绩表现基本符合我们的预期。
- **量增价减,公司营收及利润短期承压。**9M25 公司运营管理核电机组总发电量约为 1828.22 亿千瓦时,同比上升 2.67%,其中子公司发电量为 1440.70 亿千瓦时,同比增长 3.53%。上网电量约为 1721.79 亿千瓦时,同比上升 3.17%,其中子公司上网电量为 1357.46 亿千瓦时,同比增长 4.15%。前三季度公司发电增量主要来自于:1)防城港 4 号机组于 2024 年 5 月投入商运,今年上半年较去年同期贡献增量。2)大亚湾、岭东核电站换料时间低于去年同期。电价方面,主要由于电力市场整体交易价格有所下降,导致公司营业收入及利润同比下滑。
- **公司在建机组规模庞大,远期成长具有强确定性。**截至本报告期末,公司共管理 20 台在建核电机组(包括公司控股股东委托公司管理的 8 台机组),其中 4 台处于调试阶段,2 台处于设备安装阶段,3 台处于土建施工阶段,11 台处于 FCD 准备阶段,其中惠州 1 号及惠州 2 号机组分别有望于今年四季度及明年上半年投产,为公司明年提供发电增量。长周期来看,“十五五”期间在建机组有望陆续投产,长周期内公司电量及业绩规模有望实现阶梯式成长。
- **可转债募集资金就位降低资金压力,财务降费提升公司盈利能力。**根据公司三季报,公司可转债发行募集资金已用于置换前期预先投入募投项目的自筹资金。除拓展融资渠道外,降息周期下公司还可通过债务置换等方式持续减轻财务费用压力。9M25 公司财务费用为 34.38 亿元,同比减少 11.4%,为公司贡献显著业绩增量。
- **2026 年广东核电不再执行变动成本补偿机制,利好公司上网电价回升。**近日广东电力市场交易方案发布,核电机组不再执行变动成本补偿机制。2025 年广东省市场交易电价 0.39 元/千瓦时,但执行差价合约后的核电实现的市场电价约为 0.35 元/千瓦时。2026 年不再执行变动成本补偿机制后,最悲观考虑 2026 年年度交易电价为下限 0.372 元/千瓦时,较 2025 年也将有所提升。2026 年公司岭澳、阳江核电年度市场化交易部分收益提升确定性,保障公司盈利能力触底回升。
- **盈利预测与评级：**我们维持公司 2025-2027 年的归母净利润预测分别为 101.72、109.81、117.36 亿元。当前股价对应 PE 分别为 20、19 和 18 倍,维持“买入”评级。
- **风险提示：**新增装机进度不及预期,机组大修时长超过预期,上网电价不及预期

财务数据及盈利预测

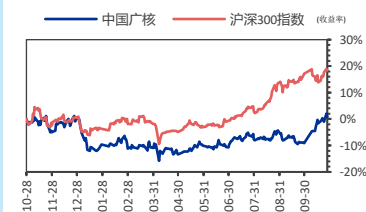
	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	86,804	59,723	85,690	88,161	91,543
同比增长率(%)	5.2	-4.1	-1.3	2.9	3.8
归母净利润(百万元)	10,814	8,576	10,172	10,981	11,736
同比增长率(%)	0.8	-14.1	-5.9	8.0	6.9
每股收益(元/股)	0.21	0.17	0.20	0.22	0.23
毛利率(%)	34.0	33.5	32.4	33.5	33.7
ROE(%)	9.1	7.0	8.6	9.3	10.0
市盈率	19		20	19	18

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 10 月 28 日
收盘价(元)	4.07
一年内最高/最低(元)	4.22/3.33
市净率	1.7
股息率(分红/股价)	2.33
流通 A 股市值(百万元)	160,093
上证指数/深证成指	3,988.22/13,430.10
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产(元)	2.44
资产负债率%	60.83
总股本/流通 A 股(百万)	50,499/39,335
流通 B 股/H 股(百万)	-/11,164

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,549	86,804	85,690	88,161	91,543
其中：营业收入	82,549	86,804	85,690	88,161	91,543
减：营业成本	52,858	57,266	57,902	58,633	60,667
减：税金及附加	875	935	923	950	986
主营业务利润	28,816	28,603	26,865	28,578	29,890
减：销售费用	41	47	47	48	50
减：管理费用	2,664	2,679	2,571	2,627	2,655
减：研发费用	2,420	2,443	2,244	2,369	2,352
减：财务费用	5,666	5,133	4,821	4,795	4,755
经营性利润	18,025	18,301	17,182	18,739	20,078
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	8	164	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-343	-125	-100	-100	-100
加：投资收益及其他	2,909	3,629	3,829	3,929	4,049
营业利润	20,594	21,974	20,923	22,579	24,039
加：营业外净收入	-64	-378	-80	-80	-80
利润总额	20,531	21,596	20,843	22,499	23,959
减：所得税	3,485	4,153	4,303	4,702	4,969
净利润	17,046	17,444	16,540	17,797	18,990
少数股东损益	6,321	6,630	6,368	6,816	7,254
归属于母公司所有者的净利润	10,725	10,814	10,172	10,981	11,736

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。