

中国广核 (003816.SZ)

优于大市

广东取消变动成本补偿电价有望回升，完成惠州核电资产注入

核心观点

发电量持续增长，电价下降拖累业绩增长。2025年前三季度公司实现营业收入597.23亿元，同比减少4.09%；归母净利润85.76亿元，同比减少14.14%，主要系市场化电量增加、电价下降所致。第三季度实现营业收入205.56亿元，同比减少10.21%，环比增加7.40%；归母净利润26.24亿元，同比减少8.81%，环比减少10.32%。前三季度公司运营管理的核电机组总发电量1828.22亿kWh（+2.67%），上网电量1721.79亿kWh（+3.17%），电量增速环比有所放缓，电量增长主要系防城港今年发电时间多于去年同期及大亚湾、岭东换料大修时间减少所致。第三季度单季度，公司总发电量625.11亿kWh，同比-3.37%，环比+3.95%；上网电量588.19亿kWh，同比-3.39%，环比+3.79%。

2026年广东市场化核电取消变动成本补偿，上网电价触底反弹。10月21日，广东电力交易中心发布《关于广东电力市场2026年交易关键机制和参数的通知》，核电安排岭澳、阳江核电市场化交易电量约312亿kWh作为最终交易上限。对核电应用的政府授权单向差价合约机制与上年相同，但不再执行变动成本补偿机制。在市场交易均价不变的情况下，核电取消变动成本补偿后市场化电价约提高4分/kWh（含税，下同），即使在广东市场化电价触底0.372元/kWh的最差情况下，也将提高约2分/kWh。电价提高叠加新建机组投产，公司2026年业绩有望触底反弹。

核电增值税政策调整。10月17日，财政部、海关总署、税务总局印发《关于调整风力发电等增值税政策的公告》。2025年10月31日前已正式商业投产的核电机组，继续按原政策执行；2025年10月31日前国务院已核准但尚未正式商业投产的核电机组，核力发电企业生产销售电力产品，自正式商业投产次月起10个年度内，实行增值税先征后退政策，退税比例为已入库税款的50%；2025年11月1日后核准的核电机组，不再实行增值税先征后退政策。由于核电投产前期存在进项税抵减增值税的情况，实际不发生增值税返还，预计短期内增值税政策调整不会对核电盈利产生明显影响。

完成惠州核电注入。公司已完成资产注入事宜交易款项的支付，10月31日中广核惠州核电有限公司、中广核惠州第二核电有限公司、中广核惠州第三核电有限公司、中广核湛江核电有限公司完成资产注入，成为公司的子公司，其中惠州核电股权比例82%，惠州第二核电、惠州第三核电、湛江核电股权比例100%。

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：调整盈利预测，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94.1/107.5/117.3亿元（原为97.5/104.4/111.8亿元），同比增速-13%/14%/9%；每股收益0.19/0.21/0.23元，当前股价对应2025-2027年PE分别为21.1/18.5/17.0x，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 | 86,564 | 95,394 | 103,509 |

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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 | 4.01元 |
| 总市值/流通市值 | 202499/202499百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 4.22/3.33元 |
| 近3个月日均成交额 | 633.42百万元 |

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)-电价下行致业绩触底，拟注入惠州核电》——2025-08-29
- 《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

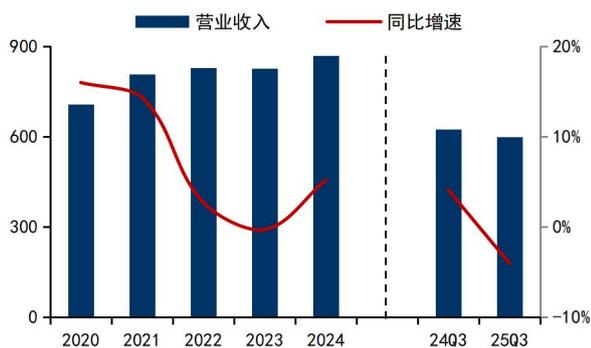
| | | | | | |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| (+/-%) | -0.3% | 5.2% | -0.3% | 10.2% | 8.5% |
| 归母净利润(百万元) | 10725 | 10814 | 9410 | 10749 | 11734 |
| (+/-%) | 7.6% | 0.8% | -13.0% | 14.2% | 9.17% |
| 每股收益(元) | 0.21 | 0.21 | 0.19 | 0.21 | 0.23 |
| EBIT Margin | 31.1% | 28.5% | 31.1% | 32.5% | 33.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 9.5% | 9.1% | 7.5% | 8.2% | 8.6% |
| 市盈率 (PE) | 18.0 | 17.8 | 20.5 | 17.9 | 16.4 |
| EV/EBITDA | 11.8 | 11.8 | 12.3 | 12.6 | 13.0 |
| 市净率 (PB) | 1.70 | 1.62 | 1.55 | 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

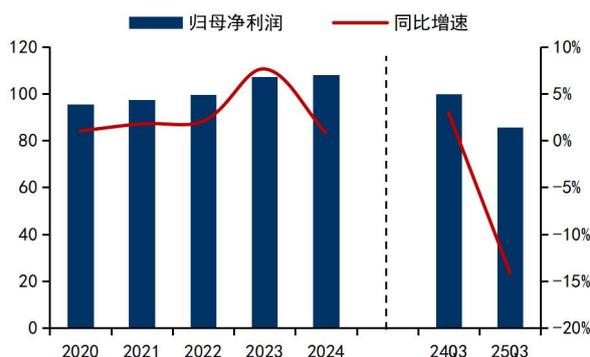
发电量持续增长，电价下降拖累业绩增长。2025 年前三季度公司实现营业收入 597.23 亿元，同比减少 4.09%；归母净利润 85.76 亿元，同比减少 14.14%，主要系市场化电量增加、电价下降所致。第三季度实现营业收入 205.56 亿元，同比减少 10.21%，环比增加 7.40%；归母净利润 26.24 亿元，同比减少 8.81%，环比减少 10.32%。前三季度公司运营管理的核电机组总发电量 1828.22 亿 kWh(+2.67%)，上网电量 1721.79 亿 kWh(+3.17%)，电量增速环比有所放缓，电量增长主要系防城港今年发电时间多于去年同期及大亚湾、岭东换料大修时间减少所致。第三季度单季度，公司总发电量 625.11 亿 kWh，同比-3.37%，环比+3.95%；上网电量 588.19 亿 kWh，同比-3.39%，环比+3.79%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



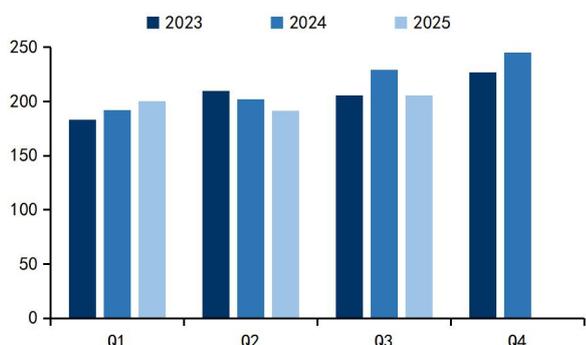
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



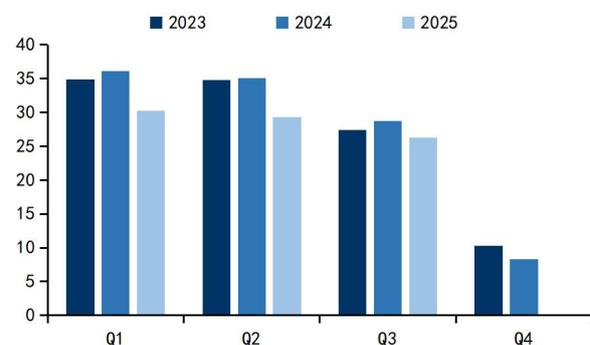
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



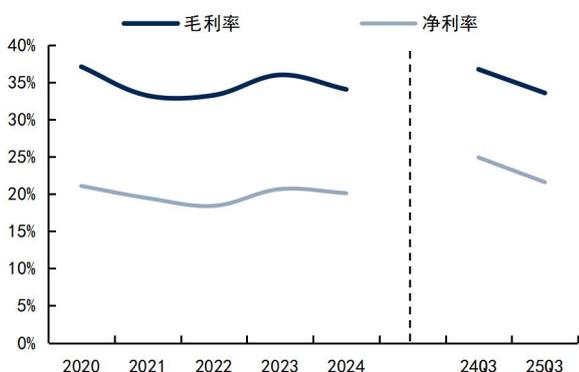
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率因电价下行明显下降。2025 年前三季度公司毛利率为 33.5%，同比降低 3.17pct，净利率为 21.58%，同比下降 3.31pct，主要系电价下行所致。公司费用率有所下降，销售费用率为 0.03%，同比微降 0.02pct；管理费用率为 3.05%，同比提高 0.20pct；利息支出减少，财务费用率为 5.76%，同比降低 0.47pct；研发费用率为 1.48%，同比提高 0.065pct；费用率合计 10.32%，同比降低 0.23pct。

ROE 受净利率影响下降，投资现金流规模明显增长。2025 年前三季度公司 ROE 为 6.95%，同比降低 1.65pct，除净利率下降影响外，资产周转率为 0.14 次，同比降低 0.01 次，权益乘数 3.59，同比降低 0.02。公司经营性现金净流入 207.92 亿元，同比减少 19.5%；投资性现金净流出为 42.54 亿元，同比增长 54.7%；融资

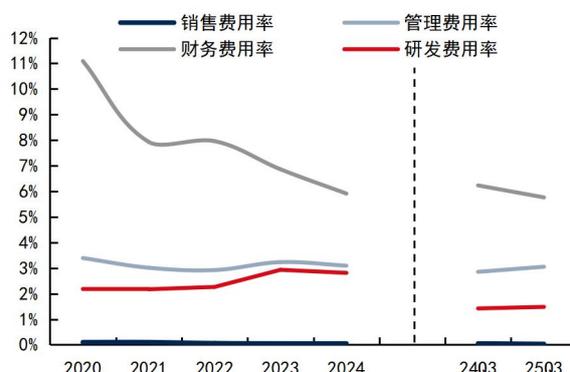
性现金流转为净流入 60.71 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率情况



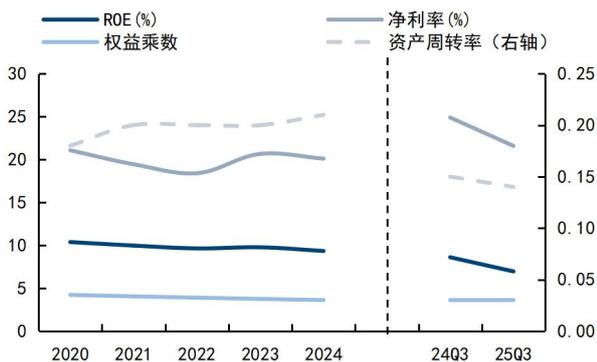
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 9 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 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; 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。

2026 年广东市场化核电取消变动成本补偿, 上网电价触底反弹。10 月 21 日, 广东电力交易中心发布《关于广东电力市场 2026 年交易关键机制和参数的通知》, 核电安排岭澳、阳江核电市场化交易电量约 312 亿 kWh 作为最终交易上限。对核电应用的政府授权单向差价合约机制与上年相同, 但不再执行变动成本补偿机制。在市场交易均价不变的情况下, 核电取消变动成本补偿后市场化电价约提高 4 分/kWh (含税, 下同), 即使在广东市场化电价触底 0.372 元/kWh 的最差情况下, 也将提高约 2 分/kWh。电价提高叠加新建机组投产, 公司 2026 年业绩有望触底反弹。

核电增值税政策调整。10月17日，财政部、海关总署、税务总局印发《关于调整风力发电等增值税政策的公告》。2025年10月31日前已正式商业投产的核电机组，继续按原政策执行；2025年10月31日前国务院已核准但尚未正式商业投产的核电机组，核力发电企业生产销售电力产品，自正式商业投产次月起10个年度内，实行增值税先征后退政策，退税比例为已入库税款的50%；2025年11月1日后核准的核电机组，不再实行增值税先征后退政策。由于核电投产前期存在进项税抵减增值税的情况，实际不发生增值税返还，预计短期内增值税政策调整不会对核电盈利产生明显影响。

完成惠州核电注入。公司已完成资产注入事宜交易款项的支付，10月31日中广核惠州核电有限公司、中广核惠州第二核电有限公司、中广核惠州第三核电有限公司、中广核湛江核电有限公司完成资产注入，成为公司的子公司，其中惠州核电股权比例82%，惠州第二核电、惠州第三核电、湛江核电股权比例100%。

投资建议：调整盈利预测，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94.1/107.5/117.3亿元（原为97.5/104.4/111.8亿元），同比增速-13%/14%/9%；每股收益0.19/0.21/0.23元，当前股价对应2025-2027年PE分别为21.1/18.5/17.0x，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 | 8.98 | 1,847 | 0.46 | 0.45 | 0.49 | 0.54 | 22.4 | 20.0 | 18.3 | 16.6 | 7.46 | 优于大市 |
| 600900.SH | 长江电力 | 28.10 | 6,876 | 1.33 | 1.41 | 1.49 | 1.53 | 22.3 | 19.9 | 18.9 | 18.4 | 3.37 | 优于大市 |
| 600025.SH | 华能水电 | 9.84 | 1,833 | 0.46 | 0.48 | 0.51 | 0.53 | 20.6 | 20.4 | 19.3 | 18.6 | 2.46 | 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 | 86564 | 95394 | 103509 |
| 应收款项 | 11879 | 9622 | 9595 | 10443 | 11190 | 营业成本 | 52858 | 57266 | 56390 | 60500 | 64767 |
| 存货净额 | 20573 | 20303 | 20353 | 21806 | 23310 | 营业税金及附加 | 875 | 935 | 866 | 954 | 1035 |
| 其他流动资产 | 24595 | 28772 | 28605 | 31428 | 33998 | 销售费用 | 41 | 47 | 47 | 52 | 57 |
| 流动资产合计 | 72787 | 75491 | 76188 | 82193 | 87940 | 管理费用 | 2664 | 2679 | 2672 | 2944 | 3195 |
| 固定资产 | 304681 | 308543 | 344483 | 424166 | 508067 | 财务费用 | 5666 | 5133 | 6700 | 7950 | 8992 |
| 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) | (973) | (1220) | (1446) |
| 资产总计 | 415250 | 425401 | 409621 | 551129 | 641803 | 营业利润 | 20594 | 21974 | 20396 | 23212 | 25505 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 38212 | 38212 | 60157 | 124135 | 180555 | 营业外净收支 | (64) | (378) | (196) | (196) | (196) |
| 应付款项 | 30270 | 26852 | 26981 | 28974 | 31045 | 利润总额 | 20531 | 21596 | 20201 | 23017 | 25310 |
| 其他流动负债 | 8906 | 18415 | 18406 | 19700 | 21021 | 所得税费用 | 3485 | 4153 | 4242 | 4834 | 5315 |
| 流动负债合计 | 77388 | 83479 | 105544 | 172809 | 232621 | 少数股东损益 | 6321 | 6630 | 6549 | 7434 | 8261 |
| 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 | 9410 | 10749 | 11734 |
| 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 | 9410 | 10749 | 11734 |
| 负债合计 | 249946 | 253084 | 281812 | 359817 | 432299 | 资产减值准备 | 385 | (221) | 49 | 11 | 14 |
| 少数股东权益 | 52068 | 52875 | 56518 | 60655 | 65251 | 折旧摊销 | 11941 | 13167 | 11833 | 12758 | 13716 |
| 股东权益 | 113236 | 119441 | 76122 | 130657 | 137185 | 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 | 551129 | 634735 | 财务费用 | 5666 | 5133 | 6700 | 7950 | 8992 |
| 关键财务与估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 营运资本变动 | (5039) | 4442 | 263 | (1836) | (1429) |
| 每股收益 | 0.21 | 0.21 | 0.19 | 0.21 | 0.23 | 其它 | 14722 | 10034 | 8634 | 10445 | 11881 |
| 每股红利 | 0.09 | 0.10 | 0.08 | 0.09 | 0.10 | 经营活动现金流 | 33120 | 38016 | 30238 | 32136 | 35930 |
| 每股净资产 | 2.24 | 2.37 | 2.47 | 2.59 | 2.72 | 资本开支 | (14246) | (19666) | (47719) | (64387) | (60895) |
| ROIC | 6% | 6% | 6% | 6% | 5% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 9% | 9% | 8% | 8% | 9% | 投资活动现金流 | (12513) | (20169) | (48792) | (65460) | (61968) |
| 毛利率 | 36% | 34% | 35% | 37% | 37% | 权益性融资 | 85 | 102 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 31% | 29% | 31% | 32% | 33% | 负债净变化 | (807) | (3552) | 6596 | (10020) | (8305) |
| EBITDA Margin | 46% | 44% | 45% | 46% | 46% | 支付股利、利息 | (4747) | (4797) | (4175) | (4768) | (5206) |
| 收入增长 | -0% | 5% | -0% | 10% | 9% | 其它融资现金流 | (7971) | (7124) | 21945 | 63978 | 56420 |
| 净利润增长率 | 8% | 1% | -13% | 14% | 9% | 融资活动现金流 | (19088) | (17973) | 19394 | 43033 | 35850 |
| 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% | 2.5% | 2.7% | 货币资金的期初余额 | 14841 | 15740 | 16795 | 17634 | 18516 |
| P/E | 18.0 | 17.8 | 20.5 | 17.9 | 16.4 | 货币资金的期末余额 | 15740 | 16795 | 17634 | 27344 | 28328 |
| P/B | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 企业自由现金流 | 13987 | 17945 | (14372) | (29002) | (21510) |
| EV/EBITDA | 11.8 | 11.8 | 12.3 | 12.6 | 13.0 | 权益自由现金流 | 5210 | 7269 | 8876 | 18675 | 19502 |

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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