

建筑装饰

2018年11月07日

报告原因：首次覆盖

**增持**（首次评级）

市场数据：2018年11月06日

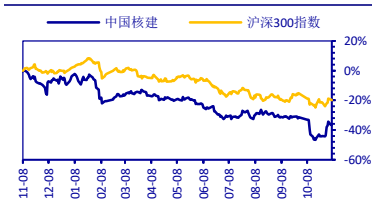
收盘价(元)	7.14
一年内最高/最低(元)	11.7/5.9
市净率	1.9
息率(分红/股价)	0.70
流通A股市值(百万元)	6867
上证指数/深证成指	2659.36/7791.25

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018年09月30日

每股净资产(元)	3.72
资产负债率%	86.83
总股本/流通A股(百万)	2625/962
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘晓宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

王璐 A0230516080007

wanglu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007

zhahao@swsresearch.com

联系人

查浩

(8621)23297818 × 转

zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 中国核建 (601611)

## ——核电建设领域绝对龙头 审批重启新一轮成长

投资要点：

- **核电建设行业绝对龙头，业绩稳健，积极扩张民用与工业领域。**公司是中国核建集团旗下核电工程商，实际控制人为国资委。截至目前公司承建我国绝大多数核电站的核岛工程，系我国核电建设领域领军企业，在国内核电工程市场长期占据绝对主导地位。近年来公司依托技术优势，积极拓展工业与民用工程，2017年工业与民用业务贡献55.96%的毛利，较2011年增长16.11个百分点。公司整体业绩稳健，2012-2017年归母净利润复合增速达12.38%。2016年公司顺利登陆A股，募资加码建设核电工程。截至2017年底，公司在国内已建成核电机组39台，在建19台；在国外已建成核电机组4台，在建2台。
- **核电业务盈利水平显著高于非核领域，但受审批停滞影响核电业绩下滑、亟待爆发。**公司核电业务主要聚焦于技术壁垒较高的核岛土建及安装工程，两类业务约占核电项目总投资的10%-15%，综合毛利率水平显著高于非核业务，盈利水平可观。但受两轮审批停滞影响，国内核电建设进度显著放缓，“十二五”仅开工13台核电机组，远低于“十一五”开工数量29台，16、17年仅开工4台。当前公司核电业绩处于低位，亟待爆发。
- **年内审批有望重启，开启公司新一轮成长，待核准机组核岛土建安装市场空间近400亿元。**2018年国家能源局印发《2018年能源工作指导意见》，计划2018年建成三门1号(AP1000首堆)、台山1号(EPR首堆)等5台核电机组，新增装机共计600万kW，计划开工6~8台核电机组。今年6月三门1号、台山1号先后并网成功，三门1号9月投产，台山1号处于并网调试阶段，预计将于年内投产。上述机组顺利投产，标志该技术的全面成熟，后续采用三代AP1000和EPR技术的相关拟建机组核准有望全面提速，未来三年有望每年核准6~8台机组，开启公司核电业务新一轮成长。目前中广核电力、中国核电和国电投待核准项目接近2400万千瓦，估算核岛土建安装市场空间接近400亿。另外公司拥有商务部批准的对外承包工程资格证书，且已有海外核电项目成功建设经验，目前公司控股股东与中国核工业集团战略重组事项有序推进，未来有望强强联手，加速海外核电业务扩张。
- **工业与民用工程贡献稳健业绩，后续基建和PPP工程或将贡献成长新动能。**2013-2017年公司工业与民用工程新签合同金额年均增速约24.26%，2017年新签工业与民用工程合同金额达646亿元，后续工程逐步落地贡献业绩。近期国家定调下半年实行积极财政政策和稳健货币政策，加大基础设施领域补短板的力度，稳投资、扩内需意图明显；且伴随着PPP项目清理结束，规范的PPP项目有望加速落地助力基建补短板。公司技术优势突出，在手PPP项目优质，后续将发力基建工程和PPP项目。2018年6月公司拟公开发行30亿可转债，募集资金加码民用与工业PPP项目，后续工程建设资金有保障，公司融资结构有望持续优化。未来公司还将重点发力专业性较强的石油化工工程领域，并逐步完成从单纯的吊装公司向综合性吊装服务供应商的转型。
- **盈利预测与评级：**我们预计2018-2020年公司归母净利润分别为10.46、12.42和14.89亿元，当前股价对应PE分别为18、15和13倍。公司系国内核电建设行业领军企业，当前国内三代核电项目进展顺利，核电项目审批有望重启，公司核电工程业务有望开启新一轮成长。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**核电审批重启进度不及预期

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	45,334	36,222	52,638	63,696	74,163
同比增长率(%)	9.49	23.98	15.70	21.00	16.40
净利润(百万元)	853	577	1,046	1,242	1,489
同比增长率(%)	6.83	13.19	22.62	18.80	19.90
每股收益(元/股)	0.33	0.22	0.40	0.47	0.57
毛利率(%)	10.2	9.4	9.8	9.8	9.8
ROE(%)	9.2	5.9	10.1	10.7	11.4
市盈率	22		18	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

当前中广核电力、中国核电和国电投待核准项目核岛土建安装市场空间达 400 亿。目前三代核电首堆已经投产，后续采用三代 AP1000 和 EPR 技术的相关拟建机组核准有望全面提速，开启公司核电业务新一轮成长；同时，公司非核业务稳健，持续贡献增长动能，我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 10.46、12.42 和 14.89 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18、15 和 13 倍，公司系国内核电建设行业领军企业，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设点

核电审批有望重启；钢材与水泥等原材料价格维稳或小幅上涨

### 有别于大众的认识

年初以来核电建设进度明显加快，三代核电投产在即，预计核电审批即将启动。由于 2016 年至今无新增核准机组，且两年内仅开工 4 台机组，市场普遍担心公司后续核电业务成长空间。我们认为，国家尚未重启审批的主要原因在于三代核电技术及安全性仍有待验证，以及近年电力供给相对过剩导致核电项目上马迫切性不足。但今年年初以来核电建设进度明显加快。2 月发布的《2018 年能源工作指导意见》明确年内开工 6~8 台机组，4 月三门 1 号（AP1000 首堆）、台山 1 号（EPR 首堆）核准装料，其中三门 1 号 6 月实现首次并网，9 月正式投产；台山 1 号 6 月首次实现并网。2018 年 1-9 月我国核电利用小时数同比增长 68h，效率稳步提升。站在当前时间节点，我们认为核电审批重启已具备成熟条件，预计审批进程即将启动。

**核电板块贡献主要业绩弹性，业务壁垒高公司成长性确定性强。**公司核电业务主要聚焦于技术壁垒较高的核岛土建及安装工程，毛利率显著高于非核业务，盈利水平较好。但受两轮核电审批停滞影响，公司核电业绩处于低位、亟待爆发。目前中广核电力、中国核电和国电投待核准项目近 2400 万 kW，整体造价合计超过 3400 亿元，估算核岛土建安装市场空间达 400 亿。公司在核电建设领域一家独大，若审批重启，公司受益显著。目前公司已签订徐大堡 1&2 号机组、漳州 1&2 号机组、石岛湾 1&2 号机组的核岛土建合同及 1 号机组核岛安装合同。若审批重启公司有望加快签订其他待核准机组的核岛工程项目，核电业务成长确定性强。

**基建和 PPP 项目发力或将贡献工业与民用业务新动能。**近期国家定调下半年实行积极财政政策和稳健货币政策，加大基础设施领域补短板的力度。公司技术、项目优势突出，后续或将发力基建工程和 PPP 项目，贡献民用与工业工程业绩增长新动能。

### 股价表现的催化剂

审批重启带来的国内核电建设加速

### 核心假设风险

核电审批重启进度不及预期

## 目录

<b>1. 核电建设领域龙头 积极拓展民用与工业工程 .....</b>	<b>6</b>
1.1 核电建设行业领军企业 工业与民用工程持续扩张 .....	6
1.2 公司业绩稳健 盈利水平稳步增长 .....	7
<b>2. 核电业务盈利可观 若审批重启有望释放弹性 .....</b>	<b>8</b>
2.1 核电工程建设领域优势明显 行业绝对主导地位牢固 .....	8
2.2 核岛建设技术壁垒较高 工程盈利规模可观 .....	9
2.3 近几年核电审批陷入停滞 公司核电业绩处于相对低位 .....	13
<b>3. 新机组审批重启在即 核电出海打开成长空间 .....</b>	<b>14</b>
3.1 核电审批重启在即 公司核电板块业绩弹性十足 .....	14
3.2 积极扩张海外核电市场 打开公司成长空间 .....	16
<b>4. 非核领域业绩稳健 基建&amp;PPP 贡献增长新动能 .....</b>	<b>18</b>
4.1 工业与民用业务迅速成长 公司经验丰富技术优势突出 .....	18
4.2 货币+财政政策齐发力 工业与民用业务稳健性增强 .....	21
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2018 年 9 月底) .....	6
图 2: 2011 年公司分业务毛利占比 .....	7
图 3: 2017 年公司分业务毛利占比 .....	7
图 4: 2017 年公司分业务营收占比 .....	7
图 5: 公司历年业绩情况 .....	7
图 6: 公司历年毛利率与净利率情况 .....	8
图 7: 公司历年期间费用率 .....	8
图 8: 核岛和常规岛示意图 .....	10
图 9: 核电站造价构成 .....	11
图 10: 近年来公司分业务毛利率情况 .....	13
图 11: 我国核电机组开工和核准情况 (单位: 台) .....	13
图 12: 近年来全国用电量与装机增速 .....	13
图 13: 公司核电工程新签订合同金额 (单位: 亿元) .....	14
图 14: 公司核电业务业绩情况 (单位: 亿元) .....	14
图 15: 公司新签工业与民用合同金额 (单位: 亿元) .....	18
图 16: 公司工业与民用业务业绩情况 (单位: 亿元) .....	18
图 17: 2015 年新签项目合同分类占比 .....	19
图 18: 公司工业与民用业务与全国房地产开发投资 .....	21
图 19: 工业与民用业务毛利及毛利率 (单位: 亿元) .....	21
图 20: 近年全国钢材价格指数 .....	22
图 21: 近年全国水泥价格指数 .....	22
表 1: 国内承建核岛建设的各公司核岛工程对比情况 .....	8
表 2: 公司负责承建核岛工程的在运、在建机组情况 .....	9
表 3: 核电工程业务分类 .....	10
表 4: 田湾 5、6 号机组与福清 5、6 号机组项目投资构成 (单位: 亿元) .....	11
表 5: 公司承建的主要核岛工程合同毛利率情况 (单位: 亿元) .....	12
表 6: 三代核电技术项目进展 .....	15

表 7: 目前国内待核准核电项目统计 (单位: 亿元) .....	15
表 8: 公司承建的海外核电项目建设情况.....	17
表 9: 中核集团核电出口项目统计.....	18
表 10: 公司已完工的代表性石油化工工程.....	20
表 11: 公司可转债募集资金用途 (单位: 百万元) .....	23
表 12: 可比公司估值表.....	23
表 13: 利润表预测 (百万元, 元/股) .....	23
表 14: 资产负债表预测 (百万元) .....	24
表 15: 现金流量表预测 (百万元) .....	25

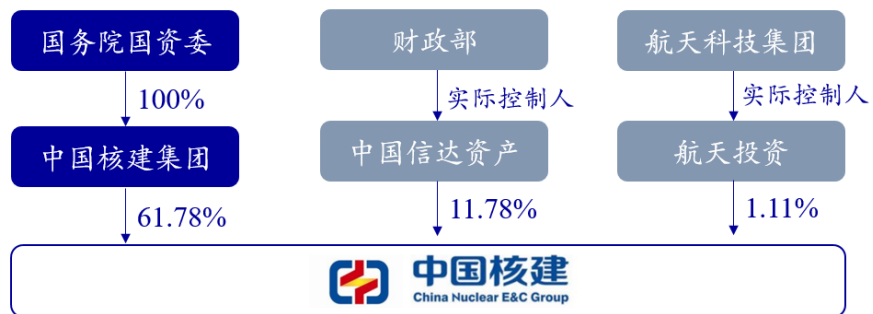
## 1. 核电建设领域龙头 积极拓展民用与工业工程

### 1.1 核电建设行业领军企业 工业与民用工程持续扩张

**核电建设行业龙头，控股股东系中核建集团。**公司系核电建设领域龙头，目前承建了我国全部在役核电站的核岛工程，在核电工程建设行业拥有绝对主导地位。公司控股股东为中国核建集团，最终实际控制人为国资委。1999 年国防科技工业体制改革，原中国核工业总公司改组为中国核建集团和中国核工业集团，其中中国核工业集团承接了核电生产经营、核燃料循环与核技术开发等业务，中国核建集团则主要承担军工工程、核电工程等建设任务。2018 年 1 月，经报国务院批准，中国核工业集团有限公司与中国核工业建设集团有限公司实施重组，中国核工业建设集团有限公司整体无偿划转进入中国核工业集团有限公司。

**16 年登陆 A 股，募资加码核电建造工程。**2016 年公司在 A 股上市，共计发行 5.25 亿股，募集资金 18.22 亿元。截至 2018 年 9 月底，控股股东中国核建集团共计持有公司 61.78% 股份，中国信达持有公司 11.78% 股份，系公司第二大股东。

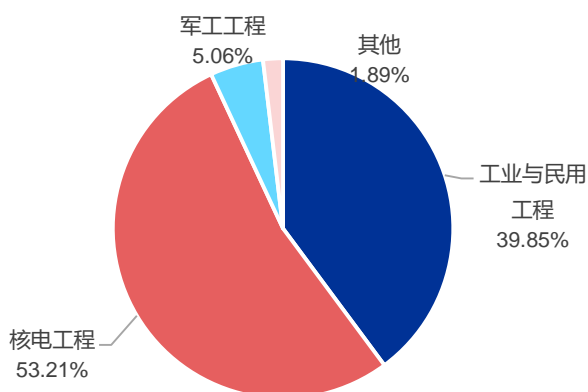
图 1：公司股权结构图（截至 2018 年 9 月底）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

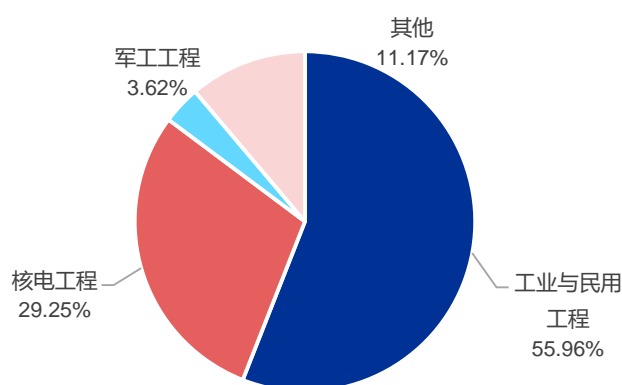
**依托技术优势拓展非核领域，工业与民用业务持续扩张。**近年来公司依托核电工程建设技术优势，积极开拓工业与民用工程建设市场，先后承建了一大批石油化工、能源、冶金、建材、房屋建筑、市政和基础设施等多个行业建设领域的国家重点工程项目。公司的工业与民用业务持续扩张，在公司毛利中的占比从 2011 年的 39.85% 增长至 2017 年的 55.96%，为公司贡献稳定的利润收入。2018 年 6 月公司拟公开发行不超过 30 亿元可转债，募集资金除 5 亿元用于补充流动资金外，其余全部投入民用与工业工程，为后续建设提供资金保障。除两大主营业务外，公司还承担了我国核工业、航天、航空、船舶和兵器等领域一大批国防军工高科技项目的建设，是我国国防军工工程的重要承包商之一。

图 2：2011 年公司分业务毛利占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2017 年公司分业务毛利占比

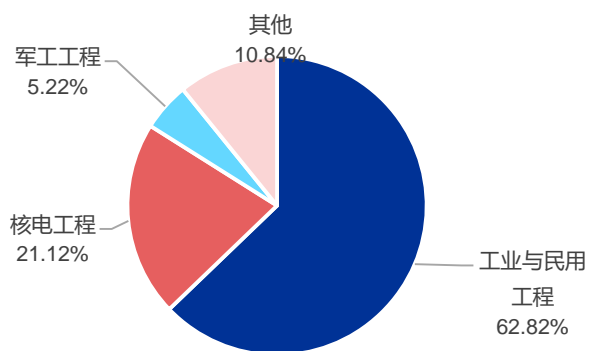


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 公司业绩稳健 盈利水平稳步增长

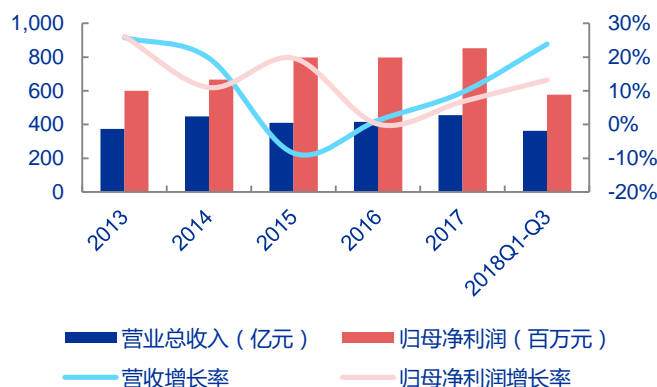
国内核电站建设进度放缓，公司核电业务营收占比下降；2012-2014 年工业与民用业务驱动公司营收、净利稳步增长。近年来我国对核电站审批持谨慎态度，继 2012 年核准 2 台机组后，仅 2015 年放行 8 台核电机组。由于核电站建设进度放缓，公司核电业务营收占比下降，在 2017 年公司总营收中，工业与民用工程占比 62.82%，核电工程仅贡献 21.12%。

图 4：2017 年公司分业务营收占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司历年业绩情况



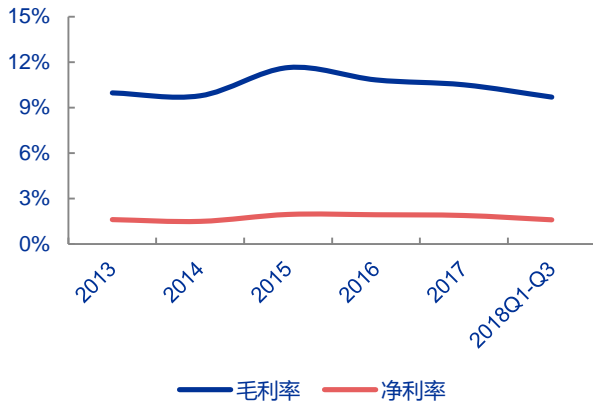
资料来源：公司公告，申万宏源研究

房地产投资形势与原材料价格逆向波动，多因素作用下公司业绩保持稳健。2015 年全国房地产投资增速仅为 1%，公司民用工程业务增速疲软直接导致公司总营收同比下降；但由于全国钢材、水泥价格处于低位，公司毛利率同比提升 1.86 个百分点。叠加当年公司处置非流动资产确认 1.2 亿元收益，驱动公司归母净利润同比提升 19.7%。

2016 年开始房地产市场回暖，2016、2017 年及 2018 年前三季度公司营收增速分别为 1.24%、9.58%和 23.95%，考虑到 2016 年 5 月开始实施“营改增”，公司营收实际增长率应高于公告值；但由于原材料价格持续上行，公司综合毛利率有所回落；同期公司加大技术研发投入、扩张融资规模，2016 年、2017 年公司期间费用率均达到 6.4%以上，2018 年前

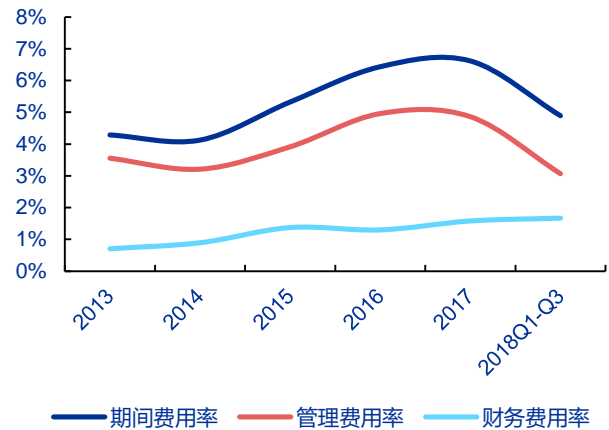
三季度大幅下降至 4.89%。多种因素作用下，公司业绩稳健增长。2017 年公司实现归母净利润 8.53 亿元，同比增长 6.83%；2018 年前三季度公司实现归母净利润 5.77 亿元，同比增长 13.19%，业绩向好趋势明显。

图 6：公司历年毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司历年期间费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 核电业务盈利可观 若审批重启有望释放弹性

### 2.1 核电工程建设领域优势明显 行业绝对主导地位牢固

公司承建国内绝大多数核岛土建及安装工程，代表我国核电工程建设最高水平。公司是我国核电工程建设领域历史最久、规模最大、专业一体化程度最高的企业，是国内唯一一家 30 余年来不间断从事核电工程建设的企业。当前我国在运、在建的核电机组中，除台山核电站 2 号机组的核岛土建工程、阳江核电站 5、6 号机组的核岛安装工程及防城港核电 3、4 号机组核岛土建外，其他核岛土建及安装工程均由公司承建。截至 2018 年 6 月底，公司在国内已建成核电机组 41 台，在建核电机组 15 台，在国外已建成核电机组 4 台，在建核电机组 2 台。公司在核电工程建设领域优势明显，代表我国核电工程建设的最高水平，在国内核电工程市场长期占据绝对主导地位。

表 1：国内承建核岛建设的各公司核岛工程对比情况

公司名称	承建核岛工程
中国核建	承建国内除阳江 5 号外全部在役机组、部分在建机组（除台山核电站 2 号机组的核岛土建工程和阳江 6 号机组的核岛安装工程外）的核岛土建及安装工程
中国建筑第二工程局有限公司	承建台山核电站 2 号机组和防城港核电 3、4 号机组的核岛土建工程
广东火电工程总公司	承建阳江核电站 5、6 号机组的核岛安装工程

资料来源：公司公告，申万宏源研究

拥有百万千瓦级大型商用核电站自主化建造能力，掌握先进核电工程建造技术。公司具备 AP1000、EPR、华龙一号等新一代先进压水堆及高温气冷堆核电站的建造能力，同时

还掌握了具有世界先进水平的核电工程建造成套技术，包括核岛反应堆厂房施工、预应力系统施工、核岛反应堆系统（包括反应堆压力容器、主冷却机泵、蒸汽发生器、主回路管道等）安装、特种焊接、机电设备制造安装、基础处理等，以及相关的材料设备制造技术，在国际国内核电建造工程市场拥有良好的业绩和稳固的技术优势。

**表 2：公司负责承建核岛工程的在运、在建机组情况**

承建机组	控股方	状态	机组型号	承建机组	控股方	状态	机组型号
大亚湾 1&2 号机组	中广核	在运	M310	泰山一核机组	中国核电	在运	CP300
岭澳 1&2 号机组	中广核	在运	M310	方家山 1&2 号机组	中国核电	在运	CP1000
岭东 1&2 号机组	中广核	在运	CPR1000	泰山二核 1-4 号机组	中国核电	在运	CP600
阳江 1-4 号机组	中广核	在运	CPR1000	泰山三核 1&2 号机组	中国核电	在运	CANDU-6
阳江 5 号机组	中广核	在运	ACPR1000	田湾 1-3 号机组	中国核电	在运	VVER-1000
阳江 6 号机组	中广核	在建	ACPR1000	田湾 4 号机组	中国核电	在建	VVER-1000
防城港 1&2 号机组	中广核	在运	CPR1000	田湾 5&6 号机组	中国核电	在建	CNP-1000
防城港 3&4 号机组	中广核	在建	华龙一号	福清 1-4 号机组	中国核电	在运	CP1000
宁德 1-4 号机组	中广核	在运	CPR1000	福清 5&6 号机组	中国核电	在建	华龙一号
台山 1&2 号机组	中广核	在建	EPR	昌江 1&2 号机组	中国核电	在运	CP600
红沿河 1-4 号机组	中广核/国电投	在运	CPR1000	三门 1&2 号机组	中国核电	在建	AP1000
红沿河 5&6 号机组	中广核/国电投	在建	ACPR1000	福建霞浦快堆	中国核电	在建	CFR600
海阳 1&2 号机组	国电投	在建	AP1000				

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：台山核电站 2 号机组仅核岛安装工程由公司承建、阳江核电站 5、6 号机组仅核岛土建工程由公司承建，红沿河电站由中广核和国电投等比例（45%）持股运营，中广核将其划分为参股电站。

**建造能力完全满足核电市场发展需要，当前在建机组数量远未达到公司建造能力上限。** 2013 年是“十二五”期间我国核电站建设的高峰期，当年公司共承担了国内外 35 台核电机组的工程建设。综合当前各成员单位的资源储备情况，公司已具备同时建造 40 台核电机组的能力，完全满足核电产业发展的需要；根据规划，到 2020 年公司将具备同时承担 50 台机组以上核电站核岛工程建造能力，力争承担国内全部核电站核岛工程。

截至 6 月 30 日，公司在全球承担了 17 台机组的建设任务，是世界上在建机组数量最多的企业，但远未达到公司建设能力上限。

## 2.2 核岛建设技术壁垒较高 工程盈利规模可观

**核岛建设技术壁垒高、市场竞争性小，常规岛、BOP 市场竞争激烈，公司主业聚焦核岛土建及安装工程。** 核电工程业务范围主要包括核电站核岛（主要是核蒸汽供应系统）、常规岛（主要是汽轮发动机组）、电厂配套设施（BOP）及其他与核电站相关工程。由于核电产业技术壁垒高，核电工程建设市场为非完全竞争市场，行业内竞争企业数量有限。核电站常规岛和 BOP 工程与常规火电厂差别不大，其工程难度和特殊性不及核岛建设，目前国内参与竞争的企业较多，包括各大型建筑企业、火电建设企业等，市场竞争激烈。

当前公司主要承建核电机组的核岛建设工程部分，公司下属中核二二公司、中核二三公司、中核二四公司、中核华兴公司、中核五公司 5 家单位具备独立承担核电机组的核岛主体工程的资格与经验。目前核岛的主要生产商有法国阿海法（AREVA）和美国西屋等，公司与法国阿海法和美国西屋等国际企业长期保持良好的业务交流和合作。

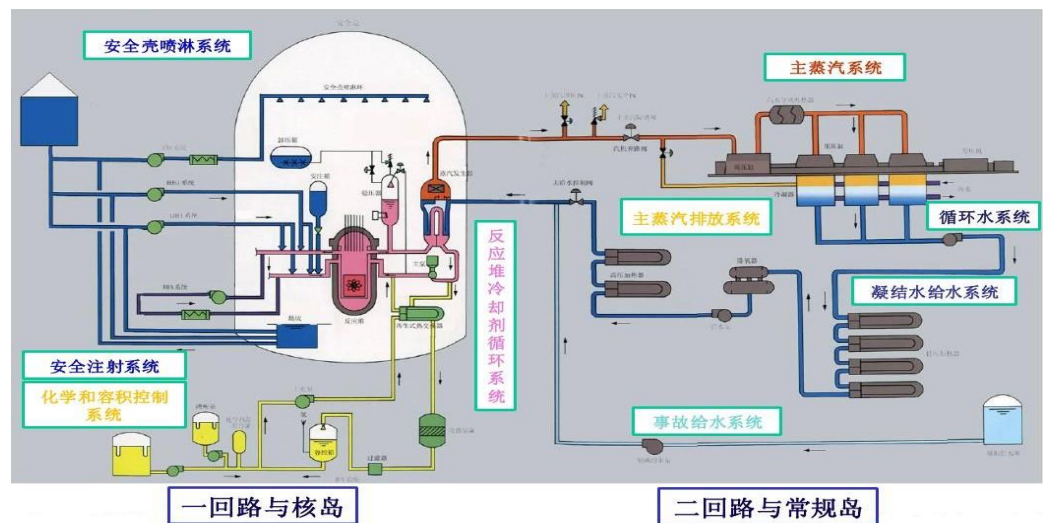
从核电站建设进度时间节点来看，从核岛第一罐混凝土浇筑（FCD）到反应堆穹顶吊装完成成为土建阶段，历时近两年，这一阶段主要完成主体土建结构混凝土和主钢结构施工、进行反应堆厂房环吊、汽机厂房主行车等大型吊车的吊装等工程；从反应堆穹顶吊装完成到核岛冷态功能试验（CFT）为安装阶段，历时近两年，这一阶段主要完成大部分系统安装并移交调试。

表 3：核电工程业务分类

核电工程业务	工程组成部分	市场竞争度
核岛	核蒸汽供应系统及其配套设施和所在厂房	技术壁垒高、竞争企业数量有限
常规岛	汽轮发电机组及其配套设施和所在厂房	竞争市场
BOP	核电站的外围设施	竞争市场

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：核岛和常规岛示意图

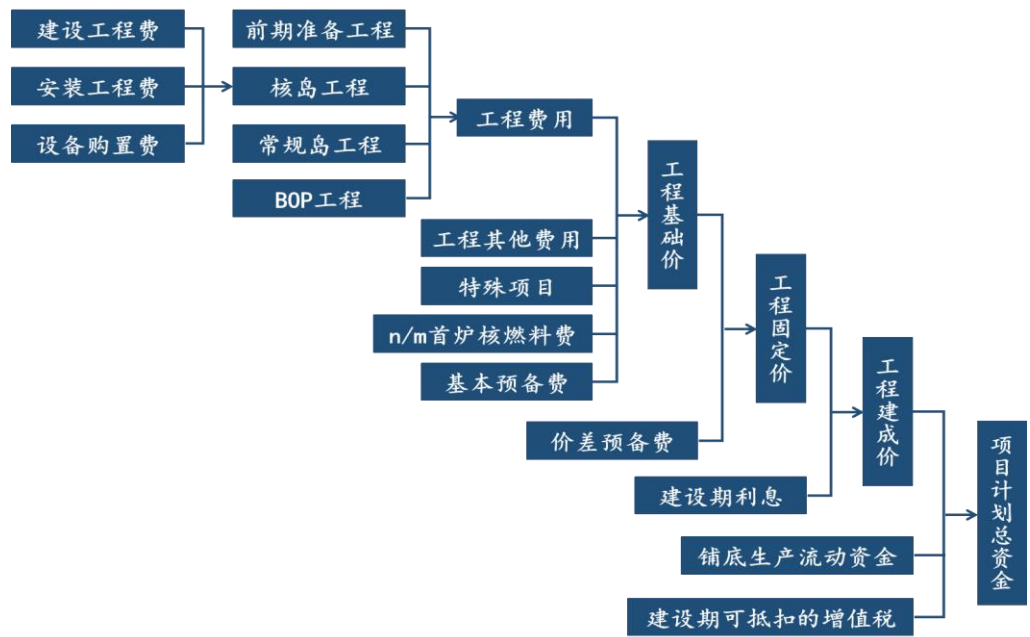


资料来源：北京海基科技发展有限公司，申万宏源研究

二代核电机组单位造价在 12000-15000 元/千瓦之间，三代机组预算支出相对较高。由于核电站的特殊设备要求及安全性要求，核电站的造价相对较高，我国在运二代核电站单个机组（百万千瓦级）造价基本在 120-150 亿元之间浮动，约合单位造价 12000-15000 元/千瓦，远高于大型火电厂平均造价（约 3500 元/千瓦）。但由于机组选取的技术路径不同、相关设备国产化程度各有差异等原因，个别核电机组的造价变动幅度也相对较大，当前在建的三代核电首堆项目三门核电（美国 AP1000 技术）单个机组预算支出约 268.5 亿元（单位造价 2.15 万元/千瓦），相比于二代核电机组，造价更高。

从核电站整体造价来看，工程基础价是核电站建造成本的主体部分。工程基础价是以计价当期的设备材料价格、人工机械价格和财政税收政策等有关规定估算核电厂的总造价，主要包括工程费用、工程其他费用、特殊项目、首炉核燃料费和基本预备费。在基础价的基础上考虑逐年物价浮动的建设造价总金额，即为工程固定价。在工程固定价的基础上计入建设期利息、可抵扣增值税等金额后，即为核电项目的总计划投资。

图 9：核电站造价构成



资料来源：中国知网，申万宏源研究

核岛工程预算中包含土建、设备购买及设备安装三类费用，在核电站总投资中占比约 30%-40%，系核电项目中投资占比最高的部分。其中核电设备均由业主采购，公司主要负责核岛土建及设备安装，粗略估算核岛土建+设备安装合同金额约占项目总投资 10%-15%。

我们以田湾 5、6 号机组和福清 5、6 号机组为例，来估算我国核电站项目投资构成。其中田湾 5、6 号机组拟采用第二代改进型压水堆核电机组，项目计划总资金约 304 亿元；福清 5、6 号机组采用自主三代核电技术“华龙一号”，项目计划总资金约 385 亿元。从各部分费用占比来看，工程费用约占项目总投资的 50%-65%。其中核岛工程费用占比最高，约占总投资的 30%-40%；常规岛工程费用次之，占比约为 10%-15%；BOP 工程费用占比约 5%-10%。

表 4：田湾 5、6 号机组与福清 5、6 号机组项目投资构成（单位：亿元）

工程或费用名称	田湾 5、6 号机组		福清 5、6 号机组	
	投资金额	占比	投资金额	占比
工程费用：	184	61%	221	57%
前期准备工程	3	1%	0	0%
核岛工程	102	34%	155	40%

常规岛工程	45	15%	41	11%
BOP 工程	34	11%	25	6%
工程其他费用	50	16%	64	17%
首炉核燃料费 (2/3)	12	4%	17	4%
基本预备费	12	4%	23	6%
国内设备材料增值税扣减	-13	-4%	-14	-4%
价差预备费	1	0%	1	0%
建设期利息	40	13%	53	14%
铺底流动资金	2	1%	3	1%
建设期可抵扣增值税	17	5%	17	4%
<b>项目计划总资金</b>	<b>304</b>	<b>100%</b>	<b>385</b>	<b>100%</b>

资料来源：中国核电公司公告，申万宏源研究

核岛工程费用包含土建工程费、安装工程费和设备购置费三部分。公司的核电工程业务主要采用业主采购的模式，核电工程建设过程中的主要工艺设备和核级材料均由业主采购，因此公司签署的土建及安装合同金额中并不包含设备购置费。据估算，公司签署的核岛土建、安装合同金额在项目总投资中占比约 10-15%。考虑到核电建设投资总额中建筑和安装总投资占比约为 20%，将建筑安装费在核岛和常规岛之间按比例进行划分，我们认为估算的结果较为可靠。

表 5：公司承建的主要核岛工程合同毛利率情况（单位：亿元）

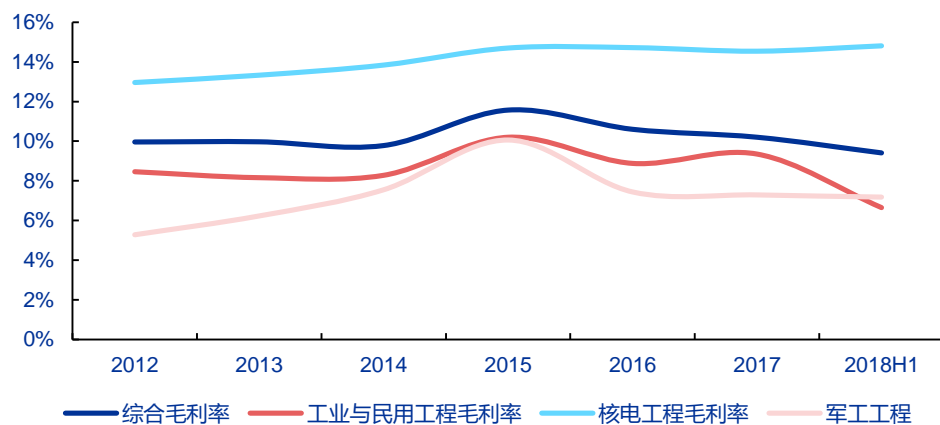
在运机组名称	状态	预算数	土建合同金额	土建合同毛利率	安装合同金额	安装合同毛利率	土建安装金额在总预算中占比	土建安装综合毛利率
福清 1&2 号机组	在运	291	17.78	7%	22.83	14%	10%	9%
福清 3&4 号机组	在运	245	12.94	2%				
阳江 1&2 号机组	在运	256	19.75	12%	23.65	17%	11%	14%
阳江 3&4 号机组	在运	261	14.05	11%				
宁德 1&2 号机组	在运	266	13.22	-	25.39	17%	10%	-
宁德 3&4 号机组	在运	266	15.42	12%				
昌江 1&2 号机组	在运	249	31.96	6%	13.42	4%	18%	5%
防城港 1&2 号机组	在运	280	16.35	11%	13.6	19%	11%	14%
红沿河 1-4 号机组	在运	545	32.00	12%	25.30	18%	11%	15%
方家山 1&2 号机组	在运	273	25.59	13%	13.94	21%	14%	16%
田湾 3 号机组	在运	407	19.98	12%	16.30	20%	9%	16%
田湾 4 号机组	在建							
阳江 5 号机组	在运	271	15.78	9%	-	-	-	-
阳江 6 号机组	在建							
台山 1&2 号机组	在建	732	26.99	19%	29.02	14%	8%	17%
海阳 1&2 号机组	在建	250	13.92	12%	15.87	17%	12%	15%
三门 1&2 号机组	在建	516	16.15	1%	16.15	11%	6%	6%
红沿河 5&6 号机组	在建	259	19.81	13%	-	-	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

分业务来看，核岛土建工程毛利率低于安装工程毛利率，但核电业务整体毛利率显著高于非核业务。根据公司披露的 2013-2015 年核岛工程合同执行情况，公司土建业务毛利率多在 10%-13% 之间浮动，安装业务毛利率则多处于 17%-20% 区间，显著高于土建业务毛利率。综合来看，公司核岛土建、安装工程综合毛利率在 14%-17% 之间，但个别机组合同毛利率低于 10%，拉低整体毛利率水平。我们进一步将公司披露的信息完整的核电合同金额、成本进行加总，估算得到整体毛利率约为 12.57%，符合公司历年核电业务毛利率范围（12%-15%）。

由于核电工程是具有高技术特点、接口众多的系统工程，施工、安装难度大，接口管理复杂，质量要求高，其毛利率水平显著高于其他非核领域。从近年公司分类业务毛利率水平来看，公司核电业务毛利率处于 12%-15% 之间，较工业与民用业务毛利率平均高出 4 至 6 个百分点，较军工业业务毛利率平均高出 5 至 8 个百分点。

图 10：近年来公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

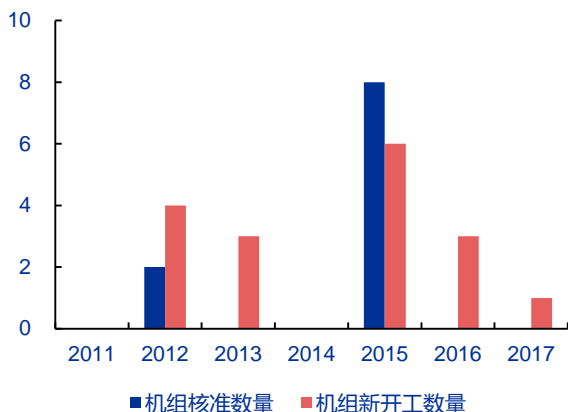
## 2.3 近几年核电审批陷入停滞 公司核电业绩处于相对低位

**2011 年福岛核电站事故波及国内核电建设进度，2015 年放行 8 台核电机组后陷入新一轮审批停滞。**2011 年日本福岛核泄露事故影响国内核电建设进度，除 2012 年核准江苏田湾核电站二期（3-4 号机组）之外，2011-2014 年新增核准项目数量为零。2015 年在福岛核电站事故影响逐渐消散之后，沿海核电项目核准重新进入小高潮，当年一共核准 8 台核电机组。之后，核电项目再次陷入新一轮审批停滞，2016 年至今新增获批数量均为零。

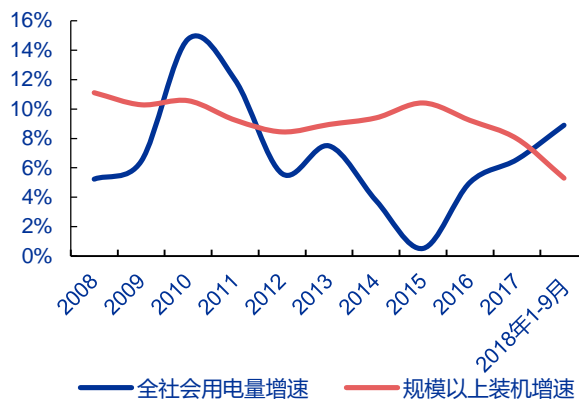
新一轮审批停滞原因来自多方面，其中主要是三代核电技术尚待成熟、近年国内电力行业供给相对过剩导致各地对于上马新核电项目的迫切度不高。基于安全性考虑，此前政府已经决定后续新建核电项目将全部采用更加安全、高效的三代核电技术建设。由于此前没有已经投入商业运行的三代核电成熟实践案例，政府在三代核电审批上较为谨慎。“十二五”期间我国火电装机增长迅猛，同时用电需求逐步回落，电力行业供给相对过剩。各地对于上马新核电项目的迫切度不高，一定程度上也造成核电项目审批陷入停滞。

图 11：我国核电机组开工和核准情况（单位：台）

图 12：近年来全国用电量与装机增速



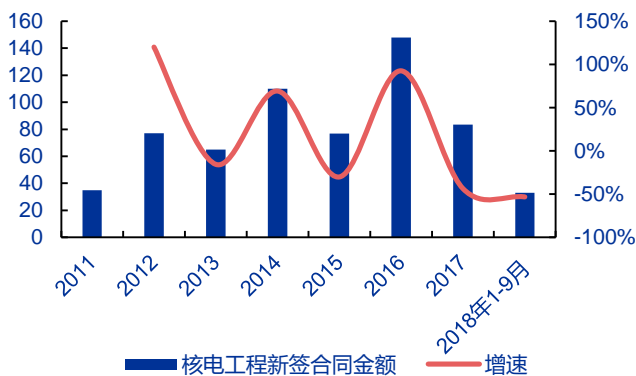
资料来源：IAEA，政府官网，申万宏源研究



资料来源：中电联，申万宏源研究

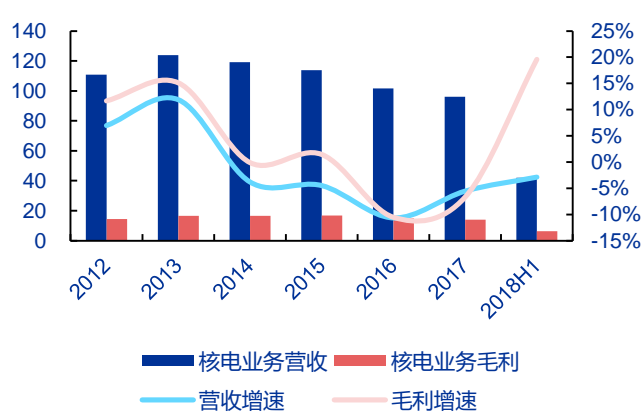
公司核电工程业务受到波及，当前核电业绩处于低位、亟待爆发。受核电项目审批停滞影响，近年来公司新签核电合同及开工项目大幅减少，“十二五”期间我国仅开工 13 台核电机组，远低于“十一五”开工数量 29 台，2016、2017 年仅开工 4 台。公司核电业绩有所下滑，2017 年公司核电业务实现营收 96.07 亿元，同比减少 5.56%；实现毛利 13.97 亿元，同比减少 6.7%。2018 年上半年核电业务实现营收 42.08 亿元，同比减少 2.88%，实现毛利 6.23 亿元，同比增长 19.58%，当前公司核电业绩处于低位，亟待爆发。

图 13：公司核电工程新签订合同金额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：公司核电业务业绩情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3. 新机组审批重启在即 核电出海打开成长空间

#### 3.1 核电审批重启在即 公司核电板块业绩弹性十足

政策落地推进核电发展，2018 年计划核准开工 6~8 台核电机组。2018 年 3 月国家能源局发布《2018 年能源工作指导意见》，意见指出积极推进已开工核电项目建设，年内计划建成三门 1 号、海阳 1 号、台山 1 号、田湾 3 号和阳江 5 号机组，合计新增核电装机约 600 万千瓦；积极推进具备条件项目的核准建设，年内计划开工 6~8 台机组。2018 年

文件首次对于年内开工一批沿海三代核电给出了明确表述，中国核能行业协会专家委员会政策研究组组长认为中国三代核电已具备批量建设条件，国家能源局核电司司长也表示要科学合理制定面向 2035 年新一轮核电发展战略。

**三代核电技术趋于成熟，首堆已经投产，后续建设将全面提速。**今年 4 月，台山 1 号（EPR）、三门 1 号（AP1000）获装料核准，6 月台山 1 号和三门 1 号首次并网成功，9 月三门 1 号已正式商运。三门 1 号和台山 1 号分别为全球三代 AP1000、EPR 核电技术首堆，顺利投产标志着该技术路线的全面成熟。另外，三门 2 号机组（AP1000）7 月获得核准装料，海阳 1 号机组（AP1000）8 月首次并网成功，年内投产有望；台山 2 号（ERP）7 月完成冷态功能试验，预计 2019 年投产。我们预计后续采用 AP1000 和 EPR 技术的相关拟建机组核准有望全面提速。另外，我国自主三代核电“华龙一号”示范项目四台机组建设正在稳步推进，2018 年 7 月“华龙一号”首堆福清核电 5 号机组进入对内结构安装阶段，正式进入系统调试工作。

**表 6：三代核电技术项目进展**

项目名称	型号	目前状态	运营商
三门 1 号	AP1000 全球首堆	2018 年 9 月 21 日具备商运条件	中国核电
台山 1 号	EPR 全球首堆	2018 年 6 月首次成功并网	中广核
海阳 1 号	AP1000	2018 年 8 月首次成功并网	国电投
三门 2 号	AP1000	2018 年 7 月获得装料核准	中国核电
福清 5 号	华龙一号全球首堆	2018 年 7 月对内结构开始安装	中国核电
福清 6 号	华龙一号	2018 年 3 月完成穹顶吊装	中国核电
防城港 3 号	华龙一号	2018 年 5 月核岛封顶	中广核
防城港 4 号	华龙一号	2016 年 12 月开工建设	中广核
台山 2 号	EPR	2018 年 7 月 15 日完成冷态功能试验，预计 2019 年投产	中广核

资料来源：政府官网，申万宏源研究

当前电力供需持续向好，火电供给侧改革下各地区新增装机数量全面放缓，后续几年的电力供需环境总体向利于核电发展方向转变，各地对于核电项目需求的迫切性提升，利于国家加速放行新增核电项目审批。根据电力发展十三五规划，到 2020 年我国核电在运装机将达到 5800 万千瓦，十三五期间开工 3000 万千瓦。考虑到核电建设周期较长（一般为 5 年左右），未来三年每年有望开工 6-8 台，启动核电建设公司新一轮成长。

**审批重启将带来行业性机会，待核准核电站核岛土建安装市场空间达 400 亿。**目前我国经国务院正式核准的核电项目（除示范工程、研究堆外）均由中核集团、中广核集团和国电投集团负责控股开发、建设、运营。目前三大集团待核准项目接近 2400 万千瓦，估算整体造价合计超过 3400 亿元。参考公司已完工合同金额，三大集团待核准项目核岛土建金额约 200 亿元；以机组造价总额的 5%估算核岛安装合同金额，三大集团待核准项目核岛安装金额约 176 亿元，土建+安装订单规模合计接近 400 亿。

**表 7：目前国内待核准核电项目统计（单位：亿元）**

机组名称	运营方	机组型号	装机容量 (万千瓦)	预算	核岛土建 金额估算	核岛安装 金额估算	项目状态	合同签订情况
------	-----	------	---------------	----	--------------	--------------	------	--------

徐大堡 1&2号 机组	中国核电	AP1000	2*100	381	11	19	2014年4月获厂址选择 审查意见书、环境影响报 告书(选址阶段)批复	已签订核岛土建合 同、中标安装合同
漳州 1&2号 机组	中国核电	华龙一号	2*115	386	34	19	2016年10月获厂址选择 审查意见书、环境影响报 告书(选址阶段)批复	公司已签核岛土建 合同
荣成石 岛湾 1&2	国电投	CAP1400	2*140	423	15	19	2014年6月获厂址选择 审查意见书、环境影响报 告书(选址阶段)批复	公司已签核岛土建 合同及1#核岛安装 合同,2#核岛安装合 同由中国能建旗下 浙江火电签订
海阳 3&4号 机组	国电投	AP1000	2*125	300	20	17	2014年3月获厂址选择 审查意见书、环境影响报 告书(选址阶段)批复	未签合同
三门 3&4号 机组	中国核电	AP1000	2*125	382	20	17	2016年3月获厂址选择 审查意见书、环境影响报 告书(选址阶段)批复	未签合同
陆丰 1-2号 机组	中广核	AP1000	2*125	374	20	17	2014年6月获厂址选择 审查意见书、环境影响报 告书(选址阶段)批复	未签合同
宁德 5&6号 机组	中广核	华龙一号	2*109	300	20	17	2017年6月专家委员会 建议批复环境影响报告 书(选址阶段)并颁发厂 址选择审查意见书	未签合同
昌江 3&4号 机组	中国核电	华龙一号	2*115	300	20	17	尚未完成选址阶段环评 报告	未签合同
田湾 7&8号 机组	中国核电	VVER-120 0	2*120	300	20	17	尚未完成选址阶段环评 报告	未签合同
防城港 5&6号 机组	中广核	华龙一号	2*125	300	20	17	尚未完成选址阶段环评 报告	未签合同
合计			2398	344 7	200	176		

资料来源：公司公告、环保部官网，申万宏源研究

注：海阳3、4#，宁德5、6#，昌江3、4#，田湾7、8#，防城城5、6#未披露预算数，这里参考三代核电机组造价进行估算；以机组预算数的7%估算核岛土建合同金额，以机组预算数的5%估算核岛安装合同金额。

### 3.2 积极扩张海外核电市场 打开公司成长空间

核电出海打造国家名片，公司是实施核电建造能力“走出去”的主力军。核电是我国与高铁齐名的两张制造业“国家名片”之一，是代表国家核心竞争力的“国之重器”。当前国家正

大力推进“一带一路”战略，核电的出口也成为落实“一带一路”合作的重要抓手之一。2018年6月，中俄签署合同总额超200亿元的核能合作项目大单，也预示着我国核工业建设以及核能应用发展将出现新一轮的发展迹象。公司拥有商务部批准的对外承包工程资格证书，可以为全球客户提供核电工程施工、核电工程安装、公路建设、房屋建设、电力建设等服务，公司控股子公司中核华兴也是国内唯一一家有国际核电土建工程业绩的企业。

**海外核电项目进展顺利，公司在核电建设领域的海外影响力逐渐增强。**2017年公司承建的恰西玛C4机组正式商运，标志着历时24年的巴基斯坦恰西玛核电一期工程全面建成；2017年10月“华龙一号”海外首堆——巴基斯坦卡拉奇核电K2项目已完成穹顶吊装，进入设备安装。自主四代核电技术“走出去”方面，2017年3月16日，公司与沙特能源城签署《沙特高温气冷堆项目联合可行性研究合作协议》。公司积极践行国家的核电出海战略，在核电建设领域的海外影响力逐渐加强。

**表 8：公司承建的海外核电项目建设情况**

状态	项目名称	项目进度	公司负责内容
在运	巴基斯坦恰希玛核电 C1 项目	2000 年 6 月 13 日并网发电，2000 年 9 月投入商业运行	该项目的工程施工总承包，承担核电站核岛、常规岛及辅助工程的全部土建安装工程建造任务
在运	巴基斯坦恰希玛核电 C2 项目	2005 年 12 月开工，2011 年 5 月完成全部施工任务，2014 年 6 月，通过巴方验收。	该项目全部土建工程、安装工程及大型设备吊装工作
在运	巴基斯坦恰希玛核电 C3 项目	2011 年 3 月开工，2016 年 12 月通过验收	负责该项目的工程施工总承包，承担核电站核岛及常规岛工程建设
在运	巴基斯坦恰希玛核电 C4 项目	2011 年 12 月开工，2017 年 9 月竣工	负责该项目的工程施工总承包，承担核电站核岛及常规岛工程建设
在建	巴基斯坦卡拉奇核电 K2 项目	2015 年 8 月开工，2017 年 10 月完成穹顶吊装，进入设备安装阶段	负责该项目的工程施工总承包，承担核电站核岛及常规岛工程建设
在建	巴基斯坦卡拉奇核电 K3 项目	2016 年 6 月开工，目前尚在土建阶段	负责该项目的工程施工总承包，承担核电站核岛及常规岛工程建设

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**控股股东与中国核工业集团战略重组事项获批，资源整合强强联手，未来有望加速海外核电业务扩张。**2018年1月，经报国务院批准，公司控股股东中核建集团与中国核工业集团实施重组，中核建集团整体无偿划转进入中国核工业集团，不再作为国资委直接监管企业。两个集团的重组是党中央、国务院对新时代核工业发展作出的重大决策部署，是培育具有全球竞争力的世界一流核工业企业的重大举措。

截止2018年11月2日，中核建集团已于2018年11月1日作出董事会决议，审议通过中核建集团与中核集团的合并方案及双方拟签署的合并协议。上述合并事项实施完成后，公司控股股东、实际控制人将由中核建集团变更为中核集团。

中核集团具备核工业全产业链，拥有具备自主知识产权的华龙一号三代核电技术，是我国核电出海战略的主力军。截至目前，中核集团已经成功出口巴基斯坦 Chasma 核电站 3-4 机组，并与全球多个有意向的国家签订了核电合作协议。核电建设技术门槛高、难度大，

随着集团海外核电项目扩张不断加速，公司有望与中国核工业集团强强联手，加速海外核电业务扩张。

表 9：中核集团核电出口项目统计

国家	核电站	机组类型	总投资额度	状态
巴基斯坦	Chasma 5	华龙一号		2017 年 11 月 21 日签署商务合同
	Chasma 3&4	CNP-300	\$2.37 billion	3&4 机组已投运（1&2 机组早期也由中方建成）
	Karachi Coastal 1&2	华龙一号	\$9.6 billion	正在建设中
阿根廷	Atucha 3	Candu 6	\$5.8 billion	计划建设中
	5th Argentine reactor	华龙一号	\$7 billion	计划建设中
伊朗	Makran coast	2 x 100 MWe		2015 年 7 月签订协议
埃及		华龙一号		2015 年 5 月签订谅解备忘录
苏丹		ACP600		2016 签订框架协议

资料来源：WNA，申万宏源研究

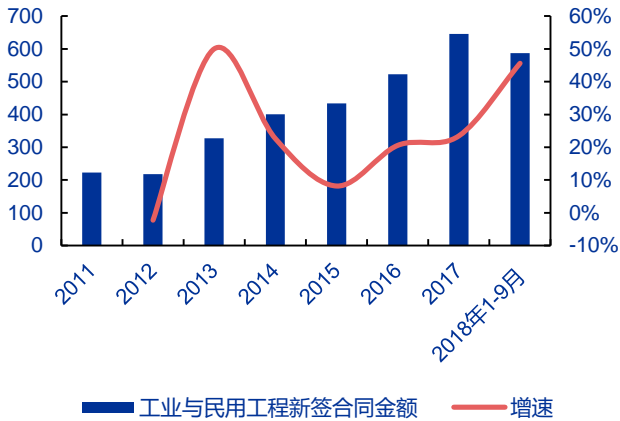
## 4. 非核领域业绩稳健 基建&PPP 贡献增长新动能

### 4.1 工业与民用业务迅速成长 公司经验丰富技术优势突出

依托技术优势积极开拓非核领域，工业与民用工程业务体量迅速增长。公司利用现有技术优势，积极开拓工业和民用工程建设，重点发展石油化工、能源、冶金、建材、房屋建筑、市政和基础设施等多个行业领域的工程建设业务。2013-2017 年公司工业与民用工程新签合同金额年均增速约 24.26%，2017 年公司新签工业与民用工程合同金额达 646 亿元。2017 年公司工业与民用业务实现营收 285.74 亿元，占总营收的 62.82%；实现毛利 26.72 亿元，占总毛利的 55.95%，贡献公司利润的主要来源。2018 年前三季度新签工业与民用工程合同金额达 586.79 亿元，同比增长 45.6%，上半年工业与民用工程业务营收同比增加 36.33%，毛利同比增加 14.29%。

图 15：公司新签工业与民用合同金额（单位：亿元）

图 16：公司工业与民用业务业绩情况（单位：亿元）



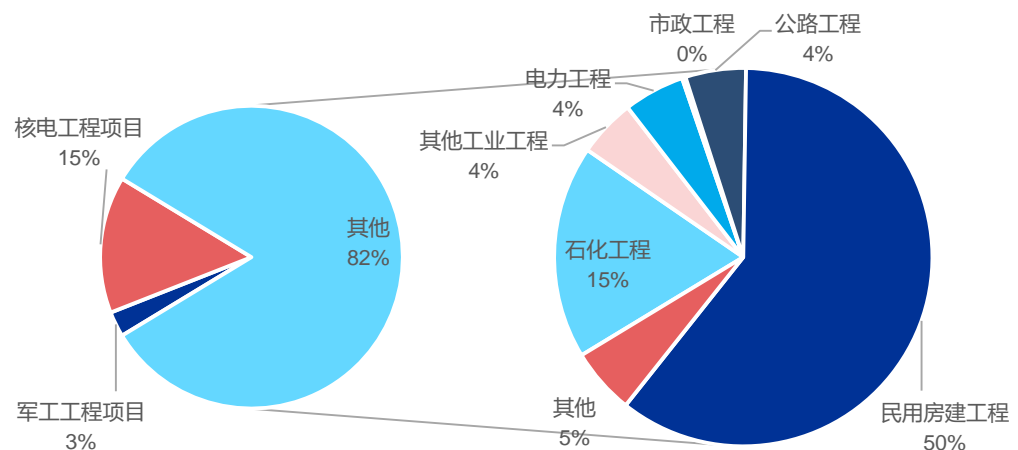
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**民用房建工程：贡献主要增量市场，在新签合同中占比约 50%。**民用房建工程是公司工业与民用工程领域最重要的构成部分，受益于城镇化持续推进带来的巨大民用房建需求，公司民用房建业务持续扩张。2015 年公司新签民用房建合同额 262.20 亿元，占新签工业与民用工程合同额的 60.44%，在当年新签合同总金额中占比约 50%。

图 17：2015 年新签项目合同分类占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**石油化工工程：工程建设专业性强、技术含量高，公司重点发展领域。**石油化工领域通常具有高温、高压、易燃、易爆等特点，不同于一般建筑施工项目，工程建设专业性强、技术含量高、建设难度大。公司充分发挥在核电工程领域长期积累的经验和先进的技术，重点发展石油化工工程领域。公司先后完成了国内第一套商业化的煤制油示范装置——神华煤制油液化装置的安装工程、安庆石化炼化一体化工程、大庆 30 万吨乙烯工程、福建炼油工程等大型石油化工工程，在该领域里具有较强的竞争力。

在 LNG 建设领域，公司承担了中海油石油总公司广东 LNG 项目、上海 LNG 项目、浙江 LNG 项目，中国石油天然气集团大连 LNG 项目等多个 LNG 储罐的土建、安装工程，市场

占有率较高。2017 年冬季“气荒”暴露出我国储气设施严重不足的问题，今年 4 月国家发改委和国家能源局联合发布《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》，要求 2020 年我国上游供气企业、城镇燃气企业和县级以上地方政府分别建成不低于其 10%销售量、5%销售量和 3 天的储气能力，原则上以上项目要于 2018 年全部开工。预计未来三年我国 LNG 储罐将迎来建设高峰，公司在 LNG 建设领域有望实现快速增长。

表 10：公司已完工的代表性石油化工工程

项目名称	项目概述
神华煤制油液化装置安装工程	神华煤制油液化装置是国家能源工程的重点建设项目，是西部大开发的重点工程，也是我国煤直接液化关键技术研究项目之一。本公司承担该项目的核心装置——煤液化装置（103 单元）8 个区域的安装施工。
仪化股份年产 45 万吨 PTA 工程	仪化股份年产 45 万吨 PTA 装置总建筑面积 50,000 平方米，为框架结构，构筑物高度 38 米。2004 年荣获中国石油化工集团优质工程奖；2005 年荣获国家银质奖。本公司承担 PTA 主体、公用工程和外围辅助工程等土建工程施工。
上海拜耳聚氨酯异氰酸酯和聚醚项目 MDI 联合装置盐酸电解装置上部结构工程	上海拜耳聚氨酯异氰酸酯和聚醚项目 MDI 联合装置盐酸电解装置建筑总面积为 7,821 平方米，主要为钢结构，用钢量约 2,300 吨，屋脊高度为 18.63 米。2008 年荣获上海市建设工程金属结构“金钢奖”。本公司承担盐酸装置的土建结构和钢结构施工。
上海赛科聚合物仓库钢结构安装工程	上海赛科聚合物仓库结构形式为单层三跨轻型钢结构，总建筑面积 67,240 平方米，总用钢量 1,838 吨，属国内较大的轻型钢结构仓库。本公司承担钢结构仓库的安装施工。
上海化学工业区巴斯夫中间体聚四氢呋喃装置安装工程	上海化学工业区巴斯夫中间体聚四氢呋喃装置年产 8 万吨四氢呋喃和 6 万吨聚四氢呋喃，属世界上较大的聚四氢呋喃装置。该工程是上海市重大工程项目。本公司承担装置一区、二区四氢呋喃和聚四氢呋喃装置内的设备、工艺管道及其绝热、油漆等安装工程。
神华宁煤集团煤基烯烃工程	神华宁煤集团煤基烯烃工程是宁夏自治区重点工程，项目总投资额约 200 亿元。本公司承担 50 万吨/年聚丙烯装置的土建、安装施工。
广东 LNG 储罐工程	广东 LNG 工程是我国建造的第一个大型的液化天然气储罐，被列为广东省的重点工程项目。本公司承担储罐罐体的土建施工及接收站安装工程。
福建 LNG 低温储罐工程	福建 LNG 低温储罐工程主要包括两座 16 万立方米 LNG 低温储罐、LNG 气化设施及辅助工程设施，是我国对外合作的战略性重大能源项目，也是第一个完全由国内企业自主引进、建设和管理的液化天然气项目。本公司承担罐体土建及安装施工。
上海 LNG 储罐工程	上海 LNG 工程包括 3 座 16 万立方米的 LNG 储罐、3 台 LNG 卸料臂及其他相应的输送、气化设施和公用配套工程，1 座 LNG 专用船码头及重件码头的配套设施。本公司承担罐体土建及安装施工。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司拥有行业领先的特大型吊装设备，在国内民用吊装工程市场具有较强的竞争力。公司是风电吊装市场份额领先的企业，此外公司还顺利完成了北京奥运主会场国家体育馆（鸟巢）、首都机场三号航站楼、扬子石化、广州石化、大连重工等项目的大件吊装工程。在继续巩固大件吊装业务领域优势地位的同时，公司计划逐步从产业链低端向中高端延伸，完成从单纯的吊装公司向综合性的吊装服务供应商的转型。

## 4.2 货币+财政政策齐发力 工业与民用业务稳健性增强

2015 年房地产投资增速放缓，公司工业与民用业务营收回落；2016 年开始钢材、水泥等原材料价格持续高涨，工业与民用业务毛利率进入下行通道。

民用房建工程系工业与民用工程业务中占比最高的组成部分，2015 年全国房地产投资增速跌至近年低位，仅为 1%，公司工业与民用业务受到冲击，当年营收同比下滑 5.57%。建筑行业成本中原材料成本占比近 60%，2015 年国内钢材、水泥等原材料价格低位运行，有效平滑房地产增速回落对公司业绩的冲击。2015 年公司工业与民用业务实现毛利率 10.2%，毛利水平实现同比正增长。

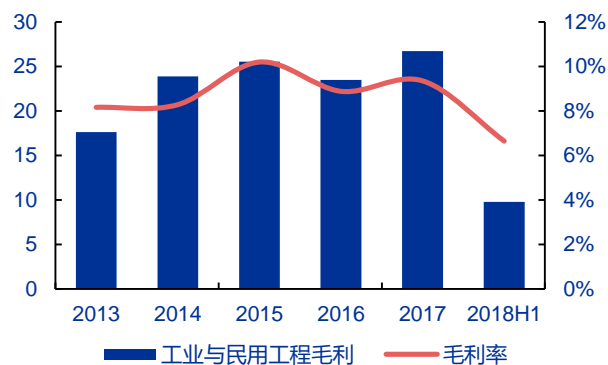
2016 年以来由于国内环保督查趋严，钢铁限产情况时有发生，驱动钢材、水泥等原材料价格持续高涨。其中国内钢材综合价格指数由 2015 年 12 月 18 日的低点 54.48 一路上涨至 2017 年 12 月 15 日的高位 126.28，涨幅达到 131.79%；水泥价格指数由 2016 年 3 月 7 日的低点 77.76 一路上涨至 2018 年 1 月 8 日的高位 150.9，涨幅达到 94.06%。受原材料价格上涨影响，2016、2017 年公司民用与工业业务毛利率较 2015 年出现下滑，分别为 8.88% 和 9.35%，2018 年上半年进一步降低至 6.65%。

图 18：公司工业与民用业务与全国房地产开发投资



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 19：工业与民用业务毛利及毛利率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

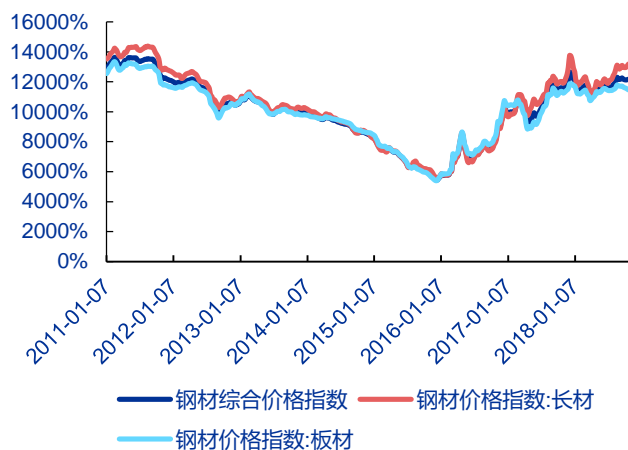
16、17 年房地产投资增速稳步回升，当前原材料价格处于高位，后续增长动能不足，预计公司工业与民用业务有望持续贡献稳定业绩。

2016、2017 年全国房地产开发投资完成额分别同比增长 6.9%、7%，较 2015 年大幅回升。公司民用与工业业务营收稳步回升，2016、2017、2018H1 分别实现 5.57%、8.05%、36.32% 的同比增长，回暖趋势明显。2018 年 1-9 月公司签订 586.79 亿元工业与民用工程合同，同比大幅增长 45.6%，未来工程逐步落地有望持续贡献收益。

2018 年初，全国钢材、水泥等原材料价格初现回落态势，钢材价格指数和水泥价格指数较最高点跌幅分别达到 13.94% 和 13.06%，但之后又震荡上行。当前全国钢材、水泥等原

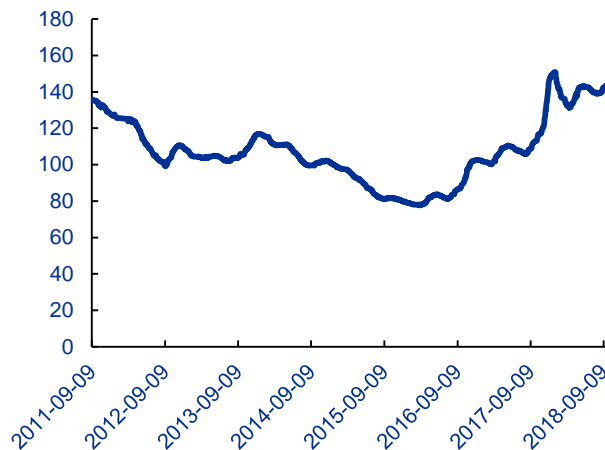
材料价格仍处高位，预计后续增长动能不足。公司工业与民用工程有望充分受益于房地产投资增速回升及原材料价格企稳，未来几年有望持续贡献稳定业绩。

图 20：近年全国钢材价格指数



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：近年全国水泥价格指数



资料来源：Wind，申万宏源研究

**下半年财政货币政策出现转向，国家稳投资、扩内需意图明显，基建 & PPP 项目或将发力，贡献业绩增长新动能。**

2018 年以来，面临中美贸易战等复杂的外部环境，国家政策有意稳投资、扩内需，7 月底召开的中共中央政治局会议提出“坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策、加大基础设施领域补短板的力度”。7 月下旬召开的国务院常务会议也提出加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效，并引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；同时近期落地的资管新规较前期征求意见稿相比也有所松动，融资环境有向好预期。

预计在财政、货币政策的双重刺激作用下，基建工程投资力度有望不断加大。另外，预计后续规范的 PPP 项目将加速落地，助力基建补短板。公司技术优势突出，在手 PPP 项目优质，且拥有多项市政和基础设施重点工程的项目建设经验，后续有望发力基建和 PPP 项目，带来业绩增长新动能。

**拟公开发行 30 亿可转债，加码民用与工业 PPP 项目，优化融资结构。**2018 年 6 月公司公告拟公开发行不超过 30 亿元可转债，募集资金拟用于湖南醴陵渌江新城核心区 PPP 项目等四项民用工业工程并补充流动资金。伴随着公司经营规模的扩大，公司债务性融资逐步增长，截至 2018Q1 公司资产负债率约 85.36%，长期借款和短期借款合计达 172.8 亿元。本次公开发行可转债募集资金到位后，将增强公司的资金实力，为公司的后续发展提供资金保障。在可转债转股前，公司使用募集资金的财务成本较低，利息偿付风险较小。随着可转债持有人陆续转股，公司的资产负债率将逐步降低，有利于优化公司的资本结构、提升公司的抗风险能力。

表 11: 公司可转债募集资金用途 (单位: 百万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	湖南醴陵渌江新城核心区 PPP 项目	1688	1050
2	三都水族自治县市政基础设施建设 PPP 项目	1288	800
3	监利县文化体育中心 PPP 项目	696	450
4	广安职业技术学院二期建设 PPP 项目	285	200
5	补充流动资金	500	500
	合计	4457	3000

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 5. 盈利预测与估值

当前中广核电力、中国核电和国电投待核准项目接近 2400 万千瓦, 整体造价合计超过 3400 亿元, 估算核岛土建安装市场空间达 400 亿。随着三代核电技术趋于成熟, 首堆已经投产, 后续采用三代 AP1000 和 EPR 技术的相关拟建机组核准有望全面提速, 未来三年有望每年核准 6~8 台机组, 开启公司核电业务新一轮成长; 同时, 公司非核领域业绩稳健, 基建&PPP 持续贡献增长动能, 我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 10.46、12.42 和 14.89 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 18、15 和 13 倍, 可比公司 18、19 年平均 PE 分别为 27、21。公司系国内核电建设行业领军企业, 当前国内三代核电项目进展顺利, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 12: 可比公司估值表

代码	简称	评级	2018/11/6			EPS			PE			PB
			最新收盘价	17A	18E	19E	17A	18E	19E			
601985.SH	中国核电	增持	5.61	0.29	0.31	0.40	19	18	14	1.92		
002438.SZ	江苏神通	-	5.59	0.13	0.18	0.21	43	31	27	1.53		
603308.SH	应流股份	-	9.26	0.14	0.25	0.41	66	37	23	1.40		
600875.SH	东方电气	-	7.54	0.29	0.33	0.35	26	23	22	0.84		
	平均						39	27	21	1.42		
601611.SH	中国核建	增持	7.14	0.33	0.40	0.47	22	18	15	1.92		

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 13: 利润表预测 (百万元, 元/股)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	41,002	41,509	45,486	52,638	63,696	74,163
二、营业总成本	40,025	40,403	44,234	51,134	61,927	72,060
其中: 营业成本	36,230	37,016	40,710	47,463	57,470	66,859
营业税金及附加	1,240	347	111	129	156	181
销售费用	15	73	79	92	111	129
管理费用	1,605	2,059	2,211	2,559	3,097	3,605
财务费用	563	539	719	892	1,093	1,285

资产减值损失	370	362	390	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	78	98	44	30	30	30
三、营业利润	1,054	1,224	1,344	1,574	1,840	2,173
加：营业外收入	238	74	51	51	51	51
减：营业外支出	24	29	20	20	20	20
四、利润总额	1,269	1,270	1,376	1,605	1,871	2,205
减：所得税	356	339	373	410	479	565
五、净利润	913	931	1,003	1,196	1,392	1,639
少数股东损益	115	132	150	150	150	150
归属于母公司所有者的净利润	798	799	853	1,046	1,242	1,489
六、基本每股收益	0.38	0.33	0.32	0.40	0.47	0.57

资料来源：wind，申万宏源研究

表 14：资产负债表预测（百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,356	6,732	8,555	14,018	19,951	26,112
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	19,194	22,789	25,965	28,694	32,912	36,905
其中： 应收账款	13,089	14,571	17,352	20,080	24,299	28,291
其他应收款	4,298	4,782	4,955	4,955	4,955	4,955
应收票据、预付款项	1,807	3,434	3,658	3,658	3,658	3,658
应收利息	0	2	0	0	0	0
应收股利	3	0	0	0	0	0
存货	18,992	24,295	26,703	31,132	37,696	43,854
其他流动资产	25	157	489	489	489	489
流动资产合计：	46,569	53,974	61,712	74,333	91,049	107,360
可供出售金融资产	206	686	1,003	1,003	1,003	1,003
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0
长期应收款	5,020	5,139	6,287	6,287	6,287	6,287
长期股权投资	386	435	711	711	711	711
投资性房地产	23	22	21	21	21	21
固定资产	2,941	3,378	3,373	3,148	2,923	2,698
在建工程	736	327	2,158	2,158	2,158	2,158
无形资产类	530	570	563	563	563	563
其中： 无形资产	519	558	552	552	552	552
商誉	11	11	11	11	11	11
开发支出	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	3	11	20	20	20	20
递延所得税资产	345	439	532	532	532	532
其他非流动资产	401	436	406	406	406	406
非流动资产合计：	10,591	12,691	16,331	16,106	15,881	15,656
资产总计	57,160	66,665	78,043	90,439	106,930	123,016

短期借款	10,062	10,640	8,216	7,742	7,742	7,742
其中：短期借款	9,249	10,088	7,742	7,269	7,269	7,269
一年内到期的非流动负债	813	552	474	474	474	474
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	31,676	37,023	42,833	49,938	60,467	70,345
其中：应付票据	2,132	2,248	3,825			
应付账款	19,861	24,156	27,278			
预收款项	7,639	9,515	10,486			
应付职工薪酬	649	602	597			
应交税费	1,394	502	646			
应付利息	0	7	41	41	41	41
应付股利	34	33	47	47	47	47
其他应付款	2,220	2,952	2,949			
其他流动负债	0	479	449	449	449	449
流动负债合计：	46,042	52,772	57,916	64,548	75,077	84,955
长期借款	3,396	3,112	7,681	12,251	16,820	21,389
应付债券	0	500	500	500	500	500
其他非流动负债	640	516	488	775	775	775
其中：长期应付款	382	272	240			
专项应付款	2	2	2			
预计负债	9	10	0			
其它非流动负债	247	232	246			
递延所得税负债	2	8	6	6	6	6
非流动负债合计	4,367	4,443	8,962	13,532	18,101	22,670
负债合计	50,410	57,215	66,879	78,079	93,178	107,625
股本	2,100	2,625	2,625	2,625	2,625	2,625
资本公积	(121)	1,098	1,185	1,185	1,185	1,185
减：库存股	0	0	0	0	0	0
盈余公积	40	52	86	127	175	233
未分配利润	2,674	3,375	3,916	4,920	6,114	7,545
归属于母公司所有者权益合计	6,022	8,544	9,300	10,346	11,588	13,078
少数股东权益	728	906	1,864	2,014	2,164	2,314
股东权益合计	6,751	9,451	11,164	12,360	13,752	15,391
负债和股东权益总计	57,160	66,665	78,043	90,439	106,930	123,016

资料来源：wind，申万宏源研究

表 15：现金流量表预测（百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	913	931	1,003	1,196	1,392	1,639
加：计提的资产减值准备	370	362	390	0	0	0
固定资产折旧	328	311	324	226	226	226
无形资产摊销	25	37	30	0	0	0
长期待摊费用摊销	2	3	8	0	0	0

公允价值变动损失	0	0	0	0	0	0
财务费用	647	609	833	892	1,093	1,285
投资损失	(78)	(98)	(44)	(30)	(30)	(30)
递延所得税资产减少	(73)	(95)	(92)	0	0	0
递延所得税负债增加	2	6	1	0	0	0
存货的减少	(4,270)	(5,304)	(2,426)	(4,429)	(6,564)	(6,158)
经营性应收项目的减少	(2,591)	(3,594)	(3,246)	(2,728)	(4,218)	(3,993)
经营性应付项目的增加	5,398	4,085	5,573	7,105	10,529	9,878
其它				0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	677	(2,731)	2,372	2,231	2,429	2,848
收回投资所收到的现金	1,632	1,426	2,422	0	0	0
取得投资收益收到的现金	14	17	14	30	30	30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	101	36	5	0	0	0
投资活动现金流入小计	1,748	1,532	2,467	30	30	30
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	329	364	1,268	1	1	1
投资所支付的现金	1,863	2,171	3,674	0	0	0
投资活动现金流出小计	2,314	2,905	5,166	1	1	1
投资活动产生的现金流量净额	(567)	(1,373)	(2,699)	29	29	29
吸收投资收到的现金	126	1,898	352	0	0	0
取得借款收到的现金	14,802	16,810	17,235	4,569	5,043	5,043
收到其它与筹资活动有关的现金	1,312	855	1,047	0	0	0
筹资活动现金流入小计	16,240	19,562	18,634	4,569	5,043	5,043
偿还债务支付的现金	11,310	16,601	15,252	474	474	474
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	929	737	1,016	892	1,093	1,285
支付的其它与筹资活动有关的现金	2	120	301	0	0	0
筹资活动现金流出小计	12,240	17,458	16,569	1,366	1,567	1,759
筹资活动产生的现金流量净额	3,999	2,104	2,065	3,203	3,476	3,284

资料来源: wind, 申万宏源研究

## 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，资格证书编号为：ZX0065。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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao1@swyhsc.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan4@swyhsc.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang2@swyhsc.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，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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人作出邀请。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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。