

中国核建 (601611)
强烈推荐

行业：

新股报告：核电工程龙头，在手订单丰厚增长可期

投资要点：

- ✧ **公司控股股东为中国核建集团，是我国十大军工集团之一。**中国核建集团是经国务院批准的国家授权投资机构，是国防科技工业十大军工集团之一。截止2015年底，中国核建集团总资产合计为1070亿元，中国核建总资产为571.6亿元，未来仍有资产注入空间。
- ✧ **在我国51台已建、在建机组中，中国核建承建了其中48台机组的核岛工程建设，处于绝对领导地位。**借“一带一路”春风，核电未来有望加速出海。我国是世界上为数不多具备较完整的核能工业体系和核燃料循环体系的国家之一。也是极少数具备完整核电项目工程总承包与运营总承包能力的国家之一。在一带一路战略的支持下，核电技术的“走出去”离不开中国核建这个核岛建设的领导者。
- ✧ **与发达国家相比，中国核能发电占比较低，核电建设仍有较大空间，未来核电投资有望迎来脉冲式增长。**截至2015年末，我国在建核电机组24台、装机容量2654.9万千瓦，在建规模世界第一。
- ✧ **核电在手订单245.98亿，2015年新增订单76.86亿元，军工民建合计在手订单620亿，15年新签订单450亿元，未来营收增速较为确定。**预计16/17/18年营收462亿/531亿/611亿元。
- ✧ **建筑行业整体PE为16.73倍，保守估计给予工业与民用工程15倍PE估值。**目前核电板块平均估值在40到50倍之间，考虑到核电工程的毛利率以及发展空间情况，保守估计给予25倍PE估值。军工工程给予50倍PE估值。中国核电总体估值在206.54亿，假设本次发行5.25亿新股，总股本为26.5亿股，对应合理股价为7.79元每股。
- ✧ **风险提示：**国家核电政策调整风险，宏观经济下滑风险。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	41002	46197	53127	61096
收入同比(%)	-8%	13%	15%	15%
归属母公司净利润	798	902	1220	1542
净利润同比(%)	20%	13%	35%	26%
毛利率(%)	11.6%	12.6%	13.0%	13.0%
ROE(%)	13.2%	13.0%	15.0%	15.9%
每股收益(元)	0.30	0.34	0.46	0.59
P/E	11.42	10.10	7.47	5.91
P/B	1.51	1.32	1.12	0.94
EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：焦俊

S0960115030023

0755-82023444

jiaojun@china-invs.cn

6 - 12个月目标价： 7.79

当前股价：

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股) 2,625

流通股本(百万股) 525

总市值(亿元)

流通市值(亿元)

成交量(百万股)

成交额(百万元)

股价表现



相关报告

目 录

一、新股简介：核电工程建造龙头—中国核建	3
1. 控股公司为中国核建集团，位列十大国防军工集团	3
2. 深耕核电建设 30 年，核岛工程技术领先	3
二 行业分析：我国核电占比偏低，有望迎来投资建设高峰	5
三 营收结构以民建为主，核建工程技术领先	8
四 募投项目分析	15
五 估值及风险提示	16

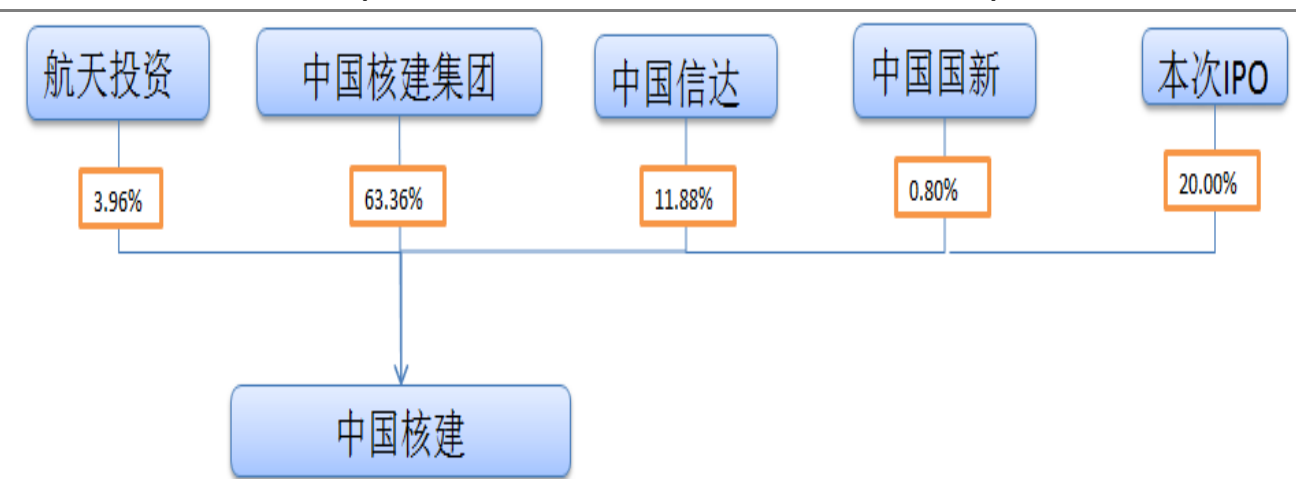
图目录

图 1 公司上市后股权结构（假设 IPO 新股为 5.25 亿股，总股本为 26.25 亿股）	3
图 2 公司资质证书（包含控股子公司资质）	4
图 3 2015 年世界发电各类能源占比（单位：%）	5
图 4 2015 年主要国家核能发电占比（单位：%）	5
图 5 中国历年核电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）	6
图 6 世界各地核电趋势展望（单位：万亿千瓦时）	6
图 7 核电技术海外进展情况	7
图 8 2015 年各产品历年营收占比（单位：%）	8
图 9 各产品历年营收占比（单位：%）	8
图 10 历年营收增速（单位：亿元、%）	8
图 11 历年净利润增速（单位：亿元、%）	8
图 12 历年长期应收账款余额（单位：亿元）	9
图 13 历年各项业务毛利率（单位：%）	9
图 14 历年综合毛利率及净利率（单位：%）	9
图 15 历年三项费用率情况（单位：%）	10
图 16 历年现金流及收现比（单位：亿元、%）	10
图 18 核电工程历年营收、增速（单位：亿、%）	11
图 19 核电工程历年营收占比（单位：%）	11
图 20 我国建成及在建的核电站分布图	12
图 21 核电站主要组成部分图解	12
图 22 核电工程各构成部分情况	13
图 23 三门核电站工程费用拆分占比	13
图 24 近年核电工程新签合同情况（单位：亿）	14
图 25 近年核电工程在手合同情况（单位：亿）	14
图 26 近年军工、民建新签合同情况（单位：亿）	14
图 27 近年军工、民建在手合同情况（单位：亿）	14
图 29 中国核电估值列表	16

一、新股简介：核电工程建设龙头—中国核建

1. 控股公司为中国核建集团，位列十大国防军工集团

图 1 公司上市后股权结构（假设 IPO 新股为 5.25 亿股，总股本为 26.25 亿股）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司控股股东为中国核建集团，是我国十大军工集团之一。中国核建集团成立于1999年6月29日，是经国务院批准在原中国核工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的、由中央管理的大型国有重要骨干企业，是经国务院批准的国家授权投资机构，是国防科技工业十大军工集团之一。截止2015年底，中国核建集团总资产合计为1070亿元，中国核建总资产为571.6亿元，未来仍有资产注入空间。

2. 深耕核电建设30年，核岛工程技术领先

公司以核电工程建设为主，军工、民建、工业建造为辅，是具备核电工程特种施工能力的全牌照工程施工公司。自20世纪80年代以来，公司承建了我国全部在役核电机组的核岛工程（在役30个核岛工程，24座为中国核建建造），在行业内处于绝对主导地位。作为我国核电工程建设龙头企业，自成立至今一直代表着我国核电工程建设的最高水平。随着我国核电装机容量、核电在建规模跃居世界前列，公司作为我国在全球核电产业里具有行业代表性的竞争优势企业，逐步成长为国际知名的核电工程建设企业。同时，公司致力于延伸在核电工程建设中形成的强大工程建造能力和建设经验，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，已成为工业与民用工程领域具有强大影响力的品牌企业。

图 2 公司资质证书（包含控股子公司资质）

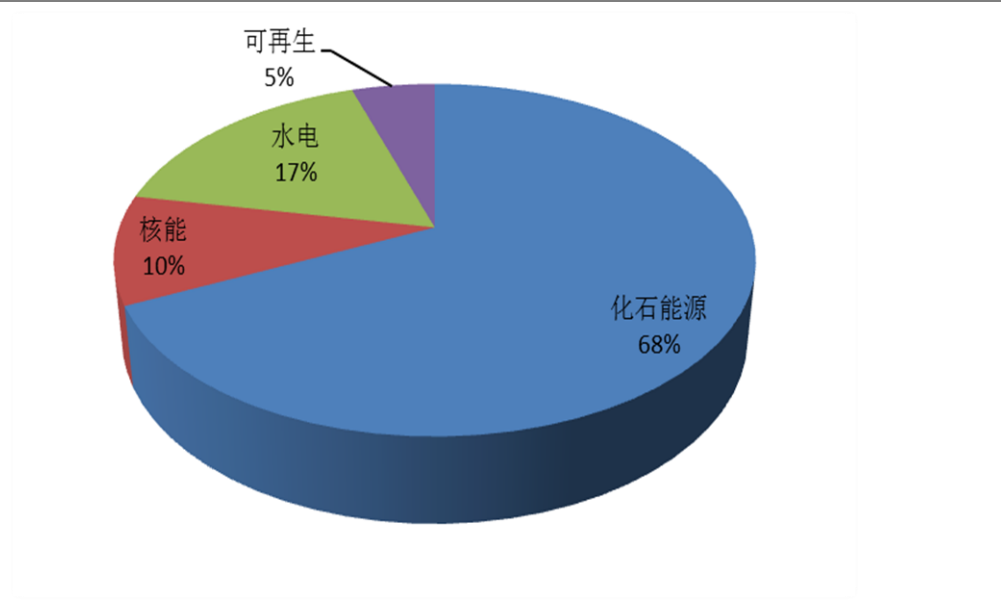
资质	备注
电力工程施工总承包特级	含金量较高，一般资质所有者为央企
房屋建筑工程施工总承包特级	2006 年获得，房建工程业内领先
核工程专业承包一级	资质稀缺，可承建各类核反应堆、核电站及国防工程
机电安装工程施工总承包一级	子公司中原建设、二三公司持有
公路工程施工总承包一级	中原建设公司为认证主体
地基与基础工程专业承包一级	中原建设、二二公司、二三公司
建筑智能化工程一级	中原建设公司为认证主体
建筑智能化工程系统集成设计证书（甲级）	中原建设公司为认证主体
土石方工程专业承包一级	中原建设公司为认证主体
钢结构工程专业承包一级	中原建设公司为认证主体
化工石油工程施工总承包二级	华兴公司为认证主体
管道工程专业承包三级资质	华兴公司为认证主体
化工石油设备管道安装工程专业承包三级	华兴公司为认证主体
核工业行业（含核反应堆）甲级工程设计证书	资质稀缺，中国核能源公司为认证主体

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

中国核建资质齐全，能够承揽绝大部分的民建工程，在核反应堆方面具有很强的技术与资质壁垒。核电建设工程是技术密集、资金密集的高科技大型建设项目，核电建设工程是核电产业链上的重要环节，其技术含量高、建设难度大，而且建设质量事关核安全而备受关注。我国从事核电建设工程的企业，不仅要求具有住建部颁发的电力工程施工总承包、机电安装工程专业承包资质，还必须满足国家主管部门和业主其他与核工程相关的特殊要求。从核电工程建设行业来看，核电工程建设具有建设周期长、工程建设难度大、质量保证体系严格、技术集成度高、专业化程度深等特点，与常规建筑业及铁路、公路等大型基础设施建设行业相比，竞争者进入的难度较高，特别是在我国大型核电工程项目上，存在较高的技术门槛，竞争程度相对较低普通住宅和小型项目建设市场供给能力超过了需求，竞争非常激烈；大中型项目、技术含量高的项目则竞争程度相对较低，利润水平相对较高。

二、行业分析：我国核电占比偏低，有望迎来投资建设高峰

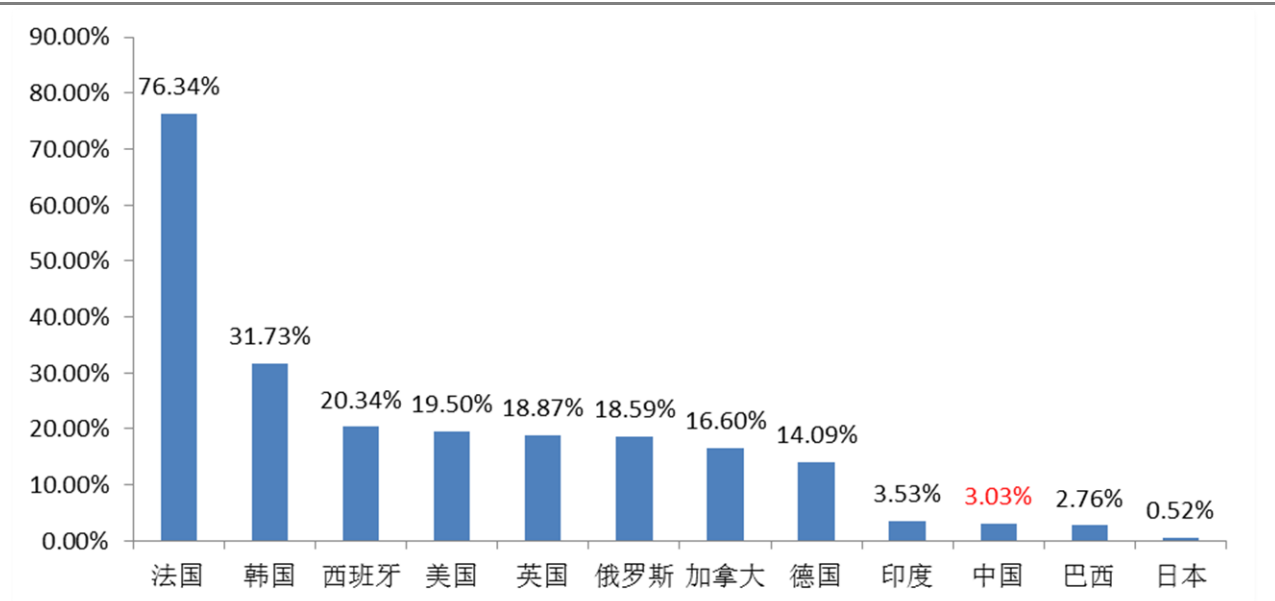
图3 2015年世界发电各类能源占比（单位：%）



资料来源：国际原子能机构（IAEA） 中国中投证券研究总部

核能占比渐高，核建需求旺盛。根据国际能源署、《2015年BP世界能源统计》数据显示，核电占全球总发电量的比例已从1973年的3.3%增长至2015年10%，在世界电力消费结构中占比逐步增大。

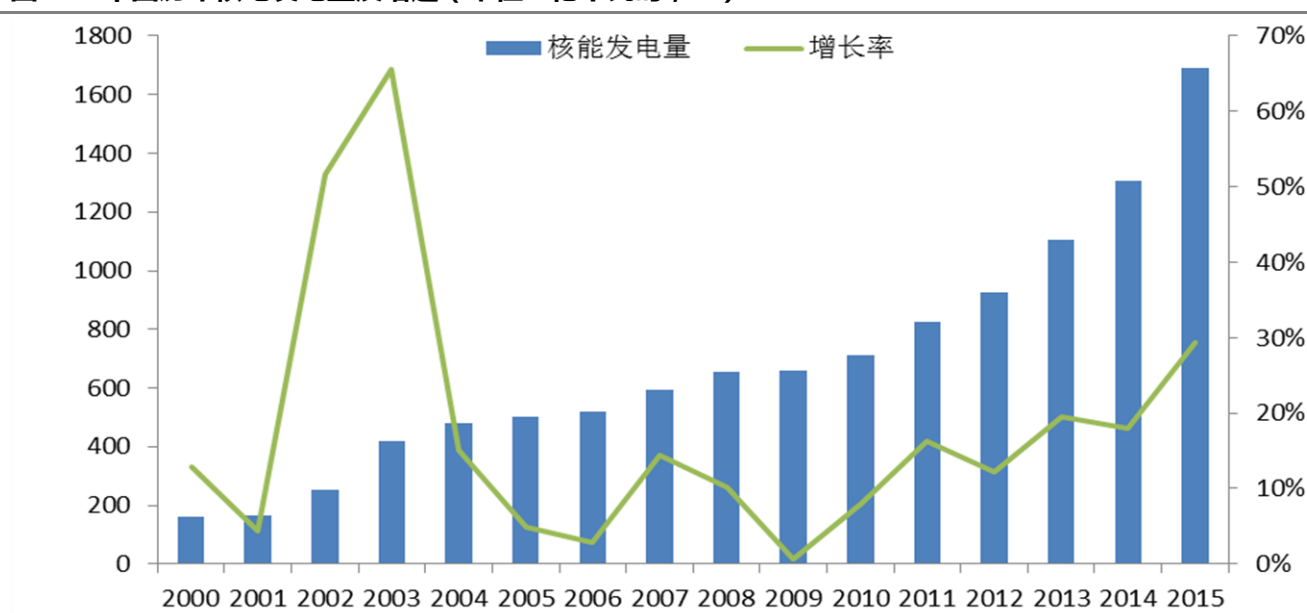
图4 2015年主要国家核能发电占比（单位：%）



资料来源：国际原子能机构（IAEA） 中国中投证券研究总部

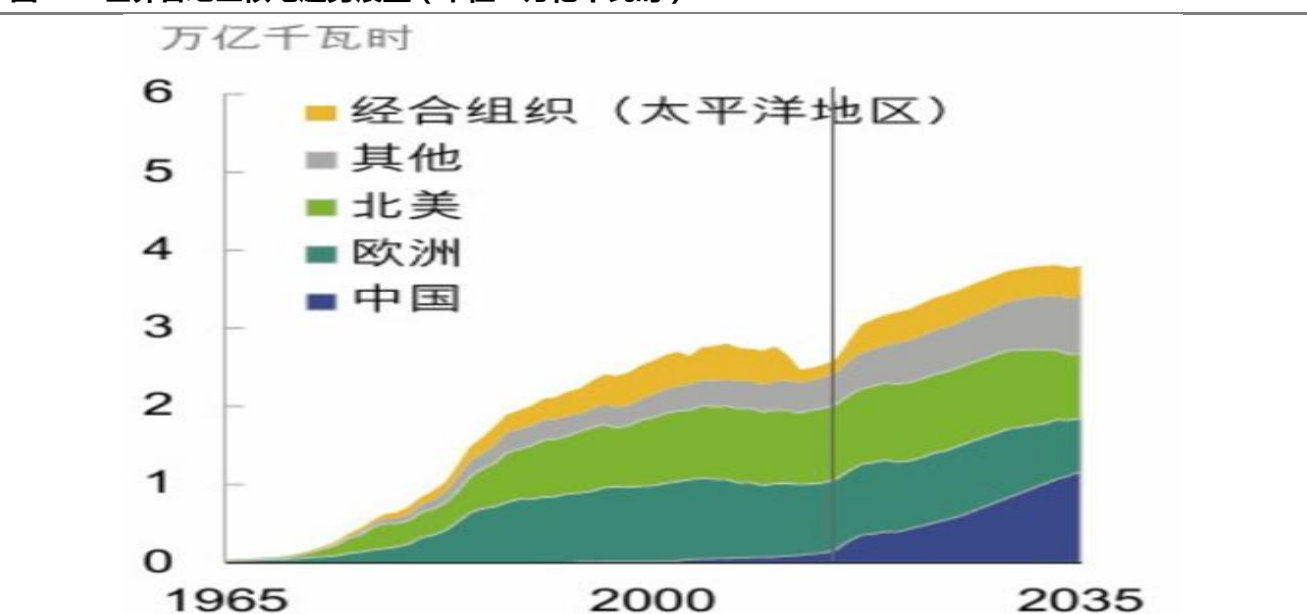
与发达国家相比，中国核能发电占比较低。根据国际原子能机构（IAEA）的数据显示，截至 2015 年末，全球共有 29 个核电国家。其中法国核电占本国发电量比重最高，为 76.34%；日本核电比重最低，为 0.52%。我国核电比重仅为 3.03%，只高于日本（多地震不适宜核电建设）、伊朗、巴西。在核电国家中处于较低水平。

图 5 中国历年核电发电量及增速（单位：亿千瓦时，%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 世界各地区核电趋势展望（单位：万亿千瓦时）



资料来源：《2016 年 BP 世界能源展望》、中国中投证券研究总部

中国核电建设仍有较大空间，未来核电投资有望迎来脉冲式增长。根据中国核能行业协会发布的《2015 年年度全国核电运行情况》数据显示，截至 2015 年末，我国共有 30 台核电机组投入运行、装机容量 2848 万千瓦，在建核电机组 24 台、装机容量 2654.9 万千瓦，在建规模世界第一，占全球在建核电机组装机容量 37.77%。十二五期间，我国核能发电量显著提升，CAGR 为 18.95%。

根据《2016 年 BP 世界能源展望》，我国核电建设正处在快速发展阶段，发展速度将比过去二十年间水电发展速度更快：2020 年核电有望翻一番，而到 2035 年则有望达到现在的 9 倍。以此预测，2015-2020 年的 CAGR 为 14.87%，2020-2035 年的 CAGR 为 10.55%。

图 7 核电技术海外进展情况

时间	详细内容
2016 年 3 月 21 日	中捷签署《合作备忘录》敲定 60 亿欧元订单，中广核将和捷克联手建核电站
2016 年 1 月 29 日	正式签订两台华龙一号机组合同安装巴基斯坦卡拉奇核电厂 2、3 号机组
2016 年 1 月 20 日	中国核建与沙特能源城签署备忘录，四代核电技术或落户沙特
2015 年 12 月 22 日	保加利亚邀中国国家电投国家核电参建核电站
2015 年 11 月 16 日	中核集团与斯洛伐克签署核燃料产业链谅解备忘录
2015 年 11 月 9 日	中广核罗核公司与罗马尼亚国家核电公司签订《切尔纳沃德核电 3/4 号机组项目开发、建设、运营及退役谅解备忘录》，项目总投资 72 亿欧元
2015 年 10 月 21 日	英国首相卡梅伦以中广核为首的中国核电企业与法国电力公司（EDF）签署协议，将在英国欣克利角核电站项目中投资 60 亿英镑，持股 33%
2015 年 6 月 1 日	中法两国政府发表《中法两国深化民用核能合作的联合声明》、与阿海珐集团签署《关于推进双方全球战略合作伙伴关系的协议》等
2015 年 2 月 4 日	中国、阿根廷两国政府签订《关于在阿根廷合作建设压水堆核电站的协议》

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

借“一带一路”春风，核电未来有望加速出海。我国是世界上为数不多具备较完整的核能工业体系和核燃料循环体系的国家之一。也是极少数具备完整核电项目工程总承包与运营总承包能力的国家之一。我国具有自主知识产权的第三代核电技术“华龙一号”将在通过英国技术审查、满足英国核能监管要求后使用在布拉德韦尔 B 项目，实现我国自主核电技术向西方发达国家出口的突破。同时，我国正与阿根廷、埃及等超过 20 个国家进行核电合作谈判。

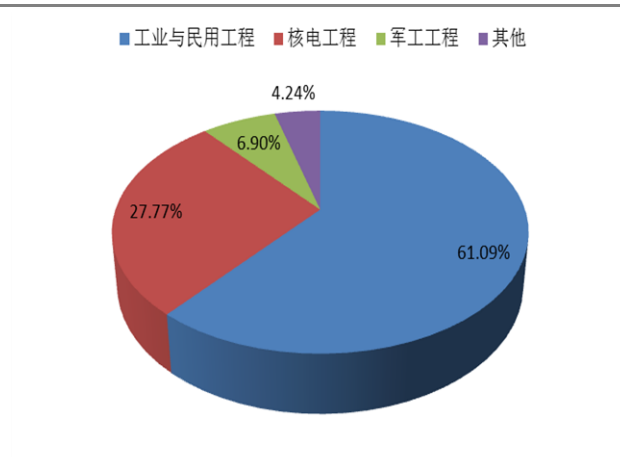
在我国 51 台已建、在建机组中，中国核建承建了其中 48 台机组的核岛工程建设，处于绝对领导地位。在一带一路战略的支持下，核电技术的“走出去”离不开中国核建这个核岛建设的领导者。

三、营收结构以民建为主，核建工程技术领先

1. 15 年营收略有下滑，综合毛利率稳步提升

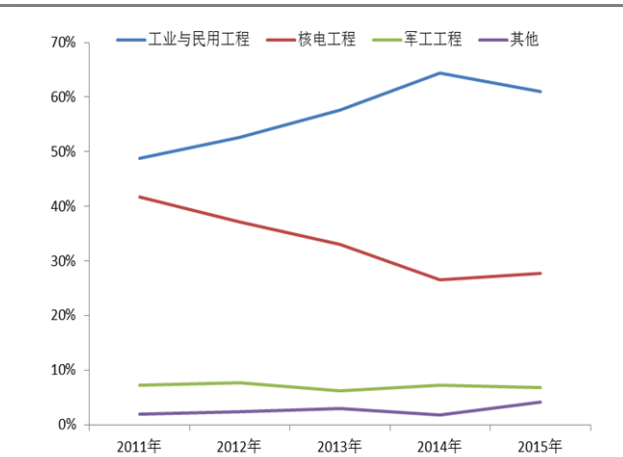
工业与民用工程营收占比最大，核电军工毛利率较高。公司主营业务：工业与民用工程、核电工程、军工工程。公司主营业务可分为工业与民用工程、核电工程、军工工程三大板块。2015 年工业与民用工程营收占比为 61.09%，核电工程营收占比为 27.77%，军工工程营收占比为 6.9%。

图 8 2015 年各产品历年营收占比（单位：%）



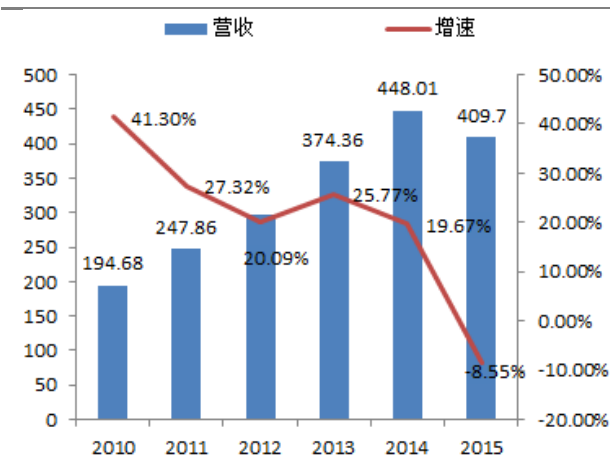
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 各产品历年营收占比（单位：%）



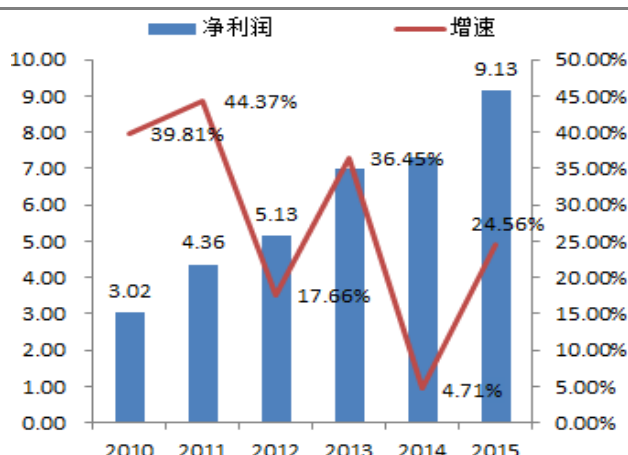
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 10 历年营收增速（单位：亿元、%）



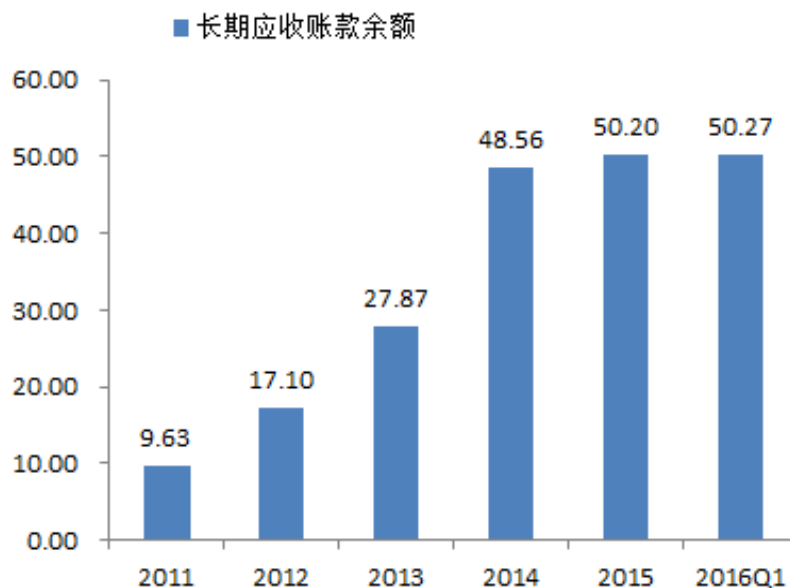
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 11 历年净利润增速（单位：亿元、%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

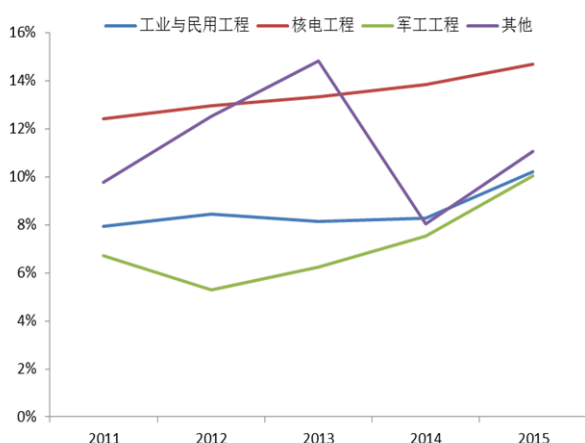
图 12 历年长期应收账款余额（单位：亿元）



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

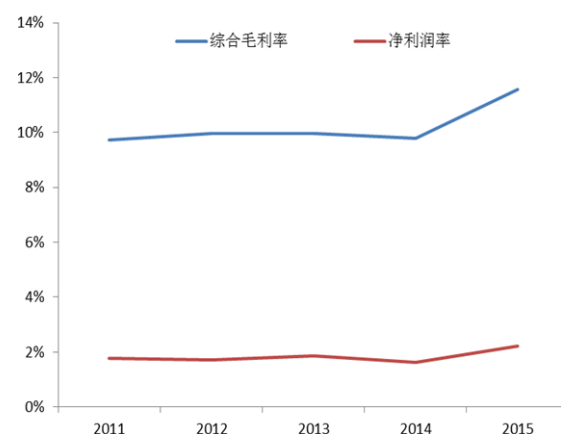
公司营收微降，净利受 BT 工程确认进度影响 15 年增速向好。从 2011 至 2014 年，公司业务快速发展，营业收入显著增加。近 5 年的 CAGR 为 13.39%。公司净利与营收增速背离较大主要由于长期应收账款转结（BT 工程）确认扰动导致。

图 13 历年各项业务毛利率（单位：%）



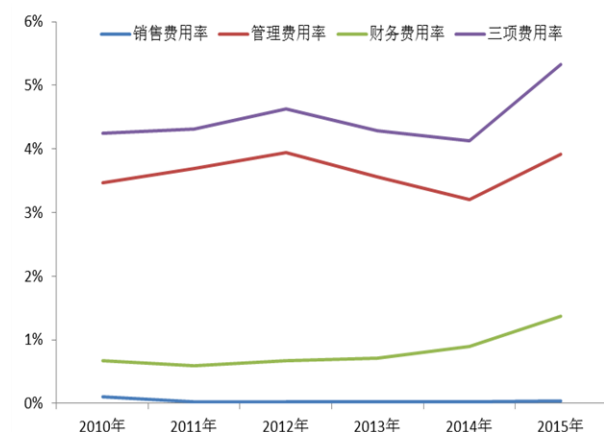
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 14 历年综合毛利率及净利率（单位：%）

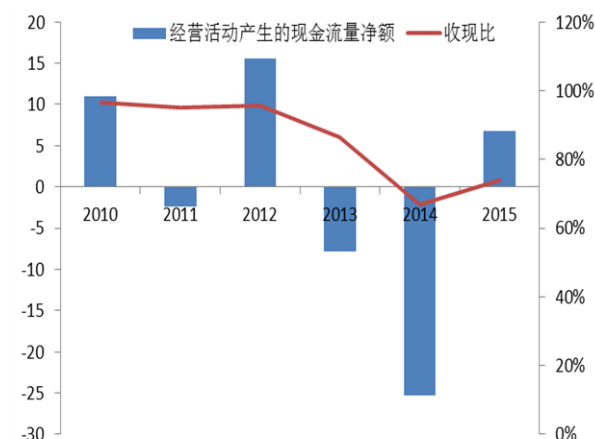


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司综合毛利率稳中有升，由于 BT 工程在 15 年有大量转结毛利率有所升高。工业与民用工程近 5 年毛利率分别为 7.95%，8.46%，8.16%，8.28%，10.20%，2015 年毛利率出现明显上升主要是由于公司承接 BT 项目。核电工程业务由于技术壁垒较高，其毛利率也高于一般工程建设业务，并呈现稳步上升的趋势。军工工程毛利率分别为 6.71%，5.28%，6.23%，7.55%，10.06%。其他业务毛利率则存在一定波动，近 5 年分别为 9.79%，12.54%，14.82%，8.03%，11.05%。另外，由于公司采取了优化项目机械使用及人力资源配置等措施，使得公司 2015 年综合毛利率、净利润率均得以提升。

图 15 历年三项费用率情况（单位：%）


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 16 历年现金流及收现比（单位：亿元、%）


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司期间费用主要为管理费用，近年升至 5% 左右。公司 2010-2015 年三项费用率分别为 4.24%，4.31%，4.63%，4.29%，4.12%，5.32%。三项费用中，管理费占比最大并上升趋势，主要是由于公司规模扩大，支付的职工薪酬出现了明显增加，2015 年职工薪酬费用为 8.66 亿，同比增长 15.65%。同时，由于公司业务规模逐渐扩大，公司利息支出有所增加，导致 2015 年财务用费率出现上升。

公司现金流有一定波动。公司 2010-2015 年的经营性现金流净额分别为 10.94、-2.43、15.58、-7.79、-25.31、6.77 亿元，存在一定的波动性。公司于 2015 年成立中核财务公司，客户存款和同业存放款项目使得公司 2015 年度经营性活动产生的现金流量情况得以改善。

图 17 可比公司 2015 年财务数据情况

	资产负债率	流动比率	速动比率	应收账款周转率
中国铁建	81.49%	1.19	0.68	4.93
中国交建	76.81%	1.05	0.72	6.53
中国建筑	77.79%	1.36	0.73	7.53
葛洲坝	77.98%	1.14	0.73	7.45
中国化学	65.92%	1.42	1.02	6.54

中国中铁	80.47%	1.20	0.68	4.48
中国电建	82.79%	1.18	0.70	7.89
中国中冶	79.30%	1.17	0.68	3.64
中国核建	88.19%	1.01	0.60	3.50

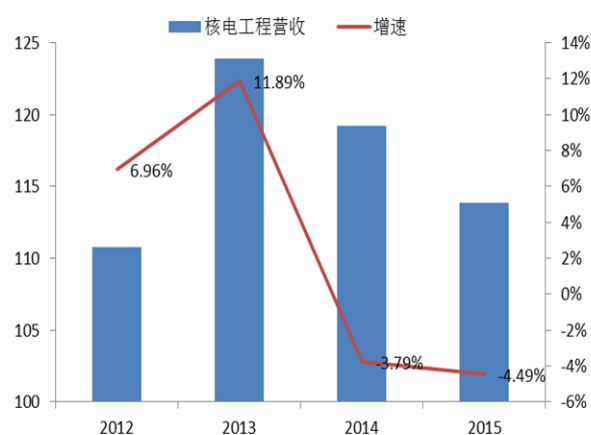
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司资产负债率较高，应收账款周转率偏低，IPO 后财务比率将会大幅好转。由于核电工程建设周期较一般民用工程要长、军工工程的特殊性，工程回款较慢，导致公司资产负债率高于可比公司平均水平，应收账款周转率低于其他可比公司。随着公司上市，筹集资金渠道更多样化，公司资产负债率有望得到改善。

2. 核电工程业内领军，寡头垄断地位难以撼动

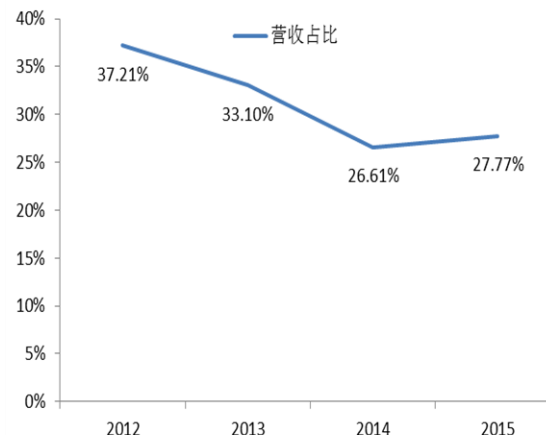
核电工程寡头垄断，资质与施工经验形成强壁垒，高毛利率有望一直维持。在安全甚于一切、工程造价极高的核电工程建造领域，业主一般不会将项目交由新进入者，否则将承担极大的风险。公司在核电工程建设领域的绝对主导格局仍将在未来较长时期内存在。

图 18 核电工程历年营收、增速（单位：亿、%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 19 核电工程历年营收占比（单位：%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

核电工程业务近年来一直保持稳健态势，2011 年至 2015 年创造营收分别为 103.54, 110.75, 123.92, 119.22, 113.87 亿元。营收占比略有下降主要是由于工业与民用工程业务得以快速拓展。

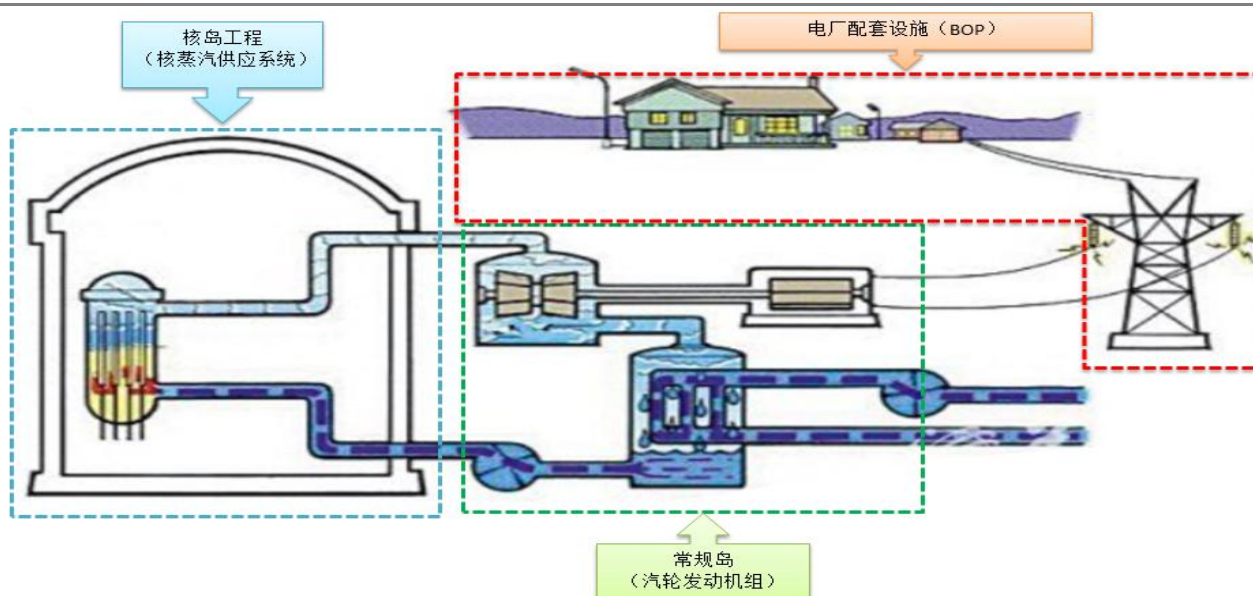
图 20 我国建成及在建的核电站分布图



资料来源：中国中投证券研究总部

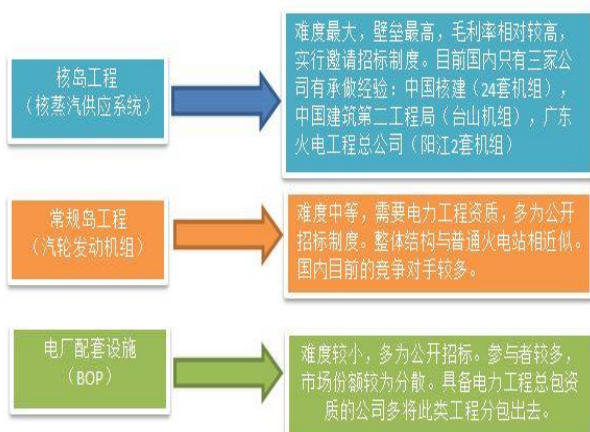
核电工程为公司的核心与基础业务，在我国 51 台已建、在建机组中，中国核建承建了其中 48 台机组的核岛工程建设，处于绝对领导地位。除河北外我国沿海各省都已经布局或计划建设了核电站，但是真正商业运营的核电站机组只有 11 个。核电站建设周期一般需要 60 个月以上的时间，需要国家统筹提前布局。

图 21 核电站主要组成部分图解



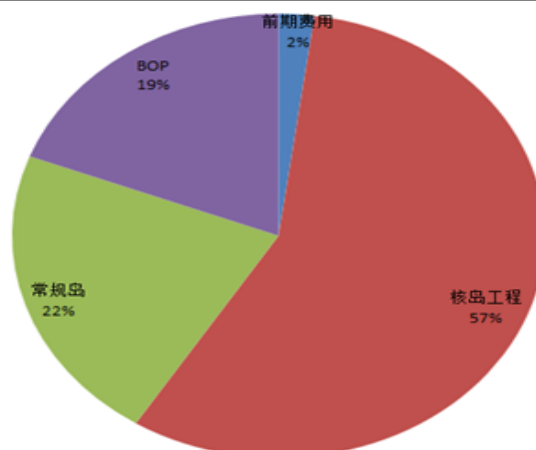
资料来源：中国中投证券研究总部

图 22 核电工程各构成部分情况



资料来源：中国中投证券研究总部

图 23 三门核电站工程费用拆分占比

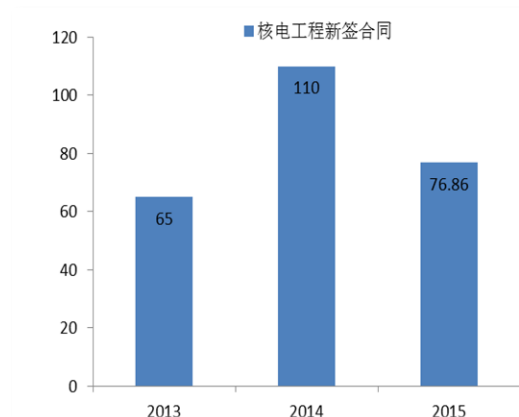


资料来源：中国中投证券研究总部

核电工程主要包括核岛工程、常规岛工程、电厂配套设施（BOP）三部分组成。由于核电工程的特殊性，核电工程建设市场为非完全竞争市场，行业内具有相关施工承建资质的企业数量有限。核岛工程、常规岛、BOP 的市场化程度依次升高，对应毛利率也依次降低。核岛工程是技术难度最大，也是费用占比最高的部分。以三门核电站为例，核岛工程、常规岛、BOP 三部分建设费用占核电工程建设费用的比例分别为 57%、22%、19%。

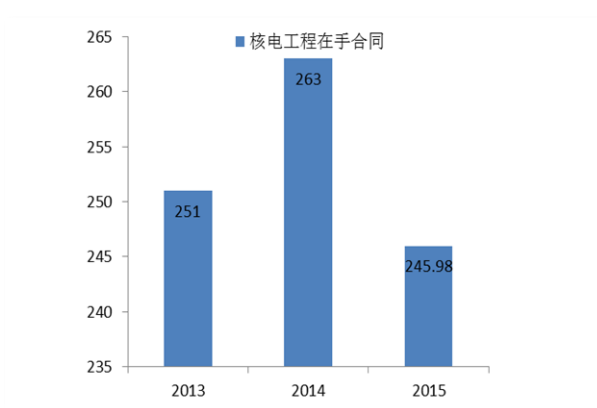
中国核建有望利用自身核建工程的技术优势，成为核电站建设领域的总包企业。核岛工程由于建设难度大，技术壁垒极高，采取邀请招标制度，国内只有中国核建，中建二局，广东火电工程总公司三家公司有承建经验。而中国核建承担了 27 套在役运行机组中的 24 套机组的核岛工程建设。常规岛和 BOP 工程由于建设难度和特殊性不及核岛工程，目前国内参与竞争的企业较多，有中国能建、中国电建、中国建筑、中国核建等企业。

图 24 近年核电工程新签合同情况（单位：亿）



资料来源：招股意向书、中国中投证券研究总部

图 25 近年核电工程在手合同情况（单位：亿）



资料来源：招股意向书、中国中投证券研究总部

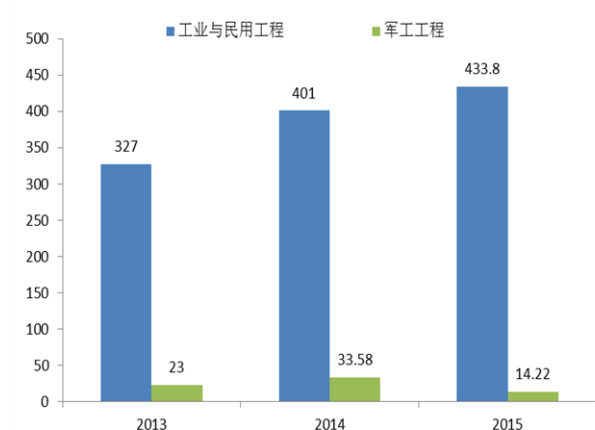
核电在手订单 245.98 亿，2015 年新增订单 76.86 亿元，未来业绩有保障。由于核电工程的特殊性，受国家核电政策影响较大，核电工程建设呈现一定周期性。公司新签合同呈现一定的波动，但公司在手合同充足，能保障公司业绩稳健增长。

3. 军民建协同发展，订单饱满未来业绩有保障

军工工程建设是公司传统主营业务。公司作为我国国防军工工程领域的重要承包商之一，承担了一批核工业、航天、航空等领域的军工建设项目，积累了丰富的军工工程建设经验，在军工工程建设领域形成了一定的品牌号召力，为公司创造了稳定的营业收入。

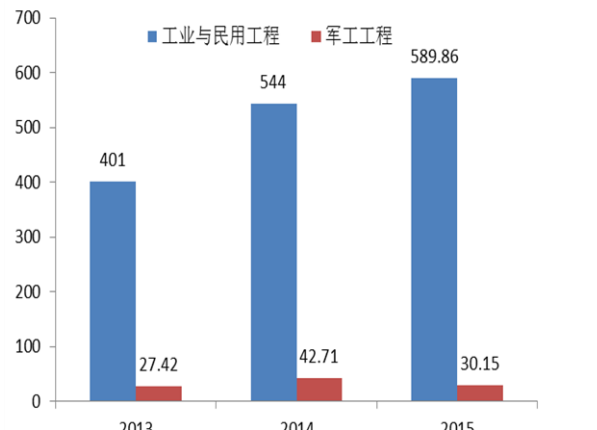
工业与民用工程业务快速发展。依托公司长期以来进行核工业建设形成的过硬的技术实力与品牌号召力，公司的工业与民用工程业务得到了快速发展，营收占比近年来逐步增长。公司在石油化工、能源、建材、房屋建筑、市政建设工程等领域均拥有施工资质。

图 26 近年军工、民建新签合同情况（单位：亿）



资料来源：招股意向书、中国中投证券研究总部

图 27 近年军工、民建在手合同情况（单位：亿）



资料来源：招股意向书、中国中投证券研究总部

军工民建合计在手订单 620 亿，15 年新签订单 450 亿元，未来营收有较大保证。

近年来完成的工程有国家体育馆（鸟巢）钢结构吊装工程、首都机场三号航站楼吊装工程、神华煤制油液化装置安装工程、东帝汶国家电网工程新加坡地铁工程等，获得全国建筑行业工程质量的最高荣誉奖——鲁班奖 10 项，获得其他国家级优质工程奖 69 项。工业与民用工程业务的快速发展使公司的业务产品得以多元化，为公司开创了更多的利润来源。目前公司已经初步建立了品牌效应，利用央企的金子招牌未来在民建与军工领域仍有较大发展空间。

四、募投项目分析

公司拟向社会公众公开发行人民币普通股 52500 万股，上市所募集资金在扣除发行费用后，将按轻重缓急顺序投资于以下项目：

图 28 公司募集资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资（亿）	募集资金使用量（亿）
1	核电工程建造筹建项目	35.88	10.40
2	购置核电建造施工设备项目	5.43	2.20
3	核电工程与核工程技术研究项目	1.00	1.00
4	公司信息化能力建设项目	1.01	1.00
5	海安县保障房建设移交项目	7.22	2.00
6	补充公司流动资金	3.50	3.02
合计		54.03	19.62

资料来源：招股意向书、中国中投证券研究总部

核电工程建造筹建项目：公司核电工程建设合同不断增加，公司资金需求随之加大。拟将募集资金中的 10.4 亿元投入到 15 个核电建设项目，以缓解公司流动资产压力，改善资本结构，推进项目顺利进行。

购置核电建造施工设备项目：公司拟将 2.2 亿募集资金用于购置混凝土、钢筋加工、起重机械等设备，以提升公司的核电工程施工装备水平，提高公司盈利能力和市场竞争力。

核电工程与核工程技术研究项目：公司拟将 1 亿募集资金用于核电工程技术研究、核级设备和材料应用技术研究、核退役工程和后处理工程技术研究、核设施检维修和核应急工程技术研究四大研究方向的 12 个研究课题，为公司构筑技术上的优势，为公司未来的发展奠定基础。

公司信息化能力建设项目：公司拟将 1 亿募集资金用于，建成系统化的信息系统平台，实现全方位的信息服务和信息资源共享，支撑公司业务运营和战略发展，提高公司的经济效益和竞争实力。

海安县保障房建设移交项目：该项目是海安县政府落实城镇化进程的重点民生工程，项目实施主体为中核二四公司。公司拟使用 2 亿募集资金，将以委托贷款、增资或

其他合法方式向中核二四公司投入。

补充公司流动资金：公司拟将 3.02 亿募集资金用于补充流动资金，以改善公司财务状况，降低公司经营风险，提升公司市场竞争力。

五、估值及风险提示

图 29 中国核电估值列表

	营业收入		推算分项净利润		对应动态 PE	分部估值
	2015	2016E	2015	2016E		
工业与民用工程及其他	265.73	288.1	5.66	6.51	15	97.64
核电工程	113.87	125.3	2.96	3.26	25	81.40
军工工程	28.29	31.12	0.50	0.55	50	27.50
总计	407.89	461.97	9.12	10.32	20.02	206.54

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

目前建筑行业整体 PE 为 16.73 倍，保守估计给予工业与民用工程 15 倍 PE 估值。目前核电板块平均估值在 40 到 50 倍之间，考虑到核电工程的毛利率以及发展空间情况，保守估计给予 25 倍 PE 估值。军工工程目前估值在 70 到 100 倍之间，保守估计给予 50 倍 PE 估值。中国核电总体估值在 206.54 亿，假设本次发行 5.25 亿新股，总股本为 26.5 亿股，对应合理股价为 7.79 元每股。

风险提示：敬请广大投资者注意国家核电政策改变对公司经营产生影响的风险，以及宏观经济下行，尤其是制造业固定资产投资以及房地产固定资产投资下行对企业营收及净利产生负面影响的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	46569	48235	55003	62297
现金	8356	8356	8356	8356
应收账款	13089	15623	17966	20661
其它应收款	4298	4842	5569	6404
预付账款	1531	1706	1953	2246
存货	18992	17454	20868	24299
其他	305	253	291	331
非流动资产	10591	10729	10470	10396
长期投资	386	386	386	386
固定资产	2940	2978	2802	2521
无形资产	519	519	519	519
其他	6746	6846	6762	6970
资产总计	57160	58963	65472	72693
流动负债	46042	46784	51905	57371
短期借款	9249	12291	12355	11823
应付账款	19861	22143	25338	29139
其他	16932	12351	14213	16409
非流动负债	4367	4396	4389	4380
长期借款	3396	3396	3396	3396
其他	971	1000	992	983
负债合计	50410	51181	56294	61751
少数股东权益	728	858	1034	1257
股本	2100	2625	2625	2625
资本公积	-121	-646	-646	-646
留存收益	2714	4945	6165	7707
归属母公司股东权益	6022	6924	8144	9686
负债和股东权益	57160	58963	65472	72693

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	677	-1506	777	1342
净利润	913	1032	1396	1764
折旧摊销	356	330	359	374
财务费用	563	788	904	887
投资损失	-78	-53	-64	-76
营运资金变动	-1463	-2867	-1810	-1597
其它	386	-736	-8	-9
投资活动现金流	-567	66	63	76
资本支出	329	-1	0	0
长期投资	-231	0	0	0
其他	-469	65	63	76
筹资活动现金流	3999	1440	-841	-1418
短期借款	3839	3042	64	-531
长期借款	659	0	0	0
普通股增加	0	525	0	0
资本公积增加	-21	-525	0	0
其他	-476	-1602	-904	-887
现金净增加额	4096	0	-0	-0

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	41002	46197	53127	61096
营业成本	36230	40392	46220	53153
营业税金及附加	1240	1445	1661	1901
营业费用	15	13	15	17
管理费用	1605	1809	2080	2392
财务费用	563	788	904	887
资产减值损失	370	370	370	370
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	78	53	64	76
营业利润	1054	1435	1940	2452
营业外收入	238	0	0	0
营业外支出	24	0	0	0
利润总额	1269	1435	1940	2452
所得税	356	403	544	688
净利润	913	1032	1396	1764
少数股东损益	115	130	176	222
归属母公司净利润	798	902	1220	1542
EBITDA	1972	2553	3203	3712
EPS (元)	0.38	0.34	0.46	0.59

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-8.5%	12.7%	15.0%	15.0%
营业利润	6.9%	36.1%	35.2%	26.4%
归属于母公司净利润	19.7%	13.1%	35.2%	26.4%
获利能力				
毛利率	11.6%	12.6%	13.0%	13.0%
净利率	1.9%	2.0%	2.3%	2.5%
ROE	13.2%	13.0%	15.0%	15.9%
ROIC	10.5%	11.1%	12.9%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	88.2%	86.8%	86.0%	84.9%
净负债比率	26.70	30.65	27.98	24.65
流动比率	1.01	1.03	1.06	1.09
速动比率	0.60	0.66	0.66	0.66
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.80	0.85	0.88
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	2.05	1.92	1.95	1.95
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.34	0.46	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	-0.57	0.30	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.29	2.64	3.10	3.69
估值比率				
P/E	11.42	10.10	7.47	5.91
P/B	1.51	1.32	1.12	0.94
EV/EBITDA	2	2	2	1

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中国中投证券研究总部建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。
焦俊,中国中投证券研究总部建筑建材行业研究员，墨尔本大学金融硕士

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434