



工民建订单增长迅速 核电新项目 引领业绩反弹

——中国核建（601611）三季度点评

2018年10月31日

推荐/首次

中国核建

财报点评

| | | | |
|-----|--------------------|-----------------------|--|
| 杨若木 | 分析师 | 执业证书编号：S1480510120014 | |
| | yangrm@dxzq.net.cn | 010-66554032 | |
| 贺朝晖 | 研究助理 | | |
| | hezh@dxzq.net.cn | 010-66554024 | |

事件：

公司发布三季度业绩公告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润为 5.77 亿元，较上年同期增 13.19%；营业收入为 363.34 亿元，较上年同期增 23.86%；基本每股收益为 0.22 元，较上年同期增 15.79%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 |
|------------|---------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 8040.18 | 10878.9 | 10415.73 | 16151.44 | 8878.04 | 13976.05 | 13479.79 |
| 增长率（%） | 4.92% | 3.97% | 12.26% | 14.23% | 10.38% | 28.56% | 29.70% |
| 毛利率（%） | 8.39% | 9.32% | 10.48% | 11.50% | 8.52% | 9.85% | 9.54% |
| 期间费用率（%） | 6.93% | 6.12% | 7.45% | 6.32% | 7.19% | 5.28% | 3.01% |
| 营业利润率（%） | 2.48% | 2.86% | 2.99% | 3.26% | 2.68% | 2.43% | 2.63% |
| 净利润（百万元） | 148.07 | 227.16 | 239.20 | 388.69 | 162.77 | 253.77 | 274.45 |
| 增长率（%） | 27.00% | 08.08% | -07.19% | 12.25% | 09.93% | 11.72% | 14.74% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.04 | 0.07 | 0.08 | 0.13 | 0.05 | 0.08 | 0.09 |
| 资产负债率（%） | 85.81% | 86.19% | 86.30% | 85.69% | 85.36% | 86.24% | 86.83% |
| 净资产收益率（%） | 1.54% | 2.34% | 2.39% | 3.48% | 1.45% | 2.21% | 2.28% |
| 总资产收益率（%） | 0.22% | 0.32% | 0.33% | 0.50% | 0.21% | 0.30% | 0.30% |

观点：

1. 工业与民用工程带动公司业绩发展

2018年前三季度公司营收和净利润分别增长23.9%、13.2%，主要的驱动力来自工业与民工工程业务的快速发展，净利润增速低于营收的主要原因是前三季度毛利率9.41%较2017年下降了0.79 pct。

在核电新项目两年未开工、军工项目占比较小的情况下，公司利用在核电工程领域形成的技术能力，积极开拓民用市场，大力参与PPP项目建设，目前民用工程业务已占公司总营收的65%。截止今年9月，公司工业与民用工程新签合同达到586.7亿元，同比增长45.6%，带动了公司整体业绩增长。在经济下行压力增大的情况下，扩大内需、拉动基础建设投资成为政策引导方向，公司民用工程业务将因政策支持而受益。

2. 公司是核电新项目开工的显著受益者

2016、2017年没有核电新项目开工，公司核电工程建设订单大幅下滑。截止今年9月，核电工程新签合同仅为33亿元，同比减少53%，由于核电工程业务是公司各项业务中利润率最高的一块，订单量的减少也拉低了公司整体利润率。但公司作为国际上唯一30年连续参与核电建设的施工企业，拥有世界领先的核电施工技术，尤其在核岛安装领域，拥有绝对的技术领先优势，已获得徐大堡核电项目等待开工项目的订单。首台AP1000三门1号机组已于9月21日具备商运条件，核电新项目开工预期逐渐增强，公司核电工程业务有望随新项目的落地而实现反弹。

3. 与中核集团合并拓宽公司发展空间

2018年2月，中国核工业集团和中国核工业建设集团发布公告宣布合并，7月新的中核集团领导班子完成换届，标志着合并正式完成。这次合并是一次强强联合，中核集团自此打通了从核燃料、设备制造、施工建造、运营管理、核废料后处理的核工业全产业链，而中核建也通过合并，获得了更多从传统施工企业向多元化发展的机会。公司作为中核建旗下上市公司平台，未来将获得更多资源倾斜，进一步拓宽发展空间。

结论：

公司是国内核电建设龙头企业，工业与民用工程业务发展蓬勃，基于处于领先地位的核电施工能力，公司有望在核电新项目开工中充分受益，实现业绩反弹。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为521.6亿元、627.2亿元和755.9亿元，归属于上市公司股东净利润分别为9.31亿元、11.1亿元和13.1亿元，每股收益分别为0.35元、0.42元和0.5元，对应PE分别为20、16、14。首次给予“推荐”评级。

风险提示：

核电新项目审批不及预期、基础建设投资出现降速

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | | 单位:百万元 | | 利润表 | | 单位:百万元 | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|--|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 流动资产合计 | 53974 | 61712 | 71222 | 86023 | 104075 | 营业收入 | 41509 | 45486 | 52163 | 62717 | 75594 | | |
| 货币资金 | 6732 | 8555 | 9811 | 11796 | 14217 | 营业成本 | 37016 | 40710 | 46894 | 56375 | 67945 | | |
| 应收账款 | 14571 | 17352 | 19899 | 23925 | 28837 | 营业税金及附加 | 347 | 111 | 127 | 153 | 185 | | |
| 其他应收款 | 4782 | 4955 | 5683 | 6833 | 8235 | 营业费用 | 73 | 79 | 91 | 109 | 132 | | |
| 预付款项 | 2311 | 2700 | 3148 | 3686 | 4335 | 管理费用 | 2059 | 2211 | 2536 | 3049 | 3675 | | |
| 存货 | 24295 | 26703 | 30759 | 36977 | 44567 | 财务费用 | 539 | 719 | 691 | 913 | 1216 | | |
| 其他流动资产 | 157 | 406 | 824 | 1484 | 2290 | 资产减值损失 | 361.57 | 389.50 | 373.57 | 373.57 | 373.57 | | |
| 非流动资产合计 | 12691 | 16331 | 14724 | 14421 | 14121 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 长期股权投资 | 435 | 711 | 711 | 711 | 711 | 投资净收益 | 97.69 | 43.80 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | | |
| 固定资产 | 3378.1 | 3373.1 | 5267.9 | 5005.2 | 4742.5 | 营业利润 | 1203 | 1344 | 1470 | 1764 | 2088 | | |
| 无形资产 | 558 | 552 | 620 | 581 | 546 | 营业外收入 | 120.37 | 50.93 | 50.93 | 50.93 | 50.93 | | |
| 其他非流动资产 | 436 | 406 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 53.59 | 19.58 | 19.58 | 19.58 | 19.58 | | |
| 资产总计 | 66665 | 78043 | 85946 | 100444 | 118196 | 利润总额 | 1270 | 1376 | 1501 | 1796 | 2119 | | |
| 流动负债合计 | 52772 | 57916 | 60218 | 67282 | 76102 | 所得税 | 339 | 373 | 406 | 486 | 574 | | |
| 短期借款 | 10088 | 7742 | 5126 | 3695 | 2168 | 净利润 | 931 | 1003 | 1094 | 1309 | 1545 | | |
| 应付账款 | 24156 | 27278 | 30991 | 37256 | 44902 | 少数股东损益 | 132 | 150 | 164 | 196 | 231 | | |
| 预收款项 | 9515 | 10486 | 11600 | 12939 | 14553 | 归属母公司净利润 | 799 | 853 | 931 | 1113 | 1314 | | |
| 一年内到期的非流 | 552 | 474 | 474 | 474 | 474 | EBITDA | 2611 | 2939 | 2479 | 3002 | 3625 | | |
| 非流动负债合计 | 4443 | 8962 | 13742 | 20100 | 27762 | EPS（元） | 0.33 | 0.32 | 0.35 | 0.42 | 0.50 | | |
| 长期借款 | 3112 | 7681 | 12921 | 19221 | 26815 | 主要财务比率 | | | | | | | |
| 应付债券 | 500 | 500 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 负债合计 | 57215 | 66879 | 73960 | 87381 | 103865 | 成长能力 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 906 | 1864 | 2027 | 2223 | 2455 | 营业收入增长 | 1.24% | 9.58% | 14.68% | 20.23% | 20.53% | | |
| 实收资本(或股本) | 2625 | 2625 | 2625 | 2625 | 2625 | 营业利润增长 | 14.12% | 11.73% | 9.31% | 20.06% | 18.35% | | |
| 资本公积 | 1098 | 1185 | 1185 | 1185 | 1185 | 归属于母公司净利润 | 9.10% | 19.64% | 9.10% | 19.64% | 18.03% | | |
| 未分配利润 | 3375 | 3916 | 4557 | 5325 | 6231 | 获利能力 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 8544 | 9300 | 8546 | 9426 | 10464 | 毛利率(%) | 10.82% | 10.50% | 10.10% | 10.11% | 10.12% | | |
| 负债和所有者权 | 66665 | 78043 | 85946 | 100444 | 118196 | 净利率(%) | 2.24% | 2.21% | 2.10% | 2.09% | 2.04% | | |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润（%） | 1.20% | 1.09% | 1.08% | 1.11% | 1.11% | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | ROE(%) | 9.35% | 9.17% | 10.89% | 11.81% | 12.56% | | |
| 经营活动现金流 | -2731 | 2372 | -925 | -1418 | -1845 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 净利润 | 931 | 1003 | 1094 | 1309 | 1545 | 资产负债率(%) | 86% | 86% | 86% | 87% | 88% | | |
| 折旧摊销 | 869.52 | 875.90 | 0.00 | 262.71 | 262.71 | 流动比率 | 1.02 | 1.07 | 1.18 | 1.28 | 1.37 | | |
| 财务费用 | 539 | 719 | 691 | 913 | 1216 | 速动比率 | 0.56 | 0.60 | 0.67 | 0.73 | 0.78 | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -2547 | -4026 | -4912 | 营运能力 | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 1114 | 1339 | 1614 | 总资产周转率 | 0.67 | 0.63 | 0.64 | 0.67 | 0.69 | | |
| 投资活动现金流 | -1373 | -2699 | 1016 | -377 | -377 | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 1.89 | 1.77 | 1.79 | 1.84 | 1.84 | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 1086 | 0 | 0 | 每股指标（元） | | | | | | | |
| 投资收益 | 98 | 44 | 20 | 20 | 20 | 每股收益(最新摊薄) | 0.33 | 0.32 | 0.35 | 0.42 | 0.50 | | |
| 筹资活动现金流 | 2104 | 2065 | 1165 | 3780 | 4644 | 每股净现金流(最新 | -0.76 | 0.66 | 0.48 | 0.76 | 0.92 | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -500 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 3.25 | 3.54 | 3.26 | 3.59 | 3.99 | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 5240 | 6300 | 7594 | 估值比率 | | | | | | | |
| 普通股增加 | 525 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 21.18 | 21.84 | 19.72 | 16.48 | 13.96 | | |
| 资本公积增加 | 1219 | 87 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.15 | 1.97 | 2.15 | 1.95 | 1.75 | | |
| 现金净增加额 | -2000 | 1739 | 1256 | 1985 | 2422 | EV/EBITDA | 9.91 | 8.91 | 10.92 | 9.97 | 9.27 | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4 年核电行业工作经验，3 年国际能源工程企业工作经验，2018 年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。