

中国核建 (601611.SH)

—— 核电景气铸就三张表拐点，历史性布局机会已临

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- **我国核建龙头企业，赛道景气铸就三张表拐点。**公司核心业务为核电工程建设，是全球唯一——家连续30余年不间断从事核电建造的企业，代表着我国核电工程建造的最高水平。目前公司承建了国内已建和在建的绝大多数核电机组和核岛工程建设。2018年末，得益于我国核电重启核准，公司核心主业迎来景气拐点，2021-2023年，公司核电工程业务年营收增速分别为15.03%、39.99%、42.86%，随着高毛利率、优质现金流的核电工程业务占比快速提升，公司三张表呈现基本面拐点，有望带来戴维斯双击机会。
- **核电进入历史性景气通道，工程建设高峰将至，景气周期有望超预期。**碳中和背景下我国电力结构开始重塑，核电定位为新型电力系统中的基荷能源，有望破解电力“不可能三角”，加速具有必要性。但相较全球(9%)和发达国家(普遍超过20%)平均水平，我国(不足5%)核电占比仍低，潜在空间大，工程建设大有可为。根据《中国核能发展报告(2023)》，预计到2035年，我国核能发电量在总发电量的占比将达到10%左右，我们保守按照2035年我国总发电量与当前相当计算，实现目标需要再建设约58座核电站，预计未来几年新核准核电机组中枢将继续维持高位，此轮核电建设景气周期有望超预期。
- **大额减值掩盖经营性业绩，潜在弹性大。**我们认为，当下公司的预期差主要在于市场高估了非核业务中房建业务的占比，认为公司传统业务仍有增速向下以及大额减值风险，对剔除简直后公司的盈利能力认知不足。参照可比的中字头上市建筑企业，公司减值力度明显更大，一方面，公司对0.5-1年期限信用减值政策较为保守，低年份应收账款减值比例更为激进；另一方面，公司“信用减值损失占营业收入比例”和“信用减值损失占归母净利润比例”亦显著更高，2023年，信用减值损失为19.13亿元，占营业收入的1.7%，占归母净利润的92.7%，均远高于其他建筑公司的占比，后续减值比例或出现均值回归特征。我们判断，近两年公司已通过新能源等业务的高增消化对冲了传统房建业务的下行压力，此前的减值拖累未来将为利润端带来大额的边际弹性。以2024年业绩为例，若我们假设公司不进行信用减值，预计归母净利润同比增长超1.5倍，潜在弹性大。
- **盈利预测与评级：**我们判断，公司减值高峰将近，未来潜在减值区间约60-90亿元(或有)，保守起见，我们按照2024~2026年信用减值分别为27.79、28.99、30.34亿元测算，公司归母净利润分别为24.22、29.70、38.36亿元，对应增速分别为17%、23%、29%，当前股价对应PE分别为10倍、8倍和6倍；若不考虑信用减值影响，公司2024~2026年归母净利润分别为52.01、58.68、68.69亿元，对应增速分别为152%、13%、17%，当前股价对应PE分别为5倍、4倍和4倍，而可比公司对应24-26年PE分别为13倍、11倍、9倍，公司估值远低于可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**核电安全风险、项目进度不及预期。

证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年06月06日

收盘价(元)	8.12
一年内最高/最低(元)	8.33/6.14
总市值(百万元)	24509
总资产(百万元)	215336
资产负债率%	82.13
净资产(百万元)	38479
每股净资产(元)	6.23
市净率PB	1.26

资料来源:公司公告, wind

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	99,138	109,385	117,674	131,161	149,968
同比增长率(%)	18.4	10.3	7.6	11.5	14.3
归母净利润(百万元)	1777	2063	2422	2970	3836
同比增长率(%)	16.0	16.1	17.4	22.6	29.2
每股收益(元/股)	0.59	0.68	0.80	0.98	1.27
毛利率(%)	10.1	11.4	11.4	11.5	11.7
ROE(%)	7.1	7.2	11.4	12.3	13.7
市盈率	14	12	10	8	6

投资案件

我们判断，公司减值高峰将近，未来潜在减值区间约 60-90 亿元（或有），保守起见，我们按照 2024~2026 年信用减值分别为 27.79、28.99、30.34 亿元测算，公司归母净利分别为 24.22、29.70、38.36 亿元，对应增速分别为 17%、23%、29%，当前股价对应 PE 分别为 10 倍、8 倍和 6 倍；若不考虑信用减值影响，公司 2024~2026 年归母净利分别为 52.01、58.68、68.69 亿元，对应增速分别为 152%、13%、17%，当前股价对应 PE 分别为 5 倍、4 倍和 4 倍，而可比公司对应 24-26 年 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍，公司估值远低于可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

主营收入：1) 核电工程：假设未来两年每年平均核准 10 台核电机组，根据前期已核准的核电机组以及核电机组建设周期和付款比例，可推算 2024-2026 年营收增速为 17.2%/27.0%/34.6%；2) 工业与民用工程：随着市场逐步转暖，公司民用工程将逐步恢复，假设 2024-2026 年营收增速为 5.4%/5.5%/5.6%。

毛利率：工程项目毛利率波动较小，因此我们假设公司各板块业务毛利率维持当前水平。1) 核电工程 2024-2026 年毛利率为 13.50%/13.50%/13.50%；2) 工业与民用工程 2024-2026 年毛利率为 9.52%/9.52%/9.52%。

投资逻辑要点

市场普遍高估了非核业务中房建业务的占比，认为公司传统业务仍有增速向下以及大额减值风险。但我们认为，近两年公司已通过新能源等业务的高增消化对冲了传统房建业务的拖累，而且减值已近高峰，2023 年，公司信用减值损失为 19.13 亿元，占营业收入的 1.7%，占归母净利的 92.7%， “信用减值损失占营业收入比例” 和 “信用减值损失占归母净利润比例” 均显著高于同类型中字头建筑央企。后续此前的减值的拖累大概率将为未来的利润端带来大额边际弹性。以 2024 年业绩为例，若我们假设公司不进行信用减值，归母净利同比将增长超 1.5 倍，潜在弹性大。

核心风险提示

核电安全风险、项目进度不及预期。

目录

1. 我国核电工程建设龙头，坐享核电拐点.....	6
2. 核电进入历史性景气通道，工程建设高峰将至.....	9
2.1 核电或是新时代电力结构下基荷能源的最优解.....	9
2.2 作为基荷能源，我国核电占比仍低，建设大有可为.....	12
2.3 安全顾虑逐步消除，核电建设景气周期或超预期.....	14
3. 我国核电工程建设中军，潜在利润弹性被低估.....	19
3.1 我国核电建设龙头，有望充分受益核电景气.....	19
3.2 核电业务占比提升驱动三张表拐点，大额减值掩盖潜在业绩弹性.....	23
4. 盈利预测及估值.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

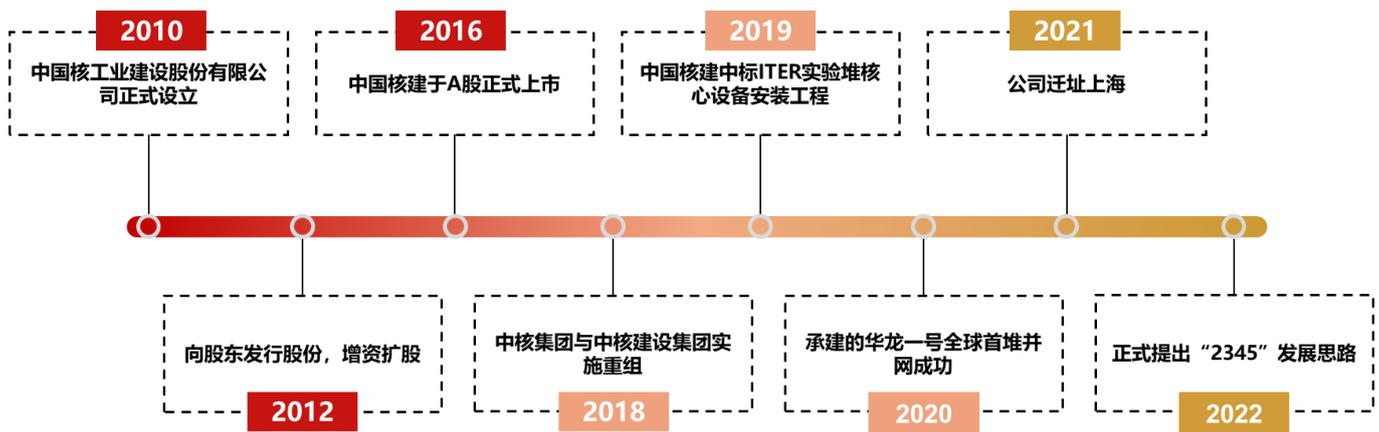
图 1：中国核建发展历程	6
图 2：中国核建股权结构（截至 2023 年年报）	7
图 3：中核集团旗下上市主体	7
图 4：中国核建营业收入及同比	8
图 5：中国核建归母净利润及同比	8
图 6：中国核建新签合同金额（亿元）	8
图 7：中国核建营收结构	9
图 8：中国核建毛利结构	9
图 9：工业与民用工程营收及同比	9
图 10：核电工程营收及同比	9
图 11：主要发电方式温室气体排放量（克等效二氧化碳/kWh）	10
图 12：各发电方式设备运行寿命（年）	11
图 13：我国各发电方式设备年均利用时长（小时）	11
图 14：各发电方式发电成本（元/千瓦时）	11
图 15：全球运行核电发电装机容量（万千瓦）	12
图 16：中国核电装机容量及占全球比重	12
图 17：全球核电新增装机容量（万千瓦）	12
图 18：2012~2023 年中国核电新增装机容量占全球比重	12
图 19：中国发电装机容量（亿千瓦）	13
图 20：中国发电装机容量结构（2023 年）	13
图 21：中国各发电方式发电量（亿千瓦时）	13
图 22：中国不同发电方式发电量占比	13
图 23：2023 年世界主要核能国家核能发电量及发电占比情况	14
图 24：中国核电运行事件数量（起）	16
图 25：中国运行机组数量及单机组平均运行事件数量	16
图 26：2008-2023 国家核准核电机组（台）	18
图 27：我国在运行和在建核电站	18
图 28：核电站结构示意图	19

图 29: 公司和国内在建核电机组 (台)	21
图 30: 批复机组以及中国核电投资计划总额	21
图 31: 中国核建海外业务情况	22
图 32: 中国核建主要业务毛利率	23
图 33: 各建筑公司毛利率对比	23
图 34: 信用减值损失占营业收入比例	24
图 35: 信用减值损失占归母净利比例	24
表 1: 2023 年美国、法国、中国核电发展情况	14
表 2: 国际核事故分级标准	14
表 3: 核电技术发展历程	16
表 4: 部分欧美国家对核电规划	17
表 5: 中国核建核电工程业务相关子公司	20
表 6: 核电机组有效施工数量测算	21
表 7: 我国核电机组核准/在建情况 (截至 2023 年 12 月 31 日)	21
表 8: 核建工程业务增长对总体增速的拉动测算	23
表 9: 2023 年各建筑公司应收账款计提比例 (%)	24
表 10: 2023 年信用减值敏感性测试	24
表 11: 不同减值对规模净利润的潜在弹性测算	25
表 12: 公司核心板块业绩拆分与盈利预测 (百万元)	25
表 13: 相对估值表	26

1. 我国核电工程建设龙头，坐享核电拐点

中国核建是我国核电工程建设龙头企业。公司核心业务为核电工程建设，是全球唯一一家连续 30 余年不间断从事核电建造的企业，代表着我国核电工程建造的最高水平。目前公司承建了国内已建和在建的绝大多数核电机组和核岛工程建设。回顾公司发展主要分为三个阶段：1) 公司设立，登录 A 股：2010 年中核建集团将主营业务改制重组后，联合中国信达、航天投资、中国国新共同发起设立公司，2016 年公司成功于 A 股上市；2) 股东重组，强强联合：2018 年国务院要求中核集团与中核建设集团合并重组，中核集团成为公司控股股东；3) 核电重启，拥抱发展新纪元：2018 年末我国核电重启审批，公司核心业务拐点出现，2021 年公司正式迁址上海扎根长三角，并于 2022 年正式提出“2345”发展战略，开启发展新纪元。

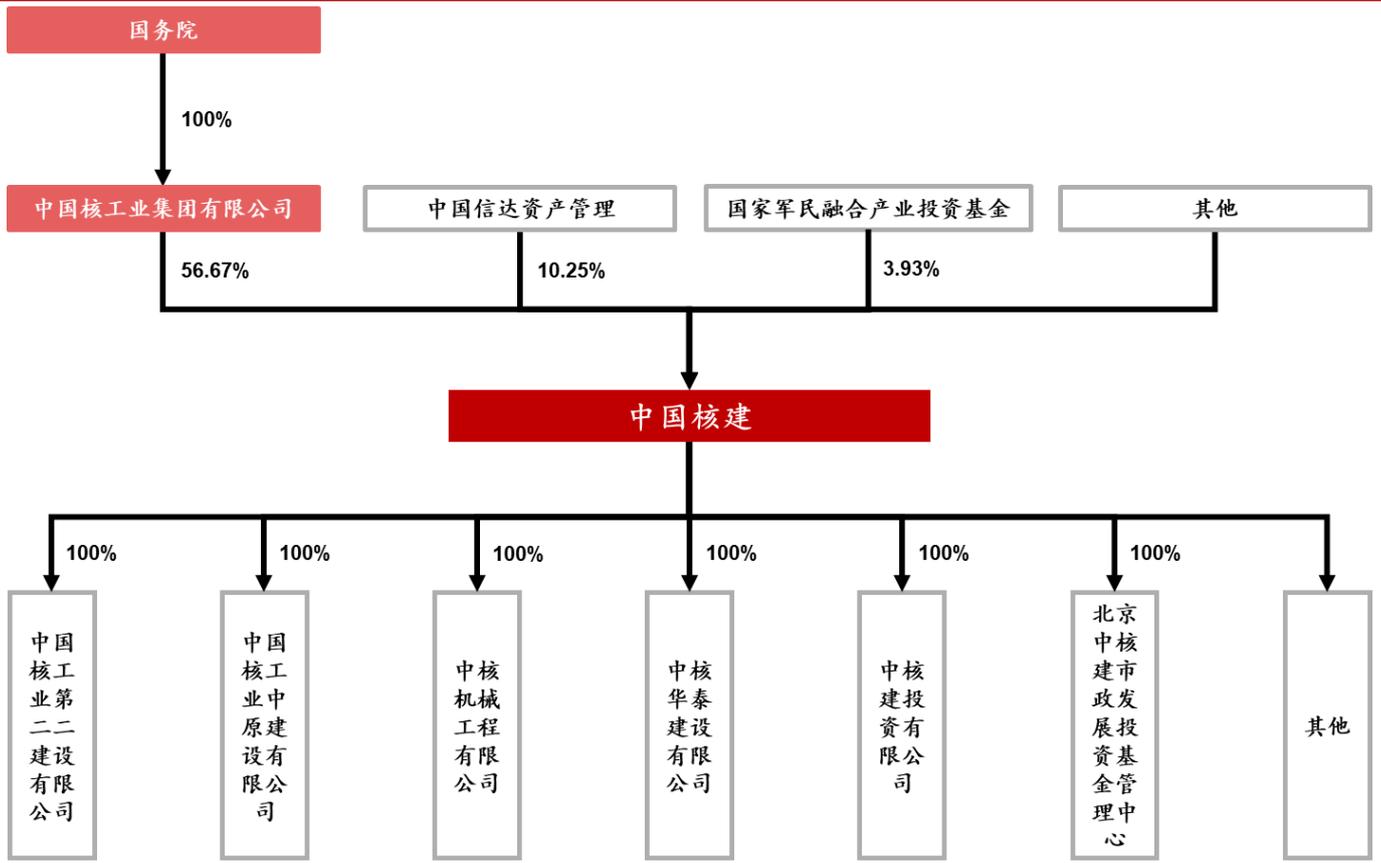
图 1：中国核建发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究

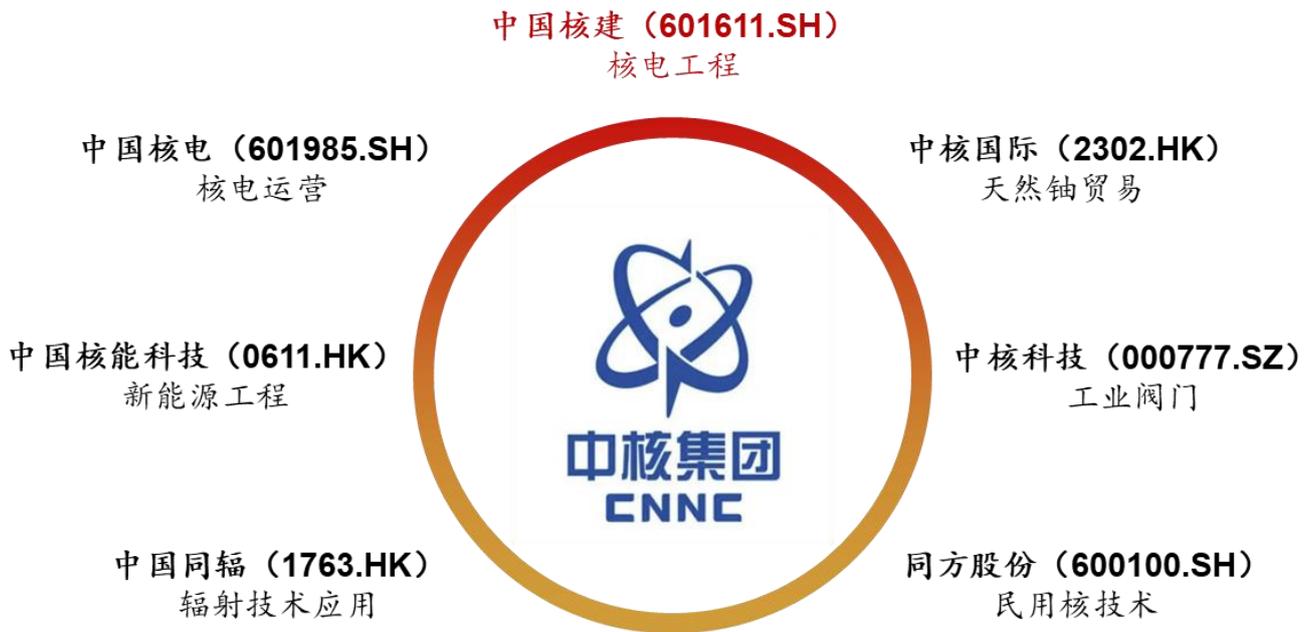
背靠中核集团，控股股东行业地位突出，股权结构集中。公司控股股东中核集团是中央直接管理、国务院国有资产监督管理委员会直接监管的特大型国有企业，其建立了中国独有的完整的核科技工业体系，是我国运行核电和在建核电的主要投资方、核电技术开发主体、最重要的核电设计及工程总承包商、核电运行技术服务商和核电站出口商，是国内核燃料循环专营供应商、核环保工程的专业力量和核技术应用的骨干。目前中核集团旗下一共包含七个上市主体，分别为中国核电、中国核建、同方股份、中核科技、中核国际、中国核能科技、中国同辐。中国核建作为中核集团旗下唯一从事建筑工程上市平台，能够稳定承接集团各类工程建设项目任务，与集团内部其他主体高效协同，资源和订单优势显著。目前中核集团控股 56.67%、第二大股东为中国信达资产，持股比例 10.25%，第三大股东为国家军民融合产业投资基金有限责任公司，持股比例 3.93%。前三大股东均为国资背景，合计持股 70.85%，股权结构集中。

图 2：中国核建股权结构（截至 2023 年年报）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 3：中核集团旗下上市主体



资料来源：公司公告，华源证券研究

公司长期增长较为稳健，当下新签合同维持增长。复盘来看，公司自成立以来营收和归母净利润基本维持正增长，营业收入仅于 2015 年受宏观经济压力影响下降 8.55%，归母净利润从未下滑。2023 年全年，公司实现营业收入 1093.85 亿元，同比增长 10.34%，实现归母净利润 20.63 亿元，同比增长 16.07%。从新签合同金额来看，2023 年和 2024 年 1~4 月，公司累计新签合同金额分别为 1508.72 亿元和 519.51 亿元，分别同比增长 8.50%和 4.85%，传统地产基建承压背景下，依然维持稳健增长。

图 4：中国核建营业收入及同比



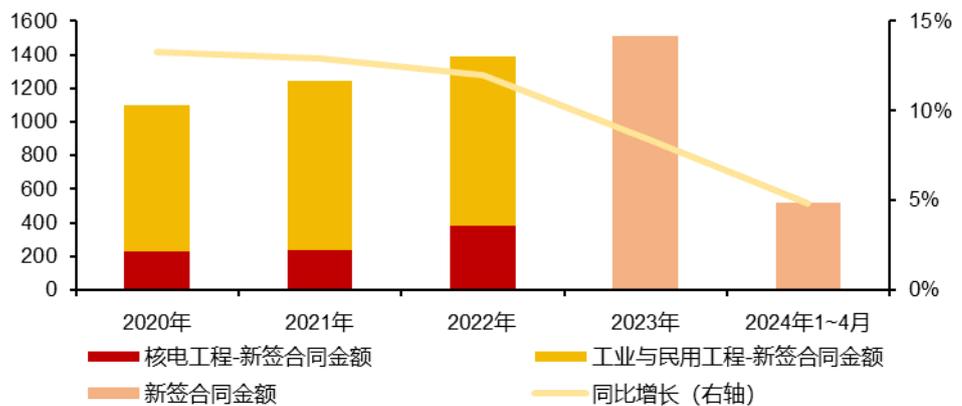
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 5：中国核建归母净利润及同比



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 6：中国核建新签合同金额（亿元）

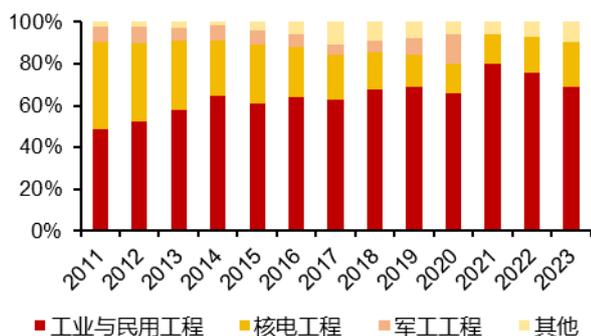


资料来源：公司公告，华源证券研究

高毛利核电工程重回增长通道，对公司收入利润边际拉动逐步提升。公司虽然核心主业为核电工程，但自 2010 年成立以来我国核电机组新核准曾两度停滞（2011~2014 年和 2016~2018 年），公司借鉴核电工程建设成功经验，将核电工程领域能力延伸至工业与民用工程业务，业务种类覆盖房屋建筑、市政、公路、桥梁、隧道、城市轨道交通、新能源、石油化工、水利水电建设等多个领域，2019 年公司该业务营收占比达到 69.22%，达到阶段性高点（2021 年由于军工工程不再单独披露，划分至工业与民用工程，导致该业务占比再创新高，占比为 79.99%）；2018 年末，我国核电重启核准，公司核电工程重回增长通道，占比开始回升。2023 年，工业与民用工程营收和毛利占比分别为 68.68%和 57.59%，核

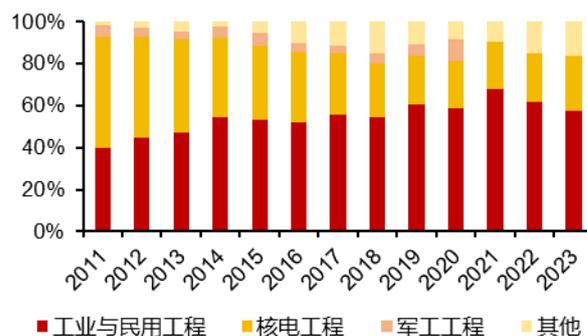
建工程营收和毛利占比分别为 21.87%和 26.00%。回溯增长情况来看，2021-2023 年，公司核电工程业务年营收增速分别为 15.03%、39.99%、42.86%，工业与民用工程业务增速分别为 15.21%、12.33%、-0.14%，核电工程营收占比分别为 14.29%、16.89%、21.87%，核电工程增长对公司业绩的边际拉动逐步提升。

图 7：中国核建营收结构



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 8：中国核建毛利结构



资料来源：公司公告，华源证券研究。

图 9：工业与民用工程营收及同比



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 10：核电工程营收及同比



资料来源：公司公告，华源证券研究。

2. 核电进入历史性景气通道，工程建设高峰将至

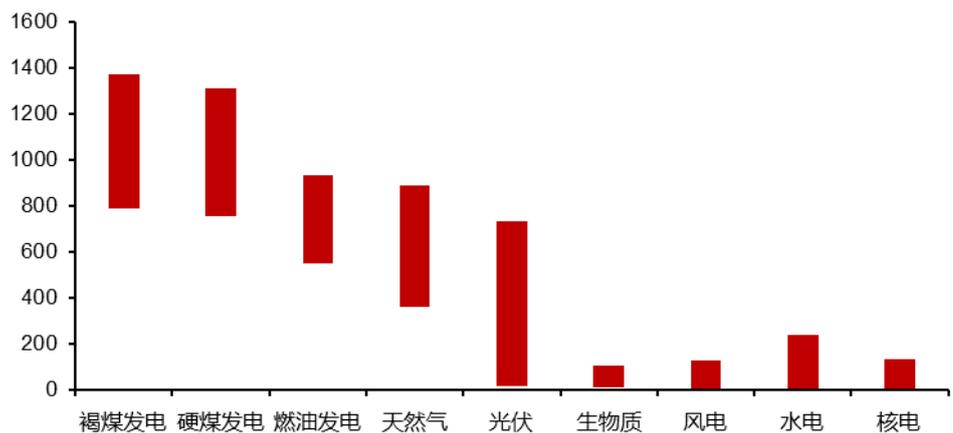
2.1 核电或是新时代电力结构下基荷能源的最优解

碳中和背景下电力结构格局重塑，核电定位为新型电力系统中的基荷能源，加速具有必要性。基荷能源指能 24 小时持续发出能满足电网系统最低基本功率需求的电源，基荷是电力系统稳定运行的保障，任何一个国家的电力系统中都需要基荷电源，这对电源系统的稳定、电力调峰、调度都是必要的。火电是此前我国基荷能源的主力，但自 2020 年 9 月，习总书记提出“双碳”战略以来，我国正式迈入向绿色能源转型的时代，火电由于碳排放高与“双碳”目标严重相悖，发展受到限制；而以风电、光伏为代表的新能源大规模并网

的同时带来了不稳定的问题，为电网运行带来了压力；水电兼具绿色、廉价的优势，但我国水电资源开发已近上限，剩余可开发水电资源经济性较差，增量有限。我国能源变革过程中面临“绿色、稳定、廉价”在一段时间内处于“不可能三角”的难题，核电具备作为“双碳”时代基荷能源，破解“不可能三角”的条件，加速我国核电建设对于构建新时代电力结构具有必要性。

- 1) **绿色：** 核电运营过程可视为零碳排放，全生命周期内碳排放仅来自建设期间的水泥、碳钢、铜和合金钢制造的排放。若考虑各类发电方式直接、间接两类温室气体排放量，则单位 kwh 下各类发电量对应等效二氧化碳排放量的顺序分别为煤电 > 气电 > 光伏 > 水电 > 风电 > 核电。从全生命周期角度来看，核电实际更加清洁。而相较老牌基荷能源火电，核电全生命周期内所产生的 CO₂ 量还不足火电的 1%；

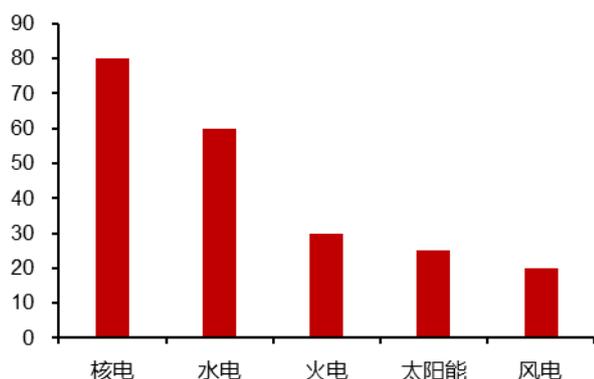
图 11：主要发电方式温室气体排放量（克等效二氧化碳/kWh）



资料来源：世界核能协会，华源证券研究

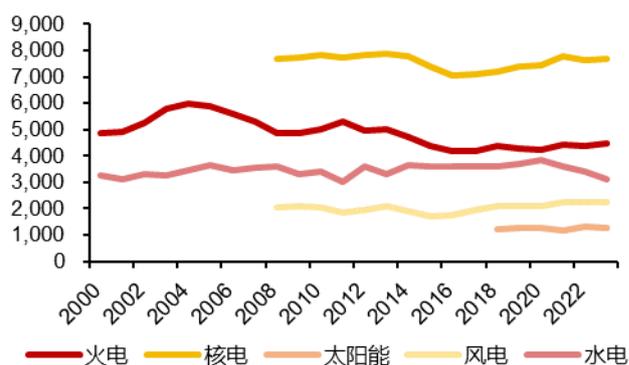
- 2) **稳定：** 未来新能源发电将成为新型电力系统的重要组成部分，但是风、光伏发电具有间歇性，且薄弱时刻和传统用电高峰具有较高重合度，尖峰时刻成为了“木桶最短的那块板”。核电出力稳定，利用小时数远高于其他电源种类，并且可以保证尖峰时段出力。从发电设备平均发电时长来看，我国核电发电设备平均年发电时长数维持在 7000 小时以上，远高于火电，而风、光、水电均属于间歇性能源，不仅发电功率存在明显的周期性，发电时长也远低于核电和火电。以 2023 年数据为例，核电、火电、水电、风电、光伏设备利用小时数分别 7670、4466、3133、2225、和 1286 小时。

图 12: 各发电方式设备运行寿命(年)



资料来源:《核能发电与传统发电在民用消费中的比较分析》刘其炳等, 华源证券研究

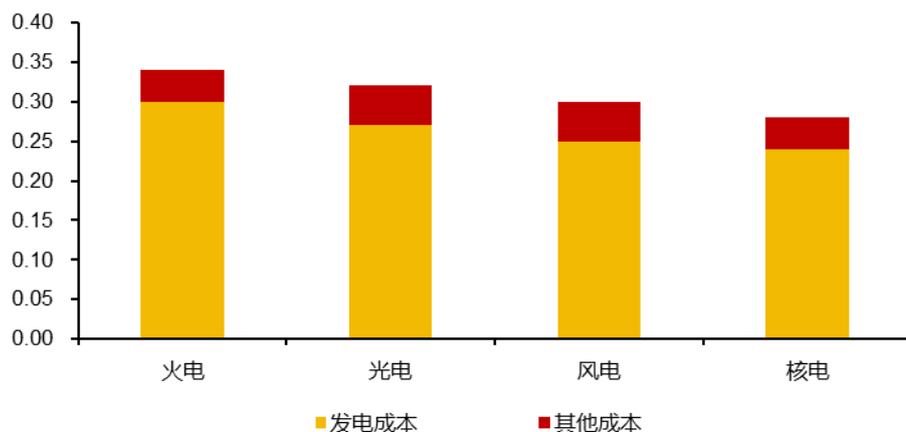
图 13: 我国各发电方式设备年均利用时长(小时)



资料来源: Wind, 华源证券研究

- 3) **廉价**: 考虑绿色稳定能源综合成本, 核电成本优势明显。火电+CCUS, 核电+后处理, 风、光+储能均能共提供绿色稳定的能源。因此, 我们不仅要比较发电成本, 还要比较达到绿色稳定能源的配套外部成本, 火电的外部成本是碳排放, 核电的外部成本是后处理, 风、光电的外部成本是储能。火电发电成本约为 0.30 元/千瓦时, 度电排放成本约 0.04 元/千瓦时; 光伏发电成本约 0.27 元/千瓦时, 20%配比储能成本约 0.05 元/千瓦时; 风电发电成本约 0.25 元/千瓦时, 20%配比储能成本约 0.05 元/千瓦时; 核电发电成本约 0.24 元/千瓦时, 乏燃料后处理、中低放废物处理处置、退役基金等后处理费用约 0.04 元/千瓦时。核电是绿色能源转型中仅次于水电的低成本发电方式。

图 14: 各发电方式发电成本(元/千瓦时)



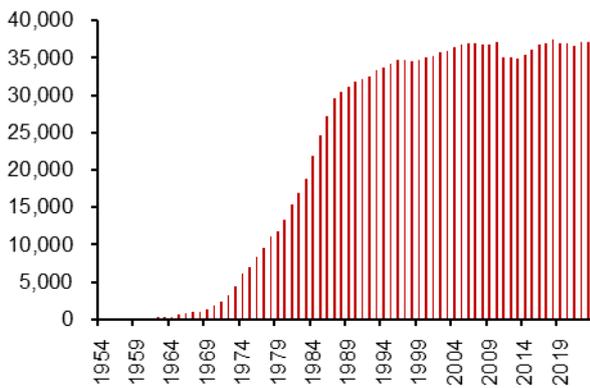
资料来源: 能源局, 华源证券研究

2.2 作为基荷能源，我国核电占比仍低，建设大有可为

在全球范围内核电主要作为基荷能源存在，与主要经济体能源结构的搭建与发展相随。

从全球核电装机容量来看，从 1954 年到 1987 年装机容量快速攀升，从 5MW 增长至 295.81GW，年均复合增长率接近 40%，但自 1987 年之后，随着发达国家能源结构的基本稳定，整体装机容量大幅放缓，逐步步入平台期，从 1987 年至 2023 年，全球运行核电装机容量由 295.81GW 增长至 371.51GW，年均复合增长率仅为 0.64%，我国核电建设反而成为了全球核电规模增长的边际驱动力，从 2012 年至 2023 年，我国核电发电装机容量从 12.57GW 增长至 56.91GW，年均复合增长率达到了 14.72%，2012~2023 年我国核电新增装机容量占全球的 57%。

图 15：全球运行核电发电装机容量（万千瓦）



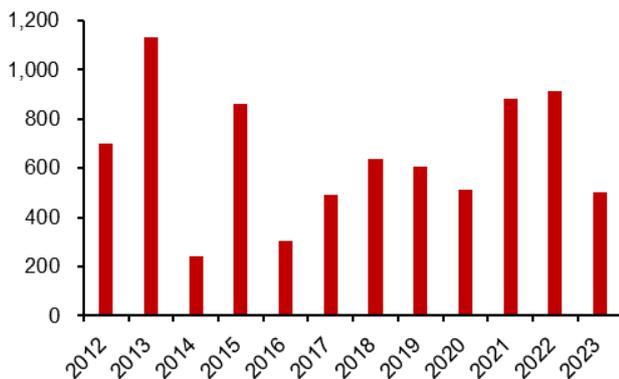
资料来源：Wind，华源证券研究

图 16：中国核电装机容量及占全球比重



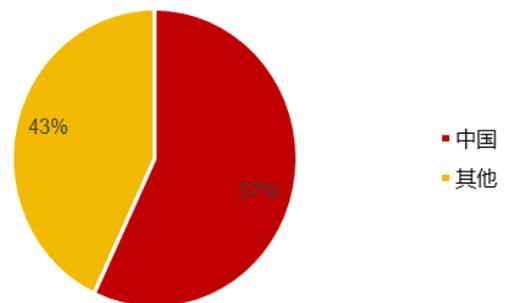
资料来源：Wind，华源证券研究

图 17：全球核电新增装机容量（万千瓦）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 18：2012~2023 年中国核电新增装机容量占全球比重



资料来源：Wind，华源证券研究

相对于其他绿电而言，我国核电增速及占比提升幅度均跑输。我国发电装机容量增长迅速，从结构上来看，绿电占比上升，火电占比下降，但核电装机容量占比仍处于较低水平，2012 年，我国核电装机容量占比为 1.10%，而 2023 年占比为 1.95%，仅提升了 0.85pct，

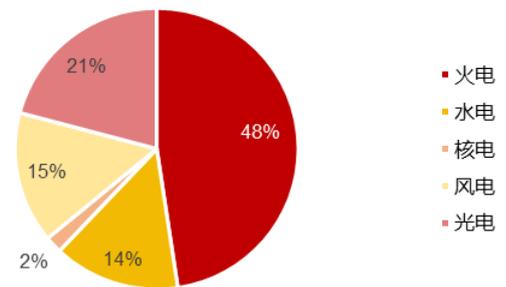
而光伏和风电分别提升了 20.56pct 和 9.81pct，与其他绿电相比核电提升缓慢。从发电量来看，我国的总发电量从 2012 年的 4.82 万亿千瓦时，增长至 2023 年的 8.91 万亿千瓦时，总体增长平稳，年均复合增长率为 5.75%，其中核电发电量从 2012 年的 974 亿千瓦时，稳步增长至 2023 年的 4332 亿千瓦时，年均复合增长率为 14.53%，发电量占比由 2.02%提升至 4.86%，但其他绿电发电量占比由 19.40%提升至 25.19%，核电占比提升幅度依然跑输。

图 19：中国发电装机容量（亿千瓦）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 20：中国发电装机容量结构（2023 年）



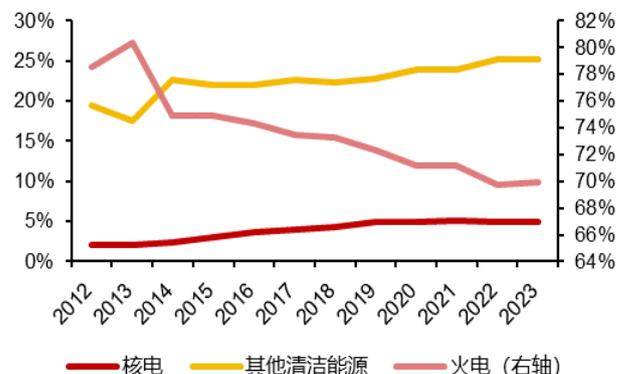
资料来源：Wind，华源证券研究

图 21：中国各发电方式发电量（亿千瓦时）



资料来源：Wind，华源证券研究

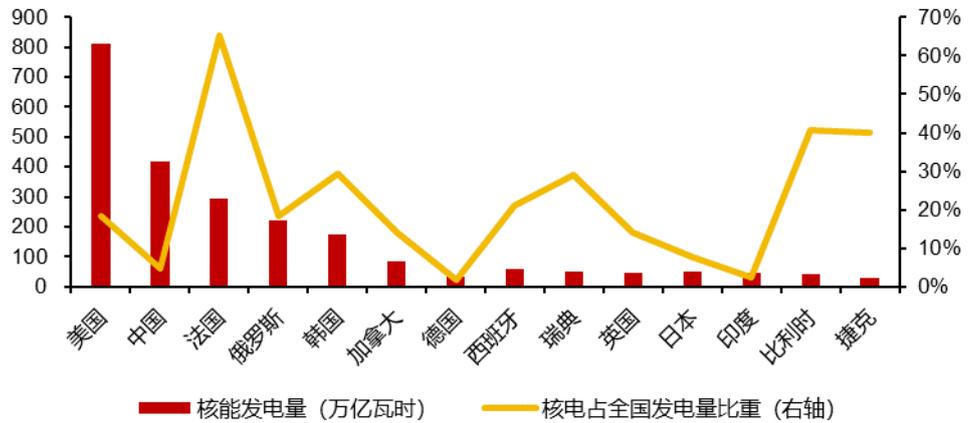
图 22：中国不同发电方式发电量占比



资料来源：Wind，华源证券研究

相较全球平均水平和发达国家，我国核电发电量占比较低，作为新时代基荷能源潜在建设空间广阔。从全球范围来看，2023 年核能发电量已占到全球总发电量的 9.11%，发达国家的占比已经普遍超过 20%，且以美国、法国为首的发达国家已经部分实现了核电普及，其中法国核电发电占比全球最高，2023 年达到了 65.29%。虽然从总量方面来看，我国目前是全球第二大核能发电国家，仅次于美国，但是核电发电量占比仅为 4.86%，仍大幅落后于世界平均水平。核电作为新时代基荷能源，潜在空间大，工程建设大有可为。

图 23：2023 年世界主要核能国家核能发电量及发电占比情况



资料来源：Wind，华源证券研究

表 1：2023 年美国、法国、中国核电发展情况

国家	美国	法国	中国	全球
并网核电站数量 (座)	93	56	55	437
核能发电量 (万亿瓦时)	812	295	418	2632
核能发电量占比	18.25%	65.29%	4.86%	9.11%
核电技术情况	掌握第三代核电技术 (AP1000)	掌握第三代核电技术 (EPR)	掌握第三代核电技术 (华龙一号)	
发电结构情况	多电源共存	核电为主	煤电为主	化石燃料为主

资料来源：Wind，华源证券研究

2.3 安全顾虑逐步消除，核电建设景气周期或超预期

政府对安全性的担忧是制约核电建设的核心因素。历史上曾经发生过多次严重的核电站事故，其中公认最为严重的为 1979 年美国三哩岛核电站事故（部分堆芯熔毁，五级国际核事故）、1986 年苏联切尔诺贝利核电站事故（核反应堆破裂，七级国际核事故）以及 2011 年日本福岛第一核电站事故（堆芯熔毁和氢气爆炸，七级国际核事故）。2011 年日本福岛核电站事故发生之后，引发全球多数国家政府对于核电安全性的担忧，德国、意大利等国家宣布放弃核电，而法国决定降低核电发电量占比，包括我国对新建核电机组的审核也陷入一段停滞期。从全球运行核电发电装机容量来看，2011 年装机容量同比下降 5.47%，且随后 2~3 年基本不再增长，直至 2014 年后才重新有少量新增。

表 2：国际核事故分级标准

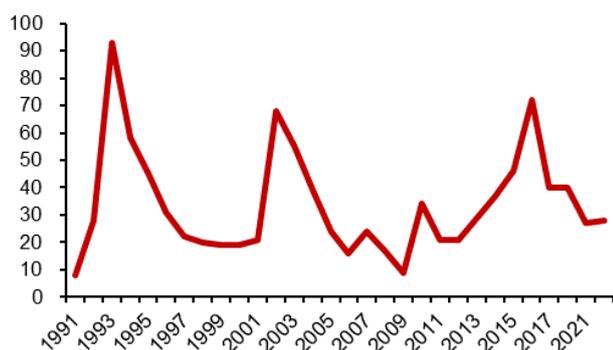
级别	说明	准则	实例
偏差 0 级	偏差	安全上无重要意义	2008 年斯洛文尼亚科斯克核电站事件 2021 年中国台山核电站事件
事件 1 级	异常	超出规定运行范围的异常情况，可能由于设备故障，人为差错或规程有问题引起。	2009 年法国诺尔省葛雷夫兰核电站事件 2010 年中国大亚湾核电站事件

	2级	事件	安全措施明显失效，但仍具有足够纵深防御，仍能处理进一步发生的问题。	卡达哈希核电站事件
	3级	重大事件	放射性向外释放超过规定限值，使用照射最多的厂外人员受到十分之几毫西弗量级剂量的照射。无需厂外保护性措施。	1989年西班牙范德略斯核电厂事件 1955-1979年英国塞拉菲尔德核电站事件 2011年日本福岛第二核电站事件
	4级	没有明显厂外风险的事故	放射性向外释放，使受照射最多的厂外个人受到几毫西弗量级剂量的照射。由于这种释放，除当地可能需要采取食品管制行动外，一般不需要厂外保护性行动。	1973年英国温茨凯尔后处理装置事故 1980年法国圣洛朗核电厂事故 1983年阿根廷布宜诺斯艾利斯临界装置事故 1993年俄罗斯托木斯克核事故 1999年日本东海村 JCO 临界事故 2006年比利时弗勒吕核事故
事故	5级	具有厂外风险的事故	放射性物质向外释放。这种释放可能导致需要部分执行应急计划的防护措施，以降低健康影响的可能性。	1952年加拿大恰克河核事故 1957年英国温茨凯尔反应堆事故 1979年美国三哩岛核电站事故 1987年巴西戈亚尼亚医疗辐射事故
	6级	重大事故	放射性物质向外释放。这种释放可能导致需要全面执行地方应急计划的防护措施，以限制严重的健康影响。	1957年苏联克什特姆核事故
	7级	特大事故	大型核装置的大部分放射性物质向外释放。在大范围地区有慢性健康影响以及长期的环境后果。	1986年苏联切尔诺贝利核电站事故 2011年日本福岛第一核电站事故

资料来源：国际原子能机构，华源证券研究

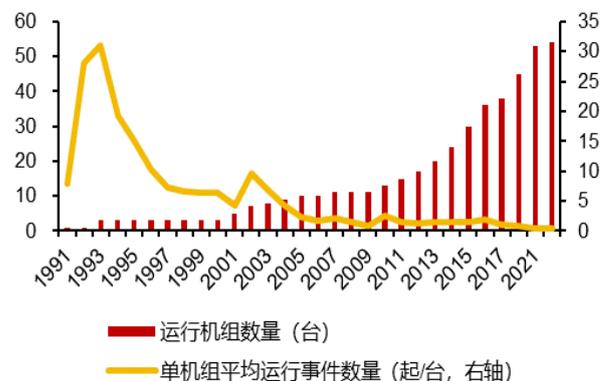
我国高度重视核安全，长期安全记录保持良好。管理方面，2012年以来，我国参考国际原子能机构的安全标准，结合我国核安全事业的监管需求，建立了中国核与辐射安全管理体系。2021年，我国核与辐射安全管理体系第三层级程序文件通过审议，标志着我国核与辐射安全管理体系已经全面建成。法规方面，2003年、2017年我国分别颁布了《中华人民共和国放射性污染防治法》和《中华人民共和国核安全法》，除此之外，如《民用核设施安全监督管理条例》等9部行政法规也均已颁布。长期来看，我国核安全记录良好，从我国第一台核电机组开始投入运行至今，从未发生过国际核事故分级标准2级或以上的事件/事故，且0级偏差和1级异常事件的发生的频率已大幅度下降，根据国家核安全局数据，我国单机组平均运行事件数量中枢从2000年前（1991~2000年）的13.83变为而2000年后（2001~2022年）的2.42。

图 24：中国核电运行事件数量（起）



资料来源：《中国的核安全》白皮书，Wind，华源证券研究

图 25：中国运行机组数量及单机组平均运行事件数量



资料来源：《中国的核安全》白皮书，Wind，华源证券研究

核电技术迭代后日趋成熟，安全隐患逐步淡化。核电站历经 70 余年发展，已朝着第四代技术发展。第一代核电技术（20 世纪 50 年代至 60 年代中期）多为早期的原型机，主要目的是为了通过试验示范形式来验证核电在工程实施上的可行性；第二代核电技术（20 世纪 60 年代至 90 年代）是比较成熟的商业化反应堆，主要实现了核电技术商业化、标准化、系列化、批量化，进一步提高核电应用的经济性；第三代核电技术（20 世纪 90 年代至今）主要是指满足美国“先进轻水堆型用户要求文件”（URD）和“欧洲用户对轻水堆核电站的要求”（EUR）的压水堆型技术核电机组，此阶段核电技术已经较为成熟，具备更高的安全性和更高发电功率；第四代核能系统概念由美国于上世纪 90 年代末首次提出，随后年代末提出，随后美、法、日、英等国家组建了“第四代核能系统国际论坛（GIF）”，计划在 2030 年左右向市场推出能够解决核能经济性、安全性、废物处理和防止核扩散问题的第四代核能系统。从全球在运行机组来看，老机组主要以二代为主，新机组主要以三代为主，当前四代技术尚未处于示范项目阶段，没有经济性，未来中长期新建机组仍会以三代为主。我国已自主掌握第三代核电技术，逐步突破第四代技术。2021 年 1 月 30 日，全球第一台“华龙一号”福建福清核电站 5 号机组投入商业运行，意味着我国实现了由二代向自主三代核电技术的全面跨越，在三代核电技术领域已跻身世界前列，成为继美国、法国、俄罗斯等发达国家之后自主掌握第三代核电技术的国家。而在第四代技术方面，我国也正在快速突破，2012 年我国石岛湾高温气冷堆示范工程在山东荣成开工建设，于 2021 年实现并网发电，截至 2023 年 12 月 6 日，已成功通过 168 小时连续运行的考验，正式投入商业运行，是全球首个并网发电的第四代高温气冷堆核电项目，标志着我国在第四代核电技术研发和应用领域达到世界领先水平。

表 3：核电技术发展历程

技术类别	起始时间	主要特点	主要堆型
第一代核电技术	20 世纪 50 年代至 60 年代中期	多为早期原型机，使用天然铀燃料和石墨慢化剂。证明了核能发电的技术可行性，具有研究探索的试验原型堆性质。设计上比较粗糙，结构松散，尽管机组发电容量不大，一般在 30 万千瓦之内，但体	美国希平港核电站、德累斯顿核电站、英国卡德霍尔生产发电两用的石墨气冷堆核电厂、前苏联 APS-1

		积较大。且在设计中没有系统、规范、科学的安全标准作为指导和准则，因而存在许多安全隐患，发电成本也较高。	压力管式石墨水冷堆核电站、加拿大 NPD 天然铀重水堆核电站等
第二代核电技术	20 世纪 60 年代至 90 年代	是较为成熟的商业化反应堆，使用浓缩铀燃料，以水作为冷却剂和慢化剂，其堆芯熔化概率和大规模释放放射性物质概率分别为 10-4 和 10-5 量级。反应堆寿命约 40 年。在第一代核技术的基础上，它实现了商业化、标准化等，单机组的功率水平在第一代核电技术基础上大幅提高，达到百万千瓦级。目前全世界在运核电机组大多数使用第二代技术或其改进型。	压水堆(PWR)、沸水堆(BWR)、加压重水堆(PHWR)、石墨气冷堆(GCR)、及石墨水冷堆(LWGR)等
第三代核电技术	20 世纪 90 年代至今	第三代核电技术指满足美国“先进轻水堆型用户要求文件”(URD)和“欧洲用户对轻水堆核电站的要求”(EUR)的压水堆型技术核电机组，是具有更高安全性、更高功率的新一代先进核电站。其堆芯熔化概率和大规模释放放射性物质概率分别为 10-7 和 10-8 量级。反应堆寿命约 60 年。	先进沸水堆(ABWR)、非能动先进压水堆(AP600/AP1000)、欧洲压水堆(EPR)及华龙一号等
第四代核电技术	21 世纪	2000 年美国首次提出了第四代核反应堆计划，规划在 2030 年后投入市场推广建设。目标是满足安全、经济、可持续发展、极少的废物生成、燃料增殖的风险低、防止核扩散等基本要求。预计将有封闭的核燃料产业链，提高核燃料使用效率，或将使用钶元素作为燃料，显著降低核废料半衰期，提高核能使用的安全性。	石岛湾核电站(HTR-PM)(目前处于在建过程)

资料来源：中广核招股说明书，华源证券研究

当前部分发达国家的核电发展计划已转向积极，更多新兴国家计划发展或扩大核电规模。美国方面，2023 年，美国沃格特勒 3 号机组正式投入商业运行，这是美国自 1978 年以来首次开工的核电机组，且发布的《先进核能商业化路径》，计划到 2030 年部署先进反应堆技术（第四代核电技术），2050 年国内核电装机达到 2 亿千瓦，约是 2023 年核电装机容量（0.96 亿千瓦）的两倍；法国方面，2023 年，法国参议院和国民议会均通过了关于加速核电发展法案的草案，取消了“2035 年核电在总电力生产中的份额降低至 50%”的目标，并表示将大力支持新建核电项目，包括 6 座新型 EPR 反应堆以及 8 座备选反应堆；日本方面，内阁会议通过《绿色转型基本方针》，提出要最大限度利用可再生能源和核能，以及研发并建设更安全的新一代核电反应堆，替代已报废的核电反应堆。而其他新兴国家，如白俄罗斯、土耳其、印度、孟加拉国、阿根廷也都在积极布局和发展核电。

表 4：部分欧美国家对核电规划

国家	旧核电规划及规划发布时间	新核电规划及规划发布时间
美国	-	计划到 2050 年国内核电装机达到 2 亿千瓦，2030 年部署先进反应堆技术（2023 年）
法国	2035 年核电在总电力生产中的份额降低至 50%（2019 年）	大力支持新建核电项目，包括 6 座新型 EPR 反应堆以及 8 座备选反应堆（2022 年）
英国	-	到 2050 年核电装机容量达到 2400 万千瓦（2022 年）
瑞典	-	2035 年至少拥有 2 座大型核反应堆的核能发电能力、到 2045 年投运多达

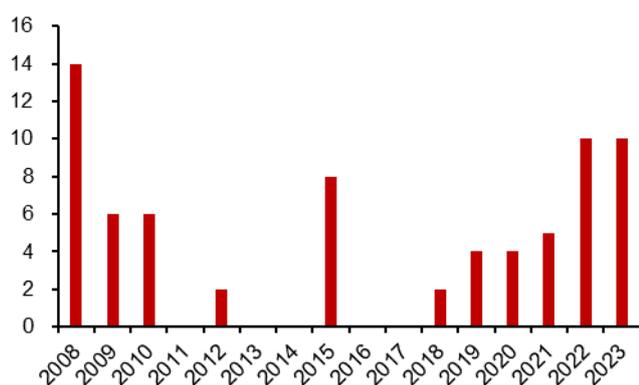
		10 个大型核反应堆 (2023 年)
波兰	暂停实施核电建设计划 (2017 年)	在 2040 年前新建 6 座第三代压水堆核电站 (2021 年)
荷兰	-	延长旧机组寿命, 新建两台 150 万千瓦的机组 (2022 年)

资料来源: 中国核电网, 华源证券研究

我国核电机组核准亦开始提速, “双碳”背景下此轮核电建设景气周期有望超预期。

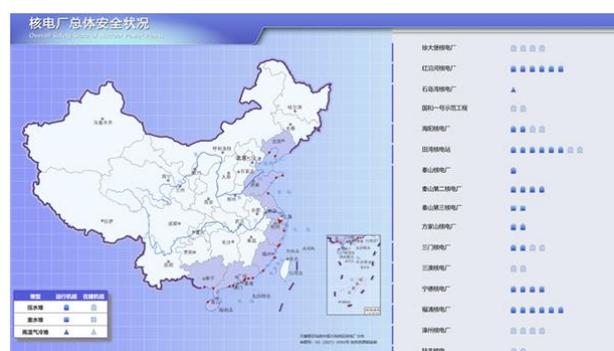
我国核电发展在过去的十几年中经历过两次停滞期, 分别为 2011~2014 年和 2016~2018 年。2011 年受日本福岛核电站事故影响, 我国核电项目审批暂停, 除了 2012 年的江苏田湾核电二期工程获得核准, 2013~2014 年没有机组获得核准。2016~2018 年同样是出于安全方面的考量, 核电机组再次零核准, 直至 2018 年底核电审批才再次重启。2021 年, 《“十四五”规划和 2035 远景目标纲要》提出 2025 年我国核电运行装机容量达到 7000 万千瓦, 截至 2023 年末, 我国核电运行装机容量仅为 5699 万千瓦。2022 年 3 月, 国家发改委和能源局发布了《“十四五”现代能源体系规划》, 提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”, 这无疑是对核电建设更为积极的表述。2022 年我国核电机组核准数量达到 10 台, 相较于 2019-2021 的每年 4~5 台有了翻倍式的增长。2023 年 4 月, 中国核能行业协会发布《中国核能发展报告 (2023) 》, 提出预计到 2035 年, 我国核能发电量在总发电量的占比将达到 10% 左右, 我们保守按照我国当前总发电量计算, 实现目标需要再建设约 58 座核电站。截至 2023 年底, 我国在建核电机组 26 台, 预计未来几年新核准核电机组中枢将继续维持高位, 此轮核电建设景气周期有望超预期。

图 26: 2008-2023 国家核准核电机组 (台)



资料来源: 中国核能行业协会《中国核能发展报告》, 华源证券研究

图 27: 我国在运行和在建核电站

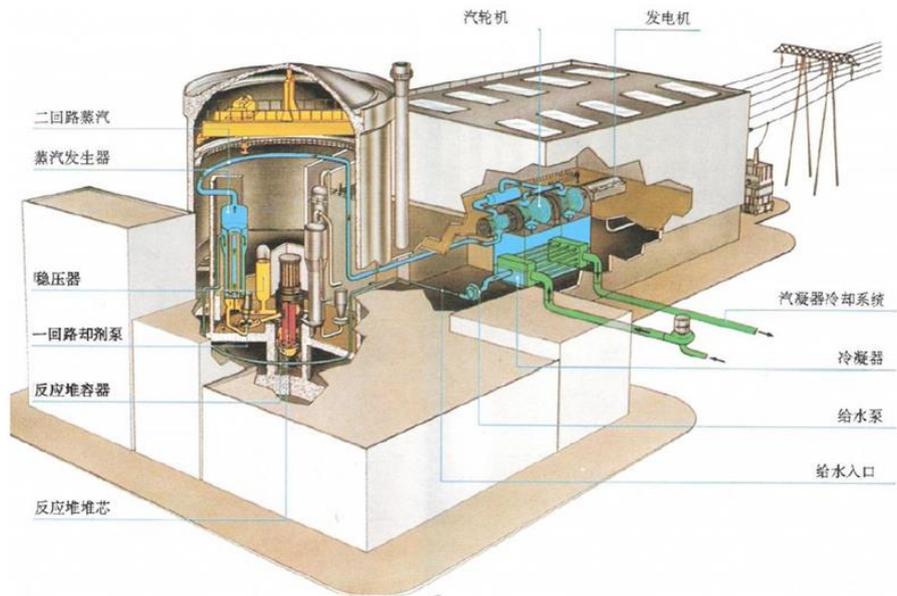


3. 我国核电工程建设中军，潜在利润弹性被低估

3.1 我国核电建设龙头，有望充分受益核电景气

核岛建设是核电工程的核心，建设技术壁垒高。核电站是利用一座或若干座动力反应堆产生的热能进行发电或发电兼供热的动力设施。核电站建设主要包括反应堆（即核岛，以压水堆为例，包括堆芯、蒸汽发生器、主泵、稳压器等几大部分）、发电机厂房（即常规岛，包括汽轮发电机系统）和辅助厂房（即 BOP，核岛和常规岛之外的公用设施）三个部分，其中，核岛工程是保障核电机组安全运行的关键，由于其结构复杂、专业性强、交叉施工多、技术难度大、工期要求紧、质量要求高，且必须满足核安全法规的严格要求，代表了核电站建设的技术水平，而常规岛工程与普通火电工程相近。

图 28：核电站结构示意图



资料来源：中国核建招股说明书，华源证券研究

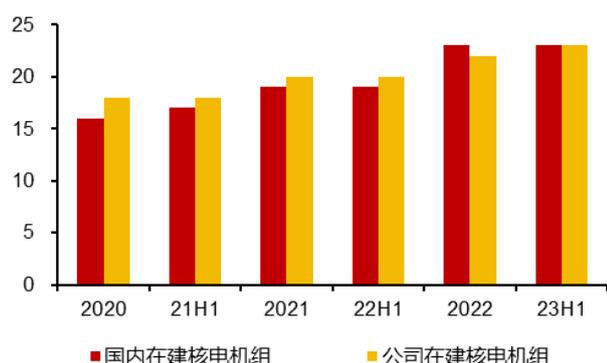
核岛建设属于半垄断市场，公司处于主导地位。由于技术难度极高且涉及国家安全问题，核岛工程基本采用邀请招标，属于半垄断市场，而技术难度较低的核电站前期工程、辅助设施工程及常规岛工程多采用公开招标制度，目前国内参与竞争的企业众多，包括各大型建筑企业、火电建设企业等。中国核建是我国核电工程建设的龙头企业，自成立至今公司承建了国内已建和在建的绝大多数核电机组和核岛工程建设，一直代表着我国核电工程建设的最高水平，全面掌握了百万千瓦级大型商用核电站建造技术，拥有百万千瓦级大型商用核电站的自主化建造能力，具备 AP1000、EPR、VVER、华龙一号等第三代先进压水堆及第四代高温气冷堆核电站的建造能力，在核电站核岛建设市场处于龙头地位。

表 5：中国核建核电工程业务相关子公司

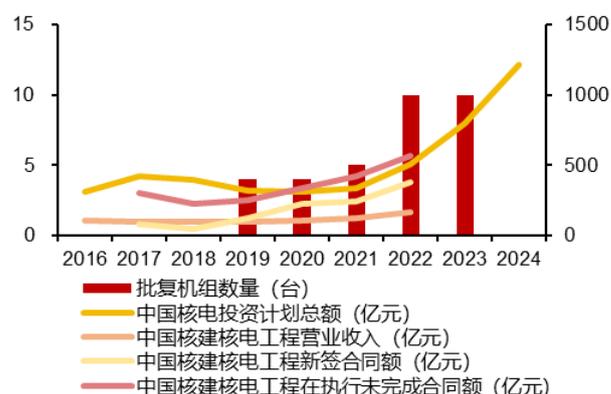
公司名称	具体情况
中国核工业第二建设有限公司	成立于 1992 年 8 月 22 日，是中国核建的重要成员单位，是国家组建最早的从事核工程及国防工程建设的建筑企业，是一家从核工程、核电工程、国防工程领域发展起来的具有建筑工程施工总承包一级资质的大型综合性建筑企业
中国核工业二三建设有限公司	成立于 1958 年 11 月 1 日，是国家组建最早的从事核工程及国防工程建设的系统建筑企业
中国核工业二四建设有限公司	成立于 1981 年 1 月 9 日，是国内唯一一家承建过各种核反应堆型和所有实验、科研堆型的核建企业，承建过我国第一套、第二套核武器研制基地等一大批重点工程
中国核工业第五建设有限公司	成立于 1989 年 7 月 19 日，是我国第一家同时具有核电站核岛、常规岛全场安装施工业绩的企业。目前，正组织“华龙一号”福建福清核电站 5、6 号机组常规岛安装工程等项目的建设。
中国核工业华兴建设有限公司	成立于 1986 年 7 月 29 日，是中国核建的重点成员单位，曾承担过我国“两弹一艇”试验基地以及许多重要核工程、系统工程的建设任务，是享誉全球的核电建造龙头企业
中国核工业中原建设有限公司	成立于 1992 年 12 月 12 日，公司具有建设部颁发的房屋建筑、机电安装、公路工程总承包壹级资质，环保、核工程、地基与基础等专业施工壹级资质，以及市政公用工程总承包叁级资质，可承担各类工业与民用建设工程的建造施工
中核检修有限公司	成立于 1988 年 1 月 9 日，是中国核建旗下唯一一家从事核电检修业务的专业化公司，是国家高新技术企业，是我国核电站核岛检修的主力军，是我国核应急救援队工程抢险分队和操作技能训练基地的具体实施单位

资料来源：公司官网，中国核建债券募集说明书，华源证券研究

受益于核电景气，年度施工量仍处爬坡期，有望在高基数下维持高增。如前文所述，此轮核电建设提速具有可持续性和必要性，景气周期有望超预期。回溯历史看，公司在建核电机组数量与我国在建核电机组数量基本一致，市占率近乎 100%，将充分受益于核电建设景气度。从我国两大核电运营商投资计划总额来看，2024 年中广核投资计划总额为 305.9 亿元，同比增加 7%，中国核电投资计划总额为 1216 亿元，同比增加 52%，综合增速依然维持较高水平。根据公司公告，截至 2023 年末，公司国内在建核电机组共 26 台，我们假设 2024~2025 年每年新增核准核电机组 10 台，并按照核电机组每年施工进度比例测算，2024~2026 年核电机组有效施工数量分别为 5.02、6.72、8.87、9.23 台，同比增长 19.81%、33.86%、31.99%，年度施工投资额将在高基数下延续高增。

图 29：公司和国内在建核电机组（台）


资料来源：公司公告，华源证券研究

图 30：批复机组以及中国核电投资计划总额


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

表 6：核电机组有效施工数量测算

时间	有效施工数量 (假设新增)	有效施工数量 (假设不新增)
2022	3.21	3.21
2023	4.19	4.19
2024E	5.02	5.02
2025E	6.72	6.21
2026E	8.87	5.74
2027E	9.23	4.38

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 7：我国核电机组核准/在建情况（截至 2023 年 12 月 31 日）

序号	核准时间	机组	状态	总投资额 (亿元)
1	2016 年 6 月	防城港 4 号机组	在建	117
2	2018 年 11 月	国和一号示范工程 1 号机组	在建	200
3	2018 年 11 月	国和一号示范工程 2 号机组	在建	200
4	2019 年 1 月	漳州一期 1 号机组	在建	200
5	2019 年 1 月	漳州一期 2 号机组	在建	200
6	2019 年 1 月	太平岭 1 号机组	在建	200
7	2019 年 1 月	太平岭 2 号机组	在建	200
8	2020 年 9 月	昌江 3 号机组	在建	184
9	2020 年 9 月	昌江 4 号机组	在建	184
10	2020 年 9 月	三澳 1 号机组	在建	197
11	2020 年 9 月	三澳 2 号机组	在建	197
12	2021 年 5 月	徐大堡 3 号机组	在建	208
13	2021 年 5 月	徐大堡 4 号机组	在建	208
14	2021 年 5 月	田湾 7 号机组	在建	253
15	2021 年 5 月	田湾 8 号机组	在建	253
16	2021 年 5 月	海南昌江多用途模块式小型堆	在建	53
17	2022 年 4 月	三门 3 号机组	在建	204
18	2022 年 4 月	三门 4 号机组	在建	204
19	2022 年 4 月	海阳 3 号机组	在建	200

请务必仔细阅读正文之后的免责声明

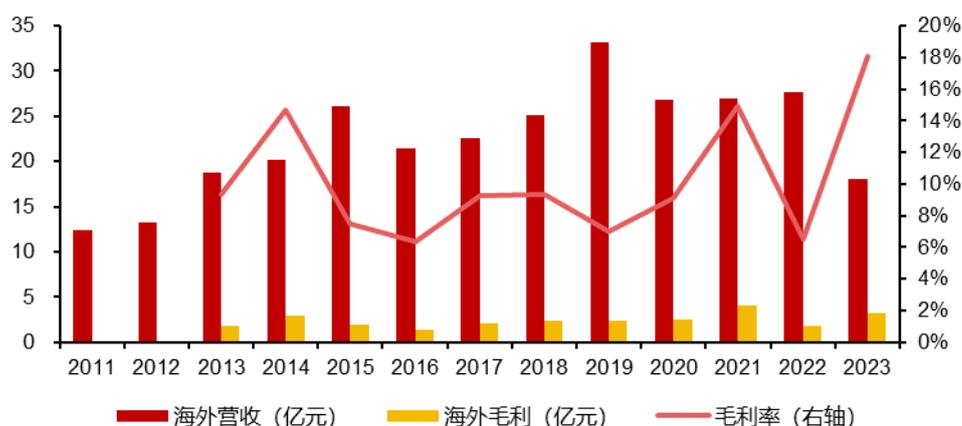
第21页 / 共29页

20	2022年4月	海阳4号机组	在建	200
21	2022年9月	廉江1号机组	在建	217
22	2022年9月	廉江2号机组	在建	217
23	2022年9月	陆丰5号机组	在建	191
24	2022年9月	陆丰6号机组	在建	191
25	2023年7月	徐大堡1号机组	在建	240
26	2023年7月	徐大堡2号机组	在建	240
27	2023年7月	宁德5号机组	已核准	281
28	2023年7月	宁德6号机组	已核准	281
29	2023年12月	惠州3号机组	已核准	125
30	2023年12月	惠州4号机组	已核准	125
31	2023年12月	金七门1号机组	已核准	223
32	2023年12月	金七门2号机组	已核准	223

资料来源：国家核安全局，华源证券研究

海外新兴国家核电发展有望为公司业绩锦上添花。近年来众多新兴国家开始扩大核电建设，2023年，白俄罗斯第二台采用VVER-1200技术的核电机组——奥斯特罗韦茨核电站2号机组投入商业运行；土耳其阿库尤核电站4台核电机组建设工作稳步推进；埃及埃尔德巴核电站3号机组正式开工建设；阿根廷重申与我国合作建设核电机组。根据中核智库统计，与我国签署“一带一路”国际合作文件的国家中，有75个新兴国家计划发展核电或扩大国内核电规模，全球核电发展重心将进一步向新兴国家转移。中国核建作为较早发展国际工程和投资业务的央企，海外业务已涉及全球30多个国家，2023年实现海外营收18.07亿元，未来随着海外新兴国家在核电建设方面加大投入，中国核建有望充分受益。

图 31：中国核建海外业务情况



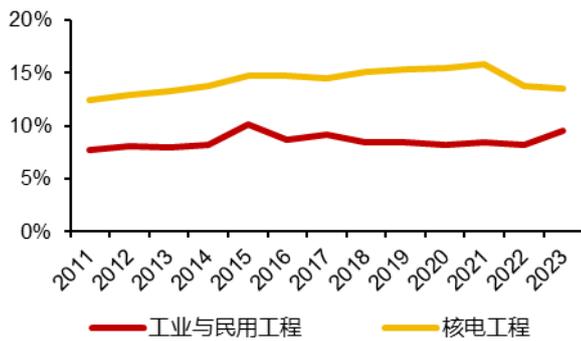
资料来源：公司公告，华源证券研究

3.2 核电业务占比提升驱动三张表拐点，大额减值掩盖潜在业绩弹性

我们认为，公司潜在利润弹性被低估主要在于两个维度：

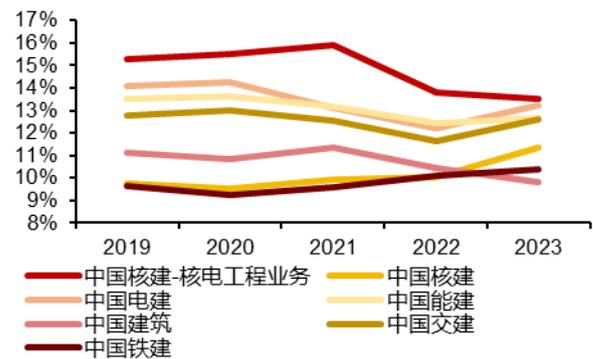
- 1) **核建工程业务占比提升将推动营收提速以及毛利率上行。**2021-2023 年，公司核电工程业务年营收增速分别为 15.03%、39.99%、42.86%，非核业务增速分别为 15.21%、12.33%、-0.14%，核电工程营收占比分别为 14.29%、16.89%、21.87%，我们预计随着，核电业务占比的提升以及景气度的维持，同等增速下，核电工程增长对公司业绩的边际拉动逐步提升。此外，公司核电工程业务毛利率显著高于工业与民用工程业务，2011~2023 年，公司核电工程业务毛利率中枢为 14.28%，民用工程业务毛利率中枢为 8.58%。核电业务占比提速将同时提高公司毛利率以及净利率，导致净利润增长幅度高于收入。

图 32：中国核建主要业务毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 33：各建筑公司毛利率对比



资料来源：Wind，华源证券研究

表 8：核建工程业务增长对总体增速的拉动测算

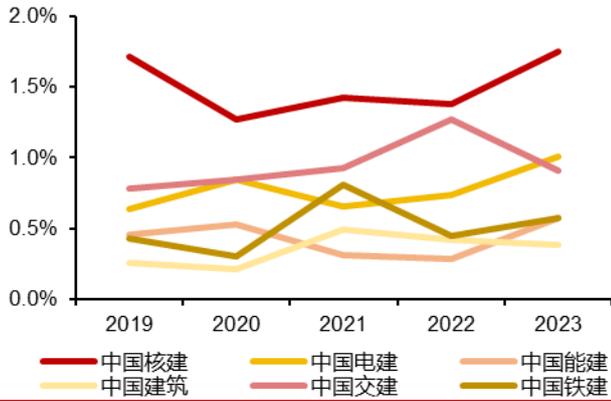
核建工程业务占比/同比增速	15%	20%	25%	30%	35%
22%	3.30%	4.40%	5.50%	6.60%	7.70%
24%	3.60%	4.80%	6.00%	7.20%	8.40%
26%	3.90%	5.20%	6.50%	7.80%	9.10%
28%	4.20%	5.60%	7.00%	8.40%	9.80%
30%	4.50%	6.00%	7.50%	9.00%	10.50%

资料来源：公司公告，华源证券研究

- 2) **减值大幅压制利润释放，未来潜在弹性极大。**参照可比的中字头上市建筑企业，公司减值力度明显更大，一方面，公司对 0.5-1 年期限信用减值政策较为保守，低年份减值比例更为激进；另一方面，公司“信用减值损失占营业收入比例”和“信用减值损失占归母净利润比例”亦显著更高，2023 年，信用减值损失为 19.13 亿元，占营业收入的 1.7%，占归母净利润的 92.7%，均远高于其他建筑公司的占比，后续

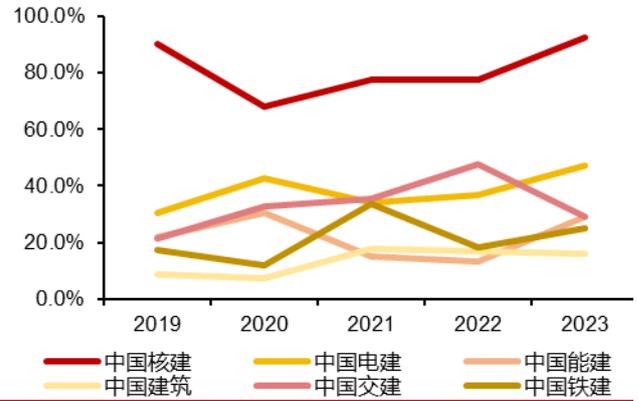
减值比例或出现均值回归特征。我们假设 2024 年公司不进行信用减值，归母净利润同比将提升 1.5 倍，潜在弹性大。

图 34：信用减值损失占营业收入比例



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 35：信用减值损失占归母净利润比例



资料来源：公司公告，华源证券研究

表 9：2023 年各建筑公司应收账款计提比例 (%)

公司	项目	半年以内	0.5-1 年	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
中国核建	关联方	0	5	7	8	10	25	70
	非关联方	0	6	8	11	21	40	80
中国电建	-	2	10	15	30	50	80	
中国建筑	组合 1	2	5	15	30	45	100	
	组合 2	6	12	25	45	70	100	
	组合 3	5	10	20	40	65	100	
中国交建	组合 1	1	15	25	41	55	88	
	组合 2	1	14	26	36	58	83	
中国铁建	组合 1	1	6	14	51			
	组合 2	1	5	11	57			
	组合 3	1	5	12	51			

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 10：2023 年信用减值敏感性测试

计提比例/涉房比例	30%	35%	40%	45%	50%
10%	13	15	17	19	21
15%	19	22	25	29	32
20%	25	30	34	38	42
25%	32	37	42	48	53
30%	38	44	51	57	63
35%	44	52	59	67	74
40%	51	59	68	76	85
45%	57	67	76	86	95
50%	63	74	85	95	106

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 11：不同减值对规模净利润的潜在弹性测算

信用减值损失 (亿元)	2024 年归母净利 (亿元)	同比增长
30	21.95	6.42%
25	26.95	30.66%
20	31.95	54.90%
15	36.95	79.14%
10	41.95	103.38%
5	46.95	127.62%
0	51.95	151.86%

资料来源：公司公告，华源证券研究

4. 盈利预测及估值

营收增速假设：1) 核电工程：假设未来两年每年平均核准 10 台核电机组，根据前期已核准的核电机组以及核电机组建设周期和付款比例，可推算 2024-2026 年营收增速为 17.2%/27.0%/34.6%；2) 工业与民用工程：随着市场逐步转暖，公司民用工程将逐步恢复，假设 2024-2026 年营收增速为 5.4%/5.5%/5.6%。

毛利率假设：工程项目毛利率波动较小，因此我们假设公司各板块业务毛利率维持当前水平，核电工程 2024-2026 年毛利率为 13.50%/13.50%/13.50%，工业与民用工程 2024-2026 年毛利率为 9.52%/9.52%/9.52%。

表 12：公司核心板块业绩拆分与盈利预测 (百万元)

产品	项目	2023	2024E	2025E	2026E
核电工程	收入	23926	28033	35595	47920
	成本	20698	24248	30790	41451
	毛利率	13.49%	13.50%	13.50%	13.50%
工业与民用工程	收入	75123	79180	83535	88213
	成本	67973	71644	75584	79817
	毛利率	9.52%	9.52%	9.52%	9.52%
其他	收入	9097	10462	12031	13835
	成本	7320	8419	9681	11133
	毛利率	19.53%	19.53%	19.53%	19.53%
总计	收入	108147	117674	131161	149968
	成本	95992	104310	116055	132401
	毛利率	11.24%	11.36%	11.52%	11.71%

资料来源：Wind，华源证券研究

我们判断，公司减值高峰将近，未来潜在减值区间约 60-90 亿元 (或有)，保守起见，

我们按照 2024~2026 年信用减值分别为 27.79、28.99、30.34 亿元测算，公司归母净利润

请务必仔细阅读正文之后的免责声明

第25页 / 共29页

分别为 24.22、29.70、38.36 亿元，对应增速分别为 17%、23%、29%，当前股价对应 PE 分别为 10 倍、8 倍和 6 倍；若不考虑信用减值影响，公司 2024~2026 年归母净利润分别为 52.01、58.68、68.69 亿元，对应增速分别为 152%、13%、17%，当前股价对应 PE 分别为 5 倍、4 倍和 4 倍，而可比公司对应 24-26 年 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍，公司估值远低于可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：相对估值表

代码	公司	股价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
		2024/6/6		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601669.SH	中国电建	5.34	920	0.76	0.85	0.96	7	6	6	0.7
601868.SH	中国能建	2.15	896	0.18	0.21	0.24	12	10	9	0.9
601117.SH	中国化学	8.46	517	0.96	0.99	1.11	9	9	8	0.9
000777.SZ	中核科技	15.81	61	0.64	0.80	1.04	25	20	15	3.1
601985.SH	中国核电	10.15	1917	0.55	0.61	0.67	19	17	15	2.1
平均				0.63	0.71	0.84	13	11	9	1.4
601611.SH	中国核建（减值）	8.12	245	0.80	0.98	1.27	10	8	6	1.3
601611.SH	中国核建（不减值）	8.12	245	1.72	1.94	2.28	5	4	4	1.3

资料来源：Wind，华源证券研究（除中国核建外，其他对比公司盈利预测均使用 Wind 一致预期）

5. 风险提示

1) 核电安全风险：政府对安全性的担忧是制约核电建设的核心因素，若发生较为严重的核电安全性事件，将可能造成核电核准减缓或取消，进而影响公司业绩。

2) 项目进度不及预期：公司核电工程业务收款与项目进度同步，若项目进度不及预期，将可能影响公司业绩。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	99138	109385	117674	131161	149968
营业收入	99138	109385	117674	131161	149968
营业总成本	95175	104736	111671	124206	141582
营业成本	89158	96969	104310	116055	132401
税金及附加	252	248	267	297	340
销售费用	32	44	47	53	60
管理费用	2220	2528	2720	3032	3467
研发费用	1629	2875	3093	3447	3941
财务费用	1885	2072	1234	1322	1374
其他收益	93	87	87	87	87
投资收益	279	419	344	347	370
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	31	16	0	0	0
信用减值损失	-1363	-1913	-2779	-2899	-3034
资产减值损失	-36	-196	0	0	0
资产处置收益	-12	-2	-2	-2	-2
营业利润	2956	3059	3652	4488	5807
营业外收支	22	34	0	0	0
利润总额	2977	3094	3652	4488	5807
所得税	500	311	385	482	632
净利润	2477	2783	3267	4007	5175
少数股东损益	700	720	845	1036	1338
归母净利润	1777	2063	2422	2970	3836

资料来源：wind，华源证券研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2477	2783	3267	4007	5175
加：折旧摊销减值	2210	3744	3466	3779	4108
财务费用	1885	2072	1234	1322	1374
非经营损失	-622	-815	-342	-345	-368
营运资本变动	-12297	-10969	-2012	-6506	-8570
其它	1944	2871	0	0	0
经营活动现金流	-4403	-315	5614	2256	1717
资本开支	5505	3097	1910	1942	1946
其它投资现金流	232	627	344	347	370
投资活动现金流	-5274	-2470	-1567	-1594	-1576
吸收投资	2571	174	0	0	0
负债净变化	13240	6222	4823	2719	4103
支付股利、利息	3405	3941	1234	1322	1374
其它融资现金流	634	1620	-9872	0	0
融资活动现金流	13040	4074	-6284	1397	2730
净现金流	3374	1264	-2236	2059	2871

资料来源：wind，华源证券研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	127162	145745	142742	148408	156816
现金及等价物	19058	20202	17965	20024	22895
应收款项	50357	52945	52761	56125	61630
存货净额	11781	12221	11638	11881	11913
合同资产	42545	56661	56661	56661	56661
其他流动资产	3420	3717	3717	3717	3717

请务必仔细阅读正文之后的免责声明

第27页 / 共29页

长期投资	4505	4425	4425	4425	4425
固定资产	6178	7493	8767	9847	10734
无形资产及其他资产	59654	57672	57620	57599	57582
资产总计	197499	215336	213553	220279	229556
流动负债	123368	133222	134564	133802	134425
短期借款	27405	28085	29427	28665	29288
应付款项	53907	59938	59938	59938	59938
其它流动负债	42056	45199	45199	45199	45199
非流动负债	39021	43635	47115	50596	54077
负债合计	162388	176857	181680	184398	188502
股本	3020	3019	3019	3019	3019
其他权益工具	8072	9872	0	0	0
资本公积	3824	3888	3888	3888	3888
其他综合收益	-75	-83	-83	-83	-83
盈余公积	313	388	477	586	726
未分配利润	8844	10367	12700	15561	19257
少数股东权益	9991	9794	10639	11675	13014
股东权益	35110	38479	31874	35880	41055
负债和股东权益合计	197499	215336	213553	220279	229556

资料来源：wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com

华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com

华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.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。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数