

国内核电建造龙头，充分受益行业资本开支加速

2024年06月20日

国内核电建造龙头，有望充分受益本轮核电资本开支加速

可再生能源大规模发展面临较多挑战，核电可作为清洁的基荷电源。核能①是清洁高效的非化石能源，可作为基荷能源、替代化石能源，同时②还可以适当调峰运行，配合可再生能源利用，对于东部沿海地区新型电力系统构建具有重要意义。

2019年起我国核电核准重启，2022-2023年提速。2011年日本福岛核事故发生后，世界各国对核电站建设态度趋于谨慎。2018年后多台三代机组投入商运，三代机组安全性和可靠性得到印证。2019年7月，国家能源局明确表态山东荣成、福建漳州和广东太平岭核电项目核准开工，标志着核电审批正式重启，“十四五”以来核电政策转向积极，2022-2023年单年核准的核电机组均达到10台。

核电站工程建设全周期一般需10年时间，其中主体工程建设一般需5年时间。考虑到2019年起我国核电核准重启，2019-2023年我国核准的核电机组总共达33台，**我们预计2024年起核电资本开支加速上行**，例如2023年我国核电投资额为949亿元、同比+40%，2024年1-4月投资额同比+25%。中国核建拥有全球领先的核电建造能力，有望充分受益本轮核电资本开支加速，截至2023年末，累计建设88台核电机组，其中62座已投产运营，在建机组26台。控股股东为中国核电业的泰山北斗，协同效应明显。

全球核电发展趋势明确，中国核电掘金“一带一路”市场

截至2024年1月，全球在建核电反应堆58座、总净装机容量为59.87GW，其中中国外区域总净装机容量36.14GW，中国外区域总净装机容量占比达60.4%。清洁能源转型加速、同时国际能源市场波动不断的背景下，**全球核电发展趋势明确**。根据国家能源局规划，到2030年“一带一路”周边沿线国家将新建107台核电机组、新增核电装机合计115GW，新增装机占除中国外世界核电市场的81.4%。**核电出海，掘金“一带一路”市场。**

中国核建：核电工程建设步入高景气阶段，期待信用减值影响下降

核电工程建设步入高景气阶段。公司核电工程从2014年的119.22亿元增长至2023年的239.26亿元，CAGR达8.0%，其中受核电批复影响、2014-2021年核电工程业务未实现增长，2022年核电工程业务收入167.48亿元、同比+40%，**2023年核电工程业务收入239.26亿元、同比+43%**。

公司前期归母净利润受信用减值影响较大，2019-2023年公司信用减值/归母净利润比重约在70-90%之间，远高于其它建筑央企，潜在利润弹性大。

投资建议：我们看好公司①国内核电建造龙头，有望充分受益本轮核电资本开支加速，②前期归母净利润受信用减值影响较大，潜在利润弹性大，③全球核电发展趋势明确，中国核电掘金“一带一路”市场。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为24.05、28.19和32.37亿元，现价对应动态PE分别为10x、9x、8x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：核电核准不及预期；核电出海不及预期；核电项目安全风险；信用减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	109,385	120,228	131,091	141,746
增长率(%)	10.3	9.9	9.0	8.1
归属母公司股东净利润(百万元)	2,063	2,405	2,819	3,237
增长率(%)	16.1	16.6	17.2	14.8
每股收益(元)	0.68	0.80	0.93	1.07
PE	12	10	9	8
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年6月19日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

8.27元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

目录

1 国内核电建造龙头，有望充分受益本轮核电资本开支加速	3
2 全球核电发展趋势明确，中国核电掘金“一带一路”市场	6
3 中国核建：核电工程建设步入高景气阶段，期待信用减值影响下降	9
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

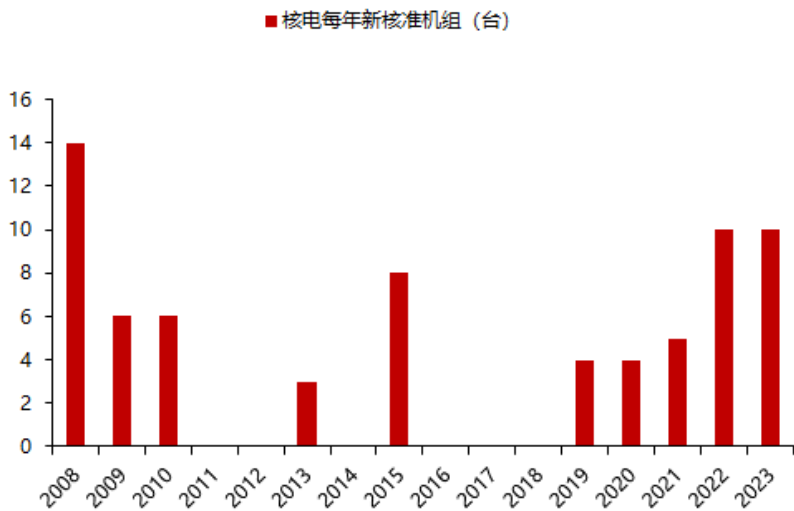
1 国内核电建造龙头，有望充分受益本轮核电资本开支加速

可再生能源大规模发展面临较多挑战，核电可作为清洁的基荷电源：根据《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，2025 年我国非化石能源消费占比将达到 20%、2030 年将达到 25%。可再生能源高速发展，但**面临**①水电可开发资源有限，②风电和光伏发电具有波动性和间歇性特征，③可再生能源资源与用电负荷分布不平衡等问题，因此在大规模储能技术未突破前，仍需基荷能源作为保障。核能①是**清洁高效的非化石能源**，可作为基荷能源、替代化石能源，同时②还可以**适当调峰运行**，配合可再生能源利用，对于东部沿海地区新型电力系统构建具有重要意义。

2019 年起我国核电核准重启，2022-2023 年提速：

- 2011 年日本福岛核事故发生后，世界各国对核电站建设态度趋于谨慎，我国核电审批进度放缓。2011-2014 年仅中俄合作的田湾核电站获批，2015 年批准 8 台机组后，我国核电核准再次进入停滞状态，2016-2018 年核电连续三年“零批准”；
- 2018 年后多台三代机组投入商运，三代机组安全性和可靠性得到印证，核电审批逐步提上日程。2019 年 7 月，国家能源局明确表态山东荣成、福建漳州和广东太平岭核电项目核准开工，标志着核电审批正式重启；
- **“十四五”以来核电政策转向积极，加速趋势明显。**2021 年初政府工作报告中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”，系我国多年来首次采用“积极”的表述明确提及核电。2022 年发布的《“十四五”现代能源体系规划》再次提到积极安全有序发展核电，要求到 2025 年核电运行装机容量达 7000 万千瓦，较 2022 年末（5563 万千瓦）增长 25.8%。**2022-2023 年单年核准的核电机组均达到 10 台，核电景气度加速上行。**

图1：2008-2023 年我国核电每年新核准机组数

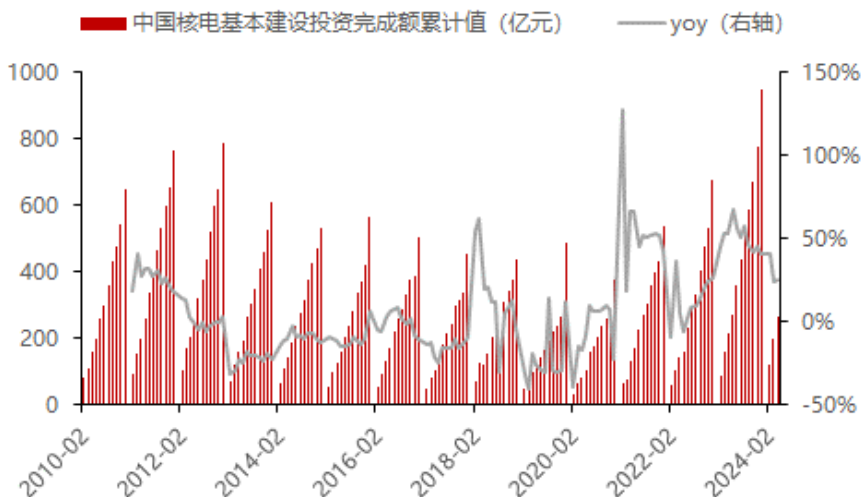


资料来源：公司公告，民生证券研究院

鉴于安全等方面的高标准要求，核电站工程建设周期较长，从前期规划、论证、选址、审批、设计、设备制造、建造、调试、运行等过程，**全周期一般需 10 年时间，其中主体工程建设一般需 5 年时间。**

根据中国核能行业协会数据，2023 年全年我国新增商运核电机组 2 台，在运行机组数量达 55 台、额定装机容量 5703 万千瓦，在建核电机组 26 台（截至 2023 年底）、装机容量 3030 万千瓦。考虑到 2019 年起我国核电核准重启，2019-2023 年我国核准的核电机组总共达 33 台，**我们预计 2024 年起核电资本开支加速上行**，例如 2013-2020 年我国核电投资额整体呈现下行趋势，2021 年起重回增长趋势，2021-2022 年我国核电投资额增速分别为 42%、26%，2023 年我国核电投资额为 949 亿元、同比+40%，2024 年 1-4 月投资额同比+25%。

图2：2010-2024 年我国核电投资额及 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 4 月

中国核建拥有全球领先的核电建造能力，有望充分受益本轮核电资本开支加速：①**历史最久**，公司自 1985 年承建秦山核电以来，不断成长为全球唯一一家连续 39 年不间断从事核电建造的企业；②**规模最大**，建成及在建核电机组数量最多，截至 2023 年末，累计建设 88 台核电机组，其中 62 座已投产运营，在建机组 26 台；③**能力最强**，强大的资源保障能力和先进的群堆管理理念，具备同时承建 40 台核电机组能力；④**技术最全**，掌握包括 CNP、M310、CPR1000、EPR、VVER、AP1000、CAP1400、华龙一号、高温堆、重水堆、实验快堆、先进研究堆等各种堆型、各种规格系列的核电建造技术等；⑤**市占率最高**，国内核电建造市场份额保持绝对领先。

控股股东为中国核电业的泰山北斗，协同效应明显。公司控股股东为中核集团，截至 24Q1，中核集团持有公司 56.67%的股份。中核集团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集团，主要承担核军工、核电、核燃料、核应用技术等领域的科研开发、建设和生产经营，跨越两地（A 股+H 股）共拥有 7 家上市企业。

图3：秦山核电基地



资料来源：中国核工业集团官网，民生证券研究院

图4：中核集团旗下上市公司



资料来源：国际能源网，民生证券研究院

2 全球核电发展趋势明确，中国核电掘金“一带一路”市场

根据国际原子能机构动力堆信息系统数据，截至 2024 年 1 月，全球在建核电反应堆 58 座、总净装机容量为 59.87GW，其中中国总净装机容量 23.72 GW、中国外区域总净装机容量 36.14 GW，**中国外区域总净装机容量占比达 60.4%**。

表1：全球在建核电反应堆容量及核电反应堆数量（截至 2024 年 1 月）

国别	总净装机容量 (MW)	核电反应堆数量 (座)
中国	23724	23
印度	6028	8
土耳其	4456	4
埃及	3300	3
英国	3260	2
俄罗斯	2700	3
韩国	2680	2
日本	2653	2
孟加拉	2160	2
乌克兰	2070	2
法国	1630	1
巴西	1340	1
阿联酋	1310	1
美国	1117	1
伊朗	974	1
斯洛伐克	440	1
阿根廷	25	1
合计	59867	58

资料来源：国际原子能机构动力堆信息系统，民生证券研究院

清洁能源转型加速、同时国际能源市场波动不断的背景下，全球核电发展趋势明确：

美国（2023 年核电发电量占比 18.25%，后数据均为 2023 年）：2023 年 7 月，美国首座第三代+核电反应堆西屋公司 AP1000 投入商业运行，这是美国 30 余年首个新建核电项目。美国启动“核能信贷计划”，支持本国“高寿”核电反应堆“延寿”的同时，加大对先进核电项目支持力度。

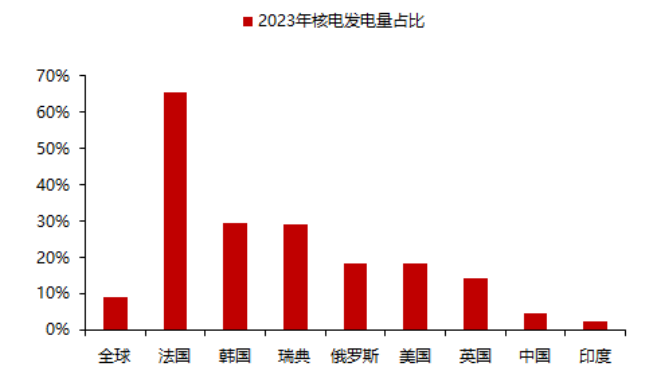
欧盟（核电发电量占比 25%）：长期以来法国和大部分东欧国家为“拥核”派，德国和部分西北欧国家为“弃核”派，俄乌冲突背景下，继续发展核电成为欧洲各国现实选择。①**法国**（核电发电量占比 65.29%，全球最高），2023 年法

国参议院和国民议会均通过关于加速核电发展法案的草案，其中取消“2035年核电在总电力生产中的份额降低至50%”的目标，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；②英国（核电发电量占比14.07%），英国能源安全和净零排放部在《民用核能2050路线图》中明确核电的战略意义，如果英国实现《三倍核能宣言》目标，到2050年核电装机容量将达24GW；③瑞典（核电发电量占比29.09%），2023年年底瑞典政府公布核电发展路线图，计划到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个大型核反应堆等。

日韩：①日本（核电发电量占比7.64%），2023年2月，日本内阁会议通过《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。2023年高滨核电站1号、2号机组恢复运行；②韩国（核电发电量占比29.39%），停工4年的新韩蔚1号机组于2022年12月投运，2023年1月韩国产业通商资源部在《第10次电力长期供需基本计划》中提出，到2030年核电在总发电量占比达32.4%（超越煤炭和天然气成为第一大电力来源）、到2036年占比达34.6%的目标。2023年6月韩国政府通过了新韩蔚3号和4号机组建设项目实施计划，预计将分别于2032年和2033年建成。

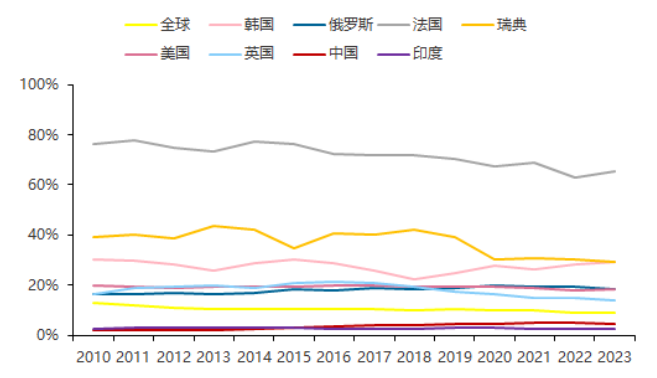
“一带一路”沿线国家：截至2024年1月，①印度（2023年核电发电量占比2.45%），在建核电反应堆容量6.03GW；②土耳其（2023年核电发电量占比0%），在建核电反应堆容量4.46GW；③埃及（2023年核电发电量占比0%），在建核电反应堆容量3.3GW；④俄罗斯（2023年核电发电量占比18.47%），在建核电反应堆容量2.7GW；⑤孟加拉（2023年核电发电量占比0%），在建核电反应堆容量2.16GW；⑥阿联酋（2023年核电发电量占比12.99%），在建核电反应堆容量1.31GW。

图5：我国核电发电量占比远低于发达国家及全球平均水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2010-2023年全球主要国家核电发电量占比



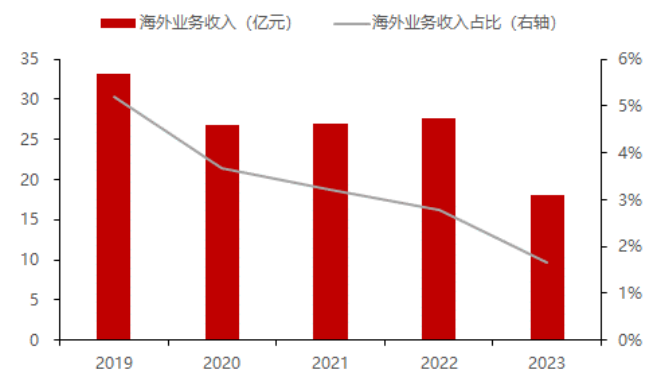
资料来源：wind，民生证券研究院

根据国家能源局规划，到 2030 年“一带一路”周边沿线国家将新建 107 台核电机组、新增核电装机合计 115GW，新增装机占除中国外世界核电市场的 81.4%。**核电出海，掘金“一带一路”市场：**

- 2021 年我国自主三代核电技术“华龙一号”海外首台机组落地巴基斯坦，2024 年 5 月通过最终验收；
- 2023 年 9 月，土耳其能源和自然资源部长在新闻发布会上表示，预计将与中核就建设 1 座新的核电站达成协议，若协议达成，中国将建造土耳其第三座核电站；
- 2024 年 6 月，中国同辐以“中核方案”赢得认可，成功中标孟加拉核农业研究院设计装源量百万居里伽马辐照站项目。

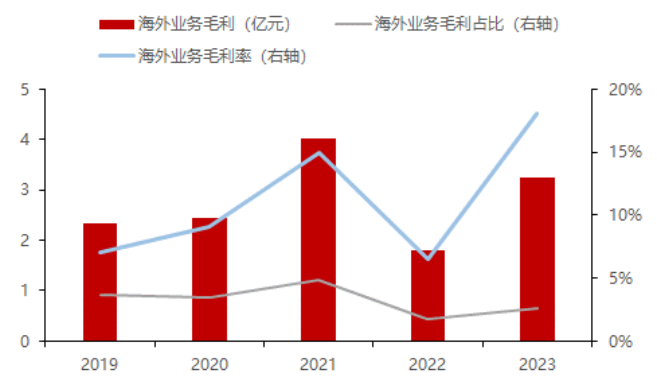
中国核建深入践行“一带一路”理念，坚持属地化实体化经营，深耕厚植巴基斯坦、东帝汶、阿联酋、乌兹别克斯坦等核心市场以及中东、东南亚等区域市场。2023 年公司海外收入 18.07 亿元，收入占比达 1.65%，海外毛利率 18.02%、高于公司整体毛利率 11.35%。“一带一路”沿线国家核电建设需求旺盛，公司跟随中国核电出海趋势明确。

图7：公司海外业务收入及占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司海外业务毛利及毛利率



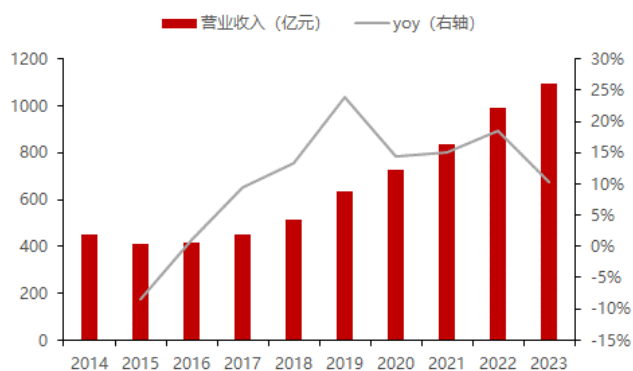
资料来源：wind，民生证券研究院

3 中国核建：核电工程建设步入高景气阶段，期待信用减值影响下降

2023 年公司收入结构为工业与民用工程占比 69%、核电工程 22%、其他主营业务 9%。2014-2023 年公司收入 CAGR 达 10.4%，其中：

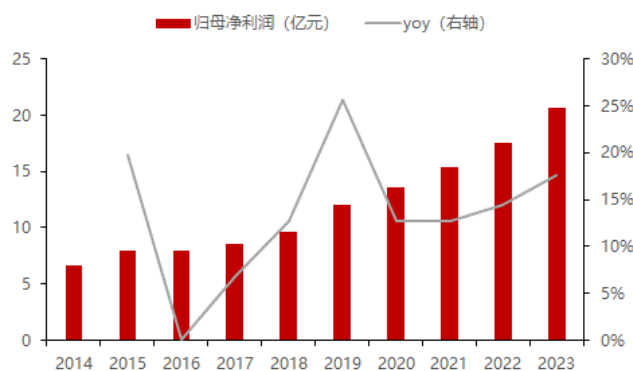
核电工程建设步入高景气阶段：核电工程从 2014 年的 119.22 亿元增长至 2023 年的 239.26 亿元，CAGR 达 8.0%，其中受核电批复影响、2014-2021 年核电工程业务未实现增长，2022 年核电工程业务收入 167.48 亿元、同比+40%，主因系核电工程建设逐步迎来高峰期，华龙一号福清核电 6 号机组、巴基斯坦卡拉奇 K3 及 ACPR-1000 红沿河 6 号机组正式商运。2023 年核电工程业务收入 239.26 亿元、同比+43%，在建 26 台核电机组均进展顺利，累计完成重大里程碑节点 26 个，6 台机组实现 FCD，7 台机组实现穹顶吊装，3 台机组实现冷试，2 台机组实现热试。

图9：2014-2023 年公司营收及 yoy



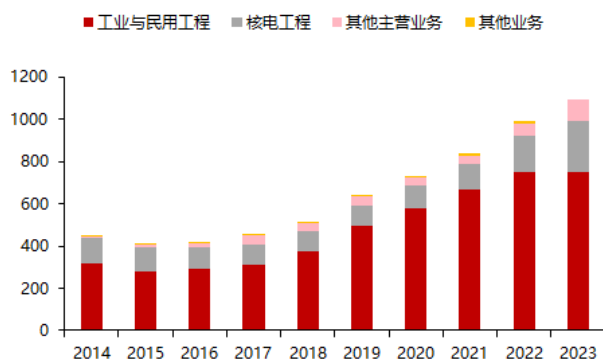
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2014-2023 年公司归母净利润及 yoy



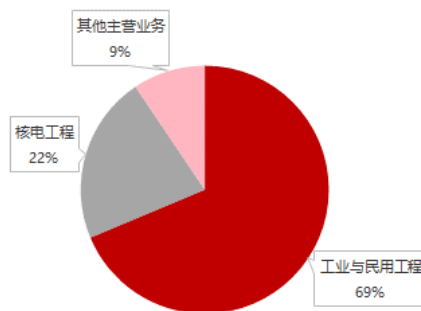
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2014-2023 年公司收入按业务拆分（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

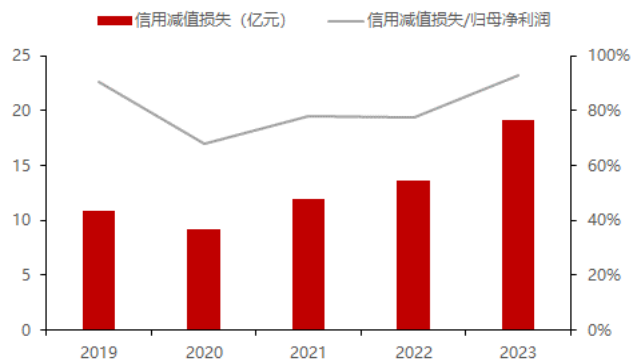
图12：2023 年公司各业务收入占比



资料来源：wind，民生证券研究院

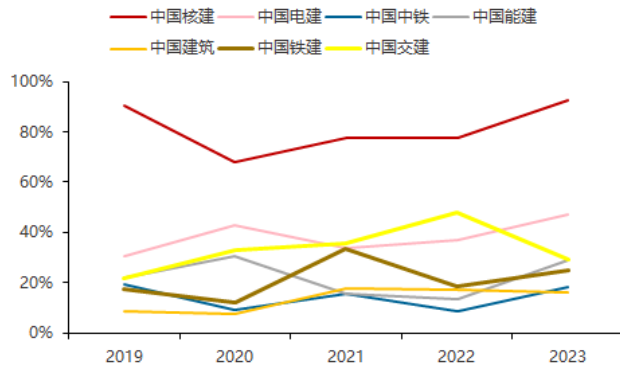
公司归母净利润受信用减值影响较大，2019-2023 年公司信用减值/归母净利润比重约在 70-90%之间，远高于其它建筑央企。2023 年公司信用减值 19.13 亿元。

图13：公司信用减值损失



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司信用减值损失/归母净利润的比例远高于其它建筑央企



资料来源：wind，民生证券研究院

表2：2023 年公司应收账款坏账计提比例

账龄	应收账款总额 (亿元)	坏账准备 (亿元)	计提比例
1年以内 (含1年)	209.56	3.15	1.5%
1-2年	89.90	7.10	7.9%
2-3年	58.64	6.35	10.8%
3年以上	76.66	31.58	41.2%
合计	434.75	48.19	11.1%

资料来源：wind，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设:

工业与民用工程: 2023 年公司工业与民用工程业务收入 751.23 亿元, 同比基本持平 (收入未实现增长, 预计主因系 2022 年公司工业与民用工程板块新签合同额 1010.26 亿元, 同比+0.68%)。2023 年公司工业与民用工程板块新签合同额 1122.37 亿元, 同比+11.1%, 有望保障未来板块收入。我们预计 2024-2026 年公司工业与民用工程业务收入分别为 796.31、836.12、869.57 亿元, 同比增速分别为 6%、5%、4%。考虑到目前宏观环境, 我们谨慎预计利润率略有下浮, 预计 2024-2026 年毛利率分别为 9.2%、9.0%、8.8%。

核电工程: 2023 年公司核电工程业务收入 239.26 亿元, 同比+43%。考虑到 2019 年起我国核电核准重启, 2019-2023 年我国核准的核电机组总共达 33 台, 而核电主体工程一般需 5 年时间, 因此我们预计 2024 年起核电资本开支加速上行, 预计 2024-2026 年公司核电工程业务收入分别为 287.12、341.67、401.46 亿元, 同比增速分别为 20%、19%、18%。盈利能力预计维持稳定, 预计 2024-2026 年毛利率均为 13.5%。

表3: 公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
工业与民用工程					
收入 (亿元)	752.27	751.23	796.31	836.12	869.57
YoY		-0%	6%	5%	4%
毛利率	8.21%	9.52%	9.20%	9.00%	8.80%
核电工程					
收入 (亿元)	167.48	239.26	287.12	341.67	401.46
YoY		43%	20%	19%	18%
毛利率	13.80%	13.49%	13.50%	13.50%	13.50%
整体					
收入 (亿元)	991.38	1093.85	1202.28	1310.91	1417.46
YoY		10%	10%	9%	8%
毛利率	10.07%	11.35%	11.25%	11.24%	11.24%
业绩					
归母净利润 (亿元)	17.77	20.63	24.05	28.19	32.37
YoY		16%	17%	17%	15%
归母净利润/收入	1.79%	1.89%	2.00%	2.15%	2.28%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

根据以上假设, 我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 1202.28、1310.91、1417.46 亿元, 同比增速分别为 10%、9%、8%, 2024-2026 年归母净利润分别为 24.05、28.19 和 32.37 亿元, 同比增速分别为 17%、17%、15%。

4.2 估值分析与投资建议

同行业可比上市公司包括中国能建（主营业务为能源电力行业基础设施建设）、中国电建（主营业务为能源电力行业基础设施建设）、中核科技（同为中核集团旗下上市公司，主营业务为核电机械）、中国核电（同为中核集团旗下上市公司，主营业务为核电）。A 股可比上市公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 13x、11x、10x，公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 10x、9x、8x，动态估值低于可比上市公司。

表4：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601868.SH	中国能建	2.13	0.21	0.24	0.27	10	9	8
601669.SH	中国电建	5.56	0.85	0.96	1.08	7	6	5
000777.SZ	中核科技	15.88	0.80	1.04	1.36	20	15	12
601985.SH	中国核电	10.25	0.61	0.67	0.71	17	15	14
	平均					13	11	10
601611.SH	中国核建	8.27	0.80	0.93	1.07	10	9	8

资料来源：wind，民生证券研究院

注：中国能建、中国电建、中核科技、中国核电数据采用 wind 一致预期（180 天），股价时间为 2024 年 6 月 19 日

投资建议：我们看好公司①国内核电建造龙头，有望充分受益本轮核电资本开支加速，②前期归母净利润受信用减值影响较大，潜在利润弹性大③全球核电发展趋势明确，中国核电掘金“一带一路”市场。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 24.05、28.19 和 32.37 亿元，现价对应动态 PE 分别为 10x、9x、8x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) **核电核准不及预期。**核电核准是核电项目启动的标志，核准后开工带动核电建造。如果后续国家核电核准政策有所变化、核电核准速度变慢，可能导致公司远期核电建造业务收入有所下降。

2) **核电出海不及预期。**清洁能源转型加速、同时国际能源市场波动不断的背景下，全球核电发展趋势明确，中国核电出海，掘金“一带一路”市场。但海外业务可能面临政策、地缘政治等方面风险，如果后续国内核电出海不及预期，可能导致公司海外业务收入增长不及预期。

3) **核电项目安全风险。**核电项目如果出现重大安全事故风险，行业可能面临行政处罚以及舆论风险，导致后续核电项目核准及开工速度变慢。

4) **信用减值风险。**公司归母净利受信用减值影响较大，2019-2023 年公司信用减值/归母净利比重约在 70-90%之间，远高于其它建筑央企。后续公司信用减值若持续维持较高比例，可能导致公司净利润释放节奏不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	109,385	120,228	131,091	141,746
营业成本	96,969	106,708	116,358	125,819
营业税金及附加	248	272	292	315
销售费用	44	48	52	57
管理费用	2,528	2,885	3,146	3,402
研发费用	2,875	3,366	3,802	4,252
EBIT	4,895	5,126	5,721	6,321
财务费用	2,072	2,023	2,039	2,054
资产减值损失	-196	0	0	0
投资收益	419	481	524	567
营业利润	3,059	3,583	4,206	4,834
营业外收支	34	31	31	31
利润总额	3,094	3,614	4,237	4,865
所得税	311	369	432	496
净利润	2,783	3,246	3,805	4,369
归属于母公司净利润	2,063	2,405	2,819	3,237
EBITDA	8,695	9,030	9,968	10,697

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,201	24,753	23,911	23,446
应收账款及票据	42,910	45,221	49,573	53,882
预付款项	4,498	4,950	5,398	5,837
存货	12,221	13,448	14,664	15,857
其他流动资产	65,916	72,395	78,431	84,490
流动资产合计	145,745	160,768	171,977	183,511
长期股权投资	3,080	3,561	4,086	4,653
固定资产	6,579	7,214	7,791	8,357
无形资产	32,025	31,979	31,783	31,578
非流动资产合计	69,590	70,679	71,300	72,179
资产合计	215,336	231,447	243,277	255,690
短期借款	17,978	17,978	17,978	17,978
应付账款及票据	57,453	63,223	68,940	74,546
其他流动负债	57,791	63,085	65,760	68,384
流动负债合计	133,222	144,286	152,678	160,907
长期借款	37,259	40,151	40,151	40,151
其他长期负债	6,376	6,043	6,043	6,279
非流动负债合计	43,635	46,194	46,194	46,430
负债合计	176,857	190,480	198,872	207,337
股本	3,019	3,018	3,018	3,018
少数股东权益	9,794	10,635	11,620	12,752
股东权益合计	38,479	40,967	44,405	48,353
负债和股东权益合计	215,336	231,447	243,277	255,690

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.34	9.91	9.04	8.13
EBIT 增长率	6.68	4.72	11.60	10.49
净利润增长率	16.07	16.59	17.23	14.82
盈利能力 (%)				
毛利率	11.35	11.25	11.24	11.24
净利率	1.89	2.00	2.15	2.28
总资产收益率 ROA	0.96	1.04	1.16	1.27
净资产收益率 ROE	7.19	7.93	8.60	9.09
偿债能力				
流动比率	1.09	1.11	1.13	1.14
速动比率	0.52	0.53	0.52	0.53
现金比率	0.15	0.17	0.16	0.15
资产负债率 (%)	82.13	82.30	81.75	81.09
经营效率				
应收账款周转天数	141.33	141.33	141.33	141.33
存货周转天数	46.00	46.00	46.00	46.00
总资产周转率	0.53	0.54	0.55	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.80	0.93	1.07
每股净资产	9.50	10.05	10.86	11.80
每股经营现金流	-0.10	2.29	2.00	2.23
每股股利	0.09	0.10	0.12	0.14
估值分析				
PE	12	10	9	8
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.97	9.60	8.70	8.11
股息收益率 (%)	1.05	1.25	1.47	1.69

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,783	3,246	3,805	4,369
折旧和摊销	3,801	3,905	4,248	4,376
营运资金变动	-10,969	-3,950	-5,651	-5,493
经营活动现金流	-315	6,907	6,034	6,717
资本开支	-3,097	-3,943	-4,078	-4,421
投资	596	-319	0	0
投资活动现金流	-2,470	-1,431	-3,938	-4,421
股权募资	174	-2	0	0
债务募资	6,222	2,356	0	0
筹资活动现金流	4,074	-924	-2,938	-2,761
现金净流量	1,264	4,552	-842	-465

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 2008-2023 年我国核电每年新核准机组数	4
图 2: 2010-2024 年我国核电投资额及 yoy	4
图 3: 秦山核电基地	5
图 4: 中核集团旗下上市公司	5
图 5: 我国核电发电量占比远低于发达国家及全球平均水平	7
图 6: 2010-2023 年全球主要国家核电发电量占比	7
图 7: 公司海外业务收入及占比	8
图 8: 公司海外业务毛利及毛利率	8
图 9: 2014-2023 年公司营收及 yoy	9
图 10: 2014-2023 年公司归母净利及 yoy	9
图 11: 2014-2023 年公司收入按业务拆分 (单位: 亿元)	9
图 12: 2023 年公司各业务收入占比	9
图 13: 公司信用减值损失	10
图 14: 公司信用减值损失/归母净利的比例远高于其它建筑央企	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 全球在建核电反应堆容量及核电反应堆数量 (截至 2024 年 1 月)	6
表 2: 2023 年公司应收账款坏账计提比例	10
表 3: 公司营收拆分-假设表	11
表 4: 可比公司 PE 对比	12
公司财务报表数据预测汇总	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026