

# 核电建设主力军，拥抱核电高景气

华泰研究

2024年8月05日 | 中国内地

首次覆盖

建筑施工

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

9.65

研究员

SAC No. S0570517080007  
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com  
+(86) 755 2266 0892

研究员

SAC No. S0570522030002  
SFC No. BSH293

黄颖

huangying018854@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570122100047

王玺杰

wangxijie@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

## 核电工程建设主力军，迎接行业景气东风

中国核建是我国核电工程建设的主力军，我们认为随着22年以来核电机组审批节奏加快，公司有望率先受益于行业高景气。我们预测24-26年公司归母净利润分别为24.3/28.3/32.7亿元，采用分部估值法，24年核电/工民建可比公司Wind一致预期均值15x/6xPE，给予核电工程24年16.93亿归母净利15xPE；考虑公司工民建业务仍有部分减值风险未释放，给予工民建及其他业务24年7.34亿归母净利5xPE。综合两块业务，我们给予公司24年目标市值291亿元，目标价9.65元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 核电景气度加速上行，核电工程有望率先受益

核能作为清洁、高效、稳定的能源形式，在保障能源安全、推动能源转型中发挥着重要作用。2019年我国核电恢复常态化审批，2021-2023年我国核电投资均保持20%以上的增速，5M24核电投资同比+26%延续高增。据中国核能协会预计，到2035年核能发电量在中国电力结构中的占比将达到10%左右，据此我们测算24-28年我国核电年均核准机组数量仍将保持在8-10台。核电工程作为产业链的前端，有望率先受益于核电审批及投资的加速，且由于核电产业的特殊性，核电工程建设市场为非完全竞争市场，尤其是在核岛建设领域具有较高的壁垒，其中中国核建具有领先优势。

## 核电工程订单及收入快速提升，有望改善公司盈利能力及现金流

2022年以来，随着核电机组核准加速，公司连续两年核电工程新签订单超380亿元，22/23年末核电工程在手未完成合同额同比增速分别达32.9%/52.3%，24Q1公司核电工程新签订单继续提速，新签/在手订单分别达119/956亿元，同比+133.1%/+58.0%。21-23年公司核电工程平均毛利率分别为14.4%，显著高于其他业务，我们测算23年公司核电工程净利润占比为60.7%，随着核电工程建设加速推进，我们预计24-26年公司核电工程收入分别为311/376/432亿元，同比增速分别为30.1%/20.9%/14.7%，核电工程占比持续提升有望带动公司整体盈利能力及现金流改善。

## 工民建业务结构优化叠加PPP项目进入运营期，应收减值风险有望缓解

2022-2023年公司信用减值损失分别为13.6/19.1亿元，应收账款减值的增加是影响公司利润的重要因素，我们中性假设测算24年公司按组合计提的应收账款减值为8.3亿元，相比23年减少2.3亿元，我们认为随着现金流较好的核电工程占比提升、工业和民用工程业务中房屋建设业务占比下降、PPP项目陆续进入运营期投入减少，公司应收账款减值风险有望趋缓。

风险提示：核电审批节奏不及预期、项目进度不及预期、应收账款风险。

## 经营预测指标与估值

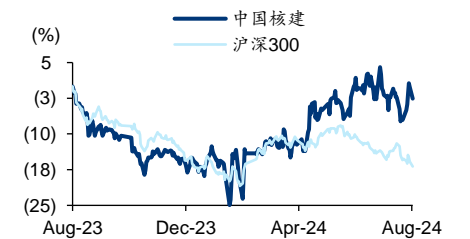
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	99,138	109,385	121,801	133,780	143,509
+/-%	18.42	10.34	11.35	9.83	7.27
归属母公司净利润(人民币百万)	1,755	2,063	2,427	2,832	3,272
+/-%	14.48	17.57	17.66	16.67	15.56
EPS(人民币,最新摊薄)	0.58	0.68	0.81	0.94	1.09
ROE(%)	7.71	7.67	8.15	8.82	9.40
PE(倍)	13.53	11.50	9.78	8.38	7.25
PB(倍)	0.95	0.83	0.77	0.71	0.65
EV EBITDA(倍)	10.92	9.37	10.54	10.22	9.82

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	9.65
收盘价(人民币截至8月5日)	7.88
市值(人民币百万)	23,731
6个月平均日成交额(人民币百万)	186.92
52周价格范围(人民币)	6.14-8.51
BVPS(人民币)	9.56

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 正文目录

核心观点及与市场不同之处 .....	4
核心观点.....	4
与市场不同之处.....	4
核电工程建设国家队，聚焦主业稳步发展 .....	5
核电景气度加速上行，核电工程有望率先受益 .....	10
工民建业务结构优化，PPP 项目陆续进入运营期 .....	19
盈利预测与估值：核电利润占比提升有望改善盈利.....	24
风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：公司股权结构（截至 24Q1） .....	5
图表 3：公司营收及同比增速 .....	6
图表 4：公司归母净利润及同比增速.....	6
图表 5：公司营收结构 .....	6
图表 6：公司新签合同及核电工程占比 .....	6
图表 7：公司毛利结构 .....	7
图表 8：公司分业务毛利率水平 .....	7
图表 9：公司期间费用率.....	7
图表 10：公司经营性净现金流 .....	7
图表 11：公司资产负债率与净负债率.....	8
图表 12：公司信用减值损失 .....	8
图表 13：2017-2023 年各公司毛利率对比 .....	8
图表 14：2017-2023 年各公司归母净利率对比 .....	8
图表 15：2017-2023 年各公司 ROE（摊薄）对比.....	9
图表 16：2019-2023 年各公司信用减值损失/归母净利润对比 .....	9
图表 17：2017-2023 年各公司固定资产周转率对比.....	9
图表 18：2017-2023 年各公司存货周转率对比 .....	9
图表 19：核电与其他电源类型对比 .....	10
图表 20：不同类型电源 2023 年平均利用小时数 .....	11
图表 21：我国发电量/用电量及同比增速 .....	11
图表 22：我国核电发电量及其同比增速/占比.....	11
图表 23：我国核电累计/新增装机及同比增速.....	12
图表 24：我国核电在运/在建机组 .....	12
图表 25：我国每年新增核准核电机组数量 .....	12
图表 26：我国核电投资及同比增速 .....	12
图表 27：中国核电年度计划投资额 .....	13
图表 28：核电机组示意图.....	13

图表 29: 典型三代核电机组造价构成.....	14
图表 30: 核电工程投资构成.....	14
图表 31: 民用核安全设备持证单位信息 (截至 23 年 6 月 30 日) .....	14
图表 32: 在运核电机组核岛安装及土建工程市场份额 .....	15
图表 33: 在建核电机组核岛土建工程市场份额 .....	15
图表 34: 在运及在建核电机组常规岛安装工程市场份额 (2015) .....	15
图表 35: 在运及在建核电机组常规岛土建工程市场份额 (2015) .....	15
图表 36: 中国核建核电工程收入.....	16
图表 37: 中国核建核电工程收入增速与核电投资增速及占比 .....	16
图表 38: 中国核建核电工程新签订单及在手订单 .....	16
图表 39: 中国核建核电工程收入与订单转化率 .....	16
图表 40: 核电站建设流程图.....	17
图表 41: 截至 2023 年底我国在建机组一级里程碑完成时间点.....	17
图表 42: 海外主流国家核能政策反转, 支持持续走强 .....	18
图表 43: 中国核电建设海外项目情况.....	18
图表 44: 中国核建工业与民用工程收入及同比增速.....	19
图表 45: 中国核建工业与民用工程毛利率及毛利占比 .....	19
图表 46: 中国核建工业与民用工程新签/在手订单及订单收入比.....	20
图表 47: 中国核建工业与民用工程在执行未完成订单结构 .....	20
图表 48: 中国核建在手 PPP 项目及进入运营期项目 .....	20
图表 49: 中国核建 PPP 项目合同总金额 .....	20
图表 50: 中国核建在手 PPP 项目及进入运营期项目 .....	21
图表 51: 中国核建 PPP 项目合同总金额 .....	21
图表 52: 中国核建在手 PPP 项目区域分布 (截至 2023 年) .....	21
图表 53: 中国核建在手 PPP 项目类型 (截至 2023 年) .....	21
图表 54: 中国核建资产减值损失结构.....	22
图表 55: 中国核建信用减值损失结构.....	22
图表 56: 中国核建应收账款组合计提比例 .....	22
图表 57: 中国核建应收账款单项计提账面余额及计提比例.....	22
图表 58: 中国核建应收账款账龄结构.....	23
图表 59: 中国核建其他应收款账龄结构 .....	23
图表 60: 中国核建 2024 年按组合计提应收账款测算 .....	23
图表 61: 中国核建核电工程收入预测.....	24
图表 62: 中国核建工业与民用工程收入预测.....	24
图表 63: 中国核建期间费用率预测 .....	25
图表 64: 中国核建分部利润预测 .....	25
图表 65: 中国核建股价复盘 .....	26
图表 66: 可比公司估值表 (2024/08/05) .....	27
图表 67: 中国核建 PE-Bands .....	27
图表 68: 中国核建 PB-Bands .....	27

## 核心观点及与市场不同之处

### 核心观点

**核电景气度加速上行，核电工程竞争格局优异，有望率先受益。**2021 年我国《政府工作报告》明确提出，在确保安全的前提下积极有序发展核电，政策导向积极带动我国核电进入新的发展阶段，我国核电投资自 2019 年起恢复增长（2020 年受疫情等影响有所下滑），2021-2023 年均保持 20% 以上的增速，2023 年核电投资达 949 亿元，创近 15 年以来新高。核电工程作为产业链的前端，有望率先受益于核电审批及投资的加速，且由于核电产业的特殊性，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，尤其是在核岛建设领域具有较高的壁垒，中国核建在核岛建设领域具有领先优势，截至 23 年底国内已投运的 55 台核电机组中，中国核建在核岛土建及安装的市占率超过 90%。

**核电工程收入占比快速提升有望改善公司盈利能力及现金流。**公司作为全球唯一一家连续近 40 余年不间断从事核电建设的领先企业，承建了国内已建和在建的绝大多数核电站机组的核岛工程建设。2022 年以来，随着核电机组核准加速，公司连续两年新签核电工程订单超 380 亿元，22/23 年末核电工程在手未完成合同额同比增速分别达 32.9%/52.3%，24Q1 公司核电工程新签订单继续提速，新签/在手订单分别达 119/956 亿元，同比 +133.1%/+58.0%。随着 22 年开始核电站审核提速（19-21 年分别为 6/4/5 台，22-23 年均 10 台），考虑核电工程建设周期为 5 年左右，若 24-25 年仍保持每年 8-10 台的核准数量，我们预计 24-26 年公司将有较多的核电建设工程在建，收入确认有望迎来高峰期。2021-2023 年公司核电工程平均毛利率分别为 14.4%，显著高于公司其他业务，因此其利润占比高于其收入占比；同时核电工程有 10% 预付款且按月结算进度款，收款质量相对较好，因此核电工程占比持续提升有望带动公司整体盈利能力及现金流改善。

**工民建业务结构优化，PPP 项目陆续进入运营期。**公司充分发挥在核电工程建设领域积累的经验和技术，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。2011-2023 年公司工业与民用工程收入由 121 亿元增长至 751 亿元，期间 CAGR+16.4%，高于公司总收入年复合增速（13.2%）。从业务结构看，公司工业与民用工程在手订单中房屋建筑占比由 2021 年的 79% 下降至 24Q1 的 44%，其他类型包括石化工程、电力工程等项目占比由 2021 年的 12% 提升至 24Q1 的 32%，业务的多元化发展及订单结构优化有望为公司带来更大的成长空间。同时，截至 2023 年底，公司在手控股 PPP 项目合同总金额约 527 亿元，已完成投资约 383 亿元，随着 PPP 项目陆续进入运营期，公司资本支出压力有望减小，毛利率和现金流有望进一步改善。

### 与市场不同之处

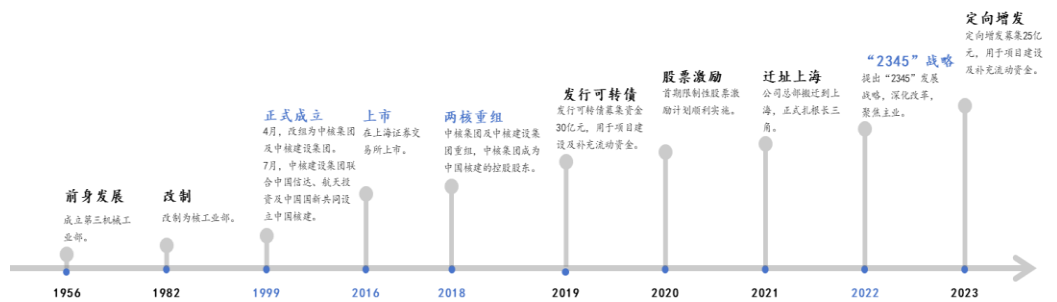
市场直观上认为公司核电工程收入占比较低受核电景气影响较小，但我们测算公司核电工程实际利润占比较高。由于核电工程毛利率较高，因此核电工程的毛利占比高于其收入占比，同时考虑核电工程收款质量较好，我们假设公司所有单项计提的应收账款减值及账龄 3 年以上的应收账款组合计提减值均来自于工业与民用工程，而其他减值及费用均按收入占比分摊，测算 2023 年公司核电工程净利润占比为 60.7%，2026 年有望持续提升至 73.8%，因此我们认为公司作为核电工程建设的主力军，市占率较高，有望充分受益于核电景气。

市场担心公司应收账款压力较大，风险仍未完全释放，我们通过应收账款账龄以及公司业务结构分析认为公司减值风险有望趋缓。应收账款减值的增加是影响公司利润的重要因素，我们根据公司过去三年的应收账款结构计算其未回收率，中性假设下，我们以 2022-2023 年的未回收率平均值为基础测算公司 2024 年的应收账款结构，并根据公司计提准则计算 2024 年公司按组合计提的坏账准备，测算 2024 年按组合计提的坏账为 8.3 亿元，相比 2023 年减少 2.3 亿元。同时，随着现金流较好的核电工程占比提升、工业和民用工程业务中房屋建设占比下降、PPP 项目陆续进入运营期投入减少，我们预计公司应收账款质量以及现金流有望持续改善，应收账款减值风险有望趋缓。

## 核电工程建设国家队，聚焦主业稳步发展

**核电工程建设主力军，历史文化底蕴深厚。**中国核建是我国核工程建设的主要依托力量，见证了我国核工业创建、发展、壮大的全过程，为我国核工业的发展和“两弹一艇”的丰功伟绩做出了重大贡献。整体来看，公司发展分为三个大致阶段：1) 前身发展 (1956-1999)：自 1955 年我国决策发展原子能工业起，核工业建设队伍经历多次重大变革。1956 年成立第三机械工业部，负责核工业及核武器开发。1982 年，公司改制为核工业部。2) 上市筹备 (1999-2016)：1999 年 4 月，公司再次改组为中国核工业集团公司和中国核工业建设集团公司。同年 7 月，公司正式成立，是中央直接管理的国有重要骨干企业，是经国务院批准的国家授权投资机构和资产经营主体。3) 上市至今 (2016-至今)：2016 年 6 月 6 日，中国核建成功在 A 股市场挂牌上市，开启了中国核建品牌价值提升的新征程。2018 年 1 月，经国务院批准，中核建设集团与中核集团实施战略重组，由此开启企业发展新篇章。2020 年，公司首期限限制性股票激励计划顺利实施。2022 年，公司提出“2345”发展战略，深化改革，聚焦主业，推动公司向经营型转型。

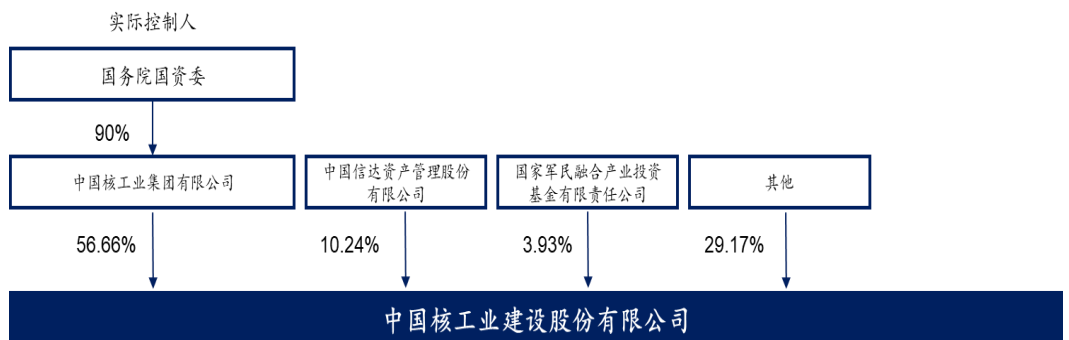
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、华泰研究

**背靠中核集团，股权结构较为集中。**公司控股股东是中核集团，截至 24Q1 持股比例达 56.7%，实际控制人为国务院国资委。中核集团是经国务院批准组建、中央直接管理的国有重要骨干企业，是我国核能发展与核电建设的中坚、核技术应用的骨干，拥有完整的核科技工业体系，拥有先进核能利用、工程建设、核环保、装备制造、金融投资等核心产业以及核产业服务、新能源、贸易、健康医疗等市场化新兴产业，形成了高水平的核工业创新链和产业链。截至 24H1 中核集团旗下拥有 7 家上市公司，包括中国核电、中核国际、中国同辐、中国核建等，公司是集团旗下唯一工程建设上市主体。

图表2：公司股权结构（截至 24Q1）

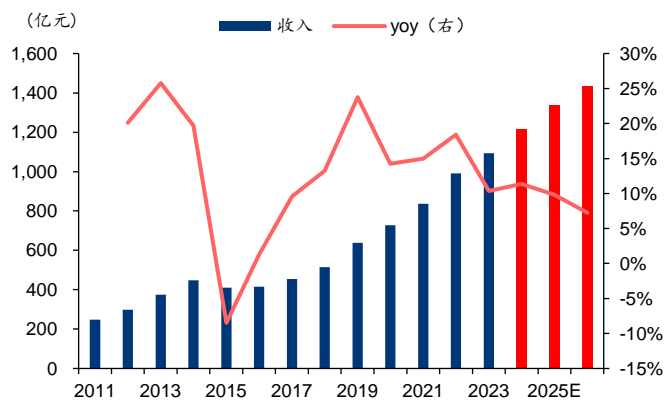


资料来源：Wind、华泰研究

收入和归母净利润稳步增长，2020年后核电工程收入占比持续提升。2011-2023年，公司收入/归母净利润分别由247.9/3.9亿元增长至1093.9/20.6亿元，CAGR分别达到13.2%/15.0%，其中除2015年收入受宏观经济等因素影响出现下滑，其余年份收入及归母净利润均维持增长。24Q1公司收入/归母净利润为290.4/5.8亿元，同比+0.4%/+9.6%，延续增长趋势。从新签合同看，2017年以来公司新签合同维持增长，24年前6月公司新签合同766亿元，同比+17.1%。

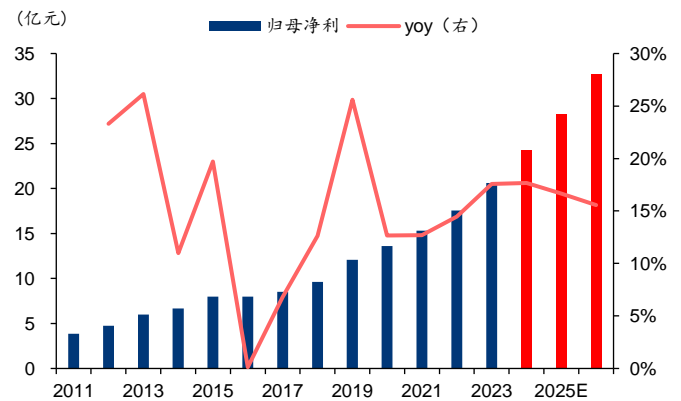
营收结构方面，受2011-2018年核电审批停滞等影响，公司致力于延伸在核电工程建设中形成的强大能力和建设经验，积极承揽大型复杂工业和民用工程建设业务，工业与民用工程成为公司营收占比最大的业务，由2011年的48.8%最高增长到2021年的80.0%，2023年工民建业务收入达到751.2亿元，收入占比68.7%；随着核电审批重启，2020后核电工程收入占比持续回升，2023年核电工程业务收入239.3亿元，占比达21.9%。

图表3：公司营收及同比增速



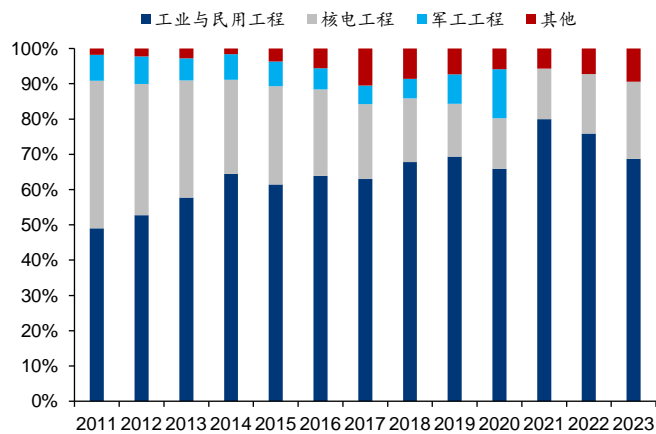
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究预测

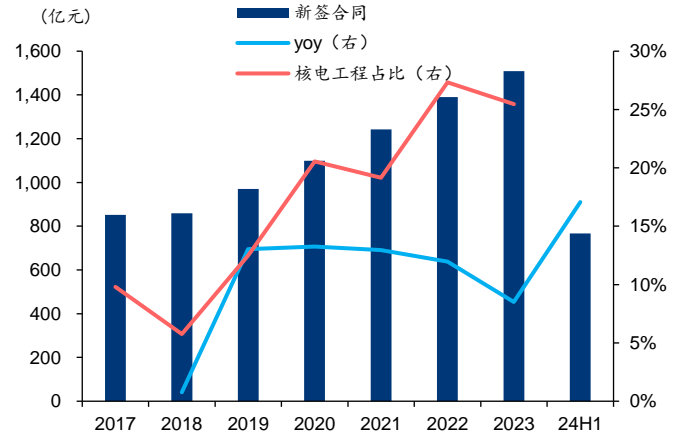
图表5：公司营收结构



注：2021年起军工业务并入工业与民用工程业务

资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：公司新签合同及核电工程占比

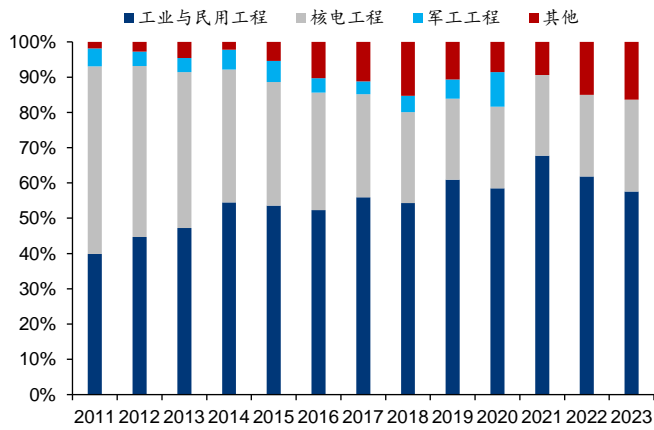


资料来源：公司公告、华泰研究

核电工程毛利率领先，整体毛利率稳中有升。公司毛利结构变化趋势与营收结构基本一致，但由于核电工程毛利率明显高于工业与民用工程业务，因此虽然工业与民用工程仍为毛利占比最高的业务，但其毛利占比低于收入占比，而核电工程毛利占比则高于收入占比。2023年公司工业与民用工程/核电工程毛利占比分别为58%/26%。

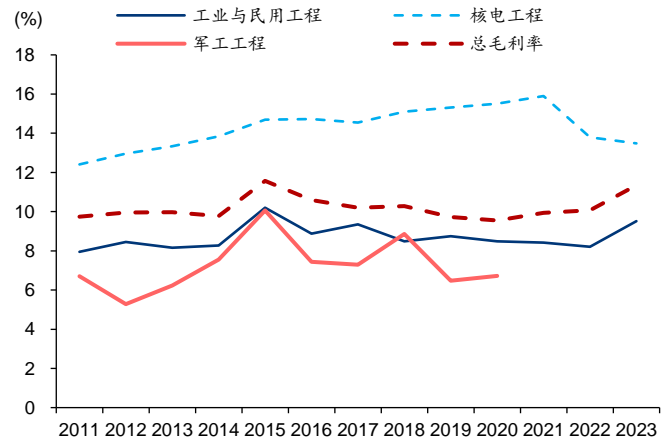
毛利率方面，2011-2020 年公司整体毛利率基本维持在 9%-10%之间（除 2015 年较高达 11.6%），2021 年以来随着高毛利率的核电工程占比提升以及公司投建的 PPP 项目稳步进入运营期，公司毛利率有所提升，2023 年达 11.4%。具体来看，2023 年公司核电工程/工业与民用工程毛利率分别为 13.5%/9.5%，其中核电工程由于其高壁垒盈利能力较强，2013 年以来毛利率维持在 13%以上，2021 年最高达 15.9%，2022 年以来由于劳务成本上升及原材料价格波动，毛利率水平有所下滑；工业与民用工程毛利率受业务结构及订单确认节奏影响毛利率相对有所波动，但 2012 年以来均维持在 8%以上。

图表7：公司毛利结构



注：2021 年起军工业务并入工业与民用工程业务  
资料来源：公司公告、华泰研究

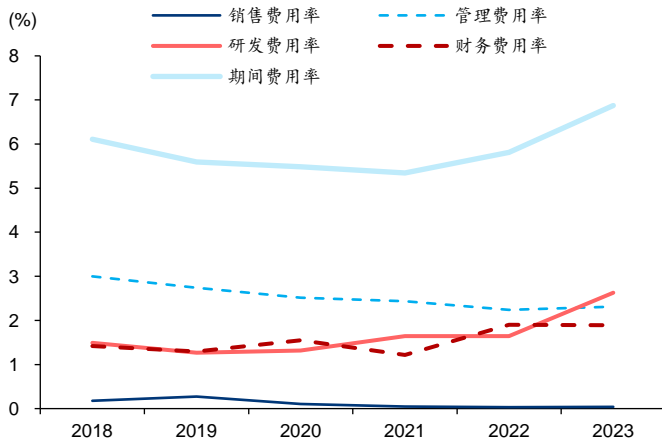
图表8：公司分业务毛利率水平



资料来源：公司公告、华泰研究

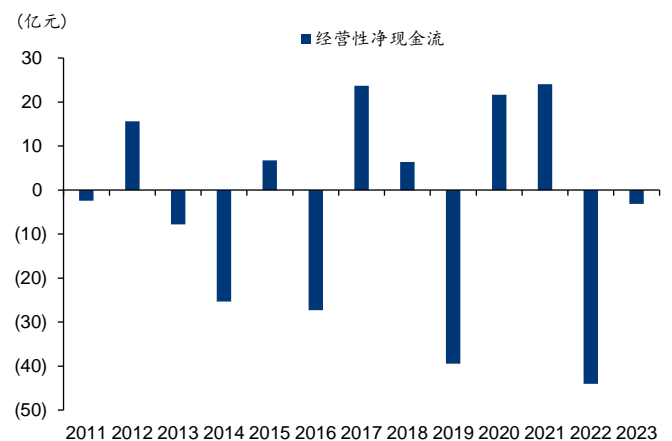
研发费用率逐年上升，经营性净现金流波动较大。2021 年以来公司期间费用率逐年上升，2023 年达到 6.9%，主要系研发费用率和财务费用率分别从 2020 年的 1.6%/1.2%提升到 2023 年的 2.6%/1.9%，而公司的管理费用率整体则呈逐年下降趋势，由 2018 年的 3.0%下降至 2023 年的 2.3%。经营性现金流方面，公司经营性净现金流受项目周期影响波动较大，其中 2021 年开始核电工程项目开工加速，公司合同负债（预付款）明显增加，经营活动产生的现金流量净额达到 24 亿元，虽然 2022 年工程款支付增加导致净流出 44 亿元，但随着核电工程占比提升及公司加大对项目结算回款工作力度，2023 年经营性现金流净流出收窄至 3 亿元。由于核电工程作为国家重点项目，有预付款且基本不存在工程进度款拖欠情况，工程款按月支付回收相对有保证，核电工程施工业务的现金流较为稳定，随着核电工程业务占比提升，有望对公司经营性现金流产生正向影响。

图表9：公司期间费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

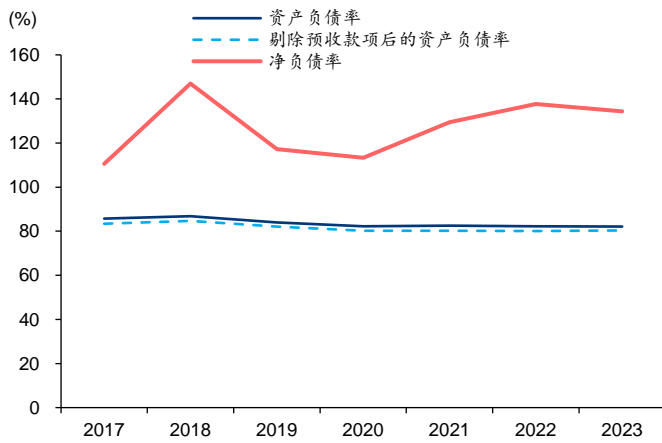
图表10：公司经营性净现金流



资料来源：公司公告、华泰研究

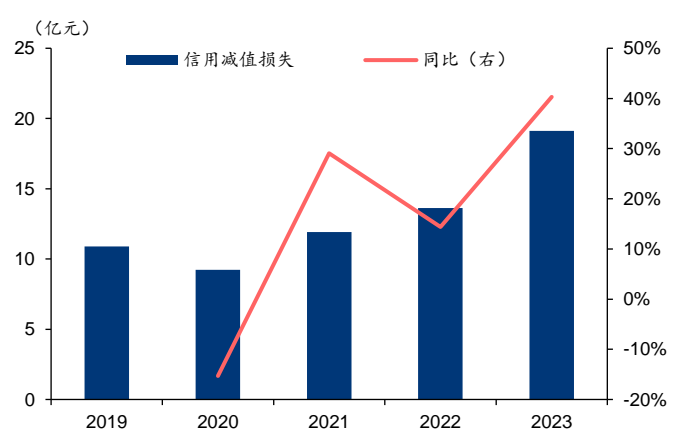
资产负债率缓慢下降，近年信用减值损失较多。公司资产负债率处于较高水平，但近年来呈缓慢下降趋势，从2017年的85.7%下降至2023年的82.1%；另一方面，2020-2023年公司净负债率由113.3%上升至134.4%，主要系长期借款由235.7亿元增长至372.5亿元，其中有部分来自于以PPP项目收款权为质押的质押借款。受工民建业务回款周期变长及部分客户出现风险（单项计提）等影响，2020年以来公司信用减值损失持续增大，其中2023年信用减值损失19.1亿元，同比+40.3%，占公司总收入的1.7%，是公司归母净利润的92.7%，信用减值损失对公司归母净利润影响较大。

图表11：公司资产负债率与净负债率



注：净负债率由净有息负债/总权益计算得出  
资料来源：公司公告、华泰研究

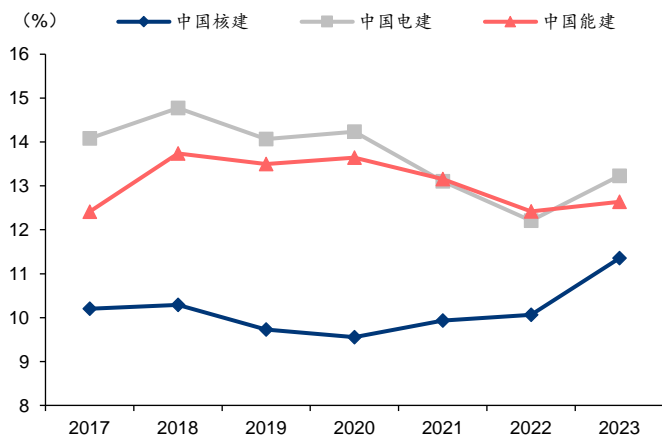
图表12：公司信用减值损失



资料来源：公司公告、华泰研究

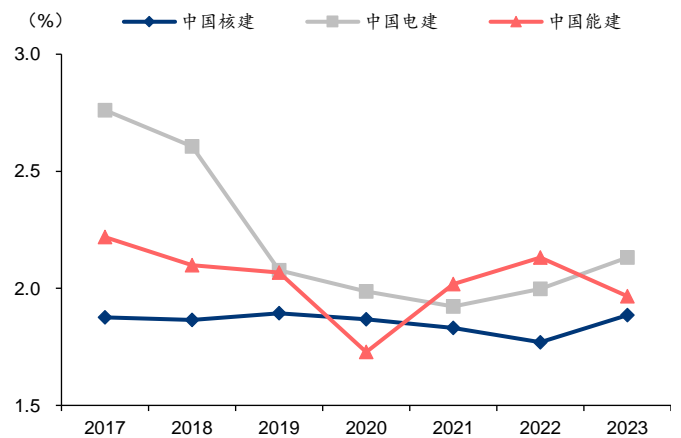
同行对比：ROE及固定资产周转率领先，毛利率/归母净利率差距缩小。与中国电建、中国能建两家电力工程同行相比，公司以核电工程为主，而其他两家核电工程部分占比较小，且仅参与少量常规岛建设。财务指标对比上，公司ROE（摊薄）及固定资产周转率高于其他两家公司但整体毛利率和归母净利率相对较低，主要系其他两家均有装备制造及电力运营等高毛利率业务，其中中国电建2022年置出房地产开发业务后存货大幅减少，因此存货周转率相比2021年及之前明显提升。由于公司工程业务占比高于其他两家公司，信用减值损失占比相对较高，但2020年后随着毛利率提升，公司与其他两家盈利能力差距有所减小。

图表13：2017-2023年各公司毛利率对比



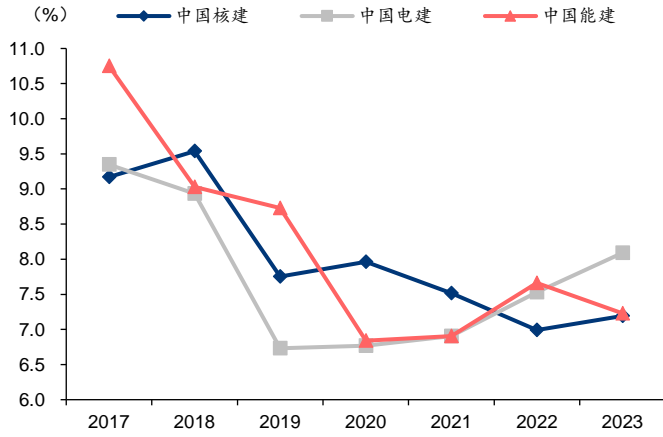
资料来源：公司公告、华泰研究

图表14：2017-2023年各公司归母净利率对比



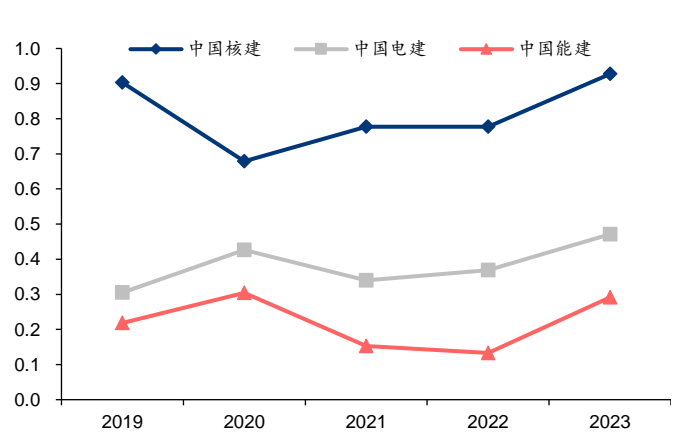
资料来源：公司公告、华泰研究

图表15: 2017-2023年各公司ROE(摊薄)对比



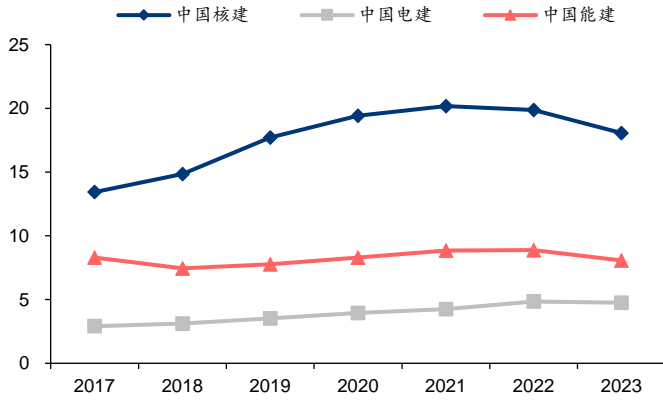
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表16: 2019-2023年各公司信用减值损失/归母净利润对比



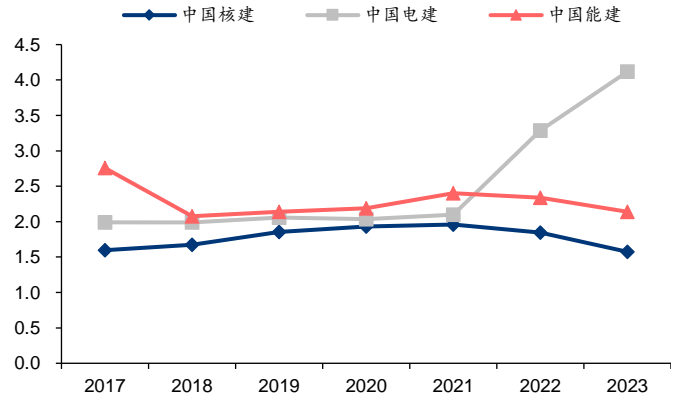
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表17: 2017-2023年各公司固定资产周转率对比



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表18: 2017-2023年各公司存货周转率对比



资料来源: 公司公告、华泰研究

## 核电景气度加速上行，核电工程有望率先受益

核电是核能最高级的利用，有望解决“能源不可能三角”。核电是一种利用核反应堆中核裂变产生的热量来产生蒸汽，进而驱动涡轮机发电的能源形式。核电的特点在于极高的能量密度，意味着较小体积的核燃料可以产生巨大的能量；具有较高的发电小时数，通常可达 7000 小时以上，能够提供稳定的基荷电力；在能源安全方面，核电减少了对化石燃料的依赖，提高了能源供应的独立性和安全性；环境影响方面，核电站在运行期间不产生温室气体排放，有利于减少大气污染和应对气候变化，但同时需要妥善处理和管理放射性废物；经济效益上，尽管核电站的初始建设成本较高，但其长期运营成本较低，且燃料成本相对稳定，具有较好的长期经济性。

图表19：核电与其他电源类型对比

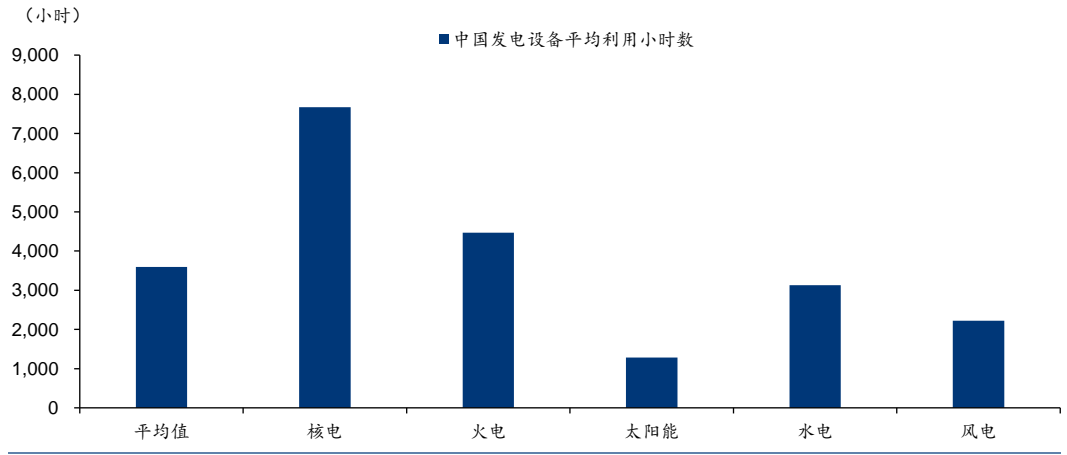
	核电	水电	风电	太阳能发电	火电(主要指煤电)
能量密度	极高,核燃料的能量密度远高于其他传统能源	高,但受水资源分布和季节性变化的影响	相对较低,受地理位置和气候条件影响较大	受地理位置和日照时间影响,总体较低	相对较低
能源安全	可提供稳定的基荷电力	-	-	-	依赖于煤炭供应
环境影响	不产生温室气体排放,但会产生放射性废物,需要长期安全储存	较小	较小	相对清洁,但生产光伏板过程中可能产生污染	产生温室气体和其他大气污染物排放
经济效益	虽然初始建设成本高,但运行和维护成本较低,长期来看经济效益较好	建设和维护成本较高,但运行成本较低	较高	初始投资相对较高	建设成本相对较低,但运营成本受燃料价格波动影响

资料来源：中国能源大数据报告、华泰研究

核电是新型电力系统安全稳定运行的重要支撑，有望在保障国家能源和电力安全方面发挥重要作用。由于波动性、间歇性特征决定了风电、光伏等可再生能源无法提供与其装机容量相当的保障力，大规模新能源发电接入电力系统将带来的消纳及稳定性挑战，而核电作为高效稳定、不受自然条件制约的大型支撑性低碳能源，有望在保障能源安全、推动能源转型、助力碳达峰碳中和及气候目标实现中发挥着重要作用。与火电和水电类似，核电可以提供电力系统安全稳定运行所需的转动惯量，提高电网供电的安全性和可靠性；同时，核电具备一定的负荷调节能力、能够与风电、光伏等可再生能源协同发展。

与其他清洁能源相比，核电的稳定性优势更加明显：**1) 运行稳定且利用小时显著高于其他电源：**与其他清洁能源相比，核电很少受天气、季节或其他环境条件的影响，除 12-18 个月核电站换料一次外，平时几乎都处于基荷运行。高稳定性带来较高的利用小时数，核电的利用小时数显著高于其他电源；**2) 上网电价较为稳定：**核电上网电价主要包含计划电价与市场电价，计划电价由发改委批准，较为稳定；市场电价则与火电上网电价有一定相关性，2021 年之前处于折价状态，随火电市场化电价上涨，2022 年核电市场化电价同比有所提升，但由于像广东、浙江、广西等省份均有市场化交易电价部分回收机制，即便核电的市场化电价 2022-2023 年同比有所上涨，但多数也是向核电计划电价回归；**3) 度电营业成本较为稳定：**2019-2022 年中国核电度电成本稳定在 0.20 元/千瓦时左右，其中度电核燃料/人工/折旧/其他成本多数年份基本维持在 4.5/2.5/7.2/4 分钱左右，度电乏燃料处理费和机组投产时间结构有关，机组投产 5 年后乏燃料处理费为度电 2.6 分。

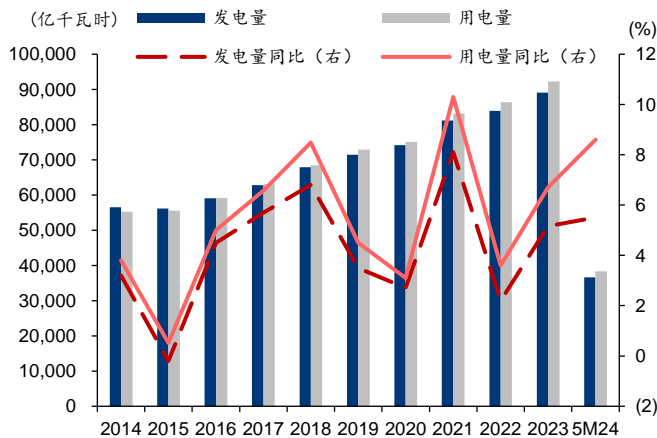
图表20: 不同类型电源 2023 年平均利用小时数



资料来源: Wind、华泰研究

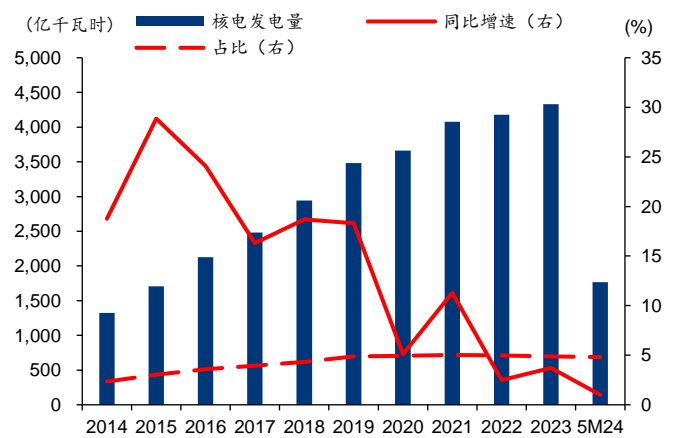
双碳目标下清洁电力需求稳步增长，我国核电发电占比有望逐步提升。电力行业是国家经济发展的重要支撑，我国经济稳中向好带动电力需求稳步增长，同时在双碳目标下清洁电力的需求及占比有望进一步提升。据国家统计局，2023 年我国发电量/用电量分别为 8.9/9.2 万亿千瓦时，同比+5.2%/+6.7%，2014-2023 年期间 CAGR 分别为+5.2%/+5.9%；其中核电发电量由 2014 年的 1325 亿千瓦时增长至 2023 年的 4333 亿千瓦时，期间 CAGR 为 +14.1%，核电发电量占比由 2014 年的 2.4%提升至 2023 年的 4.9%，近五年占比均稳定在 5%左右。我们认为随着核电机组的核准和建设加速推进，核电发电量占比有望逐步提升，据 2024 年发布的《中国核能发展报告 2024》预计，到 2035 年核能发电量在中国电力结构中的占比将达到 10%左右，到 2060 年核电发电量占比将达到 18%左右。

图表21: 我国发电量/用电量及同比增速



资料来源: 国家统计局、华泰研究

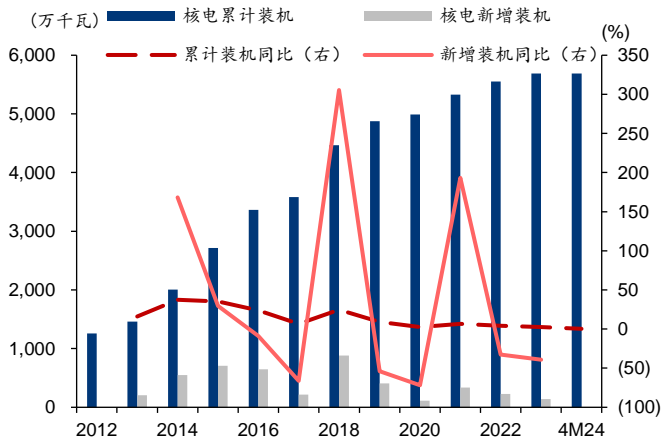
图表22: 我国核电发电量及其同比增速/占比



资料来源: 国家统计局、华泰研究

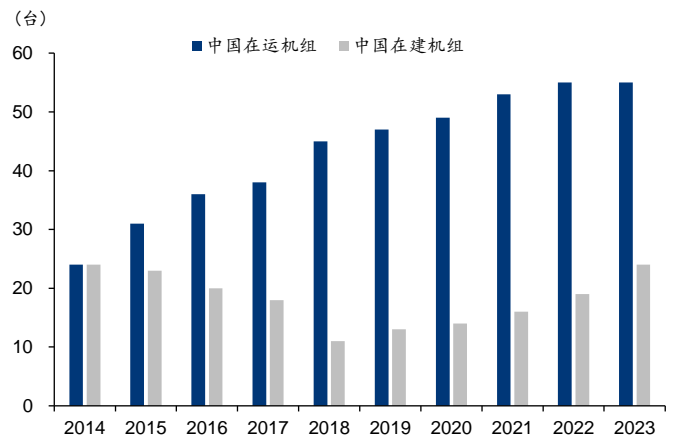
核电政策导向积极，核电装机有望持续增长。2021 年我国《政府工作报告》明确提出，在确保安全的前提下积极有序发展核电，为近十年来政策中首次提到“积极”，国家重新将核电作为一种达峰主力能源发展，为核电发展营造了新的政策机遇。据国家能源局，截至 5M24，我国核电累计装机量达 5691 万千瓦，而据 2022 年发布的《中国核能发展报告 2021》预计，到 2025 年我国核电在运装机达 7000 万千瓦左右，在建约 5000 万千瓦；到 2030 年核电在运装机容量达到 1.2 亿千瓦，而 2022 年发布的《“十四五”现代能源体系规划》中再次提出要求到 2025 年我国核电运行装机容量达 7000 万千瓦左右。据中国核能行业协会，我国核电在运机组由 2014 年的 24 台增长至 2023 年的 55 台，而在建机组于 2018 年触底后持续回升，2023 年达 24 台。在国家政策的积极推动下，核电机组建设稳步推进，核电装机量有望持续增长。

图表23: 我国核电累计/新增装机及同比增速



资料来源: 国家能源局、华泰研究

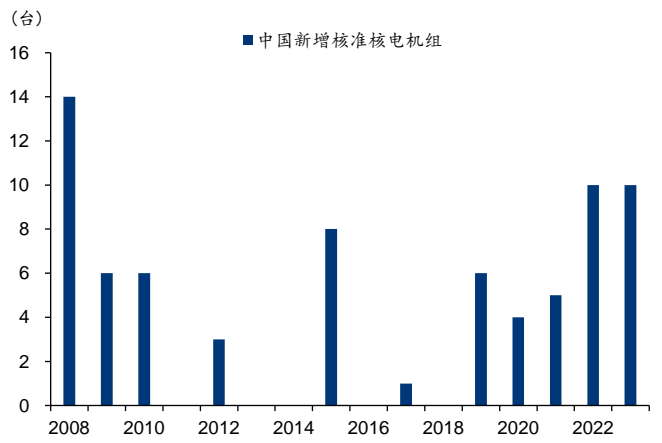
图表24: 我国核电在运/在建机组



资料来源: 中国核能行业协会、华泰研究

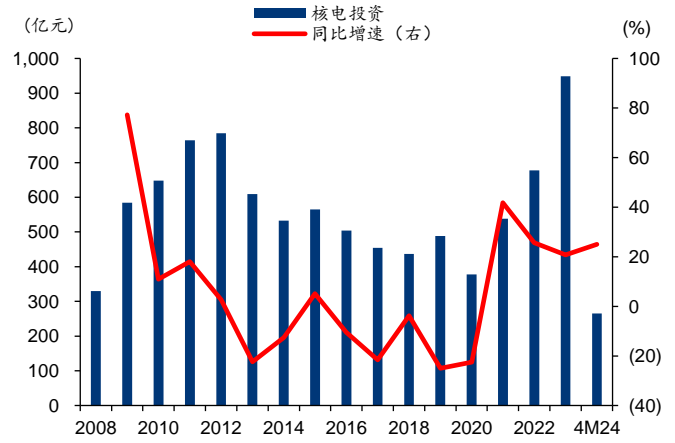
**新增核准有望提速, 核电投资持续高增。**我国核电发展存在一定的周期性, 2011年日本福岛核事故后, 国内核电机组审批进入间断状态, 除2015年核准8台外, 2013-2018年基本零审批。而2019年以来, 核电新增机组审批渐有“常态化审批”迹象, 2019-2021年每年新增审批4-6台机组, 并在2022-2023年进一步提高至每年新增审批10台机组, 核电新增装机进入实质性增加阶段。伴随着新增核准机组的陆续开工, 我国核电投资自2019年起恢复增长(2020年受疫情等影响有所下滑), 2021-2023年均保持20%以上的增速, 2023年核电投资达949亿元, 创近15年以来新高。据国家能源局, 2024年1-4月我国核电投资265亿元, 同比+25%, 继续保持高速增长。而作为我国核电的主要投资及运营商, 中国核电公告2024年公司年度计划投资额达1216亿元, 同比+52%, 创历史新高。参考华泰能源转型团队报告《全球核电再启动, 铀矿“十年等一回”》(240510), 我们预计2024-2028年有望延续每年8-10台的核准速度。

图表25: 我国每年新增核准核电机组数量



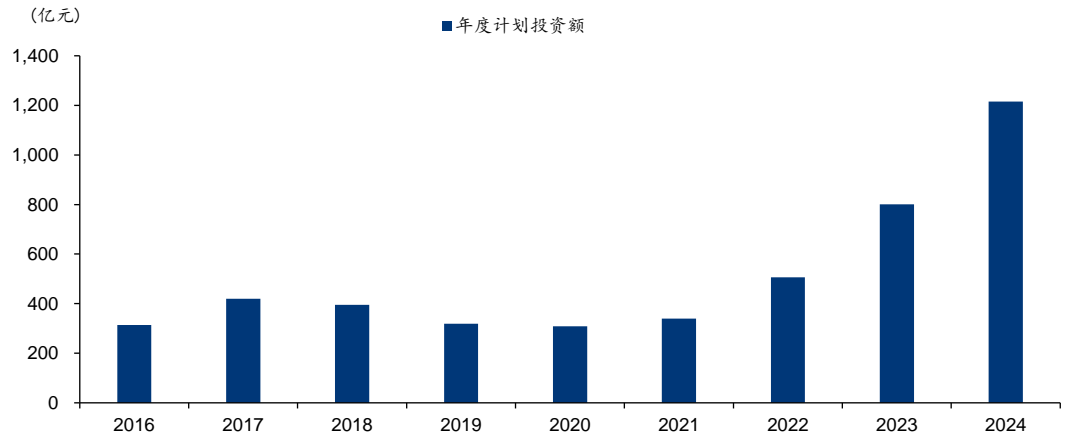
资料来源: 中国核能行业协会、华泰研究

图表26: 我国核电投资及同比增速



资料来源: 国家统计局、华泰研究

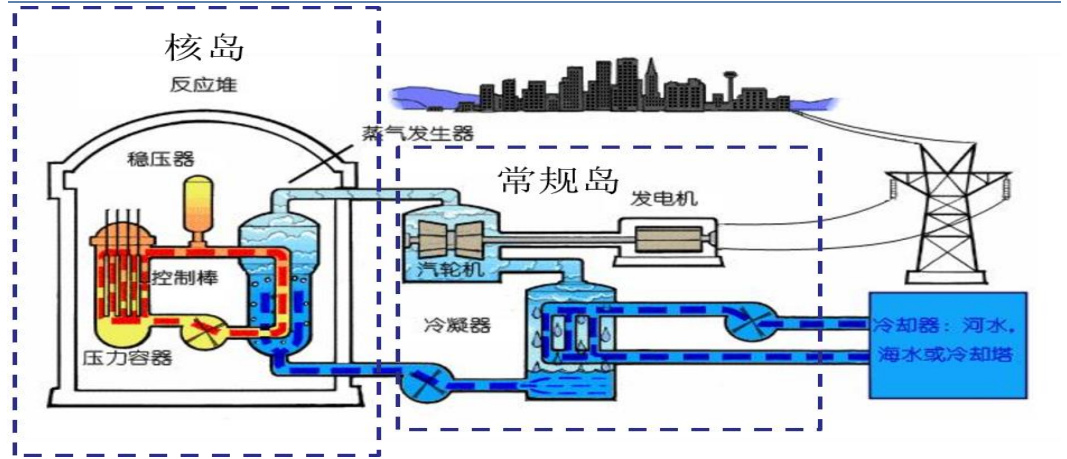
图表27：中国核电年度计划投资额



资料来源：公司公告、华泰研究

**核电建设周期较长，核电工程公司有望率先受益。**核电站的主要原理是以核反应堆来代替火电站的锅炉，以核燃料在核反应堆中发生特殊形式的“燃烧”产生热量，使核能转变成热能来加热水产生蒸汽从而进行发电。据中国核建招股书，核电产业链可划分为设计、设备制造、建筑安装、运营管理和核燃料供应系统（包括核废料处理）五部分，一座核电站的建设周期通常在 60 个月（5 年）左右，从取得建造许可证到正式商业运行期间主要经历核岛 FCD（the first concrete date，即第一段混凝土浇筑）、常规岛 FCD、核岛安装、穹顶吊装、冷试、热试、首次装料、首次临界、首次并网等关键节点，在核电站投入运营前，核电产业链的主要受益公司是设计公司、核电设备公司和核电站建筑安装公司；在核电站投入运营后，受益公司主要是核电站运营公司和核燃料供应公司（包括核废料处理）。

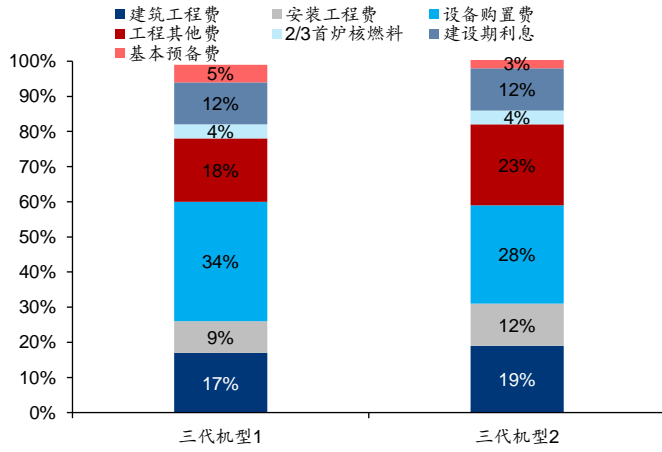
图表28：核电机组示意图



资料来源：中国广核招股说明书、华泰研究

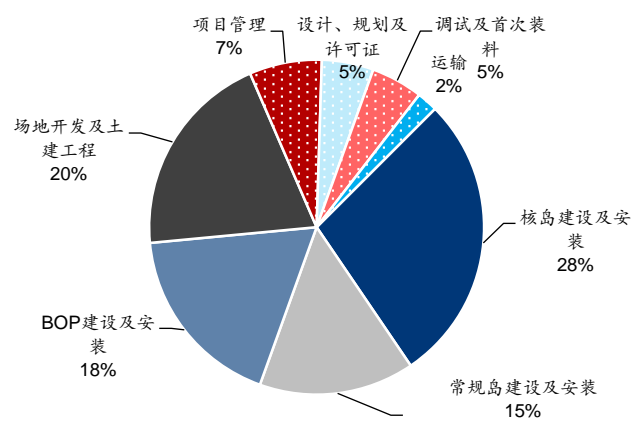
**核岛建设技术壁垒较高，是核电工程投资的主要构成。**核电工程是工程建设领域综合性最强，专业最为齐全的工程门类之一，其业务范围主要包括设计、反应堆（即核岛）建设、发电机厂房（即常规岛）建设和辅助厂房（即核岛及常规岛之外的公用设施）建设，其中核岛工程建设是保障核电机组安全运行的关键，除了对专业和技术要求高，还必须满足核安全法规的严苛要求，是核电站建设中技术水平和难度最高的部分，而常规岛建设与普通火电机建设较为类似，技术难度相对较低。据《中国核工业》杂志 2023 年第 3 期（作者：苟峰等），目前我国三代核电的主流机型“华龙一号”的单位投资额为 1.6 万元/kW，对应单台机组总造价约 200 亿元（双机组则为 400 亿元），以国内典型三代核电机型为例，其总造价中 17%-19%为建筑工程费，9%-12%为安装工程费，28%-34%为设备购置费，18%-23%为工程其他费，其他费用主要为基本预备费、建设期利息和首炉燃料费等。而据世界核协会（WNA），建筑及安装工程占核电建设总投资的 61%，其中核岛/常规岛/BOP 工程占比分别为 28%/15%/18%，由此可见核岛建设是核电工程中最重要的一环之一。

图表29: 典型三代核电机组造价构成



资料来源:《中国核工业》杂志 2023 年第 3 期(作者:苟峰等)、华泰研究

图表30: 核电工程投资构成



资料来源:世界核协会、华泰研究

核电工程建设市场为非完全竞争市场,中国核建在核岛建设市场处于领先地位。由于核电产业的特殊性,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,尤其是在核岛建设领域具有较高的壁垒,核电业主在选择承包商时,除去管理、技术、成本等因素外,更倾向于选择具有丰富核电建造经验的承包商;而常规岛和 BOP 工程建设市场,由于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相对较多,包括各大型建筑企业、火电建设企业等。中国核建作为全球唯一一家连续近 40 余年不间断从事核电建设的领先企业,承建了国内已建和在建的绝大多数核电站机组的核岛工程建设。据国家安全局,截至 23H1(24H1 暂未更新),持有民用核安全设备安装许可证的单位仅有 9 家,其中 5 家来自中国核建,且其可安装设备安装类别及核安全级别最为齐全。

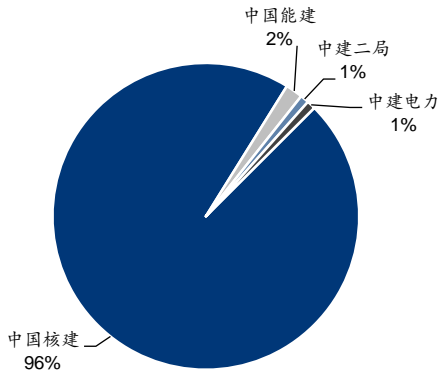
图表31: 民用核安全设备持证单位信息(截至 23 年 6 月 30 日)

公司	单位名称	证书类别	设备类别	核安全级别
中国核建	中国核工业二二建设有限公司	安装	核动力厂及研究堆等核设施通用核安全机械设备	1、2、3
			核动力厂及研究堆等核设施通用核安全(1E级)电气设备	1E
			核燃料循环设施后处理厂专用核安全机械设备	1、2、3
			核燃料循环设施后处理厂专用核安全(1E级)电气设备	1E
	中国核工业华兴建设有限公司	安装	安全壳钢衬里、钢制安全壳、闸门	2
	中国核工业第二二建设有限公司	安装	安全壳钢衬里	2
			钢制安全壳	2
	中国核工业二四建设有限公司	安装	安全壳钢衬里	2
	中国核工业第五建设有限公司	安装	核安全机械设备	1、2、3
			核安全电气设备	1E
中国电建	中国电建集团核电工程公司	安装	核动力厂及研究堆等核设施通用核安全机械设备和电气设备	1、2、3、1E
			核燃料循环设施后处理厂专用核安全机械设备和电气设备	1、2、3、1E
中国能建	中国能源建设集团浙江火电建设有限公司	安装	核安全机械设备	1、2、3
			核安全电气设备	1E
	中国能源建设集团江苏省电力建设第三工程有限公司	安装	机械设备	1、2、3
			核安全机械设备	1、2、3

资料来源:国家核安全局、华泰研究

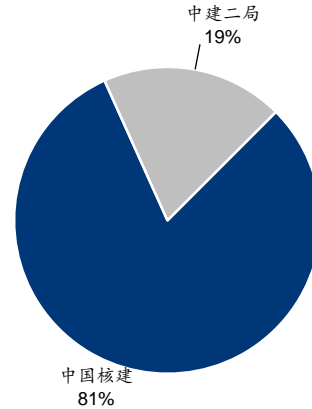
据我们统计,截至 23 年底国内已投运的 55 台核电机组中,仅阳江 5/6 号机组、防城港 3 号机组和台山 2 号机组的核电安装或土建工程不是由公司负责;在建的 26 台机组中,仅防城港 2 号机组(24H1 已投产)、太平岭 1/2 号机组和三澳 1/2 号机组不是由公司负责,整体看公司长期在核岛建设领域保持 90%以上的市场占有率。而在常规岛建设领域,由于其与火电具有相似性,中国能建具备较强的竞争优势,据中国能源建设港股招股书,截至 2015 年底,中国能建在核电常规岛安装及土建工程市场占有率分别为 59.8%/29.7%。

图表32: 在运核电机组核岛安装及土建工程市场份额



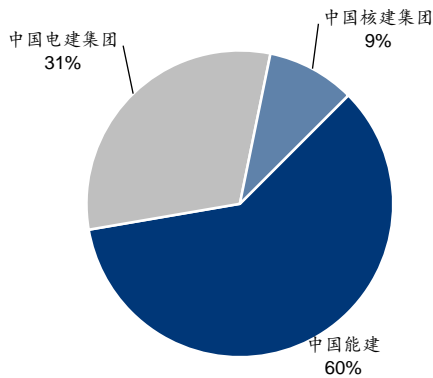
资料来源: 公司公告、北极星核电网、中国核能行业协会、华泰研究

图表33: 在建核电机组核岛土建工程市场份额



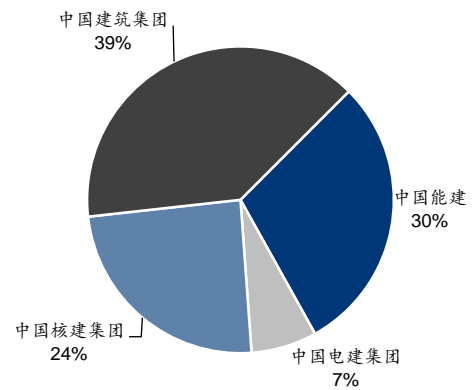
资料来源: 公司公告、北极星核电网、中国核能行业协会、华泰研究

图表34: 在运及在建核电机组常规岛安装工程市场份额 (2015)



资料来源: 中国能源建设招股书、华泰研究

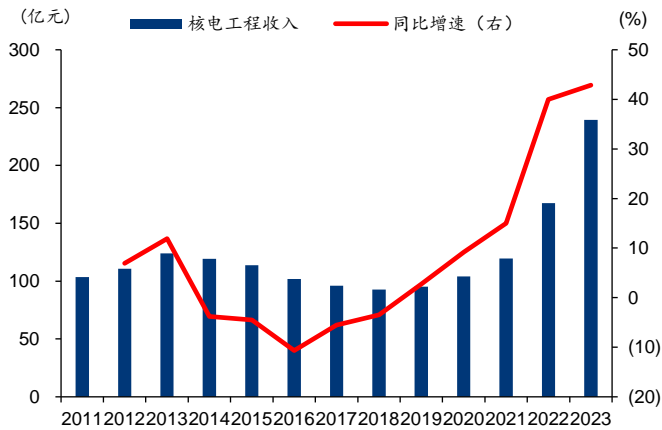
图表35: 在运及在建核电机组常规岛土建工程市场份额 (2015)



资料来源: 中国能源建设招股书、华泰研究

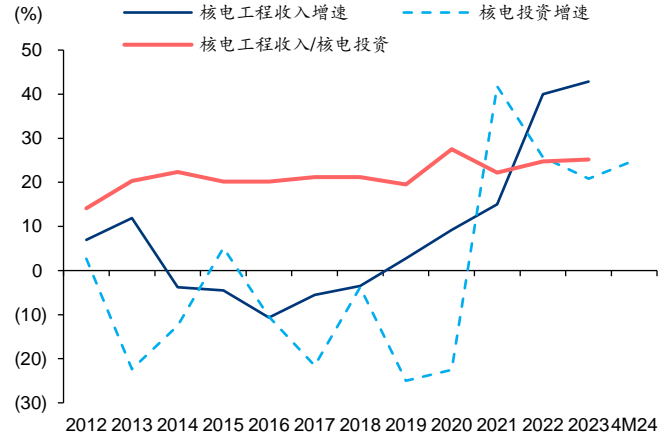
核电工程收入与核电建设投资相关性较高, 2021 年以来核电工程收入明显提速。公司核电工程板块主要承担核电站建设, 运营主体主要为子公司中核二二、中核二三、中核二四、中核华兴、中核五公司 5 家单位具备独立承担核电机组的核岛主体工程的资格与经验。历史上公司核电工程的收入受核电建设周期影响较大, 与核电建设完成投资相关性较高, 2013-2019 年公司核电工程收入与核电建设完成投资额的比值在 20%-23% 之间, 近几年有所提升, 2023 年达 25%。对应地, 2021 年起公司核电工程收入增速自 2013 年以来首次超过 10%, 且 2022、2023 年分别高达 40%、43%, 核电工程收入明显提速, 主要系核电新增核准及开工机组数量明显增加。

图表36: 中国核建核电工程收入



资料来源: 公司公告、华泰研究

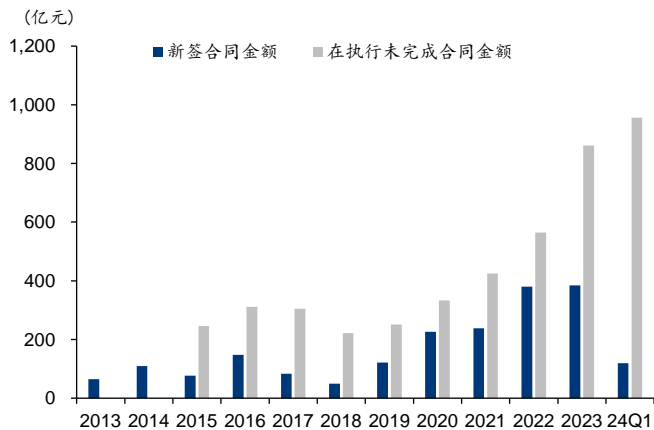
图表37: 中国核建核电工程收入增速与核电投资增速及占比



资料来源: 公司公告、Wind、华泰研究

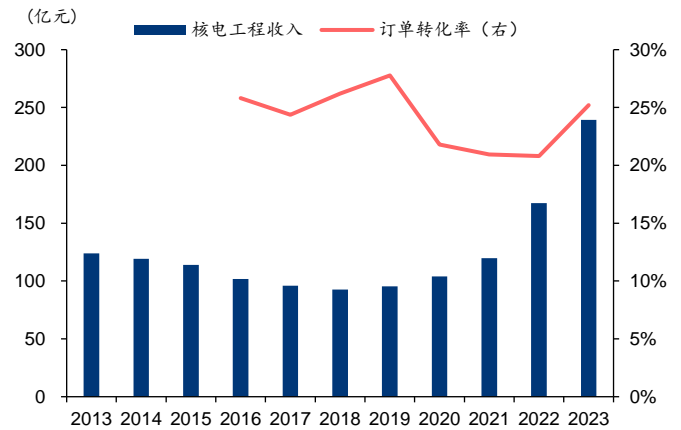
**核电工程在手订单大幅增长, 订单转化率取决于建设进度。**2022年以来, 随着核电机组核准加速, 公司连续两年新签核电工程订单超 380 亿, 22/23 年末核电工程在手未完成合同额同比增速分别达 32.9%/52.3%, 24Q1 公司核电工程新签订单继续提速, 新签/在手订单分别达 119/956 亿元, 同比+133.1%/+58.0%。我们以公司当年核电工程收入/(当年核电工程新签合同额+上年末核电工程在手未完成合同额) 计算公司核电工程从订单到收入的转化率, 2016-2023 年转化率平均值为 24%, 其中 2017-2019 年转化率较高主要系当时以存量合同执行确认为主而新签合同较少, 而 2023 年在连续两年新签合同均超过 380 亿元的情况下转化率由 21% 提升至 25%, 一定程度上体现出公司核电工程或逐步进入到收入转化确认高峰期。

图表38: 中国核建核电工程新签订单及在手订单



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表39: 中国核建核电工程收入与订单转化率

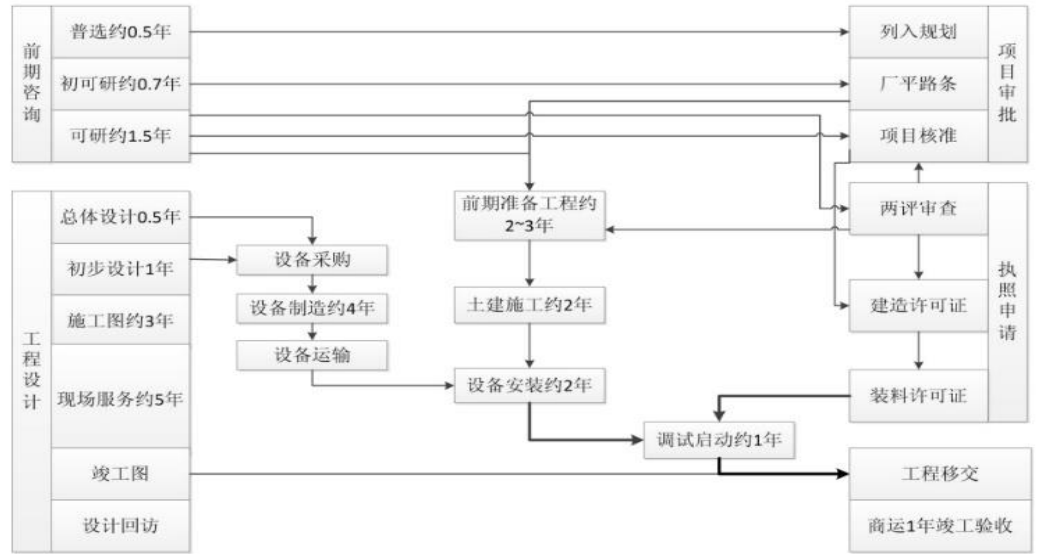


资料来源: 公司公告、华泰研究

**核岛工程一般在核准后 2-3 年完成, 预计 24-26 年将进入收入确认高峰。**公司核电项目按履约进度 (一般按月度进行验工计价) 确认营业收入。从结算方式来看, 据公司年报及招股书, 核电工程通常有工程预付款, 根据项目合同约定不同, 预付比例约为 10%; 过程中, 业主方按照是否达到有关合同所载某些指定阶段, 核实后支付进度款。根据不同的合同约定, 一般支付的进度款直至总合同款的 70% 至 80%, 工程竣工结算后按结算总价累计支付至 95%。剩余 5% 为工程质量保证金, 按合同约定的质保期逐年支付。

根据核电站建设流程以及中国核能协会披露的在建核电站重要建设里程碑时间点, 核岛 FCD (the first concrete date, 即第一罐混凝土浇注日期, 代表正式开工) 一般在核电站核准后 1 年左右, 核岛安装一般在核电站核准后 2 年左右, 因此核岛工程通常在核准后 2-3 年完成。随着 22 年开始核电站审核提速 (由每年 5 台提升至每年 10 台), 且若 24-25 年仍保持每年 10 台以上的核准数量, 我们预计 24-26 年公司将有较多的核电建设工程在建, 收入确认有望迎来高峰期。

图表40: 核电站建设流程图



资料来源: 汪南《基于风险管理的H核电项目调试进度控制方案研究》(GB/T 7714-2015)、华泰研究

图表41: 截至2023年底我国在建机组一级里程碑完成时间点

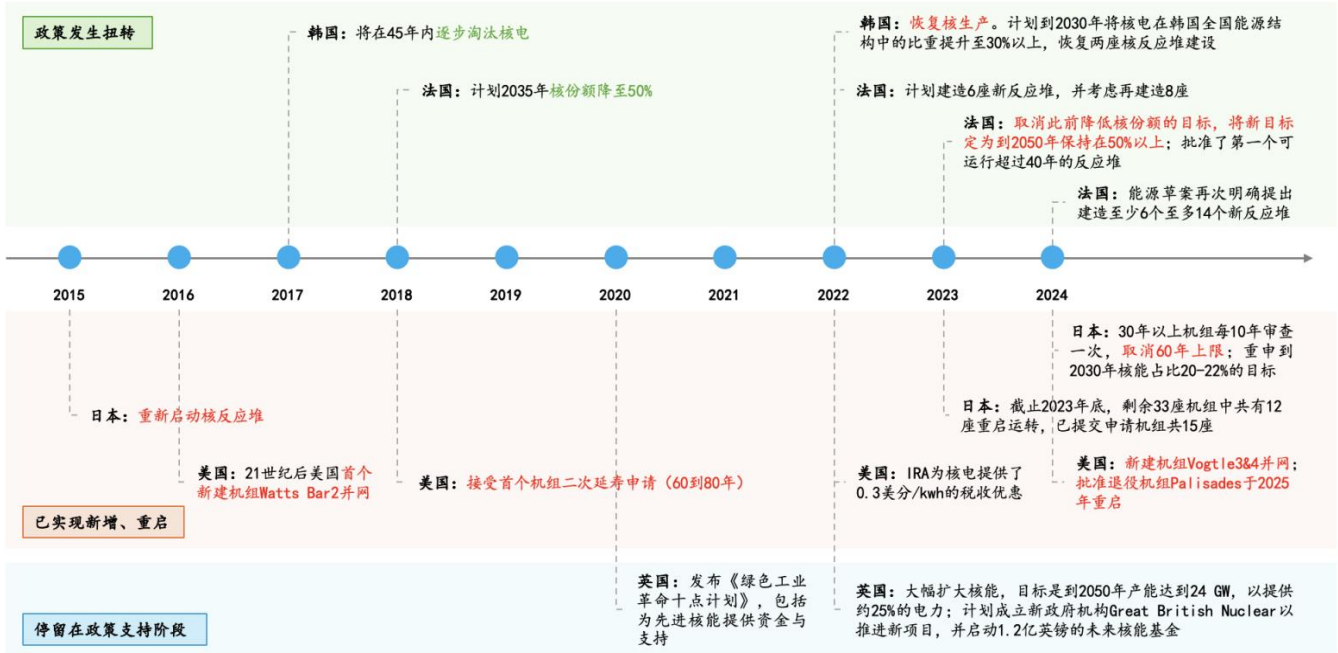
机组	核准	取得建设许可	核岛 FCD	常规岛 FCD	核岛安装	穹顶吊装	冷试	热试
防城港 4 号	2015/12/1	2015/12/23	2016/12/3	2017/5/26	2018/8/9	2021/1/24	2023/4/28	2023/9/25
漳州 1 号	2019/1/1	2019/10/9	2019/10/16	2019/12/12	2020/11/27	2021/10/27	2023/10/16	
漳州 2 号	2019/1/1	2019/10/9	2020/9/4	2020/9/21	2022/7/17	2022/8/23		
太平岭 1 号	2019/1/1	2019/12/25	2020/12/26	2020/5/15	2021/5/28	2021/12/24	2023/12/22	
太平岭 2 号	2019/1/1	2019/3/25	2020/10/15	2021/7/8	2022/4/26	2022/9/25		
三澳 1 号	2020/9/1	2020/12/30	2020/12/31	2021/3/1	2022/5/17	2022/11/3		
三澳 2 号	2020/9/1	2020/12/30	2021/12/30	2022/8/31	2023/6/30	2023/9/28		
昌江 3 号	2020/9/1	2021/3/31	2021/3/31	2021/9/30	2022/7/15	2023/2/21		
昌江 4 号	2020/9/1	2021/3/31	2021/12/28	2022/4/21	2023/4/13	2023/12/27		
田湾 7 号	2021/4/1	2021/5/19	2021/5/19	2022/9/19	2023/1/17	2023/6/21		
田湾 8 号	2021/4/1	2021/5/19	2022/2/25	2022/7/19				
海南小堆	2021/4/1	2021/6/3	2021/7/13	2021/11/28	2022/11/30	2023/11/3		
徐大堡 3 号	2021/4/1	2021/7/28	2021/7/28	2021/9/17	2023/1/12	2023/7/25		
徐大堡 4 号	2021/4/1	2021/7/28	2022/5/19	2022/6/28				
徐大堡 1 号	2023/7/31	2023/11/3	2023/11/15	2023/11/4				
三门 3 号	2022/4/1	2022/6/26	2022/6/28	2022/1/28	2023/9/9			
三门 4 号	2022/4/1	2022/6/26	2023/3/22	2022/11/19				
海阳 3 号	2022/4/1	2022/6/29	2022/7/7	-	2023/9/15			
海阳 4 号	2022/4/1	2022/6/29	2023/4/22	2022/12/27				
陆丰 5 号	2022/4/1	2022/9/7	2022/9/8	2023/1/16				
陆丰 6 号	2022/4/1	2022/9/7	2023/8/26	2023/12/13				
廉江 1 号	2022/9/13	2023/9/25	2023/9/29	2023/8/15				
国和一号 1 号	2018/11/1		2019/4/1					
国和一号 2 号	2018/11/1		2019/11/1					
霞浦 1 号			2017/12/29					
霞浦 2 号			2020/12/27					

注: 国和一号及霞浦核电站为试验项目

资料来源: 中国核能行业协会、华泰研究

**核电复兴大势所趋，全球各国核电政策支持重新升温。**伴随着新能源渗透率的持续提升和电力负荷的重新增长，核电清洁、稳定、可控的优势愈发凸显，全球各国核电也纷纷进入复兴周期。2023年11月于迪拜举行的第28届联合国气候变化大会(COP28)，在大会开幕伊始22国便促成了“2050年三倍核能宣言”，包括法国、美国、日本、英国等核电大国签署了这一宣言，这也是全球首次在COP大会中正式对核能在应对气候变化中的重要角色达成共识，统一了海外核电复苏的总基调。2024年4月G7集团关闭所有燃煤电厂的决定将进一步强化核电作为清洁可控装机的角色优势，拉动海外核能增长。

图表42：海外主流国家核能政策反转，支持持续走强



资料来源：EIA, WNA 各国核电相关政策介绍, France 24, Reuters, 环境资讯中心, 华泰研究

公司完成巴基斯坦多个核电站建设，与法国电力集团签署核电先进建造的专项合作协议，海外核电拓展值得期待。中核集团对外合作发展以中国中原对外工程有限公司为主要平台，主要致力于对外承建大型国际核工程项目（总承包），该公司已建成阿尔及利亚核研究中心一期、二期工程项目和巴基斯坦恰希玛 30 万千瓦核电站一期工程 4 台机组以及华龙一号海外首堆巴基斯坦卡拉奇核电厂 K2/K3 两台百万千瓦机组，目前仍有恰玛希核电 5 号机组在建。2022 年 2 月 1 日，阿根廷核电公司与中核集团正式签署阿根廷阿图查三号核电站项目设计采购和施工合同，约定为阿根廷建设一座华龙一号压水堆核电站，海外核电拓展再下一城。

作为我国核电建设的领军企业，公司子公司中核华兴、中核五公司负责完成了巴基斯坦恰希玛核电站的核岛土建及安装工程，在海外项目上积累了较为丰富的经验。“十四五”期间，公司提出发展成为“世界一流核电工程服务商”的目标，始终保持开放合作的心态，放眼全球核电建设行业，参与国际竞争，推动核电工程建设“走出去”，24 年公司与中国核能集团签署核电先进建造专项合作协议，随着全球核电进入加速发展的大周期，华龙一号技术的逐步成熟有望加速我国核电机组出海，公司有望在海外核电项目建设上取得进展。

图表43：中国核电建设海外项目情况

核电站	地区	装机容量	开工时间	商运时间	施工总承包	土建	安装
恰玛希核电站一期	巴基斯坦	300MW	1993 年	2000 年	中原对外工程	中核华兴	中核五公司
恰玛希核电站二期	巴基斯坦	300MW	2005 年	2012 年	中原对外工程	中核华兴	中核五公司
恰玛希核电站三期	巴基斯坦	300MW	2011 年	2017 年	中原对外工程	中核华兴	中核五公司
恰玛希核电站四期	巴基斯坦	300MW	2011 年	2017 年	中原对外工程	中核华兴	中核五公司
恰玛希核电站五期	巴基斯坦	300MW	2023 年		中原对外工程	中核华兴	中核五公司
卡拉奇核电站 K2	巴基斯坦	1100MW	2015 年	2021 年	中原对外工程	中核华兴	中核五公司
卡拉奇核电站 K3	巴基斯坦	1100MW	2016 年	2023 年	中原对外工程	中核华兴	中核五公司
阿图查核电站 3 号机组	阿根廷	750MW	2022 年签约		中原对外工程		

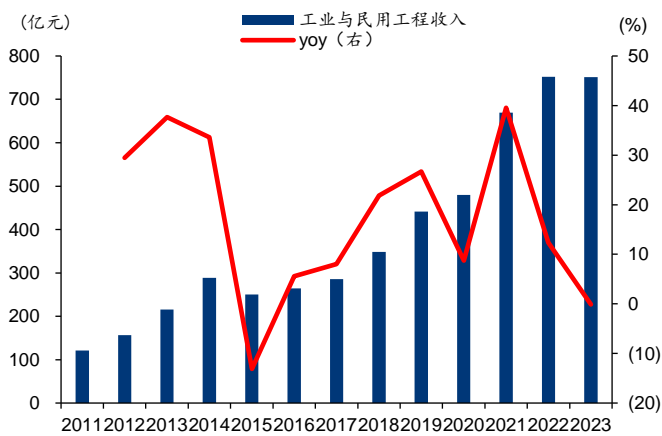
资料来源：公司官网、华泰研究

## 工民建业务结构优化，PPP 项目陆续进入运营期

工业与民用工程建设是公司重点发展的业务领域，已成为公司收入的主要贡献来源。公司充分发挥在核电工程建设领域积累的经验和技術，提高公司在工业与民用工程建设领域市场竞争能力，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。2011-2023 年公司工业与民用工程收入由 121 亿元增长至 751 亿元，期间 CAGR+16.4%，高于公司总收入年复合增速，工业与民用工程业务是增长的重要来源。2023 年公司工业与民用工程业务收入同比-0.1%，整体保持稳定，收入主要来自东营市河口区军马场 50 万千瓦光储一体化项目、济南市章丘明水古城配套服务设施建设项目工程总承包（EPC）等项目。

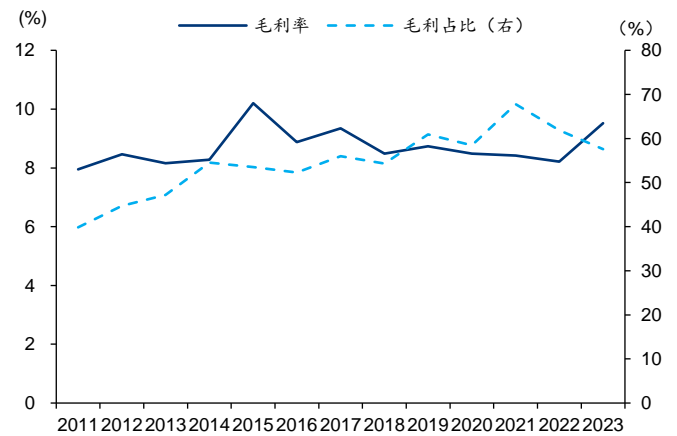
毛利率方面，2011-2023 年公司工业与民用工程业务毛利率由 8.0%增长至 9.5%，毛利占比由 40%增长 58%，是公司利润的重要贡献点。受原材料、人工成本及项目类型等因素影响，2023 年公司工业与民用工程业务毛利率同比+1.3pct，经营质量明显提升。

图表44：中国核建工业与民用工程收入及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

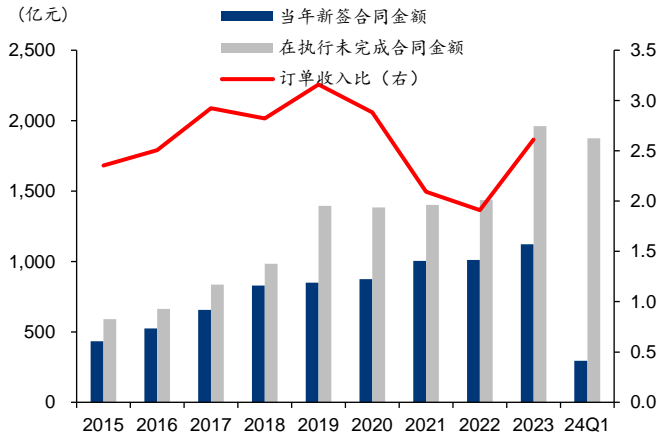
图表45：中国核建工业与民用工程毛利率及毛利占比



资料来源：公司公告、华泰研究

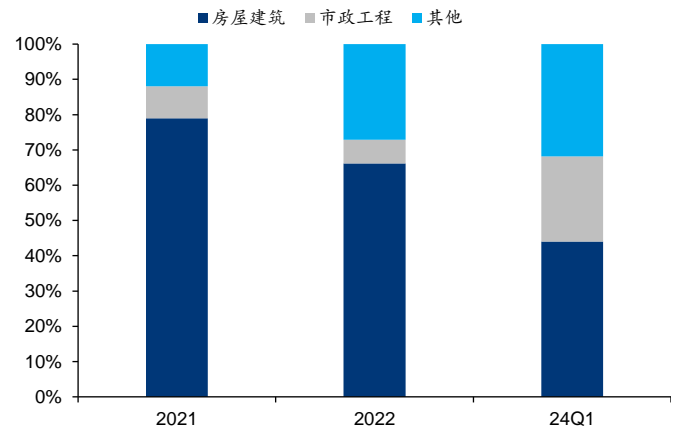
**新签及在手订单稳定增长，房屋建筑占比持续下降。**2015-2023 年公司工业与民用板块新签订单/在执行未完成订单金额由 434/590 亿元增长至 1122/1962 亿元，期间 CAGR 分别为+12.6%/+16.2%，在手订单年复合增速高于同期工业与民用工程业务收入增速（14.7%）。2023 年公司工业与民用工程业务新签订单/在执行未完成订单金额同比分别+11.1%/+36.5%，其中在执行未完成订单金额明显提升（2019-2022 年稳定在 1400 亿元左右），订单收入比 1.9x 提升至 2.6x，有望为后续收入增长提供有力支撑。同时，从业务结构看，公司工业与民用工程业务种类覆盖房屋建筑和市政工程等多个领域，其中房屋建筑占比最高但近年来占比持续下降，据公司 2024 年债券跟踪评级报告，2021 年公司工业与民用工程业务在执行未完成订单中房屋建筑占比为 79%，而 24Q1 房屋建筑占比已下降至 44%，其他类型包括石化工程、电力工程等项目占比由 2021 年的 12%提升至 24Q1 的 32%，业务的多元化发展及订单结构优化有望为公司带来更大的成长空间。

图表46: 中国核建工业与民用工程新签/在手订单及订单收入比



资料来源: 公司公告、债券评级报告、华泰研究

图表47: 中国核建工业与民用工程在执行未完成订单结构

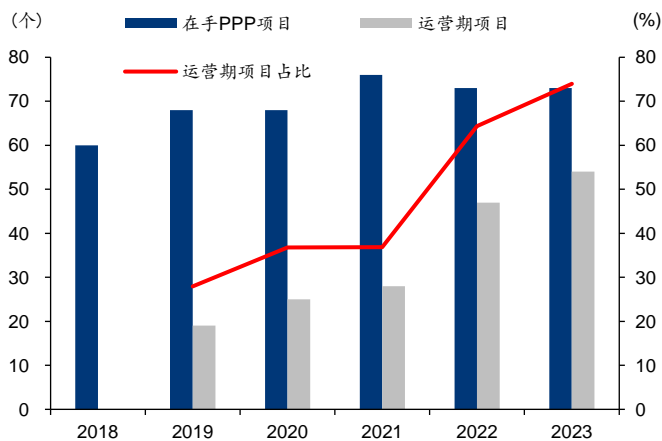


资料来源: 公司公告、债券评级报告、华泰研究

**PPP 项目逐步进入运营期, 有望带动公司毛利率及现金流改善。**近年来, 公司从单纯施工的经营模式向投融资和建设经营相结合的业务模式转变, 通过 BOT、PPP、投资人+EPC 等方式运作基础设施、公用建筑、保障房建设、城市综合开发等集规划、融资、建设、管理一体化的项目。截至 24Q1, 公司已中标在手 PPP 项目共计 73 个 (其中正在协商退出项目 12 个, 后续计划对项目公司进行清算或转让股权)。PPP 项目公司大部分由公司控股并纳入合并范围 (控股项目 56 个, 非控股项目 17 个), PPP 项目资本金比例在 25% 左右。截至 2023 年底, 公司在手 PPP 项目合同总金额 855 亿元, 其中在手控股 PPP 项目合同总金额约 527 亿元, 已完成投资约 383 亿元。

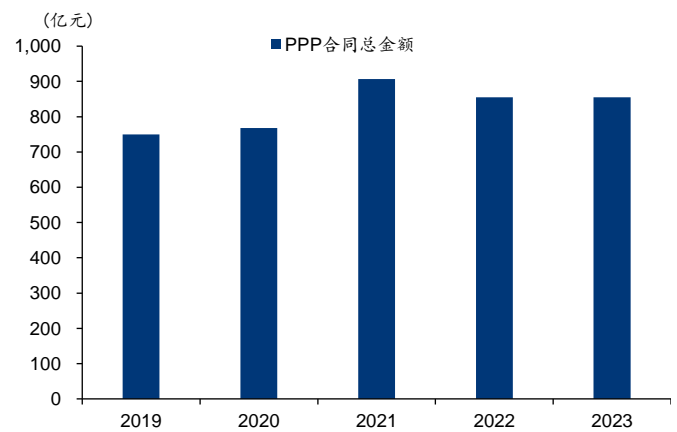
由于公司近年来基本无新增 PPP 项目, 随着在手项目投资建设的进度持续推进, 公司 PPP 项目陆续进入运营期, 截至 2024 年 3 月底, 公司 PPP 项目进入运营期的 43 个, 部分进入运营期的 11 个。从收入规模看, 公司其他业务收入主要包括 PPP 项目运营收入、混凝土及材料销售收入, 2020-2023 年公司其他业务收入由 38 亿元增长至 91 亿元, 而 PPP 项目运营收入由 5 亿元增长至 45 亿元; 随着运营类项目的收入占比提升, 公司其他业务毛利率由 2020 年的 13.2% 增长至 2023 年的 19.5%。

图表48: 中国核建在手 PPP 项目及进入运营期项目



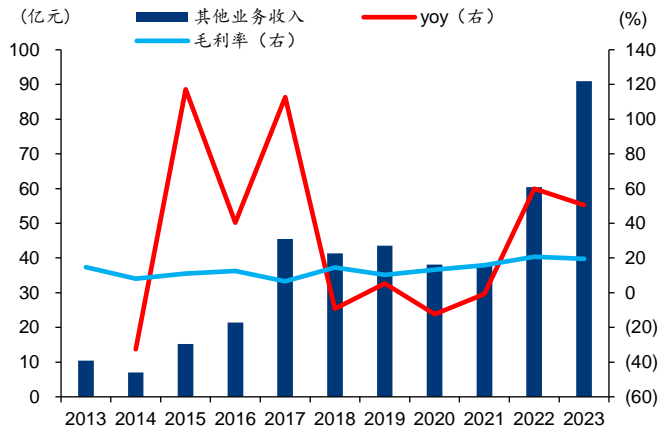
资料来源: 公司公告、债券评级报告、华泰研究

图表49: 中国核建 PPP 项目合同总金额



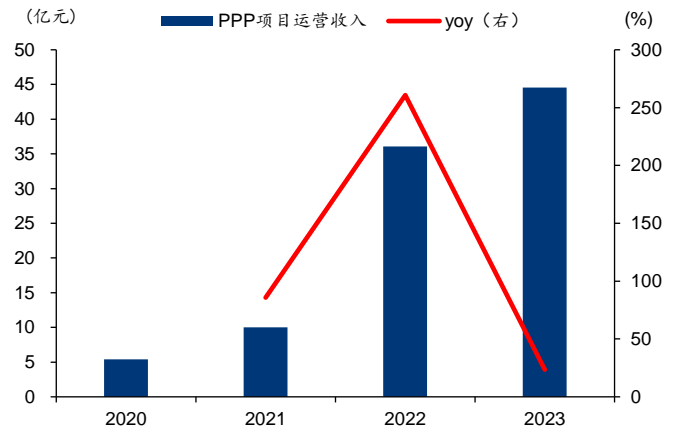
资料来源: 公司公告、债券评级报告、华泰研究

图表50: 中国核建在手 PPP 项目及进入运营期项目



资料来源: 公司公告、债券评级报告、华泰研究

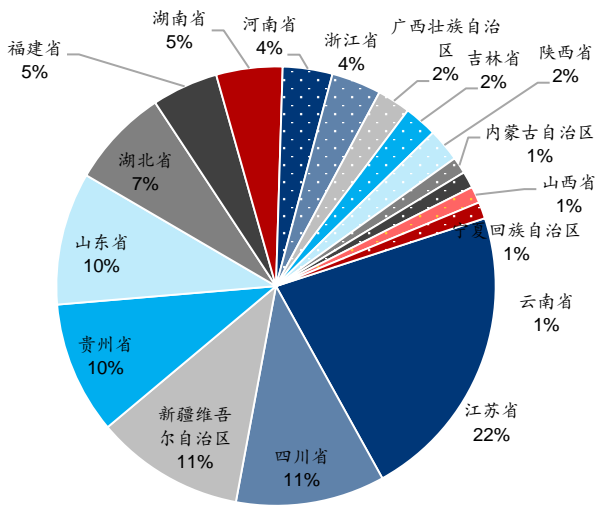
图表51: 中国核建 PPP 项目合同总金额



资料来源: 公司公告、债券评级报告、华泰研究

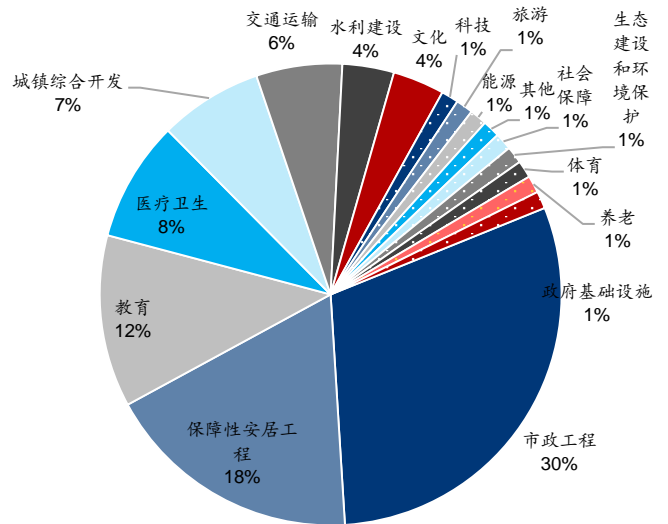
公司 PPP 项目回报机制以政府付费或使用用户付费+可行性缺口补助为主, 截至 24Q1 公司已中标的 PPP 项目中, 52%为可行性缺口补助, 45%为政府付费, 3%为使用者付费。从项目所在区域看, 占比最高的区域为江苏, 合计有 18 个项目; 其次为新疆和四川, 分别有 9 个项目; 贵州/山东各有 8 个项目, 湖北/福建/湖南分别有 6/4/4 个项目, 整体看公司 PPP 项目主要分布在西南和西北地区, 其次主要在华东和华中区域。从项目类型看, 市政工程占比最高为 30%, 其次为保障性安居工程和教育的 18%和 12%。

图表52: 中国核建在手 PPP 项目区域分布 (截至 2023 年)



资料来源: 公司公告、全国公共资源交易平台、华泰研究

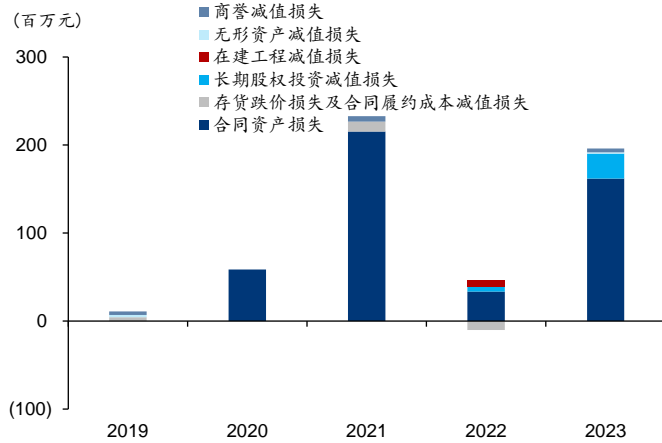
图表53: 中国核建在手 PPP 项目类型 (截至 2023 年)



资料来源: 公司公告、全国公共资源交易平台、华泰研究

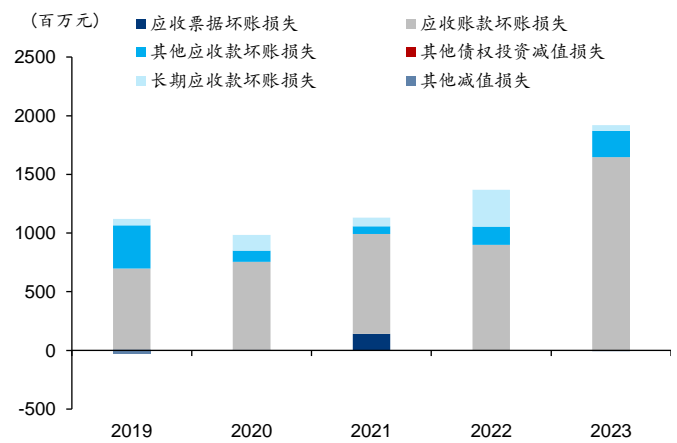
合同资产/应收账款/其他应收款减值是公司减值的主要来源。截至 2019-2023 年，公司资产减值损失/信用减值损失分别由 0.1/10.9 亿元增长至 2.0/19.1 亿元，减值的增加是影响公司利润的重要因素。从减值结构看，合同资产损失是资产减值损失的主要来源，2020-2022 年占资产减值损失的 90%以上，2023 年占比为 82%，其主要来源是工民建及 PPP 等项目的已完工未结算金额及质保金；信用减值损失中占比最高的为应收账款减值，2019 年以来占比均在 60%以上，2023 年占比为 86%；其次为其他应收款减值，2022-2023 年占比均在 10%以上，其主要来源是履约保证金、股权转让款、项目投资款及利息等。

图表54：中国核建资产减值损失结构



资料来源：公司公告、华泰研究

图表55：中国核建信用减值损失结构

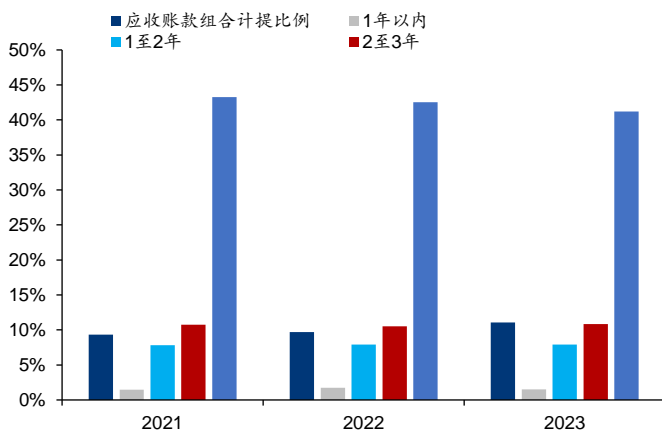


资料来源：公司公告、华泰研究

3 年以上应收账款占比提升导致计提增加，减值压力有望逐步缓解。2022-2023 年公司信用减值损失分别为 13.6/19.1 亿元，其中 2023 年明显增加主要系账龄在 2-3 年的应收账款跨期至 3-4 年导致计提比例显著提升（11%提升至 20%）。从计提比例看，2021-2023 年公司应收账款组合计提比例由 9.3%提升至 11.1%，主要系长账龄的应收账款占比增加导致整体计提比例上升；单项计提比例由 45.5%下降至 34.8%，但单项计提账面余额自 2021 年起大幅增加，2023 年底达 56.7 亿元。

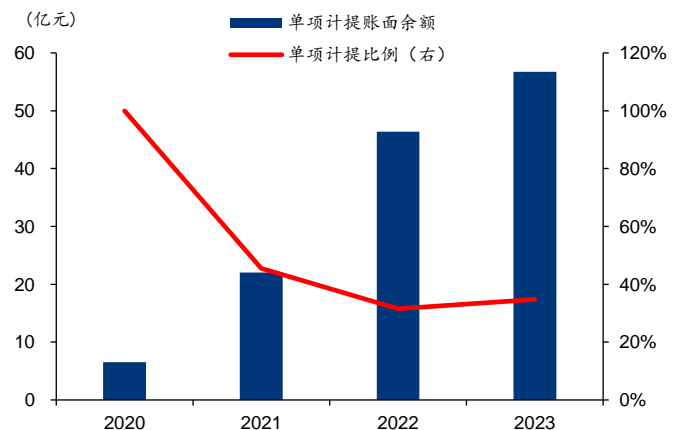
截至 2023 年底，公司应收账款和其他应收款账面余额分别为 491/51 亿元，其中其他应收款主要为 PPP 项目的已完工未结算款项，坏账准备计提比例分别为 21.1%/13.8%。账龄结构中，在 3 年以上的占比分别为 19.1%/44.2%，相比 2022 年底提升 5.0/9.2pct；2-3 年的占比分别为 14.4%/16.6%，相比 2022 年底+0.5/-3.2pct，我们预计随着公司 PPP 无新增项目且陆续进入运营期，应收及减值有望缓解；而应收账款中 2024 年或仍有较多跨账期计提增加，但随着公司业务结构改善，新增应收账款的减值压力有望减小。

图表56：中国核建应收账款组合计提比例



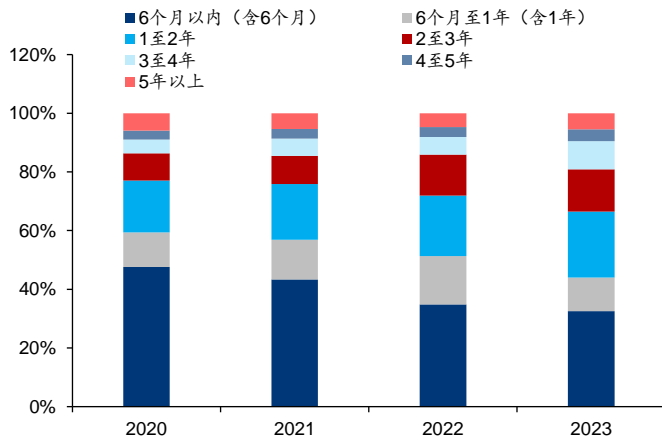
资料来源：公司公告、华泰研究

图表57：中国核建应收账款单项计提账面余额及计提比例



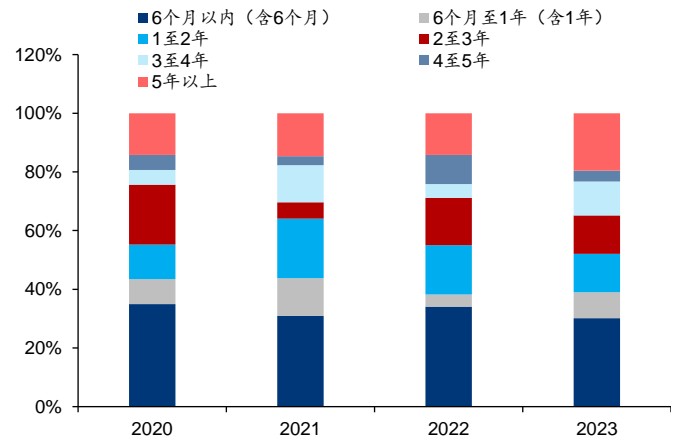
资料来源：公司公告、华泰研究

图表58: 中国核建应收账款账龄结构



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表59: 中国核建其他应收款账龄结构



资料来源: 公司公告、华泰研究

中性情景下 2024 年应收账款组合计提金额有望减少。我们根据公司过去三年的应收账款结构计算其未回收率, 2022 年起未回收概率明显增加 (即 1-2 年的账期跨至 2-3 年), 其中 1-2 年的应收账款未回收率最高。中性假设下, 我们以 2022-2023 年的未回收率平均值为基础测算公司 2024 年的应收账款结构, 并根据公司计提准则计算 2024 年公司按组合计提的坏账准备, 测算 2024 年按组合计提的坏账为 8.3 亿元, 相比 2023 年减少 2.3 亿元。

图表60: 中国核建 2024 年按组合计提应收账款测算

	中性			乐观			悲观		
	应收余额	坏账准备	减值计提	应收余额	坏账准备	减值计提	应收余额	坏账准备	减值计提
1 年内	209.56	3.35		209.56	3.35		209.56	3.35	
1-2 年	88.85	7.11		83.92	6.71		93.78	7.50	
2-3 年	70.54	7.76		65.58	7.21		75.49	8.30	
3 年以上	91.12	38.27		84.80	35.62		97.43	40.92	
合计	460.06	56.49	8.30	443.86	52.90	4.71	476.26	60.08	11.89

注: 单位为亿元

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测与估值：核电利润占比提升有望改善盈利

公司主营业务收入主要由核电工程和工业与民用工程构成，其中 2023 年占比分别为 21.9% 和 68.7%，我们预计随着核电在建机组增加，公司核电工程收入有望快速增长，预测 2024-2026 年公司总收入增速分别为 11.4%/9.8%/7.3%，2026 年总收入达 1435 亿元。

**核电工程：**据中国核能行业协会 2024 年 4 月发布的《中国核能发展报告 2024》预计，到 2035 年核能发电量在中国电力结构中的占比将达到 10% 左右，结合核电单台机组发电容量及发电小时数，我们预计 2024-2028 年年均核准机组数量仍将保持在 8-10 台。根据前文核电工程投资构成，我们假设单台机组总投资为 200 亿元，其中核岛和常规岛占比分别为 25% 和 10%，同时根据在建及在运机组的市占率我们假设公司在核岛和常规岛工程的市占率分别为 90% 和 20%，假设核准机组在两年内完成招投标，我们测算 2024-2026 年公司核电工程新签订单分别为 496/519/490 亿元，同比增速分别为 29.1%/4.8%/-5.7%。考虑核电机组建设周期为 5 年，其收入确认节奏类似正态分布（即中间三年确认比例较高），同时一座电站两台机组开工时间通常间隔 10 个月左右，我们测算 2024-2026 年公司核电工程收入分别为 311/376/432 亿元，同比增速分别为 30.1%/20.9%/14.7%，2026 年收入占比达 30.1%。

图表 61：中国核建核电工程收入预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
核准机组数（台）	5	10	10	11	10	10
预计公司参与建设的核电工程投资（亿元）	270	540	340	539	490	490
核岛	250	500	300	495	450	450
常规岛	20	40	40	44	40	40
预测公司订单	178	378	460	496	519	490
预测待发包订单	75	235	191	234.4	205	205
公司新签核电工程订单（亿元）	238	380	384	496	519	490
yoy	5%	60%	1%	29%	5%	-6%
公司核电工程收入（亿元）	120	167	239	311	376	432
yoy	15%	40%	43%	30%	21%	15%
占总收入比	14%	17%	22%	26%	28%	30%
在手订单（亿元）	425	565	861	1045	1188	1246

资料来源：公司公告、华泰研究预测

**工业与民用工程：**2022-2023 年公司工业与民用工程新签订单增速分别为 0.6%、11.1%，考虑公司订单结构持续调整，房屋建设业务订单占比持续下降，我们预计 2024-2026 年公司工业与民用工程新签订单分别为 1178/1226/1262 亿元，同比增速分别为 5.0%/4.0%/3.0%，整体呈逐年放缓的趋势，假设新签订单分三年按 30%/40%/30% 结转为收入，调整系数维持在 2023 年水平，测算 2024-2026 年公司工业与民用工程收入分别为 797/848/881 亿元，同比增速分别为 6.1%/6.4%/4.0%。

图表 62：中国核建工业与民用工程收入预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
工业与民用工程新签订单（亿元）	1004	1010	1122	1178	1226	1262
yoy	29%	1%	11%	5%	4%	3%
工业与民用工程在手订单（亿元）	1402	1437	1962	2343	2721	3102
工业与民用工程收入（亿元）	670	752	751	797	848	881
yoy	15%	12%	0%	6%	6%	4%
收入预测-订单结转调整系数	80%	80%	72%	72%	72%	72%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

**PPP 项目投入逐步减少后财务费用率有望下降。**2021-2023 年公司期间费用率由 5.3% 增加至 6.9%，主要系研发费用率和财务费用率分别增加 1.0pct 和 0.7pct，其中研发费用率增加主要系公司高度重视科技创新的支撑作用，在核电等重点施工领域加大研发投入，因此我们预计公司将维持较高比例的研发支出，预测 2024-2026 年研发费用率分别为 2.4%/2.5%/2.6%；财务费用率主要系公司带息负债规模增加及项目公司运营期费用化利息增加，我们预计随着公司 PPP 项目投资规模逐步减小，现金流较好的核电工程占比提升，且 2024 年后 30 亿可转债到期，后续公司财务费用率有望持续下降，预测 2024-2026 年公司财务费用率分别为 1.9%/1.8%/1.7%。2021-2023 年公司销售/管理费用率整体保持稳定，因此我们预计 2024-2026 年公司销售费用率和管理费用率分别为 0.04%/0.04%/0.04% 和 2.3%/2.3%/2.3%，继续维持相对稳定。综合四项费用率，我们预计 2024-2026 年公司期间费用率分别为 6.6%/6.6%/6.6%。

**图表63：中国核建期间费用率预测**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>期间费用率</b>	<b>5.34%</b>	<b>5.81%</b>	<b>6.87%</b>	<b>6.64%</b>	<b>6.63%</b>	<b>6.59%</b>
销售费用率	0.05%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
管理费用率	2.44%	2.24%	2.31%	2.30%	2.29%	2.28%
研发费用率	1.64%	1.64%	2.63%	2.40%	2.50%	2.55%
财务费用率	1.22%	1.90%	1.89%	1.90%	1.80%	1.72%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

**核电工程利润占比较高，占比持续提升有望带动公司整体盈利能力及现金流改善。**2021-2023 年公司核电工程和工业与民用工程平均毛利率分别为 14.4% 和 8.7%，核电工程毛利率显著高于其他业务。由于核电工程毛利率较高，因此核电工程的利润占比高于其收入占比，同时考虑核电工程收款质量较好，我们假设公司所有单项计提的应收账款减值及账龄 3 年以上的应收账款组合计提减值均来自于工业与民用工程，而其他减值及费用均按收入占比分摊（公司各业务子公司均同时参与核电工程和工业与民用工程业务），测算 2023 年公司核电工程净利润占比为 60.7%，工业与民用工程及其他业务利润占比为 39.3%。

考虑 2022-2023 年受新开工项目主要处在前期投入及土建阶段，公司核电工程毛利率有所下滑，我们预计随着项目逐步进入到安装等毛利确认较高的阶段，公司核电工程毛利率有望逐步提升，预测 2024-2026 年核电工程毛利率分别为 13.5%/13.6%/13.8%。2023 年工业与民用工程虽然业务结构改善后毛利率相比 2021-2022 年有所提升，但考虑其业务仍相对传统竞争或加剧，因此我们假设业务结构改善与竞争加剧的影响对冲，预计 2024-2026 年工业与民用工程毛利率维持稳定在 9.5%。结合上述减值及费用分摊假设，我们测算 2024-2026 年公司核电工程和工业与民用工程归母净利分别为 16.9/20.5/24.1 亿元和 7.3/7.8/8.6 亿元，2026 年核电工程利润占比达 73.8%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 1218/1338/1435 亿元，同比增速分别为 11.4%/9.8%/7.3%；归母净利润分别为 24.3/28.3/32.7 亿元，同比增速分别为 17.7%/16.7%/15.6%。

**图表64：中国核建分部利润预测**

	2022			2023			2024E			2025E			2026E		
	核电工程	其他	总计	核电工程	其他	总计	核电工程	其他	总计	核电工程	其他	总计	核电工程	其他	总计
收入	171	821	991	244	850	1094	311	907	1218	376	961	1338	432	1003	1435
毛利率	13.5%	9.3%	10.1%	13.3%	10.8%	11.4%	13.5%	10.8%	11.5%	13.6%	10.8%	11.5%	13.8%	10.8%	11.7%
归母净利率	6%	1%	2%	5%	1%	2%	5%	1%	2%	5%	1%	2%	6%	1%	2%
归母净利	9.9	7.6	17.5	12.5	8.1	20.6	16.9	7.3	24.3	20.5	7.8	28.3	24.1	8.6	32.7
利润增速	-7%	65%	14%	26%	7%	18%	35%	-9%	18%	21%	6%	17%	18%	10%	16%
占比	57%	43%		61%	39%		70%	30%		73%	27%		74%	26%	

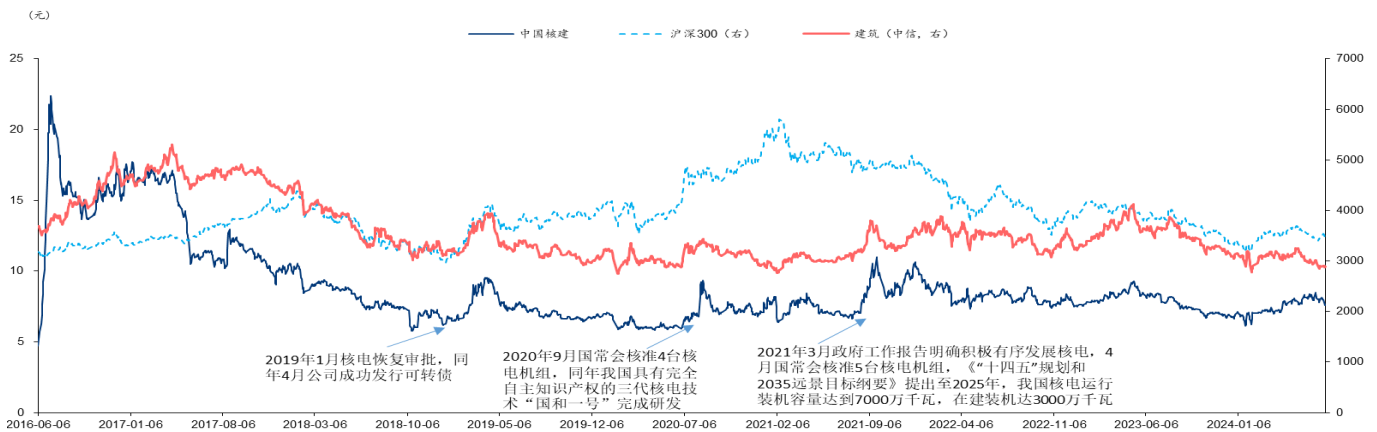
注：单位为亿元，其他包括工业与民用工程业务和其他业务，其他业务 2024-2026 年毛利率假设与 2023 年一致

资料来源：华泰研究预测

公司股价整体与建筑指数走势相近,同时受核电政策及审批影响。公司于2016年6月上市,除上市首月大幅上涨后回落外,整体走势与建筑指数(中信)相近,其中分别在2019年1-4月、2020年7-8月和2021年7-9月出现较大涨幅,期间最大涨幅分别达51.7%、56.8%和65.2%,我们认为主要受核电政策及审批影响,其中:1)2019年1月漳州核电一期和中广核惠州太平岭核电一期项目获得核准,国内核电时隔三年恢复审批,同年4月公司成功发行可转债;2)2020年9月国常会核准海南昌江核电二期工程和浙江三澳核电一期工程,同年我国具有完全自主知识产权的三代核电技术“国和一号”完成研发,同时我国拥有自主知识产权的世界首座高温气冷堆核电站示范工程——华能石岛湾高温气冷堆示范工程首台反应堆冷态功能试验一次成功,核电技术持续取得进步;3)2021年3月政府工作报告明确积极有序发展核电,4月国常会核准5台核电机组,《“十四五”规划和2035远景目标纲要》提出至2025年,我国核电运行装机容量达到7000万千瓦,在建装机达3000万千瓦;同年公司非公开发行股票获证监会受理。2022年以来,虽然核电机组审批加快,公司核电收入快速增长,但受减值等因素影响,公司走势相对平稳,我们认为随着公司核电收入利润占比持续提升,叠加减值风险趋缓,公司有望迎来重估。

我们采用分部估值法,核电工程业务选取中材国际、中粮科工等同为专业工程公司以及中核科技、中国核电等核电产业链公司作为可比公司,24年可比公司Wind一致预期均值为15xPE,考虑核电工程专业性及壁垒较高,盈利能力及现金流均优于传统工程业务但中长期盈利持续性或弱于核电运营公司(因此分红率低于可比公司),给予核电工程24年15倍PE(与可比公司估值均值持平,略高于专业工程公司均值但略低于核电产业链公司均值);工业与民用工程业务选取中国电建、中国交建、中国建筑等同样以基建、房建等为主业的建筑央企作为可比公司,24年可比公司Wind一致预期均值为6xPE,考虑公司工民建业务毛利率相对较低且仍有部分减值风险未释放,给予工业和民用工程及其他业务24年5倍PE(略低于可比公司估值均值)。综合两块业务,我们给予公司24年目标市值291亿元,目标价9.65元,首次覆盖给予“买入”评级。

图表65: 中国核建股价复盘



资料来源: Wind、华泰研究

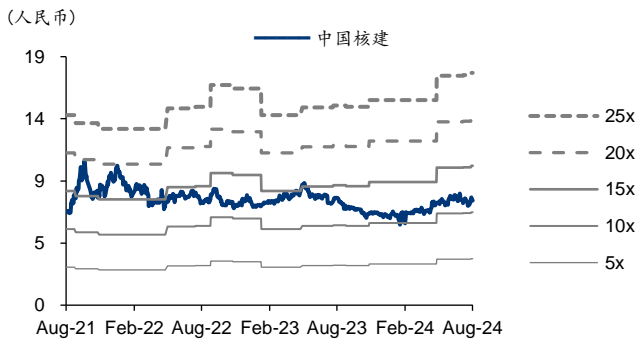
图表66：可比公司估值表（2024/08/05）

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				现金分红率		股息率	
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E		
<b>核电工程</b>															
600970 CH	中材国际	266	10.06	1.10	1.27	1.45	1.64	9.12	7.94	6.93	6.14	36%	4.6%		
301058 CH	中粮科工	44	8.63	0.42	0.51	0.61	0.71	20.31	16.78	14.09	12.11	35%	2.1%		
603929 CH	亚翔集成	49	23.10	1.34	2.71	2.67	2.80	17.18	8.53	8.65	8.26	74%	8.7%		
003816 CH	中国广核	2384	4.72	0.21	0.24	0.25	0.27	22.22	19.84	18.77	17.77	44%	2.2%		
000777 CH	中核科技	55	14.33	0.58	0.75	0.97	1.36	24.81	19.03	14.70	10.54	32%	1.7%		
601985 CH	中国核电	2049	10.85	0.56	0.60	0.66	0.71	19.29	18.01	16.44	15.28	35%	1.9%		
<b>平均值</b>								<b>18.82</b>	<b>15.02</b>	<b>13.27</b>	<b>11.69</b>	<b>48%</b>	<b>4.4%</b>		
<b>工业与民用工程</b>															
601669 CH	中国电建	951	5.52	0.75	0.85	0.96	1.07	7.32	6.49	5.77	5.15	18%	2.8%		
601868 CH	中国能建	930	2.23	0.19	0.21	0.24	0.27	11.64	10.40	9.31	8.39	14%	1.3%		
601800 CH	中国交建	1395	8.57	1.46	1.60	1.74	1.89	5.86	5.36	4.92	4.53	20%	3.7%		
601668 CH	中国建筑	2272	5.46	1.30	1.40	1.50	1.60	4.19	3.91	3.64	3.42	21%	5.3%		
601390 CH	中国中铁	1522	6.15	1.35	1.49	1.62	1.75	4.55	4.12	3.80	3.51	16%	3.8%		
601186 CH	中国铁建	1116	8.22	1.92	2.08	2.23	2.37	4.28	3.96	3.68	3.46	18%	4.6%		
<b>平均值</b>								<b>6.31</b>	<b>5.71</b>	<b>5.19</b>	<b>4.74</b>	<b>18%</b>	<b>3.6%</b>		

注：可比公司 EPS 均来自于 Wind 一致预期均值；24 年股息率根据 Wind 一致预期 EPS 计算（假设分红率与 23 年持平）

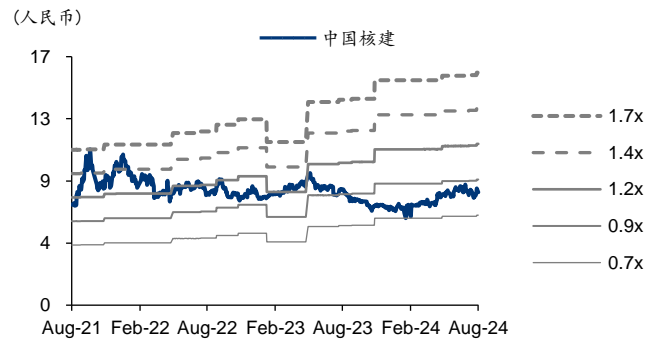
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表67：中国核建 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表68：中国核建 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 风险提示

- 核电审批节奏不及预期。**公司核电工程收入受核电机组审批影响较大，2011-2018 年曾出现过审批停滞现象，对公司核电工程收入发展造成影响，若后续核电审批节奏放缓后受阻则会影响公司核电工程业务收入及盈利；
- 项目进度不及预期。**公司核电工程业务建设周期较长，期间可能会出现各种因素阻碍项目进度，进而对公司收入确认造成影响；
- 应收账款减值风险。**公司应收账款规模仍较大，且单项计提余额仍有 30 亿以上，若公司应收账款回款进一步出现问题，则可能会造成大额的减值，对公司利润造成影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	127,162	145,745	161,813	172,020	182,566
现金	19,057	20,201	20,706	21,405	21,526
应收账款	38,194	42,355	46,551	50,391	53,601
其他应收账款	5,401	5,114	5,252	5,450	5,180
预付账款	5,144	4,498	5,652	5,497	6,462
存货	11,781	12,221	13,768	14,751	15,793
其他流动资产	47,585	61,356	69,884	74,526	80,003
<b>非流动资产</b>	70,212	69,590	73,843	77,201	78,960
长期投资	2,945	3,080	3,741	4,131	4,522
固定投资	5,537	6,572	7,376	8,335	9,178
无形资产	35,151	32,025	32,054	32,143	31,643
其他非流动资产	26,579	27,912	30,671	32,592	33,618
<b>资产总计</b>	197,374	215,336	235,656	249,221	261,527
<b>流动负债</b>	123,368	133,222	145,787	150,699	159,182
短期借款	16,458	17,978	26,891	26,904	26,078
应付账款	45,258	55,082	58,446	64,837	68,592
其他流动负债	61,652	60,162	60,451	58,958	64,512
<b>非流动负债</b>	38,919	43,635	48,378	53,522	53,290
长期借款	37,289	40,850	45,593	50,736	50,505
其他非流动负债	1,630	2,785	2,785	2,785	2,785
<b>负债合计</b>	162,287	176,857	194,166	204,220	212,472
少数股东权益	9,989	9,794	10,641	11,629	12,771
股本	3,020	3,019	3,012	3,012	3,012
资本公积	3,892	3,920	3,920	3,920	3,920
留存公积	9,135	10,755	13,612	16,945	20,798
归属母公司股东权益	25,097	28,685	30,849	33,372	36,284
<b>负债和股东权益</b>	197,374	215,336	235,656	249,221	261,527

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	(4,403)	(315.05)	2,899	3,502	3,913
净利润	2,455	2,783	3,274	3,820	4,414
折旧摊销	2,514	3,801	2,743	2,856	2,911
财务费用	1,885	2,072	2,309	2,403	2,467
投资损失	(279.44)	(418.97)	(343.57)	(347.33)	(369.96)
营运资金变动	(12,297)	(10,969)	(3,091)	(3,243)	(3,522)
其他经营现金	1,321	2,418	(1,992)	(1,987)	(1,987)
<b>投资活动现金</b>	(5,274)	(2,470)	(6,627)	(5,848)	(4,282)
资本支出	(5,510)	(3,100)	(5,197)	(4,833)	(3,693)
长期投资	(56.11)	589.79	(660.98)	(389.80)	(390.44)
其他投资现金	292.48	40.50	(769.26)	(625.03)	(198.17)
<b>筹资活动现金</b>	13,040	4,074	4,234	3,045	489.60
短期借款	5,951	1,520	8,913	13.54	(826.43)
长期借款	2,005	3,560	4,743	5,143	(231.20)
普通股增加	371.12	(0.84)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,196	28.61	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,517	(1,034)	(9,422)	(2,112)	1,547
现金净增加额	3,374	1,264	505.47	698.52	121.56

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	99,138	109,385	121,801	133,780	143,509
营业成本	89,158	96,969	107,851	118,351	126,758
营业税金及附加	252.36	247.77	275.89	303.02	325.06
营业费用	31.54	43.79	48.76	53.56	57.45
管理费用	2,220	2,528	2,801	3,069	3,278
财务费用	1,885	2,072	2,309	2,403	2,467
资产减值损失	(36.14)	(196.10)	(121.80)	(133.78)	(143.51)
公允价值变动收益	30.80	15.57	31.47	25.95	24.33
投资净收益	279.44	418.97	343.57	347.33	369.96
<b>营业利润</b>	2,956	3,059	3,949	4,607	5,327
营业外收入	58.51	86.98	73.46	72.99	77.81
营业外支出	36.85	52.84	51.86	47.18	50.63
<b>利润总额</b>	2,977	3,094	3,971	4,633	5,354
所得税	522.56	311.04	696.99	813.07	939.73
<b>净利润</b>	2,455	2,783	3,274	3,820	4,414
少数股东损益	700.04	719.77	846.87	988.06	1,142
归属母公司净利润	1,755	2,063	2,427	2,832	3,272
EBITDA	7,054	8,665	8,718	9,584	10,416
EPS (人民币, 基本)	0.56	0.59	0.81	0.94	1.09

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.42	10.34	11.35	9.83	7.27
营业利润	11.03	3.52	29.09	16.65	15.62
归属母公司净利润	14.48	17.57	17.66	16.67	15.56
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	10.07	11.35	11.45	11.53	11.67
净利率	2.48	2.54	2.69	2.86	3.08
ROE	7.71	7.67	8.15	8.82	9.40
ROIC	5.85	6.11	5.94	6.15	6.45
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	82.22	82.13	82.39	81.94	81.24
净负债比率 (%)	123.46	123.80	138.65	139.08	134.10
流动比率	1.03	1.09	1.11	1.14	1.15
速动比率	0.87	0.94	0.95	0.98	0.98
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.54	0.53	0.54	0.55	0.56
应收账款周转率	2.79	2.72	2.74	2.76	2.76
应付账款周转率	2.16	1.93	1.90	1.92	1.90
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.68	0.81	0.94	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.46)	(0.10)	0.96	1.16	1.30
每股净资产(最新摊薄)	8.33	9.52	10.24	11.08	12.05
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	13.53	11.50	9.78	8.38	7.25
PB (倍)	0.95	0.83	0.77	0.71	0.65
EV EBITDA (倍)	10.92	9.37	10.54	10.22	9.82

## 免责声明

### 分析师声明

本人，方晏荷、黄颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司