

中国核建 (601611)

证券研究报告

2024年08月08日

核电工程景气度加速上行, 关注公司中长期业绩弹性

中核体系内核电工程专业化上市龙头

公司是中核集团旗下历史最久、规模最大、专业一体化程度最高的核电工程建设企业, 技术优势凸显。主营业务分为核电工程、工业与民用工程两大板块, 23年收入占比分别为22%、69%。公司2016年上市以来业绩持续正增长, 16-23年营业收入和归母净利润的复合增长率分别为14.8%、14.5%, 体现了较强的业绩成长性。随着核电行业景气度高增, 我们预计23-26年公司归母净利润复合增长率有望达到16.25%。

核电工程行业景气度加速上行

2019年起我国核电站核准提速, 22-23年均核准机组数量为10台, 19-23年核电完成投资CAGR达29.7%。我国核电投资运营主体主要包括中国广核、中国核电, 两家企业在运核电装机占全国比重达到90%以上。21年起中国核电(中核集团子公司)资本开支节奏显著提速, 23年投资规模较22年增长58.1%。2024年计划资本开支金额达1215.5亿元, 同比+51.9%, 其中核能项目占比约2/3, 新能源占比约1/3。中国核电预计2024-2030年核电机组装机容量复合增长率约为8.76%。从能源结构来看, 据中国核能行业协会数据, 预计2035年我国核电在总发电量中的占比将达到10%左右(目前仅5%), 未来核电建设发展空间广阔。从市占率角度来看, 核电工程行业集中度较高, 中国核建在核岛建设环节的份额具有领先优势, 有望充分受益于行业扩容。

减值损失收窄/冲回, 或带来较高的业绩弹性

19-23年公司信用减值/归母净利润的比重在70-90%, 远高于其他八大建筑央企, 我们判断一方面可能由于核电工程本身施工周期较长(4-5年), 导致公司应收账款中超过3年以上的占比较高(23年为19.1%, 在建筑央企中最高), 另一方面, 我们认为这种高比例减值也反映出公司在减值会计处理方面或更为保守, 若后续减值收窄, 则我们认为公司业绩仍具备较大的增长弹性。

期待核电工程持续放量, 给予“增持”评级

我们预计公司24-26年归母净利润分别为24、28、32亿元, 同比分别+18%、+15%、+16%, 对应8月7日收盘的PE分别为10、8、7倍。截至2024年8月7日收盘, 可比公司24年平均PE为12.4倍, 我们认为公司有望在核电工程行业扩容之下显著受益, 参考可比公司估值, 给予公司24年11倍PE, 对应目标价8.91元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 核电站核准及开工进度不及预期, 基建地产投资增速不及预期, 应收账款减值风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	99,137.80	109,385.02	116,687.27	125,378.54	135,759.88
增长率(%)	18.42	10.34	6.68	7.45	8.28
EBITDA(百万元)	9,950.54	13,726.84	11,279.85	12,240.88	13,314.62
归属母公司净利润(百万元)	1,754.57	2,062.83	2,438.50	2,806.17	3,241.13
增长率(%)	14.48	17.57	18.21	15.08	15.50
EPS(元/股)	0.58	0.68	0.81	0.93	1.08
市盈率(P/E)	13.42	11.42	9.66	8.39	7.27
市净率(P/B)	0.94	0.82	0.81	0.74	0.67
市销率(P/S)	0.24	0.22	0.20	0.19	0.17
EV/EBITDA	5.27	3.81	4.96	4.63	4.18

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	7.82元
目标价格	8.91元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,011.54
流通A股股本(百万股)	3,011.54
A股总市值(百万元)	23,550.20
流通A股市值(百万元)	23,550.20
每股净资产(元)	6.43
资产负债率(%)	82.29
一年内最高/最低(元)	8.53/6.05

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

任嘉禹 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524070001
renjiayu@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《中国核建-季报点评:新签合同情况良好, 业务模式渐起变化, 助业绩稳增长》2017-10-26
- 《中国核建-半年报点评:净利润稳定增长, PPP 推动商业模式转型》2017-08-31
- 《中国核建-首次覆盖报告:收入利润基本持平, 积极探索 PPP 业务》2017-04-28

1. 公司基本情况概览.....	4
2. 核电工程行业景气度加速上行.....	9
3. 盈利预测和投资建议.....	14
4. 风险提示.....	16

内容目录

图表目录

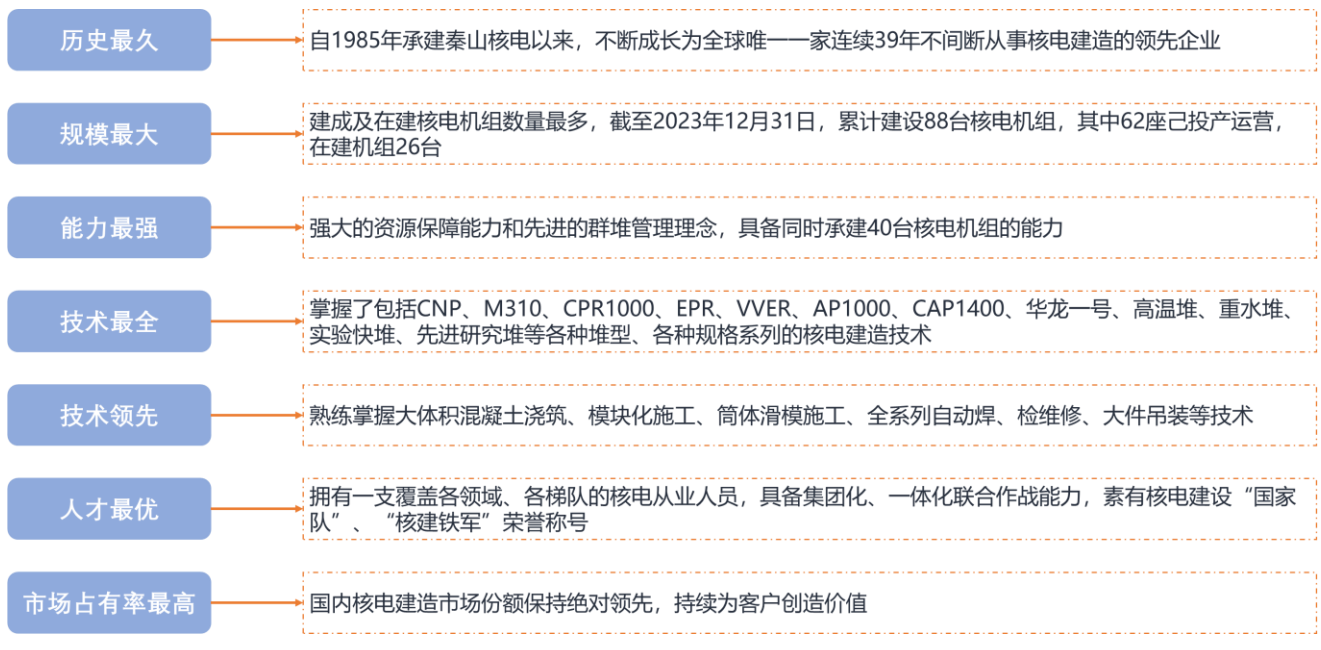
图 1：中国核建核心竞争力	4
图 2：公司股权结构（截至 24Q1 末）	4
图 3：2014-2024Q1 公司营业收入及增速	5
图 4：2014-2024Q1 公司归母净利润及增速	5
图 5：2014-2023 年公司分业务营业收入（亿元）	6
图 6：2023 年公司分业务收入占比	6
图 7：2014-2024Q1 公司毛利率与净利率情况	6
图 8：2014-2023 年公司分业务毛利率	6
图 9：2014-2024Q1 公司费用率情况	7
图 10：2014-2024Q1 公司经营性现金流净额	7
图 11：2019-2023 年可比公司信用减值损失绝对值占归母净利润比例	8
图 12：核电机组示意图	9
图 13：核岛建设的大致流程	9
图 14：国内典型三代核电建成造价构成	10
图 15：2019-2023 年中国核电、中国广核度电总成本（元/千瓦时）	10
图 16：不同发电方式的比较	10
图 17：2014-2023 年我国在建及新核准核电机组数量	11
图 18：2014-2023 年我国在建及累计投运核电装机容量	11
图 19：2008-2023 年我国电源基本建设完成投资及增速	12
图 20：2019-2023 年我国核电完成投资及增速	12
图 21：2020-2024 年中国核电及中国广核资本开支计划及增速	12
图 22：2018-2023 年中国核电及中国广核的核电装机容量	12
图 23：2014-2023 年中国核建核电工程营业收入及增速	13
图 24：2016-2023 年中国核建新签订单情况	13
表 1：公司主要子公司情况（截至 23 年末）	5
表 2：2023 年公司应收账款规模及坏账计提比例	8
表 3：建筑央企应收账款规模及占比比较	8
表 4：中国核电 2019-2023 年营业成本构成	11

表 5：公司收入预测拆分	14
表 6：公司费用率预测	14
表 7：可比公司估值表	15

1. 公司基本情况概览

中核系旗下的核电工程专业化上市龙头。中国核工业建设股份有限公司（股票简称：中国核建）是一家以核电工程、工业和民用工程建设等为主营业务的大型国有控股上市企业，2016年在上交所上市。公司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，截至2023年，是全球唯一一家连续39年不间断从事核电建造的领先企业，代表着我国核电工程建造的最高水平。

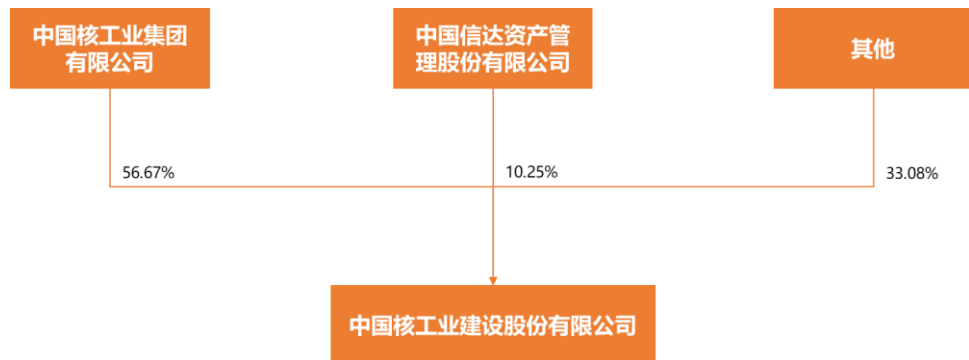
图 1：中国核建核心竞争力



资料来源：公司公告，天风证券研究所

股权结构：股东央企背景，持股比例高，中核体系内的核心施工企业。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，是国家核科技工业的主体、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，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，也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。截至24Q1，公司实际控制人为国务院国资委，第一大股东为中核集团，其持有公司56.67%股权，第二大股东为中国信达资产，其持股比例为10.25%。

图 2：公司股权结构（截至24Q1末）



资料来源：Wind，天风证券研究所

子公司资质齐全，专业化优势明显。

中核二二：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。

中核二三：是中国规模最大的核工程综合安装企业，是国际上唯一一家连续 30 余年不间断从事核电站核岛安装的大型企业，是经国家住房和城乡建设部核定的施工总承包一级企业。

中核二四：是我国组建最早的从事核工程及国防工程建设的综合建筑企业。

中核五公司：是以国防工程、核工程、核电工程和工业与民用建筑安装工程业务为主的大型综合性建筑安装企业。

中核华兴：是一家具有深厚历史底蕴和广泛国际影响的知名建筑承包商和建筑服务商。

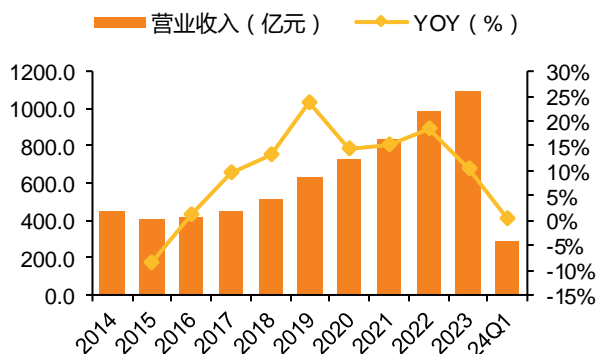
表 1：公司主要子公司情况（截至 23 年末）

企业名称	净利润（亿元）	主营业务	持股比例
中国核工业第二二建设有限公司	1.64	建筑施工	100%
中国核工业二三建设有限公司	7.11	建筑施工	65.89%
中国核工业二四建设有限公司	3.13	建筑施工	72.79%
中国核工业第五建设有限公司	2.45	建筑施工	69.65%
中国核工业华兴建设有限公司	7.61	建筑施工	74.58%
中国核工业中原建设有限公司	1.10	建筑施工	100%
中核华泰建设有限公司	0.82	建筑施工	100%
中核华辰建筑工程有限公司	1.49	建筑施工	64.42%
和建国际工程有限公司	-0.28	国际工程、贸易	60%
中核检修有限公司	1.65	检测维修	85.57%
中核机械工程有限公司	0.23	机械吊装	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

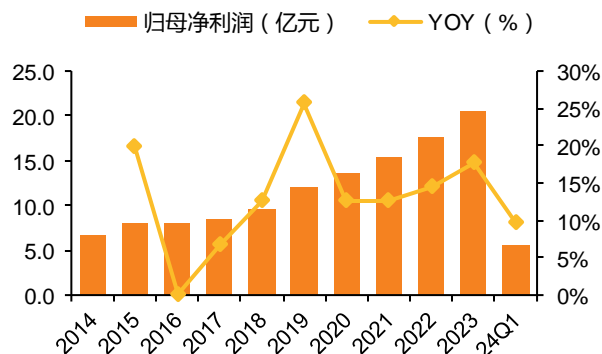
公司主营业务分为核电工程、工业与民用工程两大板块，业绩成长性较好。2016 年上市至 2023 年，公司业绩持续正增长，16-23 年营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 14.8%、14.5%，展现了较好的业绩成长性。从收入占比的角度来看，23 年公司营业收入 1094 亿元，同比+10.3%，其中，工业与民用工程收入 751 亿元，占比 69%，核电工程收入 239 亿元，占比 22%，此外，公司其他业务主要是 PPP 项目运营收入、混凝土及材料销售收入，23 年收入占比 9%。截至 24Q1，公司收入、归母净利润分别为 290.4、5.6 亿元，同比分别 +0.4%、+9.6%。

图 3：2014-2024Q1 公司营业收入及增速



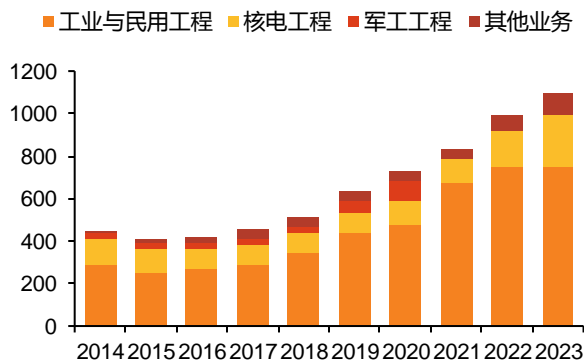
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2014-2024Q1 公司归母净利润及增速



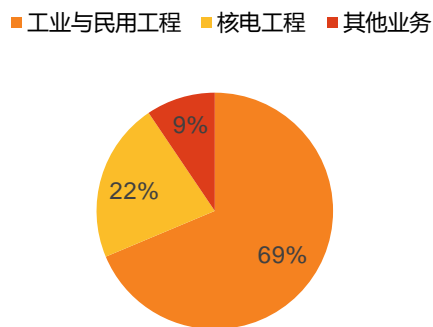
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2014-2023 年公司分业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2023 年公司分业务收入占比

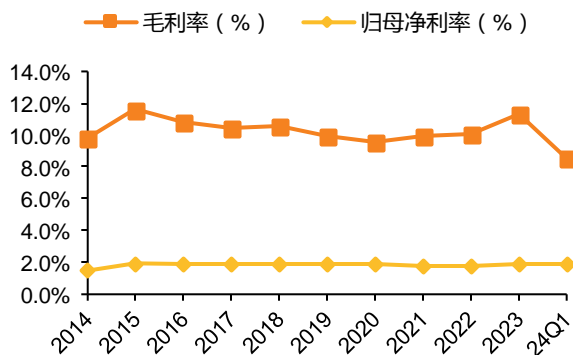


资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利能力总体较为稳定。近年来公司毛利率总体呈现上行趋势，而净利率则基本稳定。我们按照公司业务板块分开来看：

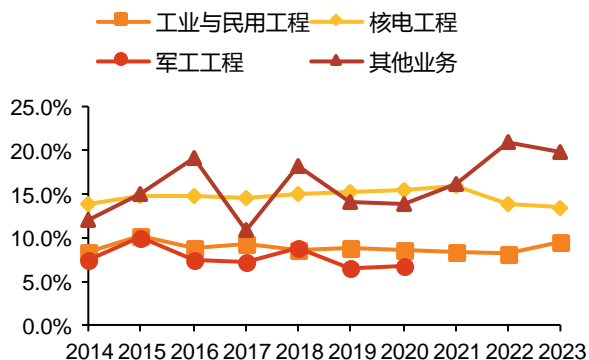
- 1) **核电工程**：毛利率常年维持在 13-15%左右，22-23 年核电工程毛利率较以往有所下滑，我们判断主要由于 22-23 年核电站核准开工提速，公司核电工程类订单快速增长，但核电站施工周期较长，因此毛利率下滑可能与收入确认的节奏有关；
- 2) **工业与民用工程**：毛利率常年保持在 8-10%之间，23 年该业务毛利率为 9.5%，同比 +1.3pct，我们判断可能与公司业务结构的优化有关。

图 7：2014-2024Q1 公司毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

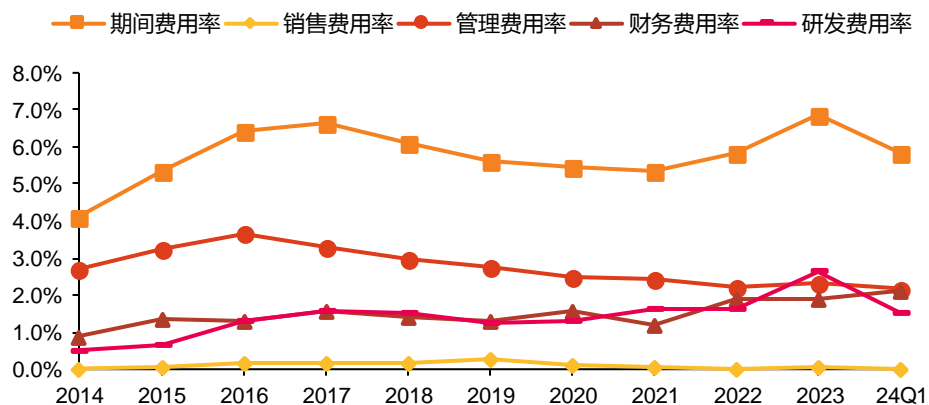
图 8：2014-2023 年公司分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

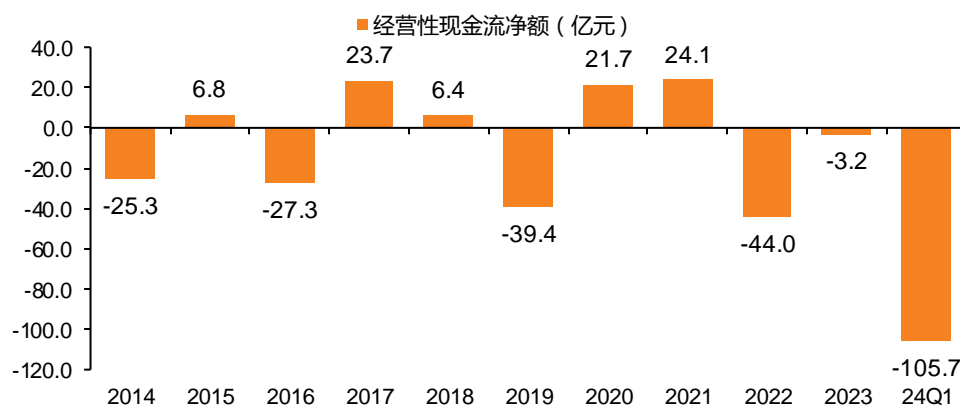
研发费用增加导致整体费用率有所上升。费用方面，公司整体费用控制能力较好，23 年公司期间费用率为 6.9%，同比+1.1pct，主要由于公司在核电等重点施工领域加大研发投入，研发费用同比+76.5%至 28.7 亿元，研发费用率同比+1.0pct。现金流方面，公司经营性现金流存在一定的周期性波动，我们推测和工程结算及收款进度有关。

图 9：2014-2024Q1 公司费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

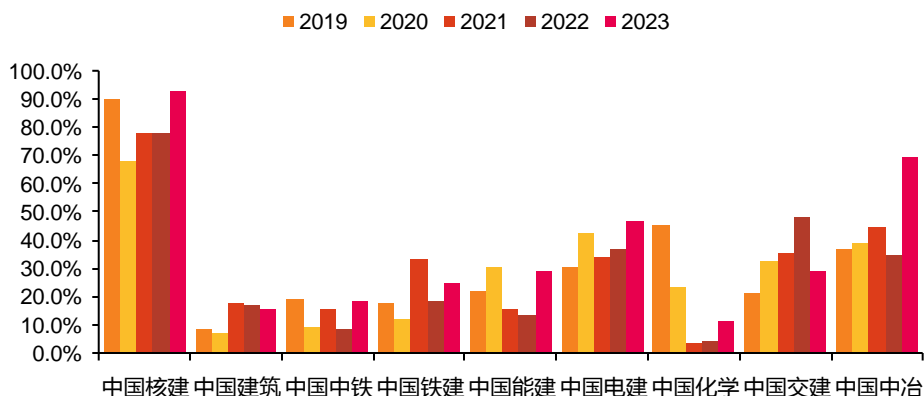
图 10：2014-2024Q1 公司经营性现金流净额



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司信用减值对利润影响较大，损失绝对值占净利润的比重在建筑央企中靠前。2023 年公司信用减值 19.13 亿元。归母净利润 20.6 亿元，2019-2023 年公司信用减值/归母净利润的比重约在 70-90%之间，远高于下图中的其他 8 家建筑央企。这种高比例减值损失，我们判断一方面可能由于核电工程本身施工周期较长（4-5 年），导致公司应收账款中超过 3 年以上的占比较高（23 年为 19.1%，在下列 8 家建筑央企中最高），另一方面，我们认为这种高比例减值也反映出公司在减值会计处理方面或更为保守。

图 11：2019-2023 年可比公司信用减值损失绝对值占归母净利润比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：2023 年公司应收账款规模及坏账计提比例

名称	2023 年期末余额 (亿元)		
	应收账款	坏账准备	计提比例 (%)
按账龄计提			
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%
按账龄计提合计	434.75	48.19	11.1%
按单项计提			
按单项计提合计	56.74	19.75	34.8%
应收账款及坏账准备合计	491.49	67.93	13.8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：建筑央企应收账款规模及占比比较

公司名称	应收账款合计 (亿元)	账龄 3 年以上 (亿元)	占比
中国核建	491	94	19.1%
中国建筑	3030	267	8.8%
中国中铁	1725	161	9.3%
中国铁建	1738	123	7.1%
中国能建	843	83	9.8%
中国电建	1175	106	9.0%
中国化学	299	49	16.3%
中国交建	1404	242	17.2%
中国中冶	1512	220	14.5%

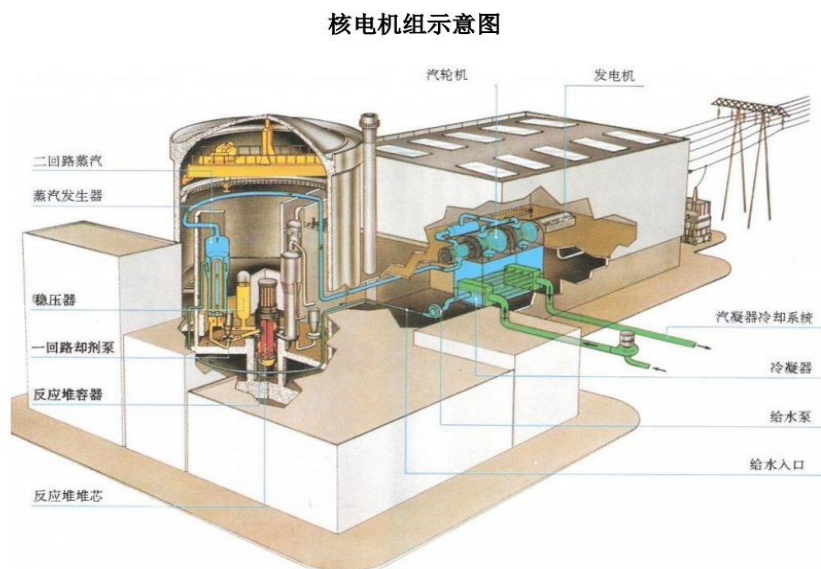
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：数据均截至 23 年

2. 核电工程行业景气度加速上行

核电站建设内容主要包括核电站核岛、常规岛、BOP 工程及其他与核电站相关工程。其中核岛建设又可以分为土建和安装两个环节，由于核岛建设难度高、技术要求高，多采用邀请招标制度。而核电站常规岛、BOP 工程建设的难度和特殊性不及核岛建设，竞争格局也更加分散，多采用公开招标制度。

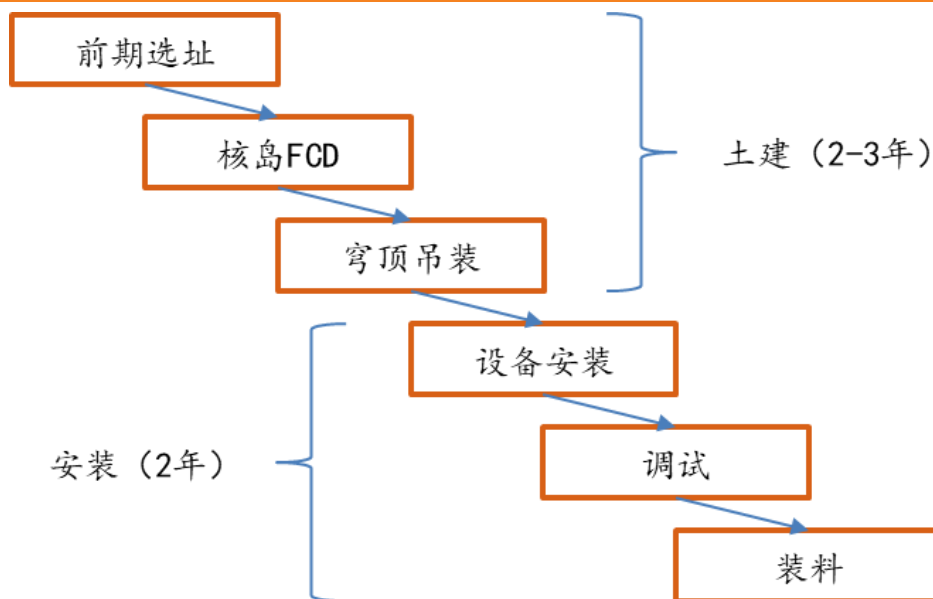
图 12：核电机组示意图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

核电站建设周期：核岛 FCD(即核岛浇筑第一灌混凝土)标志着一座核电站正式开工建设，核电工程从开展前期工作到建成使用，一般需要 10 年左右的时间，核电站主体工程建设阶段一般也需要 5 年左右的时间。单台核电机组的建设周期约为 60 个月，关键环节包括工程设计、设备制造、工程建设、项目管理、营运管理等方面。

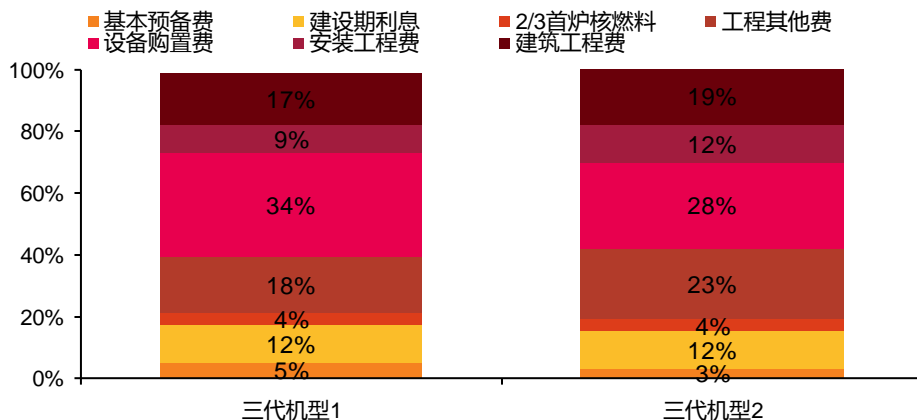
图 13：核岛建设的大致流程



资料来源：中国广核集团公众号，中国核建招股说明书，天风证券研究所

核电站投资规模：按照国内核电厂费用性质划分，工程建成价由建筑工程费、安装工程费、设备购置费、工程其他费用、基本预备费、2/3 首炉核燃料费和动态费用组成，其中，建筑工程费、安装工程费、设备购置费合为工程费用。目前国内三代核电双机组工程建成价平均在 400 亿元人民币左右，工程费用约占整个核电工程造价的 60%。

图 14：国内典型三代核电建成造价构成



资料来源：中国核工业公众号，天风证券研究所

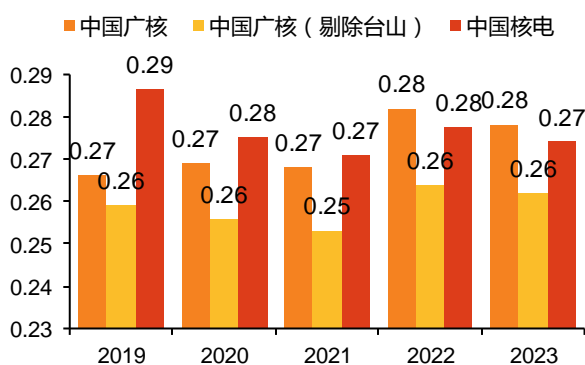
核电站运营的度电成本低于火电，稳定性高于风光水发电。

从度电成本角度：2019-2023 年中国核电、中国广核的核电的度电发电成本保持在 0.25-0.29 元/千瓦时范围内波动，低于火电。

从绿色清洁角度：核电向电网输电几乎不产生温室气体，是一种可持续的清洁能源。

从稳定性角度：核电机组商业化运营后系统运行稳定且发电质量高，在所有常规发电形式中核电设备运行寿命时间最长，年均发电时长最高。从下表可以看出，核电机组的利用小时数不受自然资源影响，核电年均发电时长超过火电，远超风光水发电。

图 15：2019-2023 年中国核电、中国广核度电总成本 (元/千瓦时)



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：引用天风环保公用团队《探索核电盈利奥秘》，中国广核数据中涵盖联营公司红沿河核电

图 16：不同发电方式的比较

发电方式	运行寿命/年	年均发电时长/小时	度电成本/元
风电	20	2078	0.30-0.35
太阳能发电	25	2600	0.30-0.50
火电	30	6570	0.30-0.40
水电	60	3762	0.07-0.10
核电	80	7100	0.25-0.29

资料来源：刘其炳等《核能发电与传统发电在民用消费中的比较分析》，黄渤海新区松山产业园公众号，中国核电公司公告，中国广核公司公告，天风证券研究所

注：运行寿命、发电时长数据来自于论文中的研究案例，并非行业整体情况

从折旧和利润角度：以中国核电的数据为例，2019-2023 年中国核电营业成本中，折旧成本占比约为 40%左右，燃料及其他材料成本占比 20%，核电站一般设计使用寿命大约在 40 年左右，折旧也依照设计寿命进行，但实际上，在役核电厂在满足安全要求的条件下延寿是核电行业的重要趋势，寿命可通过技改维护等延长更久，隐性利润更高。

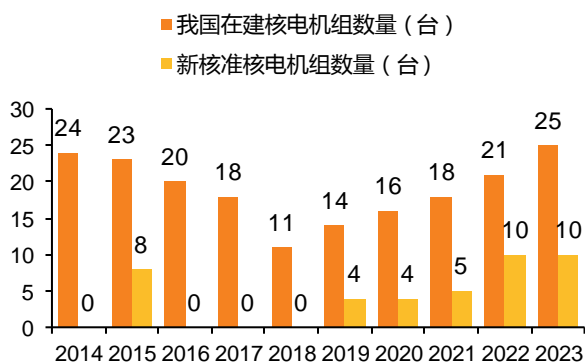
表 4：中国核电 2019-2023 年营业成本构成

	2019	2020	2021	2022	2023
固定资产折旧	40.32%	38.39%	39.10%	38.38%	38.67%
燃料及其他材料	21.52%	22.08%	21.10%	22.15%	22.19%
运行维护费用	14.38%	12.77%	13.50%	12.92%	11.72%
人员费用	11.07%	12.00%	11.80%	13.64%	13.72%
其他	12.71%	14.76%	14.49%	12.91%	13.70%

资料来源：中国核电公司公告，天风证券研究所

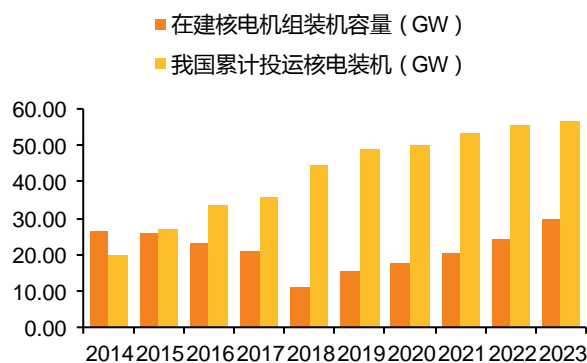
我国核电景气度正在加速上行。在 2016-2018 年的三年零核准期后，2019 年起我国核电核准提速。2021 年初，政府工作报告中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”，系我国多年来首次采用“积极”的表述明确提及核电；“十四五”规划中明确提出积极有序的发展沿海三代核电建设；2022 年发布的《“十四五”现代能源体系规划》中再次提到积极安全有序发展核电，要求到 2025 年核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右，相比 2022 年末的 5563 万千瓦增长 25.8%；2022 年党的二十大报告提出，“积极稳妥推进碳达峰碳中和”“积极安全有序发展核电”；2023 年 12 月 29 日，经国务院常务会议审议，决定核准金七门核电项目 1、2 号机组与太平岭核电二期工程 3、4 号机组，这是自 2023 年 7 月 31 日核准 6 台机组后，年内第二次新核电项目通过审批。目前，我国大陆在运核电机组数量居全球第三，在建核电机组数量继续保持全球第一。

图 17：2014-2023 年我国在建及新核准核电机组数量



资料来源：中国核能行业协会，中国核建公司公告，核能号公众号，天风证券研究所

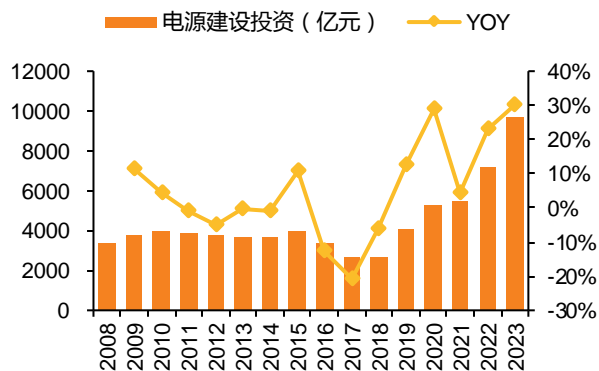
图 18：2014-2023 年我国在建及累计投运核电装机容量



资料来源：中国核能行业协会，Wind，天风证券研究所

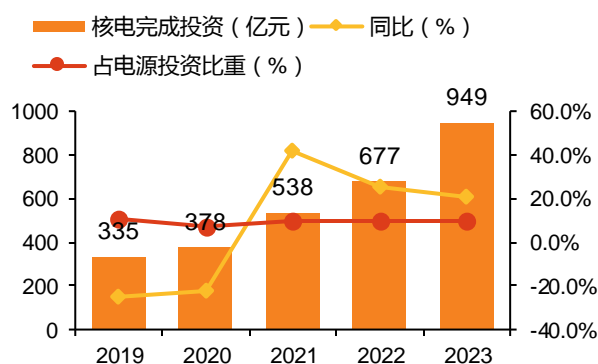
19 年以来我国电源建设投资步入快速发展阶段，核电投资持续提速。双碳国策之下，我国新能源用电需求的不断增长，新能源装机量持续攀升，带动电源工程建设明显提速。至 2023 年，我国电源建设完成投资 9675 亿元，同比+30.1%。其中，核电完成投资 949 亿元，同比+20.8%，占整个电源工程投资的比重约为 9.8%，19-23 年核电投资 CAGR 达 29.7%，呈现快速发展的趋势。

图 19：2008-2023 年我国电源基本建设完成投资及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2019-2023 年我国核电完成投资及增速

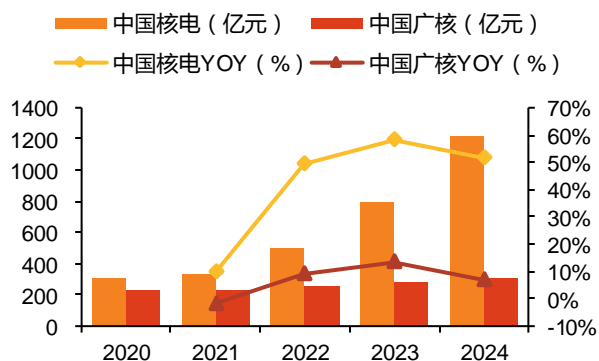


资料来源：国家能源局，天风证券研究所

我国核电投资运营商主要包括中国广核，中国核电，两家企业在运核电装机占全国比重达到 90% 以上。从装机规模来看，截至 2023 年末，我国核电在运装机规模为 56.91GW，其中，中国广核和中国核电在运核电装机规模分别为 30.57、23.75GW，占比分别为 53.7%、41.7%。

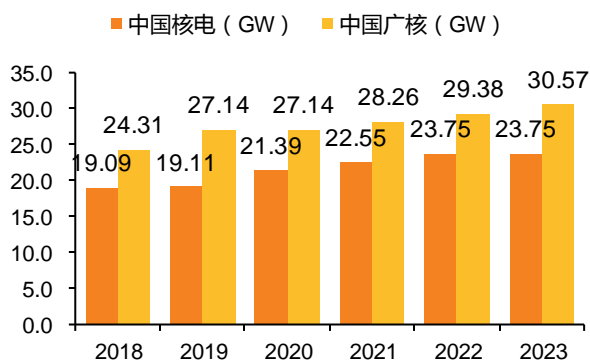
大股东旗下的中国核电资本开支节奏显著提速。中国核电 2015-2023 年核电机组装机容量的复合增长率约为 9.48%，2021-2023 年开始显著加大资本开支，23 年投资规模较 22 年增长 58.1%。2024 年计划资本开支金额达 1215.5 亿元，同比+51.9%，其中核能项目占比约 2/3，新能源占比约 1/3。截至 6 月末，中国核电控股 11 台在建核电机组，处于安装和调试阶段，此外还有 4 台已核准核电机组在做 FCD 前准备。同时公司预计 2024 年至 2030 年核电机组装机容量复合增长率约为 8.76%。

图 21：2020-2024 年中国核电及中国广核资本开支计划及增速



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

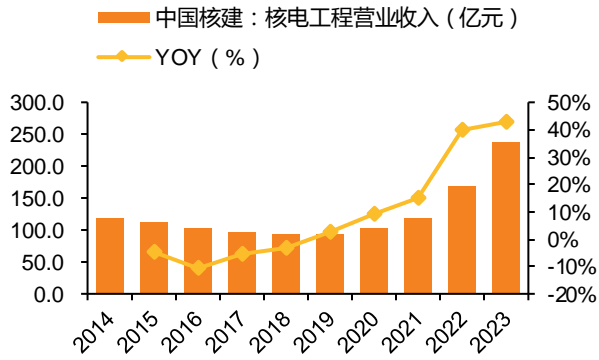
图 22：2018-2023 年中国核电及中国广核的核电装机容量



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

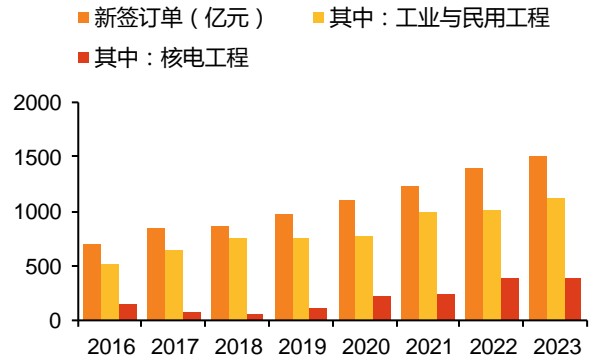
中国核建的核电工程收入和订单也印证了景气度上行的趋势。2022 年公司核电工程业务收入 167.48 亿元、同比+40%，主因系核电工程建设逐步迎来高峰期，华龙一号福清核电 6 号机组、巴基斯坦卡拉奇 K3 及 ACPR-1000 红沿河 6 号机组正式商运。2023 年核电工程业务收入 239.26 亿元、同比+43%，在建 26 台核电机组均进展顺利，6 台机组实现 FCD，7 台机组实现穹顶吊装，3 台机组实现冷试，2 台机组实现热试。订单层面，21-23 年公司核电工程订单分别为 238、380.2、384 亿元，占总体新签订单的比例分别为 19.2%、27.3%、25.5%。

图 23：2014-2023 年中国核建核电工程营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2016-2023 年中国核建新签订单情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 24-26 年收入增速分别为 6.7%、7.4%、8.3%，整体毛利率分别为 11.7%、12.1%、12.5%，针对公司收入进行拆分并作出如下预测：

- 1) **核电工程：**19 年以来核电机组的核准数量快速增长，核电工程行业景气度快速上行，带动公司核电工程收入规模显著增加，22-23 年公司核电工程业务的收入同比增速均在 40%以上。我们预计随着公司在手核电订单的逐步释放，核电工程业务仍有望保持快速增长，预计 24-26 年公司核电工程收入同比增速分别为+26.0%、+23.0%、+21.0%，毛利率预计维持稳定。
- 2) **工业与民用工程：**公司工业与民用工程业务与基建、地产投资景气度密切相关，考虑到近年来地产及基建行业基本面压力仍存，同时从 24 年起 12 个化债省份不得在交通、新基建等领域新增政府投资项目，或导致行业内竞争加剧，因此我们预计该业务收入增速或延续 23 年的小幅下滑趋势，预计 24-26 年收入增速为-2%，同时业务结构调整和优化或带动毛利率延续 23 年的上行趋势。
- 3) **其他业务：**预计延续过去的增长趋势，毛利率与历史水平持平。

表 5：公司收入预测拆分

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	83719.9	99137.8	109385.0	116687.3	125378.5	135759.9
YOY (%)	15.0%	18.4%	10.3%	6.7%	7.4%	8.3%
毛利率 (%)	9.9%	10.1%	11.4%	11.7%	12.1%	12.5%
工业与民用工程	66967.4	75227.2	75123.2	73620.8	72148.3	70705.4
YOY (%)	39.5%	12.3%	-0.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
毛利率 (%)	8.4%	8.2%	9.5%	9.5%	9.6%	9.7%
核电工程	11963.8	16747.8	23926.3	30147.1	37081.0	44868.0
YOY (%)	15.0%	40.0%	42.9%	26.0%	23.0%	21.0%
毛利率 (%)	15.9%	13.8%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
其他业务	4788.7	7162.8	10335.5	12919.4	16149.2	20186.5
YOY (%)	11.6%	49.6%	44.3%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率 (%)	16.2%	20.9%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

- 4) **费用率：**我们认为随着公司内部改革持续深化，费用控制能力或有所增强，预计 24-26 年销售费用率和管理费用率有望小幅度下行，研发费用率或随着公司持续加大研发投入而有所上升，财务费用率有望稳中有降，整体费用率或随着研发投入的加大而有所上升。

表 6：公司费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%
管理费用率	2.24%	2.31%	2.30%	2.25%	2.20%
研发费用率	1.64%	2.63%	2.80%	3.00%	3.20%
财务费用率	1.90%	1.89%	1.83%	1.83%	1.68%
四费/营业收入	5.81%	6.87%	6.96%	7.11%	7.10%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 24、28、32 亿元，同比分别 +18%、+15%、+16%，对应 8 月 7 日收盘的 PE 分别为 10、8、7 倍。我们选取了中核体系内同样受益于核电行业景气度上行的中国核电、中核科技，以及业务结构与公司相似的中国电建、中国能建、中国化学作为可比公司。截至 2024 年 8 月 7 日收盘，可比公司 24 年平均 PE 为 12.4 倍，我们认为公司有望在核电工程行业扩容之下显著受益，参考可比公司估值，给予公司 24 年 11 倍 PE，对应目标价 8.91 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601669.SH	中国电建	945.72	5.49	0.75	0.85	0.96	1.07	7.28	6.45	5.74	5.13
601868.SH	中国能建	933.88	2.24	0.19	0.21	0.24	0.27	11.69	10.44	9.36	8.43
601117.SH	中国化学	439.24	7.19	0.89	0.99	1.11	1.24	8.09	7.29	6.47	5.82
601985.SH	中国核电	2073.38	10.98	0.56	0.60	0.66	0.71	19.52	18.23	16.64	15.47
000777.SZ	中核科技	56.71	14.75	0.58	0.75	0.97	1.36	25.54	19.59	15.13	10.85
	平均							14.43	12.40	10.67	9.14
601611.SH	中国核建	235.50	7.82	0.68	0.81	0.93	1.08	11.42	9.66	8.39	7.27

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 20240807，除中国核建 EPS 为天风预测外，其余公司数据来自 Wind 一致预期。

4. 风险提示

核电站核准及开工进度不及预期：公司后续业绩及估值提升的核心在于核电工程业务的规模扩张，若后续核电站核准及开工进度受其他因素影响导致不及预期，则可能导致公司收入和利润的增长速度不及预期。

基建地产投资增速不及预期：截至 23 年，公司还有 69% 的收入来自于工业及民用工程，与基建、地产投资景气度密切相关，若受制于行业资金及项目的持续收紧，可能导致公司业绩增长不及预期。

应收账款减值风险：公司减值损失占净利润的比例远超过其他建筑央企，且公司业务结构中仍有较多的房建施工业务，可能因为计提减值而侵蚀部分利润。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,056.95	20,200.78	21,549.33	23,154.40	25,071.58
应收票据及应收账款	39,090.33	42,909.80	46,477.80	54,521.58	54,840.55
预付账款	5,143.82	4,498.49	6,023.81	5,610.16	6,397.83
存货	11,781.33	12,220.74	13,037.59	14,405.40	14,965.55
其他	9,544.34	9,255.12	62,183.76	66,666.69	76,984.99
流动资产合计	84,616.77	89,084.93	149,272.30	164,358.22	178,260.51
长期股权投资	2,944.62	3,080.34	3,080.34	3,080.34	3,080.34
固定资产	5,537.83	6,578.86	7,289.18	7,887.65	8,387.94
在建工程	640.58	914.37	825.56	718.59	639.51
无形资产	35,157.30	32,034.15	29,212.23	26,390.30	23,568.37
其他	25,931.45	26,982.37	27,640.23	29,086.06	30,133.27
非流动资产合计	70,211.78	69,590.10	68,047.54	67,162.95	65,809.43
资产总计	197,373.86	215,335.56	217,319.83	231,521.17	244,069.95
短期借款	16,457.63	17,977.98	23,595.13	25,160.24	27,928.31
应付票据及应付账款	51,633.03	57,452.70	59,251.52	63,729.56	69,864.28
其他	34,021.40	38,886.40	53,835.22	58,034.46	58,950.92
流动负债合计	102,112.05	114,317.08	136,681.87	146,924.26	156,743.51
长期借款	33,778.48	37,259.04	35,274.83	35,357.95	33,820.00
应付债券	3,510.93	3,590.56	3,339.55	3,480.35	3,470.15
其他	1,630.02	2,785.35	2,175.41	2,196.93	2,385.90
非流动负债合计	38,919.43	43,634.95	40,789.80	41,035.22	39,676.05
负债合计	162,287.27	176,857.04	177,471.67	187,959.49	196,419.56
少数股东权益	9,989.38	9,793.90	10,618.46	11,535.51	12,577.38
股本	3,019.71	3,018.87	3,011.54	3,011.54	3,011.54
资本公积	3,891.59	3,920.20	3,920.20	3,920.20	3,920.20
留存收益	9,135.14	10,754.90	12,852.01	15,265.32	18,052.70
其他	9,050.76	10,990.64	9,445.95	9,829.12	10,088.57
股东权益合计	35,086.59	38,478.52	39,848.16	43,561.69	47,650.39
负债和股东权益总计	197,373.86	215,335.56	217,319.83	231,521.17	244,069.95

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,454.61	2,782.59	2,438.50	2,806.17	3,241.13
折旧摊销	2,174.00	3,547.78	3,477.42	3,543.42	3,607.72
财务费用	2,120.65	2,773.28	2,133.48	2,297.88	2,286.02
投资损失	(279.44)	(418.97)	(343.57)	(395.00)	(385.85)
营运资金变动	(12,577.96)	(3,295.18)	(4,362.40)	(7,330.03)	(5,471.45)
其它	1,705.29	(5,704.55)	957.70	1,066.34	1,211.48
经营活动现金流	(4,402.85)	(315.05)	4,301.13	1,988.78	4,489.05
资本支出	6,380.95	668.07	1,886.94	1,191.48	1,018.03
长期投资	62.42	135.73	0.00	0.00	0.00
其他	(11,717.18)	(3,273.68)	(2,855.31)	(1,990.78)	(1,839.28)
投资活动现金流	(5,273.81)	(2,469.89)	(968.37)	(799.29)	(821.25)
债权融资	11,367.04	2,168.57	43.44	574.56	(1,386.70)
股权融资	3,082.61	1,705.65	(2,027.65)	(158.98)	(363.91)
其他	(1,409.62)	199.81	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	13,040.03	4,074.02	(1,984.20)	415.58	(1,750.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,363.37	1,289.09	1,348.55	1,605.07	1,917.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	99,137.80	109,385.02	116,687.27	125,378.54	135,759.88
营业成本	89,157.76	96,969.02	103,039.56	110,216.52	118,806.98
营业税金及附加	252.36	247.77	256.71	275.83	298.67
销售费用	31.54	43.79	35.01	31.34	27.15
管理费用	2,219.84	2,528.47	2,683.81	2,821.02	2,986.72
研发费用	1,628.55	2,874.86	3,267.24	3,761.36	4,344.32
财务费用	1,884.75	2,071.73	2,133.48	2,297.88	2,286.02
资产/信用减值损失	(1,399.63)	(2,109.11)	(1,775.00)	(2,030.00)	(2,375.00)
公允价值变动收益	30.80	15.57	(1.09)	0.00	0.00
投资净收益	279.44	418.97	343.57	395.00	385.85
其他	2,096.89	3,264.47	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	2,955.50	3,059.49	3,838.95	4,339.58	5,020.87
营业外收入	58.51	86.98	73.46	96.00	85.48
营业外支出	36.85	52.84	51.86	35.00	46.57
利润总额	2,977.16	3,093.63	3,860.56	4,400.58	5,059.79
所得税	522.56	311.04	463.27	528.07	607.17
净利润	2,454.61	2,782.59	3,397.29	3,872.51	4,452.62
少数股东损益	700.04	719.77	958.79	1,066.34	1,211.48
归属于母公司净利润	1,754.57	2,062.83	2,438.50	2,806.17	3,241.13
每股收益(元)	0.58	0.68	0.81	0.93	1.08

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	18.42%	10.34%	6.68%	7.45%	8.28%
营业利润	11.03%	3.52%	25.48%	13.04%	15.70%
归属于母公司净利润	14.48%	17.57%	18.21%	15.08%	15.50%
获利能力					
毛利率	10.07%	11.35%	11.70%	12.09%	12.49%
净利率	1.77%	1.89%	2.09%	2.24%	2.39%
ROE	6.99%	7.19%	8.34%	8.76%	9.24%
ROIC	9.61%	8.45%	8.75%	9.48%	9.87%
偿债能力					
资产负债率	82.22%	82.13%	81.66%	81.18%	80.48%
净负债率	130.07%	126.65%	124.38%	116.68%	104.54%
流动比率	1.03	1.09	1.09	1.12	1.14
速动比率	0.94	1.00	1.00	1.02	1.04
营运能力					
应收账款周转率	2.65	2.67	2.61	2.48	2.48
存货周转率	8.74	9.11	9.24	9.14	9.24
总资产周转率	0.54	0.53	0.54	0.56	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.68	0.81	0.93	1.08
每股经营现金流	-1.46	-0.10	1.43	0.66	1.49
每股净资产	8.33	9.52	9.71	10.63	11.65
估值比率					
市盈率	13.42	11.42	9.66	8.39	7.27
市净率	0.94	0.82	0.81	0.74	0.67
EV/EBITDA	5.27	3.81	4.96	4.63	4.18
EV/EBIT	6.71	5.12	7.17	6.52	5.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com