

2024年08月29日

中国核建 (601611.SH)

——扣非业绩超预期，核电景气逻辑验证，增速领跑建筑央企

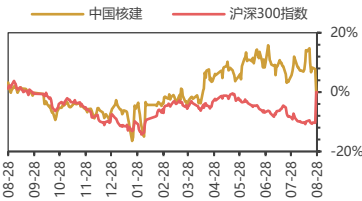
买入 (维持)

投资要点:

证券分析师

戴铭余
S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 公司实现营业收入 546.27 亿元, 同比增长 0.10%, 归母净利润 9.55 亿元, 同比上升 6.88%, 扣非归母净利润 10.33 亿元, 同比上升 20.59%。其中二季度, 公司实现营业收入 255.92 亿元, 同比下降 0.21%, 归母净利润 3.98 亿元, 同比上升 3.30%, 扣非归母净利润 4.94 亿元, 同比上升 38.26%。业绩符合我们的预期, 扣非归母净利润好于预期。
- **核电工程营收增速较快, 单季扣非归母净利增速居当前已公告业绩的央企建筑公司首位。** 2024 年上半年, 公司核电工程实现营收 150.83 亿元, 同比增长 30.22%, 毛利率为 12.42%, 占销售收入比重由 2023 年底的 22.1% 提升至 27.6%, 核电工程营收大幅增长主要系核电项目施工进展顺利, 施工收入同比增加; 工业与民用工程实现营收 357.01 亿元, 同比下滑 16.95%, 毛利率为 7.69%, 我们判断工业与民用工程业务加速下滑主要系公司主动出清地产工程相关业务所致。2024 年二季度, 公司归母净利 3.98 亿元, 同比增长 3.30%, 我们判断公司归母净利增速放缓主要系营业外支出大幅增长所致。若剔除影响, 公司二季度扣非归母净利润 4.94 亿元, 同比上升 38.26%, 增速为已发布业绩的央企建筑公司首位。此外, 2024 年上半年公司累计新签合同额为 766.37 亿元, 同比增长 17.07%, 1~7 月累计新签合同额为 855.81 亿元, 同比增长 21.94%, 其中 7 月份新签合同额为 89.44 亿元, 同比增长 89.65%, 上半年新签订单增速居央企建筑公司首位。
- **费用率基本稳定, 研发投入有所提升。** 2024 年上半年, 公司期间费用率为 6.20%, 同比上升 0.02Pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.03%、1.99%、2.09%、2.09%, 分别同比-0.01、-0.26、0.45、-0.15Pct, 研发费用率上行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所致。2024 年上半年, 公司经营活动现金净流量为-129.01 亿元, 较去年同期增长 1.86 亿元, 基本持平。
- **公司核建业务下半年有望提速, 业绩弹性或领跑产业。** 中国核建的核心业务为核电工程建设, 是全球唯一连续 30 余年不间断从事核电建造的企业, 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。根据核电站核准及开工进度, 我们预计, 今年下半年公司核电工程业务将开始提速, 明年公司将进入产业链爬坡期的收入增速高点, 高峰期核电收入或将达到 600-800 亿, 由于核电业务净利率大幅高于传统业务, 实际业绩弹性预计将高于产业链可比企业, 有望带来戴维斯双击机会。
- **盈利预测与估值:** 我们判断, 公司减值高峰将近, 未来潜在风险减值规模约 60 亿元 (或有), 保守起见, 我们按照 2024~2026 年信用减值分别为 21.01、24.89、22.52 亿元测算, 公司归母净利分别为 24.30、30.57、39.66 亿元, 对应增速分别为 18%、26%、30%, 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 45.31、55.46、62.19 亿元, 对应增速分别为 72%、22%、12%, 当前股价对应 PE 分别为 5 倍、4 倍和 4 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 核电安全风险、项目进度不及预期

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	99,138	109,385	118,287	135,467	152,882
同比增长率 (%)	18.4	10.3	8.1	14.5	12.9
归母净利润 (百万元人民币)	1,755	2,063	2,430	3,057	3,966
同比增长率 (%)	14.5	16.1	17.8	25.8	29.7
每股收益 (元人民币/股)	0.56	0.59	0.80	1.01	1.31
毛利率 (%)	10.1	11.4	11.4	11.7	11.8
ROE (%)	10.2	15.6	11.4	12.6	14.0
市盈率	45	24	10	8	6

股票数据: 2024年08月28日

收盘价 (元)	7.67
一年内最高/最低 (元)	9.03/5.98
总市值 (百万元)	23098
市净率 PB	1.18

基础数据: 2024年6月30日

总股本 (百万股)	3018
总资产 (百万元)	225496
净资产 (百万元)	38556

资料来源: 公司公告, Wind

表 1：公司利润表预测（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	99,138	109,385	118,287	135,467	152,882
营业收入	99,138	109,385	118,287	135,467	152,882
营业总成本	95,175	104,736	113,036	128,871	145,134
营业成本	89,158	96,969	104,784	119,674	134,822
税金及附加	252	248	268	307	346
销售费用	32	44	47	54	61
管理费用	2220	2528	2721	3102	3486
研发费用	1629	2875	2957	3183	3593
财务费用	1885	2072	2259	2550	2826
其他收益	93	87	87	87	87
投资收益	279	419	419	419	419
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	-2101	-2489	-2252
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	3654	4611	5999
营业外收支	22	34	0	0	0
利润总额	2977	3094	3654	4611	5999
所得税	500	311	376	487	649
净利润	2477	2783	3278	4123	5350
少数股东损益	700	720	848	1067	1384
归母净利润	1777	2063	2430	3057	3966

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 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@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