

投资评级 优于大市 首次覆盖

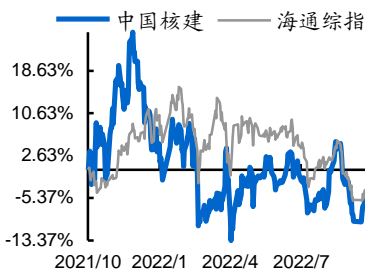
核电工程龙头，全面掌握各项关键技术

股票数据

10月21日收盘价(元)	7.98
52周股价波动(元)	7.38-11.10
总股本/流通A股(百万股)	2649/2633
总市值/流通市值(百万元)	21136/21008

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.8	-1.7	-6.7
相对涨幅(%)	-0.7	8.1	5.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:zxj12156@htsec.com

证书:S0850518020001

联系人:曹有成

Tel:18901961523

Email:cyc13555@htsec.com

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@htsec.com

投资要点:

- 核电工程领域龙头，全面覆盖工业与民用工程等多领域。**公司是一家以核电工程、工业和民用工程建设等为主营业务的大型企业。中国核建已发展成为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，是全球唯一一家连续30余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。2021年公司实现营业收入837.20亿元，同比增长14.98%。分业务看，工业与民用工程、核电工程、其他主营业务、其他业务分别占比79.99%、14.29%、4.52%和1.20%。此外，中国核建是国内较早“走出去”承担国际工程和投资业务的中央企业，海外业务涉及30多个国家，分地区看，中国大陆、国外、其他业务分别占比95.58%、3.22%和1.20%。
- 双碳目标推动核电行业高增长，公司已全面掌握各项关键技术。**近年来，中国核电电源工程投资额从2019年起整体呈现增长趋势，2021年中国核电电源工程投资额538亿元，同比增长42.33%，较2020年增长160亿元。2022年上半年，国家核准开工建设6台机组，是自2021年4月以来，首次有新的核电项目获得国务院核准。9月13日国务院常务会议再次决定核准福建漳州二期和广东廉江一期核电项目，分别包含两台机组，至此2022年已累计核准10台核电机组（2021年为5台），我们认为核电建设开始积极推进。在核电工程领域，中国核建掌握了包括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能力。可同时承担40余台核电机组建造任务。2022H1核电工程建设板块新签合同额达203亿元，较去年同期增长42.81%，实现营业收入约84亿元，较去年同期增长30.7%。
- 营收和归母净利润高增长，经营性现金流净流出增加，新签合同稳定增长。**公司2022H1营收528.00亿元，同增24.11%；归母净利润8.19亿元，同增47.00%；扣非归母净利润7.93亿元，同增52.47%。公司2022H1净利率同增0.3个百分点至2.19%。2022H1资产负债率同增0.5个百分点至84.08%。经营现金流净流出135.07亿元，流出同比增加100.04亿元，其中收现比同减11.45个百分点至66.02%，付现比同减1.02个百分点至81.70%。公司2022年1-9月累计新签合同955.21亿元，同增2.1%。
- 盈利预测与评级。**稳增长基调延续，公司全面覆盖工业与民用工程建设，推动公司稳定增长。双碳目标推动核电行业高速发展，公司核电工程业务凭借自身技术优势，长期保持行业龙头地位。我们预计公司22-23年EPS分别为0.72元和0.87元，给予22年14-16倍市盈率，合理价值区间10.08-11.52元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**回款风险，政策风险，经济下滑风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	72814	83720	104994	125236	143527
(+/-)YoY(%)	14.2%	15.0%	25.4%	19.3%	14.6%
净利润(百万元)	1360	1533	1914	2293	2648
(+/-)YoY(%)	12.7%	12.7%	24.9%	19.8%	15.5%
全面摊薄EPS(元)	0.51	0.58	0.72	0.87	1.00
毛利率(%)	9.6%	9.9%	10.0%	9.9%	9.9%
净资产收益率(%)	8.0%	7.5%	8.5%	9.1%	9.4%

资料来源: 公司年报(2020、2021), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
601669.SH	中国电建	1154.13	0.56	0.72	0.83	14.32	10.64	9.18
601868.SH	中国能建	826.99	0.16	0.19	0.22	17.50	12.18	10.55
均值			0.36	0.46	0.53	15.91	11.41	9.87

注：收盘价为 2022 年 10 月 21 日价格，EPS 为 wind 一致预期。

资料来源：Wind，海通证券研究所

1、我们预计公司工业与民用工程业务将持续增长，2022、2023、2024 年营收分别增长 27%、20%、15%，毛利率分别为 8.5%、8.5%、8.5%；

2、我们预计公司核电工程业务将持续增长，2022、2023、2024 年营收分别增长 25%、20%、15%，毛利率分别为 16%、16%、16%；

3、我们预计公司其他主营业务将维持不变，2022、2023、2024 年营收分别增长 0%、0%、0%，毛利率分别为 16%、16%、16%；

4、我们预计公司其他业务将持续增长，2022、2023、2024 年营收分别增长 20%、20%、20%，毛利率分别为 19%、19%、19%；

表2 分项业务预测表 (单位: 百万元)

工业与民用工程	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	66967.43	85048.64	102058.37	117367.13
增长率	39.55%	27.00%	20.00%	15.00%
主营业务成本	61329.57	77819.51	93383.41	107390.92
主营业务利润	5637.86	7229.13	8674.96	9976.21
毛利率	8.42%	8.50%	8.50%	8.50%
核电工程	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11963.85	14954.81	17945.77	20637.63
增长率	15.03%	25.00%	20.00%	15.00%
主营业务成本	10061.28	12562.04	15074.45	17335.61
主营业务利润	1902.57	2392.77	2871.32	3302.02
毛利率	15.90%	16.00%	16.00%	16.00%
其他主营业务	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3780.99	3780.99	3780.99	3780.99
增长率	-0.79%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务成本	3185.04	3176.03	3176.03	3176.03
主营业务利润	595.96	604.96	604.96	604.96
毛利率	15.76%	16.00%	16.00%	16.00%
其他业务	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1007.66	1209.19	1451.03	1741.24
增长率	110.79%	20.00%	20.00%	20.00%
主营业务成本	825.85	979.45	1175.33	1410.40
主营业务利润	181.81	229.75	275.70	330.84
毛利率	18.04%	19.00%	19.00%	19.00%
营业收入合计	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	83719.93	104993.63	125236.16	143526.99
综合增长率	14.98%	25.41%	19.28%	14.61%
营业成本合计	75401.73	94537.03	112809.22	129312.97
综合毛利率	9.94%	9.96%	9.92%	9.90%

资料来源：公司年报 (2020、2021)，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	83720	104994	125236	143527
每股收益	0.58	0.72	0.87	1.00	营业成本	75402	94537	112809	129313
每股净资产	7.70	8.48	9.47	10.61	毛利率%	9.9%	10.0%	9.9%	9.9%
每股经营现金流	0.91	0.99	1.63	1.77	营业税金及附加	188	236	282	323
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	40	84	100	115
P/E	13.79	11.04	9.22	7.98	营业费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	1.04	0.94	0.84	0.75	管理费用	2039	2557	3050	3495
P/S	0.25	0.20	0.17	0.15	管理费用率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
EV/EBITDA	11.41	7.56	7.40	7.38	EBIT	3529	7062	8102	8960
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1019	1284	1503	1701
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
毛利率	9.9%	10.0%	9.9%	9.9%	资产减值损失	-233	-260	-300	-320
净利润率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	投资收益	332	417	497	570
净资产收益率	7.5%	8.5%	9.1%	9.4%	营业利润	2662	3326	3985	4595
资产回报率	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	营业外收支	9	10	10	20
投资回报率	3.5%	6.4%	6.7%	6.7%	利润总额	2671	3336	3995	4615
盈利增长 (%)					EBITDA	5567	8746	9806	10684
营业收入增长率	15.0%	25.4%	19.3%	14.6%	所得税	472	590	707	816
EBIT 增长率	14.1%	100.1%	14.7%	10.6%	有效所得税率%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
净利润增长率	12.7%	24.9%	19.8%	15.5%	少数股东损益	666	831	996	1150
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1533	1914	2293	2648
资产负债率	82.6%	84.5%	84.3%	84.9%					
流动比率	1.02	1.02	1.03	1.03	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.54	0.58	0.54	0.58	货币资金	14944	12934	12309	11899
现金比率	0.14	0.10	0.08	0.07	应收账款及应收票据	35636	57802	59877	79013
经营效率指标					存货	10893	11056	14986	14877
应收账款周转天数	132.35	150.00	160.00	165.00	其它流动资产	45115	56919	64634	75513
存货周转天数	42.04	42.04	42.00	42.00	流动资产合计	106589	138711	151806	181301
总资产周转率	0.53	0.55	0.57	0.57	长期股权投资	2882	3215	3548	3880
固定资产周转率	20.18	22.31	23.98	25.11	固定资产	4443	4971	5476	5958
					在建工程	746	709	674	640
					无形资产	32440	36074	39708	43343
					非流动资产合计	65154	72272	79719	87196
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	171743	210983	231525	268498
净利润	1533	1914	2293	2648	短期借款	10507	11320	12133	12946
少数股东损益	666	831	996	1150	应付票据及应付账款	45537	66302	67659	85900
非现金支出	3462	3243	3404	3495	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	849	1091	1201	1309	其它流动负债	48382	58110	67794	76503
营运资金变动	-4103	-4470	-3579	-3915	流动负债合计	104426	135731	147585	175349
经营活动现金流	2406	2610	4314	4687	长期借款	32367	37367	42367	47367
资产	-8008	-5758	-5760	-5751	其它长期负债	5028	5078	5128	5178
投资	-2658	-3423	-3823	-3873	非流动负债合计	37395	42445	47495	52545
其他	282	397	477	550	负债总计	141821	178176	195080	227894
投资活动现金流	-10384	-8784	-9106	-9075	实收资本	2649	2649	2649	2649
债权募资	8755	5863	5863	5863	归属于母公司所有者权益	20396	22449	25092	28100
股权募资	361	0	0	0	少数股东权益	9527	10358	11354	12504
其他	-1336	-1699	-1697	-1886	负债和所有者权益合计	171743	210983	231525	268498
融资活动现金流	7780	4165	4166	3977					
现金净流量	-183	-2010	-625	-410					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 四川路桥,中材国际,中国铁建,深圳瑞捷,中粮科工,中国建筑,中国中铁,中国建筑兴业,广咨国际,中国能建,中国电建,深城交,苏文电能,志特新材,中国交建,华设集团,中设咨询,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构,上海港湾

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。