

中岩大地 (003001.SZ)

深耕岩土工程，转型发展焕新颜

优于大市

核心观点

岩土工程专业服务商，工程经验丰富。公司主营业务为岩土工程和环境修复工程，公司自成立以来已完成数百项岩土工程项目，具备丰富的工程设计、管理和施工经验。受地产行业景气度下行影响，公司收入和业绩自2022年后进入调整期，而后公司及时调整战略方向，推进“去地产化”，聚焦核电、水利水电、港口等重大基础设施建设市场，收入触底企稳，毛利率回升至正常水平。

核电工程：恢复核准，建设提速。2011年后中国核电建设陷入停滞状态，2011-2018年间总计仅核准11台核电机组。2022年后核电机组常态化核准提速，2024年8月国务院《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，提出加快沿海核电等清洁能源基地建设，积极安全有序发展核电，并随后决定核准11台核电机组。相对于其他公共设施，核电厂的地基需要更高的稳定性，随着核电厂选址范围的扩大，新增核岛布置在非基岩地基上是大势所趋，对岩土工程设计和施工技术能力也提出了更高的要求。

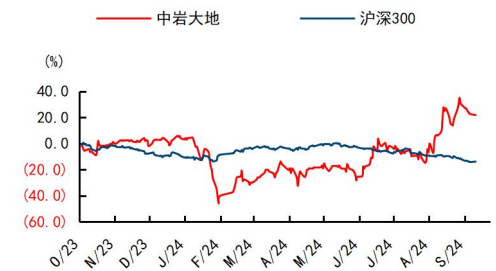
水利水电：雅鲁藏布江下游水电建设有望启动。雅鲁藏布江干流下游的雅鲁藏布江大峡谷（大拐弯）段落差集中达2000米，水能资源储量达70GW，可兴建大型水电站。开发雅鲁藏布江下游水能资源在政治、经济、外交层面均具有重大意义，2024年中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》提出加快西南水电清洁能源基地建设，标志雅江下游水电开发工程有望进入落地阶段。雅鲁藏布江下游地区自然地形地质条件复杂，面临高地震烈度与活断层、河床坝基深厚覆盖层、坝基软弱层带、深切河谷的高陡边坡等复杂地质条件下的围岩稳定问题，岩土工程设计和施工难度较大，相关技术难题通常需要联合有关科研单位、高等院校共同协作解决。

公司聚焦“核心技术+核心材料”，服务国家重大工程建设。岩土工程对保障工程安全性具有重大意义，而其属于隐蔽工程，监理和验收难度高，业主在重大岩土工程项目发包时，通常优先考虑品牌优势强、过去有合作经验的工程商。公司作为岩土工程板块仅有的四家上市公司之一，工程资质齐全，主编、参编了64部国家规范及行业标准，公司结合科研成果和工程实践，开发出多项核心技术工艺。2024年上半年公司成功中标金七门核电站项目，反映公司的技术能力已获得客户认可，在核电岩土工程市场取得先发优势。

估值与投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。公司作为岩土工程专业服务商，业务发展方向由地产转向国家重大基础设施建设，当前已在核电、水利水电、港口领域取得标杆性项目订单，未来受益于重大项目加快审批落地，收入和业绩有望实现较快增长。预测公司2023-2025年收入分别为9.19/13.42/20.50亿元，归属母公司净利润0.71/1.47/2.99亿元，归母净利润增速分别为+123%/+106%/+103%。每股收益分别为0.56/1.15/2.35元。综合绝对和相对估值法，得到公司合理估值区间为27.16-28.14元，对应公司总市值34.49-35.74亿元，较当前股价有26.80%-31.37%的空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：重大项目推进不及预期的风险、房地产行业持续调整的风险、行业竞争加剧的风险、工程管理与安全生产风险、应收账款及合同资产减值风险、抵债资产减值的风险等。

公司研究 · 深度报告
建筑装饰 · 专业工程



资料：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	897	916	919	1,342	2,050
(+/-%)	-34.9%	2.2%	-1.2%	46.8%	53.3%
归母净利润(百万元)	-129	32	71	147	299
(+/-%)	-212.5%	-124.8%	122.5%	106.5%	103.3%
每股收益(元)	-1.01	0.25	0.56	1.15	2.35
EBIT Margin	-14.9%	2.3%	7.8%	11.6%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	-10.8%	2.7%	5.8%	11.0%	19.2%
市盈率 (PE)	-21.2	85.3	38.34	18.57	9.1
EV/EBITDA	-30.2	95.1	38.4	21.1	11.8
市净率 (PB)	2.29	2.33	2.23	2.05	1.75

资料 : Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

中岩大地：深耕岩土工程，转型发展焕新颜	6
重大项目建设新需求，岩土工程迎来新机遇	9
核电工程：恢复核准，建设提速	9
水利水电：雅鲁藏布江下游水电开发有望启动	11
公司聚焦“核心技术+核心材料”，服务国家重大工程建设	14
重大工程品质为先，岩土工程品牌优势铸就护城河	14
积极推进“去地产化”转型，轻装上阵再出发	16
盈利预测	18
营业收入预测：未来三年收入-1.2%/+46.8%/+53.3%	18
毛利率及费用率预测：毛利率回升，收入规模扩大后费用率下降	18
减值预测：未来减值压力相对可控	19
未来3年业绩预测：归母净利增速+123%/+106%/+103%	19
估值与投资建议	20
绝对估值：27.16-30.76元	20
相对估值：23.45-28.14元	21
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级	22
风险提示	23
附表：财务预测与估值	25

图表目录

图 1: 公司参建国家会议中心二期下拉槽隧道及地下环隧	6
图 2: 公司承建雄安新区城际铁路雄安站站房支护与桩基工程	6
图 3: 公司股权结构示意	6
图 4: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	7
图 5: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	7
图 6: 公司主营业务收入结构 (单位: 亿元)	7
图 7: 公司主营业务毛利率 (单位: %)	7
图 8: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	8
图 9: 公司分业务新签合同额 (单位: 亿元)	8
图 10: 核电是电力系统的基荷能源	9
图 11: 各发电设备平均利用小时数 (单位: 小时)	9
图 12: 核电机组核准进度提速 (单位: 座)	9
图 13: 核电基本建设投资及增速 (单位: 亿元, %)	9
图 14: 中国核建新签合同额显著增长 (单位: 亿元, %)	10
图 15: 中国核建核电工程收入快速提升 (单位: 亿元, %)	10
图 16: 中国核电站分布图 (截至 2021 年末)	10
图 17: 雅鲁藏布江中下游流域示意	11
图 18: 西藏 矿产资源开发基地分布图	12
图 19: 雅鲁藏布江地貌情况示意图	13
图 20: 中岩大地岩土固化剂产品	14
图 21: 中岩大地岩土固化剂应用示范项目	14
图 22: 公司智能感知超级旋喷技术 (SJT) 集成化展示图	15
图 23: 金七门核电站工程效果图	15
图 24: 公司毛利率和净利率 (单位: %)	16
图 25: 公司各项费用率变化 (单位: %)	16
图 26: 公司资产负债率持续下降 (单位: %)	16
图 27: 公司经营性资产持续缩减 (单位: 亿元)	16
图 28: 公司经营性现金流变化 (单位: 亿元)	17
图 29: 公司收现比和付现比变化 (单位: %)	17
图 30: 岩土工程公司毛利率变化 (单位: %)	17
图 31: 岩土工程公司应收账款及合同资产周转天数 (单位: 天)	17

表1: 雅鲁藏布江概况	11
表2: 雅鲁藏布江下游水电开发相关政策表述	12
表3: 雅鲁藏布江中游干流水电站建设情况	13
表4: 已上市岩土工程公司概况	14
表5: 公司订单及营业收入预测 (单位: 亿元)	18
表6: 公司毛利率及费用预测 (单位: 亿元)	18
表7: 公司减值损失预测 (单位: 亿元)	19
表8: 未来3年盈利预测表 (单位: 百万元)	19
表9: 公司盈利预测假设条件 (%)	20
表10: 资本成本假设	20
表11: 亚翔集成 FCFE 估值表 (单位: 百万元)	20
表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	21
表13: 可比公司估值比较 (截至 2024 年 9 月 17 日)	21

中岩大地：深耕岩土工程，转型发展焕新颜

岩土工程专业服务商，工程经验丰富。公司全称北京中岩大地科技股份有限公司，主营业务为岩土工程和环境修复工程，为建筑工程、环境工程、能源工程等工程项目提供设计、咨询、施工的岩土工程一揽子解决方案。公司成立于2008年，于2012年取得地基与基础工程施工壹级资质，于2020年在深交所中小板上市。公司自成立以来已完成数百项岩土工程项目，包括国家会议中心二期、雄安新区城际铁路雄安站、粤港澳大湾区横琴澳门通关口岸等重点工程，具备丰富的工程设计、管理和施工经验。

图1：公司参建国家会议中心二期下拉槽隧道及地下环隧



资料：公司官网，国信证券经济研究所整理

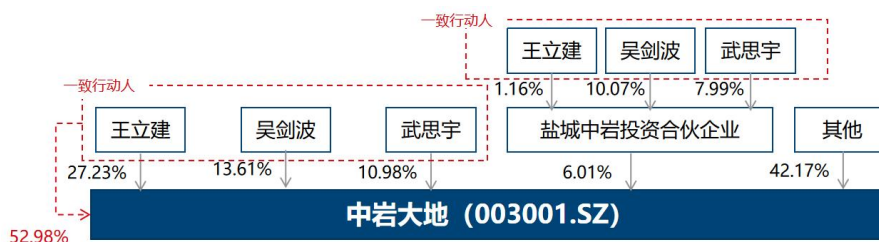
图2：公司承建雄安新区城际铁路雄安站站房支持与桩基工程



资料：公司官网，国信证券经济研究所整理

核心管理团队持股比例高。王立建先生直接和间接持有公司27.30%的股权，为公司实际控制人，吴剑波先生、武思宇先生与王立建先生为一致行动人，直接和间接持有公司52.98%的股权。盐城中岩投资合伙企业是公司的员工持股平台，执行事务合伙人为吴剑波先生，与前三大股东构成的一致行动组持股比例为57.83%。王立建先生、吴剑波先生、武思宇先生当前分别担任公司董事长、副董事长、总经理职务。

图3：公司股权结构示意

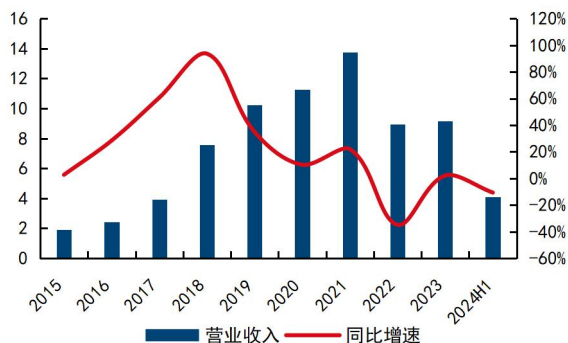


资料：公司公告，国信证券经济研究所整理

去地产化成效显著，收入和业绩触底企稳。公司2023年之前主营业务下游房地产行业的占比较高，受地产行业需求大幅下滑影响，公司收入和业绩进入调整期，2022年全国房地产新开工面积大幅下滑39.4%，公司2022年实现收入9.0亿元，同比-34.9%，归母净利润亏损1.44亿元。而后公司及时调整战略方向，主动降低下游地产行业占比，聚焦核电、水利水电、港口等行业，2024年上半年实现营业

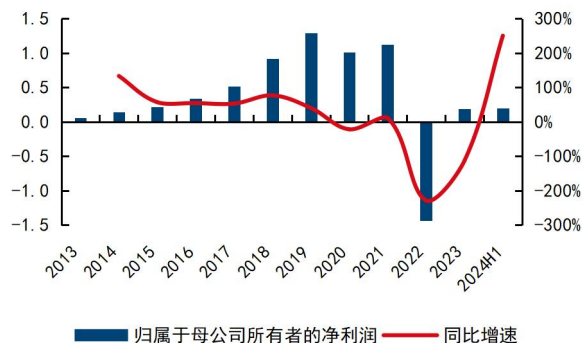
收入 4.09 亿元，同比-10.7%，归母净利润 0.20 亿元，同比+250.3%。同时，公司地产收入占比从 2023 年的 60% 降至 30%，新签合同额中地产占比下降至 23%。

图4: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料 : iFinD, 国信证券经济研究所整理

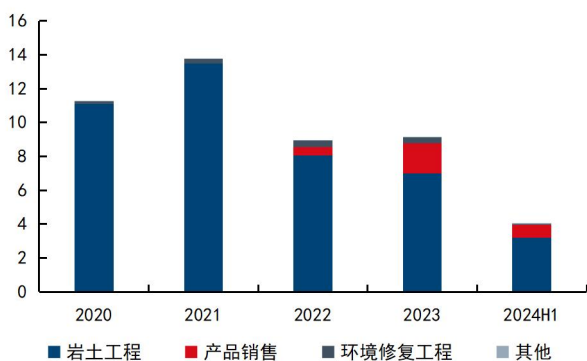
图5: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料 : iFinD, 国信证券经济研究所整理

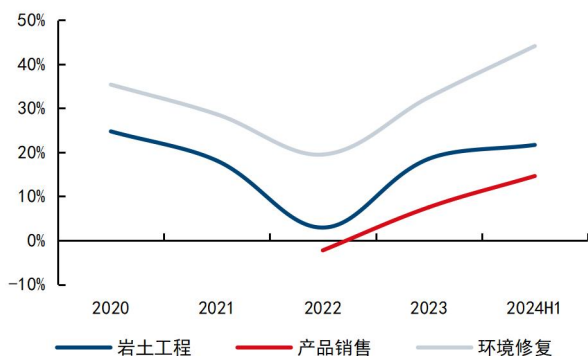
主营业务聚焦岩土工程，毛利率回升至正常水平。公司业务聚焦岩土工程，历史岩土工程收入占比保持在 75% 以上，其他业务均围绕岩土工程业务展开，2024 年上半年岩土工程实现收入 3.2 亿元，同比-10.3%，产品销售实现收入 0.77 亿元，同比-5.0%。受地产行业下行影响，2021 年起公司毛利率连续两年下滑，随着公司业务结构调整，毛利率重新回升至历史正常年份水平，2024 年上半年公司整体毛利率为 21.34%，同比上年同期上升 5.24pct，岩土工程毛利率 21.66%，同比上年同期上升 5.53pct。

图6: 公司主营业务收入结构 (单位: 亿元)



资料 : iFinD, 国信证券经济研究所整理

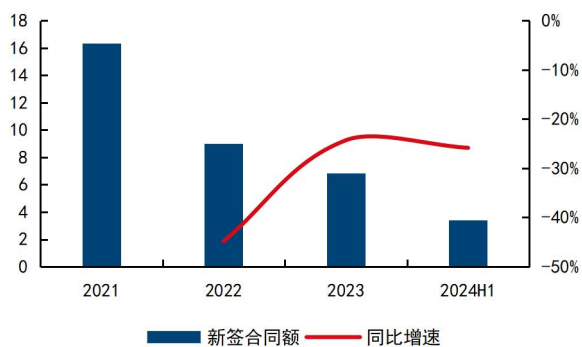
图7: 公司主营业务毛利率 (单位: %)



资料 : iFinD, 国信证券经济研究所整理

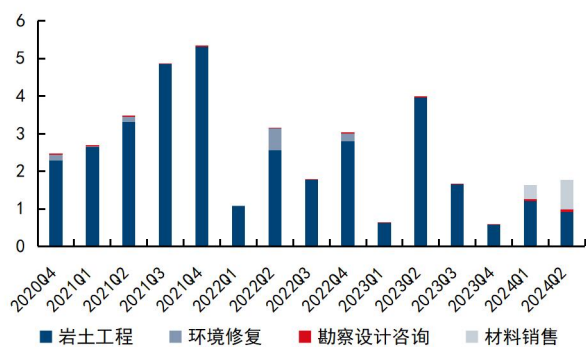
勘察设计订单大幅增长，后续有望迎接新领域订单落地。2024 年上半年公司新签合同额 3.4 亿元，同比-25.9%，其中岩土工程新签 2.11 亿元，同比-54%，勘察设计咨询新签 0.13 亿元，同比大幅增长+1148%。公司上半年承接的金七门核电、浙江某重点港口等国家重点项目正在有序推进，核电、水利水电、港口等项目会拆分为数个标段，招标工作将陆续展开，公司勘察设计业务同比增长超 10 倍，反映公司在重大项目中深度参与前期工作，后续有望在新领域迎来较多订单落地。

图8: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料 : 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司分业务新签合同额 (单位: 亿元)



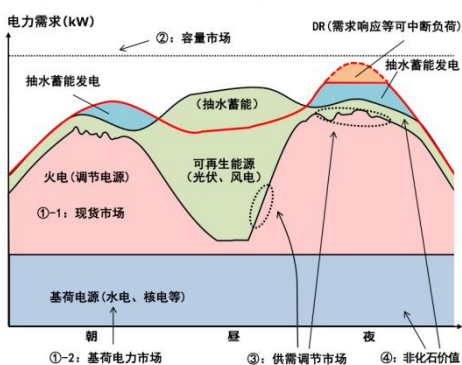
资料 : 公司公告, 国信证券经济研究所整理

重大项目建设新需求，岩土工程迎来新机遇

核电工程：恢复核准，建设提速

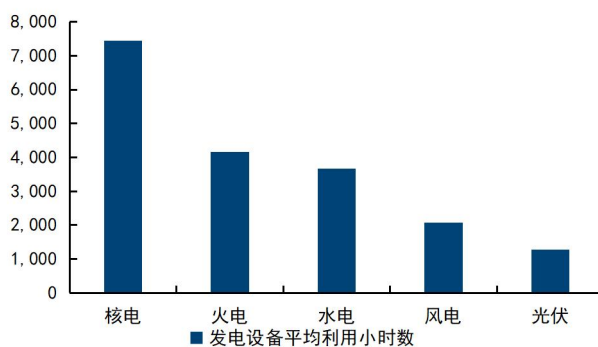
核电：清洁高效，出力稳定的基荷能源。核电属于非化石能源，具有清洁低碳、出力稳定、利用小时数高的特点。根据国际原子能机构（IAEA），在核电全生命周期内单位度电碳排放量仅 5.7 克，低于风电的 13.3 克，水电的 64.4 克，光伏的 74.6 克。相较于风电、光伏，核电能够全天稳定运行，且基本不受自然环境因素影响，利用小时数更高，能够在不增加电网消纳负担的前提下持续产生清洁电力。

图10: 核电是电力系统的基荷能源



资料：中国电力报，国信证券经济研究所整理

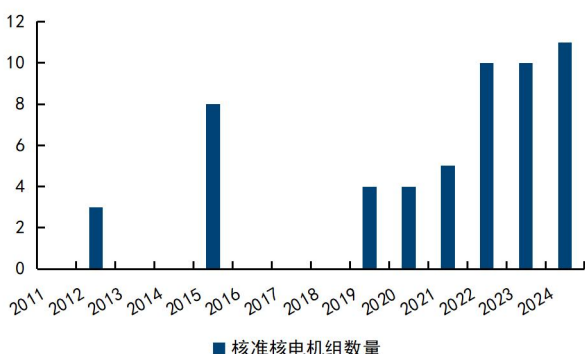
图11: 各发电设备平均利用小时数（单位：小时）



资料：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

核电机组核准加速，政策表述转向积极。2011 年日本福岛核事故后，中国核电机组核准一度陷入停滞，2011-2018 年间总计仅核准 11 台核电机组。2019 年中国重新放开核电审批，在接下来 3 年内每年核准 4-5 台机组。随后，核电机组常态化核准提速，2022 年和 2023 年各核准 10 台，2024 年 8 月国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，提出加快沿海核电等清洁能源基地建设，积极安全有序发展核电，并随后决定核准 11 台核电机组。

图12: 核电机组核准进度提速（单位：座）



资料：中国核能行业协会，国信证券经济研究所整理

图13: 核电基本建设投资及增速（单位：亿元，%）



资料：Wind，国信证券经济研究所整理

核电建设龙头中国核建相关订单与收入显著增长。2019 年核电机组回复核准以来，中国核建核电工程新签合同额由 2018 年 50 亿平台快速跃升至 2020 年 230 亿平台，2022 年再次提升至 380 亿水平。2024 上半年，中国核建实现总新签合同

额 766.4 亿元，同比+17.1%，公司整体新签订单在工民建市场景气度下行的背景下实现较快增长，其中核电工程或提供了较大的订单贡献。2024 上半年中国核建实现核电工程收入 150.8 亿元，同比+28.6%。

图14: 中国核建新签合同额显著增长 (单位: 亿元, %)

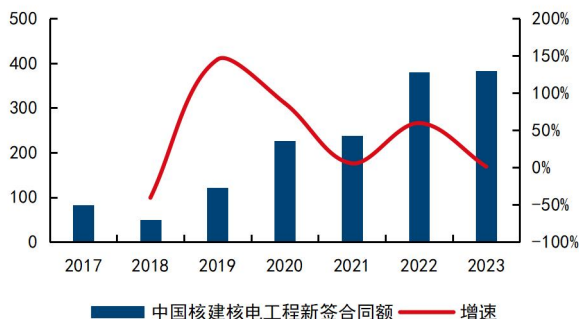


图15: 中国核建核电工程收入快速提升 (单位: 亿元, %)



资料 : iFinD, 国信证券经济研究所整理

资料 : iFinD, 国信证券经济研究所整理

岩土工程是保障核电站安全性的关键环节。核电站事故对环境和周边居民健康可能造成严重影响，因此核安全是核电建设的核心议题，德国出于核安全的考虑已全面放弃发展核电，中国曾因日本福岛核电站泄露事故后就安全性考虑暂停核电机组审批。除了升级核电技术以提升安全性以外，岩土工程在保障核电安全上亦具有不可替代的重要地位。相对于其他公共设施，核电厂的地基需要更高的稳定性，当前国内所有的核电站都建在基岩地基上，而美国和法国 50%以上的核电站核岛基础都位于非基岩地基上¹，随着核电厂选址范围的扩大，新增核岛布置在非基岩地基上是大势所趋，对岩土工程设计和施工技术能力也提出了更高的要求。

图16: 中国核电站分布图 (截至 2021 年末)



资料 : 中国核能行业协会, 国信证券经济研究所整理

¹ 付海军, 李娜, 孙茂前, 刘翔宇. (2014). 某沿海核电厂址非基岩地基条件适宜性分析. 江西建材 (2), 3.

水利水电：雅鲁藏布江下游水电开发有望启动

西藏水能资源丰富，雅江下游可兴建大型水电站。根据国家能源局数据，西藏水能资源理论蕴藏量约 210GW，技术可开发量约 170GW，主要集中在金沙江上游、澜沧江上游、怒江上游和雅鲁藏布江下游所在的藏东南地区。雅鲁藏布江作为西藏内最大的河流，水能资源蕴藏量为 113GW，其中干流下游的雅鲁藏布江大峡谷（大拐弯）段落差集中达 2000 米，水能资源储量达 70GW，可兴建大型水电站。

表1: 雅鲁藏布江概况

项目	排名	在中国河流中的排序
长度/km	2057	第 6
流域面积/10 ³ km	240	第 5
流量/(m ³ /s)	4425	第 3
水能/GW	113	第 2
平均海拔/m	4000	第 1

资料：《雅鲁藏布江水能开发》²，国信证券经济研究所整理

雅江下游靠近实际控制线，在中方控制区开发水能资源具有重大战略意义。对雅鲁藏布江是一条国际河流，下游流入印度和孟加拉国，在印度境内的河段被称为布拉马普特拉河。雅鲁藏布江大拐弯段靠近边界实际控制线，由于复杂的历史遗留问题，当前双方在边界问题上仍然存在较大分歧。根据路透社 2024 年 7 月报导，印度政府计划在投资 10 亿美元在中国藏南地区（印方称“阿鲁纳恰尔邦”）加快推进建设 12 座水电站。在雅鲁藏布江下游加快推进水电站建设是反制印度对争议区渗透的关键举措，争取雅鲁藏布江后续开发的主导权，同时有利于带动边境地区基础设施建设，进而维护边境地区安全稳定。

图17: 雅鲁藏布江中下游流域示意



资料：《雅鲁藏布江水资源开发的战略思考》³，国信证券经济研究所整理

² 徐大懋, 陈传友, 梁维燕. 雅鲁藏布江水能开发[C]//中国测绘学会. 全面建设小康社会: 中国科技工作者的历史责任——中国科协 2003 年学术年会论文集(上). 中国广东核电集团有限公司; 2003:1.

³ 邱志鹏, 张光科. (2006). 雅鲁藏布江水资源开发的战略思考. 水利发展研究, 6(2), 5.

雅江下游水电开发有望带动周边国家经济发展。西藏地区矿产资源丰富，主要矿产包括铜、金、银、锌等，探矿、冶金需要消耗大量电力，开发水电资源能够加快西藏地区矿产资源开发，带动经济发展。2015年起，西藏电网首次实现“藏电外送”，至2023年底已累计实现水电等清洁能源外送超过139.99亿千瓦时，创造经济效益约37亿元，2024年度预计外送电量20亿千瓦时左右，创造经济效益约6亿元。大湾区用电高峰正是雅江丰水季节，可形成良好的负荷匹配。雅鲁藏布江大拐弯处离严重缺电的东南亚诸国仅数百公里，雅江水电资源开发还能够为周边国家提供廉价的清洁电力，促进西南水电资源开发深度融入“一带一路”倡议框架，实现中国与南亚国家的互利共赢。

图18: 西藏 矿产资源开发基地分布图



资料来源：西藏 实物地质资料库，国信证券经济研究所整理

雅江下游水电开发纳入国家重大工程，政策支持下相关项目有望加速落地。2021年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中将雅鲁藏布江下游水电开发列为国家重大工程，政策表述为“实施”而非此前的“规划”或“研究”。2024年中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》提出加快西南水电清洁能源基地建设，标志雅江下游水电开发工程有望进入落地阶段。

表2: 雅鲁藏布江下游水电开发相关政策表述

时间	文件	主要内容
2021年1月	《西藏国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	推动雅鲁藏布江下游、澜沧江上游西藏段、那曲河、玉曲河等流域水电开发，快速推动藏电外送规模化发展，建设国家重要的清洁能源接续基地
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	面向服务国家重大战略，实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程。
2022年3月	《2022年能源工作指导意见》	有序推进水电核电重大工程建设，推动雅鲁藏布江下游水电开发前期工作
2024年8月	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。

资料来源：西藏 中国政府网，国家能源局，国信证券经济研究所整理

预计雅下水电站工程总投资额将超1.5万亿元。当前雅鲁藏布江中游已规划和建设了数个水电站，自流向从上至下分别为巴玉、大古、街需、藏木、加查、冷达、仲达、朗镇等8个水电站，规划装机容量约4GW，平均每GW的单位投资额约为250亿元。雅江下游水能蕴藏量显著高于中游，预计装机容量可达到60GW，若按中游

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/917162165112006153>