

## 固收点评报告

## 固定收益点评报告

## 核电概念标的，积极参与 ——核建转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**4月2日晚，中国核工业建设股份有限公司发布公告，将于2019年4月8日发行29.9625亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为86.44元，YTM为1.61%。**核建转债期限为6年，债项评级为AAA，票面面值为100元，票面利率第一年0.2%、第二年0.4%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的105%（含最后一期年度利息），按照中债6年期AAA企业债到期收益率（2019/4/2）4.15%作为贴现率估算，债底价值为86.44元，纯债对应的YTM为1.61%，债底保护性尚可。
- **平价为99.19元，下修条款触发要求高。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价为9.93元/股，中国核建（601611.SH）4月2日的收盘价为9.85元，对应转债平价为99.19元。核建转债的下修条款为：15/30, 80%，有条件赎回条款为：15/30, 130%，有条件回售条款为：30, 70%，下修条款触发要求高。
- **预计核建转债上市首日价格在112~114元之间。**截至4月2日，核建转债平价为99.19元。可参照的平价可比标的为无锡转债，其平价为99.40元，当前的转股溢价率水平为13.37%，可参照的规模可比标的是福能转债，当前转股溢价率为8.19%。考虑到核建转债债项评级较高，正股业绩有所改善预计转股溢价率在13%~15%之间，对应的上市首日的价格在112~114元区间。
- **预计配售比例在70%左右。**中国核工业建设集团有限公司直接持有中国核建61.78%的股份，系发行人控股股东，而国资委为中国核建的实际控制人。中国核工业建设集团有限公司承诺优先配售18.50亿元，占其可优先配售额度的99.99%，为本次公开发行可转债总额的61.74%。预计配售比例在70%左右，那么留给网上网下投资者的规模为8.99亿元左右。
- **预计中签率在0.02%左右。**核建转债总申购金额为29.96亿元，假设配售比例为70%，那么可供投资者申购的金额为8.99亿元，若网上申购户数为85万，网下参与户数为4,500~5,000户，网上按上限申购，网下平均单户申购金额按上限的75%打新，预计中签率在0.02%左右。
- **综合来看，核建转债具有一定的债底保护性，平价水平接近面值，作为市场上为数不多的AAA级品种，配置价值较高，正股业绩近期有所改善，预计打新收益可观，建议投资者积极参与申购。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳

 分析师SAC执业编号：S1130518120001  
 zhouyue1@gjzq.com.cn

4月2日晚，中国核工业建设股份有限公司（以下简称“中国核建”）发布公告，将于2019年4月8日发行29.9625亿元可转债，此次募集资金将用于湖南醴陵渌江新城核心区PPP项目、三都水族自治县市政基础设施建设PPP项目、监利县文化体育中心PPP项目、广安职业技术学院二期建设PPP项目以及补充流动资金。以下我们对核建转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

## 1、核建转债基本要素分析

**债底为86.44元，YTM为1.61%。**核建转债期限为6年，债项评级为AAA，票面面值为100元，票面利率第一年0.2%、第二年0.4%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的105%（含最后一期年度利息），按照中债6年期AAA企业债到期收益率（2019/4/2）4.15%作为贴现率估算，债底价值为86.44元，纯债对应的YTM为1.61%，债底保护性尚可。

**平价为99.19元，下修条款触发要求高。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价为9.93元/股，中国核建（601611.SH）4月2日的收盘价为9.85元，对应转债平价为99.19元。核建转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款触发要求高。

图表 1：核建转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	核建转债/113024.SH
	发行规模	29.9625亿元
	发行方式	原股东优先配售、网下向机构投资者配售和网上向社会公众投资者
	票面利率	第一年0.2%、第二年0.4%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%
	到期赎回价格	票面面值的105%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起6年
	转股期	自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AAA/AAA/无
	初始转股价格	9.93元/股
	募集资金用途	湖南醴陵渌江新城核心区PPP项目、三都水族自治县市政基础设施建设PPP项目、监利县文化体育中心PPP项目、广安职业技术学院二期建设PPP项目以及补充流动资金
重要条款	主承销商	国泰君安、中信建投
	下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会将有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
	有条件赎回条款	本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。
	有条件回售条款	

来源：Wind，国金证券研究所

**总股本稀释率为11.49%。**若按中国核建（601611.SH）初始转股价9.93元/股进行转股，转债发行对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为11.49%和31.37%，转债发行对流通股具有一定的摊薄压力。

图表 2：核建转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-4-03	T-2	刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 1、网上路演 2、原 A 股股东优先配售股权登记日 3、网下申购日
2019-4-04	T-1	4、网下机构投资者在 17:00 前提交《网下申购表》等相关文件，并在 17:00 前按时缴纳申购保证金 1、刊登《可转债发行提示性公告》 2、原无限售股东优先配售认购日（缴付足额资金） 3、原有限售股东优先配售认购日（15:00 前提交认购资料并足额缴纳认购资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上中签率
2019-4-08	T	1、刊登《网上中签率及网下配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签
2019-4-09	T+1	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金） 3、网下投资者根据配售金额缴款（如申购保证金低于配售金额）
2019-4-10	T+2	联席主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-4-11	T+3	刊登《发行结果公告》
2019-4-12	T+4	

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、投资申购建议

预计核建转债上市首日价格在 **112~114** 元之间。截至 4 月 2 日，核建转债平价为 99.19 元。可参照的平价可比标的为无锡转债，其平价为 99.40 元，当前的转股溢价率水平为 13.37%，可参照的规模可比标的是福能转债，当前转股溢价率为 8.19%。考虑到核建转债债项评级较高，正股业绩有所改善预计转股溢价率在 13%~15% 之间，对应的上市首日的价格在 112~114 元区间。

预计配售比例在 **70%** 左右。中国核工业建设集团有限公司直接持有中国核建 61.78% 的股份，系发行人控股股东，而国资委为中国核建的实际控制人。中国核工业建设集团有限公司承诺优先配售 18.50 亿元，占其可优先配售额度的 99.99%，为本次公开发行可转债总额的 61.74%。预计配售比例在 70% 左右，那么留给网上网下投资者的规模为 8.99 亿元左右。

预计中签率在 **0.02%** 左右。核建转债总申购金额为 29.96 亿元，假设配售比例为 70%，那么可供投资者申购的金额为 8.99 亿元，若网上申购户数为 85 万，网下参与户数为 4,500~5,000 户，网上按上限申购，网下平均单户申购金额按上限的 75% 打新，预计中签率在 0.02% 左右。

综合来看，核建转债具有一定的债底保护性，平价水平接近面值，作为市场上为数不多的 **AAA** 级品种，配置价值较高，正股业绩近期有所改善，预计打新收益可观，建议投资者积极参与申购。

## 3、正股基本面分析

中国核建主要从事军工工程、核电工程及工业与民用工程的建设，是我国国防军工工程的重要承包商之一，也是我国核电工程建设的龙头企业。

**军工工程建设是中国核建的传统重要业务。**其主要承担了核工程等几十个国防军工高科技项目的建设，开展低温、超低温工程焊接等特殊工艺的研究，以及其他相关军用高科技项目的研究，建立了满足军工工程建设所特需的技术体系，形成了军工工程建造技术优势。

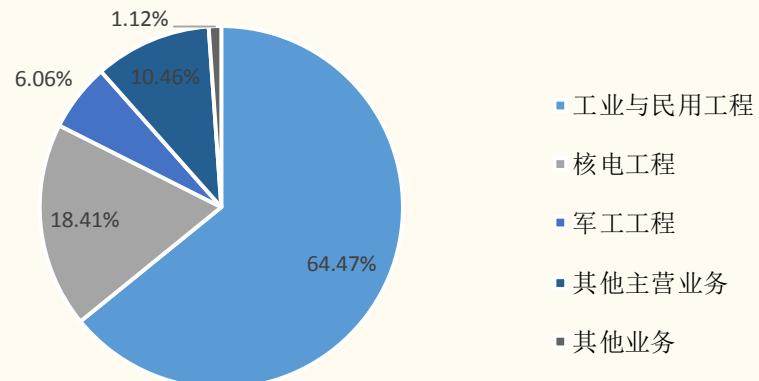
核电工程建设一直是中国核建的核心业务。公司不断加强与核电业主的合作，加大市场开发力度和深度，成功中标了徐大堡等核电项目，同时紧密跟踪宁德二期、沧州一期、徐大堡泳池堆等核电项目，保持了国内核电建设工程市场的主导地位。截至 2018 年 6 月 30 日，公司在全球承担了 17 台机组的建设任务，是全球核电建设的重要力量。

公司依托在核电工程建设领域积累的优势，利用军工工程、核电工程严格的质保体系和技术实力，在工业与民用工程建设领域实现了快速发展。重点发展房屋建筑、能源、市政和基础设施等多个行业领域的工程建设业务，成为我国大型复杂工业与民用工程建设的重要力量。截至 2018 年 6 月 30 日，公司承建了云南省昆明空港经济区航空物流产业园综合开发项目（政府购买服务项目）、瓮安县朵云拓展区建设项目（PPP）、慈溪市观海卫新城基础设施建设项目（PPP）、乌海市建设北路西路项目（PPP）、乌海市新桥街南项目（PPP）、蒲江县工业集中发展区基础设施及配套建设项目、缅甸仰光 GOLDEN CITY 综合体项目等大型工程，公司不断向大型工业与民用工程项目的工程总承包以及 PPP 等投融资建设承包模式拓展，逐步形成投融资、采购、建造一体化的链式经营模式。

截至 2018H1，公司营业收入为 228.54 亿元，其中工业与民用工程收入 147.33 亿元，占比 64.47%；核电工程收入 42.08 亿元，占比 18.41%；军工工程收入 13.86 亿元，占比 6.06%。公司大部分收入来源于工业与民用工程。

2018H1，公司营业收入同比增长 20.84%，归属于上市公司股东净利润增长 13.74%，新签合同额人民币 483 亿元，同比增加近 50%。从合同类型上看，新签 PPP 建安合同增加 17 倍，占工业与民用新签合同的 21%，EPC 合同增长 47%，反映出公司逐渐适应市场要求，新兴业务模式开始较快成长。

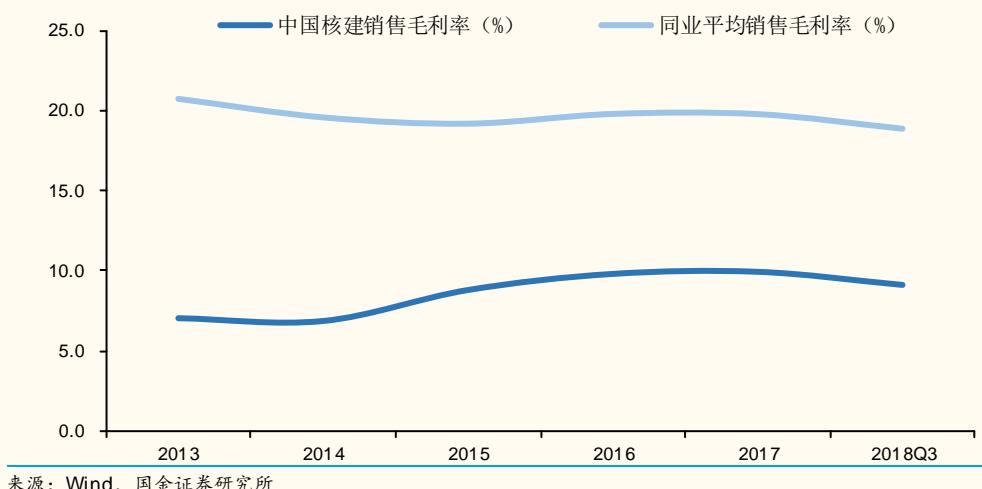
图表 3：中国核建营业收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

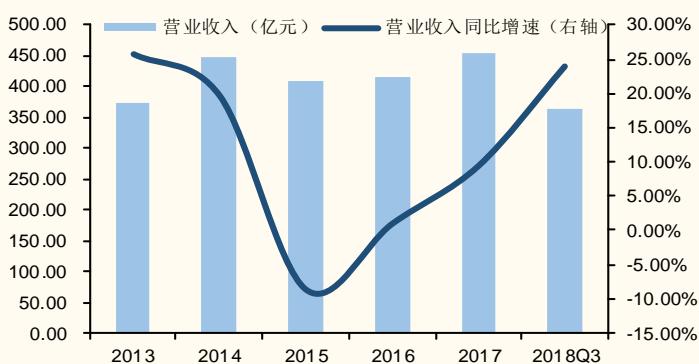
销售毛利率水平不高。2016、2017、2018Q3 销售毛利率分别为 9.84%、9.97%、9.13%。低于行业平均水平。

图表 4：中国核建及同业销售毛利率



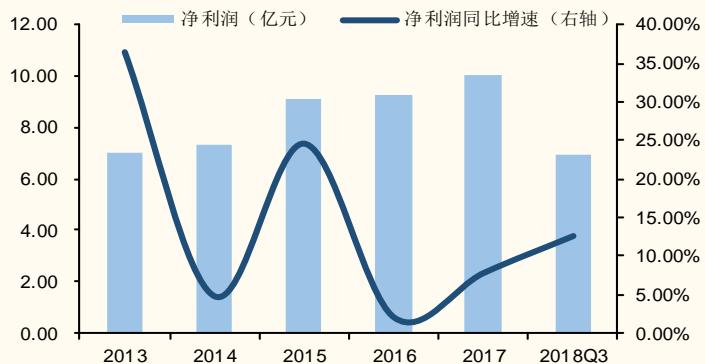
**营收增速提升。**2015-2017 年公司营业收入同比增速较低，分别为 -8.55%、1.06%、9.49%。2018Q3，公司营业收入为 362.22 亿元，同比增长 23.98%，增速回升明显。净利润方面，截止 2018Q3，公司净利润为 6.91 亿元，同比增长 12.54%，较前两年增速有所提升。

图表 5：中国核建营业收入及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

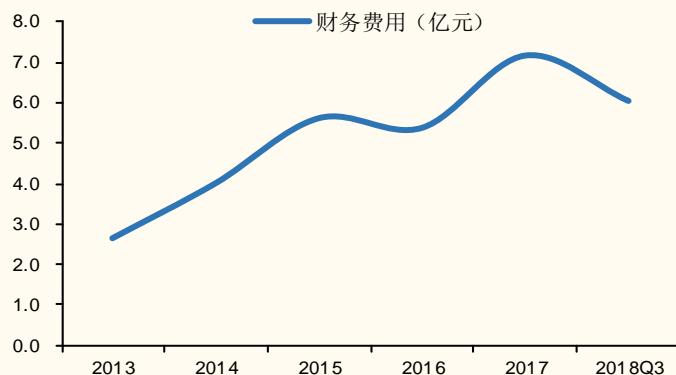
图表 6：中国核建净利润及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

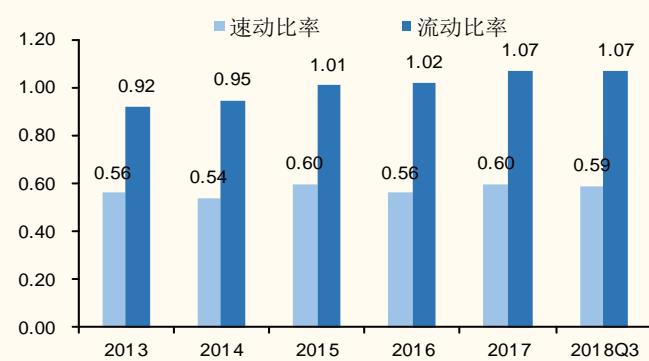
**财务费用增加，偿债保障能力一般。**近年公司财务费用有所上升，截至 2018Q3 公司财务费用为 6.06 亿元。2013-2018Q3 公司速动比率和流动比率分别维持在 0.5 和 1 左右，短期偿债能力一般。

图表 7：中国核建财务费用情况



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 8：中国核建速动比率和流动比率



来源：Wind, 国金证券研究所

#### 4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH