

## 大盘核电转债，积极抢筹 ——核能转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**4月10日晚，中国核能电力股份有限公司发布公告，将于2019年4月15日发行78亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为85.85元，YTM为1.63%。**核能转债期限为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0.5%、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%（含最后一期利息），按照中债6年期AAA企业债到期收益率4.29%作为贴现率估算，债底价值为85.85元，纯债对应的YTM为1.63%，债底保护性尚可。
- **平价为100.16元，重要条款均为主流设置。**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6.32元/股，中国核电（601985.SH）4月10日的收盘价为6.33元，对应转债平价为100.16元。核能转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，重要条款均为主流设置。
- **预计核能转债上市首日价格在114~116元之间。**核能转债当前的平价水平为100.16元。可参照的平价可比标的为光大转债，其平价为100.97元，当前转股溢价率为13.25%，可参照的规模可比标的是国君转债，当前转股溢价率为15.58%。考虑到核能转债评级高，规模佳，条款设计中规中矩，配置价值较高。预计上市首日的转股溢价率在14%~16%左右，则对应的上市价格在114~116元区间。
- **预计配售比例在75%左右。**中核集团直接持有中国核电70.40%的股份，为公司控股股东，中国核电的实际控制人为国务院国资委。中核集团将参与本次发行的优先配售，承诺认购金额54亿元，占总发行规模的69.23%。在此基础上，我们预计配售比例在75%左右，那么留给市场的申购规模约为19.50亿元。
- **预计中签率在0.028%-0.031%。**核能转债总申购金额为78亿元，假设配售比例为75%，那么可供投资者申购的金额为19.50亿元，若网上申购户数为100万，网下参与户数为7,000~8,000户，平均单户申购金额按上限的75%打新，则中签率在0.028%-0.031%之间。
- **考虑到核能转债重要条款中规中矩，债项评级高，发行规模佳，转债平价略高于面值，正股为核电运营龙头，股东背景雄厚，市场前景较好。转债是较为优质的打新标的，配置价值较高，建议投资者积极参与打新抢筹。**
- **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10日晚，中国核能电力股份有限公司（以下简称“中国核电”）发布公告，将于2019年4月15日发行78亿元可转债，此次募集资金将用于田湾核电站扩建工程5、6号机组项目、福清核电厂5、6号机组及补充流动资金。以下我们对核能转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

## 1、核能转债基本要素分析

**债底为85.85元，YTM为1.63%。**核能转债期限为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0.5%、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%（含最后一期利息），按照中债6年期AAA企业债到期收益率（2019/4/10）4.29%作为贴现率估算，债底价值为85.85元，纯债对应的YTM为1.63%，债底保护性尚可。

**平价为100.16元，重要条款均为主流设置。**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6.32元/股，中国核电（601985.SH）4月10日的收盘价为6.33元，对应转债平价为100.16元。核能转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，重要条款均为主流设置。

图表 1：核能转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	核能转债/113026.SH
	发行规模	78亿元
	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0.5%、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	6.32元/股
	募集资金用途	田湾核电站扩建工程5、6号机组项目、福清核电厂5、6号机组及补充流动资金
重要条款	主承销商	中信证券、中金公司
	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85%时，公司董事会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。
	有条件赎回条款	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。
	有条件回售条款	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。

来源：Wind，国金证券研究所

**总股本稀释率为7.93%。**若按中国核电（601985.SH）初始转股价6.32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均为7.93%，股本摊薄压力较小。

**图表 2：核能转债发行申购日期表**

日期	交易日	发行事项安排
2019-4-11	T-2	1、刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 1、原股东优先配售股权登记日
2019-4-12	T-1	2、网上路演 3、网下申购日，网下机构投资者在 17:00 前提交《网下申购表》等相关文件，并于 17:00 前缴纳申购保证金
2019-4-15	T	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购中签率和网下申购初步配售结果
2019-4-16	T+1	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
2019-4-17	T+2	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（如申购保证金低于获得配售金额）
2019-4-18	T+3	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
2019-4-19	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、投资申购建议

**预计核能转债上市首日价格在 114~116 元之间。**核能转债当前的平价水平为 100.16 元。可参照的平价可比标的为光大转债，其平价为 100.97 元，当前转股溢价率为 13.25%，可参照的规模可比标的是国君转债，当前转股溢价率为 15.58%。考虑到核能转债评级高，规模佳，条款设计中规中矩，配置价值较高。预计上市首日的转股溢价率在 14%~16% 左右，则对应的上市价格在 114~116 元区间。

**预计配售比例在 75% 左右。**中核集团直接持有中国核电 70.40% 的股份，为公司控股股东，中国核电的实际控制人为国务院国资委。中核集团将参与本次发行的优先配售，承诺认购金额 54 亿元，占总发行规模的 69.23%。在此基础上，我们预计配售比例在 75% 左右，那么留给市场的申购规模约为 19.50 亿元。

**预计中签率在 0.028%-0.031%。**核能转债总申购金额为 78 亿元，假设配售比例为 75%，那么可供投资者申购的金额为 19.50 亿元，若网上申购户数为 100 万，网下参与户数为 7,000~8,000 户，平均单户申购金额按上限的 75% 打新，则中签率在 0.028%-0.031% 之间。

**考虑到核能转债重要条款中规中矩，债项评级高，发行规模佳，转债平价略高于面值，正股为核电运营龙头，股东背景雄厚，市场前景较好。转债是较为优质的打新标的，配置价值较高，建议投资者积极参与打新抢筹。**

## 3、正股基本面分析

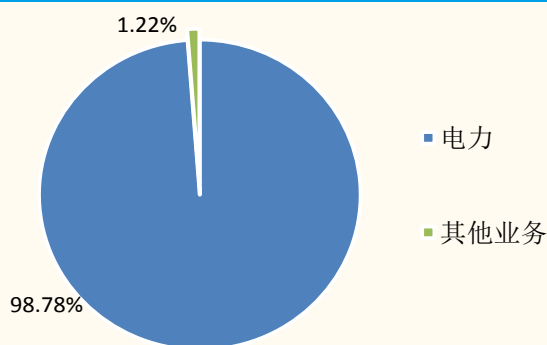
中国核电的经营范围涵盖核电项目的开发、投资、建设、运营与管理；清洁能源项目的投资、开发；输配电项目的投资和管理；核电运行安全技术研究及相关技术服务与咨询业务等。

**完整产业链的坚实支撑。**中国核电在核电产业链中处于中下游位置，主要从事电站运营和管理。公司上游供应商包括中国核电工程有限公司、中国原子能工业有限公司、中核检修有限公司等；下游客户涵盖国家电网有限公司、海南电网等。电力销售渠道稳定。

**中俄签署核能订单，核电技术有望提升。**2018年6月，中国核电与俄罗斯原子能建设出口股份有限公司签署《田湾核电站7/8号机组框架合同》和《徐大堡核电站框架合同》，并于2019年1月底正式签订《田湾核电站7、8号机组总合同》，合同金额为17.02亿美元。中俄双方将合作建设田湾核电站7、8号机组，采用俄罗斯设计的VVER-1200/V491型反应堆装置，拟配备国产汽轮发电机组，参考电站（核岛）为列宁格勒核电厂二期（二期1号机组已于2018年3月建成投运），核岛额定热功率3,212MW，电站设计运行寿命60年，寿期内年平均设计可用率不低于90%。俄罗斯原子能建设出口股份有限公司在设计和建造压水堆核电站方面拥有丰富的经验和业绩，技术相对成熟，双方合作有利于促进中国核电技术进步。

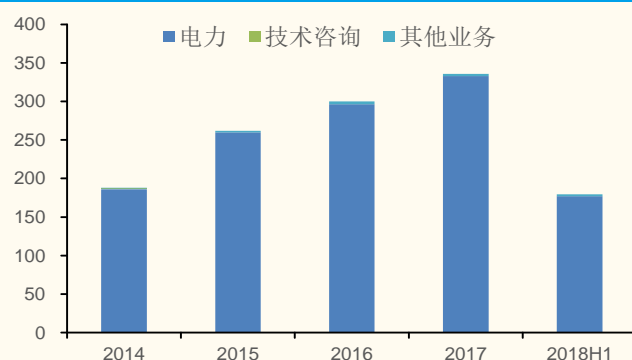
**营收主要由电力贡献。**截至2018H1，电力销售收入177.08亿元，占营业收入的比例为98.78%；其他业务收入2.18亿元，占比1.22%。公司盈利主要来源于电力销售业务，以及核电相关技术咨询业务。同时，公司也正在新能源、新产业开发方面积极探索。

图表3：中国核电营收主要由电力贡献



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：中国核电各业务营收情况（单位：亿元）

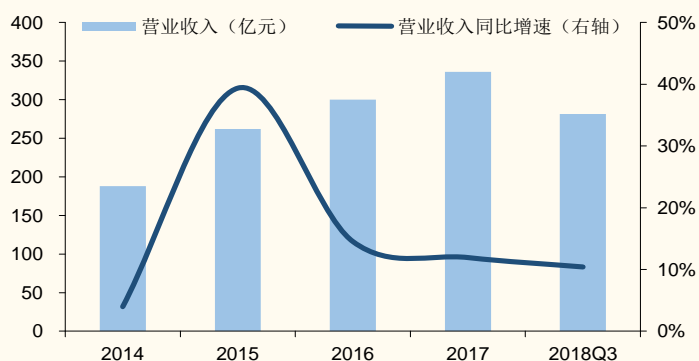


来源：Wind，国金证券研究所

**净利润增速有所下滑。**公司2016、2017、2018Q3的营业收入分别为300.09、335.90、281.55亿元，同比增加14.53%、11.93%、10.41%，营收增加主要源于福清核电4号机组、江苏核电3号机组、三门核电1号机组投入商业运行，发电量增加。公司2016、2017、2018Q3的净利润分别为81.08、80.36、69.20亿元，同比增加14.06%、-0.89%、-5.18%。

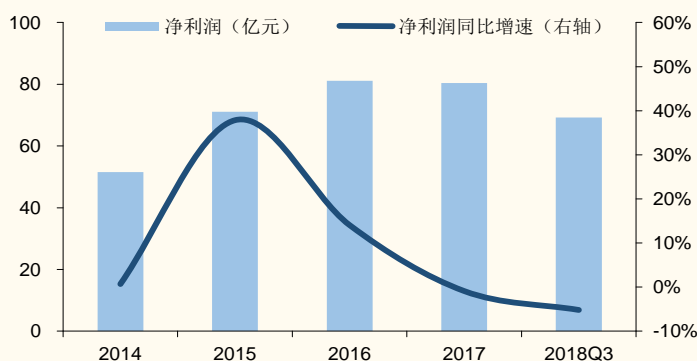
盈利能力方面，公司毛利率高于同业平均水平，截止2018Q3，公司毛利率为44.04%，高出同业1.96个百分点。净利率方面，2018Q3公司净利率为24.58%，高出同业13.66个百分点，公司盈利能力较强。

图表5：中国核电营业收入稳定



来源：Wind，国金证券研究所

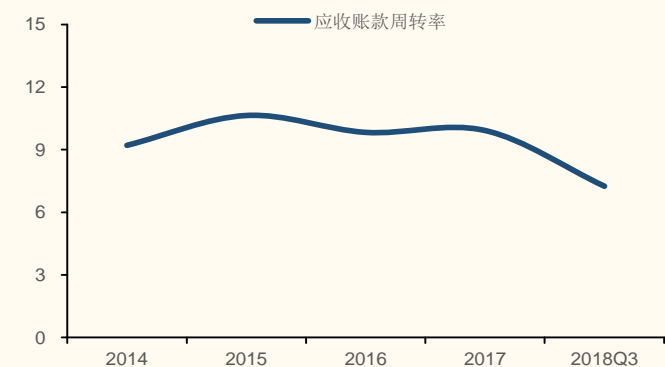
图表6：中国核电净利润增速有所下滑



来源：Wind，国金证券研究所

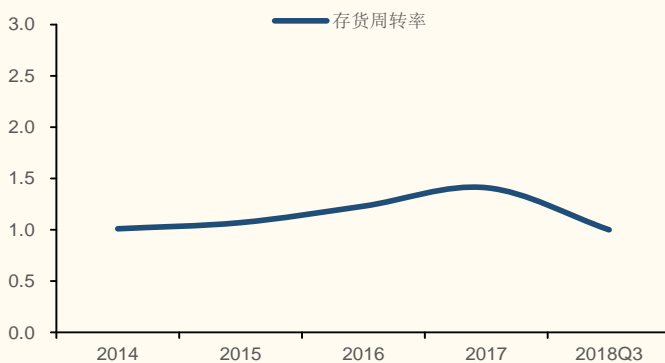
**应收账款周转率下降。**公司 2018Q3 的应收账款周转率为 7.25，存货周转率为 1.00，均有所下降，主要原因在于自有资金在生产、销售环节流转速度下降，生产成本回收缓慢，资金利用效率降低。截至 2018Q3，公司应收票据及应收账款为 47.30 亿元，较 18 年初增加 13.76 亿元，增幅达 41.01%，主要系新增发电机组应收电费增加所致。

图表 7：中国核电应收账款周转率下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：中国核电存货周转率下降

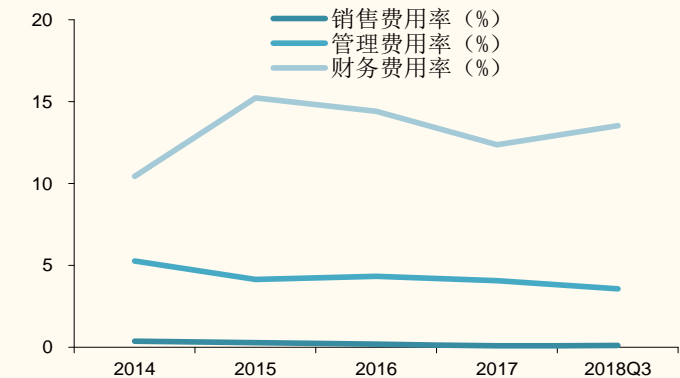


来源：Wind，国金证券研究所

公司 2018Q3 的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.11%、3.57%、13.53%。其中，销售费用为 0.30 亿元，同比增加 40.62%；管理费用为 7.28 亿元，同比增加 25.04%，主要系新投运机组日常管理性费用直接计入管理费用所致；财务费用为 38.11 亿元，同比增加 22.80%，主要系费用化利息支出增加所致。研发投入方面，公司 2018Q3 共投入 2.77 亿元（YoY+6.93%）来推进自主研发项目。

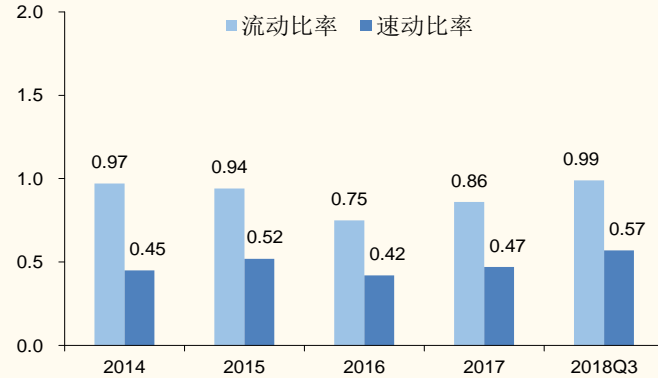
公司 2018Q3 的流动比率和速动比率分别为 0.99 和 0.57，偿债能力一般。

图表 9：中国核电财务费用率较高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：中国核电偿债能力一般



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有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