控股股东引入中核香港产业基金，基本面反转趋势确立

台海核电（002366）重大事项点评 | 2018.12.13

中信证券研究部

刘海博
首席分析师
S1010512080011

左腾飞
机械分析师
S1010516100002

联系人：李睿鹏

台海核电	002366
评级	买入（维持）
当前价	11.47 元
总股本	867 百万股
流通股本	489 百万股
52 周最高/最低价	26.45/7.64 元
近 1 月绝对涨幅	16.21%
近 6 月绝对涨幅	-32.50%
近 12 月绝对涨幅	-56.10%

核心观点

台海核电 12 月 11 日发布公告表示，控股股东台海集团与中核香港产业基金有限公司签署《增资扩股协议》;根据该协议中核香港产业基金拟以港币 15 亿元认缴台海集团新增注册资本。增资完成后，中核香港产业基金将持有台海集团 48.2%的股权。我们认为，引入中核系的基金将对公司在核心客户绑定、现金流压力、新业务开拓等方面都将产生积极作用，公司基本面大幅改善，有望消除市场之前对公司的质疑。

- **获战略股东背书，公司现金流压力纾解。**过去几年由于核电设施建设停滞/客户回款速度慢，公司现金流紧张。未来公司的现金流压力有望从三个方面纾解，（1）此次增资的 15 亿元有望直接改善台海集团和公司现金流压力，解决此前公司再融资方案中的扩产项目投资资金短缺的问题。（2）中核系基金的快速决策进驻，表明公司获得核电产业龙头的高度认可，公司融资条件有望大幅改善，融资可得性及资金成本问题将有效解决。（3）大股东质押欠款问题有望解决。

- **绑定核电产业龙头，提升产业链地位。**公司主营业务是制造、销售陆上/海上核电设施的核岛核心设备，中核集团是公司最重要的下游客户之一。增资完成后，中核系的基金将成为控股股东台海集团最大的单一股东。背靠中核集团，预计公司在产业链上的地位将得到进一步巩固提升，有望在下一轮的核电建设浪潮中充分受益，在产品线扩展延伸基础上获取更高的市场份额。董事长等三名一致行动人仍将持有集团 51.8%股权，实际控制人将保持不变。

- **核电行业景气边际改善，年底将是观察核电是否重启的重要时间窗口。**全球首台 AP1000 机组三门 1 号于 18Q3 实现商运。随着 AP1000 技术问题的解决，以及通过基建稳定经济的政策明朗，国内核电建设重启的预期增强。假设未来每年国内新开工 6-8 台机组，则国内核电设备市场规模约为 500 亿元/年。公司目前已实现核岛主设备的全覆盖，并将产品线延伸至核废料处理设备。

- **控股股东牵头成立蓝天台海核能工程管理公司，加码海上核电业务。**12 月台海集团联合中国核电、烟台蓝天投资、中国核工业二三建设、中集海洋工程研究院，成立合资公司，台海集团持股 35%，主要承接海上核电站项目。沿海城市的工业园区有望率先成为公司海上核电站业务的客户，公司于 2018 年初公告获得 36.5 亿海上核电设备大单，我们预计其海上核电设备订单具有持续性。

- **风险因素：**增资项目进度低于预期、核电重启进度低于预期、新业务扩展受阻。

- **投资建议：**由于陆上核电审批重启进度低于预期，核电设备招标大幅减少，而海上核电设备收入确认进度低于预期。我们下调公司盈利预测至 4.0/6.9/10.4 亿元（原预测为 14.10/18.90/23.20 亿元）。前期由于核电项目重启不明朗、大股东质押、“媒体不实报道”等原因，公司利润及股价大幅回调，随着中核系基金成为台海集团的最大单一股东，公司基本面的问题有望逐个解决，公司反转趋势已经明确，维持“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1210.1	2469.8	1543.5	2096.2	2853.8
增长率 YoY%	207.5	104.1	-37.5	35.8	36.1
净利润(百万元)	392.3	1014.0	402.4	685.6	1038.2
增长率 YoY%	1437.2	158.4	-60.3	70.4	51.4
每股收益 EPS(基本)(元)	0.45	1.17	0.46	0.79	1.20
毛利率%	57.2	67.9	55.8	59.3	62.2
PE (倍)	25.3	9.8	24.7	14.5	9.6
PB(倍)	4.6	3.1	2.8	2.4	1.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2018 年 12 月 11 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,210	2,470	1,544	2,096	2,854
营业成本	518	792	682	854	1,079
毛利率	57.2%	67.9%	55.8%	59.3%	62.2%
营业税金及附加	14	48	17	29	42
销售费用	10	18	12	15	21
营业费用率	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%
管理费用	102	159	201	210	228
管理费用率	8.4%	6.5%	13.0%	10.0%	8.0%
财务费用	110	142	180	171	176
财务费用率	9.1%	5.7%	11.7%	8.2%	6.2%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	429	1,216	471	804	1,249
营业利润率	35.5%	49.2%	30.5%	38.4%	43.8%
营业外收入	60	2	23	29	18
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	489	1,216	493	832	1,265
所得税	72	188	74	125	190
所得税率	14.8%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	24	21	17	21	37
归属于母公司股东的净利润	392	1,014	402	686	1,038
净利率	32.4%	41.1%	26.1%	32.7%	36.4%

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	522	419	309	419	571
存货	1,273	2,401	3,011	2,822	3,864
应收账款	461	782	858	875	1,226
其他流动资产	331	497	633	770	942
流动资产	2,588	4,099	4,810	4,886	6,602
固定资产	1,667	2,213	2,612	2,870	3,099
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	174	187	187	187	187
其他长期资产	718	650	492	405	341
非流动资产	2,560	3,050	3,291	3,462	3,627
资产总计	5,148	7,149	8,101	8,349	10,229
短期借款	989	902	992	604	1,223
应付账款	191	221	357	334	429
其他流动负债	1,441	1,179	1,567	1,546	1,690
流动负债	2,622	2,302	2,916	2,484	3,342
长期借款	374	1,451	1,451	1,451	1,451
其他长期负债	172	418	438	451	465
非流动性负债	545	1,869	1,889	1,902	1,917
负债合计	3,167	4,171	4,805	4,386	5,259
股本	254	254	254	254	254
资本公积	740	740	740	740	740
股东权益合计	1,981	2,978	3,296	3,963	4,970
少数股东权益	200	221	238	259	296
负债股东权益总计	5,148	7,149	8,101	8,349	10,229

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	392	1,014	402	686	1,038
少数股东损益	24	21	17	21	37
折旧和摊销	119	148	174	214	243
营运资金变动	-564	-1,519	-280	-22	-1,384
其他	132	235	173	186	241
经营现金流	104	-101	486	1,084	176
资本支出	-337	-499	-272	-272	-272
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	14	0	0	0
其他	1	0	-133	-102	-127
投资现金流	-336	-485	-405	-374	-400
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	67	201	90	-388	619
股利支出	-22	-39	-101	-40	-69
其他	51	163	-180	-171	-176
融资现金流	96	324	-191	-599	375
现金净增加额	-136	-262	-111	111	152

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率（%）					
营业收入	207.5	104.1	-37.5	35.8	36.1
营业利润	2,066.6	183.1	-61.3	70.8	55.3
净利润	1,437.2	158.4	-60.3	70.4	51.4
利润率（%）					
毛利率	57.2	67.9	55.8	59.3	62.2
EBIT Margin	46.8	58.8	41.0	47.1	52.0
EBITDA Margin	56.7	64.8	52.2	57.3	60.5
净利率	32.4	41.1	26.1	32.7	36.4
回报率（%）					
净资产收益率	19.8	40.9	12.8	18.9	23.2
总资产收益率	7.9	17.1	5.4	8.6	11.5
其他（%）					
资产负债率	61.5	58.3	59.3	52.5	51.4
所得税率	14.8	15.5	15.0	15.0	15.0
股利支付率	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	**股票评级**	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。