

## 重组过会, 核技术巨舰起航只剩最后一步

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 发行股票收购中广核核技术公司相关标的及配套融资事项获证监会无条件通过, 拟于 2016 年 7 月 29 日复牌。
- **点评:** 公司从 2015 年底发布重组预案至今过会, 历时约 8 个月, 期间经历了二次反馈, 在最近监管环境日趋严格的市场环境下, 整体来说是比较稳健而顺利的。至此, 公司重组事项距最终完成只剩最后一步, 参考过往重组案例, 我们认为, 公司在一个月左右时间内完成全部事项是大概率事件。核技术公司此次定增充分结合了央企和民企的优势和利益, 可谓混改典范, 上市后将成为中广核集团唯一 A 股平台, 有望成为中广核集团支柱产业之一。
- **推荐逻辑:** 1、核技术行业发展前景广阔: 据业内人士介绍, 发达国家(美国、日本)核技术产业生产总值占 GDP 的比例为 1.7%-3.7% 不等, 而在中国这一比例大约为 0.3%, 发展空间巨大, 中广核核技术公司为唯一平台型上市公司, 体量最大, 可谓是行业龙头和引领者。2、公司业务循序铺开, 各有亮点: 工业加速器业务为公司立身之本, 目前国内市占率达到 80% 以上, 处于绝对龙头地位; 改性材料目前占比较大, 定位中高端, 核级线缆料、大飞机线缆料、放射性废水磁吸附材料等将实现进口替代; 核医学是布局重点, 有工业加速器积累以及集团反应堆优势, 再结合国内外合作有望在医用加速器、同位素等领域实现突破; 辐照加工应用是开拓的新领域, 在三废处理、涂层固化、轮胎预硫化等领域将实现国内首发, 引导产业技术革新。
- **盈利预测与投资建议:** 核技术公司 2015 年实现净利润约 2.5 亿元, 2016-2018 年承诺净利润为 3 亿元、3.8 亿元和 4.7 亿元, 假设重组顺利完成(总股本 10.5 亿股), 再考虑到配套融资募投项目带来的产值扩张, 我们看好公司的长期发展, 不考虑外延预期, 保守预计 2016-2018 年公司净利润为 3 亿元、5 亿元和 6.3 亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原有主业拖累业绩的风险、定增不能顺利进行的风险、定增募投项目进展低于预期的风险、新产品推进缓慢的风险、核技术公司业绩实现或不及承诺的风险等。

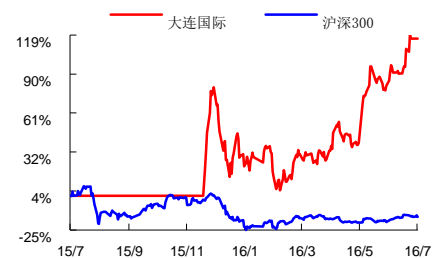
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2100.11	5603.50	7313.46	8633.01
增长率	3.47%	166.82%	30.52%	18.04%
归属母公司净利润(百万元)	-818.59	313.75	508.16	630.55
增长率	-1191.13%	-61.67%	61.97%	24.08%
每股收益 EPS(元)	-0.77	0.30	0.48	0.59
净资产收益率 ROE	-134.06%	7.41%	10.79%	11.91%
PE	-32	83	51	41
PB	27.21	6.14	5.52	4.91

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn  
联系人: 刘瑜  
电话: 010-57638602  
邮箱: liuyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.09
流通 A 股(亿股)	3.08
52 周内股价区间(元)	13.15-24.8
总市值(亿元)	75.69
总资产(亿元)	49.94
每股净资产(元)	2.68

### 相关研究

1. 大连国际(000881): 定增事宜稳步推进, 距过会又进一步 (2016-07-11)
2. 大连国际(000881): 变身核技术行业龙头, 开启靓丽新篇章 (2016-05-27)
3. 大连国际(000881): 巨头风范, 做核技术行业引领者 (2016-03-20)
4. 大连国际(000881): 依托央企资源, 打造核技术应用稀缺大平台 (2016-01-18)

**表 1：近年央企类上市公司重组进程时间梳理**

所属集团	股票名称		公布预案	过会	相隔天数	拿到批文	相隔天数	总共天数
中国电子科技集团	卫士通	三零盛安 93.98%股权,三零瑞通 94.41%股权,三零嘉微 85.74%股权,三十所北京房产	2013/11/5	2014/7/10	247	2014/7/28	18	265
北京矿冶研究总院	当升科技	中鼎高科 100%股权	2015/4/10	2015/7/10	91	2015/8/6	27	118
大唐电信集团	大唐电信	要玩娱乐 100%股权	2013/6/27	2014/2/27	245	2014/3/28	29	274
中国电力投资集团公司	漳泽电力	塔山发电 60%股权;同华发电 95%股权;王坪发电 60%股权;大唐热电 88.98%股权	2011/10/28	2012/11/29	398	2012/12/26	27	425
北京有色金属研究总院	有研新材	有研稀土 85%股权;有研亿金 95.65%股权;有研光电 96.47%股权;部分机器设备	2013/6/14	2013/11/23	162	2014/1/4	42	204
中国大唐集团	桂冠电力	龙滩公司 100%股权	2015/1/30	2015/10/21	264	2015/11/24	34	298
华润	华润双鹤	华润赛科 100%股权	2015/4/20	2015/10/27	190	2015/11/11	15	205
中国航天科工集团	航天通信	智慧海派 51%股权;江苏捷诚 36.92876%股权	2015/5/25	2015/10/23	151	2015/11/12	20	171
国家开发投资公司	国投安信	安信证券 100%股权	2014/11/18	2015/1/6	49	2015/1/31	25	74
中国建筑材料集团	洛阳玻璃	中建信息 100%股权	2015/1/1	2015/11/13	316	2015/12/5	22	338
中国石化	石化油服	石油工程公司 100%股权	2014/9/13	2014/12/4	82	2014/12/18	14	96
中国建筑材料集团	凯盛科技	国显科技 75.58%股权	2015/4/1	2015/10/21	203	2015/11/10	20	223
中国大唐集团	华银电力	湘潭公司 100%股权;张水公司 35%股权;耒阳电厂全部经营性资产	2014/10/25	2015/6/4	222	2015/7/2	28	250
国家电网	国电南瑞	科东电力控制 100%股权;华源电力 100%股权;国电富通 100%股权;南瑞太阳能 75%股权;南瑞电网分公司整体资产及负债	2012/11/7	2013/11/21	379	2013/12/20	29	408
中国华能	北部湾港	防城港 100%股权;北拖 57.57%股权;钦州港 100%股权	2012/7/25	2013/9/26	428	2013/11/21	56	484
中国通用技术(集团)控股	中国医药	三洋公司 35%股权;新兴华康 100%股权;武汉鑫益 51%股权;新疆天方 65.33%股权	2012/5/5	2013/4/11	341	2013/5/31	50	391
中国航空工业集团	中直股份	昌飞零部件 100%股权;惠阳公司 100%股权;天津公司 100%股权;昌河航空 100%股权;直升机零部件生产相关的资产	2012/5/28	2013/8/9	438	2013/9/25	47	485

所属集团	股票名称		公布预案	过会	相隔天数	拿到批文	相隔天数	总共天数
中粮集团	中航动力	黎明航空集团;南方航空工业集团; 黎阳航空动力;晋航维修;通化吉发; 贵航动力各 100%股权及深圳三叶 80%股权;西航集团拟注入资产负债	2013/6/18	2014/4/17	303	2014/5/12	25	328
中国船舶工业 集团	中船防务	黄埔文冲 100%股权;相关造船资产	2014/11/1	2015/2/2	93	2015/3/3	29	122
中国航空工业	中航资本	中航租赁 30.95%股权;中航信托 16.82%股权;中航证券 28.29%股权	2014/12/20	2015/9/24	278	2015/11/5	42	320
国家电网	置信电气	武汉南瑞 100%股权	2014/12/18	2015/11/3	320	2015/12/17	44	364
中国电力建设 集团	中国电建	顾问集团,北京院,华东院,西北院,中 南院,成都院,贵阳院,昆明院 8 家公 司 100%股权	2014/9/30	2015/4/23	205	2015/5/25	32	237
中国船舶重工 集团	中国动力	广瀚动力 100%股权,上海推进 100%股权,齐耀重工 100%股权等	2015/9/1	2016/3/17	198	2016/4/21	35	233
平均					244		31	274

数据来源: WIND, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2100.11	5603.50	7313.46	8633.01	净利润	-1280.95	313.75	508.16	630.55
营业成本	1856.74	4635.63	5976.00	7039.14	折旧与摊销	124.82	250.55	257.01	263.08
营业税金及附加	58.67	31.38	40.22	48.34	财务费用	69.38	16.81	0.00	0.00
销售费用	29.96	128.88	160.90	189.93	资产减值损失	1249.90	2.00	2.00	2.00
管理费用	213.59	414.66	533.88	612.94	经营营运资本变动	72.73	377.23	-406.29	-171.15
财务费用	69.38	16.81	0.00	0.00	其他	104.24	120.99	37.56	24.41
资产减值损失	1249.90	2.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>340.11</b>	<b>1081.33</b>	<b>398.44</b>	<b>748.90</b>
投资收益	0.73	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	1030.69	-100.00	-100.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1006.37	10.22	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>24.33</b>	<b>-89.78</b>	<b>-105.50</b>	<b>-20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-1377.39</b>	<b>363.51</b>	<b>594.96</b>	<b>740.65</b>	短期借款	51.62	-1073.23	0.00	0.00
其他非经营损益	77.74	10.00	10.00	10.00	长期借款	-286.50	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-1299.65</b>	<b>373.51</b>	<b>604.96</b>	<b>750.65</b>	股权融资	-0.03	2800.00	0.00	0.00
所得税	-18.70	59.76	96.79	120.10	支付股利	0.00	98.77	-33.84	-47.84
净利润	-1280.95	313.75	508.16	630.55	其他	-364.18	-532.74	0.00	0.00
少数股东损益	-462.36	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-599.10</b>	<b>1292.79</b>	<b>-33.84</b>	<b>-47.84</b>
归属母公司股东净利润	-818.59	313.75	508.16	630.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-229.38</b>	<b>2284.34</b>	<b>259.11</b>	<b>681.06</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	537.96	2822.30	3081.40	3762.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	964.01	3090.23	4009.34	4725.71	销售收入增长率	3.47%	166.82%	30.52%	18.04%
存货	1468.13	695.06	896.26	1055.71	营业利润增长率	-2620.3%	-73.61%	63.67%	24.49%
其他流动资产	2.87	29.82	29.28	38.36	净利润增长率	-1342.8%	-75.51%	61.97%	24.08%
长期股权投资	21.24	21.24	21.24	21.24	EBITDA 增长率	-596.68%	-46.68%	35.05%	17.81%
投资性房地产	20.86	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1891.02	1740.60	1583.72	1340.76	毛利率	11.59%	17.27%	18.29%	18.46%
无形资产和开发支出	0.21	0.09	-0.04	-0.17	三费率	14.90%	10.00%	9.50%	9.30%
其他非流动资产	18.81	18.81	18.81	18.81	净利率	-60.99%	5.60%	6.95%	7.30%
<b>资产总计</b>	<b>4925.12</b>	<b>8418.15</b>	<b>9640.01</b>	<b>10962.88</b>	ROE	-134.06%	7.41%	10.79%	11.91%
短期借款	1073.23	0.00	0.00	0.00	ROA	-26.01%	3.73%	5.27%	5.75%
应付和预收款项	703.95	1866.25	2360.54	2802.73	ROIC	-34.02%	10.16%	15.66%	18.29%
长期借款	765.64	765.64	765.64	765.64	EBITDA/销售收入	-56.34%	11.26%	11.65%	11.63%
其他负债	1426.76	1550.26	1803.51	2101.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3969.58</b>	<b>4182.15</b>	<b>4929.68</b>	<b>5669.84</b>	总资产周转率	0.38	0.84	0.81	0.84
股本	308.92	1061.16	1061.16	1061.16	固定资产周转率	0.88	3.15	4.59	6.17
资本公积	253.70	2301.46	2301.46	2301.46	应收账款周转率	6.15	4.19	2.83	2.71
留存收益	331.98	744.50	1218.83	1801.53	存货周转率	1.12	4.29	7.51	7.21
归属母公司股东权益	826.65	4107.12	4581.45	5164.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.19%	—	—	—
少数股东权益	128.88	128.88	128.88	128.88	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>955.54</b>	<b>4236.00</b>	<b>4710.33</b>	<b>5293.04</b>	资产负债率	80.60%	49.68%	51.14%	51.72%
负债和股东权益合计	4925.12	8418.15	9640.01	10962.88	带息债务/总负债	53.85%	25.45%	21.59%	18.77%
					流动比率	1.05	2.19	2.12	2.12
					速动比率	0.53	1.96	1.88	1.89
					股利支付率	0.00%	-31.48%	6.66%	7.59%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.77	0.30	0.48	0.59
					每股净资产	0.90	3.99	4.44	4.99
					每股经营现金	0.32	1.02	0.38	0.71
					每股股利	0.00	-0.09	0.03	0.05
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	-1183.20	630.87	851.97	1003.74					
PE	-31.76	82.86	51.16	41.23					
PB	27.21	6.14	5.52	4.91					
PS	12.38	4.64	3.55	3.01					
EV/EBITDA	-8.17	38.39	28.13	23.19					
股息率	0.00%	—	0.13%	0.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn