



巨头风范, 做核技术行业引领者

- **事件:** 公司发布重组草案, 拟收购中广核核技术公司相关标的。
- **核技术公司定位为中广核集团新的增长点:** 不考虑拟入主大连国际的核技术公司, 中广核集团旗下共有 3 个上市平台, 分别为中广核电力(1816.HK, 主要致力于集团旗下核电站的运营管理)、中广核矿业(1164.HK, 主营天然铀贸易等)、中广核新能源(1811.HK, 为多元化独立发电商), 除电力公司年收入近 200 亿元以上, 其他两家收入均为 10 亿元量级。而核技术公司 2014 年备考收入即 17 亿元, 上市后将成为广核集团唯一 A 股上市平台。从重组草案来看, 除个别尚处于孵化期的公司, 中广核已将目前所有核技术相关资产装入大连国际。考虑到非动力核技术行业具有与核电产业可比、甚至更大的市场体量, 我们认为, 核技术公司将成为中广核集团支柱产业之一, 具有重要战略地位。
- **核技术公司致力于做行业引领者:** 据统计, 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, 而在中国这一比例还不到 1%, 发展空间巨大。目前国内核技术行业尚处于初级阶段, 成熟应用领域集中在改性材料、辐照灭菌的低端领域, 未来往上发展还有高端领域以及三废处理、表面固化、核医学等多个台阶要上。核技术公司已经成功切入了目前应用最广的改性材料和辐照灭菌等领域且名列前茅, 同时也正在积极推进工业加速器高端研发、加速器新应用以及核医学国产化等业务, 凭借优良的产学研一体化基础以及广核集团的雄厚背景, 将成为推动核技术发展的行业引领者。
- **核技术公司业绩具备超承诺基础:** 公司重组草案中给出的业绩承诺是 2016-2019 年实现净利润分别为 3.1 亿元、3.9 亿元和 4.8 亿元, 我们认为公司实际业绩可能超出承诺, 主要原因有: 1) 公司现有产能还有发挥空间(材料产品销售提升、加速器下游应用领域扩大); 2) 募投项目 2017 年底达产后释放的利润没有考虑在内; 3) 同时, 公司作为平台型企业, 具有强烈外延预期。
- **业绩预测与估值:** 假设重组顺利完成, 原有主业剥离, 基于对公司未来发展的看好, 我们上调了对公司的盈利预测, 估计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.31 元和 0.48 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 业绩不达预期, 原主业剥离低于预期, 新领域进入缓慢的风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2029.65	1990.00	3443.52	4004.50
增长率	1.60%	-1.95%	73.04%	16.29%
归属母公司净利润(百万元)	75.02	-1109.90	331.42	512.40
增长率	-30.76%	-1579.43%	-	54.60%
每股收益 EPS(元)	0.24	-3.59	0.31	0.48
净资产收益率 ROE	4.52%	-90.75%	7.10%	10.07%
PE	67	-	52	34
PB	2.22	4.14	9.83	9.02

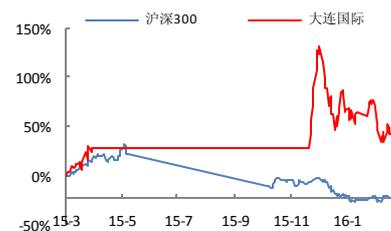
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 刘瑜
电话: 010-57631198
邮箱: liuyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

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)	9.71-24.88
总市值(亿元)	50.60
总资产(亿元)	52.61
每股净资产(元)	2.66

相关研究

1. 大连国际(000881): 依托央企资源, 打造核技术应用稀缺大平台 (2016-01-19)

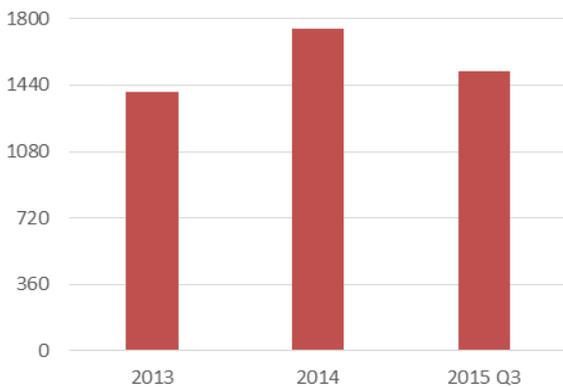
1 核技术公司为中广核集团新的增长点

1.1 公司近年来实现跳跃式发展

大连国际此次重大资产重组实质上可以理解为中广核核技术公司的借壳上市。中广核核技术公司成立于 2011 年 6 月，为中广核集团全资子公司。到目前为止，公司已经实现了加速器制造、辐照加工服务、改性高分子材料三大核心业务单元的国内布局，正积极推动核仪器仪表、核医学等储备业务。核技术公司为全国领先的工业电子加速器供应商、全国领先的电子束辐照服务运营、全国领先的环保光缆护套材料生产商，以及全国领先的特种线缆材料、改性工程塑料生产商之一。

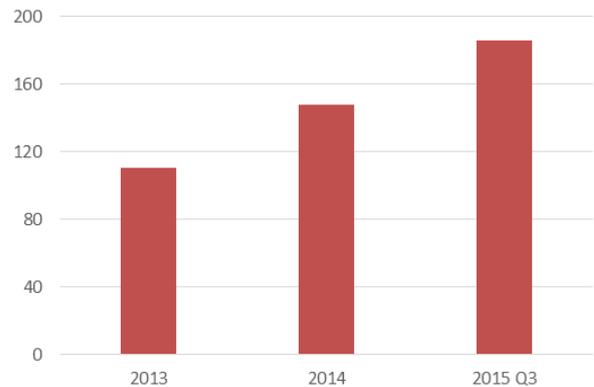
自 2012 年至 2014 年，公司营业收入实现了连年跳跃发展，年复合增长率超过 800%，我们认为，未来公司内生、外延两条腿走路，仍将持续保持良好的增长态势。

图 1: 核技术公司近年备考收入情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 2: 核技术公司近年备考净利润情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

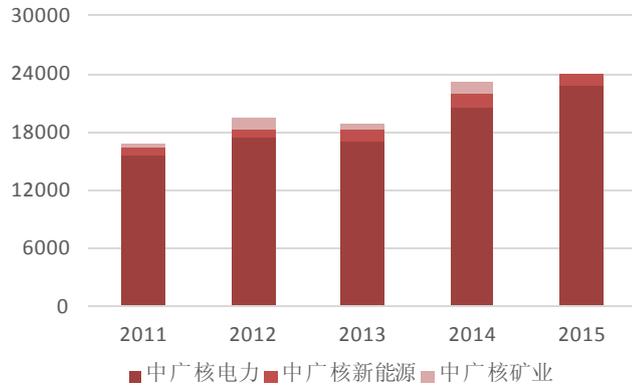
2.2 公司将成中广核集团的又一支柱产业

不考虑拟入主大连国际的核技术公司，中广核集团旗下共有 3 个上市平台，分别为中广核电力 (1816.HK，主要致力于集团旗下核电站的运营管理)、中广核矿业 (1164.HK，主营天然铀贸易等)、中广核新能源 (1811.HK，为多元化独立发电商)。电力公司目前市值 1140 亿港元，年收入超 200 亿港元，营业收入三年复合增速为 9.7%，净利润三年复合增速为 16.1%；矿业公司目前市值 23 亿港元，年收入在几亿到十几亿港元之间浮动，营业收入三年复合增速为 49.4%；新能源公司目前市值 58 亿港元，年收入超 10 亿港元，营业收入三年复合增速为 6.62%，净利润三年复合增速为 72.7%。

纵观以上三家 H 股公司，电力公司是中广核的发家之本核电、矿业公司是贸易公司以及核电上游产业公司、新能源公司是中广核非核的电力公司，大概念上都是电力或电力相关，属于中广核的老本行、擅长领域。而核技术公司承接了中广核目前所有核技术相关业务，从行业层面来看，与动力核相比，非动力核技术的应用范围更广、市场体量更大，初级阶段提供供给上市公司的可发挥空间也更大；从核技术公司来看，其 2014 年备考收入即 17 亿元，已

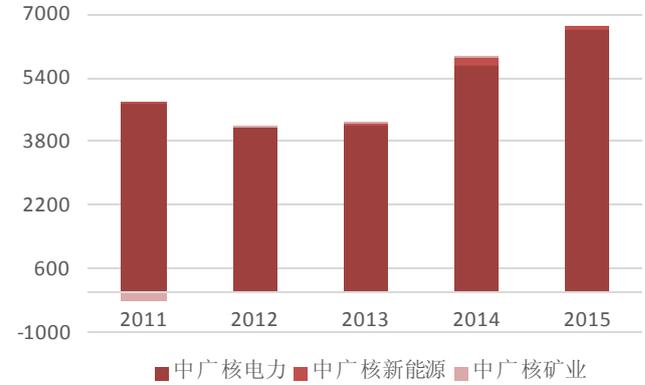
经超过矿业公司和新能源公司，同时其上市后将成为广核集团唯一 A 股上市平台，在集团的战略地位显而易见。

图 3: 中广核旗下上市公司近年收入情况 (百万港元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 4: 中广核旗下上市公司近年净利润情况 (百万港元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

2 多点开花，做行业引领者

2.1 国内核技术行业发展空间巨大

核技术的应用在生活中随处可见，比如食品、医疗器械的消毒灭菌，车站机场海关的安检，工业探伤，材料改性，考古断年，医用治疗，诱变育种等等。早在 2009 年美国同位素与辐射技术的产值就达到了 6000 亿美元，占其当年 GDP 的比例为 3% 左右。根据中国同辐协会统计，2010 年我国核技术应用年产值约为 1000 亿元，仅占当年 GDP 的 0.3%，提升空间巨大。

国内核技术行业的发展是阶梯式的，目前尚处于第一阶梯（应用最成熟且体量最大领域为材料改性、辐照灭菌等）。与国外差距较大的主要原因有：（1）社会经济水平发展阶段的差距（检验检疫标准、建筑标准、安全意识还没有跟上来）；（2）国外行业的整合已经比较有序，国内行业还处于单打独斗、分散经营的阶段。参考国外水平，随着人们生活质量和各项政策法规的完善提升，我们认为，未来行业向更上级台阶发展是必然趋势，包括开拓新的核技术应用领域以及在高端市场上实现技术国产化进口替代。

2.2 核技术公司多点开花，成为国内行业发展的引领者

核技术公司的业务可以分为五个板块：加速器制造、高新材料、辐照加工、核医学以及核仪器仪表，其中加速器制造是技术壁垒最高、最核心的板块，公司的基本战略思路就是以自身在加速器领域的绝对垄断和国内最强地位为基础，一方面继续在加速器上提高（从工业到医用），另一方面在下游加速器的应用领域做大做强（高新材料），同时开辟新的应用领域（三废处理、轮胎预硫化、辐照固化）。下面我们分各个板块进行讨论。

➤ 加速器制造板块

工业电子加速器按照能量可以分为低能（0.5MeV 以下）、中能（0.5-5MeV）及高能（5MeV 以上）三种。中能加速器可以用于辐照高分子材料改性、污水处理等；低能加速器（可以自

屏蔽)可以用于辐照固化、生产线上 PET 瓶直接消毒等;高能加速器可以用于辐照灭菌等(目前还没有实现国产化)。

公司充分发挥产学研优势,与兰州近物所、上海应物所等国内顶尖科研机构合作进行产业化,加速器制造主要依托于中广核达胜和中科海维两个子公司,产品涵盖中低能(5MeV及以下)的高频高压加速器、电子直线加速器等,处于国内领先水平,工业加速器市占率约80%。国内主要竞争对手为无锡兰孚,但其体量和实力均与公司有一定差距。目前,国内工业加速器一年的需求量在30-40台左右,每台的价值量在300-400万不等,市场空间虽然不算太大,但技术壁垒极高,垄断性强,能够体现企业的核心竞争力。2014年,中科海维和中广核达胜共计销售加速器21台。

接下来,公司还将积极推广加速器在污水处理、PET瓶生产线、轮胎预硫化、涂层固化方面的应用,扩大加速器的下游需求领域。

➤ 高新材料板块

公司目前的高新材料业务可以分为电缆料、工程塑料、可再生材料等,电缆料和工程塑料市场空间较大(合计千亿级),高端产品主要被国际巨头抢占,中低端产品市场较为分散。公司起始阶段主要是通过进行一定的行业整合进入该领域,随后发挥集团及自身各方的协同作用提升中端产品的市占率,同时依托产学研优势研发高端产品进行产业化。同时,公司还有完整的束下生产线设计制造技术,是产业化的关键一环。

公司目前高新材料产能超过20万吨,产品均价在1万元/吨左右,净利率为9-10%,此次重组和配套融资新投了约54万吨产能。我们认为,高新材料目前以及未来都将是核技术公司的主要业绩支撑点之一。

接下来,公司还将积极研发推进高端产品诸如核级线缆料、飞机用线缆料、核电站废水处理用非金属材料等的产业化。

➤ 辐照加工

包括给食品、医疗器械等辐照灭菌。

➤ 核医学

该板块是公司未来发展的一个重点,包括同位素的制备和医用加速器。对于前者,由于同位素需要在反应堆里制备,且具有长短不一的半衰期,公司可以充分发挥在商运核反应堆上的垄断优势从上游切入市场。对于后者,医用加速器及相关配套技术壁垒极高,目前国内尚不具备成熟的商业化技术,公司可以依托丰富的资源、渠道优势,向国外领先企业学习,实现互利共赢。

➤ 核仪器仪表

成都有一家子公司,此次重组没有放进来,目前处于孵化阶段。

3. 盈利预测与投资建议

由于大连国际原有主业2015年计提了12亿元左右的资产减值准备,公司2015年业绩将出现较大幅度下滑。2016年,我们假设大连国际原有主业成功剥离,同时考虑到中广核核技术公司的业绩承诺,仅基于公司现有业务,我们保守估计2016-2017年公司改性材料业

务增速在 30%以上, 产品结构调整及规模效益促使毛利率提升; 加速器生产业务和辐照加工业务维持在 15%以上的增速, 上调前次盈利预测。

我们估计, 2016-2017 年公司 EPS 分别为 0.31 元和 0.48 元, 对应 PE 为 52 倍和 34 倍, 维持“买入”评级。

表 1: 盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	2030	1990	3444	4004
增速		-2%	73%	16%
毛利率	20%	9%	21%	24%
大连国际主业				
收入	2030	1990		
增速		-2%		
毛利率	20%	9%		
改性高分子材料		(备考)		
收入	1415	1955	3011	3492
增速		38%	54%	16%
毛利率	19%	19%	20%	23%
电子加速器生产		(备考)		
收入	120	150	180	234
增速		26%	20%	30%
毛利率	46%	46%	48%	50%
辐照加工服务		(备考)		
收入	192	200	253	278
增速		4%	10%	10%
毛利率	13%	13%	13%	13%

数据来源: 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2029.65	1990.00	3443.52	4004.50	净利润	103.06	-1109.90	331.42	512.40
营业成本	1625.03	1810.90	2722.12	3048.11	折旧与摊销	146.87	365.22	365.22	365.22
营业税金及附加	55.53	11.14	19.28	22.43	财务费用	36.70	76.53	60.82	18.79
销售费用	22.21	57.71	86.09	112.13	资产减值损失	15.47	1233.00	0.00	0.00
管理费用	224.71	103.48	165.29	200.22	经营营运资本变动	-1048.42	-116.08	-754.43	-285.76
财务费用	36.70	76.53	60.82	18.79	其他	269.23	-1232.37	-0.03	-0.09
资产减值损失	15.47	1233.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-477.09	-783.59	3.01	610.56
投资收益	4.65	0.00	0.00	0.00	资本支出	119.55	-20.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-40.97	0.30	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	78.59	-19.70	-100.00	-100.00
营业利润	54.65	-1302.76	389.91	602.82	短期借款	515.36	838.38	-1859.99	0.00
其他非经营损益	65.53	-3.00	0.00	0.00	长期借款	-535.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	120.18	-1305.76	389.91	602.82	股权融资	0.01	0.00	2800.00	0.00
所得税	17.12	-195.86	58.49	90.42	支付股利	-30.89	-21.39	316.43	-94.49
净利润	103.06	-1109.90	331.42	512.40	其他	-179.33	-580.67	-60.82	-18.79
少数股东损益	28.04	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-230.17	236.32	1195.62	-113.28
归属母公司股东净利润	75.02	-1109.90	331.42	512.40	现金流量净额	-632.69	-566.97	1098.63	397.28
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	765.97	199.00	1297.63	1694.91	成长能力				
应收和预付款项	397.83	366.06	611.33	711.64	销售收入增长率	1.60%	-1.95%	73.04%	16.29%
存货	1848.59	2059.40	3096.02	3466.95	营业利润增长率	-48.90%	-2483.80	—	54.60%
其他流动资产	27.16	26.33	45.56	52.98	净利润增长率	-9.90%	-1176.91%	—	54.60%
长期股权投资	21.24	21.24	21.24	21.24	EBITDA 增长率	-0.54%	-461.44%	—	20.94%
投资性房地产	21.75	21.75	21.75	21.75	获利能力				
固定资产和在建工程	2918.52	2573.48	2308.43	2043.39	毛利率	19.94%	9.00%	20.95%	23.88%
无形资产和开发支出	0.38	0.20	0.01	-0.17	三费率	13.97%	11.95%	9.07%	8.27%
其他非流动资产	35.30	35.30	35.30	35.30	净利率	5.08%	-55.77%	9.62%	12.80%
资产总计	6036.75	5302.76	7437.29	8048.02	ROE	4.52%	-90.75%	7.10%	10.07%
短期借款	1021.61	1859.99	0.00	0.00	ROA	1.71%	-20.93%	4.46%	6.37%
应付和预收款项	645.66	676.20	1063.42	1199.19	ROIC	2.05%	-24.97%	8.76%	11.17%
长期借款	1052.14	1052.14	1052.14	1052.14	EBITDA/销售收入	11.74%	-43.27%	23.70%	24.64%
其他负债	1037.40	491.42	650.86	707.90	营运能力				
负债合计	3756.81	4079.74	2766.42	2959.23	总资产周转率	0.33	0.35	0.54	0.52
股本	308.92	308.92	1061.16	1061.16	固定资产周转率	0.69	0.74	1.47	2.03
资本公积	253.73	253.73	2301.50	2301.50	应收账款周转率	10.37	8.97	12.75	10.50
留存收益	1150.58	19.29	667.14	1085.05	存货周转率	1.04	0.93	1.06	0.93
归属母公司股东权益	1638.86	581.94	4029.80	4447.70	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	91.46%	—	—	—
少数股东权益	641.08	641.08	641.08	641.08	资本结构				
股东权益合计	2279.94	1223.02	4670.88	5088.78	资产负债率	62.23%	76.94%	37.20%	36.77%
负债和股东权益合计	6036.75	5302.76	7437.29	8048.02	带息债务/总负债	55.20%	71.38%	38.03%	35.55%
					流动比率	1.20	0.93	3.28	3.42
					速动比率	0.47	0.21	1.27	1.42
					股利支付率	41.18%	-1.93%	-95.48%	18.44%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	238.22	-861.01	815.96	986.83	每股收益	0.24	-3.59	0.31	0.48
PE	67.45	-4.56	52.45	33.92	每股净资产	7.38	3.96	1.67	1.82
PB	2.22	4.14	9.83	9.02	每股经营现金	-1.54	0.00	0.00	0.00
PS	2.49	2.54	50.82	43.70	每股股利	0.10	0.07	-0.15	0.04
EV/EBITDA	28.74	-8.91	20.88	16.86					
股息率	0.61%	0.42%	—	1.87%					

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

邮箱: research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn