

证券研究报告—动态报告/公司快评

国防军工

核电与核技术

大连国际 (000881)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016年07月12日

重组稳步推进，看好公司长期发展

联系人:	李君海	010-88005315	lijunh@guosen.com.cn	
证券分析师:	徐培沛	0755-22940793	xupp@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516050001
证券分析师:	王东	010-88005309	wangdong2@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516050002

事项:

7月11日晚，公司公告了《大连国际：关于《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》[160618]号之反馈意见回复》、《大连国际：关于公司财务业绩真实性和会计处理合规性的专项核查报告》、《大连国际：上海市锦天城律师事务所关于公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的补充法律意见书（五）》、《大连国际：中德证券有限责任公司关于公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或重组存在拟置出资产情形相关事项之专项核查意见》等文件，将于反馈回复披露后2个工作日内向中国证监会行政许可受理部门报送反馈意见回复相关材料。

评论:

■ 公司对二审反馈意见认真答复完成，看好公司按照《上市公司重大资产重组管理办法》原规定顺利过会

6月8日公司公告收到证监会二次反馈意见；6月17日证监会对《上市公司重大资产重组管理办法》修订征求意见时表示，重组上市方案已经通过股东大会表决的，原则上按照原规定进行披露、审核。

公司已对二次反馈意见进行了认真答复，并补充了财务核查报告、证监会监管部新要求《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》所涉及的法律意见书和券商核查意见书。我们认为，公司重大资产重组方案已在《上市公司重大资产重组管理办法》修订征求意见前召开了股东大会，符合修订前相关规定的要求，此次重组符合央企发展混合所有制改革的大趋势，获得证监会核准批文确定性大，重组进入关键节点将稳步推进。

■ 公司承诺未来12个月不注入中广核集团其他资产、未来12个月不对大连国际现有资产进行出售等，我们认为相关承诺不影响公司高速增长惯性

公司二次反馈意见答复承诺：除东莞祈富外，中国广核集团没有在未来12个月内向大连国际注入其他资产或促使下属企业向大连国际注入其他资产的计划；中广核核技术没有在未来12个月内促使大连国际对其现有资产进行重大资产出售或以置换、资产出资、委托经营、捐赠等方式进行重大资产处置的计划和安排。

我们认为：**首先**，此次重大资产重组拓展方向为非动力核技术应用领域，注入的资产为中广核核技术应用有限公司下属的七家子公司，其历史沿革均为中广核集团通过外延式并购民营企业龙头、发挥央企资源优势和民企市场化优势迅速发展壮大的企业，中广核集团12个月内不注入集团内其他资产不影响公司继续保持内生式和外延式高速增长惯性；**其次**，公司未来12个月不剥离原房地产、远洋运输等业务将不影响公司未来业绩释放，因为公司2015年已经充分考虑相关业务的减值风险，对远洋船舶、房地产存货资产共合理计提减值126,767.72万元，预计未来1年原有主业将不带来业绩亏损；**第三**，承诺时间范围为12个月，不影响公司长期战略规划和动力。

■ 万亿非动力核技术应用市场静待开拓，公司是该领域龙头、标的稀缺，维持“买入”评级

十三五期间是核电及核技术应用的爆发期，万亿级核技术应用市场静待拓展。中广核核技术应用有限公司依托中广核集团资源、优秀的管理团队和市场化活力，11年至今业绩保持高速增长，营收复合增速 600%，我们看好公司团队不断将预期兑现，并不断创造新预期、新价值的趋势。

假设公司将聚焦核技术应用主业、原有主业保持盈亏平衡、募集资金分两年进行固定资产投资支出进行测算，考虑公司取消超额业绩奖励效果从明年开始体现，预计 16/17/18 年备考 EPS 0.39/0.49/0.7，对应备考 PE 为 55.5/43.7/30.6X(2016 年 7 月 11 日)，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	538	2000	800	500
应收款项	876	311	478	670
存货净额	1468	640	927	1332
其他流动资产	91	378	529	741
流动资产合计	2973	3328	2734	3243
固定资产	1891	3945	4708	4601
无形资产及其他	0	100	200	300
投资性房地产	40	40	40	40
长期股权投资	21	31	41	51
资产总计	4925	12345	12601	13076
短期借款及交易性金融负债	1657	1312	1088	805
应付款项	546	462	669	962
其他流动负债	619	286	417	598
流动负债合计	2822	2061	2175	2365
长期借款及应付债券	1064	1064	1064	1064
其他长期负债	84	984	784	584
长期负债合计	1148	2048	1848	1648
负债合计	3970	4109	4023	4013
少数股东权益	129	129	129	129
股东权益	827	8108	8449	8934
负债和股东权益总计	4925	12345	12601	13076

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	-2.65	0.39	0.49	0.70
每股红利	0.37	0.12	0.15	0.21
每股净资产	2.68	7.68	8.00	8.46
ROIC	-1%	9%	8%	10%
ROE	-99%	5%	6%	8%
毛利率	12%	22%	20%	20%
EBIT Margin	-3%	14%	12%	12%
EBITDA Margin	3%	24%	21%	19%
收入增长	3%	80%	40%	40%
净利润增长率	-1191%	-150%	27%	43%
资产负债率	83%	34%	33%	32%
息率	2%	2%	2%	3%
P/E	-8.1	55.5	43.7	30.6
P/B	8.1	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	162.0	29.4	24.0	18.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2100	3780	5292	7409
营业成本	1857	2961	4234	5927
营业税金及附加	59	23	32	44
销售费用	30	95	148	207
管理费用	214	176	268	370
财务费用	69	86	70	77
投资收益	1	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(1250)	0	0	0
其他收入	0	10	40	60
营业利润	(1377)	452	583	845
营业外净收支	78	30	30	30
利润总额	(1300)	482	613	875
所得税费用	(19)	72	92	131
少数股东损益	(462)	0	0	0
归属于母公司净利润	(819)	410	521	744

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	(819)	410	521	744
资产减值准备	1234	190	130	36
折旧摊销	125	390	507	571
公允价值变动损失	1250	0	0	0
财务费用	69	86	70	77
营运资本变动	1234	(160)	(338)	(499)
其它	(1762)	(190)	(130)	(36)
经营活动现金流	1262	640	691	816
资本开支	919	(1500)	(1500)	(600)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	919	(1510)	(1510)	(610)
权益性融资	0	2800	0	0
负债净变化	(287)	0	0	0
支付股利、利息	(115)	(123)	(156)	(223)
其它融资现金流	(1605)	(345)	(224)	(283)
融资活动现金流	(2409)	2332	(381)	(506)
现金净变动	(228)	1462	(1200)	(300)
货币资金的期初余额	766	538	2000	800
货币资金的期末余额	538	2000	800	500
企业自由现金流	2219	(824)	(812)	203
权益自由现金流	327	(1241)	(1096)	(146)

相关研究报告:

《大连国际-000881-重大事件快评: 重大资产重组取得关键进展, 取消超额业绩奖励利好股价提振》 —— 2016-05-27

《大连国际-000881-重大事件快评: 一季度保持盈利, 核技术应用旗舰蓄势待发》 —— 2016-04-29

《大连国际-000881-重大事件快评: 华丽转身, 打造中广核集团核技术应用旗舰平台》 —— 2016-04-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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, 我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。