

证券研究报告—动态报告公司快评

综合

大连国际 (000881)
买入

综合 II

重大事件快评

(首次评级)

2016年04月21日

华丽转身，打造中广核集团核技术应用旗舰平台

证券分析师:	梁铮	010-88005381	liangzheng@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515020001
联系人:	李君海	010-88005315	lijunh@guosen.com.cn	
联系人:	王东	010-88005309	wangdong2@guosen.com.cn	
联系人:	徐培沛	0755-82130473	xupp@guosen.com.cn	

事项:

大连国际近期公告: 公司重大资产重组事项获得证监会受理; 公司 2016 年一季度业绩快报, 归母净利 5-50 万元, 同比下降 99.64%-96.41%。此次重组方案为发行股份购买资产并募集配套资金方案, 公司以发行股份的方式购买中广核核技术等交易对方持有的高新核材 100% 股权、中科海维 100% 股权、中广核达胜 100% 股权、深圳沃尔 100% 股权、中广核俊尔 49% 股权、苏州特威 45% 股权、湖北拓普 35% 股权, 发行价格为 8.77 元/股; 公司通过锁价方式向中广核核技术等七名配套融资投资者非公开发行股份募集配套资金, 拟募集资金总额不超过 28 亿元, 发行价格为 10.46 元/股。此次发行后, 中广核核技术及其一致行动人将占公司 61.08% 的股份, 成为公司控股股东。

评论:

■ 重大资产重组获批确定性高, 华丽转身进入万亿级战略新兴领域

此次重组方案顺应国家发展混合所有制改革的趋势, 获得证监会核准批文确定性大, 若重组顺利实施公司有望成为国企改革典范。上市公司原主业在 2015 年度 4 个季度保持了稳定增长, 年底亏损主要来源于对远洋运输资产和房地产存货计提的减值准备。我们判断, 公司原有主业经营风险已经提前释放, 在公司一季度业绩预报为盈利的情况下, 原主业将在 2016 年保持盈利确保重组顺利实施。我们认为, 公司将加快推进此次重大资产重组步伐, 并将主业聚焦核技术应用领域, 原有主业将视资产优劣进行逐步剥离。中广核核技术公司在重组后将持有公司 61.08% 的股份, 成为公司控股股东。公司也将华丽转身, 大步迈向核技术应用这一战略新兴产业领域。

十三五期间是核电及核技术应用的爆发期。非动力核技术应用与核电发展具有正相关性, 均为高景气朝阳产业。美国同位素与辐射技术的产值 2009 年约 6,000 亿美元, 占国内生产总值的 3%, 统计表明核技术应用市场是核电的 3.5 倍。目前, 我国正处于核技术应用起步阶段。公司实际控制人中国广核集团是我国非动力核技术能力领先、核技术应用市场化程度最高的央企, 公司将凭借雄厚的技术实力、资源优势, 发挥与核电共同发展的协同效应, 开拓万亿级、10 倍增量的核技术应用市场蓝海。

■ 三大高附加值主业领域业绩或将远超预期, 打造非动力核技术应用产业链

此次重组中广核核技术旗下公司基本全部装入大连国际, 主业包括电子加速器制造、改性高新材料、辐照加工服务等高附加值业务。中广核核技术承诺, 除深圳沃尔外 16 年-18 年实现归母净利分别为 3.01、3.81、4.73 亿。其中:

高新核材已成为国内线缆用改性高分子材料行业中产品种类最齐全、生产规模最大、技术创新领先的综合型材料企业之一; 加入中广核核技术之后, 在辐照交联电缆料以及核电等新能源用电缆料和其他改性高分子新材料方面取得了重大突破。不含中广核俊尔、苏州特威、湖北拓普, 16-18 年归母净利 0.79、0.96、1.08 亿。

中广核俊尔是浙江省规模最大、产品品种最齐全、技术研发力量最强的高性能工程塑料研发和制造企业; 16-18 年归母

净利 1.15、1.41、1.92 亿。

中广核达胜已成为国内中低能型号最全的电子加速器供应商、产能规模最大的电子加速器辐照加工服务商；16-18 年归母净利润 0.67、0.83、0.97 亿。

中科海维是国内唯一同时具备高频高压和高能直线工业用电子辐照加速器自主技术的专业生产商。16-18 年归母净利润 0.14、0.19、0.24 亿。

我们认为，未来公司现有产业业绩远超预期概率大，在核技术应用这一朝阳行业将获快速、持续增长：

首先，充分发挥中广核核技术的央企资源和产业链优势形成协同效应，实现业绩大幅提升。各公司均为细分领域龙头企业，近两年加入中广核核技术后，借助央企品牌、渠道、资金、人才等优势与民营企业灵活的市场机制取得了快速发展，自身增长率超过 50%。目前，材料领域整体占有率低，在千亿市场中还有很大的提升空间；加速器及辐照加工领域公司在行业处于领先地位，基于加速器的辐照系统解决方案应用范围广阔。目前核技术应用行业处于成长期，继续保持 50% 可能性大。

其次，配套融资扩产后带来业绩提升不包含在业绩承诺之中。此次重组方案拟向 7 位战略投资者非公开发行股票募集配套资金不超过 28 亿元，锁定期为 3 年，用于研发中心扩建、线缆用高分子材料生产线扩建，目前公司订单非常饱满，产能提高将有效提升公司盈利水平。

第三、中国广核集团鼓励公司 2020 年实现营收 100 亿，复合增速达 40%。中广核核技术公司官网资料显示，公司自 2011 年成立以来收入规模快速上升，12 年-14 年营业收入连年跳跃增长。2015 年年度工作会议中，中国广核集团领导高度赞扬了公司的经营管理和快速发展成果，鼓励公司 2020 年营收突破 100 亿元。参照公司 2015 年营收约 20 亿规模，未来 5 年复合增速将达到 40%。

第四、重组方案中设计包含超额完成业绩承诺激励措施，利于公司内生增长。方案约定，标的公司超过利润承诺，超出部分的 50% 以货币方式全部直接支付给中广核核技术进行奖励，极大增强了标的公司超额完成业绩的动力。

■ 核技术应用将向军工、核电配套、医疗、环保等高端方向突破，带来巨大增量空间

核技术应用产业的发展具有明显的台阶式特点，新的领域突破将带来巨大增量。目前公司除现有业务外，利用技术积累和资源优势加大研发力度，改性高分子材料和基于加速器的核技术应用系统化解决方案正向军工及高端装备、医疗和环保等应用领域进军。

- **军工及高端装备用特种线缆料：**我国在船舶、高速铁路、航空器、核电站等领域用特种电缆的高端材料绝大部分依靠进口。中广核核技术研发的辐照交联技术是特种线缆料加工的关键技术，处于国内领先地位，我们强烈看好公司在特种线缆料领域的研发突破。据估算，未来民用航空线缆需求的总产值将超过 110 亿元，保守估计年增长率约 15%~20%；军用飞机高附加值线缆市场空间更大。随着我国大飞机项目推进以及军用飞机的升级换代，对国产航空耐高温电缆的需求将更加迫切。此外，国产航母、驱逐舰以及高铁对特种电缆的需求，将带来更大的市场空间。
- **辐照加工在军服中的应用：**据测算军服领域的市场空间在十亿级别，军服的发展方向包括一般功能：抗静电性、抗菌性、易维护性、耐寒耐热性等和特殊功能：隐身性、阻燃性、防弹性、防生化性等。辐照加工可用于纺织纤维和织物的辐射接枝改性，通过高能辐射接枝法，使军服适应苛刻的使用环境或具有特殊要求的使用场所。
- **核动力领域：**据媒体报道，2016 年年初，国家发改委同意了中广核集团申报的 ACPR50S 海洋核动力平台纳入能源科技创新“十三五”规划，这意味着核动力船只领域将获得零的突破。ACPR50S 反应堆是中广核自主研发和设计的海上小型堆技术，单堆的热功率为 20 万千瓦；美国“企业”号航母的 8 台 A2W 核反应堆可以带动功率为 21 万千瓦。虽然 ACPR50S 反应堆的技术与真正应用到核动力航母上的反应堆技术有一定的差异，但相关经验是一个科学的积累过程。核动力及其配套技术作为高水平核技术的代表和必然的发展方向，将带来更大的想象空间。
- **核电领域：**中广核集团国内在建核电站以及“一带一路”国外核电站建设中，对高附加值核电特种电缆的需求旺盛，上市公司将充分享受集团产业链发展协同效应，产品市场空间巨大。公司 2014 年承接第三代核级电缆材料研发项目，目前材料已经基本符合三代核电电缆 60 年寿命要求，有望打破国外进口材料垄断局面。
- **医疗领域：**医用直线加速器是放射治疗中应用最广泛的设备，世界卫生组织建议每 100 万人口拥有加速器 2~3 台医用直线加速器，国内至少有 2700~4000 台加速器才能满足 13.5 亿人口肿瘤治疗业务的基本需求。而我国目前不足 1400 台，市场年销售量约 100 台，几乎全部被几大国外厂商（Elekta, Varian, Siemens 等）把持，高端产品

全部依靠进口，80%以上的医用直线加速器来自国外，一台设备价值在千万元量级。质子和重离子加速器是目前国际上最先进的放射治疗装置，公司在此领域若取得突破，将迎来新的千亿级市场空间。

- **环保领域：**环保要求提高对加速器三废处理的需求增长。电子束辐照是一项环境污染治理高新技术，具有适应面广、反应速度快、降解效率高、无二次污染等特点，尤其在处理难降解废水领域、重污染污泥领域具有显著的技术比较优势。

■ 中广核集团 A 股首家上市公司，利用资本市场继续做大做强大有可为

中广核核技术公司资本运作经验丰富，将充分利用资本市场资源持续扩张。公司近年快速成长的一个重要手段是通过股权并购实现行业整合，将央企的资源优势与民企的市场化活力结合形成互补，通过核心员工持股及股权激励计划实现快速整合和公司持续发展，在后续的经营中形成了协同效应，实现多赢。此次重组顺利完成后，公司将成为中国广核集团旗下首家国内 A 股上市平台。我们认为，集团将全力支持上市公司依托资本市场做大做强，发挥自身的混合所有制优势，寻找广阔的核技术应用相关领域龙头企业的投资机会，并积极布局国际市场，推动我国核技术应用产业的进一步整合和升级。

■ 公司是我国非动力核技术应用领域龙头、标的稀缺，首次推荐给予“买入”评级

重组完成后，公司将成为我国非动力核技术应用领域龙头标的，我们认为公司业绩将远超承诺水平，特别是军工、核电、医疗、环保等领域之一取得突破，更将使公司发展再上一个新的台阶。

假设公司将聚集核技术应用主业、原有主业逐步剥离并忽略其经营影响、募集资金分两年进行固定资产投资支出进行测算，公司 16/17/18 年 EPS 0.38/0.46/0.65，对应 PE 为 44.4/36.6/25.8X（2016 年 4 月 20 日）。首次推荐给予“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	12351	12631	13143
短期借款及交易性金融负债	1657	1318	1119	873
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	2067	2205	2432
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	4115	4053	4080
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	12351	12631	13143

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	-2.65	0.38	0.46	0.65
每股红利	0.37	0.11	0.14	0.20
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%	-149%	21%	42%
资产负债率	83%	34%	33%	32%
息率	2%	2%	3%	4%
P/E	-6.4	44.4	36.6	25.8
P/B	6.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	139.9	24.0	19.6	15.3

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	71	80
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	0	0	0
营业利润	(1377)	442	543	783
营业外净收支	78	30	30	30
利润总额	(1300)	472	573	813
所得税费用	(19)	71	86	122
少数股东损益	(462)	0	0	0
归属于母公司净利润	(819)	401	487	691

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	(819)	401	487	691
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	71	80
营运资本变动	1234	(160)	(338)	(499)
其它	(1762)	(190)	(130)	(36)
经营活动现金流	1262	631	656	763
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)	(120)	(146)	(207)
其它融资现金流	(1605)	(339)	(200)	(246)
融资活动现金流	(2409)	2341	(346)	(453)
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	(1236)	(1072)	(111)

相关研究报告:

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。