

# 中核科技 (000777) 点评报告

## 1H2015 业绩平稳,核电重启有望带来自上而下的订单拐点

投资评级: 增持 (首次)

### 投资要点

■ **2015年半年报业绩略下滑,受2013年无新开工核电站影响**  
公司是集工业阀门研发、设计、制造及销售为一体的制造企业,也是中国阀门行业、中核所属的首家上市公司。1H2015,公司营业收入5.21亿元,同比-2.94%;营业利润0.26亿元,同比-20.83%;净利润0.35亿元,同比-0.67%。我们认为业绩下滑的原因是:核电阀门订单有很强周期性。福岛事件后国内暂停新开工核电站,但核电阀门项目招标期较长,一般对业绩的体现是在项目开工后两年。因此,1H2015业绩受2013年全年无新开工核电站影响而下滑。

■ **盈利能力平稳,下半年受核电重启利好将企稳上升**

上半年毛利率23.77%,同比-0.04pct。分产品看,核电阀门、核化工阀门、其他特种阀门、水道阀门、铸锻件毛坯的毛利率分别是30.18%,45.85%,22.75%,15.13%,14.24%,同比分别为+2.18pct、+1.14pct,+0.19pct,+0.90pct,-19.23pct。我们预测,随着下半年核化工阀门、阀门锻件募投项目相继投产,毛利率将上升。三项费用合计20.01%,同比+1.48pct,主要原因为销售费用增加所致。

■ **公司预付账款增加68.69%,为0.69亿元,印证了订单拐点**

由于公司的预付账款账期基本上是一年以内的,主要用途是公司增加合同备货和预付材料款等,因此预付账款的大幅度增加显示出公司的业务增长速度加快,对合同备货和原材料的需求逐步加大,说明已经进入快速发展通道,我们预计,内陆核电批准、红沿河5、6号机组开工、中英合作2500亿元核电站等事件催化已给公司带来实质性的订单进展,订单的拐点已经到来。

■ **高壁垒、早起步是承担军工任务的必要前提**

公司是国内核工业集团系统所属企业,是首家在A股上市的阀门企业,面向资本市场的的同时,还承担着为国防工业提供军品的任务。公司长期承担国家重点科研项目,包括核能建设专用阀门主蒸汽隔离阀、爆破阀和其他相关行业的关键阀门国产化等项目。2015年上半年,公司研发支出为1323万元,占营业收入比例为2.54%。

■ **募投项目阀门锻件和核化工阀门已经达成投产条件**

高端核级阀门锻件生产基地建设项目,已完成项目建设和设备验收。该项目预计年产能6000万元,主要为核级阀门提供锻件。目前,公司核电关键阀门与核化工专用阀门的募集资金项目建设处于完工后陆续开始投入运行阶段,2014年实现业务收入3909万元。

■ **中核集团旗下国企,有更多自上而下的订单机会**

目前核电建设运营商“中核集团、中广核、中电投”三足鼎立,阀门企业多为民营,如江苏神通、纽威股份、应流股份,而公司作为央企背景的国资企业,在承接项目上将享受更多自上而下的机会。

■ **盈利预测与投资建议**

目前华龙一号关键阀门国产化比例要求达到85%以上,公司将积极抓住核电市场发展机遇,努力承接“华龙一号”订单,提升盈利水平。预计随着核电重启带来的订单,对应2015/16/17年的EPS为0.19/0.23/0.36元,对应PE分别为180/150/97,首次给予“增持”评级。

■ **风险提示:**核电重启低于预期。

2015年8月18日

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码: S0600511010016

0512-62938653

[huanghf@dwzq.com.cn](mailto:huanghf@dwzq.com.cn)

研究助理 周尔双

0512-62936113

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

联系人:陈显帆、石炯

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.92
一年最高价/最低价	14.67/54.97
市净率	12.5
流通A股市值(百万元)	13386.6

### 基础数据

每股净资产(元)	2.84
资产负债率	38.10
总股本(百万股)	383.42
流通A股(百万股)	383.35

财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1107.5	1362.4	1759.2	2531.6	营业收入	1040.7	1352.9	1758.7	2638.1
现金	185.5	200.0	200.0	200.0	营业成本	790.8	1007.9	1310.3	1952.2
应收款项	412.9	556.0	770.9	1156.4	营业税金及附加	4.4	6.8	8.8	13.2
存货	468.0	552.3	717.9	1069.7	营业费用	76.3	94.7	123.1	184.7
其他	41.1	54.1	70.3	105.5	管理费用	130.1	167.6	213.6	319.1
非流动资产	714.6	712.4	682.8	650.1	财务费用	9.0	2.3	8.3	21.0
长期股权投资	91.7	91.7	91.7	91.7	投资净收益	37.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	437.0	437.5	410.4	380.3	其他	-19.4	2.6	2.6	2.6
无形资产	77.4	74.8	72.2	69.6	营业利润	48.2	76.2	97.2	150.5
其他	108.5	108.5	108.5	108.5	营业外净收支	29.8	4.4	4.4	4.4
资产总计	1822.1	2074.8	2442.1	3181.7	利润总额	78.0	80.6	101.6	154.9
流动负债	499.5	707.4	1029.0	1699.1	所得税费用	6.9	6.4	11.2	17.0
短期借款	40.0	107.6	249.9	537.6	少数股东损益	-0.8	0.7	0.9	1.4
					归属母公司净利润	71.9	73.4	89.6	136.5
应付账款	277.3	359.0	466.7	695.3	EBIT	42.1	78.5	105.5	171.5
其他	182.1	240.9	312.4	466.2	EBITDA	87.7	127.9	157.0	224.7
非流动负债	212.2	212.2	212.2	212.2					
长期借款	25.0	25.0	25.0	25.0					
					重要财务与估值				
其他	187.2	187.2	187.2	187.2	指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	711.7	919.7	1241.3	1911.3	每股收益(元)	0.19	0.19	0.23	0.36
少数股东权益	37.4	38.2	39.1	40.5	每股净资产(元)	2.80	2.91	3.03	3.21
归属母公司股东					发行在外股份(百				
权益	1072.9	1116.9	1161.7	1229.9	万股)	383.4	383.4	383.4	383.4
负债和股东权益总					ROIC(%)	3.5%	6.0%	7.1%	9.6%
计	1822.1	2074.8	2442.1	3181.7	ROE(%)	6.7%	6.6%	7.7%	11.1%
现金流量表 (百万元)									
	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	23.6%	25.0%	25.0%	25.5%
经营活动现金流	-2.7	1.1	-75.7	-198.9	EBIT Margin(%)	4.0%	5.8%	6.0%	6.5%
投资活动现金流	-13.0	-24.9	-21.8	-20.5	销售净利率(%)	6.9%	5.4%	5.1%	5.2%
筹资活动现金流	-112.7	38.3	97.5	219.5	资产负债率(%)	39.1%	44.3%	50.8%	60.1%
现金净增加额	-128.5	14.5	0.0	0.0	收入增长率(%)	10.5%	30.0%	30.0%	50.0%
折旧和摊销	45.6	49.5	51.4	53.2	净利润增长率(%)	11.9%	2.0%	22.1%	52.4%
资本开支	-7.0	-24.9	-21.8	-20.5	P/E	186.12	182.48	149.51	98.10
营运资本变动	-156.7	-122.4	-217.6	-390.0	P/B	12.48	11.99	11.53	10.89
企业自由现金流	-76.1	-25.7	-94.1	-204.7	EV/EBITDA	160.77	111.85	93.21	68.09

资料来源：东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>