

2015 年 10 月 26 日

2015Q1-Q3 业绩平稳，核电关键零部件商迎核电重启+国企改革新机遇

投资评级：增持（维持）

投资要点

■ **2015年三季报业绩略下滑，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企业。2015Q1-Q3，公司营业收入 13.5 亿元，同比-5.7%；营业利润 0.38 亿元，同比-21%，归母净利润 0.51 亿元，同比-2.2%。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，2015Q1-Q3 业绩受 2013 年全年无新开工核电站影响。

■ **盈利能力平稳，下半年受核电重启利好将企稳上升**

2015Q1-Q3 毛利率 23.82%，同比-0.28pct。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 19.80%，同比+0.7pct，主要原因系销售费用增加所致。

■ **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。

核电站关键阀门长期以来主要依赖进口，成为制约我国核电国产化的主要瓶颈。公司是国内仅有的两家（另外一家大连大高未上市）研制出国家科技重大专项 CAP1400 核电示范工程的最大口径爆破阀工程样机的企业，并先后成功通过首次功能性开阀试验，这标志着 CAP1400 核电站非能动安全系统这一关键设备自主化研制取得重大进展。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，已完成项目施工建设和设备验收。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。我们认为，中核集团旗下仅有中国核电、中核科技、东方锆业（民营）、中核国际（港股）四个上市公司平台，未来中核集团国企改革东风增强，中核科技具有小市值高弹性的特点，具有较高的改革空间。

■ **盈利预测与投资建议**

受国内核电重启利好，同时核电走出去上升为国家战略，预计明年收入增速将显著高于今年，当前处在收入利润的低点，未来业绩弹性大。核电设备企业于今年迎来订单拐点，而业绩拐点于明后年开始体现，预计随着核电重启带来的订单，对应 2015/16/17 年的 EPS 为 0.15/0.19/0.24 元，对应 PE 分别为 244/193/153，继续给予“增持”评级。

■ **风险提示：**核电重启低于预期。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

huanghf@dwzq.com.cn

联系人 周尔双

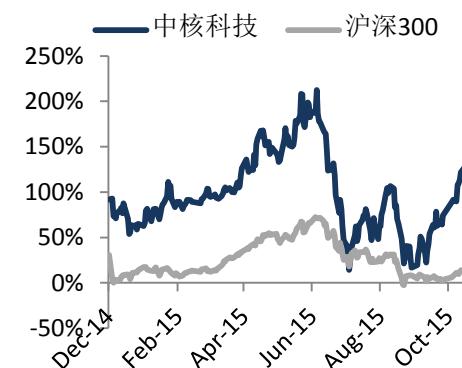
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

联系人 石炯

shijiong@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	36.74
一年最高价/最低价	17.10/54.97
市净率	12.9
流通 A 股市值 (百万元)	14084.7

基础数据

每股净资产 (元)	2.88
资产负债率	37.05
总股本 (百万股)	383.42
流通 A 股 (百万股)	383.36

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	1109.3	1432.0	2047.9	营业收入	1040.7	1019.9	1376.8	2065.2
现金	185.5	223.6	200.0	200.0	营业成本	790.8	777.1	1046.4	1569.6
应收款项	412.9	419.1	603.5	905.3	营业税金及附加	4.4	4.1	5.5	8.3
存货	468.0	425.8	573.4	860.0	营业费用	76.3	74.4	103.3	154.9
其他	41.1	40.8	55.1	82.6	管理费用	130.1	119.9	160.9	240.1
非流动资产	714.6	750.3	719.3	685.0	财务费用	9.0	-0.0	2.5	12.3
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	475.3	446.9	415.2	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	47.0	60.8	82.7
其他	108.5	108.5	108.5	108.5	营业外净收支	29.8	18.1	18.1	18.1
资产总计	1822.1	1859.6	2151.3	2732.9	利润总额	78.0	65.1	78.9	100.8
流动负债	499.5	500.9	755.9	1290.7	所得税费用	6.9	5.2	6.3	8.1
短期借款	40.0	40.0	134.7	358.9	少数股东损益	-0.8	0.6	0.7	0.9
					归属母公司净利润	71.9	59.3	71.9	91.8
应付账款	277.3	276.8	372.7	559.0	EBIT	42.1	46.9	63.3	95.0
其他	182.1	184.1	248.5	372.8	EBITDA	87.7	97.5	117.4	151.5
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	713.1	968.1	1502.9	每股收益(元)	0.19	0.15	0.19	0.24
少数股东权益	37.4	38.0	38.8	39.7	每股净资产(元)	2.80	2.89	2.98	3.10
归属母公司股东					发行在外股份(百				
权益	1072.9	1108.5	1144.4	1190.3	万股)	383.4	383.4	383.4	383.4
负债和股东权益总					ROIC(%)	3.5%	3.7%	4.8%	6.2%
计	1822.1	1859.6	2151.3	2732.9	ROE(%)	6.7%	5.3%	6.3%	7.7%
现金流量表 (百万元)									
	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	23.6%	23.4%	23.6%	23.6%
经营活动现金流	-2.7	125.7	-59.2	-156.1	EBIT Margin(%)	4.0%	4.6%	4.6%	4.6%
投资活动现金流	-13.0	-63.9	-23.1	-22.2	销售净利率(%)	6.9%	5.8%	5.2%	4.4%
筹资活动现金流	-112.7	-23.7	58.7	178.3	资产负债率(%)	39.1%	38.3%	45.0%	55.0%
现金净增加额	-128.5	38.1	-23.6	0.0	收入增长率(%)	10.5%	-2.0%	35.0%	50.0%
折旧和摊销	45.6	50.6	54.1	56.5	净利润增长率(%)	11.9%	--	21.3%	27.8%
资本开支	-7.0	-63.9	-23.1	-22.2	P/E	195.82	237.64	195.96	153.39
营运资本变动	-156.7	15.2	-185.9	-305.4	P/B	13.13	12.71	12.31	11.83
企业自由现金流	-76.1	45.1	-96.7	-183.7	EV/EBITDA	168.73	151.78	128.19	102.92

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>