

中核科技 (000777) 点评报告

2016 年 3 月 29 日

2015 年收入企稳净利润上升，关键阀门国产化推动业绩增长

投资评级：增持（维持）

事件：公司公布年报，2015 年实现营业收入 10.3 亿元，同比下降 0.55%；实现利润总额 0.88 亿元，同比增长 13.45%；归母净利润为 0.86 亿元，同比增长 20.45%；EPS 为 0.23 元，同比增长 21%。

投资要点

■ 盈利能力平稳，业绩受核电重启利好企稳上升

公司是集工业阀门研发、设计、制造及销售为一体的企业，也是阀门行业首家上市公司。2015 年公司营业收入 10.3 亿元，同比-0.5%；营业利润 0.64 亿元，同比+33%，归母净利润 0.86 亿元，同比+20%。我们认为净利润上升的原因：核电重启带来订单增加和 2015 年积极开发核电、核化工高端阀门取得成效，核化工收入同比+131%。

■ 业绩符合预期，核化工阀门收入爆发

2015 年公司营业收入 10.3 亿元，同比-0.5%。分产品看，核电阀门，核化工阀门，油气电力阀门的收入分别是 0.76/1.08/6.49 亿元，同比-43%/+131%/2%。主要原因系核电业务进一步复苏，核电收入逐步确认导致，另外核化工阀门成为新的利润增长点。分地区看，国内阀门和国外阀门销售分别为 8.4/1.2 亿元，同比+0.6%/-15%。

■ 财务费用下降 78%，高毛利的核电业务企稳

2015 年综合毛利率 24.08%，同比-0.05pct。分产品看，核电阀门，核化工阀门，油气电力阀门的毛利率分别是 21%/38%/23%，同比-2pct/+7pct/-0.5pct。三项费用合计 19.65%，同比-0.75pct，主要是系缩减长期借款规模使财务费用下滑 78%（约缩减 700 万元）。

■ 高壁垒、早起步是承担军工任务的必要前提

公司是核工业集团所属企业，是首家 A 股上市的阀门企业，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，除生产大口径、高磅级特种阀门外，还生产包括核能建设专用阀门主蒸汽隔离阀、爆破阀等关键阀门国产化项目。

核电站关键阀门长期依赖进口，成为制约我国核电国产化率提高的主要瓶颈。公司是国内仅有的两家研制出 CAP1400 最大口径爆破阀工程样机的企业之一（另一家大连大高未上市），目前样机已通过中国机械工业联合会的国家级鉴定，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，公司研发支出为 3870 万元，占营业收入比例为 3.74%（占比与 2014 年持平）。

■ 中核集团旗下国企，享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，具备国企改革的空间。

■ 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，预计核电设备企业于 2015-2016 年已经迎来订单拐点，业绩拐点将于 2016 年 H2 开始体现。我们预计公司 2015/16/17 年的 EPS 为 0.25/0.30/0.39 元，对应 PE 分别为 106/89/69X，维持“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 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

联系人 石炯

shijiong@dwzq.com.cn

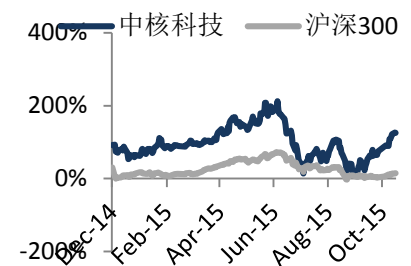
联系人 毛新宇

maoxy@dwzq.com.cn

联系人 王皓

wangh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	27.03
一年最高价/最低价	18.30/54.97
市净率	8.71
流通 A 股市值（百万元）	10362.2

基础数据

每股净资产（元）	2.97
资产负债率	38.21
总股本（百万股）	383.42
流通 A 股（百万股）	383.36

相关研究

公司点评：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 20151026

公司点评：1H2015 业绩平稳，核电重启有望带来自上而下的订单拐点 20150818

财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1189.9	1316.1	1808.3	2371.1	营业收入	1034.9	1345.4	1816.3	2451.9
现金	253.0	200.0	200.0	200.0	营业成本	785.7	996.9	1349.5	1821.8
应收款项	531.4	516.0	796.2	1074.8	营业税金及附加	9.0	5.4	14.5	19.6
存货	375.4	546.3	739.4	998.2	营业费用	79.2	94.2	127.1	171.6
其他	30.1	53.8	72.7	98.1	管理费用	125.0	150.5	202.3	272.2
非流动资产	711.5	708.0	680.1	649.3	财务费用	2.0	-2.2	1.9	11.7
长期股权投资	113.6	113.6	113.6	113.6	投资净收益	48.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	411.5	410.5	385.1	356.8	其他	-18.6	2.5	2.5	2.5
无形资产	75.7	73.2	70.7	68.1	营业利润	64.2	103.1	123.4	157.5
其他	110.8	110.8	110.8	110.8	营业外净收支	24.3	0.0	0.0	0.0
资产总计	1901.4	2024.1	2488.4	3020.5	利润总额	88.5	103.1	123.4	157.5
流动负债	569.4	623.2	1005.1	1432.0	所得税费用	4.8	5.2	6.2	7.9
短期借款	109.5	45.1	222.7	375.7	少数股东损益	-3.0	1.0	1.2	1.5
					归属母公司净利				
应付账款	283.4	355.1	480.6	648.9	润	86.6	97.0	116.1	148.2
其他	176.5	223.0	301.8	407.4	EBIT	38.9	100.9	125.3	169.2
非流动负债	157.0	157.0	157.0	157.0	EBITDA	85.8	147.4	173.7	219.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	157.0	157.0	157.0	157.0	重要财务与估值				
负债总计	726.5	780.3	1162.1	1589.0	指标	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	34.5	35.4	36.6	38.1	每股收益(元)	0.23	0.25	0.30	0.39
归属母公司股东					每股净资产(元)	2.97	3.15	3.36	3.63
权益	1140.5	1208.4	1289.6	1393.4	发行在外股份(百				
负债和股东权益总					万股)	383.4	383.4	383.4	383.4
计	1901.4	2024.1	2488.4	3020.5	ROIC(%)	3.2%	8.0%	9.1%	10.3%
					ROE(%)	7.6%	8.0%	9.0%	10.6%
现金流量表 (百万 元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	23.2%	25.5%	24.9%	24.9%
经营活动现金流	77.5	61.7	-122.3	-89.4	EBIT Margin(%)	3.8%	7.5%	6.9%	6.9%
投资活动现金流	8.9	-21.3	-20.5	-19.2	销售净利率(%)	8.4%	7.2%	6.4%	6.0%
筹资活动现金流	-12.7	-93.5	142.7	108.6	资产负债率(%)	38.2%	38.5%	46.7%	52.6%
现金净增加额	74.2	-53.0	0.0	0.0	收入增长率(%)	-0.6%	30.0%	35.0%	35.0%
折旧和摊销	46.9	46.5	48.4	50.0	净利润增长率(%)	20.4%	11.9%	19.7%	27.6%
资本开支	4.0	-21.5	-20.5	-19.2	P/E	119.61	106.84	89.28	69.95
营运资本变动	-17.6	-82.7	-287.9	-289.1	P/B	9.09	8.58	8.04	7.44
企业自由现金流	71.8	38.1	-140.9	-97.5	EV/EBITDA	129.28	75.61	66.36	54.52

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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>