

群兴玩具 (002575)

公司研究/深度报告

收购三洲核能，切入核电军工新领域

行业深度报告/国防军工行业

2016年02月13日

报告摘要:

一、涉足核电军工带来发展新契机

公司转型核电军工，拟收购三洲核能，主业由玩具拓展为玩具、核电军工双主业。

①**收购方案：购买资产**，拟向三洲特管、中国核动力院和华夏人寿发行股份购买其持有的三洲核能 100% 股权，标的资产交易价格 16 亿元，发行价格 9.09 元/股；**配套融资**，向 8 名合格投资者募资 8.14 亿元，发行价格 11.97 元/股。②**国内核电三巨头**（中国核、中核、中广核）间接参与收购案。

二、收购标的核心竞争力突出

三洲核能是核电军工专用设备研发、生产和销售的骨干企业，主营核电主管道、军用产品、民用管道设备及管配件。①**市场地位**：二代和二代半核电，承接了反应堆近 60% 的主管道订单；三代核电，“华龙一号”样件供应商；**军工产品**，某军用产品唯一合格制造商。②**技术优势**，掌握“冶炼+锻造”两个关键技术工艺，创造了行业内“四个第一”的业绩。③**业绩承诺**，2016~2018 年度归母净利润不低于 1.21、1.93 亿元、2.82 亿元，合计不低于 5.96 亿元。

三、核电军工市场广阔

1、**核电市场**。①主管道设备总投资占核电站总投资的 2.8%~6%。②国内核电设备年均需求将超过 520 亿元，2015 年核电项目审批重启，未来几年国内将迎来核电建设高峰期；③三洲核能对应核电市场空间 126~360 亿元。2、**军用市场**。我国国防预算未来 5~10 年有望维持 10% 的增长水平；装备更新和维护的比例有望突破 40%；军用特殊管道及管配件需求年均增长 30%~40%。

四、传统玩具业务依旧看好

玩具业务 2015 年出现业绩上升拐点，实现净利润 1823.45 万元，同比增长 22.66%。“二胎政策放开+人民币贬值”是玩具业务转好的两大主因。

五、盈利预测和投资建议

我们测算：并购三洲核能后，公司合理估值范围 85~133 亿，中值 110 亿。对应增发后 8.33 亿股本，合理范围 10.2~16 元，中值 13 元。

六、催化剂

1、并购事项过会；2、三洲接到核电、军工大单。

七、风险提示：

1、市场系统性风险；2、产品放量不达预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	404	318	313	341
增长率（%）	-19.31%	-21.24%	-1.66%	9.00%
归属母公司股东净利润（百万元）	15	18	18	18
增长率（%）	-39.25%	18.19%	3.90%	-2.62%
每股收益（元）	0.06	0.07	0.07	0.07
PE（现价）	233	198	190	195

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐

首次覆盖

与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：石山虎

执业证号：S0100514010001

电话：(021) 60876711

邮箱：shishanhu@mszq.com

研究助理：陈龙

执业证号：S0100115090038

电话：(010) 85127513

邮箱：chenlong_yjy@mszq.com

相关研究

目录

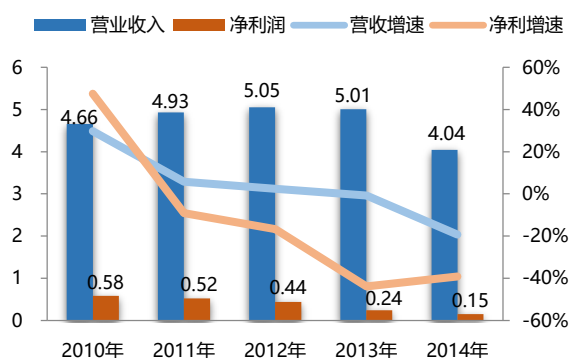
一、公司简介	3
二、新兴业务：收购三洲核能，涉足“核电+军工”新领域.....	4
（一）收购三洲核能，打开核电军工新空间	4
（二）三洲核电：占据二代核电六成市场、华龙一号唯一样件供应商	6
（三）三洲军工：某军用产品唯一合格供应商	9
（四）市场空间：核能军工双爆发	10
1、我国核电市场发展空间巨大	10
2、军队改革武器装备采购放量，军用领域空间广阔	11
三、传统业务：玩具依旧看好，“二胎+贬值”带来新机遇.....	12
（一）短期遇瓶颈，长期有发展	12
（二）二胎政策放开打开玩具市场空间	12
（三）人民币贬值利好公司出口业务	13
四、盈利预测与估值分析	14
（一）动态市盈率：15~17 年动态市盈率 142X/64X/49X	14
（二）分部估值法：股价合理区间 10.2-16 元	15
（三）大股东增持：累计增持 2.73 亿元，均价 16.57 元	16

一、公司简介

广东群兴玩具股份有限公司（后简称“群兴玩具”）1996年成立，2011年在深交所上市，是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一。主要发展电子电动玩具研发设计、生产及销售等业务，产品包括童车、电脑学习机、电动车、婴童玩具和玩具手机等五大系列。其中童车市场占有率居国内自主品牌企业第二位，电脑学习机、电动车市场占有率均处于国内领先地位。

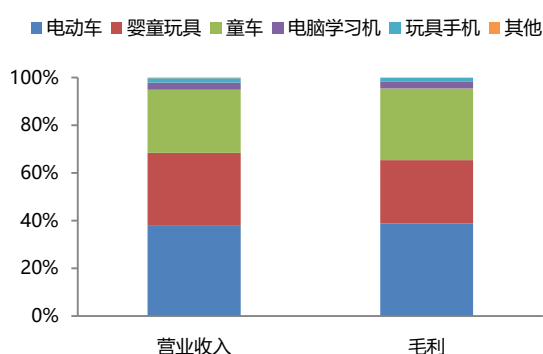
外贸不振导致主业逐年下滑。群兴玩具是出口型企业，外贸业务占公司收入半壁江山，但近三年公司利润空间受到挤压，盈利能力出现下滑。①全球经济持续疲软，玩具需求量出现缩水；②原材料和劳动力成本上涨；③欧美国家提升玩具安全标准，玩具出口贸易壁垒增厚。公司2010至2014年实现营业收入4.66、4.93、5.05、5.01、4.04亿元，复合增速-2.96%；实现归属于母公司净利润0.58、0.52、0.44、0.24、0.15亿元，复合增速-27.24%。

图 1：公司历年经营情况（单位：亿元）



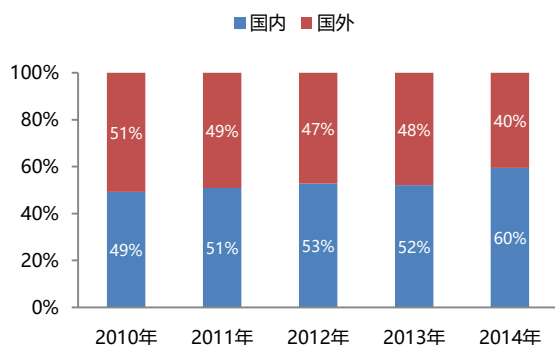
数据来源：公司年报，民生证券研究院

图 2：2014 年营收及毛利情况



数据来源：公司年报，民生证券研究院

图 3：国内外业务毛利占比情况



数据来源：公司年报，民生证券研究院

二、新兴业务：收购三洲核能，涉足“核电+军工”新领域

（一）收购三洲核能，打开核电军工新空间

定增收购三洲核能，切入核电军工新领域。2016年1月6日，公司发布公告，拟向三洲特管、中国核动力院和华夏人寿发行股份购买其合计持有的三洲核能100%股权，标的资产交易价格16亿元，发行价格9.09元/股；同时向三洲特管、中广核资本、国核富盈、西藏广合、中合国能、永图沃通、北加凯隆、信合精诚等8名合格投资者非公开发行股票募集配套资金8.14亿元，发行价格11.97元/股。配套资金用于三洲核能第三代核能用关键零部件先进制造生产技术改造建设项目、支付本次交易相关中介机构费用以及补充上市公司流动资金。

表1：收购标的的相关指标（单位：亿元）

项目	群兴玩具	三洲核能	预估交易价格
资产总额	9.87	12.93	16
净资产额	9.03	2.79	
营业收入	4.04	3.37	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：发行股份购买资产支付的股份对价及发行股份数量（单位：亿元）

交易对方	出资比例	交易对价（亿元）	发行股份数量（万股）
三洲特管	60%	9.6	10561
中国核动力院	20%	3.2	3520
华夏人寿	20%	3.2	3520

资料来源：公司公告，民生证券研究院

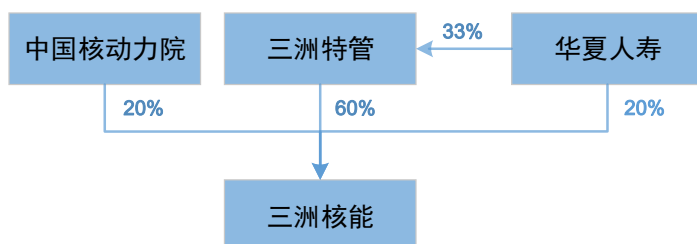
国内核电骨干企业。三洲核能成立于2000年，是业内核电军工专用设备的研发、生产和销售的大型骨干企业，主要产品包括核电主管道、军用产品、民用管道设备及管配件。先后承担了岭澳一期2号机组、清华大学高温气冷堆、北京原子能研究院快中子堆、NP堆及军品等制造任务，提供了大量的主管道、辅助管路系统、独立热交换器、空气热交换器及主换热器等主要单元设备，制造的产品受到业主和军方一致认可和好评。

“玩具+核电军工”双主业。公司通过非公开发行股票收购三洲核能，将主营业务拓宽为两大板块，第一个板块是公司传统业务，即电子电动玩具的设计、生产及销售，第二个板块是收购三洲核能涉足的核电军工设备研发设计、生产及销售。公司未来将实现跨区域经营、跨行业发展，核电军工将成为公司盈利的新增长点。

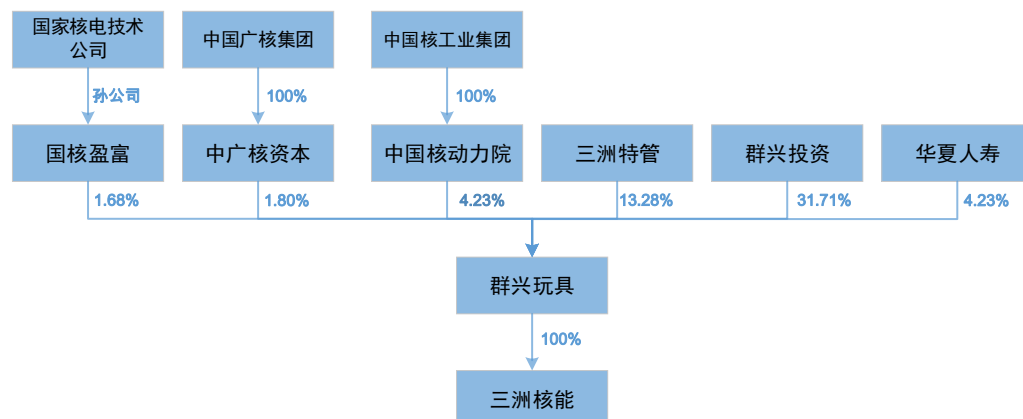
表 3：认购对象认缴的配套资金金额及认购股份数量

认购对象	认购金额（亿元）	认购股份数（万股）
三洲特管	0.60	500
中广核资本	1.80	1500
国核富盈	1.68	1400
西藏广合	1.68	1400
永图沃通	0.84	700
中合国能	0.60	500
北加凯隆	0.48	400
信合精诚	0.48	400
合计	8.14	6800

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：三洲核能被收购前股权结构


数据来源：公司公告，民生证券研究院

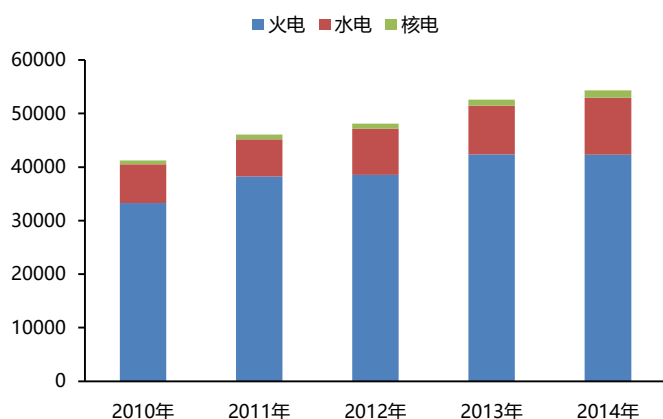
图 5：三洲核能被收购后股权结构


数据来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 三洲核电：二代核电六成市场、华龙一号样件供应商

核电作为清洁能源发展空间广阔。我国拥有极为丰富的煤炭和水力资源，火电和水电得到长期发展并占据着发电领域的主导地位，火电造成严重空气污染，水利资源分布不均，环境治理与能源紧缺的矛盾凸显。以核电为代表环境友好型新能源亟待发展，以保证国家科学可持续发展。

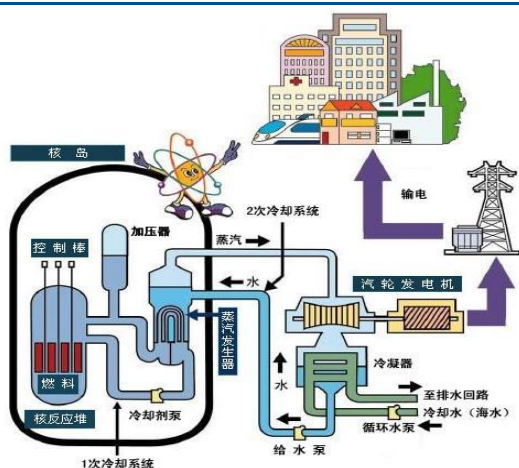
图 6：我国发电量及结构（单位：亿千瓦时）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

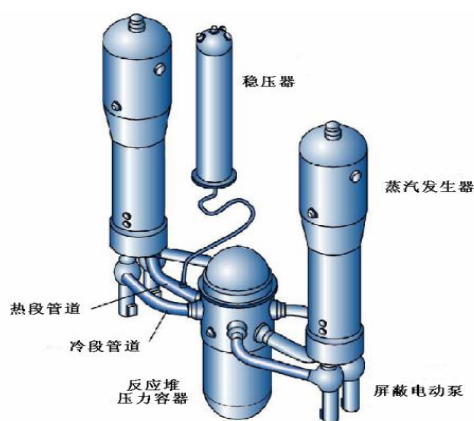
核电站构成：核岛+常规岛。核电站是利用原子核内部蕴藏能量产生电能的新型发电站，可分为两部分：一部分是核岛，利用核能生产蒸汽，包括反应堆装置和一回路系统；另一部分是常规岛，利用蒸汽发电，包括汽轮发电机系统。核燃料用铀制成，在反应堆内发生裂变产生大量热能，再用处于高压下的水把热能带出，在蒸汽发生器内产生蒸汽，蒸汽推动气轮机带着发电机一起旋转，生产出源源不断的电，并通过电网传送至各地。其中核电主管道是核岛关键部件之一，是连接核岛反应堆压力容器、蒸汽发生器和主泵等关键部件的大型厚壁承压管道，是核蒸汽供应系统输出堆芯热能的“大动脉”。

图 7：核电站工作原理



资料来源：果壳网，民生证券研究院

图 8：主管道在核岛系统的分布



资料来源：果壳网，民生证券研究院

三洲核能承接了二代和二代半 60%的核电管道订单。三洲核能是国内最大核电二代、二代改进型主管道供应商，现已成功交付 15 套机组的核岛主管道，相当于国内二代和二代半核反应堆近 60%的主管道订单。

三洲核能是“华龙一号”的样件供应商。“华龙一号”定位为出口型核电站，其技术示范工程已于 2015 年 5 月在福清 5 号和 6 号两个机组开建，并被英国和阿根廷市场接受。

表 4：国内主流核电型号

核电型号	核电技术	生产单位	装机量	说明
CNP1000	二代	中国核工业集团	100 万千瓦	商用压水堆核电站，拥有自主知识产权
CPR1000	二代半	中国广核集团	100 万千瓦	压水堆核电机组
AP1000	三代	美国西屋公司	100 万千瓦	首先采用非能动理论
CAP1000	三代	国家核电技术公司	100 万千瓦	采用非能动理论，在 AP1000 核电技术的基础上“引进、吸收、消化、再创新”而开发
CAP1400	三代	国家核电技术公司	140 万千瓦	采用非能动理论，在 AP1000 核电技术的基础上“引进、吸收、消化、再创新”而开发，拥有自主知识产权
ACP1000	三代	中国核工业集团	100 万千瓦	根据 CNP600 开发而来，融合 AP1000 的非能动理论，拥有自主知识产权
HPR1000 (华龙一号)	三代	中国核工业集团、 中国广核集团	100 万千瓦	中国核电走出去主打品牌，拥有自主知识产权、多重安全系统。ACP1000 与 ACPR1000+的合体：其中 ACP1000 从 157 堆芯变成了 177 堆芯，增加了组件；ACPR1000+对原来技术的辅助系统做了提升

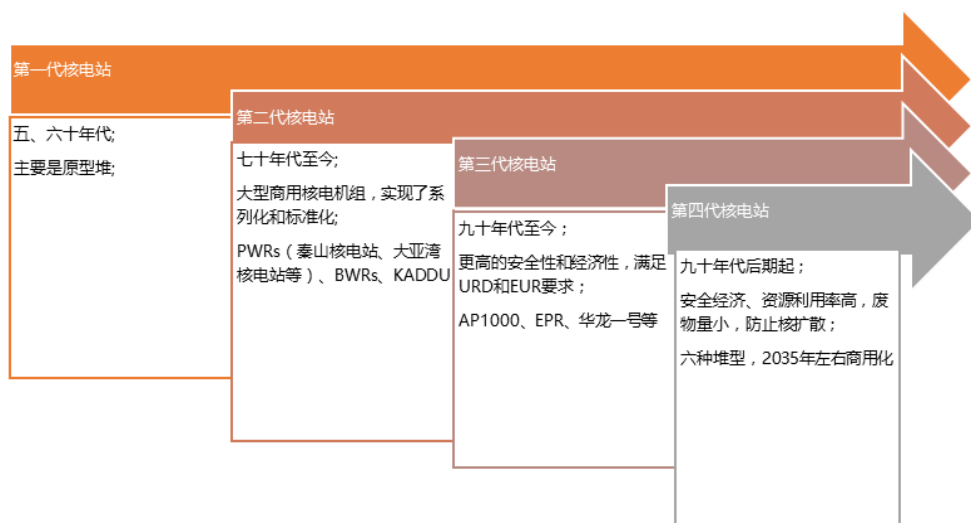
资料来源：民生证券研究院整理

图 9：核电站的主要构成



资料来源：《核电设备主管道行业定义及分类》，民生证券研究院

图 10：核电技术发展历程



资料来源: 互联网, 民生证券研究院整理

三洲核能战略目标: 由部件级供应商发展成为设备级供应商。实现“以核电主管道、军用产品为主, 以波动管、超级钢管、二三回路管配件等为辅”的产品链全过程覆盖。目前三洲核能拥有多个等级的核安全设备制造资格许可证, 曾获“九五”国家重点科技攻关计划优秀技术成果奖、国家科技进步二等奖、三级保密证书、军工质量认证体系证书等多项荣誉和证书。

图 11: 三洲核能拥有“四个国内第一”

资格第一	• 第一个获得《民用核安全制造许可证》, 具有核电站主管道制造资格的企业
产品第一	• 第一个实现百万千瓦级核电管道成套生产和预制, 实现核电站主管道国产化的企业
能力第一	• 第一个有能力按美国ASME标准和法国RCC-M标准进行生产, 实现国内第一家实现核电站管道“走出去”的企业
军品唯一	• 第一个攻克某军用关键设备难题, 成为某军用产品唯一合格供应商的企业

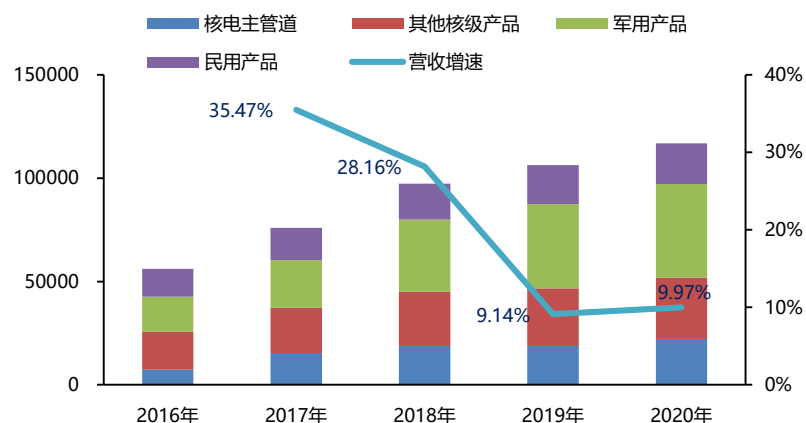
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

三洲核心竞争力: 掌握“冶炼关键技术+锻造核心技术”工艺。目前二代半主管道主要使用铸造工艺, 公司采取独特的锻造技术, 有效减少能耗、减少机加工时间和降低制造成本; 同时与钢铁研究总院合作开发用于三代主管道的离心浇注技术, 独创空心管轴向锻造技术, 创新工艺能有效提升锻造过程效率, 降低风险和制造成本。

高额业绩对赌彰显公司发展信心。在国家重启核电的大背景下, 三洲核能加快推进三

代核电主管道的研发和制造，2016 年预计有 1 至 2 台机组的主管道订单，预计实现收入 0.8 至 1.2 亿元；2017 至 2019 年预计每年至少取得 2 至 3 台机组的主管道订单，年均实现收入约 2 亿元。三洲特管、华夏人寿承诺三洲核能 2016、2007、2018 年度三年归母净利润分别不低于 1.21 亿元、1.93 亿元和 2.82 亿元，三年合计不低于 5.96 亿元。

图 12：三洲核能收入预测

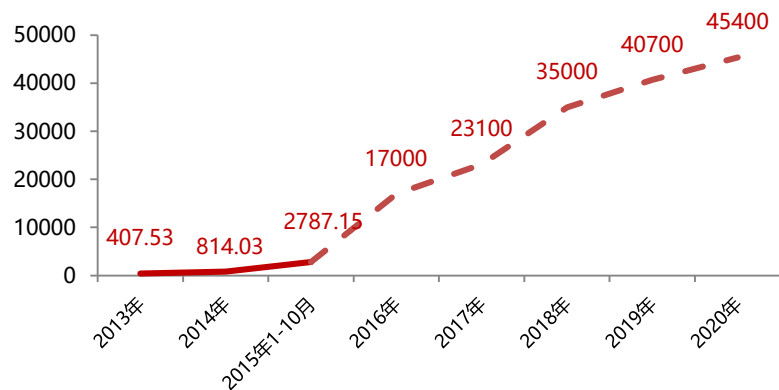


数据来源：公司公告，民生证券研究院

（三）三洲军工：某军用产品唯一合格供应商

三洲核能在作为国内第一个攻破某军用设备难题的企业，是某军用产品的唯一合格供应商，掌握冶炼、静态铸造、离心铸造、锻造、推（压）制、热处理、机加工、焊接、无损检测等 9 项核心技术。公司公告披露，2016 年预计将有 1.8 至 2.3 亿元军用产品订单，2017 至 2019 年军品销售收入年均增长率可突破 30%。

图 13：三洲核能军用产品收入（虚线代表估计值，单位：万元）



数据来源：公司公告，民生证券研究院

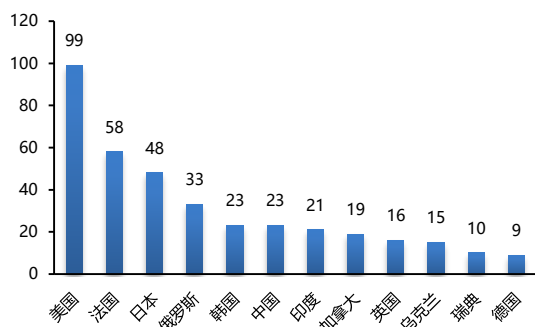
（四）市场空间：核能军工双爆发

1、我国核电市场发展空间巨大

2015 年后国内核电项目将爆发式增长。我国核电站建设经历了起步、抑制、复苏的阶段。受日本福岛核事故影响，国家对核电机组建设提出了更高的安全性要求，一度暂停核电新项目审批，2015 年核电项目审批重启，预计核电站数量在未来将出现爆发式增长。

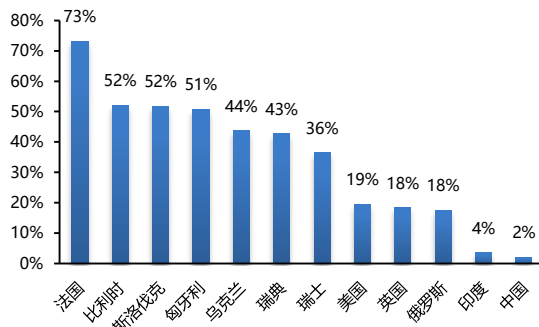
核电具有清洁高效、无温室气体排放等优点，在欧美发达国家普遍使用。2014 年全球 437 座在运核电机组发电 2411TWH，占全球总发电量的 11.5%，然而我国在运核电机组 22 座发电 130.6TWH，约占全国总发电量的 2.4%，远低于全球平均水平。2015 年 1 至 9 月我国核电累计发电量为 124.3TWH，约占全国总发电量的 3.0%，同比上升 31%，核电利用增长趋势明显，未来存在很大的提升空间，发展前景良好。

图 14：世界主要国家反应堆数量



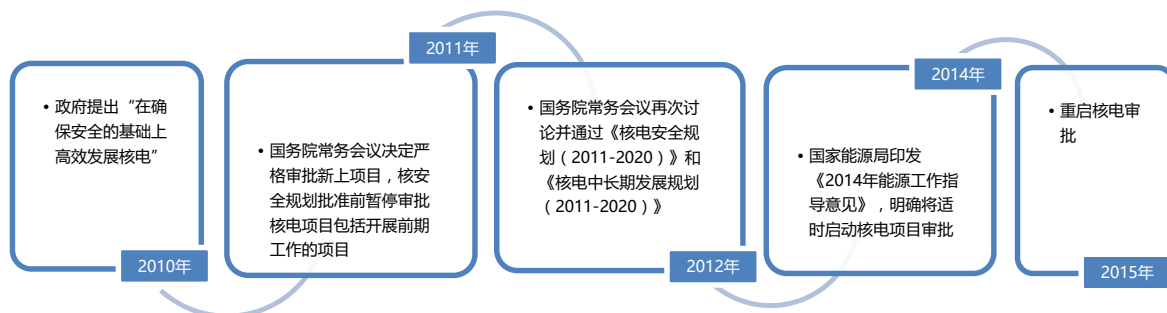
数据来源：2014 年全球核电综述，民生证券研究院

图 15：世界主要国家核电份额



数据来源：2014 年全球核电综述，民生证券研究院

图 16：核电政策不断调整



数据来源：民生证券研究院整理

核电设备年均需求将超过 520 亿元。根据《核电安全规划（2011-2020）》、《核电中长期发展规划（2011-2020）》和“十三五”规划初步方案，我国在运核电机组装机容量 2020 年达 5800 万千瓦，2030 年达 1.2 至 1.5 亿千瓦，核电发电量占比达 8%至 10%。根据这种目标，至 2020 年我国将至少新建核电机组 30 至 50 台，“十三五”期间每年至少开工建设 6 至 8 台，若核电站单位投资 13000 元/KW，则每年核电建设总投资将超过 1040 亿元，按核电设备投资占比 50%计算，核电设备年均需求将超过 520 亿元。

主管道设备总投资占核电站总投资的 2.8%~6%。在核电投资中，设备、基建和其他投资占比约为 5:4:1。设备投资方面，核岛、常规岛和辅助设备分别占比 52%、28%和 20%。核岛设备中占比分别是：安全阀 25%、蒸发器 19%、核级阀 12%、堆内构件和控制杆 10%、压力容器 9%、核冷却阀 8%、管道 7%；常规岛设备中占比：泵阀及管道 40%、汽轮机 24%、发电机 18%、汽水分离器再热器 12%¹。

三洲核能对应核电市场空间 126~360 亿元。华龙一号建造工艺在制造工期、成材率、自主知识产权等方面与其他三代核电技术相比有较大优势。(1)国内：目前使用三代核电机组华龙一号的新建机组已达 6。(2)国外：核电走出去升级到国家战略，在“一带一路”战略的推动下，核电技术和核电装备在海外订单上将取得重大突破，按单套机组 150~200 亿计算，如果我国能够获得“一带一路”沿线国家 20%的市场份额，即约 30 台海外市场机组，将直接产生近 4500~6000 亿元产值。主管道对应市场空间为 126~360 亿元。

表 5：华龙一号建设情况

	开建时间	核电项目	建设地点
已开建	2015.05	福清核电 5 号机组	中国福建
	2015.08	卡拉奇核电 2 号机组	巴基斯坦
	2015.12	福清核电 6 号机组	中国福建
	2015.12	防城港核电二期工程	中国广西
	签署时间	核电项目	建设地点
待开建	2015.04	卡拉奇核电 3 号机组	巴基斯坦
	2015.10	布拉德韦尔 B 项目	英国
	2015.11	重水堆核电站及压水堆核电站	阿根廷

资料来源：民生证券研究院

三洲核能充分利用这些机遇，同时采取改进型传统工艺和研发创新工艺推进三代核电主管道的研发和制造，通过技术和产品质量占领市场，增强持续盈利能力。

2、军队改革武器装备采购放量，军用领域空间广阔

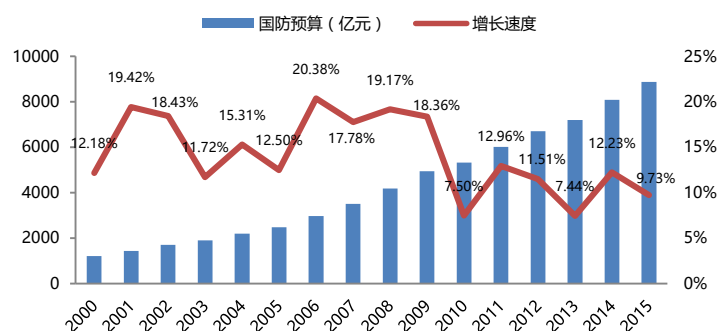
军费中装备更新和维护的比例有望突破 40%。面临国际及周边的动荡局势，我国国防建设力度加强，国防预算稳步增长，未来 5-10 年有望维持 10%的增长水平。2015 年中央军委改革会议指出要增加海军、空军和第二炮兵的武器装备采购，2016 年初，军队改革方案出台，其中第二炮兵正名为“火箭军”，彰显了我国对国防军工的重视和专注军工实

¹ 《四川丹甫制冷压缩机股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，P435

力提升的决心。国防事业对高精尖战略性武器装备的需求日益增大，未来军费中投入到装备更新和维护的比例有望突破 40%。

军品特殊管道年均增速 30%~40%²。武器装备需要大量高端管材、锻件，为军用设备行业带来巨大的市场空间。军品市场对高品质特殊管道及管配件的需求每年增长速度可达 30%至 40%。此外，政府提出的“军转民、民参军，军民融合”战略也为三洲核能迈入高精尖战略武器范畴提供了发展机会。

图 17：国防预算增长情况



数据来源：国防部，民生证券研究院

三、传统玩具业务：“二胎+贬值”带来新机遇

（一）短期遇瓶颈，长期有发展

玩具生产行业属于传统劳动密集型产业，市场集中度较低，附加值较低，品牌效应有待提升。近年受经济周期下行、欧洲国家设置玩具进口标准、劳动力和原材料成本上升的大环境影响，公司传统业务玩具产品的盈利能力出现下滑。

15 年已现业绩向上拐点。但随着 2015 年二胎政策全面放开，美联储加息造成的人民币贬值刺激公司产品出口订单，公司传统业务的发展将迎来新的机遇。业绩快报显示 2015 年度公司实现净利润 1823.45 万元，同比增长 22.66%，业绩出现转折点，传统玩具业务依然看好。

（二）二胎政策打开玩具市场空间

2015 年 10 月中共十八届五中全会决定在全国范围全面实施二胎政策，对于提升生育

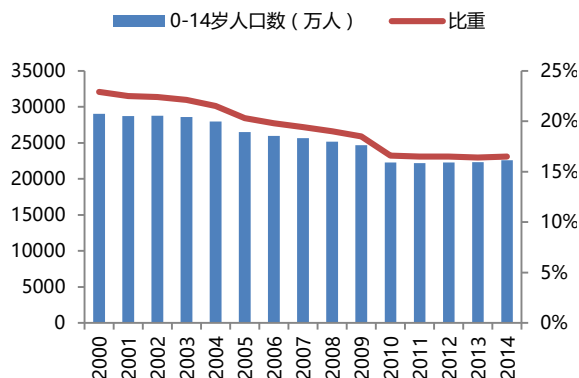
² 《广东群兴玩具股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，P139

率、促进人口均衡发展、完善人口发展战略、应对老龄化问题的作用可期。生育率的提高将利好儿童玩具产业。

我国约有 1.5 亿生育独生子女的家庭，孩子在 0—15 岁的家庭约有 7000 至 8000 万，这部分家庭是二胎政策目标人群，除去 1000 万独生子女家庭符合“单独二孩”和农村“一孩半”政策，约有 6000 万家庭受益于“全面二孩”政策，新生儿的出生峰值可能在 2017 年到来。

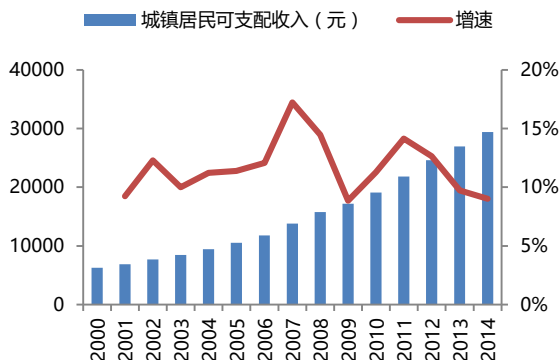
作为主流的“80”后父母多数消费观念先进，不吝于对孩子的投资，中国儿童消费占家庭总支出的 30%。公司玩具产品主要消费人群是儿童，随着儿童数量增多、人均可支配收入逐年提升，玩具市场规模有很大发展空间，公司将从中极大获益。

图 18：儿童及青少年人口数



数据来源：统计年鉴，民生证券研究院

图 19：城镇居民可支配收入



数据来源：统计年鉴，民生证券研究院

（三）人民币贬值利好公司出口业务

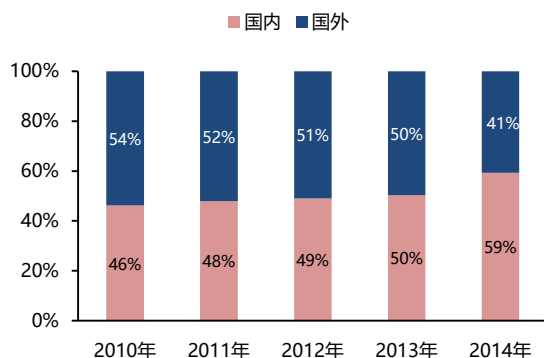
2015 年 12 月 26 日，美联储宣布将联邦基金利率提升 25 个基点，人民币随之贬值，给出口依赖度高的玩具产业带来发展机遇。

我国玩具产业是出口导向型，公司外贸订单在收入中占四成比重。人民币贬值，短期来看，已有订单的人民币价格上升，公司收入随之上升；长期来看，未来出口订单价格会根据供求状况向下调整，刺激销量，订单数量将持续增长。

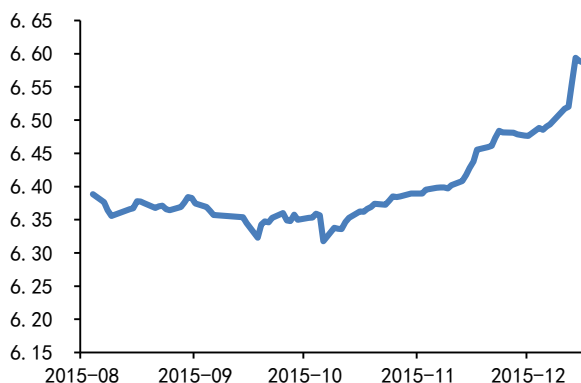
根据业绩快报，公司 2015 年营业收入 3.19 亿元，美元对人民币汇率 6.5，若外贸订单占四成，则外贸订单价格 1.28 亿元，约合 0.2 亿美元。假设美元兑人民币汇率上升至 7，则已有外贸订单的人民币价格上升至 1.4 亿元，公司营业收入将随之增加 0.12 亿元。

图 20：公司国内外业务占收入比重

图 21：美元兑人民币汇率



数据来源: wind, 民生证券研究院



数据来源: wind, 民生证券研究院

四、盈利预测与估值分析

此次购买资产和配套融资全部采取新增股份进行支付。并购前, 公司总股份 5.89 亿股, 16 年 1 月 22 日股价 12.84 元, 对应市值 75.62 亿元。并购后新增股本 2.44 亿, 对应市值 24.14 亿元, 总股本将扩大至 8.33 亿, 对应市值 99.76 亿元。其中, 三洲核能预估价格为 16 亿, 交易价格 9.09 元/股, 新增股本 1.76 亿; 配套融资 8.14 万, 交易价格 11.97 元/股, 新增股本 0.68 亿。

(一) 动态市盈率: 15~17 年动态市盈率 142X/64X/49X

群兴玩具 2014 年和 2015 年 (未审计) 净利润分别为 0.15 亿和 0.18 亿。2015 年净利较 2014 年增涨 22%。考虑到二胎放开导致的婴童玩具市场放开, 如给予年均净利 15% 的增速, 预计玩具主业 2016 年和 2017 年净利润分别为 0.21 亿和 0.24 亿。

三洲核能 2015 年 1-10 月份实现净利 0.37 亿; 2016 年-2018 年对赌业绩为 1.21 亿、1.93 亿和 2.82 亿。2015 年三洲核能收入由核电、民品、军品及其他、其他业务四块构成。军品订单确认具有季节性特点, 12 月份收入通常是全年其他月份总和的收入一倍以上, 预计军品全年毛利 0.20 亿。军品之外的其他产品按照匀速增长确认收入, 则全年有望实现毛利 0.68 亿。按照 1-10 月份净利/毛利 (0.43/0.67=64%) 的比例加成, 则 2015 年预计实现净利 0.56 亿 (计算方法: (0.20+0.68) *64%)。2016-2018 年净利同比增长 116%、60%、46%。

并购完成后, 2015-2017 年备考合并归母净利分别达到 0.74 亿、1.63 亿、2.17 亿, 对应 EPS 分别为 0.09、0.20、0.26, 对应 1 月 22 日 12.84 元的动态市盈率分别为 142 倍、64 倍、49 倍。

(二) 分部估值法：股价合理区间 10.2-16 元

我们测算：玩具业务合理估值 6.3-11.6 亿，军工核电业务合理估值 78.7-121 亿，加总后估值合理范围 85-133 亿，中值 110 亿。对应增发后 8.33 亿股本，合理范围 10.2-16 元，中值 13 元。

玩具部分：给予 16 年 PE 为 30-55 倍，净利 0.21，对应价值 6.3-11.6 亿。2015 年-2017 年净利预估为 0.18 亿、0.21 亿和 0.24 亿。A 股传统玩具有骅威股份、高乐股份、互动娱乐和奥飞动漫等 4 家可比公司。经营产品上，骅威股份和高乐股份生产塑料玩具，互动娱乐生产塑料车模，和群兴玩具生产产品虽有不同，但都很接近；经营状况上看，骅威股份和高乐股份净利 13 年出现大幅下滑 20% 左右、14 年收窄至 5% 左右，互动娱乐和奥飞动漫处正增长。同时间的群兴玩具下滑幅度到年均 40%，15 年净利实现正增长。发展方向上，骅威股份、互动娱乐和奥飞动漫都在向网络游戏、剧场演绎等泛娱乐化方向发展，而群兴玩具主业虽有向此方向转型意愿，但目前并未实施。结合四家平均水平，我们认为：群兴玩具主业处于中等偏下水平，给予公司 16 年 PE 为 30-55 倍较为合理。

表 6: 玩具行业可比公司

公司	股价	EPS			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
骅威股份	29.58	0.33	0.79	0.99	89.69	37.52	29.80
高乐股份	11.66	0.11	0.13	0.17	104.76	88.07	70.62
互动娱乐	15.80	0.30	0.39	0.47	52.88	40.34	33.35
奥飞动漫	31.21	0.48	0.68	1.01	65.37	45.92	31.00
平均					78.18	52.96	41.19
群兴玩具					142	64	49

资料来源：wind，民生证券研究院

骅威股份、高乐股份、互动娱乐和奥飞动漫的 EPS、PE 引用 wind 一致预期

核电军工部分：给予 16 年 PE 为 65~100 倍，承诺净利 1.21 亿，对应价值 78.7~121 亿。行业估值上，军工和核电都处于高估值行业，即使在 16 年初大跌的情况下，军工股整体估值依然保持在 110 倍以上（以中信军工指数为参照），为简单起见，选取核电对标企业估值代替这两块业务整体估值。经营产品上，台海核电是三代 AP1000、ACP1000 堆型核电站一回路主管道的制造商，中核科技生产核电站各种阀门，三洲核能是华龙一号样件核岛装备供应商，可比性很强。经营状况上，台海核电收购台海集团时承诺 16~17 年净利 5.08 亿和 5.77 亿，同比增长 68% 和 13.5%，三洲核能 16~17 年净利 1.21 亿和 1.93 亿，同比增长 116% 和 60%。我们认为：三洲核能 16 年增速明显快于台海集团，给予公司 16 年 PE 为 65~100 倍较为合理

表 7:核电军工行业可比公司

公司	股价	EPS			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
台海核电	47.80	0.73	1.30	1.59	181.06	65.66	36.81
中核科技	23.75	0.15	0.19	0.24	153.52	126.67	99.21
平均					167.29	96.17	68.01
群兴玩具					142	64	49

资料来源: wind, 民生证券研究院

台海核电和中核科技的 EPS、PE 引用 wind 一致预期

(三) 大股东增持: 累计增持 2.73 亿元, 均价 16.57 元

1 月 6 日复牌后, 大股东相应证监会号召, 出资 2.03 亿增持股票, 增持均价 17.93 元/股; 1 月 12 日股价大跌后, 大股东再次通过资管计划增持 0.69 亿, 增持均价 13.54 元/股。两次增持累计投入 2.73 亿元, 占总股份的 2.8%, 增持均价 16.57。在本次增持期间

以及增持完成后的十二个月内不减持本次增持的股份。大股东增持彰显了高层对公司未来发展信心。

基于公司估值测算和未来发展, 我们给予群兴玩具“强烈推荐”评级。

五、催化剂

1、并购事项过会; 2、三洲接到核电、军工大单。

六、风险提示

1、市场系统性风险; 2、并购重组失败; 3、核电站建设不达预期

图表目录

图 1: 公司历年经营情况.....	3
图 2: 2014 年营收及毛利情况.....	3
图 3: 国内外业务毛利占比情况.....	3
图 4: 三洲核能被收购前股权结构.....	5
图 5: 三洲核能被收购后股权结构.....	5
图 6: 我国发电量及结构.....	6
图 7: 核电站工作原理.....	6
图 8: 主管道在核岛系统的分布.....	6
图 9: 核电站的主要构成.....	7
图 10: 核电技术发展历程.....	8
图 11: 三洲核能拥有“四个国内第一”.....	8
图 12: 三洲核能收入预测.....	9
图 13: 三洲核能军用产品收入.....	9
图 14: 世界主要国家反应堆数量.....	10
图 15: 世界主要国家核电份额.....	10
图 16: 核电政策不断调整.....	10
图 17: 国防预算增长情况.....	12
图 18: 儿童及青少年人口数.....	13
图 19: 城镇居民可支配收入.....	13
图 20: 公司国内外业务收入占比.....	14
图 21: 美元兑人民币汇率.....	14

表格目录

表 1: 收购标的相关指标.....	4
表 2: 发行股份购买资产支付的股份对价及发行股份数量.....	4
表 3: 认购对象认缴的配套资金金额及认购股份数量.....	5
表 4: 国内主流核电型号.....	7
表 5: 华龙一号建设情况.....	11
表 6: 玩具行业可比公司.....	15
表 7: 核电军工行业可比公司.....	16

分析师和研究助理承诺

石山虎：2012年加盟民生证券研究院，负责国防军工行业研究。

陈 龙：军事科学院军队组织编制学博士、国防科学技术大学军事通信学硕士，从军14年，历任排长、连长、作训参谋、研究员，2015年4月加盟民生证券研究院，从事军工行业研究。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。