

证券研究报告—动态报告公司快评
国防军工
核电与核技术
中广核技 (000881)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2017 年 04 月 14 日

业绩符合承诺，低价收购河北中联，高成长共赢模式可复制

证券分析师：李君海

010-88005315

lijunh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517040001

证券分析师：王念春

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

事项：

公司近日公告：

1. 子公司高新核材收购河北省保定市雄县河北中联银杉新材料有限公司（简称河北中联）剩余 49% 股权，上市公司控股达到 100%。
2. 2016 年年报，实现营业收入 30.23 亿，同比增长 41.48%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比增长 27.10%；拟每 10 股分红 0.3 元（含税）

评论：

■ 低价收购雄县优质民企河北中联，样板混改案例开启公司“央企资源+民企活力”内生外延并举成长大年

➢ 收购优质民企，代价如何？提前布局，低价收购实现共赢

公司收购总付款 3 亿，按照河北中联 17 年利润承诺 PE 为 6.25 倍，低对价拿下优质民企。2017 年 1 月 9 日，公司公告全资子公司高新核材收购河北中联 51% 股权。在评估基准日 2016 年 4 月 30 日，河北中联 100% 股权价值为 3.3 亿元，公司收购河北中联 51% 股权转让价格为 1.53 亿元。4 月 14 日，公司公告收购河北中联剩余 49% 股权，转让价格为 1.47 亿元。公司收购河北中联 100% 股权共计出资 3 亿元，河北中联承诺 16 年、17 年、18 年归母净利分别不低于 4,000 万、4,800 万、5760 万元。我们认为，这是公司低价现金收购优质民企又一典型案例，重要原因在于公司已经成为行业龙头，可以利用央企资源辅助优质民企快速成长壮大，实现共赢是低价并购的关键，也将在未来的运作中重现，利好上市公司利润增厚。

➢ 为何收购河北中联？迅速整合改性高分子材料领域优质企业，进一步奠定龙头地位

河北中联创建于 1986 年，地处河北省保定市雄县，位于“华北明珠”白洋淀之滨，经过多年的努力已发展成集生产、研发、销售为一体的高分子聚合物材料制造企业，拥有环保型绝缘及护套材料、低烟无卤阻燃材料、耐油材料、弹性体、辐照交联热收缩材料、风能电缆专用材料 140 余种产品。

高新核材作为上市公司在非动力核技术应用领域的经营载体之一，是混合所有制高分子材料研发、制造、销售的集团型企业。中国广核集团大力支持公司改性高分子材料板块的发展，希望迅速整合该领域并推动其发展，提高中高端领域材料应用的国产化率。

高新核材通过收购河北中联，可以完善新材料全国区域布局，获取优质资源，实现渠道共享，优化营销网络，进一步奠定龙头地位、利好上市公司业绩增厚。高新核材与河北中联在区域位置、销售客户、技术研发及产品结构等多方面有很强的互补性。合作后公司可将多样优势产品迅速输入到目标公司原有销售网络中，共享客户资源，优化营销网络，提高销售效率，实现行业内全国大整合及各子公司大协同的高效发展目标。

➤ 低价并购优质民企的快速、高效整合模式是否持续？模式可复制，“央企资源+民企活力”混改共赢实现上市公司高速增长

此前公司修改了章程，授权董事会对并购标的总资产 22 亿、营收 21.3 亿、净资产 10.95 亿、归母净利 1.54 亿以下的均有决定权。目前公司将拥有配套融资 28 亿现金、拥有银行授信贷款额度约为 30 亿元和中国广核集团的资金支持，可实现标的公司现金快速收购。

公司精选民企优质标的，低价进行吸收合并将成为未来公司成长的常态，主要在于双方能够实现共赢。

首先，上市公司可以给民企资金支持。资金对民营企业很重要，可以解决资金流动性、资金链问题。公司所在领域市场高度分散，很多优质民企原来有大订单不敢接，因为一旦出了点问题可能面临生死问题，所以可能宁愿保守点也不扩大规模和发展。公司代表的央企和上市公司资源与民企合作后，这方面问题迎刃而解。

其次，民企和公司主业间的协同效应。例如在辐照交联电缆领域，产品价值量和技术水平最高的是核级电缆。中国电缆厂 1 万多家，具备核级电缆牌照资质的只有约 10 家，真正有核级电缆料利润的只剩几家，而现在真正能供货更少。如果民企被中广核技吸收合并后，成为了最大核电集团中广核集团的企业，中广核从核电安全角度会鼓励多家供货商发展，相关公司进入该领域会有优势。另外，公司在改性高分子材料领域上游研发制造电子加速器，实现对核电电缆料制造厂商的电子加速器设备销售等协同效应也将为公司发展带来很大支持。

第三、广核的品牌效应。中广核达胜在被中广核技吸收合并后，产品实现了国际销售，中广核品牌在国际上有很高的认可度；高新核材（原三角洲）原来是电缆行业协会副主任单位，中广核技吸收合并后公司实力增强，成为行业的主任单位，可以参与相关的行业标准制定，有利于企业竞争力增强。

第四、人才优势。民营企业人才难求，与中广核技合作后，央企打开了吸引人才的瓶颈。例如高新核材被吸收合并后人员结构质量大幅提高，还以此为基础还成立了国家级核电基础材料实验室，大幅提高了高端产品的研发能力。

第五、对接优质资源。通过中国广核集团，可以迅速与名牌大学、领先的科研院所合作开发新产品。

第六、加大研发投入。上市公司财务报表显示，高新核材、中广核达胜等公司被吸收合并后，研发投入实现的高速增长，利于新产品的开发和技术的积累。

第七、利于对外投资、吸收合并同类企业。优质民企在相关领域已经深耕多年，可从业务和技术角度判断拟整合企业的前景；中广核技总部领导则对资本运作和投资整合经验丰富，可以用好的交易模式和结构让大家利益共享。民企之间的吸收合并存在一定的困难，但作为央企进行整合则有较强的优势。核技术应用行业刚刚起步又充满了整合机会，这样的结合可以在行业整合上所向披靡的。

最后，灵活的制度设计实现共赢。公司核心领导张剑锋总经理年轻能力强，具有清华大学工程物理系的行业背景，长期从事经济管理和金融工作，曾在摩根大通投资银行、普华永道会计师事务所、安达信会计师事务所工作积累了丰富的资本运作经验。公司对河北中联、常州金沃、厦门瑞胜发原管理团队均有超额业绩奖励。公司将通过合理的制度留住人才，将使其发挥央企资源和民企活力的策略不断取得成功。

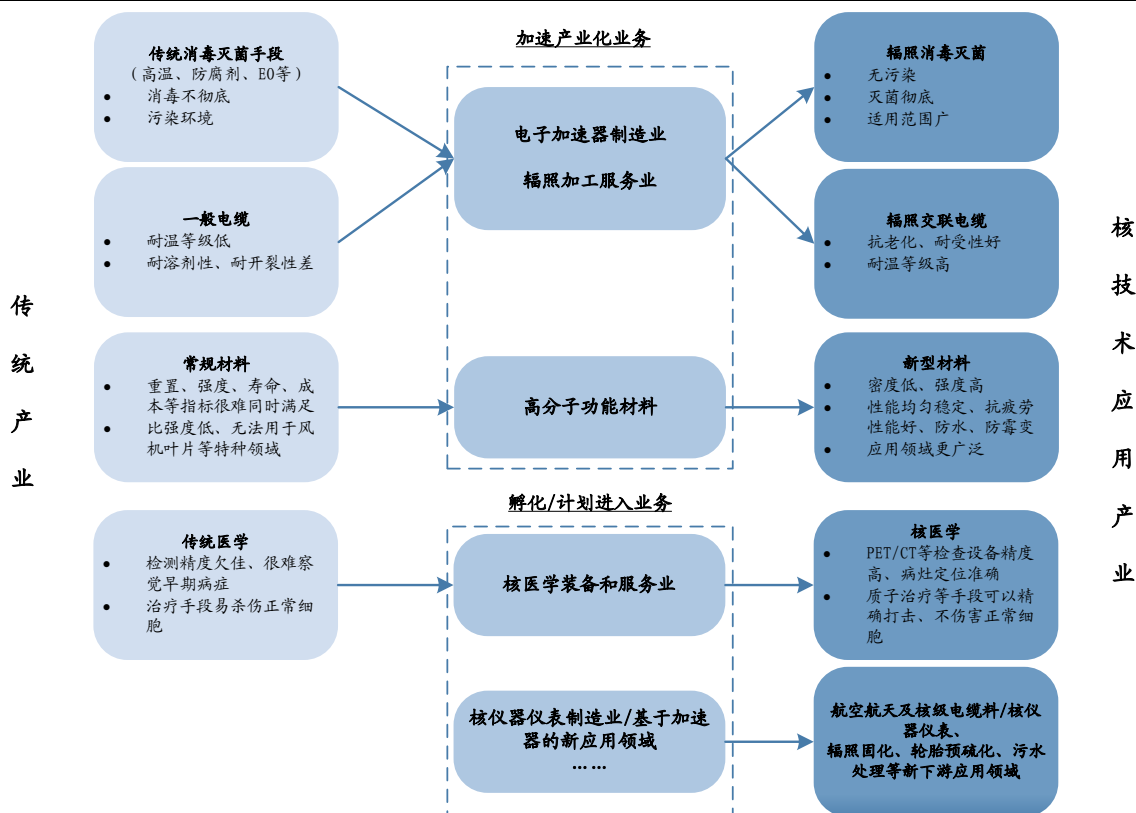
我们认为，“央企资源+民企活力”混改模式可复制，共赢将带来实现上市公司高速增长。

■ 年报利润高速增长符合预期，高端产品营收占比迅速提升

报告期内，公司筹划并实施重大资产重组转型成为国内领先的核技术应用高新技术企业。公司已实现电子加速器制造、辐照加工服务、改性高分子材料供应三大核心业务单元的国内布局，归母净利 3.12 亿，同比增长 27%。改性高分子材料营收 11.63 亿，占比 38.48%，改性工程塑料营收 10.26 亿，占比 33.95%，电子加速器及辐照加工 2.5 亿占比 8.28%，其他业务占比 19.29%。

公司高成长性领域实现快速增长，电子加速器销售 40 套，毛利率 47%，同比 122.2%，高频高压型电子辐照加速器 37 台，占据同类产品国内市场份额的 70%以上；签订 9 台电子加速器海外销售订单，与 2016 年之前我国所有工业用电子加速器历年出口总量相当。公司已成为中国第一家成功打入欧美发达国家市场的电子加速器制造商；无损检测用电子直线加速器实现了首台套销售，主要应用于航空航天、兵器工业、核工业等领域特种设备的无损检测。

图 1: 公司正在或计划切入的核技术业务

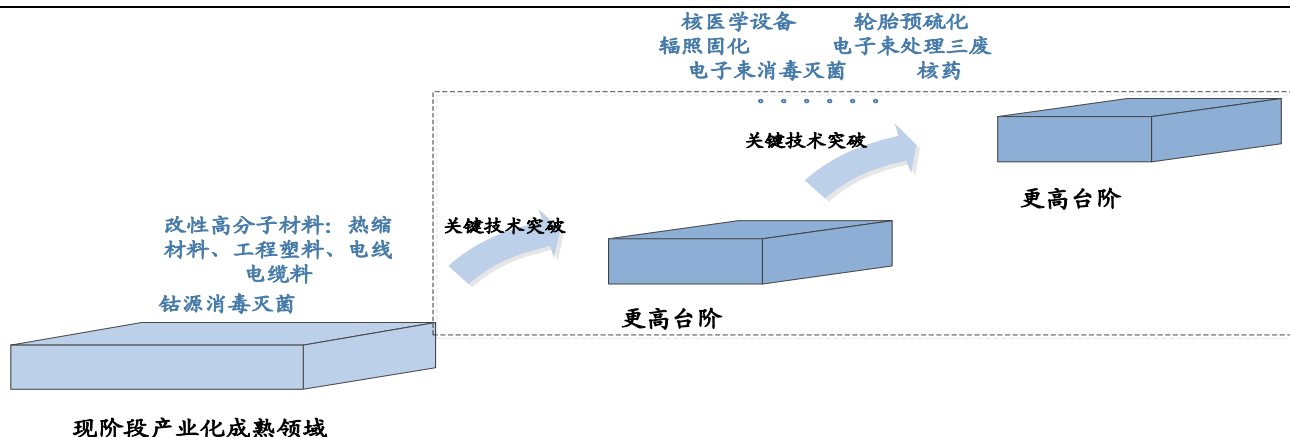


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 电子加速器高成长性应用新方向取得实质性进展，核医学等新领域开始布局，未来超额完成利润承诺可期

公司以高市场潜力、高成长性产业为重点发展方向，在电子加速器研发及工业化应用开发方面取得实质进展。其中，饮料瓶在线辐照灭菌生产线项目已实现终端客户联调；国内首个电子束工业污水处理示范工程在浙江金华建设完成并开始试运行，我们测算未来加速器市场需求空间将达到 300 亿以上；此外，公司重点布局核医学加速器研制与应用业务，根据预测亚洲质子治疗市场将以 18% 年复合增长率强势增长。公司与日立（中国）有限公司合作推进质子、重离子治疗系统的国产化，将分享千亿级市场蛋糕，对标美国瓦里安营收 32 亿美元、市值 85 亿美元。我们认为，公司环保、核医学、EB 辐照固化等任一新领域的突破将带来的平台突式增长，总市场容量将达到万亿级别。

图 2: 公司所在核技术应用行业阶梯式发展属性



资料来源：国信证券经济研究所整理

表 1: 上市公司各子公司利润承诺情况

承诺利润 (万元)	子公司	股权比例	2016 年	2017 年	2018 年
重大资产重组利润	高新核材	100%	8,295.94	9,795.04	10,610.85
	苏州特威	100%	896.14	1,300.58	1,878.14
	中广核俊尔	100%	11,029.26	14,160.65	19,257.04
	湖北拓普	100%	2,335.58	3,361.13	4,317.90
	中科海维	100%	1,205.00	1,645.99	2,102.69
	中广核达胜	100%	6,700.68	8,219.32	9,662.42
	深圳沃尔	100%	220.52	224.82	225.00
	小计	备注: 年报只按此部分资产	30,683.12	38,707.53	48,054.04
16 年 12 月新收资产利润	厦门瑞胜发	51%	625.00	1,800.00	2,160.00
	常州金沃	60%	2,300.00	2,921.00	3,710.00
	河北中联	100%	4,000.00	4,800.00	5,760.00
	小计		6,925.00	9,521.00	11,630.00
上市公司利润总承诺 1	合计	实际控股比例	36,381.87	46,178.13	57,141.64
上市公司利润总承诺 2	合计	全部子公司 100%股权	37,608.12	48,228.53	59,684.04

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; (注: 高新核材利润不含中广核俊尔)

■ 公司作为中广核旗下首家 A 股上市公司, 将利用央企资源+民企市场化活力优势发展成为新型国家级核技术应用产业发展平台公司, 具备内生外延并举高速增长惯性的成长性白马标的, 预计 17/18/19 年 EPS 0.56/0.82/1.14, 对应 PE 为 45.7/31.4/22.6X (不含未来外延), 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 公司业绩增长速度不达预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3710	3000	2000	1000
应收款项	2623	4472	7155	10017
存货净额	1344	2211	3671	5186
其他流动资产	396	707	1132	1584
流动资产合计	8088	10406	13973	17803
固定资产	2336	2301	2245	2166
无形资产及其他	288	277	265	254
投资性房地产	383	383	383	383
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	11096	13367	16866	20606
短期借款及交易性金融负债	2302	2705	2858	2845
应付款项	1262	2100	3487	4927
其他流动负债	1073	1790	2962	4181
流动负债合计	4636	6595	9307	11952
长期借款及应付债券	1176	946	946	946
其他长期负债	69	69	69	69
长期负债合计	1245	1015	1015	1015
负债合计	5882	7611	10322	12967
少数股东权益	97	103	112	125
股东权益	5117	5653	6432	7513
负债和股东权益总计	11096	13367	16866	20606

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.30	0.56	0.82	1.14
每股红利	0.03	0.06	0.08	0.11
每股净资产	4.85	5.36	6.09	7.12
ROIC	5%	7%	9%	12%
ROE	6%	11%	13%	16%
毛利率	21%	22%	21%	21%
EBIT Margin	11%	13%	12%	12%
EBITDA Margin	13%	18%	15%	14%
收入增长	44%	80%	60%	40%
净利润增长率	-138%	91%	45%	39%
资产负债率	54%	58%	62%	64%
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
P/E	87.2	45.7	31.4	22.6
P/B	5.3	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA	85.5	36.1	28.8	23.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3023	5441	8706	12188
营业成本	2400	4222	6877	9628
营业税金及附加	24	42	68	95
销售费用	82	147	235	329
管理费用	175	305	482	670
财务费用	29	80	107	136
投资收益	0	1	20	20
资产减值及公允价值变动	(6)	(5)	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	308	640	956	1350
营业外净收支	56	56	56	56
利润总额	364	696	1012	1406
所得税费用	49	94	137	190
少数股东损益	4	7	10	14
归属于母公司净利润	312	595	865	1202

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	312	595	865	1202
资产减值准备	(1244)	0	(0)	(0)
折旧摊销	45	241	258	271
公允价值变动损失	6	5	0	0
财务费用	29	80	107	136
营运资本变动	(2360)	(1471)	(2009)	(2172)
其它	1248	6	9	13
经营活动现金流	(1995)	(624)	(877)	(686)
资本开支	773	(200)	(190)	(180)
其它投资现金流	(16)	0	0	0
投资活动现金流	778	(200)	(190)	(180)
权益性融资	2755	0	0	0
负债净变化	111	(230)	0	0
支付股利、利息	(29)	(59)	(87)	(120)
其它融资现金流	1469	403	153	(14)
融资活动现金流	4388	114	67	(134)
现金净变动	3172	(710)	(1000)	(1000)
货币资金的期初余额	538	3710	3000	2000
货币资金的期末余额	3710	3000	2000	1000
企业自由现金流	(1246)	(804)	(1039)	(813)
权益自由现金流	334	(699)	(978)	(944)

相关研究报告

《中广核技-000881-重大事件快评：未来，超乎你的想象之二：电子束辐照处理工业规模印染废水取得突破，三百亿新市场空间将打开》——2017-03-16

《中广核技-000881-重大事件快评：“大连国际”更名为“中广核技”，核技术行业龙头实至名归》——2017-02-28

《大连国际-000881-重大事件快评：重组完成中广核入主，优秀管理层上任开启新篇章》——2017-01-25

《大连国际-000881-重大事件快评：业绩增厚估值切换，混改典范成长大年开启》——2017-01-09

《大连国际-000881-重大事件快评：未来，超乎你的想象——评核医学业务突破》——2016-12-16

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±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±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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。