



依托央企资源, 打造核技术应用稀缺大平台

- **事件:** 2015年12月25日披露增发预案, 中广核核技术公司拟入驻, 目前相关重组事项正在有序进行中。
- **点评:** 1、核技术应用行业作为非动力核应用领域, 与核电产业链相比, 具有更广泛的应用范围和市场空间, 而与发达国家相比我国尚处于起步阶段, 潜力巨大。从此次中广核集团拟将旗下所有非动力和技术相关产业注入上市公司, 核技术公司作为大股东, 从加速器设计制造到辐照服务提供、辐照产品销售形成完整链条。核技术公司自成立以来, 实施多次资产收购, 目前旗下4个子公司借助央企大平台的丰富资源和强大资本实力、人才优势, 从充分竞争的行业中脱颖而出, 结合自身民企灵活经营优势, 近年来业绩增长迅猛, 整合协同效益显著。
- **2、**此次发行股份购买的资产可以分为三类, 一是改性高分子材料销售公司, 二是辐照加工服务公司, 三是加速器生产销售公司。从配套资金募投项目和承诺业绩情况来看, **第一类是公司短期内的重点领域。**目前公司改性高分子材料主要对应改性电缆料和改性塑料行业, 通信、轨交、电力、汽车等高端需求放量将带来百亿级市场空间。行业内企业较为分散, 公司通过收购整合在对应的中端市场已有较强的实力(市占率10%左右, 国内前三), 未来借助技术和品牌有望进一步突破, 并且在高端市场实现进口替代。
- **3、从未来发展来看,**目前, 公司已经在开展核技术处理污水的示范项目, 在核医学领域也与众多科研机构合作取得了深厚积累。未来公司将以辐照装备加速器为核心先锋进入市场, 再凭借服务、产品获得放量, **在三废处理、核医学等**领域持续发力, 进入壁垒更高、空间更大的领域。同时, 公司此次配套募集资金中, 有4.1亿元用于补充流动资金, 再加上原有主业剥离后有可能带来一定收入, 给公司进一步外延打下了基础。
- **业绩预测与估值:** 2015年公司原有业务计提了12亿元的资产减值准备, 当年业绩可能大幅下滑。但增发成功后, 公司将成为A股核技术领域稀缺标的, 且对应市场广阔。考虑到公司的业绩承诺, 再加上募投项目放量带来的业绩增厚, 假设原主业2016年成功剥离, 我们保守预测公司2016-2017年EPS分别为0.29元和0.39元, 对应PE为64倍和49倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 改性材料公司业绩不达预期, 原主业剥离进度不及预期, 新领域进入缓慢的风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2029.65	1990.00	2969.03	3750.53
增长率	1.60%	-1.95%	49.20%	26.32%
归属母公司净利润(百万元)	75.02	-1083.89	311.39	412.03
增长率	-30.76%	-1544.76%	—	32.32%
每股收益EPS(元)	0.24	-3.51	0.29	0.39
净资产收益率ROE	4.52%	-86.78%	6.67%	8.25%
PE	78	—	64	49
PB	2.56	4.68	11.35	10.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

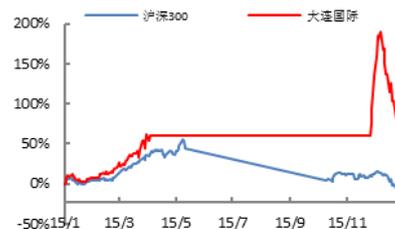
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 刘瑜

电话: 010-57631198

邮箱: liuyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

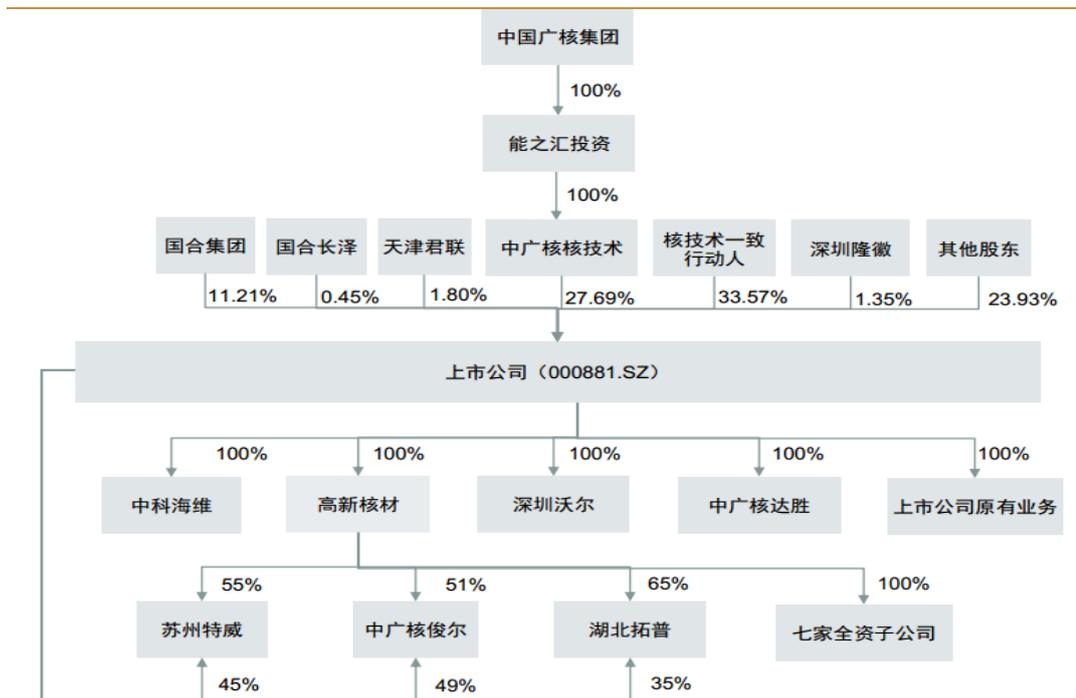
总股本(亿股)	3.09
流通A股(亿股)	3.08
52周内股价区间(元)	8.05-24.88
总市值(亿元)	53.13
总资产(亿元)	52.61
每股净资产(元)	2.66

相关研究

1 本次发行预案梳理

此次公司拟以发行股份方式购买中广核核技术公司相关资产，发行价格为 8.77 元/股，发行共计 4.8 亿股，标的资产预估价值 42.5 亿元。同时，公司也针对改性电缆料和改性工业塑料等领域的多个项目进行了配套融资，发行价格 10.26 元/股，共筹集资金不超过 28 亿元，其中 4.1 亿元用于补充流动资金。本次增发完成后，中广核核技术将成为上市公司的控股股东，中广核集团将成为上市公司的实际控制人。目前公司市值 58 亿元左右，待增发完成后市值将达到 190 亿元左右。

图 1：本次交易完成后公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

在此次购买的资产中，有四家为改性高分子材料公司（产品包括以电线电缆为主要下游的改性交联高分子材料、以汽车电子为主要下游的改性工业塑料），有一家为加速器制造企业，有一家为辐照服务提供企业，还有一家企业业务既涵盖加速器制造又包括辐照服务。中广核核技术公司作为国内核技术领域规模最大、产业链最全的企业，自成立以来，实施了多次资产收购，收购的几个子公司借助央企大平台的丰富资源和强大资本实力、人才优势，从充分竞争的行业中脱颖而出，结合自身民企灵活经营优势，近年来业绩增长迅猛，整合协同效益显著。

表 1: 收购标的情况梳理

子领域	名称	主营业务	产能	2014年 营业收入 (百万元)	2014年 净利润 (百万元)	2016年 承诺业绩 测算的毛利率	2016-2018 承诺收入 年复合增速(%)
改性高分子材料生产公司	高新核材	现主要产品包括线缆用改性高分子材料、工程塑料、环保再生材料、特种弹性体材料,产品应用领域覆盖核电等新能源、轨道交通、航空航天、汽车、建筑、光通讯、电子产品、海工装备、3D打印。在辐照交联线缆材料与核电用高分子材料方面,高新核材有突出优势。定位于“做一流的环保新材料专家”	高新核材年总产能达到 22 万吨	632.4	53.9	19.9%	24.0%
	中广核俊尔	主要产品包括改性尼龙类产品,改性聚碳酸酯类产品、改性聚烯烃类产品、特种工程塑料等产品系列,广泛应用于电子电器行业和汽车行业等多个领域。 正在大开发辐照改性材料、核电设施用耐腐蚀非金属材料、核废料容器用碳纤维复合材料、耐辐照医用高分子材料、核辐射屏蔽高分子材料等产品。		782.5	59.7	19.8%	26.7%
	苏州特威	原为高新核材控股子公司				32.3%	38.5%
	湖北拓普	原为高新核材控股子公司				12.1%	24.2%
电子加速器生产企业	中科海维	高、中、低能高频高压型电子加速器以及高能电子直线加速器的生产、销售。面向医疗卫生、食品、电子等多个行业领域提供辐照保鲜、消毒、灭菌及材料改性服务。	按照平均项目周期 4.5 个月来算,年生产加速器可以达到 50 台以上。 达胜拥有自主研发的可供辐照加工的电子加速器 18 台,及世界上最先进的电子加速器,年加工能力 20 万 m ³ 医疗卫生产品或 10 万吨食品。	51.5	22	45.7%	19.5%
电子加速器生产及辐照加工企业	中广核达胜	国内电子加速器应用开发能力最强的研发平台、国内中低能型号最全的电子加速器供应商、产能规模最大的电子加速器辐照加工服务商、国内领先的光伏线缆等辐照交联材料生产商。 2015 年设立了环保、辐照固化和轮胎事业部。	拥有 2 台能量 1.5Mev,束流 60mA 电子加速器;管类加工能力为 400 万米/天/台, pvc 线缆类加工能力为 80 万米/天/台。	167.5	12.3	39.7%	15.3%
辐照加工企业	深圳沃尔	电子加速器从事材料改性加工业务和利用钴源辐射从事消毒灭菌、食品保鲜加工业务。		91.7	1.9	12.80%	2%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 短期改性材料是支撑，中长期看好进入高附加值行业

核技术及应用作为非动力核应用，与核电相比，具有更广阔的适用范围和市场空间。以美国为例，早在 2009 年其同位素与辐射技术的产值就达到了 6000 亿美元，占其国民经济总产值（GNP）的比例为 4%~5%。与之相比，我国的核技术行业尚处于起步阶段，目前除了中核同辐公司在同位素及应用方面的优势和中广核核技术公司在加速器及应用方面的优势，尚没有规模特别大的民营企业。

从目前来看，改性材料仍然是中广核核技术公司的业绩支撑，且我们认为未来 2-3 年内还有较快增长，主要原因如下：

- （1）作为核技术应用目前最为成熟的领域之一，国内改性材料行业企业较分散且规模普遍不大且竞争日益积累，中广核核技术从 2011 年开始连续多次收购细分领域领先企业，发挥协同效应，将持续受益于未来必然的行业整合；
- （2）中广核核技术的改性材料主要为电缆料及改性塑料，合计静态市场空间在千亿元以上，即使市占率做到 10%，也有 100 亿的体量，市场空间巨大；
- （3）目前国内电缆料和工业塑料供应商可以分为三个层次，第一层次为国际龙头如陶氏化学等，垄断高端产品；第二层次是以中广核核技术为代表的国内领先企业；第三层次是低端的小型企业。在中端市场的厮杀上，中广核核技术有望凭借央企的雄厚资金、渠道背景及规模化效应快速增长；同时，也可以凭借国内绝对的技术优势在高端产品市场上有所突破。公司募投项目放量后有望迅速转化成利润。

从中长期发展来看，中广核核技术有望在壁垒更高、附加值更高的环保和核医学领域持续突破。

- （1）环保：中广核达胜长期与清华大学合作，研究开发电子束辐射处理有毒有害污染物的工艺技术和装备。其中，工业废水（如造纸、印染、含氟废水等）和微污染水源饮用水处理装备已具备产业化应用条件，技术水平处于国内领先地位。目前，公司的污水处理示范项目正在实施，今年有望顺利落地，同时公司也与中广核集团环保公司签订了战略合作协议，未来有望迎来较大发展。
- （2）核医学：核技术公司作为国内核技术（特别是加速器相关）产业化的最强大舞台，与包括清华大学、原子能院等多家顶尖科研机构均有密切合作，在核医学领域有深厚积累。日前，公司研发生产的 SSRC 加速管已经顺利应用于“巴西光源”项目，也与深圳签署了质子重离子治疗中心战略合作项目，作为国内技术最先进、人才资源最优的企业平台，未来在高端核医学领域有基础实现突破。

同时，此次增发配套融资 28 亿元中，有 4.1 亿元用于补充流动资金，且大连国际原有主业剥离后也有望带来收入，为中广核核技术进一步的资本运作提供了可能性。

3 盈利预测与估值

由于大连国际原有主业 2015 年计提了 12 亿元左右的资产减值准备, 公司 2015 年业绩将出现较大幅度下滑。2016 年, 我们假设大连国际原有主业成功剥离, 同时考虑到中广核核技术公司的业绩承诺, 我们估计 2016-2017 年公司改性材料业务增速在 25% 以上, 加速器生产业务和辐照加工业务维持在 20% 以上的增速。

表 2: 盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	2030	1990	2969	3751
增速		-2%	49%	26%
毛利率	20%	9%	21%	21%
大连国际主业				
收入	2030	1990		
增速		-2%		
毛利率	20%	9%		
改性高分子材料		(备考)		
收入	1415	1955	2536	3246
增速		38%	30%	28%
毛利率	19%	19%	20%	20%
电子加速器生产		(备考)		
收入	120	150	180	216
增速		26%	20%	20%
毛利率	46%	46%	48%	50%
辐照加工服务		(备考)		
收入	192	200	253	288
增速		4%	27%	14%
毛利率	13%	13%	13%	13%

数据来源: 西南证券整理

假设原主业 2016 年成功剥离, 我们保守预测公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.39 元, 对应 PE 为 64 倍和 49 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2029.65	1990.00	2969.03	3750.53	净利润	103.06	-1083.89	311.39	412.03
营业成本	1625.03	1810.90	2342.48	2965.48	折旧与摊销	146.87	365.22	365.22	365.22
营业税金及附加	55.53	11.14	16.63	21.00	财务费用	36.70	75.93	56.84	16.76
销售费用	22.21	57.71	74.23	105.01	资产减值损失	15.47	1233.00	0.00	0.00
管理费用	224.71	103.48	142.51	187.53	经营营运资本变动	-1048.42	-116.08	-446.04	-517.04
财务费用	36.70	75.93	56.84	16.76	其他	269.23	-1232.37	-0.03	-0.09
资产减值损失	15.47	1233.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-477.09	-758.18	287.38	276.89
投资收益	4.65	0.00	0.00	0.00	资本支出	119.55	-20.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-40.97	0.30	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	78.59	-19.70	-100.00	-100.00
营业利润	54.65	-1302.16	336.34	454.74	短期借款	515.36	812.37	-1833.98	0.00
其他非经营损益	65.53	27.00	30.00	30.00	长期借款	-535.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	120.18	-1275.16	366.34	484.74	股权融资	0.01	0.00	2800.00	0.00
所得税	17.12	-191.27	54.95	72.71	支付股利	-30.89	-21.39	309.02	-88.78
净利润	103.06	-1083.89	311.39	412.03	其他	-179.33	-580.07	-56.84	-16.76
少数股东损益	28.04	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-230.17	210.91	1218.20	-105.54
归属母公司股东净利润	75.02	-1083.89	311.39	412.03	现金流量净额	-632.69	-566.97	1405.58	71.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	765.97	199.00	1604.58	1675.93	成长能力				
应收和预付款项	397.83	366.06	526.75	674.94	销售收入增长率	1.60%	-1.95%	49.20%	26.32%
存货	1848.59	2059.40	2664.15	3372.95	营业利润增长率	-48.90%	-2482.70	-	35.20%
其他流动资产	27.16	26.33	39.28	49.62	净利润增长率	-9.90%	-1151.68%	-	32.32%
长期股权投资	21.24	21.24	21.24	21.24	EBITDA 增长率	-0.54%	-461.44%	-	10.33%
投资性房地产	21.75	21.75	21.75	21.75	获利能力				
固定资产和在建工程	2918.52	2573.48	2308.43	2043.39	毛利率	19.94%	9.00%	21.10%	20.93%
无形资产和开发支出	0.38	0.20	0.01	-0.17	三费率	13.97%	11.92%	9.21%	8.25%
其他非流动资产	35.30	35.30	35.30	35.30	净利率	5.08%	-54.47%	10.49%	10.99%
资产总计	6036.75	5302.76	7221.52	7894.96	ROE	4.52%	-86.78%	6.67%	8.25%
短期借款	1021.61	1833.98	0.00	0.00	ROA	1.71%	-20.44%	4.31%	5.22%
应付和预收款项	645.66	676.20	915.51	1156.69	ROIC	2.05%	-24.97%	7.96%	8.90%
长期借款	1052.14	1052.14	1052.14	1052.14	EBITDA/销售收入	11.74%	-43.27%	25.54%	22.31%
其他负债	1037.40	491.42	584.43	693.44	营运能力				
负债合计	3756.81	4053.73	2552.08	2902.27	总资产周转率	0.33	0.35	0.47	0.50
股本	308.92	308.92	1061.16	1061.16	固定资产周转率	0.69	0.74	1.27	1.90
资本公积	253.73	253.73	2301.50	2301.50	应收账款周转率	10.37	8.97	12.07	10.90
留存收益	1150.58	45.30	665.71	988.96	存货周转率	1.04	0.93	0.99	0.98
归属母公司股东权益	1638.86	607.95	4028.36	4351.61	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	91.46%	-	-	-
少数股东权益	641.08	641.08	641.08	641.08	资本结构				
股东权益合计	2279.94	1249.03	4669.44	4992.69	资产负债率	62.23%	76.45%	35.34%	36.76%
负债和股东权益合计	6036.75	5302.76	7221.52	7894.96	带息债务/总负债	55.20%	71.20%	41.23%	36.25%
					流动比率	1.20	0.94	3.65	3.45
					速动比率	0.47	0.21	1.64	1.43
					股利支付率	41.18%	-1.97%	-99.24%	21.55%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	238.22	-861.01	758.41	836.73	每股收益	0.24	-3.51	0.29	0.39
PE	77.91	—	64.47	48.73	每股净资产	7.38	4.04	1.67	1.78
PB	2.56	4.68	11.35	10.62	每股经营现金	-1.54	0.00	0.00	0.00
PS	2.88	2.94	28.93	22.90	每股股利	0.10	0.07	-0.15	0.04
EV/EBITDA	32.03	-9.79	25.61	23.13					
股息率	0.53%	0.37%	—	1.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn