

## 定增事宜稳步推进, 距过会又进一步

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 对证监会6月18日就此次定增事项下发的二次反馈进行了回复。
- **点评:** 此次定增事项二次反馈回复主要是针对中广核集团旗下其他可能存在同业竞争问题的资产未来的注入计划、大连国际自身各个业务未来的置出规划以及大连国际2015年计提巨额资产减值损失的依据及合理性进行了回复, 公司进一步说明未来12个月内除东莞新富外不会有中广核集团旗下资产的注入以及上市公司体内资产的置出, 同时进一步明确了大连国际作为中广核旗下从事辐照加工、加速器及辐射改性新材料生产、加工业务的唯一平台性质。我们认为, 二次反馈意见基本属于常规问题, 公司定增过会事宜正在积极稳妥推行, 而过会进展略低于我们之前的预期(6月底)主要是因为审批进度影响, 从目前情况来看, 公司有望在近期过会。
- 公司的业务规划主要体现在5个子领域, 包括高新材料、加速器、辐照加工服务、核仪器仪表和核医学。其中高新材料为成熟、市场空间较大的领域(千亿级, 十分分散), 加速器为核技术公司的垄断领域(工业加速器市占率80%), 核医学为公司未来重点布局的领域之一(医用加速器国产化领军者), 各有看点。目前, 公司几大板块业务均正常推进, 我们判断实现或略超2016年3亿净利润的业绩承诺问题不大。核技术公司此次定增充分结合了央企和民企的优势和利益, 可谓混改典范, 上市后将成为中广核集团唯一A股平台, 有望成为中广核集团支柱产业之一。
- **盈利预测与投资建议:** 核技术公司2015年实现净利润约2.5亿元, 2016-2018年承诺净利润为3亿元、3.8亿元和4.7亿元, 假设重组顺利完成(总股本10.5亿股), 再考虑到配套融资募投项目带来的产值扩张, 我们保守预计并表后2016-2018年公司净利润为3亿元、5亿元和6.3亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原有主业拖累业绩的风险、定增不能顺利进行的风险、定增募投项目进展低于预期的风险、业绩不达承诺的风险、新产品推进缓慢的风险等。

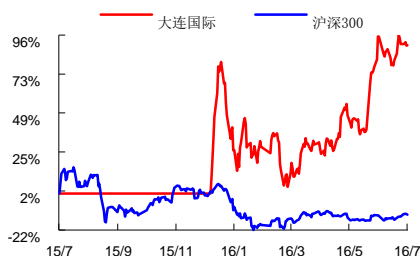
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2100.11	5603.50	7313.46	8633.01
增长率	3.47%	166.82%	30.52%	18.04%
归属母公司净利润(百万元)	-818.59	313.75	508.16	630.55
增长率	-	-	61.97%	24.08%
每股收益EPS(元)	-0.77	0.30	0.48	0.59
净资产收益率ROE	-134.06%	7.41%	10.79%	11.91%
PE	-28	73	45	36
PB	23.97	5.41	4.86	4.33

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn  
联系人: 刘瑜  
电话: 010-57638602  
邮箱: liuyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 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)	13.15-23.68
总市值(亿元)	66.66
总资产(亿元)	49.94
每股净资产(元)	2.68

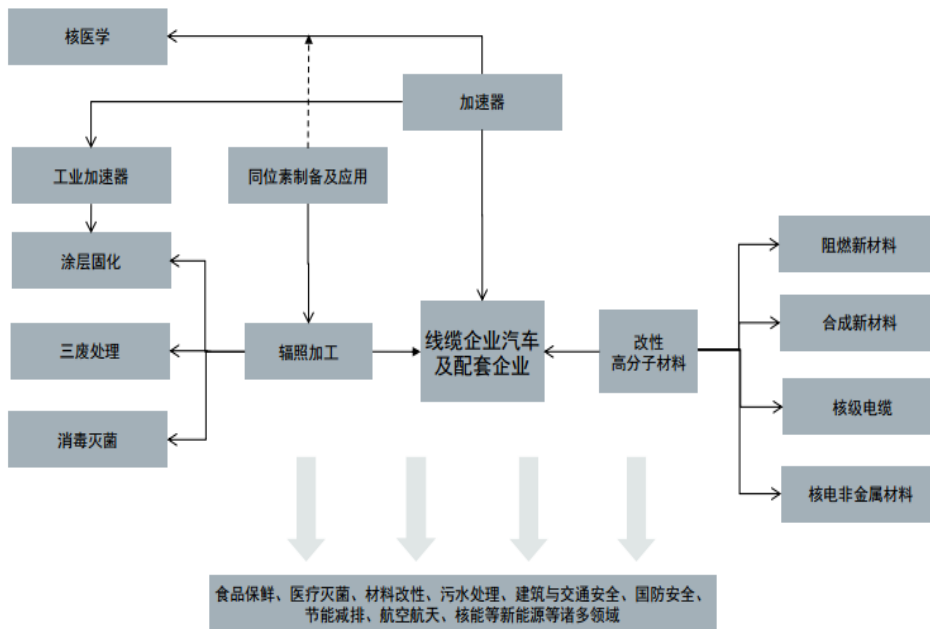
### 相关研究

1. 大连国际(000881): 变身核技术行业龙头, 开启靓丽新篇章 (2016-05-27)
2. 大连国际(000881): 巨头风范, 做核技术行业引领者 (2016-03-20)
3. 大连国际(000881): 依托央企资源, 打造核技术应用稀缺大平台 (2016-01-18)

## 公司业务循序铺开，核技术版图渐全

核技术公司各项业务相辅相成，互利共生。

图 1：标的公司重点布局业务之间的关系



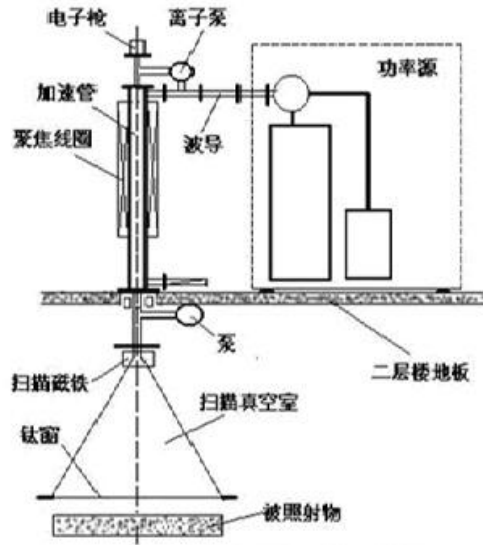
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司此次定增注入的资产主要集中在工业加速器、改性材料以及辐照加工应用三个领域：

### ➤ 工业加速器业务

如果按照目前国内工业加速器年需求量 60 台，每台价值量 500 万计算，则国内工业加速器的年均市场空间约为 3 亿元，虽然空间不大，但我们认为，该板块业务仍为核技术公司的立身之本，主要原因有：(1) 静态来看，我国工业加速器在高能和低能领域尚存短板，还有一定的进口替代空间，而公司已经在这方面（比如能量小于 1MeV 的加速器）有了布局，短期内有望实现突破；(2) 动态来看，放射源和加速器作为核技术行业放射性产生的两大方式，其需求是与行业发展密切相关的，而目前我国加速器的应用领域还主要集中在高分子材料改性，未来随着行业进步开辟出更多应用领域，将带来更多需求；(3) 中广核达胜和中科海维多年来通过产学研结合、引进国外技术等手段在国内工业加速器领域占据了绝对优势，较高的壁垒保障了公司短期内很难被其他竞争对手超越，使之成为公司的核心竞争力之一（毛利率能够稳定在 50% 左右）。而核技术公司的发展思路也是以加速器为切入点，进入到需要用到这个设备的下游核技术应用领域，再在下游领域中找到一块附加值较高或空间较大的环节展开其他业务。

图 2: 辐照电子加速器基本原理示意图

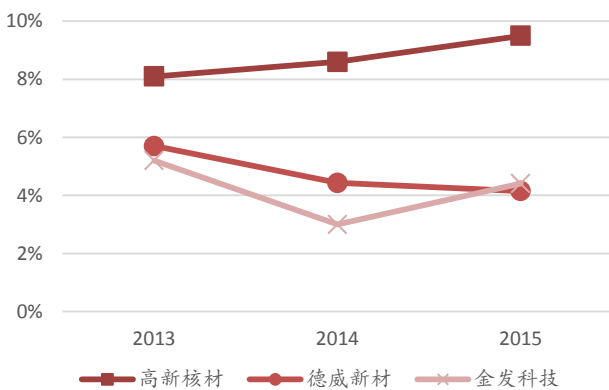


数据来源: 相关网站, 西南证券整理

➤ 改性材料业务

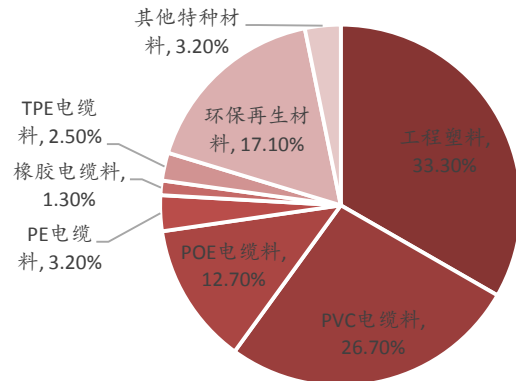
核技术公司改性材料的主要依托平台为高新核材集团 (含中广核俊尔)。通过内生增长和产业整合, 近年来高新核材实现了飞速发展, 2015 年前三季度, 高新核材共实现营业收入 10.4 亿元, 较 2013 年全年增长 160%; 实现净利润 1.0 亿元, 较 2013 年全年增长 203%。2014 年, 高新核材集团线缆料、工程塑料和环保再生材料占比分别为 40%、33% (其中 1/3 为家电、2/3 为汽车) 和 17%。

图 3: 各个改性材料公司净利率比较



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 高新核材各类产品收入占比情况



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

➤ 辐照加工服务

2014 年, 核技术公司开始积极开拓加速器辐照应用的新领域, 包括辐照污水处理 (清华大学技术产业化)、辐照涂层固化、自屏蔽加速器 PET 瓶灭菌以及轮胎预硫化等, 前 3 项有望在今年看到实际落地项目, 主要的依托平台为中广核达胜。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2100.11	5603.50	7313.46	8633.01	净利润	-1280.95	313.75	508.16	630.55
营业成本	1856.74	4635.63	5976.00	7039.14	折旧与摊销	124.82	250.55	257.01	263.08
营业税金及附加	58.67	31.38	40.22	48.34	财务费用	69.38	16.81	0.00	0.00
销售费用	29.96	128.88	160.90	189.93	资产减值损失	1249.90	2.00	2.00	2.00
管理费用	213.59	414.66	533.88	612.94	经营营运资本变动	72.73	377.23	-406.29	-171.15
财务费用	69.38	16.81	0.00	0.00	其他	104.24	120.99	37.56	24.41
资产减值损失	1249.90	2.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>340.11</b>	<b>1081.33</b>	<b>398.44</b>	<b>748.90</b>
投资收益	0.73	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	1030.69	-100.00	-100.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1006.37	10.22	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>24.33</b>	<b>-89.78</b>	<b>-105.50</b>	<b>-20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-1377.39</b>	<b>363.51</b>	<b>594.96</b>	<b>740.65</b>	短期借款	51.62	-1073.23	0.00	0.00
其他非经营损益	77.74	10.00	10.00	10.00	长期借款	-286.50	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-1299.65</b>	<b>373.51</b>	<b>604.96</b>	<b>750.65</b>	股权融资	-0.03	2800.00	0.00	0.00
所得税	-18.70	59.76	96.79	120.10	支付股利	0.00	98.77	-33.84	-47.84
净利润	-1280.95	313.75	508.16	630.55	其他	-364.18	-532.74	0.00	0.00
少数股东损益	-462.36	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-599.10</b>	<b>1292.79</b>	<b>-33.84</b>	<b>-47.84</b>
归属母公司股东净利润	-818.59	313.75	508.16	630.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-229.38</b>	<b>2284.34</b>	<b>259.11</b>	<b>681.06</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	537.96	2822.30	3081.40	3762.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	964.01	3090.23	4009.34	4725.71	销售收入增长率	3.47%	166.82%	30.52%	18.04%
存货	1468.13	695.06	896.26	1055.71	营业利润增长率	-	-	63.67%	24.49%
其他流动资产	2.87	29.82	29.28	38.36	净利润增长率	-	-	61.97%	24.08%
长期股权投资	21.24	21.24	21.24	21.24	EBITDA 增长率	-596.68%	-46.68%	35.05%	17.81%
投资性房地产	20.86	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1891.02	1740.60	1583.72	1340.76	毛利率	11.59%	17.27%	18.29%	18.46%
无形资产和开发支出	0.21	0.09	-0.04	-0.17	三费率	14.90%	10.00%	9.50%	9.30%
其他非流动资产	18.81	18.81	18.81	18.81	净利率	-60.99%	5.60%	6.95%	7.30%
<b>资产总计</b>	<b>4925.12</b>	<b>8418.15</b>	<b>9640.01</b>	<b>10962.88</b>	ROE	-134.06%	7.41%	10.79%	11.91%
短期借款	1073.23	0.00	0.00	0.00	ROA	-26.01%	3.73%	5.27%	5.75%
应付和预收款项	703.95	1866.25	2360.54	2802.73	ROIC	-34.02%	10.16%	15.66%	18.29%
长期借款	765.64	765.64	765.64	765.64	EBITDA/销售收入	-56.34%	11.26%	11.65%	11.63%
其他负债	1426.76	1550.26	1803.51	2101.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3969.58</b>	<b>4182.15</b>	<b>4929.68</b>	<b>5669.84</b>	总资产周转率	0.38	0.84	0.81	0.84
股本	308.92	1061.16	1061.16	1061.16	固定资产周转率	0.88	3.15	4.59	6.17
资本公积	253.70	2301.46	2301.46	2301.46	应收账款周转率	6.15	4.19	2.83	2.71
留存收益	331.98	744.50	1218.83	1801.53	存货周转率	1.12	4.29	7.51	7.21
归属母公司股东权益	826.65	4107.12	4581.45	5164.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.19%	—	—	—
少数股东权益	128.88	128.88	128.88	128.88	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>955.54</b>	<b>4236.00</b>	<b>4710.33</b>	<b>5293.04</b>	资产负债率	80.60%	49.68%	51.14%	51.72%
负债和股东权益合计	4925.12	8418.15	9640.01	10962.88	带息债务/总负债	53.85%	25.45%	21.59%	18.77%
					流动比率	1.05	2.19	2.12	2.12
					速动比率	0.53	1.96	1.88	1.89
					股利支付率	0.00%	-31.48%	6.66%	7.59%
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	-1183.20	630.87	851.97	1003.74	<b>每股指标</b>				
PE	-27.97	72.99	45.06	36.32	每股收益	-0.77	0.30	0.48	0.59
PB	23.97	5.41	4.86	4.33	每股净资产	0.90	3.99	4.44	4.99
PS	10.90	4.09	3.13	2.65	每股经营现金	0.32	1.02	0.38	0.71
EV/EBITDA	-7.41	33.48	24.49	20.11	每股股利	0.00	-0.09	0.03	0.05
股息率	0.00%	—	0.15%	0.21%					

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn