

证券研究报告—动态报告/公司快评

综合

大连国际（000881）
买入

综合 II

重大事件快评

（维持评级）

2016年05月27日

重大资产重组取得关键进展，取消超额业绩奖励利好股价提振

证券分析师： 梁铮 010-88005381 liangzheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515020001
联系人： 李君海 010-88005315 lijunh@guosen.com.cn
联系人： 徐培沛 0755-82130473 xupp@guosen.com.cn

事项：

5月26日晚，公司公告了关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[160618]号之反馈意见回复，将于反馈回复披露后2个工作日内向中国证监会行政许可受理部门报送反馈意见回复相关材料；上市公司与本次重组的交易对方签署《关于非公开发行股份购买资产所涉超额奖励事项的补充协议》，**取消了原超额业绩奖励，删除了原协议中关于业绩补偿的相关安排**：“业绩承诺期满，若六家目标公司累计实现的合并报表的净利润之和超出累计承诺净利润的，则上市公司将于业绩承诺期满的当年《专项审核报告》出具之日起两个月内以货币方式对中广核核技术进行奖励，奖励金额为超出部分的50%，但奖励总额不超过83,328.63万元；该奖励款项由上市公司以货币方式全部直接支付给中广核核技术。”

评论：

■ 一审反馈意见答复完成扫除过会最后障碍，

公司完成一审反馈意见答复，将于2个工作日内向证监会报送相关材料，在重大资产重组进程中迈出关键步伐。我们认为，公司此次重大资产重组顺应国家发展混合所有制改革趋势，不属于证监会收紧的跨界虚拟产业并购的范畴，获得证监会核准批文确定性大。

■ 取消超额业绩奖励利好公司股价提升

标的资产高管团队持有上市公司股份，取消超额业绩奖励后利润将全部留存上市公司，股价增长带来的超额收益将是激励原高管团队提升公司业绩的重要动力。公司原有业绩承诺为除深圳沃尔外，16年-18年实现归母净利润分别为3.01、3.81、4.73亿，共计11.55亿；原方案将对3年累计超额业绩的50%用现金奖励，总额不超过8.3亿元，对应16年-18年累计超出承诺业绩的参考值为16.6亿。我们认为，本次交易标的资产管理团队通过置换对应标的资产股份、参与配套募集资金份额两种方式获得了上市公司的股份，取消超额业绩奖励后，原有管理团队同样有充足的动力提升公司业绩，从而在股价增长中获得超额收益。对比业绩超越承诺的参考值，公司归母净利润增厚的概率大，将有效支撑股价增长。

■ 中广核集团A股首家上市公司，公司具备内生式和外延式高速增长惯性

看好公司业务的内生式快速增长。中广核核技术公司目前利润主要体现在高分子材料改性行业，以及围绕此行业的电子加速器制造和辐照加工服务，近年业绩复合增速大于50%。核技术应用产业还可在核医学、消毒灭菌、环境保护领域的

三废处理、轮胎预硫化、辐照固化等众多领域拓展。国外这些领域的核技术应用产业已经成熟，但国内尚处于初级阶段。今年公司电子加速器产品已经出口进入欧美发达国家、开拓南亚友邻市场，为核技术应用在新的领域取得突破奠定了基础。

中广核核技术公司资本运作经验丰富，将充分利用资本市场资源持续扩张。公司近年快速成长的一个重要手段是通过股权并购实现行业整合，将央企的资源优势与民企的市场化活力结合形成互补发展壮大。我们认为，在重大资产重组完成后，中广核核技术公司将充分利用上市公司平台，寻找广阔的核技术应用相关领域龙头企业的投资机会，并积极布局国际市场，推动我国核技术应用产业的进一步整合和升级。

■ **公司是我国非动力核技术应用领域龙头、标的稀缺，维持“买入”评级**

假设公司将聚集核技术应用主业、原有主业逐步剥离并忽略其经营影响、募集资金分两年进行固定资产投资支出进行测试，考虑公司取消超额业绩奖励效果从明年开始体现，预计 16/17/18 年备考 EPS 0.39/0.49/0.7，对应备考 PE 为 47.1/37.0/25.9X (2016 年 5 月 27 日)，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	538	2000	800	500
应收款项	876	311	478	670
存货净额	1468	640	927	1332
其他流动资产	91	378	529	741
流动资产合计	2973	3328	2734	3243
固定资产	1891	3945	4708	4601
无形资产及其他	0	100	200	300
投资性房地产	40	40	40	40
长期股权投资	21	31	41	51
资产总计	4925	12345	12601	13076
短期借款及交易性金融负债	1657	1312	1088	805
应付款项	546	462	669	962
其他流动负债	619	286	417	598
流动负债合计	2822	2061	2175	2365
长期借款及应付债券	1064	1064	1064	1064
其他长期负债	84	984	784	584
长期负债合计	1148	2048	1848	1648
负债合计	3970	4109	4023	4013
少数股东权益	129	129	129	129
股东权益	827	8108	8449	8934
负债和股东权益总计	4925	12345	12601	13076

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	-2.65	0.39	0.49	0.70
每股红利	0.37	0.12	0.15	0.21
每股净资产	2.68	7.68	8.00	8.46
ROIC	-1%	9%	8%	10%
ROE	-99%	5%	6%	8%
毛利率	12%	22%	20%	20%
EBIT Margin	-3%	14%	12%	12%
EBITDA Margin	3%	24%	21%	19%
收入增长	3%	80%	40%	40%
净利润增长率	-1191%	-150%	27%	43%
资产负债率	83%	34%	33%	32%
息率	2%	2%	3%	4%
P/E	-6.9	47.1	37.0	25.9
P/B	6.8	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	146.5	25.6	20.9	16.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2100	3780	5292	7409
营业成本	1857	2961	4234	5927
营业税金及附加	59	23	32	44
销售费用	30	95	148	207
管理费用	214	176	268	370
财务费用	69	86	70	77
投资收益	1	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(1250)	0	0	0
其他收入	0	10	40	60
营业利润	(1377)	452	583	845
营业外净收支	78	30	30	30
利润总额	(1300)	482	613	875
所得税费用	(19)	72	92	131
少数股东损益	(462)	0	0	0
归属于母公司净利润	(819)	410	521	744

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	(819)	410	521	744
资产减值准备	1234	190	130	36
折旧摊销	125	390	507	571
公允价值变动损失	1250	0	0	0
财务费用	69	86	70	77
营运资本变动	1234	(160)	(338)	(499)
其它	(1762)	(190)	(130)	(36)
经营活动现金流	1262	640	691	816
资本开支	919	(1500)	(1500)	(600)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	919	(1510)	(1510)	(610)
权益性融资	0	2800	0	0
负债净变化	(287)	0	0	0
支付股利、利息	(115)	(123)	(156)	(223)
其它融资现金流	(1605)	(345)	(224)	(283)
融资活动现金流	(2409)	2332	(381)	(506)
现金净变动	(228)	1462	(1200)	(300)
货币资金的期初余额	766	538	2000	800
货币资金的期末余额	538	2000	800	500
企业自由现金流	2219	(824)	(812)	203
权益自由现金流	327	(1241)	(1096)	(146)

相关研究报告:

《大连国际-000881-重大事件快评: 一季度保持盈利, 核技术应用旗舰蓄势待发》 —— 2016-04-29

《大连国际-000881-重大事件快评: 华丽转身, 打造中广核集团核技术应用旗舰平台》 —— 2016-04-21

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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。