

证券研究报告·上市公司简评

轻工制造

收购三洲核能

进军核电军工行业

事件

公司公告，拟以 9.09 元/股向三洲特管、中国核动力院和华夏人寿共计发行 1.76 亿股，购买其合计持有的四川三洲川化机核能设备制造有限公司 100% 股权，作价 16 亿元；同时，拟 11.97 元/股向三洲特管、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、信合精诚非公开发行股票，募集配套资金 8.14 亿元，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，剩余部分用于补充上市公司流动资金。

简评

宏观经济拖累业绩，群兴主业盈利能力下滑。群兴玩具主营电子电动玩具的研发设计、生产及销售，产品主要包含童车、电脑学习机、电动车、婴童玩具和玩具手机等五大系列。受经济周期下行、人民币升值、原材料和劳动力成本上涨等因素影响，2013-2015 年三季度，公司实现营业收入分别为 5.01、4.04、2.79 亿元，扣非归母净利润 2358.76 万、1467.09 万和 2064.27 万，公司盈利能力有所下滑。

收购三洲核能，有望形成双主业驱动。三洲核能是国内核电主管道的主要供应商，亦是我国军用主管道唯一合格供应商，我们认为，依托核行业的快速发展和三核的良好资质，收购三洲，打造公司第二主业，有望成为公司业绩新驱动力：

(1) 核电市场发展迅速：2015 年 1-9 月我国核电约占全国总发电量的 3.0%，根据核电“十三五”规划，2020 年核电发电量占比提升至 8%-10%，运核电装机容量将达 1.2-1.5 亿千瓦，据此测算，至 2020 年我国新建核电机组装机容量 40GW，以核电站单位投资 13000 元/KW 测算，则每年的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。

(2) 全产业链体系布局，三大核电巨头支持：三洲核能质地优良，主要产品包括核电主管道、军用主管道、民用管道设备及管配件，具有研发、设计、生产和销售的全产业链体系，目前研制的核电三代技术已取得重大进展，有助于后续长久发展。同时目前国内有核电运营资质的只有中广核集团、国家核电技术公司和中核集团三家，而参与此次三洲核能定增的战略合作者中广核资本、国核富盈和中国核动力研究分别为上述三大核电巨头的子公司，为三洲核能后续资质获取带来天然优势。

(3) 业绩承诺保障有力：三洲特管、华夏人寿承诺三洲核能 2016-2018 年度净利润分别不低于 12100 万元、19300 万元和 28200 万元，三洲核能未来业绩有保障。

投资建议：公司主业受宏观经济拖累盈利能力下滑，进军核电军工行业有望打造第二主业，我们预计公司 2015、2016 年净利润额分别为 1557 万、1.05 亿，对应 EPS 分别为 0.03、0.18（对应定增摊薄后 EPS 为 0.12），对应 PE 分别为 626、93（对应摊薄后 PE 为 132）倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

请参阅最后一页的重要声明

群兴玩具 (002575)

给予
增持
花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

发布日期：2015 年 12 月 29 日

当前股价：16.56 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0/-3.71	0/-15.24	207.04/194.18
12 月最高/最低价 (元)			20.8/8.81
总股本 (万股)			58872.00
流通 A 股 (万股)			57992.00
总市值 (亿元)			97.49
流通市值 (亿元)			96.03
近 3 月日均成交量 (万)			0.00
主要股东			
广东群兴投资有限公司			44.85%

股价表现

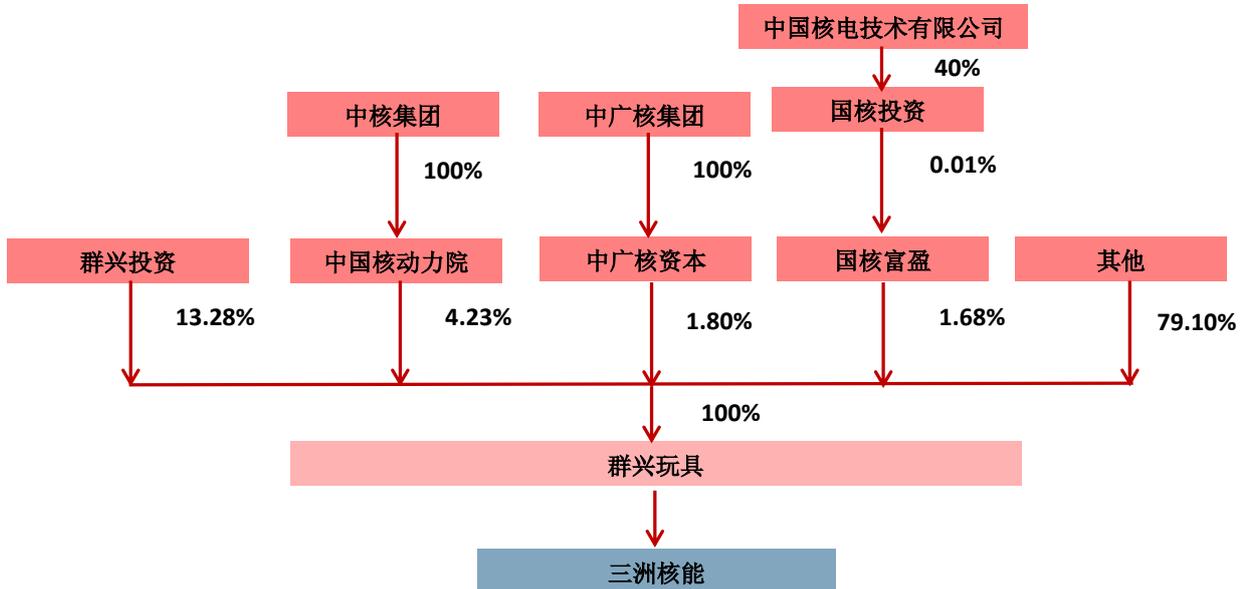


相关研究报告

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)



图 1：定增后三洲核能股权结构



资料来源：WIND 中信建投研究发展部

表 1：本次发行股份向交易对方支付的股份对价及数量

交易对象	出资比例	交易对价（万元）	发行股份数量（万股）
三洲特管	60%	96000	10561.06
中国核动力院	20%	32000	3520.35
华夏人寿	20%	32000	3520.35
合计	100%	160000	17601.76

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

表 2：本次配套资金认购对象、股份数及金额

认购对象	认购股份数（万股）	认购金额（万元）
三洲特管	500	5985
中广核资本	1500	17955
国核富盈	1400	16758
西藏广合	1400	16758
永图沃通	700	8379
中合国能	500	5985
北加凯隆	400	4788
信合精诚	400	4788
合计	6800	81396

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部



表 3：三洲核能最近两年及一期的利润表主要数据（单位：万元）

项目	2015 年 1-10 月	2014 年	2013 年
营业收入	26392.73	33700.10	22948.94
同比	-	46.85%	-
营业利润	4271.47	3292.56	1900.99
净利润	3663.97	2811.14	1706.40

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

表 4：2013-2015H1 群兴玩具公司主业拆分情况

	2013	2014	2015H1
婴童玩具			
营业收入（万元）	12153.43	12273.93	6243.19
同比（%）	-1.66	0.99	-24.30
占比（%）	24.27	30.37	36.44
毛利率	20.17	18.29	20.98
同比（pct）	-1.18	-1.89	0.37
电动车			
营业收入（万元）	17053.34	15392.77	6466.71
同比（%）	20.21	-9.74	-17.98
占比（%）	34.05	38.09	37.75
毛利率	22.01	21.24	21.73
同比（pct）	-1.01	-0.77	-1.43
玩具手机			
营业收入（万元）	1277.32	792.79	197.78
同比（%）	-13.71	-37.93	-43.82
占比（%）	2.55	1.96	1.15
毛利率	20.20	16.08	21.80
同比（%）	-1.45	-4.12	3.35
童车			
营业收入（万元）	15162.28	10675.05	3632
同比（%）	-8.20	-29.59	-26.77
占比（%）	30.27	26.41	21.10
毛利率	25.12	23.76	22.62
同比（pct）	-0.58	-1.36	-2.56
电脑学习机			
营业收入（万元）	3241.37	1164.52	482.3
同比（%）	-38.47	-64.07	-30.90
占比（%）	6.47	2.88	2.82
毛利率	21.28	20.77	20.94
同比（pct）	-0.99	-0.51	-1.87
其他			
营业收入（万元）	1197.06	117.24	109.1



	同比 (%)	79.81	-90.21	-13.06
	占比 (%)	2.39	0.29	0.64
毛利率		19.29	16.00	20.87
	同比 (pct)	-1.70	-3.29	1.15

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 5: 群兴玩具主要财务指标预测 (百万元)

会计年度	2014	2015E	2016E	会计年度	2014	2015E	2016E
流动资产	327	327	1002	营业收入	404	327	1212
现金	90	25	47	营业成本	320	259	891
应收账款	131	221	676	营业税金及附加	3	3	10
其他应收款	6	5	18	营业费用	15	11	41
预付账款	16	7	30	管理费用	52	42	153
存货	82	66	228	财务费用	1	-3	-1
其他流动资产	2	4	3	资产减值损失	1	4	3
非流动资产	660	759	907	公允价值变动收益	-1	1	0
长期投资	128	86	100	投资净收益	5	5	6
固定资产	420	513	610	营业利润	17	17	122
无形资产	103	102	100	营业外收入	1	3	2
其他非流动资产	9	59	97	营业外支出	0	1	1
资产总计	987	1086	1909	利润总额	18	19	123
流动负债	82	192	931	所得税	3	3	19
短期借款	44	158	831	净利润	15	16	105
应付账款	29	26	87	少数股东损益	0	0	0
其他流动负债	9	8	13	归属母公司净利润	15	16	105
非流动负债	2	1	2	EBITDA	40	48	163
长期借款	0	0	0	EPS (元)	0.06	0.03	0.18
其他非流动负债	2	1	2				
负债合计	84	194	933	主要财务比率			
少数股东权益	0	0	0	会计年度	2014	2015E	2016E
股本	268	589	589	成长能力			
资本公积	475	154	154	营业收入	-19.3%	-19.1%	270.6%
留存收益	161	150	233	营业利润	-37.5%	-2.9%	636.0%
归属母公司股东权	903	893	976	归属于母公司净利润	-39.3%	4.8%	573.3%
负债和股东权益	987	1086	1909	获利能力			
				毛利率(%)	20.9%	20.8%	26.5%
现金流量表				净利率(%)	3.7%	4.8%	8.7%
会计年度	2014	2015E	2016E	ROE(%)	1.6%	1.7%	10.7%
经营活动现金流	-6	-27	-447	ROIC(%)	2.1%	1.2%	6.2%
净利润	15	16	105	偿债能力			
折旧摊销	22	34	43	资产负债率(%)	8.5%	17.8%	48.9%
财务费用	1	-3	-1	净负债比率(%)	52.25%	81.60%	89.09%
投资损失	-5	-5	-6	流动比率	3.98	1.70	1.08
营运资金变动	-40	-70	-597	速动比率	2.98	1.36	0.83
其他经营现金流	2	2	10	营运能力			
投资活动现金流	-175	-128	-184	总资产周转率	0.42	0.32	0.81



上市公司动态报告

资本支出	49	175	175	应收账款周转率	4	2	3
长期投资	-124	-43	14	应付账款周转率	12.46	9.36	15.82
其他投资现金流	-250	4	5	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	28	90	653	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.03	0.18
短期借款	44	114	673	每股经营现金流(最新摊)	-0.01	-0.05	-0.76
长期借款	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.53	1.52	1.66
普通股增加	0	321	0	估值比率			
资本公积增加	0	-321	0	P/E	655.81	626.00	92.97
其他筹资现金流	-16	-24	-20	P/B	10.79	10.92	9.99
现金净增加额	-153	-65	22	EV/EBITDA	240	200	59

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2009-2010 年中国纺织工业协会行业研究，2011 年鲁证期货商品研究，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名。

研究助理：张溢：清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队，所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

郑敏 021-68821600 zhengmin@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622