

投资评级：推荐

分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

联系人:

竺艺 0755-83753659

Email:yzyhu@cgws.com

从业证书编号:S1070115060007

张正威 0755-83669524

Email:zhangzhengwei@cgws.com

从业证书编号:S1070115100009

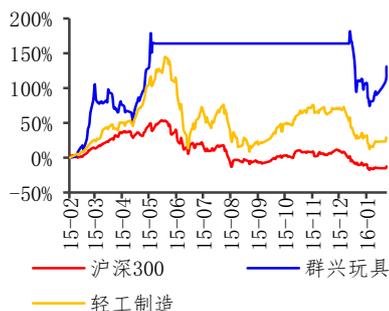
市场数据

目前股价	14.48
总市值(亿元)	85.25
流通市值(亿元)	83.97
总股本(万股)	58,872
流通股本(万股)	57,992
12个月最高/最低	18.87/6.20

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	326.6	1182.8	1808.5
(+/-%)	-19.2%	262.2%	52.9%
净利润	18.8	83.4	141.9
(+/-%)	26.3%	344.2%	70.2%
摊薄 EPS	0.03	0.14	0.24
PE	454.02	102.21	60.06

股价表现



数据来源: 贝格数据

依托核动力院，军工核电共筑三洲核能

——群兴玩具(002575)公司动态点评

投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.03 元, 0.14 元和 0.24 元, 对应 PE 为 454 倍、102 倍和 60 倍。公司收购三洲核能开创双主业。当前收购已获国资委审批, 成功率提升。三洲核能所涉及的军工、核能行业正值高增长周期。核动力院的入股提高了技术、订单的保障。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

投资要点

- **群兴玩具收购三洲核能, 开创双主业:** 公司收购三洲核能, 在玩具主业之外开拓出新的主业。收购同时开启增发流程, 引入核动力院、中广核资本以及国核富盈, 获得了核电运营方的入股, 有利于未来产品的销售。
- **获国防科工委批准提升收购可行性:** 由于收购涉及核动力院, 需要先后经过国防科工委以及财政部的批准。当前已获国防科工委批准, 收购进程向前迈进了一大步。
- **军工核电行业正值高增长周期:** 军工行业近年舰艇新建且换新量大, 核电审批恢复且三代核电毛利显著增高。上述因素将支撑三洲核能未来利润的高增长。
- **核动力院提高技术、订单保障:** 公司获得核动力院技术转让, 具备了在军工、核电业界持续的供货能力。此外, 由于核动力院隶属于中核集团, 为公司争取相关订单赢得先机。基于内生因素和外部动力, 核动力院也具有支持公司发展的充分动力。
- **风险提示:** 三洲核能收购失败; 核电设备领域竞争加剧; 核电获批速度减慢。

1. 群兴玩具收购三洲核能

1.1 合作内容及形式

群兴玩具拟以 9.09 元每股、共计 16 亿元的价格 100% 收购三洲核能 100% 股权，其中中国核动力院占 20%。同时，拟以 11.97 元每股的价格向三洲特管、中广核资本、国核富盈等非公开增发股票。募资 8.14 亿元，用于第三代核能关键零部件生产技术改造建设项目。

表 1: 交易前后股权结构

股东名称	交易前持股比例 (%)	交易后持股比例 (%)
群兴投资	44.85	31.71
三洲特管		13.28
中国核动力院		4.23
华夏人寿		4.23
中广核资本		1.8
国核富盈		1.68
西藏广合		1.68
永图沃通		0.84
中合国能		0.6
北加凯隆		0.48
信合精诚		0.48
其他股东	55.15	38.99

资料来源：公司公告

1.2 可行性分析

■ 技术可行性已具备

三洲核能已为国内二代、二代加核电供货多年，产品遍及中核、中广核的等核电站，拥有国家核安全局颁发的“民用核承压设备制造许可证(成套主管道及预制、核 2 级热交换器、核 3 级压力容器、核级锻件)。公司先后承担了岭澳一期 2 号机组、岭澳核电站二期 3、4 号机组、巴基斯坦恰希玛核电站、红沿河核电站、宁德一期、阳江一期、福清一期、清华大学高温气冷堆、北京原子能研究院快中子堆、NP 堆及军品等制造任务，提供了大量的主管道、辅助管路系统、独立热交换器、空气热交换器及主换热器等主要单元设备。

在三代“华龙一号”方面，公司已花费大量人力物力在相关资质的获取上，预计相关资质将于近期获得。三代核电设备的毛利率预计将进一步推高。

军工方面，依托于核动力院，公司已经为军用舰艇等供货多年，具备相关资质，

无论是核电还是军工，资质以及过往供货经历决定了公司再次获得相关订单的可能性。

■ 获国防科工委审批通过提升收购可行性

由于涉及到核动力院，因此并购的审批需要先后经过国防科工委和财政部审批，当前国防科工委审批已通过，极大地推动了收购成功的可能性。

此外，本次定增方案吸引了中广核资本、国核富盈等加入定增，如定增完成将分别持有1.8%和1.68%群兴玩具的股份，强有力地表明了核电运营业界对于该项目的认可与支持，为该收购完成进一步增添了保障。

2. 承诺净利润分析

2.1 核电持续复苏，推升经济效益

日本福岛核事故发生后，中国进入了核电项目批准的休眠期。从下表可以看到，2007年至2010年中国国内累计开工了26个机组。从2011年3月开始，直至2012年11月，田湾3、4号机组才获得批准。此后，新机组的批复又进入了暂停阶段。

进入2015年，3月红沿河核电站5、6号机组获批，5月位于福建福鼎的“华龙一号”首堆获批，广西防城港3、4号机以及田湾M310机组也相继获批。此外，预计到“十三五”中后期，内陆核电将获得重启，届时将有大批核电项目开始建设。国内目前核电机组的建造周期在5-6年，从2011年至2016、2017年，核能发电行业在这五六年间所经历的一个休眠期几乎将所有已开工以及前期储备项目全部完成。因此，从整个行业可持续发展的角度来说，在保证安全的基础上，核能行业也应该重新回到发展的轨迹上来。

按此规划，预计国内核电行业极有将完成《能源发展战略行动（2014-2020年）》中装机容量达到5800万千瓦，在建容量达到3000万千瓦的目标，折合有35个核电机组将在2015年底至2020年之间开始建设，其中同时满足或满足三个条件的机型更易获批或开工，即使用二代加机型的电站、沿海核电站以及“华龙一号”机型。

表 2: 近年开工核电项目一览表

	2007-2010年开工	2012年开工	2013年开工	2015年开工	2016年预计开工	2017-2020年预计获批
	福建宁德 1-4 号机 辽宁红沿河 1-4 号机 浙江秦山扩建工程 2 号机 福建福清 1-3 号机 广西防城港 1、2 号机 海南昌江 1、2 号机 广东阳江 1-3 号机 山东海阳 1、2 号机 广东台山 1、2 号机 浙江三门 1、2 号机	江苏田湾 3 号机 福清 4 号 阳江 4 号	江苏田湾 4 号 阳江 5、6 号	辽宁红沿河 5、6 号 (2015 年 2 月) 福建福清 5、6 号 (2015 年 4 月) 广西防城港 3 号 (2015 年 12 月) 江苏田湾 5 号 (2015 年 12 月)	广西防城港 4 号 江苏田湾 6 号 辽宁徐大堡 1、2 号 海南昌江 3、4 号 广东陆丰 1、2 号 福建宁德 5、6 号	湖南桃花江 1、2 号机(内陆) 湖北咸宁 1、2 号机(内陆) 江西彭泽 1、2 号机(内陆) 福建三明 1、2 号机(内陆) 河南南阳 1、2 号机(内陆) 浙江三门 3、4 号机(三代) 山东海阳 3、4 号机(三代) 广东台山 3、4 号机(三代) 山东石岛湾 1、2 号机(三代) 广西防城港 5、6 号机 广东惠州 1、2 号机 福建漳州 1、2 号机
合计	26	3	3	8	10	24

资料来源：长城证券研究所

核电建设能否再次迈入高速增长，关键看内陆核电是否能够开启以及核电建设技术及设备是否能出口海外。前者的关键点在于 2017 年台山的 EPR 堆型以及三门的 AP1000 堆型是否能够如期发电，而海外出口是否能够顺利成行也在于 2017 年的 EPR 堆型是否能够顺利发电以及到 2020 年左右华龙一号是否能够顺利并网发电。

2.2 军工核能齐发力，共筑三洲核能利润增长

核电方面，三洲核能所供的货，二代加核电一套设备主管道视供货不同在 2000-6000 万之间，主管道+主管道配套设备价格在 3000 万-9000 万之间，如果可以进一步做压力容器所有设备的价格在 7500 万-1.5 亿元。

三代核电设备还有进一步提高的可能性。

海洋核动力平台以及陆上小堆的逐步推出更可以进一步提升核电领域的收入。

军工方面，未来几年，舰艇新建量很大，相关设备替换的订单也不少，同时 2017 到 2018 年也存在建设核动力航母的预期。公司在军工方面的订单有所保障。

考虑过去几年以及未来两年的核电投产量，三洲核能在 15-17 年主管道等方面可以获得 2-4 个反应堆的订单，其中 15 年以二代堆为主，16-17 年逐渐转化为三代堆，营收和净利将大幅增加；同时军工部分也将受益于海军的新增及替换需求，贡献较大营收净利。

综上，通过两方面的测算，可以认为 16-18 年三洲核能的净利基本可以达到分别不低于 1.21 亿元、1.93 亿元、2.82 亿元。

3. 背靠核动力院，技术、订单有保障

3.1 核动力院简介

核动力院坐落于四川省（一部分在成都，一部分在夹江山区），隶属于中核集团，被系统内部称为核一院。

核动力院成立于 1965 年，肩负着为军工（核潜艇堆芯、舰船相关）、民用核电两个领域服务的重任。已经形成包括核动力工程设计、核蒸汽供应系统设备集成供应、反应堆运行和应用研究、反应堆工程实验研究、核燃料和材料研究、同位素生产和核技术应用研究等完整的科研生产体系，是军民结合的国家战略高科技研究设计院。在军工方面，主要开展了核潜艇设计等相关工作。在民用核电领域开展了核电厂大修及日常维护、专用工具供货、核级设备鉴定、三废处理等各个方面的工作，并逐渐向产业化发展。

核动力院先后承担了秦山二期扩建、岭澳二期、红沿河、福清、方家山、宁德、阳江、昌江等核电工程的核岛主系统或核蒸汽供应系统的工程设计与技术服务，培育了具有自主知识产权的国产化核电站品牌 CP600/CP1000/CPR1000，并承担着新一代压水堆核电站 ACP100/ACP600/ACP1000 及 CF 系列燃料元件研究开发、超临界水冷堆技术预先研究等科研项目。

核动力院由 3 个所组成：1) 第一研究所，拥有完整的放射性带核综合试验验证科研体系，从事的主要学科及专业有反应堆运行、辐照技术、辐照后检验、放射化学、核设施退役及三废治理、辐射防护与环境监测、放射性计量检测与校准技术等；2) 第二研究所，主要从事反应堆热工水力研究，具有国家重点实验室；3) 第三研究所，即设计所，实力在三个研究所中最为雄厚，具备堆芯设计能力，尽管由于广核的研究院和设计院、国核的 728 院等的竞争，已经失去了明显的优势，但仍然具有非常强的实力和业界影响力。

图 1：核动力院组织结构图

科研能力	核技术服务	科研机构	下属企业
核动力研究设计	核级设备制品工艺评定	反应堆燃料及材料重点实验室	中国核动力研究设计院电热器厂
核动力运行与应用	设备监造	核反应堆系统设计技术重点实验室	中国核动力研究设计院第三研究所
核反应堆工程	环境影响评价	国家能源先进核燃料元件研发（实验）中心	中国核动力研究设计院设备制造厂
核燃料与材料	工程监理	国家能源压水反应堆技术研发（实验）中心	成都海光核电技术服务有限公司
核电工程	土建工程设计及改造	中核核反应堆热工水力技术重点实验室	
工程设计	材料研究与分析	中核集团核燃料元件工程技术研究中心	
工程实验	系统或设备工程试验验证	中核先进反应堆工程技术研究中心	
设备集成采购	管道系统减噪降噪技术	中国核动力研究设计院无损检验中心	
	力学分析	核级设备鉴定中心	
	在役核电站备品备件的国产化替代		
	核岛维修		
	反应堆工程技术培训		

资料来源：公司官网

3.2 扶植并入股小厂，分享核能产业链红利

核动力院通过扶植与自身相关的小厂，既可以通过自身技术转换获得核能上下游产业链的收益，又可以与资本市场合作与上市公司通过收购等方式换取上市公司股票，使得无形资产升值。

譬如，与浙富控股合作的华龙一号控制棒驱动机构为例，核动力院原本承担着设计的职责，而生产有上海电气或东方电气完成。而通过扶植华都公司制造反应堆控制棒驱动系统，核动力院还可以分享制造端的利润。

再比如，与群兴玩具的合作，核动力院将三洲核能的股份换成了群兴玩具这一上市公司的股份，相当于将原本没有流动性的资产置换成了极具流动性的资产。并且同时引入了来自中广核、国家电力投资以及中核的资本，为三洲的产品未来进入核电运营商打下了良好的基础。

可以认为，这条路径未来也会为更多的科研院所所模仿，进而释放出我国计划经济与体制内多年积蓄的科研实力，实现国家几十年投资的利益最大化。

3.3 科研院所改革势在必行

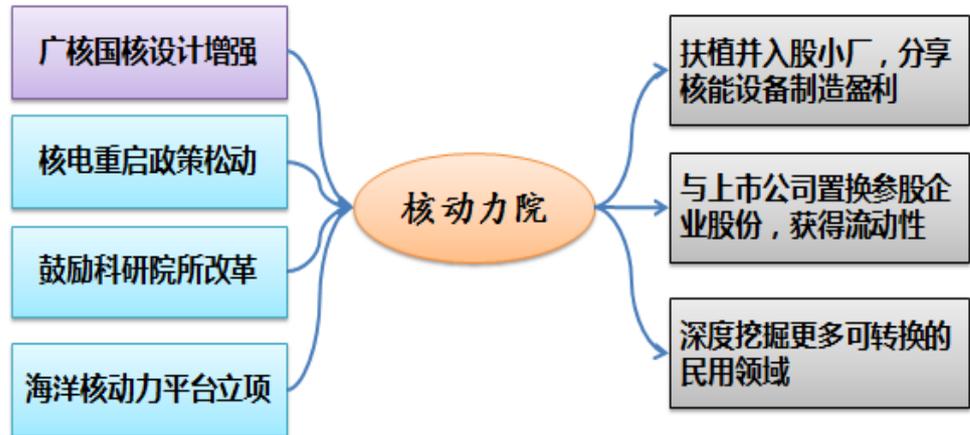
由于竞争对手的出现以及不止一个新机遇的出现，我们认为核动力院将在内生与外部的激励下积极与外部公司合作，将先进的成果进行转化，并通过上市公司逐渐渗透进入资本市场，在单纯依靠国家几十年的巨额投入后，走出一条依靠自身实力拓展民用市场、利用社会资源获得资金回报的道路。

图 2: 核动力院的危与机



资料来源：长城证券研究所整理

图 3: 核动力院发展动因与模式



资料来源: 长城证券研究所

4. 风险提示

■ 公司层面

群兴玩具不具备核能方面积累，百分之一百收购三洲核能，未来管理层治理方面存在一定的风险。

此外，三洲核能的承诺净利未来增长较快，16-18 年净利分别不低于 1.21 亿元、1.93 亿元、2.82 亿元，相关项目投产可能不达预期。

■ 行业层面

核电设备领域竞争加剧；核电出口进程受阻；国内核电审批减速。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	501	404	327	1183	1809	成长性					
营业成本	389	320	255	875	1338	营业收入增长	-0.8%	-19.3%	-19.2%	262.2%	52.9%
销售费用	22	15	10	39	60	营业成本增长	0.5%	-17.8%	-20.1%	242.7%	52.9%
管理费用	57	52	40	148	239	营业利润增长	-40.2%	-37.5%	27.2%	353.8%	70.6%
财务费用	1	1	-4	14	-9	利润总额增长	-43.8%	-37.3%	26.3%	344.2%	70.2%
投资净收益	0	5	0	0	0	净利润增长	-43.9%	-39.3%	26.3%	344.2%	70.2%
营业利润	27	17	22	98	168	盈利能力					
营业外收支	1	1	1	1	1	毛利率	22.4%	20.9%	21.8%	26.0%	26.0%
利润总额	28	18	22	99	168	销售净利率	4.9%	3.7%	5.7%	7.1%	7.8%
所得税	4	4	4	16	26	ROE	2.7%	1.6%	2.1%	9.1%	15.3%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	3.4%	2.5%	1.5%	16.0%	14.5%
净利润	24	15	19	83	142	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.5%	3.7%	3.2%	3.3%	3.3%
					(百万)	管理费用/营业收入	11.3%	12.8%	12.3%	12.5%	13.2%
流动资产	444	327	440	1125	779	财务费用/营业收入	0.2%	0.3%	-1.3%	1.1%	-0.5%
货币资金	242	90	326	12	18	投资收益/营业利润	0.2%	28.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	79	131	39	574	363	所得税/利润总额	13.5%	19.9%	15.7%	15.7%	15.7%
应收票据	12	16	6	71	47	应收账款周转率	6.36	3.10	8.47	2.06	4.99
存货	97	82	61	430	320	存货周转率	4.01	3.88	4.20	2.03	4.18
非流动资产	492	660	597	535	473	流动资产周转率	0.62	0.48	0.47	3.65	2.36
固定资产	381	420	369	318	267	总资产周转率	0.54	0.41	0.31	0.71	1.45
资产总计	936	987	1037	1660	1251	偿债能力					
流动负债	32	82	15	144	99	资产负债率	3.6%	8.5%	12.1%	56.9%	61.9%
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	13.97	3.98	9.38	7.79	7.85
应付款项	22	29	12	129	86	速动比率	10.75	2.95	5.16	4.79	4.59
非流动负债	2	2	110	800	800	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.04	0.03	0.03	0.14	0.24
负债合计	34	84	125	944	899	每股净资产	1.53	1.53	1.55	1.21	0.60
股东权益	902	903	905	913	928	每股经营现金流	-0.13	-0.26	0.40	-0.53	0.01
股本	268	268	268	589	589	每股经营现金/EPS	-3.19	-10.27	12.57	-3.77	0.04
留存收益	159	161	163	171	185	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	0	0	0	0	0	PE	348.36	573.44	454.02	102.21	60.06
负债和权益总计	936	987	1030	1858	1827	PEG	6.90	5.11	-23.65	0.39	1.14
现金流量表					(百万)	PB	9.45	9.44	9.42	9.33	9.19
经营活动现金流	72	-6	181	88	1300	EV/EBITDA	17.02	21.09	26.10	7.21	4.71
其中营运资本减少	-26	-167	180	555	-301	EV/SALES	86.35	94.62	45.85	8.77	8.36
投资活动现金流	-96	-175	110	-909	-799	EV/IC	7.26	9.49	10.88	7.21	4.71
其中资本支出	52	0	0	0	0	ROIC/WACC	5.47	4.45	6.10	9.33	9.19
融资活动现金流	-53	28	-55	508	-495	REP	0.03	0.02	0.02	0.16	0.15
净现金总变化	-78	-153	236	-314	6						

研究员介绍及承诺

黄淑妍: 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

竺 艺: 2010-2012 年就职于中广核研究院。新加坡国立大学应用经济学硕士, 西安交通大学核工程与核技术学士。2015 年加入长城证券, 任电力设备与新能源行业分析师。

张正威: 纺织服装行业研究员, 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>