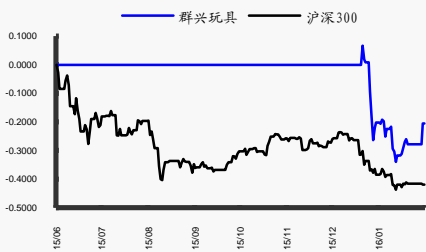


研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：傅鸿浩 S0350115080013
15802035600 fuhh@ghzq.com.cn

转型核电、军工，开启双重业绩提升空间

——群兴玩具（002575）点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
群兴玩具	-0.5	-20.5	109.6
沪深300	-5.5	-21.5	-16.3

市场数据

2016/2/16

当前价格（元）	14.48
52周价格区间（元）	8.81-20.8
总市值（百万）	8524.67
流通市值（百万）	8397.24
总股本（万股）	58872.00
流通股（万股）	57992.00
日均成交额（百万）	310.68
近一月换手（%）	37.16

相关报告

无

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事件：

1、2月14日，公司公告，拟收购的三洲核能已获得国家国防科技工业局关于三洲核能资产重组上市涉及军工事项审查意见的通知，国家国防科技工业主管部门原则同意三洲核能重组上市。

2、公司前期发布公告，公司拟向三洲特管、中国核动力院和华夏人寿发行股份购买其合计持有的三洲核能100%股权，三洲核能股权预估值为16亿元，发行价格为9.09元/股。同时向三洲特管、中广核资本等8名投资者非公开发行募集资金8.1亿元，发行价格11.97元/股。

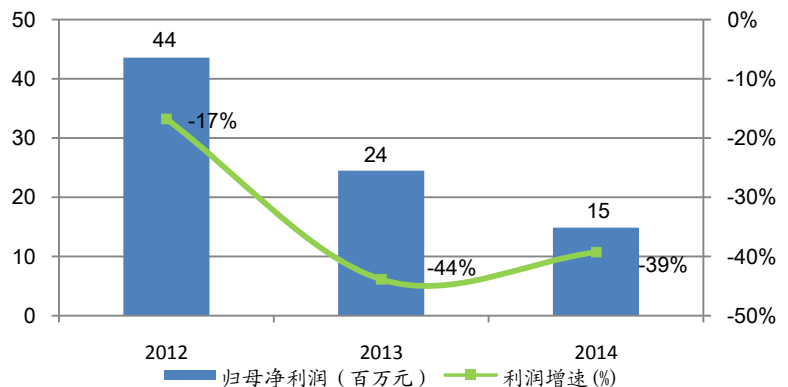
点评：

1、玩具制造商定增收购三洲核能。

1) 公司目前以玩具为主业，近年利润持续下降。

公司十多年来专注于电子电动玩具研发设计、生产和销售，是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一，产品主要品类有童车、电脑学习机、婴童玩具、电动车等。

图 1、公司归母净利润持续下降（亿元、%）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

近年受国内外经济放缓、原材料和劳动力价格升高影响，公司营业收入和利润出现双降，其中收入由 2012 年的 5.05 亿元下降至 2014 年的 4.04 亿元，归母净利润由 2012 年的 4400 万元下降至 2014 年的 1500 万元。

2) 增发收购三洲核能，公司维持控股股东不变。

发行股份购买三洲核能 100% 股权。公司拟向三洲核能股东三洲特管、中国核动力院和华夏人寿发行股份购买其合计持有的 100% 股权，三洲核能股权预估价值 16 亿元，增发价格 9.09 元/股。

定增募集配套资金。公司拟通过锁价方式向三洲特管、中广核资本等 8 名投资者定增募集配套资金 8.1 亿元，发行价格 11.97 元/股，募集资金主要用于三洲核能项目建设。

交易完成后现控股股东股权占比 32%，控股地位不变。本次交易前，群兴投资持有上市公司 44.85% 股份，为上市公司控股股东。林伟章持有群兴投资 40% 股份，黄仕群持有群兴投资 30% 股份，林伟章与黄仕群为上市公司实际控制人。本次交易完成后，群兴投资持有上市公司 31.71% 股份，仍为上市公司的控股股东，林伟章与黄仕群仍为上市公司实际控制人。

表 1、交易完成后公司控股股东不变

股东名称	交易前		交易后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
群兴投资	26,405.30	44.85	26,405.30	31.71
三洲特管	-	-	11,061.06	13.28
中国核动力院	-	-	3,520.35	4.23
华夏人寿	-	-	3,520.35	4.23
中广核资本	-	-	1,500.00	1.80
国核富盈	-	-	1,400.00	1.68
西藏广合	-	-	1,400.00	1.68
永图沃通	-	-	700.00	0.84
中合国能	-	-	500.00	0.60
北加凯隆	-	-	400.00	0.48
信合精诚	-	-	400.00	0.48
其他股东	32,466.70	55.15	32,466.70	38.99
合计	58,872.00	100.00	83,273.76	100.00

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、三洲核能为核电主管道主要供应商，单项军品优势显著，核电和军工业务迎来高速增长期

1) 三洲核能通过多年沉淀奠定核电主管道和单项军品显著优势地位。

三洲核能主要产品包括：核电主管道，核级压力容器，热交换器，核级铸锻件及核电用特殊材料；民品管道设备及管配件、铸锻件；军用产品。

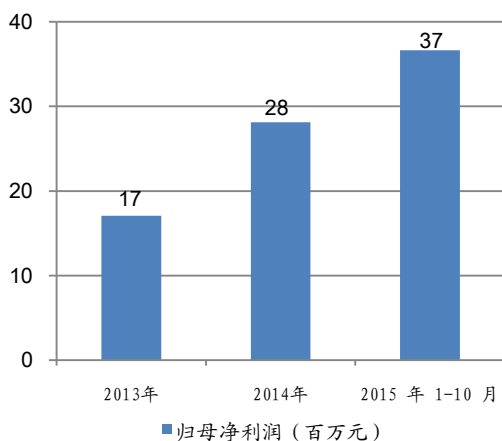
三洲核能现第二大股东中国核动力院，已形成核动力工程设计、核蒸汽供应系统设备集成供应、反应堆运行和应用研究等科研生产体系，先后自行设计、建造了中国第一座高通量工程试验堆等 7 座核设施，目前承担核电工程的核岛主系统或核蒸汽供应系统的工程设计与技术服务。**核动力院持续为三洲核能获取核电机组订单提供有力市场支持。**

三洲核能在二代核电主管道中市占率高。三洲核能拥有核一级设备制造资质，是国内第一家具有核电主管道制造业绩的企业，承接了国内近 60%的二代及二代半主管道订单，并成功交付 15 套机组的核岛主管道（含预制）。

三洲核能为其目前提供的军用产品唯一供应商。三洲核能的军用设备工艺从法国引进经消化吸收再自主创新后形成，已采用“离心铸造+锻（轧）”的国内首创工艺成功研制出一项军用重要设备及相关产品，并通过海军装备部鉴定，已为多个军方工程和国防实验堆提供了大量某军用重点设备及相关产品。

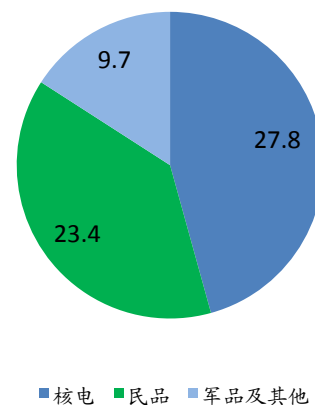
2) 核电产品和民品为三洲核能当前利润的主要来源，军品业务开启高增长。

图 2、近两年三洲核能利润保持快速增长



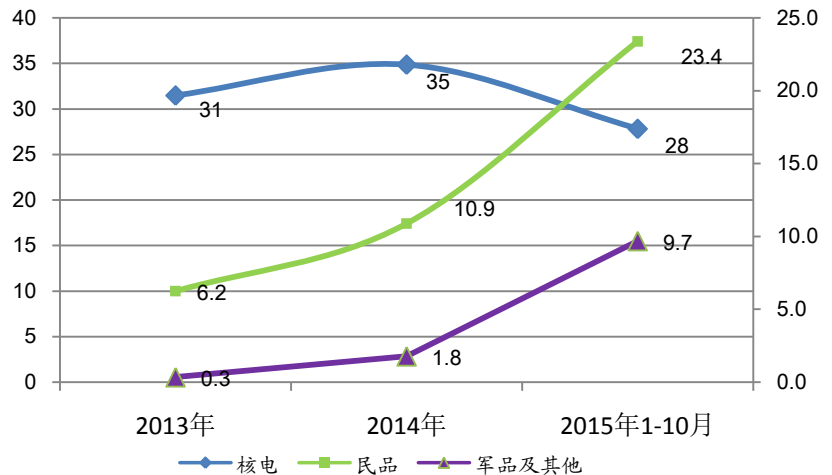
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3、2015 年 1-10 月三洲核能各主营业务毛利(百万元)



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 4、三洲核能民品和军品毛利快速增长（百万元）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2011 年核电审批暂停后，三洲核能核电产品订单减少，2013 年和 2014 年核电贡献毛利基本维持在 3000-3500 万，三洲核能每年 50% 以上的利润增长主要来源于三洲核能对于高附加值民用管道及管配件业务的承接，民品贡献毛利占主营业务比由 2013 年的 16% 上升至 2015 年前 10 月的 38%，此外军品业务也从 2013 年微小占比上升至 2015 年前 10 月的 16%。

3) 核电重启打开市场空间，三洲核能三代核电资质获得在即，有望快速提高核电主管道的市占率。核电锻件预计成为新增长点。

按照规划，2015 年后每年将新建 6-8 台核电机组，新建机组均为“华龙一号”、AP1000 等三代核电机组。主管道的市场空间将达 6-8 亿元，目前核电主管道的供应商主要为三洲核能和台海核电。此外，通过自主研发，三洲核能成功研制出核级锻棒、直管、三通及核电主管道用核级锻件材料。若加上核电锻件，三洲核能可提供的核电产品市场空间相当于主管道的 2-3 倍。

三洲核能已与新冶高科联合研制三代核电主管道，同时与中广核联合研发以“华龙一号”为代表的三代核电主管道、波动管、超级钢管、管配件等相关设备。

国家核安全局已受理三洲核能增加三代主管道制造资格的申请，我们预计三洲核能资格有望在二季度获批，资格获批后，三洲核能有望迅速提高市场占有率，预计每年可获得 2-3 台主管道订单，实现收入近 2 亿元。

三代资质的获取也将提升三洲核能核级锻件的销量，根据公司定增预案披露，基于三洲核能与战略合作伙伴达成的初步意向，

预计 2016 年三洲核能核级锻件将有 1.5 亿-2 亿元订单，核级锻件将成为三洲核能新的增长点。

4) 军品业务市场有望保持 30%-40%增长。

除现有军用产品外，三洲核能承接由北京钢铁研究总院主持的军用设备管材研制项目，负责熔炼及热轧管材研制工作。相关产品已完工并交付某指定单位进行后续加工工作。同时，三洲核能参与由中国核动力院主持的某军用重点设备试制件研制项目。该项目由三洲核能、台海核电进行竞争性研制。三洲核能已完成第一件试制件的锻造和粗加工。

根据三洲核能经营规划，2016 年军品订单预计达 1.8 亿-2.3 亿元，2017 年后，军品市场对高品质特殊管道及管配件的需求不断快速增长，预计市场每年增长速度可达 30%-40%。

3、承诺业绩基本基于订单确定，2016 年业绩存在超预期可能，高比例奖励政策激励高增长承诺业绩实现。

根据三洲核能接受订单和规划情况，其股东三洲特管、华夏人寿承诺 2016 年至 2018 年实现净利润不低于 1.21 亿、1.93 亿、2.82 亿元。其中 2016 年测算基础为，核电收入 2.56 亿元，军品收入 1.7 亿元，民品 1.35 亿元，合计 5.61 亿元。而三洲核能已签署订单达 3.75 亿元，跟进且已具签订条件订单 0.68 亿元。我们认为三洲核能承诺业绩的预测基本基于确定性较强的订单得出，后续还将出现新订单，尤其是军用订单一般分批次获取，因此，2016 年业绩存在超预期的可能性。

表 2、预计未来三年三洲核能主营业务收入增长以军工和核电为主（单位：万元）

项目	2016	2017	2018
核电主管道	7300	15400	18800
其他核级产品	18300	21800	26200
军用产品	17000	23100	35000
民用产品	13500	15700	17400
合计	56100	76000	97400

资料来源：公司公告，国海证券研究所

预案规定，若三洲核能累计实现的净利润超过承诺利润，则超过部分的 40%以现金方式奖励给三洲核能届时在职的主要管理人员和核心技术人员，但奖励总金额不超过 20000 万元。一方面有助于核心人员的稳定，另一方面有助于业绩的达成。

三大核电运营商下属公司均将成为公司股东。中广核资本、国

核富盈、中国核动力院分别为中广核、国家核电、中核集团的下属单位，通过本次增发，均成为公司的股东，体现各核电运营商对三洲核能核电产品地位的认可，也有利于公司后续订单的获取。

4、“增持”评级。不考虑增发，预计公司 2015-2017 年 EPS 0.03 元，0.03 元，0.03 元。我们看好公司拟收购的三洲核能核电和军工业务的高成长性，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、风险提示：大盘系统性风险，非公开发行具有不确定性，核电资质未获取风险，订单获取低于预期风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	404	319	335	352
增长率(%)	-19%	-21%	5%	5%
净利润（百万元）	15	19	19	20
增长率(%)	-39%	27%	3%	3%
摊薄每股收益（元）	0.06	0.03	0.03	0.03
ROE(%)	1.65%	2.09%	2.15%	2.22%

表 3、公司盈利预测

证券代码:	002575.sz	股票价格:	14.48	投资评级:	增持	日期:	2016/2/17		
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	2%	2%	2%	2%	EPS	0.06	0.03	0.03	0.03
毛利率	21%	21%	21%	21%	BVPS	3.38	1.53	1.53	1.53
期间费率	17%	17%	17%	17%	估值				
销售净利率	4%	6%	6%	6%	P/E	260.65	451.18	439.20	427.34
成长能力					P/B	4.29	9.45	9.46	9.48
收入增长率	-19%	-21%	5%	5%	P/S	9.59	26.68	25.41	24.20
利润增长率	-39%	27%	3%	3%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.41	0.33	0.34	0.36	营业收入	404	319	335	352
应收账款周转率	2.97	2.97	2.97	2.97	营业成本	320	252	265	278
存货周转率	3.88	3.88	3.88	3.88	营业税金及附加	3	2	2	2
偿债能力					销售费用	15	12	12	13
资产负债率	9%	8%	8%	8%	管理费用	52	41	43	45
流动比	3.98	4.20	4.24	4.27	财务费用	1	1	1	1
速动比	2.98	3.33	3.34	3.35	其他费用/(-收入)	3	9	9	9
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	17	20	21	22
现金及现金等价物	90	130	129	128	营业外净收支	1	2	2	2
应收款项	136	108	113	119	利润总额	18	22	23	24
存货净额	82	66	69	72	所得税费用	3	4	4	4
其他流动资产	18	15	15	16	净利润	15	19	19	20
流动资产合计	327	318	326	335	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	420	401	402	404	归属于母公司净利润	15	19	19	20
在建工程	0	20	20	20	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	103	103	93	83	经营活动现金流	(6)	104	37	36
长期股权投资	128	128	128	128	净利润	15	19	19	20
资产总计	987	979	979	979	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	44	44	44	44	折旧摊销	22	29	29	28
应付款项	29	23	25	26	公允价值变动	(1)	0	0	0
预收帐款	2	1	2	2	营运资金变动	(42)	56	(11)	(11)
其他流动负债	7	7	7	7	投资活动现金流	(175)	(1)	(2)	(2)
流动负债合计	82	76	77	78	资本支出	(39)	(1)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(128)	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2	其他	(7)	0	0	0
长期负债合计	2	2	2	2	筹资活动现金流	221	300	(21)	(22)
负债合计	84	78	79	80	债务融资	44	0	0	0
股本	268	588	588	588	权益融资	0	321	0	0
股东权益	903	902	900	899	其它	177	(20)	(21)	(22)
负债和股东权益总计	987	979	979	979	现金净增加额	40	403	15	13

资料来源: 国海证券研究所

【电力设备与新能源小组及公用事业环保小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券从业经历，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士，电气工程及其自动化学士，1年证券行业研究经验，2015年进入国海证券，主要负责新能源汽车、工控、储能细分行业研究。

【分析师承诺】

谭倩：本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。