

2017年04月26日

台海核电 (002366.SZ)

动态分析

以材料和工艺为核心，“核、军、民”三轮驱动

事件点评：公司 2016 年实现营收 12.10 亿元，实现归母净利润 3.92 亿元。2016 年拟向全体股东按每 10 股派发现金股利 0.91 元（含税）同时每 10 股转增 10 股。同时修正并提高 2017 年一季度业绩，实现营收 4.31 亿元，同比增长 69.98%；实现归母净利润 1.62 亿元，同比增长 44.19%。

◆ **国内优秀的核电装备供应商：**在核电主管道方面，公司掌握了二代半及三代核级主管道的全部生产工艺，拥有全套先进设备并具备全流程生产能力，同时通过技术研发已掌握包括核级主泵泵壳、核级阀体、反应堆堆内构件、蒸发器锻件、核燃料上下管座、钩爪连杆等多项核电设备生产技术。2016 年技术服务和核电主管道实现收入分别为 1.77 亿元、1.55 亿元，占总营收比分别为 14.60%和 12.78%。公司在高温合金领域掌握的制造工艺是核心技术，依托材料优势，在冶金、石化、电力、海工等高端民品市场大有可为。2016 年公司核级材料收入 3.82 亿元，毛利率 73.15%，占总营收比重为 31.54%。

◆ **主管道技术优势明显，充分受益核电行业发展：**核电主管道是连接核岛反应堆压力容器、蒸汽发生器和主泵等关键部件的大型厚壁承压管道，是核蒸汽供应系统输出堆芯热能的“主动脉”，既是将核反应堆产生的热量输送到蒸汽发生器的核心通道，又是保证核燃料组件得到充分冷却、防止核放射性物质泄漏的压力边界，直接关系到核电站的安全和可靠运行。公司是目前国内上唯一能够同时生产二代半堆型和三代 AP1000、ACP1000 堆型核电站一回路主管道的制造商，技术优势明显。公司去年至今在三代自主核电“华龙一号”斩获颇多，先后中标中广核宁德二期 5、6 号机组反应堆冷却剂管道、福建漳州核电工程项目 1、2 号机组主管道和波动管设备采购、海南昌江核电厂 3、4 号机组主管道和波动管设备采购等项目。2016 年是核电小年，未有新机组审批和开工。随着 AP1000 示范机组三门核电站并网发电时间节点的临近，核电机组审批或将加速，预计今年将有 8 台左右的机组集中审批。公司在三代主管道优势明显，在国内核电主管道市场市占率 50%以上，将充分受益核电行业的快速发展。

◆ **以材料和工艺为核心，技术延伸能力强：**公司以压水堆核电装备为核心业务，并积极开发第四代核电堆型快堆、高温气冷堆用装备，同时兼顾火电、水电等大型锻件产品的开发和国内外市场开发。目前，公司单个核岛可承接业务价值量较大，主泵泵壳等业务优势明显，大大提高了公司的盈利能力和抵抗行业周期水平。公司在核级材料和铸锻件生产工艺处于行业领先地位，并形成了自主知识产权体系，技术体系和工艺路线，在核电高端装备制造行业中具备较高的市场地位和较为明显的竞争优势。公司未来以材料和工艺为核心，具备向其他核电专用铸锻件和设备延伸的能力，并可将业务拓展到其他民用设备制造领域；公司同时具备武器装备制造许可资质和相应的技术储备，并已于相关单位开展合作，对军品的外延扩张也将促进公司盈利能力的提升。

◆ **投资建议** 我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 15.44 亿元、20.51 亿元 和 26.96 亿元，每股收益分别为 1.35 元、1.72 元和 2.20 元。给予“增持-A”建议，6 个月

机械 | 其他专用机械 III

增持-A(维持)

投资评级

6 个月目标价

57.28 元

股价(2017-04-25)

47.74 元

交易数据

总市值（百万元）

20,696.66

流通市值（百万元）

11,018.22

总股本（百万股）

433.53

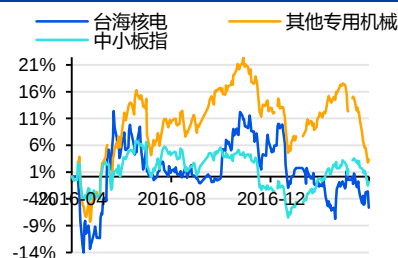
流通股本（百万股）

230.80

12 个月价格区间

43.00/58.93 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.07	-11.8	-2.73
绝对收益	-4.96	-7.14	-2.75

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.cn

021-20655610

报告联系人

范益民

fanyimin@huajinsec.cn

021-20655736

相关报告

台海核电：机组审批启动在即，待“核、军、民”多面成长 2016-12-23

目标价为 57.28 元，相当于 2018 年 33 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧，核电业投资需求增速不达预期，应收账款坏账增加等风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	393.6	1,210.1	1,544.1	2,050.9	2,696.2
同比增长(%)	-31.4%	207.5%	27.6%	32.8%	31.5%
营业利润(百万元)	19.8	429.5	658.9	854.5	1,109.3
同比增长(%)	-45.0%	2066.6%	53.4%	29.7%	29.8%
净利润(百万元)	17.6	392.3	586.1	747.1	955.0
同比增长(%)	-50.1%	2131.1%	49.4%	27.5%	27.8%
每股收益(元)	0.04	0.90	1.35	1.72	2.20
PE	1,186.4	53.2	35.6	27.9	21.8
PB	14.8	11.7	8.6	6.9	5.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、国内优秀的核电装备供应商	4
二、财务分析	5
三、竞争优势显著，“核、军、民”多面成长.....	6
（一）主管道技术优势明显，充分受益核电行业发展	6
（二）以材料和工艺为核心，技术延伸能力强.....	7
四、盈利预测	7
五、风险提示	7

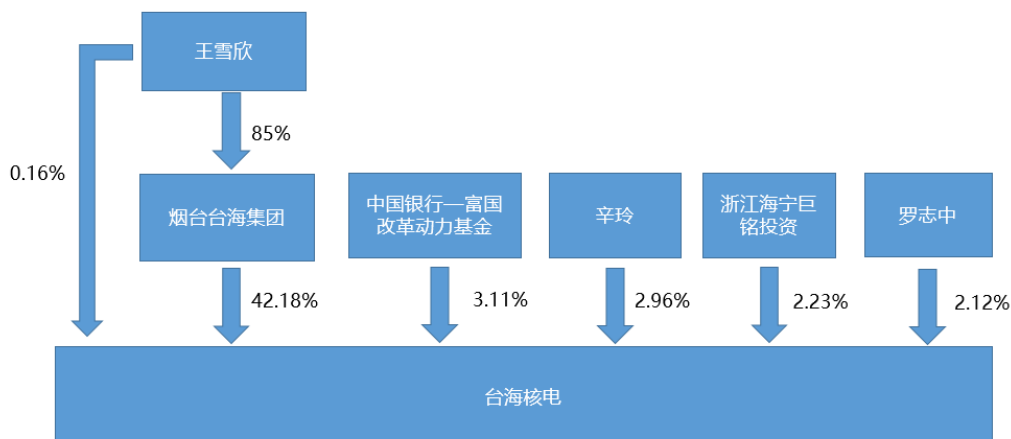
图表目录

图 1：公司主要股东（截止 2017 年 Q1）	4
图 2：三代核电技术 AP1000 堆型核电站主管道环路结构.....	4
图 3：2016 年收入结构.....	5
图 4：主要产品毛利率	5
图 5：台海核电营收及增速（亿元，%）	5
图 6：台海核电归母净利润及毛利率（亿元，%）	5
图 7：应收账款周转率（次）	6
图 8：应收账款（亿元）	6
表 1：公司中标核电设备项目	6

一、国内优秀的核电装备供应商

台海玛努尔核电设备股份有限公司在 2015 年 8 月借壳丹甫股份上市，丹甫股份以全部资产和负债与烟台台海核电 100% 股份置换，同时向烟台台海集团定向发行股份募集配套资金 3 亿元，全部用于台海核电的核电装备及材料扩建项目建设。

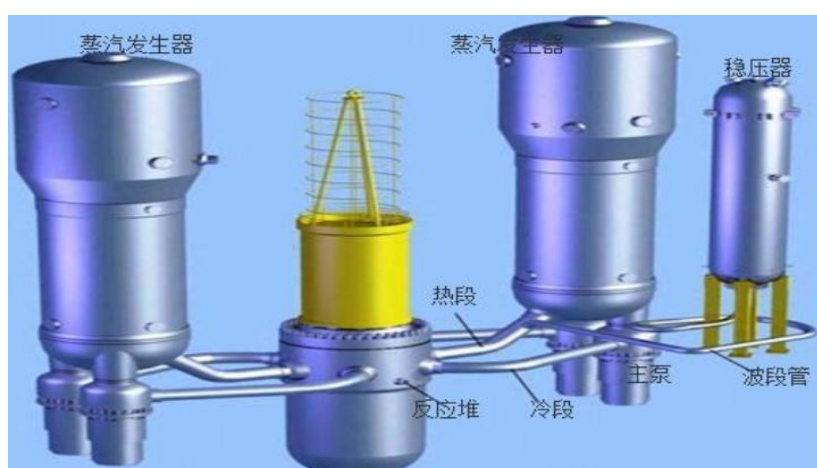
图 1：公司主要股东（截止 2017 年 Q1）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

重组后，公司的主营业务由制冷压缩机生产与销售变更为核电专用设备的生产与销售，主要产品包括核岛一回路主管道、其他核电设备部件、其他民用设备铸锻件以及核级材料的销售等。公司在核电高端装备制造行业中具备较高的市场地位和较强的竞争优势，是目前国内唯一能够同时生产二代半堆型和三代 AP1000、ACP1000 堆型核电站一回路主管道的制造商，也是目前全球首先具备三代核电主管道全流程生产能力的制造商。

图 2：三代核电技术 AP1000 堆型核电站主管道环路结构

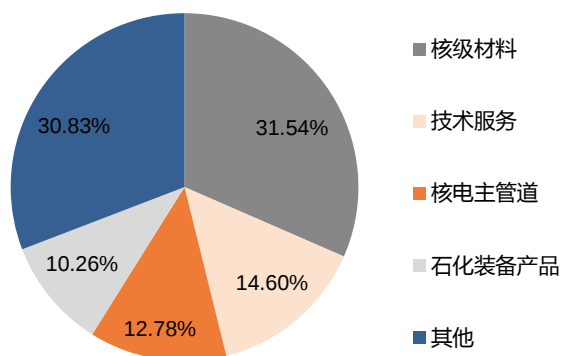


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司不仅是核电装备企业，在高温合金领域掌握的制造工艺是核心技术，依托材料优势，在冶金、石化、电力、海工等高端民品市场空间广阔。2016 年公司核级材料收入 3.82 亿元，毛利率 73.15%，占总营收 31.54%；在核电站主管道方面，公司掌握了二代半及三代核级主管道的

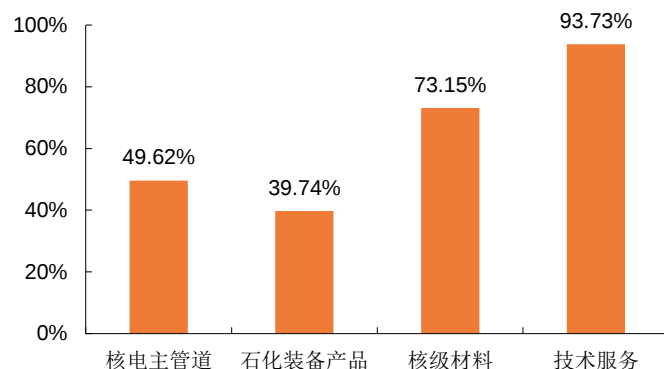
全部生产工艺，拥有全套先进设备并具备全流程生产能力，2016 年核电主管道实现收入 1.55 亿元，占总营收比重 12.78%，并维持 49.64% 的高毛利率水平。同时公司通过技术研发已掌握包括核级主泵泵壳、核级阀体、反应堆堆内构件、蒸发器锻件、核燃料上下管座、钩爪连杆等多项核电设备生产技术。2016 年技术服务板块实现收入 1.77 亿元，占总营收 14.60%，毛利率为 93.73%。

图 3：2016 年收入结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：主要产品毛利率

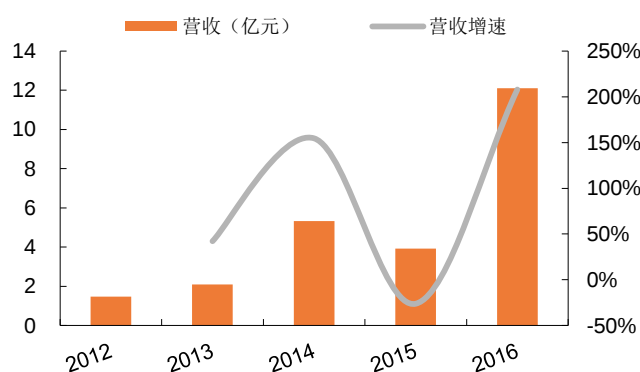


资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、财务分析

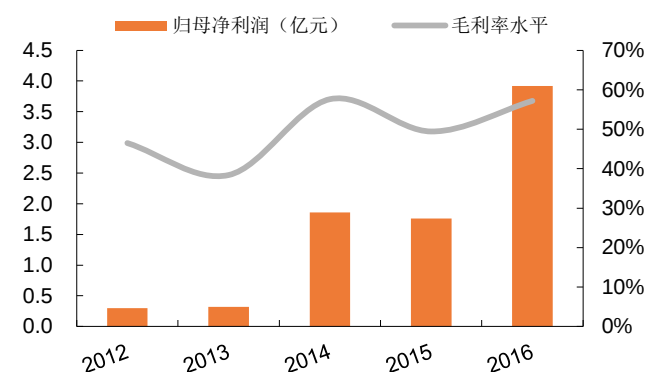
公司 2016 年实现营收 12.10 亿元，同比增长 207.47%；销售毛利率为 57.19%，同比增长 7.76 个百分点。营收大幅增长的主要由于核电主管道产品和核级材料销售增长。此外，子公司德阳台海和德阳万达也完成了市场拓展和产能扩大的目标，签订了《丝绸之路钢铁产业园年产 100 万吨转炉炼钢/连铸项目一期设备供货分包合同》、《伊朗东方戈壁钢铁公司年产 33 万吨高炉炼铁/转炉炼钢/连铸项目供货分包合同》等重大合同。

图 5：台海核电营收及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：台海核电归母净利润及毛利率（亿元，%）

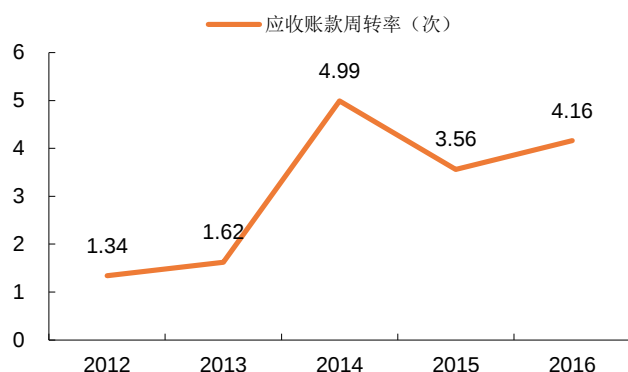


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司通过加强项目风险评估、建立清收欠款的责任体系等手段来管控应收账款。2016 年公司应收账款周转率高于去年，营运能力有所提升；公司 2016 年应收账款 4.61 亿元，其中一年内应收账款比例为 80.51%，1-2 年内应收账款比例为 8.39%。核电项目涉及金额大，建设周期

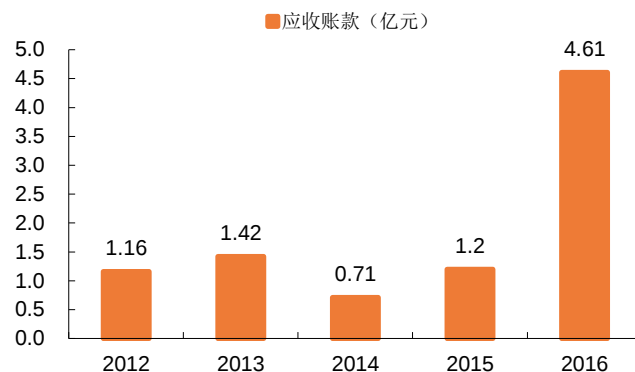
长，但公司核电行业客户资源优质，主要为中核工程、中广核工程和国核工程核电站建设总承包商。

图 7：应收账款周转率（次）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：应收账款（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、竞争优势显著，“核、军、民”多面成长

（一）主管道技术优势明显，充分受益核电行业发展

核电主管道是连接核岛反应堆压力容器、蒸汽发生器和主泵等关键部件的大型厚壁承压管道，是核蒸汽供应系统输出堆芯热能的“主动脉”，既是将核反应堆产生的热量输送到蒸汽发生器的核心通道，又是保证核燃料组件得到充分冷却、防止核放射性物质泄漏的压力边界，直接关系到核电站的安全和可靠运行。国内核岛主管道主要由台海核电、三洲核能、二重重装、渤船重工和吉林中意提供；公司是目前国内上唯一能够同时生产二代半堆型和三代 AP1000、ACP1000 堆型核电站一回路主管道的制造商，技术优势明显。公司去年至今在三代自主核电“华龙一号”斩获颇多，2016 年子公司中标“中广核宁德二期（华龙一号）5、6 号机组反应堆冷却剂管道”项目，2017 年中标“福建漳州核电工程项目 1、2 号机组（华龙一号）主管道和波动管设备采购”和“海南昌江核电厂 3、4 号机组（华龙一号）主管道和波动管设备采购”项目。

表 1：公司中标核电设备项目

中标时间	中标项目
2017.3	福建漳州核电工程项目 1、2 号机组（华龙一号）主管道和波动管设备采购
2017.3	海南昌江核电厂 3、4 号机组（华龙一号）主管道和波动管设备采购
2016.1	中广核宁德二期 5、6 号机组（华龙一号）反应堆冷却剂管道

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2016 年是核电小年，未有新机组审批和开工；随着 AP1000 示范机组三门核电站并网发电时间节点的临近，核电机组审批或将加速，预计今年将有 8 台左右的机组集中审批。公司在三代主管道优势明显，在主管道市场市占率 50% 以上，将充分受益核电行业的快速发展。

（二）以材料和工艺为核心，技术延伸能力强

按“十三五”发展规划，到 2020 年我国核电运行装机容量达到 5800 万千瓦，在建规模达到 3000 万千瓦，对应 2017-2020 年的新审批机组数量 30 台左右。同时，我国大力实施核电“走出去”的战略，国内外的核电市场为公司发展提供了良好机遇。华龙一号海外首堆卡拉奇核电站 2 号机组已于 2015 年实现 FCD，3 号机组（K3）今年初实现 FCD。

公司以压水堆核电装备为公司的核心业务，并积极开发第四代核电堆型快堆、高温气冷堆用装备，同时兼顾火电、水电等大型锻件产品的开发和国内外市场开发。目前，公司单个核岛可承接业务价值量较大，主泵泵壳等业务优势明显，大大提高了公司的盈利能力和抵抗行业周期水平。

公司在核级材料和铸锻件生产工艺处于行业领先地位，并形成了自主知识产权体系，技术体系和工艺路线，在核电高端装备制造行业中具备较高的市场地位和较为明显的竞争优势。公司未来以材料和工艺为核心，具备向其他核电专用铸锻件和设备延伸的能力，并可将业务拓展到其他民用设备制造领域；公司同时具备武器装备制造许可资质和相应的技术储备，并已于相关单位开展合作，对军品的外延扩张也将促进公司盈利能力的提升。

四、盈利预测

公司在三代主管道优势明显，主管道市场的市占率在 50%以上，将充分受益核电行业的快速发展。新核电站审批、军品领域及海上浮动核电站都为公司提供了广阔的市场空间。我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 15.44 亿元、20.51 亿元 和 26.96 亿元，每股收益分别为 1.35 元、1.72 元和 2.20 元。给予“增持-A”建议，6 个月目标价为 57.28 元，相当于 2018 年 33 倍的动态市盈率。

五、风险提示

核电机组审批进度不达预期；持续进行技术创新的风险；市场竞争加剧导致盈利能力下滑的风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	393.6	1,210.1	1,544.1	2,050.9	2,696.2	年增长率					
减:营业成本	199.0	518.0	679.8	935.7	1,260.1	营业收入增长率	-31.4%	207.5%	27.6%	32.8%	31.5%
营业税费	0.4	14.1	15.4	20.5	27.0	营业利润增长率	-45.0%	2066.6	53.4%	29.7%	29.8%
销售费用	10.2	9.8	13.9	18.5	23.5	净利润增长率	-50.1%	2131.1	49.4%	27.5%	27.8%
管理费用	64.5	101.5	131.3	170.2	223.8	EBITDA 增长率	310.4%	226.5%	20.4%	24.7%	25.7%
财务费用	76.8	110.5	27.3	29.1	30.4	EBIT 增长率	277.9%	459.0%	27.1%	28.8%	29.0%
资产减值损失	22.9	26.7	19.0	22.9	22.9	NOPLAT 增长率	327.1%	364.1%	28.3%	28.8%	29.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	557.4%	20.0%	-27.5%	83.6%	-35.7%
投资和汇兑收益	-	-	1.5	0.5	0.7	净资产增长率	103.0%	33.1%	34.4%	24.2%	24.9%
营业利润	19.8	429.5	658.9	854.5	1,109.3	盈利能力					
加:营业外净收支	6.6	59.7	64.6	67.6	69.6	毛利率	49.4%	57.2%	56.0%	54.4%	53.3%
利润总额	26.4	489.1	723.4	922.2	1,178.9	营业利润率	5.0%	35.5%	42.7%	41.7%	41.1%
减:所得税	-0.7	72.5	101.3	129.1	165.0	净利率	4.5%	32.4%	38.0%	36.4%	35.4%
净利润	17.6	392.3	586.1	747.1	955.0	EBITDA/营业收入	51.6%	54.8%	51.7%	48.6%	46.5%
						EBIT/营业收入	24.5%	44.6%	44.4%	43.1%	42.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	65.4%	61.5%	42.7%	54.2%	41.6%
货币资金	594.2	522.3	815.2	615.3	1,988.0	负债权益比	189.3%	159.9%	74.6%	118.4%	71.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.96	0.99	1.25	1.72	1.78
应收帐款	131.7	495.4	265.7	832.4	557.5	速动比率	0.47	0.50	0.70	0.65	1.06
应收票据	14.8	61.9	66.8	104.1	120.6	利息保障倍数	1.26	4.89	25.13	30.32	37.49
预付帐款	33.7	90.7	46.0	173.7	110.4	营运能力					
存货	982.9	1,273.2	1,010.6	3,074.0	2,000.1	固定资产周转天数	709	455	376	264	186
其他流动资产	173.1	144.8	105.9	141.3	130.7	流动营业资本周转天数	317	213	126	198	195
可供出售金融资产	1.5	2.5	1.3	1.8	1.9	流动资产周转天数	1,217	672	571	636	657
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	107	93	89	96	93
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	490	336	266	358	339
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	2,389	1,406	1,142	1,042	955
固定资产	1,394.6	1,667.5	1,559.0	1,450.5	1,342.1	投资资本周转天数	1,338	831	613	550	445
在建工程	560.7	431.2	431.2	431.2	431.2	费用率					
无形资产	177.4	173.7	169.4	165.0	160.7	销售费用率	2.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
其他非流动资产	240.4	284.8	178.5	234.6	232.6	管理费用率	16.4%	8.4%	8.5%	8.3%	8.3%
资产总额	4,304.9	5,147.9	4,649.6	7,223.8	7,075.6	财务费用率	19.5%	9.1%	1.8%	1.4%	1.1%
短期债务	568.3	989.2	125.0	180.2	175.0	三费/营业收入	38.5%	18.3%	11.2%	10.6%	10.3%
应付帐款	591.0	791.4	940.6	1,492.6	1,487.0	投资回报率					
应付票据	39.7	116.6	91.1	205.2	207.8	ROE	1.2%	22.0%	24.1%	24.7%	25.2%
其他流动负债	815.0	724.6	697.0	996.3	884.4	ROA	0.6%	8.1%	13.4%	11.0%	14.3%
长期借款	727.9	373.8	50.0	932.7	70.0	ROIC	25.7%	18.1%	19.4%	34.4%	24.1%
其他非流动负债	74.7	171.6	83.0	109.8	121.4	分红指标					
负债总额	2,816.7	3,167.2	1,986.7	3,916.8	2,945.6	DPS(元)	0.03	0.05	0.27	0.34	0.44
少数股东权益	79.4	199.7	235.8	281.8	340.6	分红比率	72.1%	5.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	433.5	433.5	433.5	433.5	433.5	股息收益率	0.1%	0.1%	0.6%	0.7%	0.9%
留存收益	1,155.3	1,526.0	1,993.7	2,591.8	3,355.9						
股东权益	1,488.2	1,980.7	2,662.9	3,307.0	4,129.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	27.1	416.6	586.1	747.1	955.0	EPS(元)	0.04	0.90	1.35	1.72	2.20
加:折旧和摊销	106.6	123.5	112.8	112.8	112.8	BVPS(元)	3.25	4.11	5.60	6.98	8.74
资产减值准备	22.9	17.1	-	-	-	PE(X)	1,186.4	53.2	35.6	27.9	21.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.8	11.7	8.6	6.9	5.5
财务费用	77.9	114.0	27.3	29.1	30.4	P/FCF	-84.1	-164.6	233.4	-516.1	13.9
投资损失	-	-	-1.5	-0.5	-0.7	P/S	53.0	17.2	13.5	10.2	7.7
少数股东损益	9.5	24.3	36.1	46.0	58.8	EV/EBITDA	108.2	33.4	25.8	22.0	15.7
营运资金的变动	-324.6	-419.1	830.7	-2,017.2	1,338.3	CAGR(%)	208.1%	34.5%	160.4%	208.1%	34.5%
经营活动产生现金流量	242.1	103.8	1,591.5	-1,082.7	2,494.7	PEG	5.7	1.5	0.2	0.1	0.6
投资活动产生现金流量	-76.0	-335.9	2.6	0.0	0.6	ROIC/WACC	2.5	1.8	1.9	3.3	2.3
融资活动产生现金流量	343.8	96.4	-1,301.3	882.7	-1,122.5						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn