江苏神通(002438)/通用机械　　核电业绩兑现持续稳定，深化产业升级涉猎军工

评级：增持

市场价格：21.68

目标价格：24

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

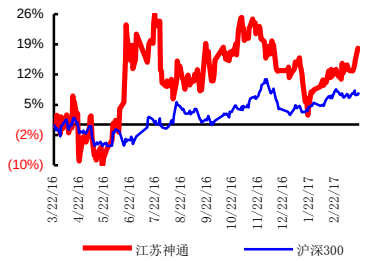
电话：

Email：shaojx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	243
流通股本(百万股)	136
市价(元)	21.68
市值(百万元)	5,270
流通市值(百万元)	2,954

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 业绩大幅增长，行业整合增效凸显

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	427.52	600.48	814.54	974.60	1,120.79
增长率 yoy%	-8.18%	40.46%	35.65%	19.65%	15.00%
净利润	16.58	51.59	79.37	95.85	107.98
增长率 yoy%	-69.20%	211.22%	53.85%	20.76%	12.65%
每股收益（元）	0.08	0.23	0.33	0.39	0.44
每股现金流量	-0.18	0.05	-0.16	-0.18	0.21
净资产收益率	1.46%	4.23%	4.57%	5.23%	5.56%
P/E	363.84	88.10	66.39	54.98	48.81
PEG	—	0.42	1.23	2.65	3.86
P/B	5.33	3.73	3.03	2.88	2.72

投资要点

- **事件：**公司发布 2016 年报，2016 年营业收入为 6 亿，较去年同期（4.27 亿）增长 40.46%，归属母公司净利润 5158 万，较去年（1657 万）同比增长 211.22%。

- **核电和能源装备板块为营收和利润大幅度增长贡献核心业绩。**2016 年公司作为专业的阀门供应商，在 2016 年核电行业、冶金行业、能源装备行业并不是非常景气的环境下，依旧完成了营收和利润的大幅度增长，亮点在于核电阀门板块和能源装备板块，公司在核电优势产品球阀和蝶阀的超高的市场占有率和全资子公司无锡法兰在报告期内并表，贡献了最为核心的业绩。

- **在手订单源于优质项目，保证业绩兑现的稳定性和持续性。**全年四个季度营收的数据表现平稳。我们可以看到公司的在手订单源于行业内的优质项目，在项目执行的连续性和稳定性上给予公司业绩兑现最为稳妥的保证。

- **核电阀门处于核电阀门采交付与采购的高峰期，业绩兑现保持高度持续性和稳定性。**核电方面，公司新增订单 3.26 亿，毛利 46.88%，同比上升 9.73%，营收同比增加 57.05%，在总业务占比由去年的 29%上升至 32%，核电阀门产品的附加值进一步提高。目前正在建设中的中核和广核华龙一号核电机组（福清、防城港）和能源局 2017 年工作重点计划中准备批复的 8 台机组正处于核电阀门密集的交付期与采购的高峰期，公司的在手订单的释放和新增订单的节奏维持高度的持续性和稳定性。利润附加值的进一步提高有赖于公司的在核电球阀和蝶阀方面行业的龙头地位及公司各项标准化管理在工作效率方面取得了显著的成效。

- **冶金阀门受行业景气度影响营收同比下降，但利润率仍然保持高位。**冶金方面，冶金阀门较去年相比，总业务占比大幅度下调，由 50%下调至 27%，营收同比减少了 22.29%。公司新增订单 2.13 亿，毛利率维持在接近 40%的水平，同比上升 3.76%。主要是报告期内冶金行业景气影响了营收，另外公司钢材等原材料价格较低，以及依靠公司的技术优势，销售的非标阀门仍然可以保持一个相对较高的高利率水平。

- **无锡法兰并表在能源装备方面持续贡献正效应。**能源装备方面，产品在总业务占比大幅度提高，由上期占比的 18.37%上升至 33.3%，营收同比增加 154%。主要原因是全资子公司无锡市法兰锻造有限公司在报告期合并报表、能源装备

行业产品的生产效率及技术工艺不断提高所致。无锡法兰在报告期内新增订单2.3亿，持续贡献正效应。

- **公司以核电为切入点，产业升级，涉足军工行业。**在报告期内，公司取得了保密资格认证、国军标体系认证和武器装备科研生产许可证，取得了军工核安全设备制造许可证（核1、2级球阀），在国家大力推进军民融合发展的背景下，公司提出了进军军品行业的战略目标，核技术产业链军民共用，推动国防军工建设，符合核工业战略发展大趋势。公司军工领域业务虽处于样机研制、资质取证等准备阶段，但为后续产业布局迈出了坚实的一步，也拓展了更大的想象空间。

- **依托核电存量市场，备品备件阀门服务后市场将是公司的增量空间。**目前中国在运机组已达35台，在运机组快速增长带来的核电运行维修业务空间巨大，配套服务、备品备件供应市场将迎来巨大商机，2017预计有19台机组将进行大修工作。公司的阀门服务快速反应中心项目计划在国内布局不少于15个阀门维修服务网点，国产该项目的成功实施将为公司从“制造”向“制造加服务”转型提供支持，公司核电阀门的高市占率和进入国内市场早将有助于打开公司在阀门服务后市场的发展空间。

- **产业基金定位核电高端制造、后处理市场，试水传媒产业。**公司与上海盛宇股权投资基金管理有限公司共同合作发起设立产业发展基金投资方向明确，投资策略清晰，定位核电高端制造装备和能够在细分领域与公司主业协同的产业方向，寻求公司可持续发展的战略目标。产业基金已分别投资了青岛东卡和金色传媒。青岛东卡主业定位军工和民用核设施退役，在核电三废处理方面颇具实力，将为公司未来进入核电后处理市场理清产业脉络与搭建客户体系。金色传媒则是公司顺应影视传媒行业发展新形势下，对于全新传媒产业的一次试水。

- **投资建议：**预计2017-2019年分别实现归母净利7937万元、9585万元和1.08亿元，同比分别增长53.85%、20.76%、12.65%，当前股价对应三年PE分别为66、55、49倍，给予目标价24元，“增持”评级。

- **风险提示：国内外宏观经济形势的影响风险，核电项目审批不达预期风险。**

图表1：公司财务数据预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**466**	**428**	**600**	**815**	**975**	**1,121**
增长率	-8.90%	-8.2%	40.5%	35.6%	19.7%	15.0%
营业成本	-294	-284	-356	-498	-597	-686
% 销售收入	63.2%	66.5%	59.2%	61.2%	61.2%	61.2%
毛利	171	143	245	316	378	435
% 销售收入	36.8%	33.5%	40.8%	38.8%	38.8%	38.8%
营业税金及附加	-5	-3	-9	-9	-13	-14
% 销售收入	1.0%	0.7%	1.6%	1.1%	1.3%	1.2%
营业费用	-51	-50	-62	-90	-104	-122
% 销售收入	11.0%	11.7%	10.3%	11.0%	10.7%	10.9%
管理费用	-60	-67	-97	-130	-157	-179
% 销售收入	12.8%	15.6%	16.2%	15.9%	16.1%	16.0%
息税前利润（EBIT）	55	24	76	88	104	120
% 销售收入	11.9%	5.6%	12.6%	10.8%	10.7%	10.7%
财务费用	5	0	-12	-3	0	-2
% 销售收入	-1.1%	0.0%	2.0%	0.4%	0.0%	0.1%
资产减值损失	-6	-12	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	2	1	1
% 税前利润	4.9%	19.7%	—	2.0%	0.8%	1.1%
营业利润	58	16	50	86	105	120
营业利润率	12.4%	3.8%	8.4%	10.6%	10.7%	10.7%
营业外收支	4	3	12	7	9	8
税前利润	**62**	**19**	**62**	**94**	**114**	**128**
利润率	13.4%	4.5%	10.3%	11.5%	11.7%	11.4%
所得税	-8	-3	-10	-14	-18	-20
所得税率	13.5%	14.3%	16.5%	15.4%	16.0%	15.7%
净利润	54	17	52	79	96	108
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**54**	**17**	**52**	**79**	**96**	**108**
净利率	11.6%	3.9%	8.6%	9.7%	9.8%	9.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	54	17	52	79	96	108
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	29	53	52	71	85
非经营收益	-4	-5	3	-4	-8	-7
营运资金变动	-30	-79	-97	-166	-203	-135
经营活动现金净流	**44**	**-39**	**11**	**-39**	**-44**	**51**
资本开支	92	97	57	139	81	110
投资	-95	-15	-116	0	0	0
其他	10	11	4	2	1	1
投资活动现金净流	**-177**	**-101**	**-170**	**-137**	**-80**	**-109**
股权募资	0	0	39	451	0	0
债权募资	0	96	129	-139	0	0
其他	-11	-12	-22	-5	-15	-2
筹资活动现金净流	**-11**	**84**	**146**	**306**	**-15**	**-2**
现金净流量	**-144**	**-56**	**-13**	**131**	**-139**	**-60**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	170	118	109	239	100	40
应收款项	398	604	662	936	1,101	1,277
存货	214	314	369	471	569	651
其他流动资产	123	80	57	62	72	77
流动资产	905	1,115	1,197	1,708	1,842	2,045
% 总资产	71.6%	63.6%	61.5%	66.9%	68.0%	69.5%
长期投资	0	0	79	79	79	79
固定资产	276	457	494	557	567	580
% 总资产	21.8%	26.1%	25.4%	21.8%	20.9%	19.7%
无形资产	63	158	156	188	198	218
非流动资产	358	639	751	845	865	899
% 总资产	28.4%	36.4%	38.5%	33.1%	32.0%	30.5%
资产总计	**1,264**	**1,754**	**1,948**	**2,553**	**2,707**	**2,943**
短期借款	0	74	219	80	80	80
应付款项	241	370	354	545	612	727
其他流动负债	22	36	32	67	59	71
流动负债	263	479	604	692	750	878
长期贷款	0	66	50	50	50	50
其他长期负债	63	77	75	75	75	75
负债	**326**	**622**	**729**	**816**	**875**	**1,003**
普通股股东权益	938	1,132	1,219	1,737	1,832	1,940
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,264**	**1,754**	**1,948**	**2,553**	**2,707**	**2,943**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.259	0.077	0.235	0.327	0.394	0.444
每股净资产(元)	4.508	5.238	5.550	7.144	7.538	7.983
每股经营现金净流(元)	0.213	-0.179	0.051	-0.159	-0.181	0.208
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.74%	1.46%	4.23%	4.57%	5.23%	5.56%
总资产收益率	4.26%	0.95%	2.65%	3.11%	3.54%	3.67%
投入资本收益率	6.25%	1.75%	4.83%	4.76%	4.87%	5.15%
增长率						
营业总收入增长率	-8.90%	-8.18%	40.46%	35.65%	19.65%	15.00%
EBIT增长率	-26.10%	-57.18%	218.96%	15.78%	18.47%	15.25%
净利润增长率	-18.33%	-69.20%	211.22%	53.85%	20.76%	12.65%
总资产增长率	1.52%	38.78%	11.06%	31.07%	6.06%	8.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	265.2	373.1	319.6	346.3	332.9	339.6
存货周转天数	269.9	339.1	350.7	344.9	347.8	346.3
应付账款周转天数	204.5	231.9	222.5	227.2	224.9	226.0
固定资产周转天数	133.3	176.9	223.1	242.6	249.2	255.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.15%	1.93%	13.17%	-6.29%	1.62%	4.64%
EBIT利息保障倍数	-10.5	-309.4	6.3	27.8	476.8	79.1
资产负债率	25.80%	35.46%	37.43%	31.97%	32.32%	34.07%

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。