国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 03 月 21 日

江苏神通（002438）\

——核电产品毛利率提升显著，无锡法兰业绩稳健

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	21.8 元
目标价格：	元

事件：

公司于3月20日晚间发布2016年年度报告。报告期内，公司实现营业收入6.00亿元，同比增长40.46%；实现归母净利润5,158.89万元，同比增长211.22%；实现基本每股收益0.24元，同比增长211.22%。同时，公司拟向全体股东每10股转增10股并派发0.5元。

投资要点：

➢ **在建工程大量转固，折旧费用负担有所增加**

报告期内，核电配套设备及环保设备生产基地项目的在建工程结转固定资产，从而导致公司期末固定资产金额上升至4.85亿元，较上一个报告期期末余额净增加2.35亿元，占总资产比例由2015年的14.21%上升至2016年的24.89%。本次转固的在建工程项目主要包括房屋及建筑物的2.15亿元以及机器设备的3,191.59万元。按房屋、机器设备折旧年限分别为30年与8年的假设条件，根据公司的折旧方法，预计每年将增加公司折旧费用约1,060万元，占公司2016年归母净利润的20.55%。

➢ **财务费用短期上升明显，有望通过定增募集资金得到有效缓解**

报告期内，公司期间费用总体上控制合理，其中，销售费用6,213.51万元，同比增长24.14%，增幅低于营收增速；管理费用9,748.34万元，同比增长46.12%，与营收增速大体保持一致。值得注意的是，报告期内公司财务费用由2015年的-7.68万元迅速增长至1,197.63万元，费用主要来自利息支出的1,159.68万元。财务费用的高增长主要为公司收购无锡法兰时大量新增的短期借款所致，目前公司短期借款账面余额为1.39亿元。考虑到公司2016年非公开发行股票募集资金的使用计划之一即使用募集资金7,500万元偿还银行贷款及补充流动资金，我们预计今年公司财务费用压力将大幅下降，有望进一步提升净利润水平。

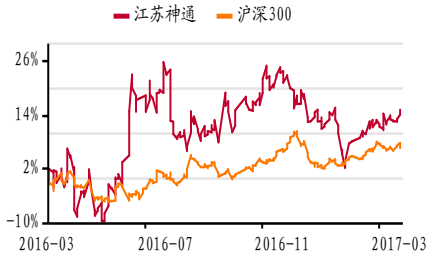
➢ **核电事业部新增订单稳健，产品毛利率大幅修复**

随着在手订单逐步进入执行期，核电业务收入与盈利水平较 2015 年显著好转。报告期内，公司核电行业实现营业收入 1.96 亿元，同比增长 57.05%；毛利率增长至 46.88%，较上年同期大幅提高 9.73 个百分点，毛利率水平已接近行业景气度高点时期。我们认为，毛利率的有效修复表明公司高端核级阀门产品比例提升明显，产品结构得到优化。国家能源局于近期发布的《2017 年能源工作指导意见》中提出，2017 年年内计划开工核电机组 8 台，并扎实推进三门 3-4 号机组，宁德 5-6 号机组、漳州 1-2 号机组、惠州 1-2 机组等项目前期工作。按照《指导意见》，预计 2017 年至 2018 年公司核电阀门业务将迎来营收确认的首轮高峰，业绩高增长值得期待。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	243/136
流通 A 股市值（百万元）	2,971
每股净资产（元）	5.45
资产负债率（%）	37.39
一年内最高/最低（元）	23.54/16.04

一年内股价相对走势



马松　　分析师
执业证书编号：S0590515090002
电话：0510-85613713
邮箱：mas@glsc.com.cn

夏纾雨
电话：0510-85607670
邮箱：xiasy@glsc.com.cn

相关报告

1、《江苏神通（002438）\机械设备行业》2016.10.25

请务必阅读报告末页的重要声明

报告期内，公司核电事业部新增订单3.26亿元，虽低于2015年的4.14亿元，在2016年全年无新审核机组的行业大背景下取得如此成绩实属不易，彰显出公司在核级蝶球阀、核级法兰等领域不可撼动的王者地位。

➢ **无锡法兰业绩兑现理想，2017年有望超预期**

无锡法兰营收增速稳健，报告期内实现营业收入2.06亿元，实现扣非后归母净利润2,465.26万元。由于其业绩承诺为2015年至2017年累计实现扣非后归母净利润不低于6,000万元，按年均2,000万元计算，无锡法兰2016年业绩兑现情况较为理想。另一方面，由于无锡法兰的下游应用行业主要为核电与石油化工，在核电新机组审批步伐加快以及国际油价回暖的双重利好预期下，我们预计其2017年业绩或将继续超出业绩承诺。新增订单方面，报告期内无锡法兰累计收获订单2.30亿元。

➢ **维持“推荐”评级**

公司坚持“巩固冶金、发展核电、拓展石化、服务能源”的市场定位，作为国内核电蝶球阀领域绝对龙头，正全力从产品制造商向多元化“制造+服务”方向作战略转型。随着核电新建机组的加速，我们看好公司未来的成长性。预计2017年~2018年EPS分别为0.30元、0.41元与0.49元，对应当前股价市盈率分别为72.45倍、53.15倍与44.14倍，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示**

核电“十三五”装机容量低于预期；冶金行业景气度下滑；能源装备领域竞争加剧

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	427.52	600.48	783.87	952.95	1,069.76
增长率（%）	-8.18%	40.46%	30.54%	21.57%	12.26%
EBITDA（百万元）	35.95	112.44	93.86	126.93	153.57
净利润（百万元）	16.58	51.59	73.14	99.70	120.04
增长率（%）	-69.20%	211.22%	41.78%	36.31%	20.39%
EPS（元/股）	0.07	0.21	0.30	0.41	0.49
市盈率（P/E）	319.67	102.72	72.45	53.15	44.14
市净率（P/B）	4.68	4.35	4.14	3.88	3.61
EV/EBITDA	133.98	44.25	58.11	42.39	35.06

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	25.87	23.52	39.19	47.65	53.49
应收账款+票据	603.58	662.12	674.79	678.27	718.28
预付账款	15.40	28.58	27.83	30.37	31.84
存货	314.02	369.46	397.83	378.21	438.24
其他	64.23	28.29	28.29	28.29	28.29
流动资产合计	1,023.1	1,111.97	1,167.9	1,162.7	1,270.1
长期股权投资	0.00	78.84	78.84	78.84	78.84
固定资产	249.24	484.71	483.46	535.50	584.21
在建工程	208.18	9.37	65.00	65.00	40.00
无形资产	138.54	136.10	136.10	136.10	136.10
其他非流动资产	22.33	20.36	20.00	19.63	19.27
非流动资产合计	618.29	729.38	783.40	835.07	858.42
资产总计	1,641.3	1,841.3	1,951.3	1,997.8	2,128.5
短期借款	43.80	139.00	104.85	31.64	34.94
应付账款+票据	251.67	286.99	352.43	375.11	393.31
其他	148.04	146.75	163.27	175.56	182.74
流动负债合计	443.51	572.73	620.55	582.31	610.99
长期带息负债	66.00	50.00	50.00	50.00	50.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	66.00	50.00	50.00	50.00	50.00
负债合计	509.51	622.73	670.55	632.31	660.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.09	219.57	243.07	243.07	243.07
资本公积	587.13	629.78	606.28	606.28	606.28
留存收益	328.66	369.27	431.44	516.19	618.22
股东权益合计	1,131.8	1,218.6	1,280.7	1,365.5	1,467.5
负债和股东权益总	1,641.3	1,841.3	1,951.3	1,997.8	2,128.5

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	11.86	47.42	68.04	94.60	114.94
折旧摊销	17.84	39.76	0.99	5.32	9.65
财务费用	1.56	9.47	6.82	4.31	2.69
存货减少	-34.47	-54.59	-28.37	19.63	-60.04
营运资金变动	-44.88	-49.39	70.04	28.96	-16.11
其它	10.53	19.52	10.00	8.00	7.00
经营活动现金流	-37.55	12.20	127.51	160.83	58.14
资本支出	100.93	64.56	65.00	65.00	40.00
长期投资	517.63	279.95	0.00	0.00	0.00
其他	517.14	174.39	5.10	5.10	5.10
投资活动现金流	-101.42	-170.13	-59.90	-59.90	-34.90
债权融资	96.00	129.20	-34.15	-73.21	3.30
股权融资	0.00	39.18	0.00	0.00	0.00
其他	-11.79	-22.44	-17.79	-19.26	-20.70
筹资活动现金流	84.21	145.95	-51.94	-92.47	-17.40
现金净增加额	-54.76	-11.79	15.67	8.45	5.84

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	427.52	600.48	783.87	952.95	1,069.7
营业成本	284.21	355.67	479.56	582.03	653.16
营业税金及附加	2.79	9.42	10.97	12.39	14.44
营业费用	50.05	62.14	78.39	93.39	101.63
管理费用	66.71	97.48	117.58	141.04	155.12
财务费用	-0.08	11.98	7.32	4.81	3.19
资产减值损失	11.59	13.44	10.00	8.00	7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	12.24	50.36	80.05	111.30	135.22
营业外净收益	7.11	11.45	6.00	6.00	6.00
利润总额	19.35	61.81	86.05	117.30	141.22
所得税	2.77	10.22	12.91	17.59	21.18
净利润	16.58	51.59	73.14	99.70	120.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利	16.58	51.59	73.14	99.70	120.04

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.18%	40.46%	30.54%	21.57	12.26%
EBIT	-68.04	301.43	27.78%	30.94	18.35%
EBITDA	-51.84	212.79	-16.53	35.24	20.99%
归属于母公司净利	-18.33	211.22%	41.78%	36.31	20.39%
获利能力					
毛利率	33.52%	40.77%	38.82%	38.92	38.94%
净利率	3.88%	8.59%	9.33%	10.46	11.22%
ROE	1.46%	4.23%	5.71%	7.30%	8.18%
ROIC	1.48%	4.11%	5.25%	6.84%	8.10%
偿债能力					
资产负债率	31.04%	33.82%	34.36%	31.65	31.05%
流动比率	2.31	1.94	1.88	2.00	2.08
速动比率	1.45	1.25	1.20	1.30	1.32
营运能力					
应收账款周转率	0.73	0.93	1.20	1.46	1.55
存货周转率	0.91	0.96	1.21	1.54	1.49
总资产周转率	0.26	0.33	0.40	0.48	0.50
每股指标（元）					
每股收益	0.07	0.21	0.30	0.41	0.49
每股经营现金流	-0.15	0.05	0.52	0.66	0.24
每股净资产	4.66	5.01	5.27	5.62	6.04
估值比率					
市盈率	319.67	102.72	72.45	53.15	44.14
市净率	4.68	4.35	4.14	3.88	3.61
EV/EBITDA	133.98	44.25	58.11	42.39	35.06
EV/EBIT	266.01	68.46	58.73	44.25	37.41

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064