

2017年03月24日

公司研究·证券研究报告

江苏神通 (002438.SZ)

公司快报

核电业务收入占比提升，产业纵横布局战略清晰

投资要点

◆ **无锡法兰并表及核电收入增加大幅提升公司业绩**：公司 2016 年实现营业收入 6 亿元，同比增长 40%；营业利润 5024 万元，同比增长 213%；归属于上市公司股东的净利润 5159 万元，同比增长 211%。其中核电行业全年收入 1.96 亿元，同比增长 57%；能源装备收入 2 亿元，同比增长 155%。得益于报告期公司钢材等原材料价格较低，而毛利率较高的非标阀门、核级阀门及能源装备行业生产效率及技术工艺的不断提高，冶金、核电、能源装备三块业务毛利率均有提高。公司综合毛利率已由 2015 年的 33.52% 提升至 2016 年的 40.77%。无锡法兰全年实现营收 2.06 亿元，净利润 2536 万元，将大概率超额实现 2015-2017 年累计扣非归母净利润不低于 6000 万元的业绩承诺。

◆ **横向拓展军品业务，纵向布局核电后市场**：公司推进军民融合进军军工，未来将向军工领域拓展在核电领域已成熟应用的阀门。公司在报告期内已取得保密资格认证、国军标体系认证和武器装备科研生产许可证，军工核安全设备核一二级球阀制造许可证。海上核动力浮动平台已列入国防科技工业“十三五”规划和核工业发展“十三五”规划，公司未来在军品核工业领域大有可为；另外，公司与上海盛宇合作设立的产业发展基金驭冉投资已经分别投资了 2000 万元入股青岛东卡和金色传媒，分别持有股份 6.78%、2.5%。其中青岛东卡面向核工业，军工和民用核设施退役、放射性废物管理及乏燃料后处理等领域，已逐渐发展为国内核电三废处理产业为数不多的民营企业产业平台。青岛东卡率先于行业切入各个细分目标领域，已在国内多个核电三废处理项目中中标。公司核电产业纵横布局将为公司打开成长空间，为公司未来拓展相关领域的业务提供强有力的支持。

◆ **再融资完成，核电阀门市场大有可为**：公司非公开发行募资 4.63 亿元，将投入 2.4 亿元用于建设 15 个阀门服务快速反应中心。建成后的快速反应中心将对国内现有核电站、钢铁基地及大型石化基地全面覆盖，提供快速专业化的维修保养服务。公司“技术+产品+服务”的创新业务模式将能有效提高服务响应速度和客户粘性；我国核电重启审批和建设后，2015 年实现八个机组的设备招投标，三门 AP1000 示范机组热试基本完成将今年上半年实现并网，而发展绿色能源解决环境问题已迫在眉睫，可预见今年起核电审批将迈入正常轨道；到 2020 年我国核电装机容量将达 5800 万千瓦，发电量占比从目前的 2% 提升至 4%；核电是“一带一路”及“走出去”国家战略重要组成部分，这将进一步提升核电阀门设备的市场空间，而核电站阀门的维护、维修等备件、服务需求也将逐步扩大。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 8.20 亿元、10.33 亿元、12.57 亿元，每股收益分别为 0.36、0.57 和 0.71 元。给予“增持-A”投资评级，6 个月目标价为 24.86 元，相当于 2017 年 69 倍的市盈率。

◆ **风险提示**：核电及能源政策出现重大不利变化、市场竞争加剧致盈利能力下降、产品质量疏漏造成客户信任度降低等。

机械 | 其他通用机械 III

增持-A(维持)

投资评级

6 个月目标价

24.86 元

股价(2017-03-23)

21.76 元

交易数据

总市值 (百万元)

5,289.29

流通市值 (百万元)

2,965.35

总股本 (百万股)

243.07

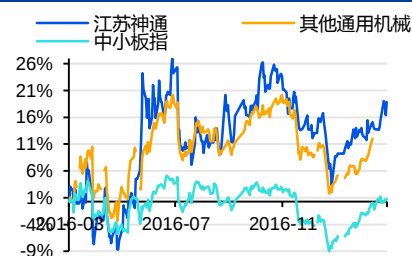
流通股本 (百万股)

136.28

12 个月价格区间

16.08/23.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.12	-0.29	19.06
绝对收益	4.87	4.51	17.93

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

江苏神通：核电招标大潮延续，在研产品市场广阔 2016-06-27

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	427.5	600.5	819.9	1,033.4	1,257.3
同比增长(%)	-8.2%	40.5%	36.5%	26.1%	21.7%
营业利润(百万元)	16.1	50.2	95.9	155.4	192.3
同比增长(%)	-72.3%	212.8%	90.8%	62.1%	23.8%
净利润(百万元)	16.6	51.6	86.9	138.1	172.6
同比增长(%)	-69.2%	211.2%	68.4%	58.9%	25.0%
每股收益(元)	0.07	0.21	0.36	0.57	0.71
PE	317.9	102.2	60.6	38.2	30.5
PB	4.7	4.3	3.0	2.9	2.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

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	427.5	600.5	819.9	1,033.4	1,257.3	年增长率					
减:营业成本	284.2	355.7	498.9	617.6	757.3	营业收入增长率	-8.2%	40.5%	36.5%	26.1%	21.7%
营业税费	2.8	9.4	5.7	7.2	8.8	营业利润增长率	-72.3%	212.8%	90.8%	62.1%	23.8%
销售费用	50.1	62.1	86.1	108.5	132.0	净利润增长率	-69.2%	211.2%	68.4%	58.9%	25.0%
管理费用	66.7	97.5	114.8	129.2	150.9	EBITDA 增长率	-52.3%	202.2%	30.8%	43.4%	19.4%
财务费用	-0.1	12.0	8.0	6.0	6.0	EBIT 增长率	-69.6%	289.3%	66.9%	55.4%	22.9%
资产减值损失	11.6	13.4	14.0	13.0	13.5	NOPLAT 增长率	-69.9%	279.2%	70.0%	55.4%	24.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.2%	20.1%	-14.4%	38.8%	-13.1%
投资和汇兑收益	3.8	-0.1	3.5	3.5	3.5	净资产增长率	20.7%	7.7%	42.6%	6.4%	7.5%
营业利润	16.1	50.2	95.9	155.4	192.3						
加:营业外净收支	3.3	11.6	6.4	7.1	8.3	盈利能力					
利润总额	19.3	61.8	102.2	162.4	200.6	毛利率	33.5%	40.8%	39.1%	40.2%	39.8%
减:所得税	2.8	10.2	15.3	24.4	28.1	营业利润率	3.8%	8.4%	11.7%	15.0%	15.3%
净利润	16.6	51.6	86.9	138.1	172.6	净利率	3.9%	8.6%	10.6%	13.4%	13.7%
						EBITDA/营业收入	7.8%	16.9%	16.2%	18.4%	18.0%
						EBIT/营业收入	3.7%	10.4%	12.7%	15.6%	15.8%
						偿债能力					
						资产负债率	35.5%	37.4%	32.2%	31.1%	35.8%
						负债权益比	54.9%	59.8%	47.4%	45.2%	55.8%
						流动比率	2.33	1.98	2.82	3.01	2.60
						速动比率	1.67	1.37	2.28	2.19	2.01
						利息保障倍数	-208.18	5.20	13.02	26.89	33.05
						营运能力					
						固定资产周转天数	175	220	208	157	123
						流动营业资本周转天数	448	388	271	270	264
						流动资产周转天数	851	693	667	667	633
						应收帐款周转天数	379	325	255	255	255
						存货周转天数	222	205	158	155	157
						总资产周转天数	1,270	1,110	990	914	827
						投资资本周转天数	789	744	552	482	431
						费用率					
						销售费用率	11.7%	10.3%	10.5%	10.5%	10.5%
						管理费用率	15.6%	16.2%	14.0%	12.5%	12.0%
						财务费用率	0.0%	2.0%	1.0%	0.6%	0.5%
						三费/营业收入	27.3%	28.6%	25.5%	23.6%	23.0%
						投资回报率					
						ROE	1.5%	4.2%	5.0%	7.5%	8.7%
						ROA	0.9%	2.6%	3.4%	5.1%	5.6%
						ROIC	1.8%	4.6%	6.5%	11.8%	10.6%
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.05	0.07	0.11	0.14
						分红比率	65.2%	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	118.0	108.5	691.4	364.5	721.2	EPS(元)	0.07	0.21	0.36	0.57	0.71
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	4.66	5.01	7.15	7.61	8.17
应收帐款	546.5	537.3	624.2	839.8	941.4	PE(X)	317.9	102.2	60.6	38.2	30.5
应收票据	57.1	124.9	80.1	149.5	122.9	PB(X)	4.7	4.3	3.0	2.9	2.7
预付帐款	15.4	28.6	26.7	43.8	44.2	P/FCF	-23.4	-115.7	35.2	-17.6	13.5
存货	314.0	369.5	351.2	541.0	553.0	P/S	12.3	8.8	6.4	5.1	4.2
其他流动资产	64.2	28.3	66.8	53.1	49.4	EV/EBITDA	139.8	48.4	35.4	26.5	20.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	CAGR(%)	102.7%	49.6%	17.3%	102.7%	49.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	3.1	2.1	3.5	0.4	0.6
长期股权投资	-	78.8	78.8	78.8	78.8	ROIC/WACC	0.2	0.4	0.6	1.1	1.0
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	249.2	484.7	462.8	440.8	418.9						
在建工程	208.2	9.4	9.4	9.4	9.4						
无形资产	138.5	136.1	129.5	122.9	116.3						
其他非流动资产	42.6	41.7	41.0	40.6	39.3						
资产总额	1,753.8	1,947.7	2,561.8	2,684.3	3,094.6						
短期债务	43.8	139.0	-	-	-						
应付帐款	290.0	237.7	427.5	396.0	613.7						
应付票据	46.4	58.6	88.3	93.6	129.4						
其他流动负债	98.9	169.0	136.6	171.8	191.4						
长期借款	66.0	50.0	100.0	100.0	100.0						
其他非流动负债	76.9	74.7	71.4	74.3	73.4						
负债总额	621.9	729.0	823.7	835.7	1,108.0						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	216.1	219.6	243.1	243.1	243.1						
留存收益	915.8	999.1	1,495.0	1,605.5	1,743.5						
股东权益	1,131.9	1,218.6	1,738.1	1,848.6	1,986.6						
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	16.6	51.6	86.9	138.1	172.6						
加:折旧和摊销	17.8	39.8	28.6	28.6	28.6						
资产减值准备	11.6	13.4	-	-	-						
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	1.6	9.5	8.0	6.0	6.0						
投资损失	-3.8	0.1	-3.5	-3.5	-3.5						
少数股东损益	-	-	-	-	-						
营运资金的变动	-11.4	-72.1	167.1	-478.1	183.8						
经营活动产生现金流量	-38.7	11.1	287.1	-309.0	387.4						
投资活动产生现金流量	-101.4	-170.1	3.5	3.5	3.5						
融资活动产生现金流量	84.2	145.9	292.3	-21.4	-34.2						

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