江苏神通(002438)/通用机械 收购节能环保资产，“内涵+外延”双轨驱动发展

评级：买入(上调)

市场价格：18.48

目标价格：24

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

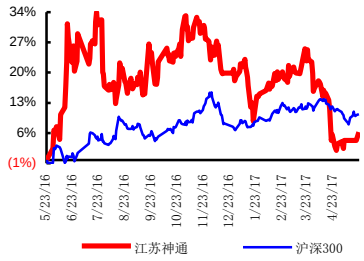
电话：

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)	18.48
市值(百万元)	4,490
流通市值(百万元)	2,518

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 核电业绩兑现持续稳定，深化产业升级涉猎军工

2 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	56.59	46.87	41.60
PEG	—	0.42	1.05	2.26	3.29
P/B	5.33	3.73	2.59	2.45	2.32

投资要点

- **事件：**公司近日发布公告，拟以支付现金形式获得江苏瑞帆节能科技服务有限公司（简称“瑞帆节能”）100%的股权，对应的交易价格暂估为 3.86 亿元。

- **瑞帆节能经营情况良好，并表后可大幅提高公司业绩。**瑞帆节能截止 2016 年 12 月 31 日的总资产为 2.00 亿元，所有者权益为 0.97 亿元，2016 年度营业收入为 0.59 亿元，净利润为 0.22 亿元（未经审计）。瑞帆节能 2016 年营收和净利润分别为公司 2016 年营收和净利润的 9.83%和 42.67%，并表后将大幅提高公司业绩。

- **业绩承诺保持高增长，共管账户、分期支付等保障业绩兑现。**瑞帆节能 2017、2018、2019、2020 承诺净利润分别不低于 3300 万元、4500 万元、5000 万元、6500 万元，分别同比增长 50%、36%、11%、30%。为保证业绩兑现，江苏神通与股权转让方在签署正式协议之后，以各股权转让方名义分别开立由江苏神通及各股权转让方分别共同管理的共管账户，在完成标的股权转让以及 2017/2018/2019/2020 年度出具审计报告五个时间点分别支付 30%、20%、15%、15%、20%股权转让款。此外，股权转让方购买公司的股票并自愿锁定，在瑞帆节能实现相应的承诺利润后分期解锁，体现了标的公司对未来经营业绩成长的信心。

- **拓展节能环保服务，打造“能源服务+能源环保”产业布局。**标的公司主营业务为高炉煤气湿法改干法及 TRT 余热利用、脱硫脱硝系统节能技术应用的合同能源管理（EMC），是经国家发改委和财政部登记备案的节能服务公司，享受“三免三减半”的税收优惠政策。标的公司具备较为丰富的节能服务项目运营管理经验，正在运行的合同能源管理项目效果良好。本次并购投资是公司向能源环保及服务领域拓展的重要举措，符合公司的发展战略规划，本次投资完成后将有利于公司业务向“能源服务+能源环保”延伸，开发新的业务模式，优化公司的核心竞争力，打造新的利润增长点，增强盈利能力，使得公司的主营业务得到进一步的延伸和拓展，提升公司品牌影响力，为公司的后续持续健康发展增添动力。

- **服务维保业务契合、目标客户群体重合，协同效应明显。**标的公司合同能源管理的商业模式要求其提供科技节能服务的同时满足用户系统维修维保

的需求，与江苏神通推进的服务维保业务相契合，且标的公司的目标客户群体与江苏神通大致相同，本次投资并购在优化公司产业布局的同时，还将产生一定的协同效应，共享销售渠道、技术研发、维保服务等，对江苏神通及标的公司具有双向互补的促进作用，将为江苏神通在能源环保服务领域的业务拓展及标的公司的市场开拓上创造更多机会。

- **核电阀门处于交付与采购的高峰期，业绩兑现保持高度持续性和稳定性。**2016 年，核电方面，公司新增订单 3.26 亿，毛利 46.88%，同比上升 9.73%，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，有利于公司在核电球阀和蝶阀方面的龙头地位，公司各项标准化管理工作在提高工作效率方面取得了显著的成效。

- **发展战略清晰，内涵式经营成长和外延式并购齐头并进，未来业绩稳定增长可期。**江苏神通 2015 年通过发行股份并支付现金的方式购买无锡法兰 100%的股权，实施了上市以来的首单并购，过去两年来无锡法兰的经营业绩承诺已足额达成。2016 年江苏神通启动了非公开发行，并于 2017 年初成功融资 4.63 亿元，进一步助力公司转型升级发展。江苏神通本次再次启动并购是公司实施并购战略的具体体现，印证了公司“内涵+外延”双轨驱动发展的决心和实力。

- **投资建议：**维持 2017-2019 年归母净利预测 0.79 亿元、0.96 亿元和 1.08 亿元不变；考虑收购后资产注入，参考标的公司承诺业绩，2017-2019 年归母净利将增厚至 1.12 亿元、1.41 亿元、1.58 亿元，当前股价对应三年 PE 分别为 40、32、28 倍，维持目标价 24 元，上调至“买入”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，标的公司业绩不达预期。

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。