

2023年08月31日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 江苏神通 (002438)

### 2023年中报点评：核电业务改善，新业务带来新机遇

#### ◆ 事件

公司8月14日公告，2023H1实现营收（9.99亿元，+8.28%），归母净利润（1.25亿元，+20.37%），毛利率（30.48%，+2.15pcts），净利率（12.55%，+1.26pcts）。2023Q2实现营收（5.02亿元，同比+22.03%，环比+1.07%），归母净利润（0.49亿元，同比+62.72%，环比-34.94%），毛利率（30.50%，同比+2.42pcts，环比+0.05pcts），净利率（9.84%，同比+2.46pcts，环比-5.44pcts）。

#### ◆ 以核电与冶金领域为基础，持续开拓新产品、拓展新领域

公司从事工业特种专用阀门的研发生产，是国内首批进军核电领域的阀门企业之一，业务范围涵盖冶金、核电、能源化工、氢能领域，并于2022年末设立全资子公司神通半导体从而进军半导体装备特种阀门领域。另外，在公司规模扩大的情况之下，将军品事业部独立作为全资子公司进行运营，贯彻军品融合发展机遇。公司以“巩固冶金、发展核电、拓展石化、服务能源”为发展目标，在保证阀门制造优势的同时，持续丰富产品线，注重产品生产过程的自动化和管理信息化水平管理，进一步提高效率，增强核心竞争力。

#### ◆ 核电业务结构有所改善，布局氢能、半导体等新领域

公司2023H1营业收入（9.99亿元，+8.28%）和归母净利润（1.25亿元，+20.37%）增速较去年同期均实现扭负为正；毛利率（30.48%，+2.15pcts）和净利率（12.55%，+1.26pcts）均有所提高，毛利率提高主要系高毛利的核电产品业务占比与毛利率均有所提高。单看2023Q2，公司实现营收5.02亿元（同比+22.03%，环比+1.07%），归母净利润0.49亿元（同比+62.72%，环比-34.94%）同比有较大幅度的提升，毛利率30.50%（同比+2.41pcts，环比+0.05pcts），净利率9.84%（同比+2.46pcts，环比-5.44pcts）环比有所下降。2023H1分应用领域来看：

投资评级

买入

首次评级

2023年08月30日

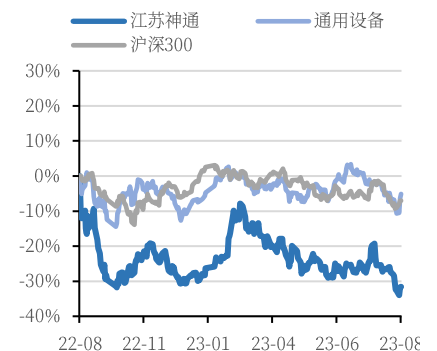
收盘价(元):

10.53

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	507.54
总市值(百万)	5,344.37
流通股本(百万股)	468.93
流通市值(百万)	4,937.80
12月最高/最低价(元)	16.06/10.08
资产负债率(%)	46.81
每股净资产(元)	6.01
市盈率(TTM)	21.48
市净率(PB)	1.75
净资产收益率(%)	4.11

#### 股价走势图



#### 作者

梁晨	分析师
SAC执业证书: S0640519080001	
联系电话: 010-59562536	
邮箱: liangc@avicsec.com	
张超	分析师
SAC执业证书: S0640519070001	
联系电话: 010-59219568	
邮箱: zhangchao@avicsec.com	
王绮文	研究助理
SAC执业证书: S0640121120018	
邮箱: wangqw@avicsec.com	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

①**核电领域**，实现收入 3.51 亿元 (+57.66%)，毛利率 42.47% (+2.75pcts) 有所回升，主要系交付批次中核电产品结构调整，同时业务占比 35.08% (+10.99pcts) 大幅增加；

②**冶金领域**，实现收入 1.68 亿元 (-41.92%)，大幅下降，主要系钢铁冶金行业整体呈现需求低迷态势，毛利率 31.44% (-1.00pcts) 有所下降主要系公司产品价格适当微调以获取更多订单，业务占比 16.78% (-14.50pcts) 持续下降；

③**能源行业**，实现收入 3.42 亿元(+13.93%)稳步提升，毛利率 11.88% (同比-1.65pcts，与 2022 年相比+2.42pcts) 较 2022 年有所回升，主要系 2022 年大型特种法兰建设项目投产过程中部分重型设备调试故障，导致部分订单采取外协模式，随着外协订单的逐步回收，毛利率也会逐步恢复，业务占比 34.19% (+1.70pcts) 进一步增加；

④**节能环保行业**，实现收入 0.86 亿元 (+53.41%)，毛利率 35.95% (+17.16pcts) 均大幅提升，业务占比 8.64% (+2.54pcts) 持续提高。

从部分子公司情况来看：

①**无锡法兰**，主要从事能源化工和核电领域法兰锻件研发生产，实现收入 4.13 亿元 (+38.95%)，净利润 0.12 亿元 (-17.91%) 降幅较大，主要系外协订单增加致使成本增加；

②**瑞帆节能**，以钢铁企业煤气系统的节能改造和煤气的回收利用业务为主，实现收入 0.86 亿元 (+53.41%)，净利润 0.22 亿元 (+188.84%) 大幅提升，主要系项目建成后的收益分享；

③**神通核能**，主要从事核电阀门业务，同时将江苏神通核电军工事业部业务划转至神通核能，以逐步实现从阀门向装备、从核电向核能、从项目建设向全生命周期服务的拓展，但目前军品阀门处于研制推广阶段，实现收入 0.30 亿元 (+97.85%)，净利润-44.97 万元 (-68.08%) 收入稳定增长而净利润有所下降；

④**神通新能源**，主要以氢能源领域阀门业务为主，实现收入 0.08 亿元 (+833.76%)，增幅较大，主要系公司产品开始陆续投入市场，净利润-0.02 亿元 (+19.66%)。

另外，公司于 2022 年 12 月投资设立神通半导体，以承载半导体装备特种阀门业务，目前真空阀门、超洁净阀门等已进入试验验证阶段；2020 年公司以 19.90% 的持股比例参股四川鸿鹏，主要以固定翼无人机、运输机、直升机、通用航空等提供涡桨发动机及涡喷、涡轴衍生产品业务。

公司公告报告期内新增订单 10 亿元，其中核电军工事业部 2.62 亿元、无锡法兰 3.92 亿元、冶金事业部 2.00 亿元、能源装备事业部 1.28 亿元、瑞帆节能 0.18 亿元，在手订单将为公司业绩提供强力支撑。

#### ◆ 加强研发投入，降本增效效果显现

费用端来看，公司 2023H1 期间费用率（15.75%，同比+0.88pcts）有所提高，主要系研发费用率（4.02%，同比+0.94pcts）提升所致。另外，三费费率（11.73%，同比-0.07pcts）小幅下降，降本增效取得一定成果，其中管理费用率 5.20%（同比+0.38pcts）；销售费用率（5.25%，同比-0.85pcts）下降，主要系销售规模扩大；财务费用率 1.28%（同比+0.41pcts）小幅提高，主要系支付银行借款利息增加。

资产负债端来看，公司 2023H1 应收票据 1.30 亿元，较 2022 年下降 51.61%，下降较多主要系用于支付采购款所致；预付款项 0.45 亿元，较 2022 年增加 29.74%，我们认为主要系下游需求提升。

现金流方面看，公司 2023H1 经营活动产生的现金流净额-3752.26 万元，较 2022 年同期由正转负，主要系回款周期影响，上半年一般进行备货等方面支出，而回款一般在下半年。

#### ◆ 募投项目已建设完成，产能释放助力业务发展

随着我国核电建设持续推进，乏燃料年产量逐渐增加，通过乏燃料处理提高核燃料利用效率的需求日益迫切，公司紧抓市场机遇，于 2021 年募投建设“乏燃料关键设备研发及产业化项目（二期）项目”，现已建设完成，目前处于采购设备以及安装调试阶段，随着项目订单增加和建设加快，后期投入将逐步增加。乏燃料项目的建成将丰富公司乏燃料后处理产品线，提升公司在乏燃料后处理领域的技术优势和领先地位。

另外，基于公司自身发展规划，提高锻造法兰产能、扩展产品线，以紧跟风电、核电及石化等锻造行业需求向高端化、大型化转变的发展趋势，同时募投建设“大型特种法兰研制及产业化建设项目”，现设备已完成安装并陆续进入试生产阶段，已基本达到预定可使用状态，未来将助力公司在稳固已有市场的情况下，拓宽应用领域。

#### ◆ 受益于绿色低碳政策引领，阀门市场需求有望进一步提升

在绿色发展、能源安全、碳达峰碳中和、节能减排等政策支持的大背景下，核电、能源石化、冶金等领域将充分受益。具体来看，核电作为安全、经济、高效的清洁能源具有较大的发展空间，据《中国核能发展与展望（2023）》，预计到 2035 年，我国核能发电量在总发电量的占比将达到 10%，

相比 2022 年翻倍。在我国 2022 年获批 10 台核电新机组，2023 年再次获批 6 台的趋势之下，新增核电阀门设备市场需求将进一步扩大，与此同时也将带动维修、服务需求的提升。

能源石化行业作为阀门设备的重要市场，涵盖石油化工、煤化工、天然气集储输、火电（热电）等领域，市场空间巨大。冶金阀门市场受到钢企环保压力的影响，未来随着钢铁产能的逐步置换，行业将回归良性发展。

#### ◆ 投资建议

1. 随着核电站的加速建设，公司阀门、法兰锻件以及乏燃料业务需求的提升具有可持续性。同时，公司公告报告期内核电军工事业部以及无锡法兰新增订单，其中核电产品部分也将为未来 2-3 年业绩提供保障；
2. 公司军品阀门目前处于研制推广阶段，未来推出市场或将受益于“十四五”需求的提升；
3. 公司在保持传统业务领域稳固的同时，布局新领域，在碳减排和清洁能源的需求下，随着氢能业务的陆续释放，将带动业绩增长。另外，半导体领域产品的逐步推出市场，也将贡献新的业绩增长点；
4. 能源化工领域作为阀门市场空间最大的行业，随着在外资项目上的突破，出口国际市场或将成为业绩贡献新方向；
5. 冶金行业受益于碳中和政策，未来随着下游行业的回暖将带来业绩的恢复；

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 23.91 亿元、29.50 亿元、36.60 亿元，归母净利润分别为 2.75 亿元、3.38 亿元、4.26 亿元，EPS 分别为 0.54 元、0.67 元、0.84 元，首次覆盖，给予“买入”评级，2023 年 8 月 30 日收盘价 10.53 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 19.50 倍、15.72 倍、12.54 倍。

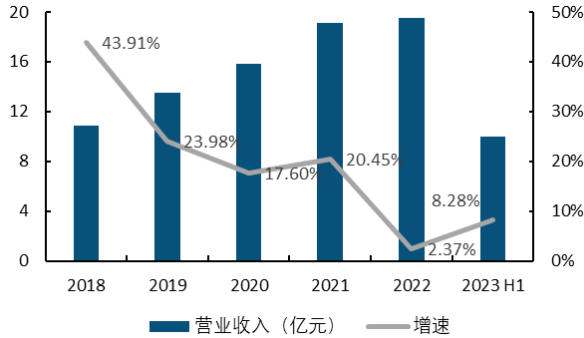
#### ◆ 风险提示

核电行业政策风险、项目招标不及预期、下游市场拓展不及预期

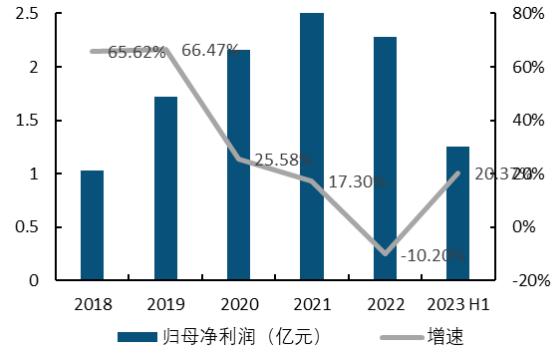
#### ◆ 盈利预测

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1955.05	2390.84	2949.81	3659.54
增长率	2.37%	22.29%	23.38%	24.06%
归属母公司股东净利润	227.55	274.97	338.47	426.21
增长率	-10.20%	20.84%	23.09%	25.92%
每股收益(EPS) (元)	0.45	0.54	0.67	0.84

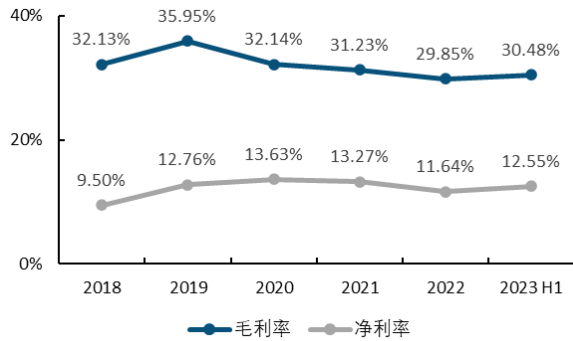
资料来源：iFind，中航证券研究所

**◆ 公司年报主要财务数据**
**图 1 营业收入及增速（单位：亿元；%）**


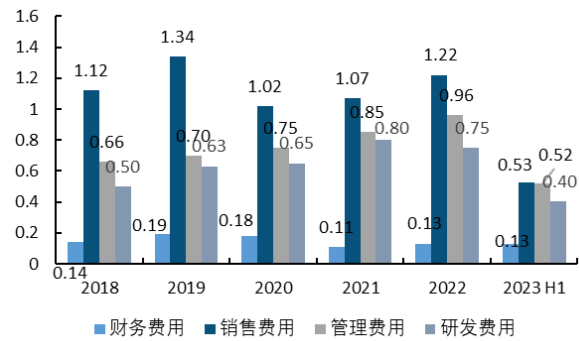
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 2 归母净利润及增速（单位：亿元；%）**


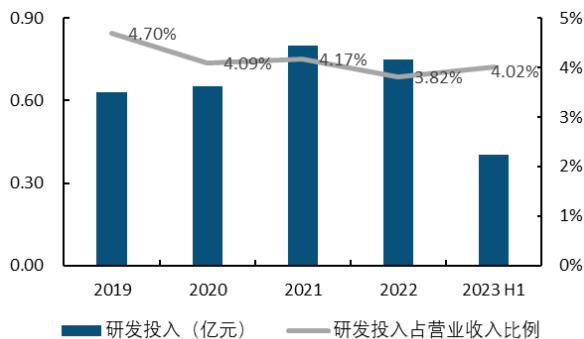
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 3 毛利率及净利率（%）**


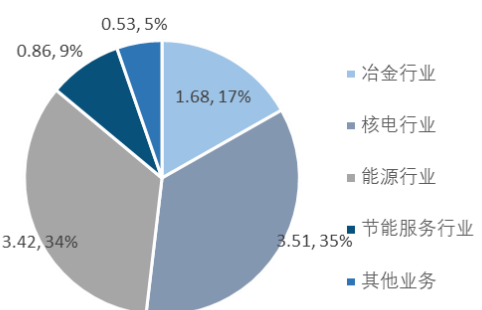
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 4 期间费用情况（单位：亿元）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 5 研发占营收占比（单位：亿元；%）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 6 公司 2023H1 年产品结构（%）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

板块拆分预测（数据单位：百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
核电行业	营业收入	628.50	981.59	1379.92	1872.41
	增长率	24.50%	56.18%	40.58%	35.69%
	毛利率	41.41%	41.54%	41.55%	40.46%
能源装备行业	营业收入	581.27	665.79	785.43	920.13
	增长率	1.87%	14.54%	17.97%	17.15%
	毛利率	9.46%	10.73%	9.90%	10.01%
冶金行业	营业收入	468.74	382.87	328.81	286.16
	增长率	-4.00%	-18.32%	-14.12%	-12.97%
	毛利率	30.31%	29.78%	26.43%	25.56%
节能环保行业	营业收入	158.93	241.96	334.02	456.00
	增长率	44.90%	52.24%	38.05%	36.52%
	毛利率	39.02%	33.26%	33.24%	32.49%
其他业务	营业收入	117.61	118.63	121.64	124.83
	增长率	-50.24%	0.87%	2.53%	2.63%
	毛利率	54.72%	40.18%	38.65%	38.14%

数据来源：iFind，中航证券研究所



财务报表与财务指标（数据单位：百万元）

利润表	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1955.05	2390.84	2949.81	3659.54	货币资金	915.29	597.71	737.45	914.88
营业成本	1371.39	1669.52	2053.66	2540.82	应收票据及账款	1145.39	1383.61	1683.09	2067.49
税金及附加	16.36	20.65	25.47	31.60	预付账款	35.02	39.83	47.44	54.74
销售费用	122.32	143.45	175.51	216.28	其他应收款	24.61	27.31	31.20	36.60
管理费用	96.14	117.87	144.54	178.59	存货	850.21	1031.76	1261.73	1556.44
研发费用	74.71	95.63	126.84	168.34	其他流动资产	319.95	330.18	364.33	387.10
财务费用	12.51	21.05	25.33	25.54	长期股权投资	15.47	16.20	17.63	19.60
资产减值损失	-20.06	-21.52	-23.60	-25.62	固定资产	1096.30	1346.64	1741.52	1990.33
信用减值损失	-19.89	-21.52	-23.60	-25.62	在建工程	840.36	950.30	760.24	570.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	109.26	95.21	86.59	80.04
投资收益	12.47	15.06	14.80	15.76	长期待摊费用	29.41	29.71	17.50	20.00
公允价值变动损益	1.85	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	418.88	437.06	442.02	447.73
资产处置收益	0.28	0.50	0.57	0.45	资产总计	5800.14	6285.52	7190.74	8145.14
其他收益	20.87	15.91	16.29	17.69	短期借款	655.64	586.36	825.07	934.58
营业利润	257.14	311.11	382.91	481.04	应付票据及账款	1034.45	1270.43	1573.89	1955.66
营业外收入	0.11	0.45	0.28	0.36	其他流动负债	441.39	551.69	694.66	892.43
营业外支出	1.32	2.29	2.51	2.04	流动负债合计	2131.48	2408.48	3093.62	3782.68
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	514.01	475.21	390.93	274.95
利润总额	255.93	309.26	380.68	479.37	其他非流动负债	201.22	203.13	205.09	206.54
所得税	28.38	34.30	42.22	53.16	非流动负债合计	715.22	678.34	596.02	481.49
净利润	227.55	274.97	338.47	426.21	负债合计	2846.70	3086.82	3689.64	4264.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	507.54	507.54	507.54	507.54
归属母公司股东净利润	227.55	274.97	338.47	426.21	资本公积	1155.95	1155.95	1155.95	1155.95
<b>现金流量表</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	留存收益	1289.96	1535.22	1837.62	2217.50
经营性现金净流量	246.66	400.09	507.82	627.47	归属母公司权益	2953.44	3198.70	3501.10	3880.98
投资性现金净流量	-859.27	-558.85	-461.10	-371.69	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	958.44	-158.82	93.03	-78.35	股东权益合计	2953.44	3198.70	3501.10	3880.98
现金流量净额	345.86	-317.59	139.74	177.43	负债和股东权益合计	5800.14	6285.52	7190.74	8145.14

数据来源：iFind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637