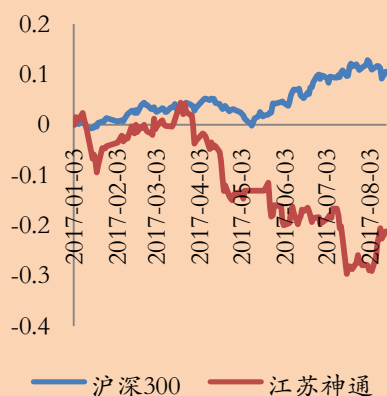




江苏神通 (002438)

投资评级：买入

报告日期：2017-8-15



吴海滨

0551-65161836

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

订单充足待发力 多元并购寻增长

2017 年上半年，公司实现营业收入 32,099.08 万元，同比增长 9.94%；归属于上市公司股东的净利润 2,585.44 万元，同比增长 6.19%；每股收益 0.05 元/股，同比增长 6.19%。

业绩低于预期 待厚积薄发

上半年受益于以往年度核电阀门订单交货增加，公司核电领域业务营收增长达到 37.89%，成为利润来源主力推动公司总体盈利增长；冶金领域营收实现 16.99% 的增长，能源装备营收下降 24.14%。受到上半年钢材价格上涨和行业竞争的影响，毛利率较去年同期下降了 4.1 个百分点到 35.35%。总体来看，公司业绩不达预期。另一方面，公司经营活动现金流由负转正大幅好转，期间费用占营收比重下降了近 3 个百分点，经营效率持续改善。订单方面，公司核电事业部累计取得订单 1.13 亿元，冶金事业部累计取得订单 1.38 亿元，无锡法兰累计取得订单 1.5 亿元，都较同期实现了不同程度的增长，公司接单能力强劲，订单量充足，虽受外部环境的影响，但有望厚积薄发。

收购瑞帆节能实现多元化发展

报告期内，公司启动了收购江苏瑞帆节能科技服务有限公司 100% 股权的并购项目，以实现公司向“能源环保+节能服务”延伸的多元化战略布局，形成新的盈利增长点。瑞帆节能主营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，与公司产品的应用领域大致相同，其商业模式与公司推进的服务维保业务相契合，因而在产品推广、技术研发等方面能发挥协同效应。

核电建设进度或加快 公司有望享福利

公司与无锡法兰强强联合，拥有核电工程招标核级蝶阀、球阀和核 1 级法兰的 90% 以上的订单，在核电阀门和法兰领域独霸一方。《政府工作报告》提出今年将有 8 台核电机组通过审核，意味着行业在经历 2016 年的核准空窗期后将迎来订单释放。目前中核集团与中广核集团在华龙一号的技术融合问题已得到解决，采用 AP1000 技术的三门核电 1 号机组正在进入装料准备阶段，有望年底或明年年初投入商运。这些预示着制约机组核准进度的一大障碍——三代核电技术的应用将被消除，核电建设进度或加快。公司作为行业龙头将率先受益。

投资建议

公司是阀门细分领域龙头，我们预计 2016/17/18 归母净利润为 0.85/1.08/1.23 亿元，EPS 为 0.17/0.22/0.25 元，给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	600	786	873	987
收入同比(%)	40%	31%	11%	13%
归属母公司净利润	52	85	108	123
净利润同比(%)	211%	65%	27%	14%
毛利率(%)	40.8%	38.3%	39.6%	38.9%
ROE(%)	4.2%	4.9%	6.0%	6.5%
每股收益(元)	0.11	0.17	0.22	0.25
P/E	77.32	46.93	37.05	32.54



P/B	3.27	2.31	2.23	2.13
EV/EBITDA	46	26	23	21

资料来源：华安证券研究所

财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,197	1,858	2,083	2,250	营业收入	600	786	873	987
现金	109	662	653	678	营业成本	356	485	527	603
应收账款	537	650	754	835	营业税金及附加	9	9	12	12
其他应收款	17	21	26	28	销售费用	62	75	87	96
预付账款	29	35	44	58	管理费用	97	117	126	145
存货	374	433	512	562	财务费用	12	4	(0)	(0)
其他流动资产	131	56	94	89	资产减值损失	13	5	4	(2)
非流动资产	751	624	587	547	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	79	0	0	0	投资净收益	(0)	0	0	0
固定资产	485	454	423	393	营业利润	50	92	118	134
无形资产	136	127	119	111	营业外收入	13	8	9	10
其他非流动资产	51	43	45	43	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1,948	2,482	2,669	2,797	利润总额	62	100	127	144
流动负债	604	645	769	818	所得税	10	15	19	22
短期借款	139	136	134	131	净利润	52	85	108	123
应付账款	228	284	324	362	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	237	224	312	326	归属母公司净利润	52	85	108	123
非流动负债	125	111	109	104	EBITDA	101	136	157	173
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	0.11	0.17	0.22	0.25
其他非流动负	75	61	59	54					
负债合计	729	756	878	922					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	220	486	486	486					
资本公积	630	815	815	815					
留存收益	369	425	490	574					
归属母公司股东权	1,219	1,726	1,791	1,875					
负债和股东权益	1,948	2,482	2,669	2,797					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	11	103	23	60	成长能力				
净利润	52	85	108	123	营业收入	40.46%	30.83%	11.07%	13.14%
折旧摊销	40	40	39	39	营业利润	212.83%	83.20%	27.90%	14.07%
财务费用	9	4	(0)	(0)	归属于母公司净利润	211.22%	64.84%	26.67%	13.86%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	(68)	(31)	(127)	(99)	毛利率(%)	40.77%	38.30%	39.59%	38.95%
其他经营现金	(22)	5	4	(2)	净利率(%)	8.59%	10.82%	12.34%	12.42%
投资活动现金流	(170)	79	0	0	ROE(%)	4.23%	4.93%	6.01%	6.54%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	5.54%	6.44%	8.35%	8.91%
长期投资	(79)	79	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(91)	0	0	0	资产负债率(%)	37.43%	30.46%	32.91%	32.96%
筹资活动现金流	146	372	(33)	(35)	净负债比率(%)	30.65%	-11.72%	-6.68%	-1.69%
短期借款	95	(3)	(3)	(3)	流动比率	1.98	2.88	2.71	2.75
长期借款	(16)	0	0	0	速动比率	1.36	2.21	2.04	2.06
普通股增加	3	267	0	0	营运能力				
资本公积增加	43	185	0	0	总资产周转率	0.32	0.35	0.34	0.36
其他筹资现金	21	(77)	(30)	(32)	应收账款周转率	1.14	1.37	1.29	1.29
现金净增加额	(13)	554	(10)	25	应付账款周转率	2.77	3.07	2.87	2.88

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.17	0.22	0.25	P/E	77.3	46.9	37.0	32.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.21	0.05	0.12	P/B	3.3	2.3	2.2	2.1
每股净资产(最新摊薄)	2.51	3.55	3.69	3.86	EV/EBITDA	46.46	26.14	22.78	20.59

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。