

2017年08月15日

公司研究·证券研究报告

江苏神通 (002438.SZ)

公司快报

核电业绩释放，钢材价格上涨致毛利率明显下滑

投资要点

◆ **核电业绩释放，钢材价格上涨致毛利率明显下滑**：公司 2017 年上半年，实现营业收入 3.21 亿元，同比增长 9.94%；营业利润 2,666 万元，同比增长 1.80%；归属于上市公司股东的净利润 2585 万元，同比增长 6.19%；经营性现金流净值为 1699 万元，好于去年同期的净流出 3745 万元。分项来看，核电行业的营收 1.34 亿元，同比增加 37.89%，主要由于核电阀门订单在上半年交货增加所致；法兰及锻件产品的营收为 1.08 亿元，毛利率为 19.33%，较上年同期下降 16.21%，主要原因是报告期内原材料钢材价格上涨、市场竞争激烈所致；非标阀门及其他的营业收入为 5614 万元，同比增长 36.79%，主要由于备品备件销售量比去年同期增加所致。

◆ **外延并购瑞帆节能，战略布局思路清晰**：公司 2015 年收购无锡法兰，开启首次并购；今年继续加码外延收购瑞帆节能，公司向能源环保及服务领域发展，开发新的业务模式。瑞帆节能承诺 2017-2020 年净利润分别不低于 2700 万元、3900 万元、4500 万元、5200 万元，四年累计承诺净利润总额 1.63 亿元。此次收购通过共管账户、分期支付股权转让价款的方式保障了业绩的兑现，未来几年并表后公司业绩会大幅提升。本次投资并购将产生一定的协同效应，瑞帆节能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将满足用户系统维修维保的需求，与公司推进的服务维保业务相契合；瑞帆节能的目标客户群体与本公司大致相同，共享销售渠道、技术研发、维保服务等，将为公司能源环保服务领域的业务拓展及瑞帆节能的市场开拓上创造更多机会。

◆ **核电新建项目审批重启预期加强，公司核电业务受益**：国家能源局今年 2 月印发的《2017 年能源工作指导意见》指出，年内计划开工 8 台机组。2017 年 7 月，随着全球首批第三代 AP1000 核电站三门 1 号、海阳 1 号机组试热完成，核电项目再次开启审批窗口的预期强烈。核电是“一带一路”及“走出去”国家战略重要组成部分，英国欣克利角 C、巴基斯坦卡拉奇的开工建设，以及十家涉核国企签署联合宣言共同推动具有中国自主知识产权“华龙一号”项目建设，都将为中国核电产业链的走出去创造更多条件。公司在国内在建核电工程核级蝶阀、球阀超过 90% 的市场份额，单台机组所需蝶阀球阀价值在 5000 万元左右；子公司无锡法兰拥有核一级锻件的制造许可证，2016 年取得订单 2.3 亿元，大概率将实现 2015-2017 年累计利润 6000 万元承诺。

◆ **投资建议**：核电机组审批下半年或加速直接利好公司的核电蝶阀、核级法兰等高毛利率业务；收购瑞帆节能将实现公司业务向“能源环保+节能服务”延伸，优化公司的核心竞争力，打造新的利润增长点。我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 7.67 亿元、10.22 亿元、12.96 亿元，每股收益分别为 0.15 元、0.26 元、0.37 元。给予“增持-A”投资评级，6 个月目标价为 9.6 元，相当于 2018 年 37 倍市盈率。

◆ **风险提示**：收购公司业绩承诺不能达标的风险；核电新建项目审批重启时间低于预期；冶金及石化行业竞争加剧，钢材等原材料价格上涨对业绩有负面影响等。

机械 | 其他通用机械 III

投资评级

增持-A(维持)

6 个月目标价

9.6 元

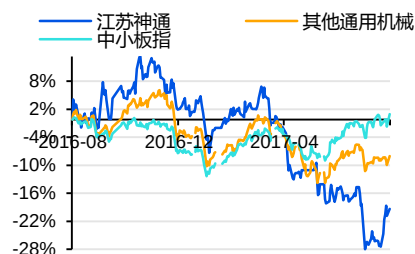
股价(2017-08-14)

8.21 元

交易数据

总市值 (百万元)	3,989.06
流通市值 (百万元)	2,269.86
总股本 (百万股)	485.88
流通股本 (百万股)	276.47
12 个月价格区间	7.22/23.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.66	-19.83	-21.21
绝对收益	1.86	-9.26	-17.55

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

021-20377169

相关报告

江苏神通：核电业务收入占比提升，产业纵横布局战略清晰 2017-03-24

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	766.6	1,022.3	1,295.8
同比增长(%)	-8.2%	40.5%	27.7%	33.4%	26.8%
营业利润(百万元)	16.1	50.2	79.9	140.9	201.6
同比增长(%)	-72.3%	212.8%	59.0%	76.4%	43.1%
净利润(百万元)	16.6	51.6	73.3	126.5	180.5
同比增长(%)	-69.2%	211.2%	42.1%	72.6%	42.7%
每股收益(元)	0.07	0.21	0.15	0.26	0.37
PE	317.9	102.2	143.7	83.3	58.3
PB	4.7	4.3	6.1	5.8	5.3

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	766.6	1,022.3	1,295.8	年增长率					
减:营业成本	284.2	355.7	478.9	626.2	777.6	营业收入增长率	-8.2%	40.5%	27.7%	33.4%	26.8%
营业税费	2.8	9.4	5.4	7.2	9.1	营业利润增长率	-72.3%	212.8%	59.0%	76.4%	43.1%
销售费用	50.1	62.1	76.7	104.8	136.1	净利润增长率	-69.2%	211.2%	42.1%	72.6%	42.7%
管理费用	66.7	97.5	107.3	127.8	155.5	EBITDA 增长率	-52.3%	202.2%	15.0%	50.7%	34.6%
财务费用	-0.1	12.0	8.0	6.0	6.0	EBIT 增长率	-69.6%	289.3%	41.2%	67.2%	41.3%
资产减值损失	11.6	13.4	14.0	13.0	13.5	NOPLAT 增长率	-69.9%	279.2%	43.8%	68.2%	42.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.2%	20.1%	-38.2%	70.6%	-19.6%
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%	41.7%	5.9%	7.9%
营业利润	16.1	50.2	79.9	140.9	201.6						
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	86.2	148.0	209.9	毛利率	33.5%	40.8%	37.5%	38.7%	40.0%
减:所得税	2.8	10.2	12.9	21.5	29.4	营业利润率	3.8%	8.4%	10.4%	13.8%	15.6%
净利润	16.6	51.6	73.3	126.5	180.5	净利率	3.9%	8.6%	9.6%	12.4%	13.9%
						EBITDA/营业收入	7.8%	16.9%	15.2%	17.2%	18.2%
						EBIT/营业收入	3.7%	10.4%	11.5%	14.4%	16.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	35.5%	37.4%	31.2%	32.7%	35.7%
货币资金	118.0	108.5	1,002.3	525.3	956.6	负债权益比	54.9%	59.8%	45.3%	48.6%	55.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.33	1.98	3.32	3.17	2.88
应收帐款	546.5	537.3	548.8	899.5	936.3	速动比率	1.67	1.37	2.79	2.36	2.29
应收票据	57.1	124.9	66.8	160.4	120.4	利息保障倍数	-208.18	5.20	11.02	24.48	34.60
预付帐款	15.4	28.6	24.5	47.0	43.4	营运能力					
存货	314.0	369.5	322.3	582.2	541.1	固定资产周转天数	175	220	222	159	119
其他流动资产	64.2	28.3	66.8	53.1	49.4	流动营业资本周转天数	448	388	272	270	264
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	851	693	758	757	683
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	379	325	255	255	255
长期股权投资	-	78.8	78.8	78.8	78.8	存货周转天数	222	205	162	159	156
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,270	1,110	1,104	1,006	871
固定资产	249.2	484.7	462.8	440.8	418.9	投资资本周转天数	789	744	515	399	358
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	费用率					
其他非流动资产	42.6	41.7	41.0	40.6	39.3	销售费用率	11.7%	10.3%	10.0%	10.3%	10.5%
资产总额	1,753.8	1,947.7	2,752.9	2,960.0	3,309.7	管理费用率	15.6%	16.2%	14.0%	12.5%	12.0%
短期债务	43.8	139.0	-	-	-	财务费用率	0.0%	2.0%	1.0%	0.6%	0.5%
应付帐款	290.0	237.7	400.9	434.1	602.8	三费/营业收入	27.3%	28.6%	25.0%	23.3%	23.0%
应付票据	46.4	58.6	82.4	102.0	127.0	投资回报率					
其他流动负债	98.9	169.0	128.3	178.3	190.8	ROE	1.5%	4.2%	4.2%	6.9%	9.2%
长期借款	66.0	50.0	100.0	100.0	100.0	ROA	0.9%	2.6%	2.7%	4.3%	5.5%
其他非流动负债	76.9	74.7	71.4	74.3	73.4	ROIC	1.8%	4.6%	5.5%	15.0%	12.5%
负债总额	621.9	729.0	782.9	888.7	1,094.0	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.04	0.05	0.03	0.05	0.07
股本	216.1	219.6	485.9	485.9	485.9	分红比率	65.2%	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	915.8	999.1	1,241.2	1,342.5	1,486.9	股息收益率	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%
股东权益	1,131.9	1,218.6	1,727.1	1,828.3	1,972.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16.6	51.6	73.3	126.5	180.5	EPS(元)	0.07	0.21	0.15	0.26	0.37
加:折旧和摊销	17.8	39.8	28.6	28.6	28.6	BVPS(元)	4.66	5.01	3.55	3.76	4.06
资产减值准备	11.6	13.4	-	-	-	PE(X)	317.9	102.2	143.7	83.3	58.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.7	4.3	6.1	5.8	5.3
财务费用	1.6	9.5	8.0	6.0	6.0	P/FCF	-23.4	-115.7	49.0	-23.3	22.6
投资损失	-3.8	0.1	-3.5	-3.5	-3.5	P/S	12.3	8.8	13.7	10.3	8.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	139.8	48.4	82.8	57.8	41.1
营运资金的变动	-11.4	-72.1	246.1	-619.0	252.0	CAGR(%)	96.9%	51.8%	10.9%	96.9%	51.8%
经营活动产生现金流量	-38.7	11.1	352.4	-461.4	463.6	PEG	3.3	2.0	13.2	0.9	1.1
投资活动产生现金流量	-101.4	-170.1	3.5	3.5	3.5	ROIC/WACC	0.2	0.4	0.5	1.4	1.2
融资活动产生现金流量	84.2	145.9	537.8	-19.1	-35.8						

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