

江苏神通 (002438) 中报点评

业绩略低于预期，核电订单确认+业务拓展将助力全年业绩

2017 年 8 月 15 日

投资评级：买入（维持）

首席证券分析师 陈显帆

事件：公司发布 2017 年中报，营收 3.21 亿（+9.94%）、归母净利润 2585 万元（+6.19%），扣非归母净利润 2260 万元（+4.93%），略低于预期。

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

投资要点

■ 核电订单确认贡献主要业绩

分业务所在行业看，冶金行业营收 1.03 亿元，同比+17%，占营业收入的比重为 32%，同比+1.9pct；核电行业营收 1.34 亿元，同比+38%，占营业收入的比重为 42%，同比+8.4pct；能源装备营收 0.71 亿元，同比-24%，占营业收入的比重为 22%，同比-10.0pct。核电业务增速较快是由于以前年度取得的核电阀门订单在报告期内交货增加所致，但本期能源装备业务下滑比较明显，是公司营收增速较低的主要原因。

■ 综合毛利率 35.35%，原材料价格上涨降低公司毛利

2017H 毛利率同比-4.1pct。分业务所在行业看，冶金行业、核电行业、能源装备的毛利率分别是 33.62%，42.20%，16.85%，同比分别为-4.40pct、-1.86pct、-14.81pct。毛利率下降主要原因是原材料（钢材）价格上涨、市场竞争激烈所致。2017H1 期间费用率合计 24.81%，同比-2.96pct，其中销售、管理、财务费用率分别同比+0.01/-2.81/-0.16pct。

■ 受益于核电回暖，公司开始迎来订单确认高峰，利好不断扩大

公司是国内阀门行业龙头，核级蝶阀、球阀占国内在建核电工程 90% 市场份额。2015 年核电订单回暖达到 4.15 亿元，2016 年核电订单 3.26 亿，2017H 核电订单 1.13 亿元。根据核电供货 2-3 年的交货期，从 2017 年开始迎来订单收入确认高峰。

据中国核电中长期规划，到 2020 年目标建成装机容量 5800 万千瓦，在建 3000 万千瓦，预计未来每年将批复建设 6 至 8 个机组。平均而言，一座百万千瓦机组核电站中所需的核电蝶阀、球阀共约 4500 万元，其中备件的需求量每年在 800 万元左右。按照核电业务订单八成来自新建核电站，两成是备品备件。公司在市占率 90% 的空间上每年会有 5 亿元的核电订单，由于三代核电技术正在准备商业运行，我国对核电站核准还没完全放开，我们预计三季度实现商运后核电订单会有大的放量，公司核电订单的在手量以及之后年份的确认都会有显著增长，公司业绩利好将不断扩大。

■ 非公开发行股票+收购江苏瑞帆节能，实现全生态布局

报告期间，公司完成非公开发行项目，募资 4.63 亿元用于建设“阀门服务快速反应中心”、“特种阀门试验平台”项目、“阀门智能制造”。其次，公司与上海盛宇合作设立 1 亿高端制造产业基金，为公司未来的并购重组和转型升级提供支持。

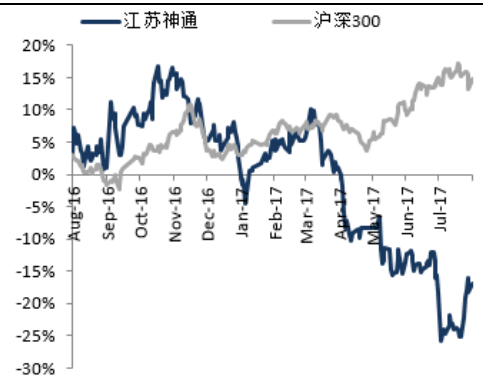
5 月 19 日公司公告以 3.26 亿元对价收购江苏瑞帆节能 100% 股权。瑞帆节能 2016 年实现营收 5896 万元，净利润 2215 万元，业绩承诺 2017-2020 年净利润分别不低于 2700 万元、3900 万元、4500 万元、5200 万元，同比增速分别为 22%、44%、15%、16%。2017 业绩承诺占江苏神通 2016 全年净利润 52%，此次收购将直接增厚母公司业绩。此外，本次投资并购将为公司能源环保服务领域的业务拓展及瑞帆节能的市场开拓上创造更多机会。公司通过内延实现从“制造”向“制造+服务”转型，通过外延实现“能源环保+节能服务”，有助于公司实现全生态布局，增加客户粘性，保障业绩长期发展。

■ 投资建议与盈利预测：

我们预计公司在 2017 年下半年核电业务将会继续增厚业绩，预计公司 2017/18/19 年的 EPS 分别为 0.11/0.13/0.14 元，对应当前股价 PE 为 72/65/59X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**核电重启低于预期，市场竞争压力大

股价走势



市场数据

收盘价（元）	8.22
一年最低价/最高价	7.22/11.74
市净率	2.4
流通 A 股市值（百万元）	2272.6

基础数据

每股净资产（元）	3.47
资产负债率（%）	29.38
总股本（百万股）	485.88
流通 A 股（百万股）	276.47

相关研究

公司点评：三季报符合预期，增发获准转型“制造+服务”落地 20161025

公司点评：中报符合预期，向“制造+服务”转型 20160818

公司点评：核电未批量交货拖累业绩，2016 年业绩拐点到来 20160412

公司点评：拟非公开发行 5.48 亿元，向“制造+服务”转型 20160205

公司点评：2015 年净利下滑 67%，看好 2016 迎来业绩拐点 20160125

江苏神通财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1197.0	1343.3	1807.0	2285.4	营业收入	600.5	671.6	835.0	1050.1
现金	108.5	120.0	360.0	400.0	营业成本	355.7	434.8	540.7	670.5
应收款项	662.1	772.8	960.8	1208.3	营业税金及附加	9.4	6.7	8.3	15.8
存货	369.5	417.0	444.4	624.5	营业费用	62.1	67.2	83.5	115.5
其他	56.9	33.6	41.7	52.5	管理费用	104.2	91.8	113.1	141.0
非流动资产	750.7	801.3	764.8	724.4	财务费用	12.0	15.0	21.2	32.0
长期股权投资	78.8	78.8	78.8	78.8	投资净收益	-0.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	494.1	549.3	517.2	481.4	其他	-6.8	4.5	4.5	4.5
无形资产	136.1	131.6	127.0	122.5	营业利润	50.2	60.6	72.7	79.9
其他	41.7	41.7	41.7	41.7	营业外净收支	11.6	5.0	0.0	0.0
资产总计	1947.7	2144.7	2571.7	3009.7	利润总额	61.8	65.6	72.7	79.9
流动负债	604.4	756.8	1134.4	1518.1	所得税费用	10.2	9.8	10.9	12.0
短期借款	219.0	293.4	558.2	800.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	287.0	345.5	429.6	532.7	归属母公司净利 润	51.6	55.8	61.8	67.9
其他	98.4	117.9	146.5	184.5	EBIT	75.8	75.6	93.9	111.9
非流动负债	124.7	124.7	124.7	124.7	EBITDA	114.8	133.3	156.7	177.8
长期借款	50.0	50.0	50.0	50.0					
其他	74.7	74.7	74.7	74.7					
负债总计	729.0	881.4	1259.0	1642.7	重要财务与估值				
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	指标	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东 权益	1218.6	1263.3	1312.7	1367.0	每股收益(元)	0.11	0.11	0.13	0.14
负债和股东权益总 计	1947.7	2144.7	2571.7	3009.7	每股净资产(元)	2.51	2.60	2.70	2.81
					发行在外股份(百 万股)	485.9	485.9	485.9	485.9
					ROIC(%)	4.7%	4.3%	4.7%	4.8%
					ROE(%)	4.2%	4.4%	4.7%	5.0%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	39.2%	34.3%	34.2%	34.7%
	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT Margin(%)	12.6%	11.3%	11.2%	10.7%
经营活动现金流	11.1	43.1	13.8	-163.6	销售净利率(%)	8.6%	8.3%	7.4%	6.5%
投资活动现金流	-170.1	-94.9	-26.3	-25.5	资产负债率(%)	37.4%	41.1%	49.0%	54.6%
筹资活动现金流	145.9	63.3	252.4	229.1	收入增长率(%)	40.5%	11.8%	24.3%	25.8%
现金净增加额	-12.9	11.5	240.0	40.0	净利润增长率(%)	211.2%	8.1%	10.7%	9.9%
折旧和摊销	39.0	57.7	62.8	65.9	P/E	77.42	71.59	64.65	58.82
资本开支	-57.4	-94.9	-26.3	-25.5	P/B	3.28	3.16	3.04	2.92
营运资本变动	-110.5	-70.4	-110.8	-297.4	EV/EBITDA	41.15	36.57	33.52	31.71
企业自由现金流	-54.3	-43.3	5.6	-161.9					

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>