

江苏神通 (002438)

公司研究/简评报告

核级蝶阀冠军，冶金环保业务持续发力

—江苏神通半年报点评

简评报告/机械

2017 年 08 月 15 日

一、事件概述

近期，江苏神通发布 2017 年半年度报告：营业收入 3.21 亿元，同比增长 9.94%；归属上市公司股东净利润 2585.44 万元，同比增长 6.19%；归属于上市公司股东的扣非净利润 2260.06 万元，同比增长 4.93%。

二、分析与判断

➤ 冶金行业实现较快增长，原材料涨价拖累毛利率下行

公司业务涵盖核电、冶金及能源三大领域。分行业看，上半年公司核电行业实现营收 1.34 亿元，较去年同期增长 37.89%，毛利率 42.20%，较去年同期增加-1.86%，较去年增加-4.68%；冶金行业实现营收 1.03 亿元，较去年同期增长 16.99%，毛利率 33.62%，较去年同期增加-4.40%，较去年增加-6.19%；能源装备实现营收 0.71 亿元，较去年同期增长-24.14%，毛利率 16.85%，较去年同期增加-14.81%，较去年增加-11.67%。

上半年原材料（钢材）价格上涨是导致产品毛利率下行的主要因素，此外冶金及石化行业竞争激烈也导致毛利率下行。根据公司 2016 年报披露，核电行业、冶金行业和能源装备中原材料价格占营业成本比重分别为 26.52%、25.74%和 33.24%。

上半年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，能源装备事业部累计取得订单 0.35 亿元，无锡法兰累计取得订单 1.5 亿元。

预计 1-9 月份归属于上市公司股东的净利润变动空间：2898.29 万元-3864.38 万元，较去年同期变动幅度：-10.00%-20.00%。

➤ 核电重启箭已上弦，核级蝶、球阀冠军料将受益

公司在国内核级蝶、球阀及法兰领域市占率在 90%以上，在冶金行业环保节能系统特种阀门领域市占率在 70%以上。公司核电板块主要产品为核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、非核级球阀、核级法兰、核级风阀以及部分核电辅助设备。公司目前具备核二、三级蝶、球阀资质，产品口径能够满足主流三代核电技术要求，并积极推进核级闸阀、截止阀和止回阀等产品许可证扩证工作。2014 年新增核电订单 2.72 亿元，2015 年新增核电订单 4.15 亿元，2016 年新增核电订单 3.26 亿元。

随着 AP1000 全球首堆（三门 1 号机组）调试工作接近尾声，国内核电项目即将重启。国家能源局计划 2017 年开工建设 8 台核电机组。我们认为公司核级蝶、球阀产品及其他核电专用装备将能够充分受益于本轮核电重启，并使公司产能得到释放。

➤ 运行核电机组日增，阀门备件及维保需求将长期增长

截至 2017 年 7 月 31 日，国内运行核电机组为 36 台，预计 2020 年将达到 52 台。单台百万千瓦机组每年阀门领域的备件及维保需求规模在 1000 万元以上，未来这一市场规模可达 5 亿元。公司计划贴近核电、冶金、石化等行业主要客户建设 15 个阀门服务快速反应中心，就近提供阀门维保更换服务。2017 年中已初步建成海南昌江等四个项目，并取得初步业绩，预计 2018 年全面完成。公司预计项目建成后每年将新增营业收入 1.875 亿元，平均每年新增税后净利润 3,192.92 万元。

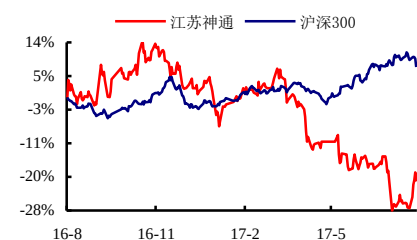
谨慎推荐 首次评级

合理估值： 9.3-9.5 元

交易数据 2017-8-14

收盘价（元）	8.21
近 12 个月最高/最低	23.12/7.33
总股本（百万股）	486
流通股本（百万股）	274
流通股比例（%）	56.45
总市值（亿元）	39
流通市值（亿元）	22

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘振宇

执业证号：S0100517050004

电话：010-85127653

邮箱：liuzhenyu@mszq.com

研究助理：樊艳阳

执业证号：S0100116030013

电话：010-85127604

邮箱：fanyanyang@mszq.com

相关研究

- 《行业深度研究：核电行业深度研究报告》20170809
- 《民生机械行业动态报告：核电重启，长周期设备先行》20170611
- 《民生机械：三门核电 1 号机组热试完成，进入装料准备阶段》20170704

➤ 收购瑞帆节能，冶金环保领域持续发力

公司近期与瑞帆节能达成意向，拟分期支付现金 3.26 亿元收购其 100% 股权。转让方承诺瑞帆节能 2017 年到 2020 年扣除非经后归母净利润分别不低于 3300 万、4500 万、5000 万和 6500 万。

瑞帆节能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)，是国内较早采用合同能源管理模式的企业之一，具有丰富的节能服务项目运营管理经验。收购瑞帆节能将有助于公司业务向“能源环保+节能服务”延伸。同时公司与瑞帆节能目标客户群体一致，并购之后将能够产生一定的协同效应，带动双方业务共同发展。

三、盈利预测与投资建议

我们认为公司在核级蝶阀、冶金阀门领域优势明显，拥有一支较强的研发队伍且持续保持较高的研发投入，未来具有较好的成长性。在不考虑瑞帆节能并表的前提下，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6438 万元、9353 万元和 11693 万元，对应 PE 分别为 63X、44X 和 35X；如考虑瑞帆节能并表，则 2017-2019 年备考归母净利润分别为 9738 万元、13853 万元和 16693 万元，对应 PE 分别为 41X、29X 和 24X。我们看好未来几年国内核电重启所带来的公司业绩增长机会，以及公司收购瑞帆节能所带来的环保节能业务增长机会，给予“谨慎推荐”的评级。

四、风险提示：

核电项目招标不及预期的风险；并购中止的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	600	796	932	1,116
增长率 (%)	40.5%	32.6%	17.1%	19.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	52	64	94	117
增长率 (%)	211.2%	24.8%	45.3%	25.0%
每股收益 (元)	0.11	0.13	0.19	0.24
PE (现价)	79	63	44	35
PB	3.9	2.8	2.7	2.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	600	796	932	1,116
减：营业成本	356	493	557	655
营业税金及附加	9	9	10	12
销售费用	62	88	103	123
管理费用	97	118	139	166
财务费用	12	8	9	18
资产减值损失	13	10	10	10
加：投资收益	(0)	0	0	0
二、营业利润	50	69	104	131
加：营业外收支净额	12	6	6	6
三、利润总额	62	76	110	138
减：所得税费用	10	11	17	21
四、净利润	52	64	94	117
归属于母公司的利润	52	64	94	117
五、基本每股收益 (元)	0.11	0.13	0.19	0.24

主要财务指标

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA	17.87	17.71	14.17	13.44
成长能力:				
营业收入同比	40.46%	32.55%	17.14%	19.70%
营业利润同比	300.8%	40.3%	49.4%	26.6%
净利润同比	211.2%	24.8%	45.3%	25.0%
营运能力:				
应收账款周转率	0.93	0.80	1.01	0.82
存货周转率	0.96	0.85	1.13	0.85
总资产周转率	0.31	0.31	0.35	0.32
盈利能力与收益质量:				
毛利率	40.8%	38.0%	40.2%	41.3%
净利率	8.6%	8.1%	10.0%	10.5%
总资产净利率 ROA	3.7%	3.2%	4.4%	4.5%
净资产收益率 ROE	4.2%	3.7%	5.2%	6.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.98	2.19	1.99	1.53
资产负债率	37.4%	33.6%	32.9%	46.0%
长期借款/总负债	25.9%	22.4%	29.6%	46.2%
每股指标:				
每股收益	0.11	0.13	0.19	0.24
每股经营现金流量	0.03	(0.55)	0.49	(0.63)
每股净资产	2.51	3.55	3.67	3.83

资产负债表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	24	8	9	11
应收票据	125	545	509	752
应收账款	520	446	416	615
预付账款	29	32	36	45
其他应收款	17	26	25	35
存货	369	579	492	767
其他流动资产	28	28	28	28
流动资产合计	1,197	1,663	1,516	2,254
长期股权投资	79	96	116	131
固定资产	485	441	405	551
在建工程	9	209	400	263
无形资产	136	128	121	113
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	751	933	1,144	1,194
资产总计	1,948	2,596	2,660	3,448
短期借款	139	145	209	682
应付票据				
应付账款	287	460	384	609
预收账款	57	63	78	91
其他应付款	9	9	9	9
应交税费	10	0	0	0
其他流动负债	80	80	80	80
流动负债合计	604	758	760	1,471
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	0	65	65	65
非流动负债合计	125	115	115	115
负债合计	729	873	875	1,586
股本	220	486	486	486
资本公积	630	815	815	815
留存收益	369	411	473	549
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,219	1,724	1,785	1,862
负债和股东权益合计	1,948	2,596	2,660	3,448

现金流量表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流量	12	-268	237	-308
投资活动现金流量	-170	-188	-260	-106
筹资活动现金流量	146	440	24	417
现金及等价物净增加	-12	-16	1	2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在自动化、3D打印、工程机械、基础材料等领域有扎实的理论基础和研究经验。

樊艳阳，机械行业研究助理，中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。