



## 江苏神通 (002438)

投资评级：增持

报告日期：2018-4-23



吴海滨

0551-65161836

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

## 节能服务未来增长动力

公司 2017 年实现营业收入 75,566.14 万元，同比增长 25.84%；归属于上市公司股东的净利润 6,239.96 万元，同比增长 20.96%。

### 业绩低于预期 待厚积薄发

公司 2017 年业绩增长来源于冶金，其受益于去产能政策红利带来行业景气度提升营收增长 42.73%。核电业务保持平稳，而能源装备业务虽然营收增长 16.88%，但毛利率下降 12.03 个 pct，导致最后的毛利贡献较去年反而有所下降。总体来看，公司毛利率下降 4.2 个 pct，同时期间费用率下降 3.48 个 pct，抵消部分影响。投资收益因购买银行理财较去年同期有大幅增长，贡献了 17.25% 的营业利润。经营活动现金流大幅好转。报告期内公司收购了瑞帆节能，并在第四季度实现利润并表，贡献了 5.34% 的营收。

### 收购瑞帆节能带来增长动力

公司通过收购瑞帆节能，布局合同能源管理在冶金行业的运用，实现了公司业务向“能源环保+节能服务”延伸。瑞帆节能去年全年实现扣非后净利润 2720.79 万元，达到公司净利润的 45%，根据业绩承诺，瑞帆 2018 年、2019 年、2020 年达到 3900 万元、4500 万元、5200 万元，有望为公司带来业绩增长动力。

### 新一轮核电机组核准潮有望开启

据测算核电每年阀门维保市场达 2 亿元，为公司核电业务收入提供保底保证。2017 年核电机组核准不及预期，公司核电订单略有下降但仍达到 2.9 亿元，为今年核电业务稳定提供支撑。目前三门 1 号机组已参与浙江省 2018 年电力直接交易，预示着年内该机组很可能被批准装料，进而有望开启后续三代核电机组核准进程，公司未来 2-3 年的业绩增长可期。

### 募投项目建设进度低于预期业绩难释放

报告期内公司实行配股用于阀门服务快速反应中心项目，打造“制造+服务”一体化。但由于环保、安全方面的因素投资进度低于预期，未来业绩释放不确定性增加。

### 投资建议

我们预计 2018/19/20 归母净利润为 0.77/0.88/1.00 亿元，EPS 为 0.16/0.18/0.21 元，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

| 主要财务指标    | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 756   | 993   | 1184  | 1393  |
| 收入同比(%)   | 26%   | 31%   | 19%   | 18%   |
| 归属母公司净利润  | 62    | 77    | 88    | 100   |
| 净利润同比(%)  | 21%   | 23%   | 14%   | 14%   |
| 毛利率(%)    | 36.6% | 36.4% | 37.1% | 37.8% |
| ROE(%)    | 3.6%  | 4.3%  | 4.8%  | 5.2%  |
| 每股收益(元)   | 0.13  | 0.16  | 0.18  | 0.21  |
| P/E       | 55.67 | 45.14 | 39.53 | 34.73 |
| P/B       | 2.02  | 1.96  | 1.89  | 1.82  |
| EV/EBITDA | 27    | 28    | 25    | 23    |

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           | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E | 会计年度            | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>流动资产</b>    | 1,802 | 2,334 | 2,785 | 3,461 | <b>营业收入</b>     | 756  | 993   | 1,184 | 1,393 |
| 现金             | 216   | 0     | 0     | 0     | 营业成本            | 479  | 631   | 745   | 867   |
| 应收账款           | 540   | 802   | 902   | 1,091 | 营业税金及附加         | 10   | 14    | 16    | 20    |
| 其他应收款          | 18    | 30    | 33    | 38    | 销售费用            | 75   | 94    | 115   | 134   |
| 预付账款           | 40    | 53    | 73    | 94    | 管理费用            | 105  | 138   | 164   | 193   |
| 存货             | 561   | 734   | 869   | 1,009 | 财务费用            | 10   | 18    | 31    | 42    |
| 其他流动资产         | 428   | 715   | 908   | 1,229 | 资产减值损失          | 23   | 28    | 30    | 41    |
| <b>非流动资产</b>   | 1,103 | 1,055 | 1,011 | 969   | 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 80    | 79    | 79    | 79    | 投资净收益           | 11   | 8     | 8     | 8     |
| 固定资产           | 584   | 547   | 510   | 473   | <b>营业利润</b>     | 65   | 78    | 90    | 105   |
| 无形资产           | 134   | 125   | 117   | 109   | 营业外收入           | 12   | 13    | 13    | 13    |
| 其他非流动资产        | 305   | 303   | 305   | 308   | 营业外支出           | 3    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 2,906 | 3,389 | 3,796 | 4,430 | <b>利润总额</b>     | 74   | 91    | 103   | 118   |
| <b>流动负债</b>    | 1,065 | 1,508 | 1,855 | 2,421 | 所得税             | 11   | 14    | 16    | 18    |
| 短期借款           | 208   | 451   | 664   | 910   | <b>净利润</b>      | 62   | 77    | 88    | 100   |
| 应付账款           | 308   | 431   | 494   | 583   | 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 550   | 626   | 697   | 929   | <b>归属母公司净利润</b> | 62   | 77    | 88    | 100   |
| <b>非流动负债</b>   | 120   | 110   | 106   | 100   | EBITDA          | 131  | 141   | 167   | 192   |
| 长期借款           | 49    | 49    | 49    | 49    | EPS (元)         | 0.13 | 0.16  | 0.18  | 0.21  |
| 其他非流动负         | 71    | 62    | 57    | 51    |                 |      |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 1,185 | 1,619 | 1,960 | 2,521 |                 |      |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |      |       |       |       |
| 股本             | 486   | 486   | 486   | 486   |                 |      |       |       |       |
| 资本公积           | 814   | 814   | 814   | 814   |                 |      |       |       |       |
| 留存收益           | 420   | 470   | 536   | 609   |                 |      |       |       |       |
| 归属母公司股东权       | 1,721 | 1,770 | 1,836 | 1,909 |                 |      |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,906 | 3,389 | 3,796 | 4,430 |                 |      |       |       |       |

  

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 会计年度        |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E | 2017        | 2018E  | 2019E  | 2020E  |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 152   | (437) | (136) | (133) | <b>成长能力</b> |        |        |        |        |
| 净利润            | 62    | 77    | 88    | 100   | 营业收入        | 25.84% | 31.45% | 19.24% | 17.58% |
| 折旧摊销           | 57    | 46    | 45    | 45    | 营业利润        | 29.32% | 19.34% | 16.58% | 15.79% |
| 财务费用           | 13    | 18    | 31    | 42    | 归属于母公司净利润   | 20.96% | 23.33% | 14.20% | 13.80% |
| 投资损失           | (11)  | (8)   | (8)   | (8)   | <b>获利能力</b> |        |        |        |        |
| 营运资金变动         | (324) | (598) | (323) | (353) | 毛利率(%)      | 36.57% | 36.44% | 37.07% | 37.77% |
| 其他经营现金         | 355   | 28    | 30    | 41    | 净利率(%)      | 8.26%  | 7.75%  | 7.42%  | 7.18%  |
| <b>投资活动现金流</b> | (483) | 9     | 8     | 8     | ROE(%)      | 3.63%  | 4.35%  | 4.79%  | 5.24%  |
| 资本支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | ROIC(%)     | 5.28%  | 5.22%  | 4.96%  | 5.27%  |
| 长期投资           | (1)   | 1     | 0     | 0     | <b>偿债能力</b> |        |        |        |        |
| 其他投资现金         | (482) | 8     | 8     | 8     | 资产负债率(%)    | 40.79% | 47.77% | 51.64% | 56.90% |
| <b>筹资活动现金流</b> | 422   | 229   | 163   | 165   | 净负债比率(%)    | 14.21% | 51.93% | 58.78% | 63.08% |
| 短期借款           | 69    | 243   | 213   | 246   | 流动比率        | 1.69   | 1.55   | 1.50   | 1.43   |
| 长期借款           | (1)   | 0     | 0     | 0     | 速动比率        | 1.17   | 1.06   | 1.03   | 1.01   |
| 普通股增加          | 266   | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |        |        |        |        |
| 资本公积增加         | 184   | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.31   | 0.32   | 0.33   | 0.34   |
| 其他筹资现金         | (96)  | (14)  | (50)  | (81)  | 应收账款周转率     | 1.45   | 1.54   | 1.44   | 1.45   |
| <b>现金净增加额</b>  | 91    | (199) | 35    | 40    | 应付账款周转率     | 2.82   | 2.69   | 2.56   | 2.59   |

  

| 每股指标 (元)      |      |        |        |        | 估值比率      |       |       |       |       |
|---------------|------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.13 | 0.16   | 0.18   | 0.21   | P/E       | 55.7  | 45.1  | 39.5  | 34.7  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.31 | (0.90) | (0.28) | (0.27) | P/B       | 2.0   | 2.0   | 1.9   | 1.8   |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 3.54 | 3.64   | 3.78   | 3.93   | EV/EBITDA | 26.68 | 28.35 | 25.34 | 23.22 |

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。