



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 上半年业绩增速亮眼 下半年核电业务贡献弹性

## ——江苏神通（002438）半年报点评

2018 年 08 月 07 日

推荐/首次

江苏神通

事件点评

### 事件：

公司发布 2018 年中报，实现营收 5.08 亿元，同比增长 58.21%，实现归母净利润 4023.5 万元，同比增长 55.62%。

### 主要观点：

#### 1. 冶金与能源装备业务高增长显著提升业绩

2018 年上半年，共计占据公司营收 62.7% 的冶金与能源装备业务表现良好，营收分别同比增长 45.9%、135.5%，是公司业绩提升的最大驱动力。

冶金行业业务增长主要受益于供给侧结构性改革，在环保趋严的大背景下，打击地条钢、去除落后产能催生了钢厂改造需求，尤其在 2018 年上半年钢价处于景气通道，钢厂进行改造意愿更加强烈，公司利用在冶金行业形成的产品优势承接了大量订单，报告期内新增订单达 1.94 亿。

能源装备业务供货主要集中在石化、液化天然气、火电机组等领域，2018 年上半年石油价格反弹带动了油气领域投资进入景气通道，公司该板块因市场需求大幅增加而受益，实现了营收大幅增长。

#### 2. 利润率存在修复空间

2018 年上半年公司综合毛利率为 32%，同比下降 3.35pct，主要原因是以钢材为主的原材料涨价。冶金、核电、能源装备业务上半年毛利率分别为 35.8%、43.4%、14.2%，同比增减+2.22pct、+1.24%、-2.65%，能源装备业务的低利润率拉低了公司整体利润率。

在毛利率降低的情况下，占利润总额 11.46%、14.95% 的投资收益、营业外收入对利润增厚产生了显著作用。

2018 年下半年预期毛利率最高的核电业务将触底反弹，从而使公司整体利润率中枢上移。

### 分析师：杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

### 研究助理：贺朝晖

010-66554024

hezha@dxzq.net.cn

### 交易数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元）    | 6.24-7.67   |
| 总市值（亿元）        | 30.31       |
| 流通市值（亿元）       | 23.18       |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 48577/37148 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | /           |
| 52 周日均换手率      | 0.88        |

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

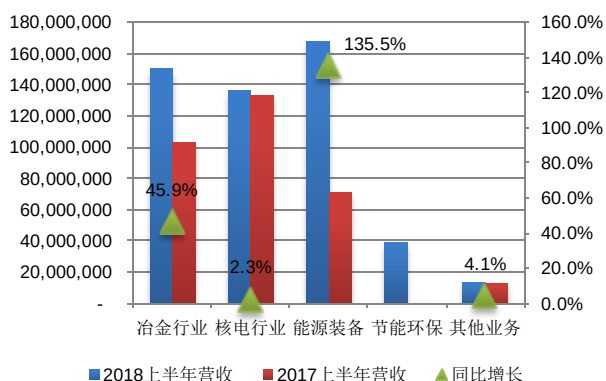
### 相关研究报告

### 3. 核电业务下半年反弹在即

2018 年上半年公司核电业务表现不佳,仅同比增长 2.3%,这主要是由于 2015 年后未有三代核电新项目开工,公司核电业务产能没有得到释放,目前主要消化存量订单以及运行机组维修订单。

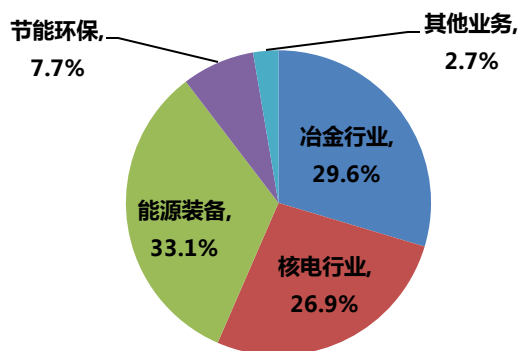
但核电行业正在发生积极变化,6 月 AP1000 三门 1 号、EPR 台山 1 号机组已实现首次并网,下半年投入商业运行几无悬念。在当前用电需求改善、扩大内需拉动投资的大背景下,核电新项目重启有望在年底实现。公司在核电领域深耕多年,具有非常强的技术能力及良好的供货业绩,在核级蝶阀、球阀市占比超过 90%,并将核电产品线拓展至地坑过滤器、贝类补集器等。经测算,单台新建核电机组公司可供货价值达 4500-5000 万元,单台运行机组公司可供备件为 800 万左右。新项目投资开启后,公司核电业务有望迎来触底反弹,成为拉动业绩继续提升的主要推动力。

图 1: 公司上半年营收同比增长



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 2: 公司 2018 上半年营收构成



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

### 4. 节能环保业务势头强劲

公司于 2017 年以现金方式收购了江苏瑞帆节能 100% 股权,拓宽公司业务延伸至“能源环保+节能环保”。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),是经国家发展改革委和财政部登记备案的节能服务公司,享受“三免三减半”的税收优惠政策。瑞帆节能 2017 年贡献净利润 2780 万,并承诺 2018-2020 年业绩不低于 3900、4500、5200 万。上半年实现营收 3917 万元反映瑞帆节能业务状况良好,在钢厂改造需求仍然坚挺的情况下,节能环保业务仍将维持强劲势头。

### 5. 公司控股股东完成易主

报告期内,风林火山收购来自公司高管的 7.65% 股份,收购完成后风林火山持股占公司总股本比例为 17.46%,成为公司的控股股东,风林火山实际控制人罗灿成为上市公司的实际控制人。控股股东后续如何在公司治理发挥作用,将对公司发展产生深远影响。

**结论:**

公司是是国内阀门领域的龙头企业，上半年冶金、能源装备、节能环保业务表现突出，下半年核电业务有望迎来触底反弹，传统业务进入景气通道以及新兴方向蓬勃发展将共同提升公司业绩。我们预计公司 2018 年-2020 年的营业收入分别为 9.9 亿元、11.9 亿元和 14.2 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.82 亿元、0.92 亿元和 1.08 亿元，每股收益分别为 0.17 元、0.19 元和 0.22 元，对应 PE 分别为 37、33、28。首次关注给予“推荐”评级。

**风险提示:**

冶金行业供给侧改革减速、钢材等原材料价格大幅上涨、核电新项目审批未达预期

## 公司盈利预测表

| 资产负债表   |       |       |       |       |       | 利润表       |           |        |        |        |        |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 单位:百万元  |       |       |       |       |       | 单位:百万元    |           |        |        |        |        |       |
|         | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |           | 2016A     | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |       |
| 流动资产合计  | 1197  | 1802  | 2411  | 2859  | 3365  | 营业收入      | 600       | 756    | 990    | 1188   | 1415   |       |
| 货币资金    | 109   | 216   | 287   | 345   | 410   | 营业成本      | 356       | 479    | 627    | 749    | 884    |       |
| 应收账款    | 520   | 521   | 786   | 944   | 1124  | 营业税金及附加   | 9         | 10     | 15     | 18     | 21     |       |
| 其他应收款   | 17    | 18    | 24    | 29    | 35    | 营业费用      | 62        | 75     | 99     | 119    | 149    |       |
| 预付款项    | 29    | 40    | 46    | 54    | 63    | 管理费用      | 97        | 105    | 139    | 166    | 198    |       |
| 存货      | 369   | 561   | 687   | 821   | 969   | 财务费用      | 12        | 10     | 15     | 29     | 38     |       |
| 其他流动资产  | 28    | 354   | 417   | 471   | 532   | 资产减值损失    | 13        | 23     | 16     | 16     | 16     |       |
| 非流动资产合计 | 751   | 1103  | 1181  | 1150  | 1119  | 公允价值变动收   | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |       |
| 长期股权投资  | 79    | 80    | 80    | 80    | 80    | 投资净收益     | 0         | 11     | 8      | 8      | 8      |       |
| 固定资产    | 485   | 584   | 593   | 564   | 534   | 营业利润      | 50        | 65     | 87     | 99     | 117    |       |
| 无形资产    | 136   | 134   | 244   | 243   | 241   | 营业外收入     | 13        | 12     | 12     | 12     | 12     |       |
| 其他非流动资产 | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     | 营业外支出     | 1         | 3      | 2      | 2      | 2      |       |
| 资产总计    | 1948  | 2906  | 3593  | 4009  | 4484  | 利润总额      | 62        | 74     | 97     | 109    | 127    |       |
| 流动负债合计  | 604   | 1065  | 1713  | 2075  | 2487  | 所得税       | 10        | 11     | 15     | 17     | 19     |       |
| 短期借款    | 139   | 208   | 710   | 925   | 1170  | 净利润       | 52        | 62     | 82     | 92     | 108    |       |
| 应付账款    | 228   | 308   | 397   | 474   | 560   | 少数股东损益    | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |       |
| 预收款项    | 57    | 115   | 155   | 202   | 259   | 归属母公司净利润  | 52        | 62     | 82     | 92     | 108    |       |
| 一年内到期的非 | 80    | 10    | 10    | 10    | 10    | EBITDA    | 231       | 258    | 145    | 182    | 209    |       |
| 非流动负债合计 | 125   | 120   | 108   | 106   | 104   | EPS（元）    | 0.24      | 0.13   | 0.17   | 0.19   | 0.22   |       |
| 长期借款    | 50    | 49    | 47    | 45    | 42    | 主要财务比率    |           |        |        |        |        |       |
| 应付债券    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           | 2016A     | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |       |
| 负债合计    | 729   | 1185  | 1822  | 2181  | 2591  | 成长能力      |           |        |        |        |        |       |
| 少数股东权益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业收入增长    | 40.46%    | 25.84% | 30.99% | 20.05% | 19.08% |       |
| 实收资本（或股 | 220   | 486   | 486   | 486   | 486   | 营业利润增长    | 212.83%   | 29.32% | 34.37% | 13.51% | 18.22% |       |
| 资本公积    | 630   | 814   | 814   | 814   | 814   | 归属于母公司净   | 32.10%    | 12.12% | 32.10% | 12.12% | 16.55% |       |
| 未分配利润   | 327   | 373   | 360   | 345   | 328   | 获利能力      |           |        |        |        |        |       |
| 归属母公司股东 | 1219  | 1721  | 1770  | 1826  | 1892  | 毛利率(%)    | 40.77%    | 36.57% | 36.64% | 36.96% | 37.51% |       |
| 负债和所有者权 | 1948  | 2906  | 3593  | 4009  | 4484  | 净利率(%)    | 8.59%     | 8.26%  | 8.33%  | 7.78%  | 7.61%  |       |
| 现金流量表   |       |       |       |       |       | 单位:百万元    | 总资产净利润(%) | 2.65%  | 2.15%  | 2.29%  | 2.31%  | 2.40% |
|         | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | ROE(%)    | 4.23%     | 3.63%  | 4.66%  | 5.06%  | 5.69%  |       |
| 经营活动现金流 | 11    | 152   | -252  | -59   | -67   | 偿债能力      |           |        |        |        |        |       |
| 净利润     | 52    | 62    | 82    | 92    | 108   | 资产负债率(%)  | 37%       | 41%    | 51%    | 54%    | 58%    |       |
| 折旧摊销    | 168   | 183   | 0     | 30    | 30    | 流动比率      | 1.98      | 1.69   | 1.41   | 1.38   | 1.35   |       |
| 财务费用    | 12    | 10    | 15    | 29    | 38    | 速动比率      | 1.37      | 1.17   | 1.01   | 0.98   | 0.96   |       |
| 应收账款减少  | 0     | 0     | -265  | -158  | -180  | 营运能力      |           |        |        |        |        |       |
| 预收帐款增加  | 0     | 0     | 40    | 48    | 57    | 总资产周转率    | 0.32      | 0.31   | 0.30   | 0.31   | 0.33   |       |
| 投资活动现金流 | -170  | -483  | -130  | -31   | -31   | 应收账款周转率   | 1         | 1      | 2      | 1      | 1      |       |
| 公允价值变动收 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率   | 2.77      | 2.82   | 2.81   | 2.73   | 2.74   |       |
| 长期股权投资减 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股指标（元）   |           |        |        |        |        |       |
| 投资收益    | 0     | 11    | 8     | 8     | 8     | 每股收益(最新摊  | 0.24      | 0.13   | 0.17   | 0.19   | 0.22   |       |
| 筹资活动现金流 | 146   | 422   | 453   | 148   | 163   | 每股净现金流(最  | -0.06     | 0.19   | 0.15   | 0.12   | 0.14   |       |
| 应付债券增加  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新  | 5.55      | 3.54   | 3.64   | 3.76   | 3.89   |       |
| 长期借款增加  | 0     | 0     | -2    | -2    | -2    | 估值比率      |           |        |        |        |        |       |
| 普通股增加   | 3     | 266   | 0     | 0     | 0     | P/E       | 26.00     | 48.00  | 36.78  | 32.81  | 28.15  |       |
| 资本公积增加  | 43    | 184   | 0     | 0     | 0     | P/B       | 1.12      | 1.76   | 1.71   | 1.66   | 1.60   |       |
| 现金净增加额  | -13   | 91    | 72    | 58    | 66    | EV/EBITDA | 6.64      | 11.96  | 24.16  | 20.12  | 18.42  |       |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 研究助理简介

### 贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4 年核电行业工作经验，3 年国际能源工程企业工作经验，2018 年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。