



2019-10-22

公司点评报告

买入/维持

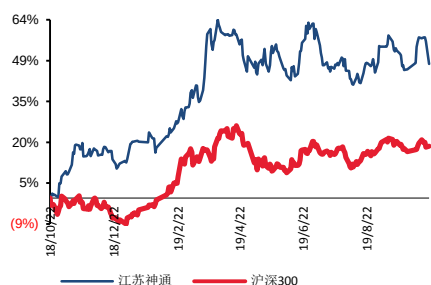
江苏神通(002438)

昨收盘: 7.54

工业 资本货物

Q3 业绩高增长持续，受益核电重启

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	486/402
总市值/流通(百万元)	3,663/3,028
12 个月最高/最低(元)	8.37/5.10

相关研究报告:

江苏神通(002438)《三大业务势头良好，高增长有望持续》

—2019/08/15

江苏神通(002438)《产品结构持续优化，核电存量优势显著》

—2019/03/27

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

事件：公司发布 2019 年三季报，报告期内实现营收 10.71 亿元，同比增长 23.08%；归母净利润 1.31 亿元，同比增长 112.92%。分季度来看，Q3 实现营收 2.87 亿元，同比下滑 20.73%，归母净利润 0.39 亿元，同比增幅 84.22%。

三大业务不断向好，Q3 业绩保持高增速。公司冶金、核电、能源石化三大主业均保持良好增长态势。受益于供给侧改革的深入推进，技改项目增加，核电新建项目重启后市场需求及交货量增加，冶金阀门市场需求增加，能源石化阀门、法兰及锻件市场需求旺盛，前三季度营收及净利润同比实现大幅增长。Q3 单季营收下滑预计与订单收入确认节奏所致，受益于高毛利产品占比提升及信用减值回转，公司毛利率与净利率同比、环比均继续改善，分别达 35.26%、13.65%。随着核电新项目的启动，及冶金、能源市场的良好需求，我们依然认为公司高增长有望持续。

控股股东变更，产业协同资源共享。宁波聚源瑞利于 7 月成为公司控股股东，当前高管团队保持基本稳定，公司坚持巩固冶金、发展核电、拓展石化、服务能源的市场定位，同时积极布局核电乏燃料后处理领域项目。9 月 16 日披露的关联交易预计公告显示，预计 2019 年度将与关联方津西钢铁及其关联公司产生约 3.35 亿元的关联交易，其中津西钢铁集团及其子公司的阀门业务将以本公司供应为主（预计年度交易金额不超过 0.35 亿）；此外，子公司瑞帆节能也将向津西钢铁集团提供合同能源管理服务、维保服务（预计年度交易金额不超过 3 亿），各方将通过优势资源的整合利用实现资源共享。

核电重启，阀门龙头弹性显著。当前，福建漳州核电厂 1、2 号机组已正式启动，惠州项目与田湾 7、8 号，徐大堡 3、4 号等机组也有望于今年开工。公司是球阀、蝶阀、地坑过滤器等绝对龙头，市场占有率约 90%，按单机组 5000 万测算，每年增量市场约 4 亿；此外，随着核电机组的密集投产，公司受益核电存量维保市场的扩大。公司积极布局核化工及军工领域，已变更部分募集资金投入“乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目”，与某科研院所合作研发核化工气动送样系统已进入中试阶段，每年样品瓶可实现销售 2500 万元。作为国产阀门龙头，技术优势、行业竞争壁垒明显，随着国内核电建设重启及“走出去”战略的推进，公司核电业务发展潜力及业绩弹性明显。

投资建议。公司实施从“产品领先”到“技术+产品+服务”的转

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

证券分析师: 方杰

电话: 010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120002

型升级。同时以冶金特种阀门、核电阀门、煤化工苛刻工况阀门、石化专用阀门为基础, 加快进入军工和核电乏燃料后处理领域, 实现公司新的快速成长, 我们看好公司未来发展。再次上调公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.37 元、0.45 元及 0.54 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 核电项目进展滞后, 瑞帆节能不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1087	1470	1647	1845
(+/-%)	44%	35%	12%	12%
净利润(百万元)	103	181	217	260
(+/-%)	66%	75%	20%	20%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.37	0.45	0.54
市盈率(PE)	34	22	18	15

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	756	1087	1470	1647	1845	成长性					
减:营业成本	479	738	976	1072	1184	营业收入增长率	26%	44%	35%	12%	12%
营业税费	10	11	14	16	18	营业利润增长率	29%	49%	102%	21%	20%
销售费用	75	112	152	168	188	净利润增长率	21%	66%	75%	20%	20%
管理费用	105	66	121	137	155	EBITDA增长率	29%	88%	20%	15%	14%
财务费用	10	14	14	13	14	EBITDA增长率	21%	114%	30%	19%	19%
资产减值损失	23	14	6	14	11	NOPLAT增长率	23%	53%	88%	19%	19%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	32%	11%	49%	-45%	82%
投资和汇兑收益	11	14	8	11	11	净资产增长率	46%	5%	11%	11%	12%
营业利润	65	97	196	238	285	利润率					
加:营业外净收支	9	21	14	15	17	毛利率	37%	32%	34%	35%	36%
利润总额	74	118	210	252	302	营业利润率	9%	9%	13%	14%	15%
减:所得税	11	15	26	32	38	净利率	8%	10%	12%	13%	14%
净利润	62	103	181	217	260	EBITDA/营业收入	17%	23%	20%	21%	21%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	10%	15%	14%	15%	16%
货币资金	216	234	441	741	922	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	255	200	147	119	93
应收帐款	540	491	1556	511	1700	流动营业资本周转天数	334	265	337	283	272
应收票据	92	150	248	180	283	流动资产周转天数	714	650	708	705	721
预付帐款	40	50	76	65	87	应收帐款周转天数	257	171	251	226	216
存货	561	776	1069	948	1256	存货周转天数	222	221	226	220	215
其他流动资产	354	425	269	349	348	总资产周转天数	1,156	1,027	983	931	905
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	727	606	586	486	436
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	80	86	86	86	86	ROE	3.6%	5.7%	9.2%	10.0%	10.6%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	2.1%	3.1%	3.9%	5.8%	4.8%
固定资产	584	624	574	515	439	ROIC	4.8%	5.6%	9.5%	7.7%	16.5%
在建工程	39	57	28	6	0	费用率					
无形资产	134	128	120	113	105	销售费用率	9.9%	10.3%	10.4%	10.2%	10.2%
其他非流动资产						管理费用率	13.9%	6.0%	8.2%	8.3%	8.4%
资产总额	2906	3296	4735	3782	5493	财务费用率	1.3%	1.3%	0.9%	0.8%	0.7%
短期债务	208	347	800	129	140	三费/营业收入	25.1%	17.7%	19.5%	19.3%	19.3%
应付帐款	585	624	1012	816	1166	偿债能力					
应付票据	96	109	182	139	206	资产负债率	40.8%	45.3%	57.9%	41.4%	54.9%
其他流动负债						负债权益比	68.9%	82.8%	137.5%	70.8%	121.6%
长期借款	49	39	509	0	1198	流动比率	1.69	1.53	1.69	1.86	2.63
其他非流动负债						速动比率	1.17	0.97	1.20	1.23	1.91
负债总额	1185	1493	2741	1567	3014	利息保障倍数	7.38	11.19	15.10	19.55	21.81
少数股东权益	0	0	3	6	10	分红指标					
股本	486	486	486	486	486	DPS(元)	0.03	0.03	-	-	-
留存收益	1234	1325	1505	1723	1983	分红比率	19.5%	11.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1721	1803	1994	2215	2478	股息收益率	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	62	103	181	217	260	EPS(元)	0.13	0.21	0.37	0.45	0.54
加:折旧和摊销	57	86	86	89	89	BVPS(元)	3.54	3.71	4.10	4.55	5.08
资产减值准备	23	14	0	0	0	PE(X)	64	38	22	18	15
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	2	2	2	2	2
财务费用	13	18	14	13	14	P/PCF	(11)	81	21	13	23
投资收益	(11)	(14)	(8)	(11)	(11)	P/S	5	4	3	2	2
少数股东损益	0	0	3	3	4	EV/EBITDA	26	12	16	10	11
营运资金的变动	(303)	(165)	(1016)	1186	(1383)	CAGR(%)	52.4%	36.7%	52.6%	52.4%	36.7%
经营活动产生现金	152	144	(741)	1497	(1028)	PEG	1.2	1.0	0.4	0.3	0.4
投资活动产生现金	(483)	(225)	8	11	11	ROIC/WACC	0.5	0.6	1.1	0.9	1.8
融资活动产生现金	422	99	940	(1208)	1198	REP	3.7	2.4	1.6	2.5	0.8

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。