

2019 年 10 月 24 日

江苏神通 (002438): 基本面反转, 价值被低估

机械

当前股价: 8.21 元

推荐(首次)

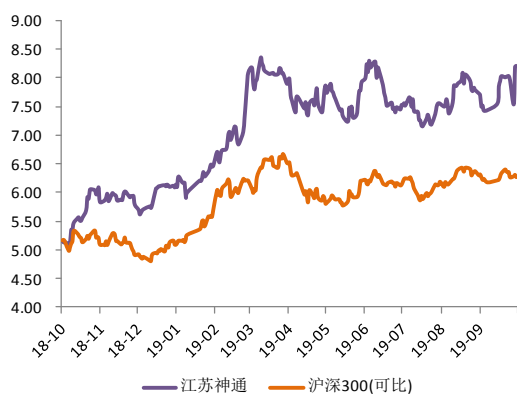
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2018E	2020E	2021E
营业收入	1,087	1,396	1,733	2,038
(+/-)	43.9%	28.4%	24.1%	17.6%
营业利润	97	196	278	364
(+/-)	49.3%	102.0%	42.0%	30.7%
归属母公	103	184	256	331
司净利润				
(+/-)	65.6%	77.9%	39.2%	29.2%
EPS (元)	0.21	0.38	0.53	0.68
市盈率	38.6	21.7	15.6	12.1

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	48,576 / 40,155
流通市值 (亿元)	32.97
每股净资产 (元)	3.97
资产负债率 (%)	45.29

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

行业研究员: 魏旭铨

执业证书编号: S1050518050001

电话: 021-54967800

邮箱: weixk@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司是中国阀门行业的重点骨干企业, 公司的产品主要应用于核电、冶金和能源领域。自 2008 年以来公司获得了国内核电工程已招标核级蝶阀、核级球阀的 90% 以上的订单; 在冶金领域, 公司的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统, 主要产品市场占有率达 70% 以上。

● 核电投资大幕重新开启。2019 年 我国新批了四台核电机组, 标志着暂停 3 年的核电新建项目重新开启。未来 2-3 年, 我国核电阀门市场年需求将超 37 亿元。由于公司在核电蝶阀和球阀具备垄断优势地位, 预计每年将对应新增项目订单约 3 亿左右, 加上现有存量机组运行带来的备件、维修市场需求每年也能获得 2-3 亿的备件订单, 公司核电阀门业务领域的订单需求将突破现有瓶颈快速增长。

● 受益于供给侧改革, 冶金领域需求旺盛。在供给侧改革实施之前, 国内钢铁产能严重过剩, 全行业出现普遍亏损, 2016 年内关停全国超过 1.2 亿吨中频炉产能。供给侧改革的实施促进钢铁需求由供过于求向供应偏紧转变, 促进钢铁行业盈利状况大幅改观。中国已颁布了超低硫氧化物 (SO_x) 和氮氧化物 (NO_x) 的大气排放标准, 通过供给侧改革大考生存下来的钢铁企业由于经营状况的改善, 有能力加大技改投资力度, 采购新设备、改进升高工艺, 促进环保达标以及产品的升级换代。根据必和必拓预估, 钢铁行业产能利用率增幅的三分之二左右将会长期持续, 钢铁生产商就能够实现可持续健康发展。有鉴钢铁行业需求持续旺盛, 我们预计未来两到三年, 公司钢铁领域销售收入将能够持续稳健增长。

● 实控人之争尘埃落定。截止到 2019 年 9 月 30 日, 宁波聚源瑞利投资合伙企业 (有限合伙) 持有公司总股本 17.00% 的股权, 是公司第一大股东, 韩力先生通过聚源瑞利间接持有公司 17% 的股权, 再加上吴建新先生的委托授权, 韩力先生合计控制公司 25.46% 的表决权, 是公司的实际控制人。

● 公司当前估值处于历史底部, 估值大概率将修复。截止 2019 年 10 月 23 日收盘, 公司 PE 为 23.08 倍, PB 为 2.07 倍, 分别位于公司上市以估值 0.23% 和 15.98% 的历史分位。自 2016 年以来, 公司业绩持续增长, 而股价则持续下滑。导致在长达三年的时间业绩和股价趋势出现背离, 公司估值被压制的主要

原因是核电一直没有新开工机组以及对冶金和能源需求增长持续性持疑。随着 2019 年核电重启，供给侧改革的持续推进，实控人不确定的问题也基本解决，压制估值的因素已不复存在。公司估值有望得到修复，股价大概率将迎来回升。

● **盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 1.84、2.56 和 3.31 亿元，折合 EPS 分别为 0.38 元、0.53 元和 0.68 元。如果参考 2020 年可比公司平均 21 倍的市盈率计算（江苏神通上市以来历史最低市盈率为 21.2 倍），公司合理估值为 11.13 元，2019 年 10 月 23 日公司收盘价 8.21 元计算，保守估计公司股价具有 35% 的上升潜力，我们首次给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新批核电站数量低于预期；供给侧改革力度减弱；关联交易增加带来经营效率下滑。

目录

一、公司核级蝶阀、核级球阀国内市占率超 90%	5
1. 公司是国内阀门行业细分龙头	5
2. 公司状况逐渐改善	5
二、核电坚冰开始消融	8
1. 核电投资大幕重新开启	8
2. 核电是取代燃煤发电最理想的电源	8
3. 我国规划电站数量占全球的一半，市场空间超 3 万亿元	9
4. 我国有望主导全球核电建设	10
5. 核电重启后我国核电阀门市场年需求超 37 亿元	10
6. 公司核级蝶阀、球阀市占率超 90%，具备垄断优势	11
三、供给侧改革持续推进，冶金领域需求旺盛	11
四、能源领域供给侧改革，新建和技改需求增长	12
五、实际控制人之争尘埃落定	13
六、盈利预测及估值	14
1. 公司盈利预测	14
2. 公司估值	15
七、风险提示	16

图表目录

图表 1 公司主要产品及服务	5
图表 2 公司营业收入及增速	6
图表 3 公司归母净利润及增速	6
图表 4 公司各项业务销售收入（万元）	6
图表 5 公司各项业务订单（亿元）	6
图表 6 公司毛利率和净利润率	7
图表 7 公司各项业务毛利率（%）	7
图表 8 公司营业周期和净营业周期（天）	7
图表 9 公司收现比和经营活动现金流净额	7
图表 10 我国历年核电核准、新开工、在建、投入商运和在运机组数量（台）	8
图表 11 OECD 统计的 2010 年不同国家不同电源的发电成本	9
图表 12 我国并网、在建、计划、规划核电站数量（座）	10
图表 13 我国并网、在建、计划、规划核电站容量（百万瓦特）	10
图表 14 我国黑色金属冶炼业净资产收益率（%）	12
图表 15 我国并网、在建、计划、规划核电站容量（百万瓦特）	12
图表 16 我国黑色金属冶炼及延压加工业历年固定资产投资同比增速（%）	12
图表 17 公司控制权关系及主要关联交易情况	14
图表 18 公司盈利预测假设	14
图表 19 公司上市以来的 PE	15
图表 20 公司上市以来的 PB	15
图表 21 可比公司估值（2019 年 10 月 23 日）	16
图表 22 公司盈利预测（百万元）	17

一、公司核级蝶阀、核级球阀国内市占率超 90%

1. 公司是国内阀门行业细分龙头

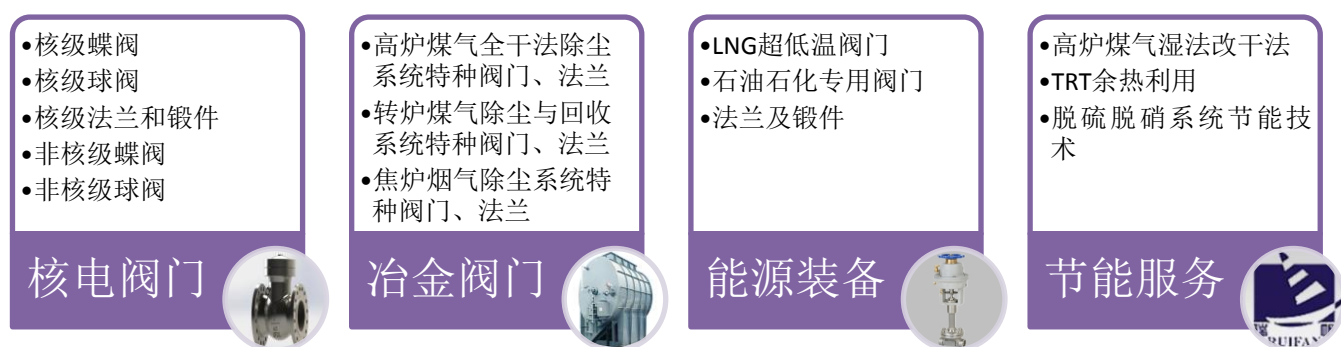
公司是中国阀门行业的重点骨干企业，公司的产品主要应用于核电、冶金和能源领域。其中，在核电领域其产品包括核电站的核级蝶阀、核级球阀、核级法兰和锻件、非核级蝶阀、非核级球阀及其配套设备；在冶金领域产品包括高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统的特种阀门、法兰；在能源领域产品包括应用于煤化工、超（超）临界火电、LNG 超低温阀门和石油石化专用阀门和法兰及锻件。

公司为核级蝶阀和核级球阀主要中标企业，获得了近几年核电工程已招标核级蝶阀、核级球阀的 90% 以上的订单，实现了产品的全面国产化。近年，公司紧密跟随国内核电工程技术公司技术进步，持续研发满足第三代核电技术要求的阀门产品，系列产品覆盖包括 AP1000、华龙一号、CAP1400 及高温气冷堆等国内主力堆型，完全具备核级蝶阀、球阀、地坑过滤器等产品的供货能力；同时，公司还投入巨资开展核化工专用阀门技术研究，与国内著名科研院所合作研发气动送样装置，为我国核电发展及乏燃料后处理储备核心技术。

在冶金阀门产品领域，公司研发的高炉均压煤气回收系统在常熟龙腾特钢项目得到了成功应用；在能源装备行业，公司研发的煤化工苛刻工况特种阀门在兖矿未来能源 100 万吨煤制油项目、中煤榆林 180 万吨甲醇项目、新疆广汇煤制气项目、万华化学聚氨酯项目、中天合创项目中得到成功运用；公司开发的超（超）临界火电配套关键阀门应用于华能电力、大唐电力、神华国华等企业；公司开发的低温阀门成功应用于中石化茂名分公司 20 万吨煤制氢项目低温甲醇洗系统中。

公司 2017 年以现金支付方式收购了江苏瑞帆节能科技服务有限公司 100% 股权，瑞帆节能的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），享受国家“三免三减半”的税收优惠政策。

图表 1 公司主要产品及服务



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2. 公司状况逐渐改善

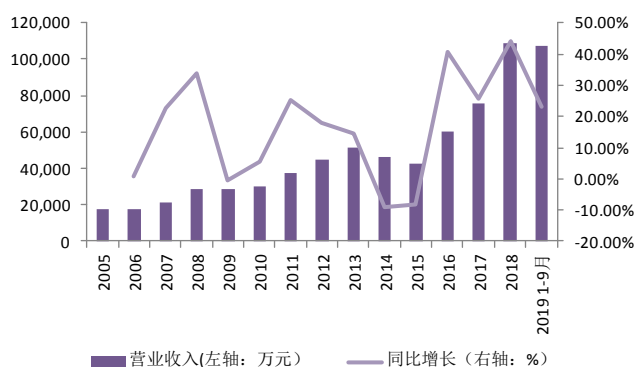
（1）核电正成为公司收入增长的主要驱动力

主要得益于公司能源行业产品的销售额较去年增加 71.87%，2018 年公司实现营业

收入 10.87 亿元，同比增长 43.91%；归属母公司净利润 1.03 亿元，同比增长 65.62%。

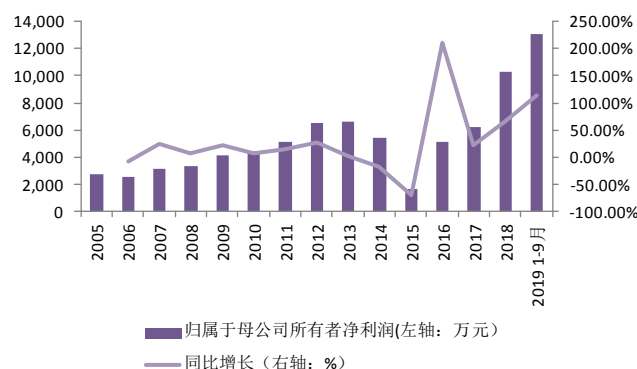
随着公司各项主要业务均大幅增长，2019 年前三季度，公司实现营业收入 10.71 亿元，同比增长 23.08%，2019 年上半年，公司冶金行业、核电行业和能源行业分别实现销售收入 2.56 亿元、2.10 亿元和 2.71 亿元，同比分别增长 69.94%、53.76%和 61.26%；2019 年前三季度，公司实现归属母公司所有者净利润 1.31 亿元，同比增长 112.92%，公司净利润增速高于收入是由于毛利率的提升以及减值损失的降低。

图表 2 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3 公司归母净利润及增速

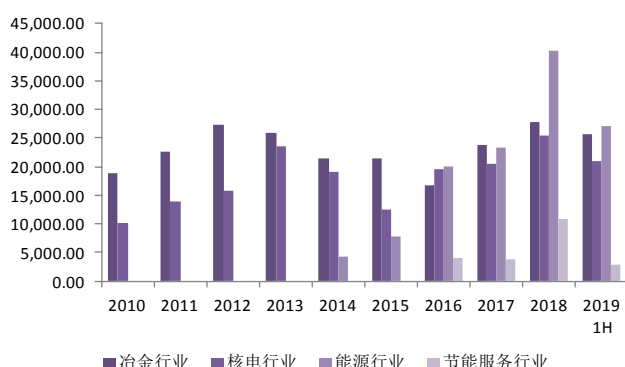


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

从分业务来看，2015 年和 2016 年是公司经营的低谷，随着供给侧改革的推进，未达到国家节能减排要求，公司下游的冶金和能源行业加大了技改力度，冶金和能源行业业务收入随之快速增长。

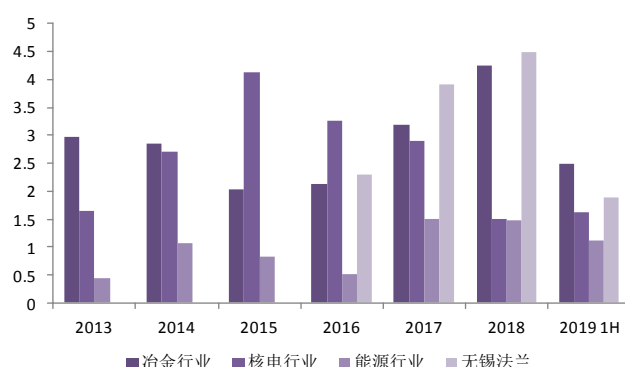
2019 年上半年，公司冶金、核电及能源行业新接订单分别为 2.50 亿元、1.63 亿元和 1.13 亿元，同比分别增长 28.87%、129.58%和 18.85%。随着核电重启的大幕拉开，核电业务将接棒成为公司收入持续增长的主要驱动力。

图表 4 公司各项业务销售收入（万元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 5 公司各项业务订单（亿元）



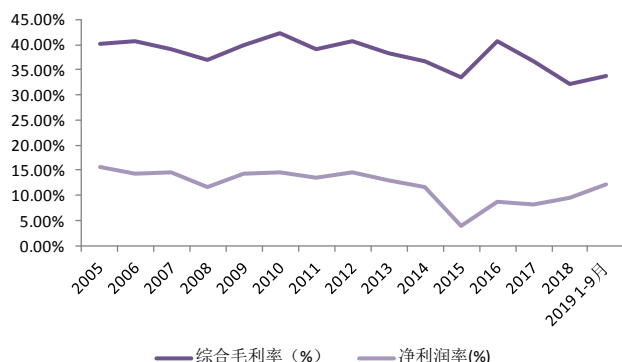
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

(2) 盈利能力止跌回升

2018 年，公司综合毛利率为 32.13%，降至历史新低，随着高毛利率核电收入占比的逐渐提升，2019 年前三季度，公司综合毛利率为 33.65%，同比提高 2.59 个百分点。

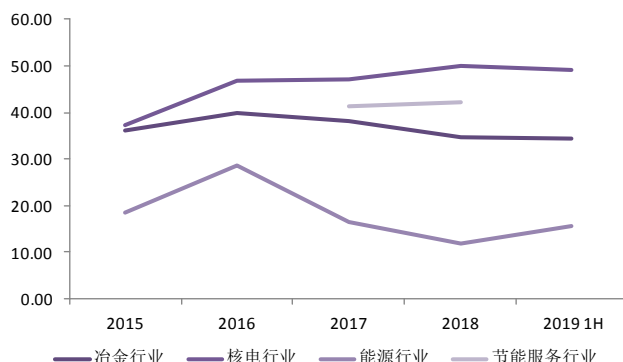


图表 6 公司毛利率和净利润率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 7 公司各项业务毛利率 (%)



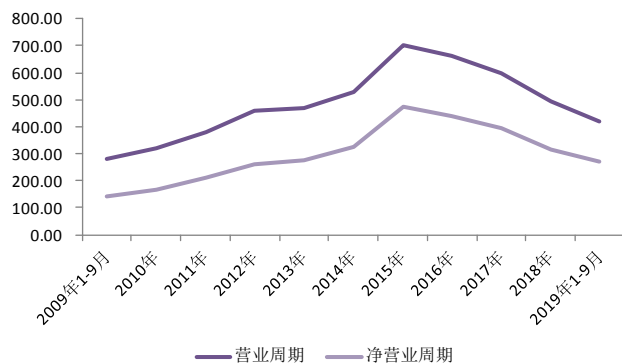
资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

(3) 经营效率持续提升, 现金流逐季改善

公司营业周期自 2015 年见顶以后逐年下降, 2019 年前三季度, 公司营业周期和净营业周期分别降至 420 天和 272 天。其中应收账款的周转期降至 140 天, 存货的周转期降为 280 天, 均大幅低于年初水平。

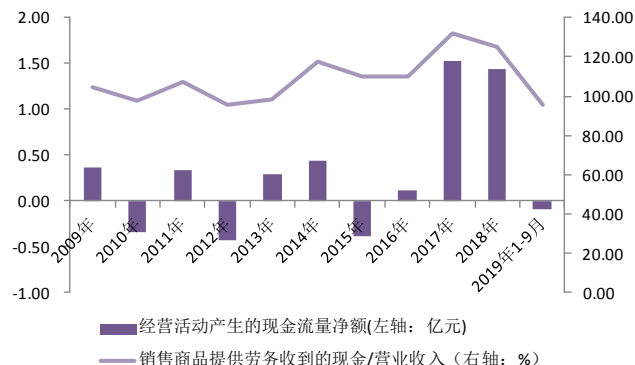
2019 年前三季度, 公司收现率降低至 95.58%, 处于合理区间范围; 2019 年前三季度, 公司经营性净现金流为-0.09 亿元, 现金流状况逐季改善。

图表 8 公司营业周期和净营业周期 (天)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 9 公司收现比和经营活动现金流净额



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

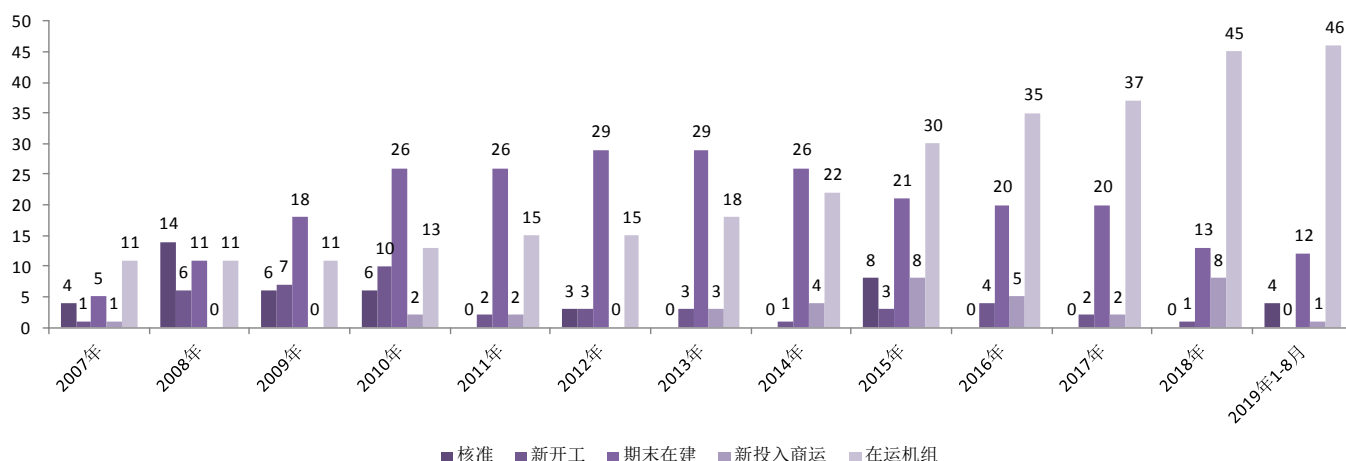
二、核电坚冰开始消融

1. 核电投资大幕重新开启

在福岛核危机之前的 2009-2011 年间，我国核电在建机组数量逐年攀升，核电投资金额也随之水涨船高。福岛核危机爆发后，我国暂停核电新建项目的核准，直到 2015 年之后，国务院才又新批了 8 台机组，但直到 2018 年，我国核电行业经历了三年多的“零审批”状态。

随着三门一期全球首台 AP1000 机组的成功商运并网，第三代核电的安全性得到有力证明。根据《生态环境部关于 2019 年 3 月 18 日建设项目环境影响评价文件受理情况的公示(核与辐射)》附带的相关报告书，太平岭核电厂一期工程 1 号机组计划于 2019 年 6 月实现核岛主体工程开工，2 号机组与 1 号机组开工间隔 10 个月；漳州核电厂一期工程 1 号机组计划于 2019 年 6 月 30 日开工，2 号机组与 1 号机组开工间隔 10 个月。我国核电迎来新的发展阶段。

图表 10 我国历年核电核准、新开工、在建、投入商运和在运机组数量（台）



资料来源：世界核协会，华鑫证券研发部

2. 核电是取代燃煤发电最理想的电源

作为一种清洁能源，核能发电不像化石燃料发电那样排放巨量的污染物质到大气中，因此核能发电不会造成空气污染。核能发电不会产生加重地球温室效应的二氧化碳。

清洁能源中，水电发电能力受上游来水制约，风电受风力影响较大，而光伏则只能在白天发电，且发电能力受天气和时间的影响较大。而核电只需 12 个月或者 18 个月换料一次，即可连续输出稳定电流，不会对电网产生瞬时冲击，是替代燃煤发电作为我国基荷能源的最理想电源。

核电成本主要源自于前期的建造成本，而由于核原料虽然体积小但蕴含的能量却很大，2400 吨标准煤所放出的能量仅需 1000 克铀裂变即可得到，核电站发电成本远低于燃煤发电，综合建造成本和发电成本，核电总成本远低于其他电源。

根据 OECD 的统计资料，按单个百万千瓦机组，容量因子均为 85%（目前核电容量因子可达 90%以上，煤电、气电基本不超过 85%）、寿期 40 年算（煤电、气电的寿期为 40 年，核电的寿期可达 60 年），煤电和气电的发电成本比核电发电成本高出的部分完

全可以冲抵核电站的投资成本，也就是说，通过发电成本所产生的核电比煤电、气电节约的资金可使核电站的投资为零，并仍产生巨额利润。

图表 11 OECD 统计的 2010 年不同国家不同电源的发电成本（基于 5% 的折现率，单位：美元/KWh）

国家和机构	核电	煤电	煤电含碳处理	气电联合循环	海岸风电
比利时	6.1	8.2	—	9	9.6
捷克	7	8.5~9.4	8.8~9.3	9.2	14.6
法国	5.6	—	—	—	9
德国	5	7.0~7.9	6.8~8.5	8.5	10.6
匈牙利	8.2	—	—	—	—
日本	5	8.8	—	10.5	—
韩国	2.9~3.3	6.6~6.8	—	9.1	—
荷兰	6.3	8.2	—	7.8	8.6
斯洛伐克	6.3	12	—	—	—
瑞士	5.5~7.8	—	—	9.4	16.3
美国	4.9	7.2~7.5	6.8	7.7	4.8
中国	3.0~3.6	5.5	—	4.9	5.1~8.9
俄罗斯	4.3	7.5	8.7	7.1	6.3
美国电力研究院	4.8	7.2	—	7.9	6.2
欧洲电力	6	6.3~7.4	7.5	8.6	11.3

资料来源：《国际核电成本分析及建安成本探讨》；华鑫证券研发部

对比光伏发电，目前我国集中式光伏电站投资成本为 4 元/瓦，我国第三代百万千瓦级的核电站建设成本约为 20 元/瓦，粗看单位功率核电投资高于光伏投资，但由于光伏年均发电小时数仅为核电的 1/6~1/7；此外，光伏发电寿命为 20~25 年，而第三代核电站寿命可达 60 年。同样大小装机容量的核电和光伏电站，核电全寿命实际发电量为光伏的近 20 倍。按照实际发电量计算核电的全寿命度电成本仅为光伏电站的 1/2。

当然，核电并非是全无缺点的，核电安全性被大众所诟病，但实际上同样的发电量，每当核能发电误杀一个人，煤炭发电会导致 4,000 人的死亡。随着技术的进步，三代核电机型的堆芯损坏概率降至低于 10^{-6} /堆年，大规模放射性物质释放至环境的概率低于 10^{-7} /堆年，均较二代核电机型降低两个数量级。此外，核废料处理也是困扰核电发展的因素之一，目前除了深度填埋外没有更好的处理技术，而快中子堆是世界上第四代先进核能系统的首选堆型，其可使铀资源利用率提高至 60% 以上，也可使核废料产生量得到最大程度的降低，实现放射性废物最小化，预计第四代核电技术将于 2020 年前后建成示范工程，2030 年前后商用推广。

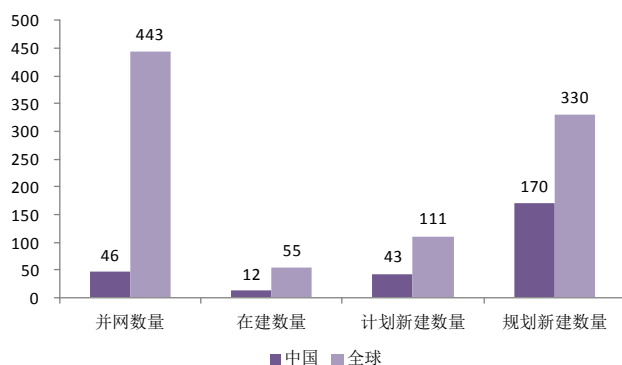
3. 我国规划电站数量占全球的一半，市场空间超 3 万亿元

“十三五”期间我国核电计划投产约 3000 万千瓦、开工 3000 万千瓦，到 2020 年总装机将达到 5800 万千瓦。由于 2016 年-2018 年我国核电是零核准，因此在“十三五”中后期核电发展尤为紧迫。截止到 2019 年 8 月我国投入商运的核电机组总共是 46 台，总装机容量为 4468.8 万千瓦。如果需要完成“十三五”核电发展目标，那么在剩下的一年多时间内需要投入商运机组需要达到 13 台机组，新开工需要达到 23 台机组。国内核电投资有望在“十三五”中后期集中释放。

根据世界核协会的统计，截止到 2019 年 8 月，我国已建成并网核电站共计 46 座，装机容量合计为 44688 百万瓦，分别占世界总量的 10.38% 和 11.32%；在建核电站为 12

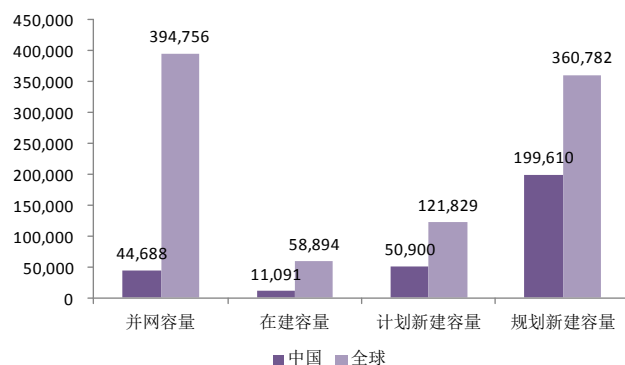
座，装机容量合计为 11091 百万瓦，分别占世界总量的 21.82% 和 18.83%；中国计划中的核电站为 43 座，装机容量为 50900 百万瓦，分别占世界总量的 38.74% 和 41.78%；中国规划中的核电站为 170 座，装机容量合计为 199610 百万瓦特，分别占世界总量的 51.52% 和 55.33%。也就是说未来 10-15 年间，世界将有一半的新建核电站诞生在中国。在建核电站对应市场空间 1800 亿元，计划新建核电站对应的市场空间将超过 5000 亿元，规划新建对应的市场空间超 2 万亿元，合计超过 3 万亿元。

图表 12 我国并网、在建、计划、规划核电站数量（座）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 13 我国并网、在建、计划、规划核电站容量（百万瓦特）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

4. 我国有望主导全球核电建设

根据世界核协会统计，截止到2019年8月全球（除中国大陆外）核电在建机组、新建机组和规划机组分别为43台、68台和160台；在建机组、新建机组和规划机组装机容量分别为47.80GW、70.93GW和161.17GW。保守估计未来十五年全球（除中国大陆外）核电市场规模也将达4万亿元人民币。

未来十到十五年间全球新建的核电站将主要以第三代核电站为主。目前，全球第三代核电技术主要包括：美国西屋AP1000、法马通和西门子联合开发EPR、美国通用的ESBWR、俄罗斯的VVER-1200、日立-通用的ABWR、日本APWR，以及韩国ARP1400、中国的“华龙一号”和CAP1400。目前，美国西屋公司已破产，俄罗斯和日本由于核事故难技术以被其他国家所接受，德国和韩国计划“弃核”，未来第三代核电市场真正参与全球竞争的国家仅剩中国和法国。

中国是首个在全球建成AP1000核电机组并成功投入商运的国家，并在全球公认先进的三代核电AP1000上开发出具备完全自主知识产权的“华龙一号”和CAP1400技术，未来5年我国将建成大批的三代核电机组，这将成为我国核电海外推广最强有力的名片。随着核电出海，将能够把公司在内的核电设备产品更好的推向全球市场。

5. 核电重启后我国核电阀门市场年需求超 37 亿元

通常而言，一座具有两台百万千瓦级别的核电机组需要各类阀门达 3 万台。其中，常规岛阀门 1.35 万台，核岛阀门 1.3 万台，电站辅助设备阀门 0.35 万台。就核电阀门的投资情况来看，常规岛、核岛以及电站辅助设备的阀门占到核电站基础造价百分之二左右。按照目前第三代核电站单台机组 150 亿元的造价计算，两台机组阀门价值合计达 6 亿元。如按照每年新建 4 台机组计算，我国核电新增球阀、蝶阀市场需求为 12 亿元。

此外，核电阀门属于耗材。一座具有两台百万千瓦机组核电站每年总维修费用将在 1.35 亿元人民币左右，核电阀门的维修、更换费用在维修总额中约占 50%，阀门维修、更换费用每年达到约 6700 万元。目前，我国已建成并网核电机组 46 台，每年阀门维修、更换费用合计为 15.41 亿元。核电重启后我国每年核电阀门总需求为 37 亿元，这一数字随着新建核电站和并网核电站增加而快速增长，为国内有实力的核级阀门制造商的发展提供了巨大商机。

6. 公司核级蝶阀、球阀市占率超 90%，具备垄断优势

自 2008 年以来，在我国核电工程用阀门的一系列国际招标中，公司为核级蝶阀和核级球阀主要中标企业，获得了这些核电工程已招标核级蝶阀、核级球阀的 90% 以上的订单，实现了产品的全面国产化。由于核电站阀门的特殊性，其标准的应用要比普通电站阀门的要求严格得多，核级阀门在前期研发的基础上，还需要在模拟核电站的环境中对安全性能和使用寿命进行充分验证。核电站模拟实验室需要通过普通设备模拟核电站级别的压力、温度等，需要的设备投入大，建设周期长，单次实验费用高。为使阀门产品达到终端客户的质量标准，生产企业需要在人员、技术和研发领域需拥有深厚的积累。因此核电阀门领域技术门槛要求较高，竞争态势良好，生产企业通常能保持较高的盈利能力。

公司紧密跟随国内核电工程技术公司技术进步，持续研发满足第三代核电技术要求的阀门产品，系列产品覆盖 AP1000、华龙一号、CAP1400 及高温气冷堆等主力堆型，完全具备核级蝶阀、球阀、地坑过滤器等产品的供货能力；同时，公司还投入巨资开展核化工专用阀门技术研究，与国内著名科研院所合作研发气动送样装置，为我国核电发展及乏燃料后处理储备核心技术。如果核电项目每年能保持批复开工建设 4-6 个机组的规模，预计每年将对应新增项目订单约 3 亿左右，加上现有存量机组运行带来的备件、维修市场需求每年也能获得 2-3 亿的备件订单，公司核电阀门业务领域的订单需求将突破现有瓶颈快速增长。

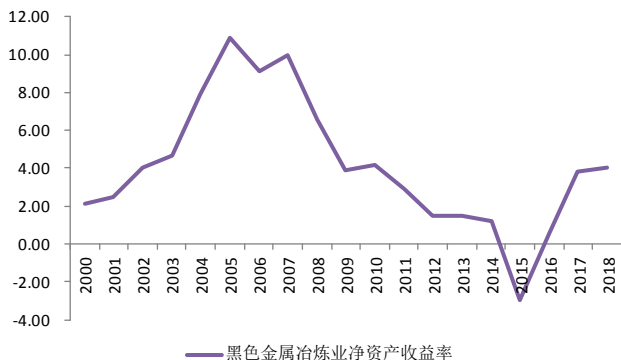
三、供给侧改革持续推进，冶金领域需求旺盛

在冶金阀门产品领域，公司产品主要应用于对冶金企业具有节能、减排及降耗效果的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统，主要产品市场占有率达 70% 以上，公司被宝武钢铁、莱钢、中冶赛迪等企业认定为年度优秀供应商。

在供给侧改革实施之前，国内钢铁产能严重过剩，全行业出现普遍亏损。2015 年底，中国政府提出目标：到 2020 年，钢铁行业减少粗钢产能 1.5 亿吨。在初始阶段，主要着眼于淘汰闲置电弧炉和老旧转炉炼钢的产能。随后，中央公布第二轮举措：2016 年内关停全国超过 1.2 亿吨中频炉产能。供给侧改革的实施促进钢铁需求由供过于求向供应偏紧转变，促进钢铁行业盈利状况大幅改观。

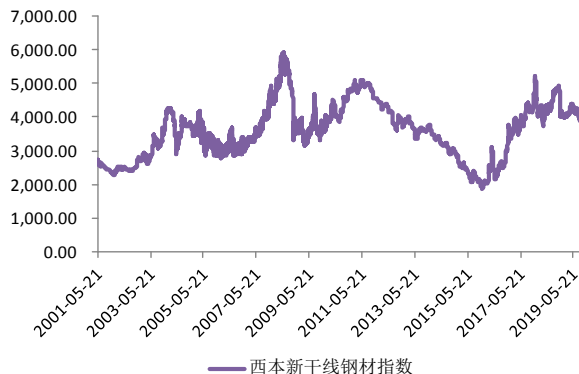


图表 14 我国黑色金属冶炼业净资产收益率 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

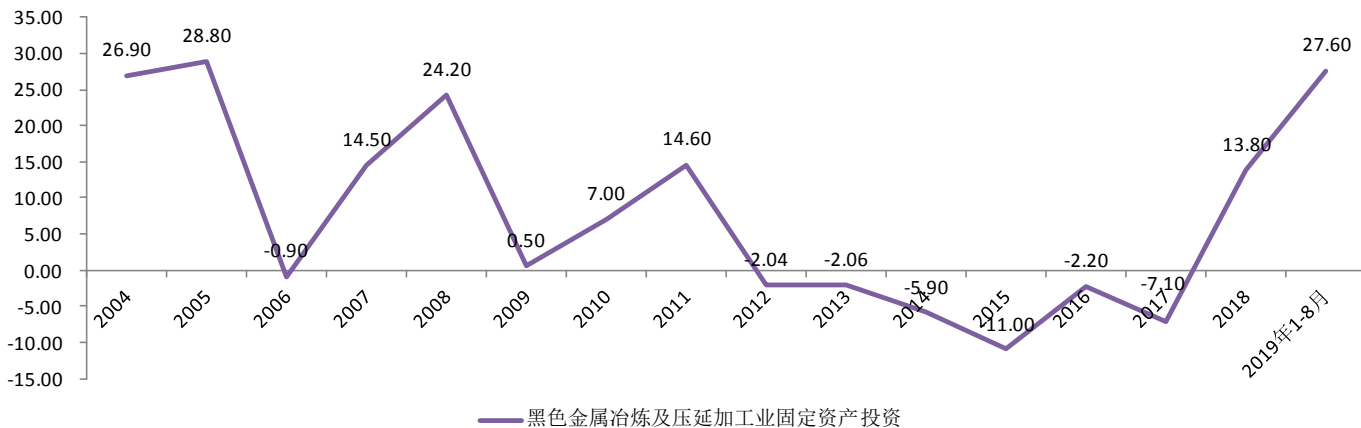
图表 15 我国并网、在建、计划、规划核电站容量 (百万瓦特)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

中国越来越重视环境保护和生态文明建设。这迫使钢铁行业探寻更绿色环保的生产模式,以满足日益严格的环境污染物排放标准要求,特别是中国已颁布了超低硫化物(SO_x)和氮氧化物(NO_x)的大气排放标准,对钢铁行业环保要求更为严格。通过供给侧改革大考生存下来的钢铁企业由于经营状况的改善,有能力加大技改投资力度,采购新设备、改进升高工艺,促进环保达标以及产品的升级换代。因此近两年来,钢铁行业固定资产投资实现加速增长。

图表 16 我国黑色金属冶炼及延压加工业历年固定资产投资同比增速 (%)



资料来源: 世界核协会, 华鑫证券研发部

根据必和必拓预估,钢铁行业产能利用率增幅的三分之二左右将会长期持续,钢铁生产商就能够实现可持续健康发展。有鉴钢铁行业需求持续旺盛,我们预计未来两到三年,公司钢铁领域销售收入将能够持续稳健增长。

四、能源领域供给侧改革,新建和技改需求增长

在能源装备行业,公司的产品应用于煤化工、火电厂以及 LNG 等多个领域。

随着供给侧改革的推进,煤炭、电力、钢铁、建材等行业加快淘汰落后产能,由于煤化工相对其他领域具备节能减排的优势,成为煤炭需求的唯一亮点。根据中煤协

的统计, 1-10 月, 我国煤炭消费约 29 亿吨, 同比下降 4.7%, 主要耗煤行业中, 电力、钢铁、建材行业耗煤量同比分别下降 6.4%、3.4%和 8.1%。而化工行业耗煤同比增长 8.7% 之外, 实现了逆势增长。公司开发的煤化工苛刻工况特种阀门在中石化中天合创项目、中煤榆林 180 万吨甲醇项目、新疆广汇煤制气项目、万华化学聚氨酯项目、大连恒力石化项目中得到了成功应用, 公司开发的低温阀门成功应用于中石化茂名分公司年产 20 万吨煤制氢项目的低温甲醇洗系统中。

火电作为传统能源, 具有发电成本低的优势, 但因为燃煤燃烧后主要产生二氧化碳的同时伴生有一氧化碳、二氧化硫, 硫化氢, 一氧化氮和粉尘等污染及有毒有害物质, 是我国空气污染的主要来源之一。2016 年底《电力发展“十三五”规划》指出, “十三五”期间, 将取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿千瓦以上, 淘汰落后煤电机组 2000 万千瓦, 合计相当于计划新增容量的 85%。存量电厂为提高燃煤燃烧效率实现节能减排, 加大技改的投入力度。公司开发的超(超)临界火电配套关键阀门应用于华能电力、大唐电力等企业。

五、实际控制人之争尘埃落定

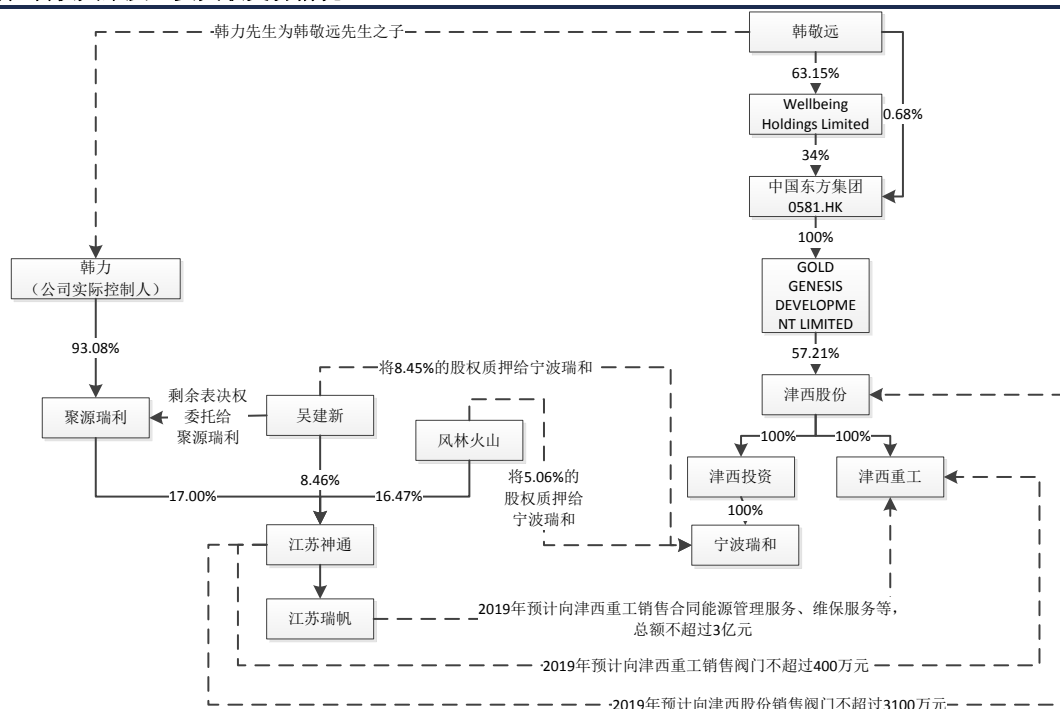
截止到 2019 年 9 月 30 日, 宁波聚源瑞利投资合伙企业(有限合伙)持有公司总股本 17.00%的股权, 是公司第一大股东, 韩力先生为公司的实际控制人。同时, 韩力为港股上市公司中国东方集团实际控制人韩敬远之子, 公司与韩敬远先生控制的公司存在关联关系。公司预计 2019 年向关联公司津西股份和津西重工销售阀门分别不超过 3100 万元和 400 万元, 公司其子公司江苏瑞帆向津西重工销售合同能源管理服务、维保服务等不超过 3 亿元。聚源瑞利承诺未来 12 个月内不减持, 且不排除将根据上市公司未来的发展规划, 在未来合适时间通过法律法规允许的合适方式进一步增持上市公司股份, 巩固对于上市公司的控制权。

湖州风林火山股权投资合伙企业(有限合伙)持有公司占总股本 16.47%的股权, 是公司的第二大股东, 目前公司将占公司总股本 5.06%的股权质押给第一大股东的关联企业宁波瑞和, 风林火山承诺不与韩力争夺控股权。

吴建新先生(公司原实际控制人)持有公司占总股本 8.46%的股权, 是公司第三大股东, 目前吴建新先生将占公司总股本 8.45%的股权质押给第一大股东的关联企业宁波瑞和, 并将所持股份表决权委托给公司第一大股东聚源瑞利。

截止到 2019 年 9 月 30 日, 韩力先生通过聚源瑞利间接持有公司 17%的股权, 再加上吴建新先生的委托授权, 合计控制公司 25.46%的表决权, 是公司的实际控制人。

图表 17 公司控制权关系及主要关联交易情况



资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研发部

六、盈利预测及估值

1. 公司盈利预测

公司盈利预测假设：

假设一：未来三年，每年新建核电机组 4-6 台，公司核电业务收入保持快速增长；

假设二：供给侧改革持续推进，冶金行业和能源行业技改持续投入，冶金和能源行业收入持续增长；

假设三：江苏瑞帆向津西重工销售合同能源管理服务，维保服务，带动公司节能服务业务快速增长；

假设四：随着公司各项业务收入的增长，主要毛利率小幅提升；

假设五：公司各项期间费用控制良好；

假设六：公司总股本为 485,756,156 股。

图表 18 公司盈利预测假设

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（万元）	75,566.14	108,746.40	139,624.96	173,274.58	203,778.98
冶金行业	23,832.67	27,758.79	34,837.28	40,132.55	44,948.45
核电行业	20,419.28	25,368.93	39,474.05	57,434.74	74,665.17
能源行业	23,367.94	40,161.54	48,535.23	52,660.72	56,346.97
节能服务行业	4,031.86	10,968.17	12,064.98	18,097.48	22,621.84
其他	3,914.40	4,488.97	4,713.42	4,949.09	5,196.55
营业成本（万元）	47,932.58	73,810.85	90,879.84	110,445.45	127,664.93



项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
冶金行业	14,732.25	18,106.34	22,644.23	26,086.16	29,441.24
核电行业	10,784.64	12,678.24	19,539.66	28,143.02	36,212.61
能源行业	19,515.63	35,421.82	40,284.24	44,235.01	47,331.46
节能服务行业	2,293.54	6,331.61	6,997.69	10,496.54	13,120.67
其他	606.51	1,272.83	1,414.03	1,484.73	1,558.96
毛利率(%)	36.57	32.13	34.91	36.26	37.35
冶金行业	38.18	34.77	35.00	35.00	34.50
核电行业	47.18	50.02	50.50	51.00	51.50
能源行业	16.49	11.80	17.00	16.00	16.00
节能服务行业	43.11	42.27	42.00	42.00	42.00
其他	84.51	71.65	70.00	70.00	70.00
收入增速(%)	25.84	43.91	28.40	24.10	17.60
冶金行业	42.73	16.47	25.50	15.20	12.00
核电行业	4.33	24.24	55.60	45.50	30.00
能源行业	16.88	71.87	20.85	8.50	7.00
节能服务行业		172.04	10.00	50.00	25.00
其他	3.43	14.68	5.00	5.00	5.00

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

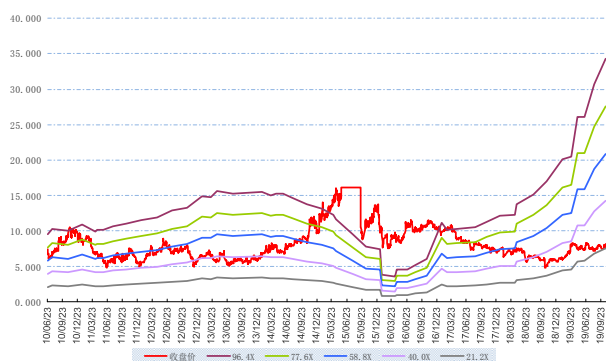
2. 公司估值

(1) 公司估值处于历史底部

截止 2019 年 10 月 23 日收盘, 公司 PE 为 23.08 倍, PB 为 2.07 倍, 分别位于公司上市以来估值 0.23% 和 15.98% 的历史分位。公司 PE 基本上位于历史最低水平, 而 PB 当前历史分位高于 PE 则说明公司盈利能力 (ROE) 高于历史平均水平。

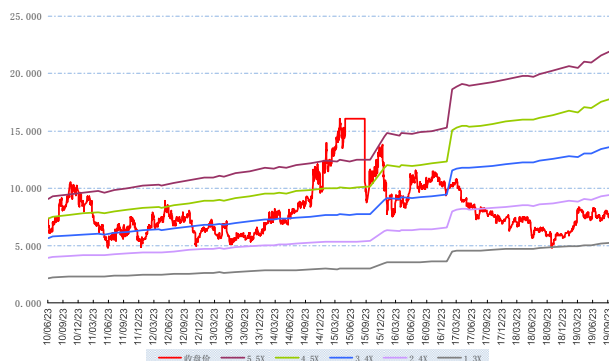
自 2016 年以来, 公司业绩持续增长, 而股价则持续下滑。导致在长达三年的时间业绩和股价趋势出现背离, 公司估值被压制的主要原因是核电一直没有新开工机组以及对冶金和能源需求增长持续性持疑。随着 2019 年核电重启, 以及供给侧改革的持续推进, 冶金及能源需求旺盛, 实控人不确定的问题也基本解决, 压制估值的因素已不复存在。公司估值大概率将得到修复, 股价也将迎来回升。

图表 19 公司上市以来的 PE



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 20 公司上市以来的 PB



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

(2) 按相对估值，公司价值被低估

我们选取与公司具有相似业务的中核科技、纽威股份、博实股份、日机密封和双良节能作为可比公司，2018-2020 年可比公司的平均市盈率分别为 34 倍、22 倍和 21 倍，市净率平均为 3.8 倍。

图表 21 可比公司估值（2019 年 10 月 23 日）

代码	简称	当前股价 (元)	EPS			PE			PB
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000777.SZ	中核科技	12.51	0.27	0.31	0.42	46.57	40.35	29.79	3.49
603699.SH	纽威股份	12.14	0.37	0.55	0.71	32.81	22.00	17.06	3.84
002698.SZ	博实股份	9.88	0.27	0.32	0.42	36.99	31.01	23.34	4.73
300470.SZ	日机密封	26.81	0.89	1.15	1.49	30.20	23.22	17.96	4.37
600481.SH	双良节能	3.45	0.15	0.17	0.21	22.27	19.86	16.61	2.56
平均						33.77	27.29	20.95	3.80
002438.SZ	江苏神通	8.21	0.21	0.38	0.53	38.33	21.61	15.49	2.07

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预计公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 1.84、2.56 和 3.31 亿元，折合 EPS 分别为 0.38 元、0.53 元和 0.68 元。如果参考 2020 年可比公司平均 21 倍的市盈率计算（江苏神通上市以来历史最低市盈率为 21.2 倍），公司合理估值为 11.13 元，2019 年 10 月 23 日公司收盘价 8.21 元计算，保守估计公司股价具有 35% 的上升潜力，我们首次给予“**推荐**”的投资评级。

七、风险提示

新批核电站数量低于预期；供给侧改革力度减弱；关联交易增加带来经营效率下滑。

图表 22 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	1,087	1,396	1,733	2,038
货币资金	234	268	232	259	营业成本	738	909	1,104	1,277
应收款	641	582	722	849	营业税金及附加	11	22	27	32
存货	776	757	920	1,064	销售费用	112	140	170	194
其他流动资产	475	475	475	475	管理费用	66	70	83	92
流动资产合计	2,126	2,082	2,349	2,647	财务费用	14	15	14	13
非流动资产：					费用合计	192	225	267	298
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	14	13	12	12
固定资产+在建工程	680	677	677	680	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	360	360	360	360	投资收益	14	20	20	20
其他非流动资产	130	130	130	130	营业利润	97	196	278	364
非流动资产合计	1,170	1,167	1,167	1,170	加：营业外收入	23	16	16	16
资产总计	3,296	3,249	3,517	3,817	减：营业外支出	1	2	2	2
流动负债：					利润总额	118	210	292	378
短期借款	347	300	280	250	所得税费用	15	26	37	47
应付账款、票据	528	379	460	532	净利润	103	184	256	331
其他流动负债`	516	511	511	511	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,390	1,189	1,251	1,292	归母净利润	103	184	256	331
非流动负债：									
长期借款	39	40	45	50					
其他非流动负债	64	64	64	64	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动负债合计	103	104	109	114	成长性				
负债合计	1,493	1,293	1,360	1,407	营业收入增长率	43.9%	28.4%	24.1%	17.6%
所有者权益					营业利润增长率	49.3%	102.0%	42.0%	30.7%
股本	486	486	486	486	归母净利润增长率	65.6%	77.9%	39.2%	29.2%
资本公积金	814	814	814	814	总资产增长率	13.4%	-1.4%	8.2%	8.5%
未分配利润	460	594	769	990	盈利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	32.1%	34.9%	36.3%	37.4%
所有者权益合计	1,803	1,956	2,157	2,411	营业利润率	8.9%	14.0%	16.1%	17.8%
负债和所有者权益	3,296	3,249	3,517	3,817	三项费用/营收	17.7%	16.1%	15.4%	14.6%
					EBIT/销售收入	9.0%	16.5%	17.9%	19.4%
现金流量表(百万元)					净利率率	9.5%	13.2%	14.8%	16.2%
净利润	103	184	256	331	ROE	5.7%	9.4%	11.9%	13.7%
折旧与摊销	86	83	90	97	营运能力				
财务费用	18	15	14	13	总资产周转率	33.0%	43.0%	49.3%	53.4%
存货的减少	-236	19	-163	-143	资产结构				
营运资本变化	169	-90	-59	-55	资产负债率	45.3%	39.8%	38.7%	36.8%
其他非现金部分	3	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	144	211	138	242	经营净现金流/净利	1.40	1.15	0.54	0.73
投资活动现金净流量	-225	-80	-90	-100	每股数据（元/股）				
筹资活动现金净流量	99	-97	-84	-114	每股收益	0.21	0.38	0.53	0.68
现金流量净额	18	34	-36	27	每股净资产	3.71	4.03	4.44	4.96

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：机械行业

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>