

江苏神通(002438)

公司研究/深度报告

冉冉升起的乏燃料后处理新星，业绩增长值得期待

深度研究报告/环保与公用事业

2019年11月19日

报告摘要:

● 盈利快速增长的阀门领军企业，产业资本入主改善公司治理

公司为国内规模最大的阀门制造商之一，在实现核电机组蝶阀、球阀的国产化替代后又逐步开拓石化、化工阀门领域市场，在冶金阀门、核电阀门领域市占率达70%和90%，2010年6月登陆深圳中小板。公司早年业务发展相对保守，发展一度面临瓶颈。2019年津西系产业资本宁波聚源瑞利成为公司控股股东，为公司在企业管理、新业务开拓、资源对接等方面增添新的活力。费用管控良好叠加下游核电阀门、冶金阀门需求迎来拐点，前三季度公司盈利同比增长113%，实现快速增长。

● 乏燃料后处理潜在订单规模超12亿，将成为未来两年主要业绩增量来源

乏燃料指核反应堆中燃耗深度达到设计限度、需要卸出不再在该反应堆中使用的核燃料。建立乏燃料闭式循环对能源安全、乏燃料减量化、降低辐射污染可能性具有重要意义，是国际上主流的、也是我国早在80年代就已确定的乏燃料处置方式，但由于种种问题我国目前仅50吨乏燃料后处理产能在运。目前，2010年前投运的核电机组贮存池空间纷纷告急，带来潜在管理风险，我们预计到2025年国内乏燃料处置产能缺口将达600吨以上，有望拉动千亿投资。公司通过多年的积累，现已在乏燃料气动送样系统取得突破，潜在市场订单达12~20亿，弹性巨大。

● 核电、冶金、能源化工三大业务板块需求齐向好，氢能阀门研发具亮点

国内阀门市场需求空间达2500亿，各细分领域客户黏性较强。公司为国内核级球阀蝶阀主要提供商，随着国内核电新建项目建设的正式重启，预计未来每年将有4~6台机组获批，公司核电订单有望迎来拐点，2020年有望突破5亿规模。冶金方面，环保要求下超1亿吨钢铁产能正着手搬迁，将拉动冶金阀门市场需求，同时该业务与津西钢铁存在协同，有望借机向北方扩张。能源化工方面，产业聚集大势所趋，公司在恒力石化、浙江石化等多个示范项目已取得客户认可，同时在氢阀方面已开展相关业务布局及研发，未来有望逐渐放量。

● 投资建议

看好公司在乏燃料后处理领域的增长潜力，下游需求仍处于景气周期中，未来快速增长确定性较强，预计公司2019~2021年归母净利润分别为1.8、2.7和3.6亿，对应2019~2021年PE24、16、12x，2019年预测PE低于阀门行业28x的平均PE，位于上市以来底部，继续给予“推荐”评级。

● 风险提示

1、乏燃料处置项目建设不及预期；2、核电重启政策推进不及预期；3、钢铁企业环保投入下滑；4、瑞帆节能商誉减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,087	1,453	1,878	2,226
增长率(%)	43.9%	33.6%	29.2%	18.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	103	181	273	363
增长率(%)	65.6%	75.4%	50.5%	33.1%
每股收益(元)	0.21	0.37	0.56	0.75
PE(现价)	41.3	23.7	15.8	11.8
PB	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

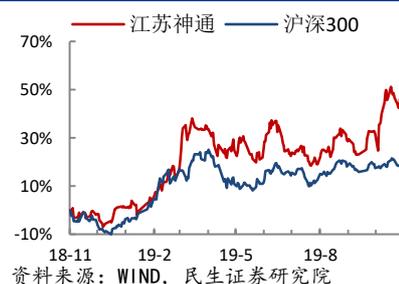
当前价格：8.85

交易数据

2019-11-18

近12个月最高/最低(元)	9.02/5.62
总股本(百万股)	485.76
流通股本(百万股)	401.55
流通股比例(%)	83%
总市值(亿元)	42.99
流通市值(亿元)	35.54

该股与沪深300走势比较



分析师：黄彤

执业证 S0100513080003

电话：021-60876721

邮箱：huangtong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证 S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

1、《调研简报：盈利翻倍增长，乏燃料后处理市场广阔》20191022

目录

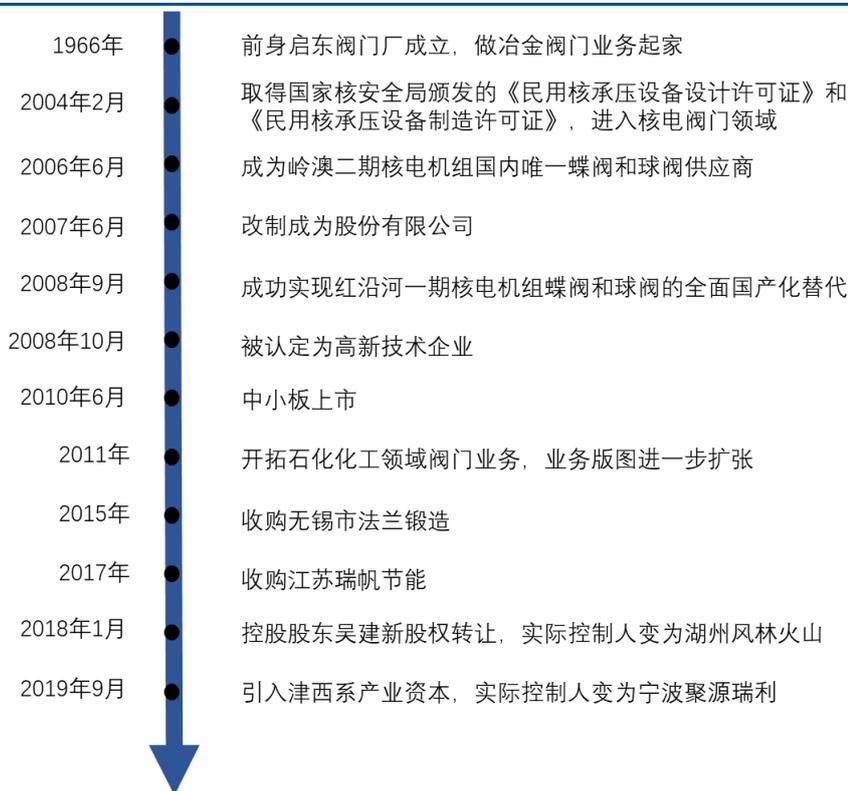
一、盈利快速增长的阀门领军企业，产业资本入主改善公司治理	3
(一) 阀门行业领军企业，津西系产业资本入主提升活力	3
(二) 下游需求持续向好叠加费用管控提质增效，盈利实现加速增长	4
二、行业分析：国内阀门市场需求达 2500 亿，备品配件及维修提供较强客户黏性	7
(一) 国内阀门市场达 2500 亿，增长较为稳健	7
(二) 行业整体集中度低，备品配件及维修提供较强下游客户黏性	8
三、公司分析：乏燃料后处理市场弹性大，三大业务板块需求齐向好	10
(一) 新兴业务：乏燃料后处理潜在订单规模达 30 亿，将成为未来两年主要业绩增量来源	10
(二) 核电阀门：充分受益核电重启，订单有望迎来拐点	12
(三) 冶金：环保要求下钢厂搬迁刺激冶金阀门市场需求，有望借力津西钢铁拓展业务区域	13
(四) 能源化工：市场空间巨大，氢能源阀门颇具亮点	15
四、盈利预测与估值分析	16
(一) 盈利预测：快速内生增长确定性强，2021 年有望实现 3.6 亿归母净利润	16
(二) 估值比较：估值低于可比公司，位于上市以来底部区间	17
五、风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

一、盈利快速增长的阀门领军企业，产业资本入主改善公司治理

(一) 阀门行业领军企业，津西系产业资本入主提升活力

阀门行业领头羊，业务领域有序扩张。公司设立于 2001 年，主营业务为工业特种阀门的研发、生产和销售，2010 年 6 月登陆中小板。阀门产品应用领域广，公司在实现核电机组蝶阀球阀的全面国产化替代后又逐步开拓石化、化工阀门领域市场，目前公司主要生产包括蝶阀、球阀、闸阀、截止阀、止回阀、调节阀、特种专用阀等七个大类 145 个系列 2000 多个规格的产品，在冶金、核电领域市占率达 70% 和 90%，为国内规模最大的阀门制造商之一。公司于 2015、2017 年围绕主业先后并购了无锡法兰锻造以及江苏瑞帆节能。并购标的与公司在客户拓展方面存在协同协同，也帮助公司进一步拓宽业务领域。

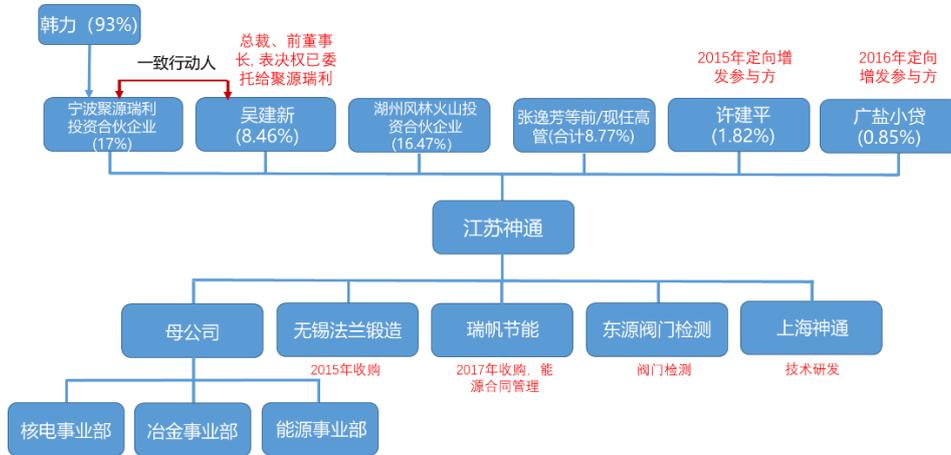
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招股说明书，民生证券研究院

产业资本入主，公司发展注入新活力。公司早年业务发展相对保守，上市以后随着下游冶金行业的景气度下降以及核电审批的暂停，公司发展一度面临瓶颈。2017 年末，公司引入湖州风林火山成为大股东，为公司在新业务开拓、资源对接等方面增添活力，同时提拔了一批年轻有干劲的中层管理人员，为公司发展持续注入新鲜血液。2019 年 3 月以来，津西系产业资本宁波聚源瑞利通过大宗交易、集中竞价、协议转让等形式成为公司控股股东，目前宁波聚源瑞利目前持有公司 17% 的股权，同时受托行使公司前董事长吴建新所持有的 8.46% 的股权表决权。

图2: 公司股权结构



资料来源: 公司 2019 年三季报, 民生证券研究院

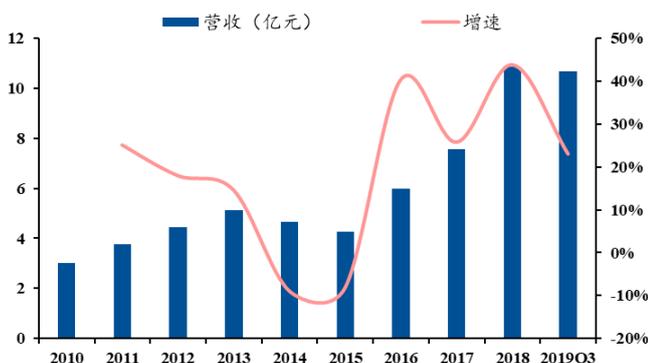
津西集团综合实力强劲, 助力公司加速发展。公司现任董事长、实际控制人韩力系津西集团实际控制人韩敬远之子。津西集团总部位于北京, 是集钢铁、非钢、金融三大板块为一体的大型企业集团和香港上市公司, 年实现销售收入超 1000 亿元, 综合实力强劲, 居 2018 年中国企业 500 强第 169 位, 中国民营企业 500 强第 42 位、河北省民企制造业首位。

(二) 下游需求持续向好叠加费用管控提质增效, 盈利实现加速增长

需求向好带动 2019Q3 盈利回升, 核电业务占到毛利的近 40%。公司上市后恰逢 2011 年福岛核事故发生, 国内暂停了新建核电机组的审批, 同时钢价进入下行周期, 冶金行业需求持续不振, 导致公司 2011 年~2015 年营收增长乏力, 一度出现负增长。而 2016 年以后随着公司积极开拓新的业务、先后并购无锡法兰和瑞帆节能, 同时下游需求逐步回暖, 公司增长重回快车道, 近三年归母净利润 CAGR 84%, 2019 年前三季度盈利同比增长 113%。

从业务结构来看, 公司下设核电、冶金、能源三大事业部, 合计占到公司毛利的 78%, 2018 年核电阀门毛利占到全部毛利的 36%, 已超越冶金成为对盈利贡献最大的板块。

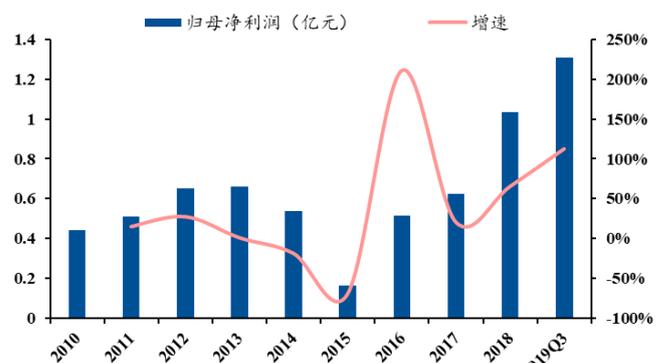
图3: 公司上市以来营收增长情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

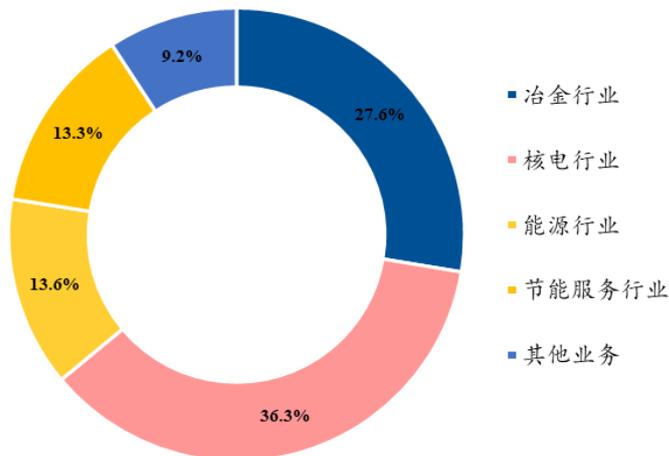
本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

图4: 公司上市以来归母净利润增长情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

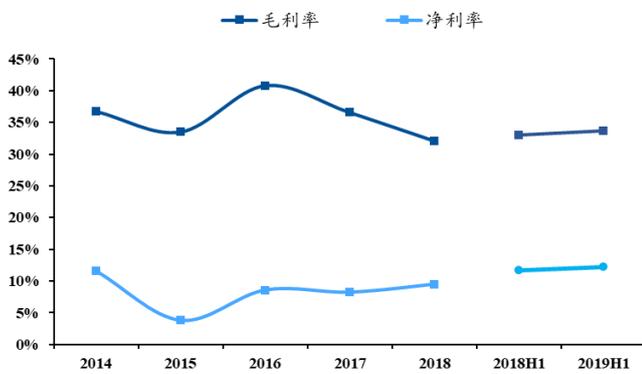
图5: 公司 2018 年毛利占比情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

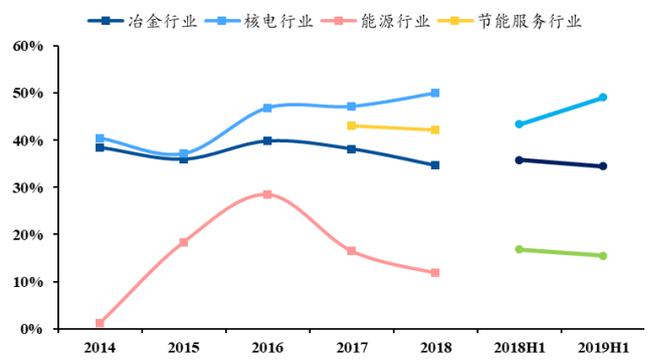
核电阀门盈利能力强, 整体毛利率有望持续回升。公司整体毛利率在 34% 左右, 近 3 年有所下滑, 主要系上游钢材涨价拖累冶金毛利, 后续有望受益钢价回落。公司阀门产品中核电板块毛利率高达 50%, 盈利能力较强, 2018 年能源行业整体毛利仅 12%, 主要系公司化工、石化阀门产品尚在业务开拓打开市场阶段, 后续有望回升。

图6: 整体毛利率、净利率变动情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

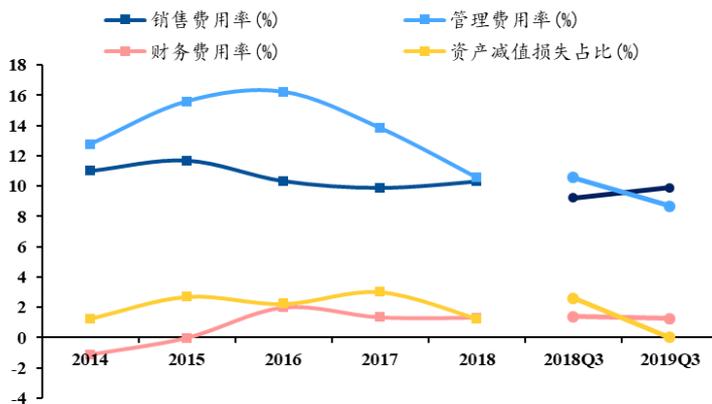
图7: 各板块毛利率变动情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

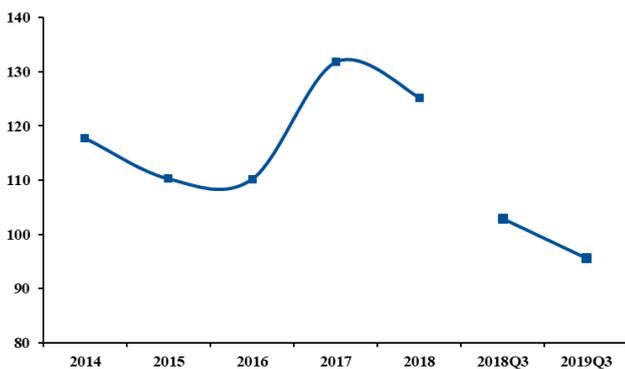
费用管控良好, 现金回款良好匹配利润水平。2016 年以来随着公司营收的恢复增长, 三项费用率均有所明显下降, 2019 年前三季度共产生管理及研发费用 9300 万元, 与 2018 年同期水平基本持平, 彰显新股东入主后对于成本管控、提质增效的成效。现金回款方面, 虽然下游客户大多为各自领域实力强大的国企央企, 公司仍能在近两年营收快速增长的情况下保证营收账款周转率的提升, 做到盈利和现金回款相匹配。由于客户结算时间多在年末, 我们预计公司前三季度经营活动现金流净流入额低于利润的情况将在四季度迎来较大改善。

图8: 公司三项费用率及资产减值损失营收占比变化情况



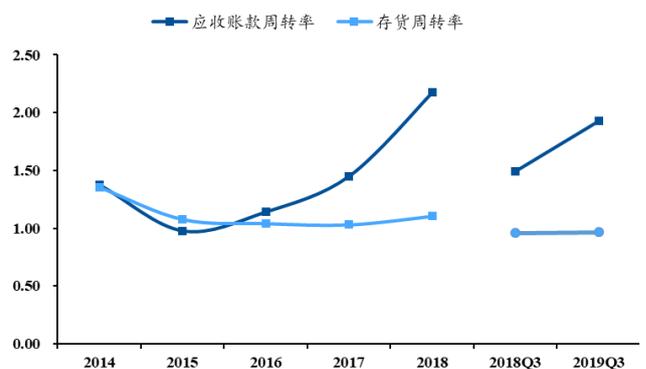
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图9: 收现比情况



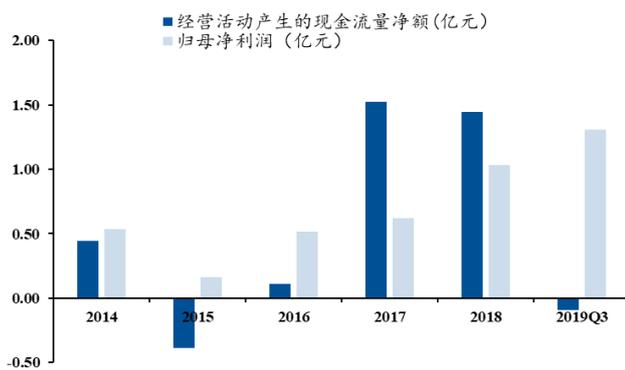
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图10: 应收账款和存货周转率



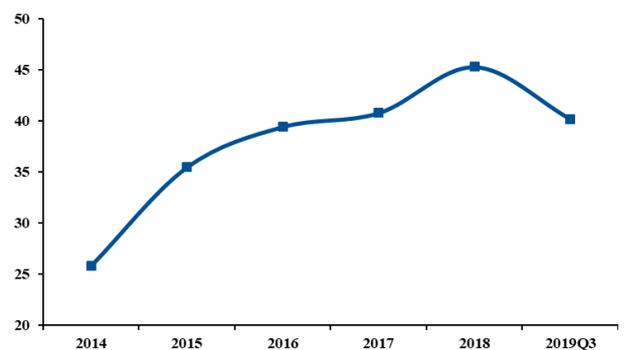
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图11: 公司经营活动产生的现金流与利润匹配较好



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图12: 公司资产负债率略有下降



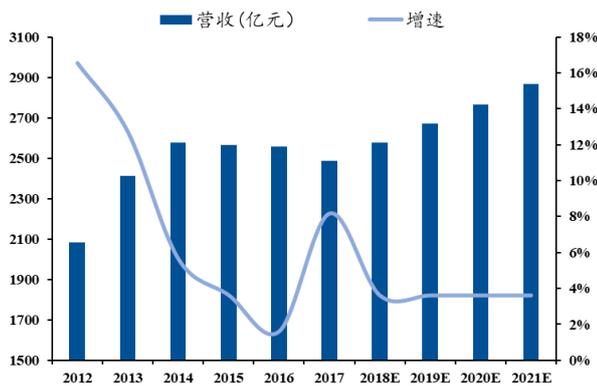
资料来源: WIND, 民生证券研究院

二、行业分析：国内阀门市场需求达 2500 亿，备品配件及维修提供较强客户黏性

(一) 国内阀门市场达 2500 亿，增长较为稳健

我国阀门市场需求在 2500 亿左右，增速在 4% 左右、较为稳健。阀门是用来开闭管路、控制流向、调节和控制输送介质的参数的管路附件，主要用于能源、电力、化工、石化、冶金等领域，按结构特征划分一般分为闸阀、截止阀、节流阀、球阀、蝶阀等，不同种类阀门在设备投资中占比相对固定，彼此之间竞争较少。据中国通用机械工业协会，2017 年全国 1714 家阀门生产企业共实现营收 2486 亿元，同比增长 8%，过去 5 年 CAGR 3.6%，预计未来随着备品配件需求的提升以及固定资产投资需求的增长，阀门行业增速仍在维持过去平均水平。我国阀门生产商主要集中于浙江、江苏和山东三地，近几年企业数量小幅下滑，集中度略有提升。

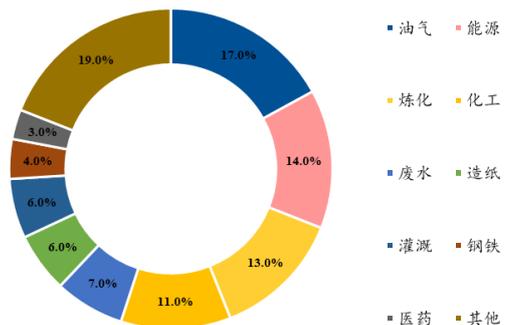
图 13：全国阀门企业营收及增长情况



资料来源：中国通用机械工业协会，民生证券研究院

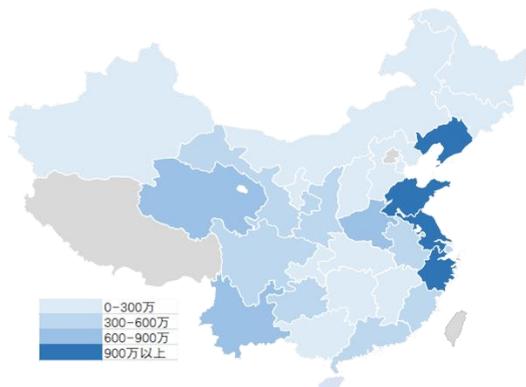
*同比增速统计口径有调整

图 14：阀门应用领域占比



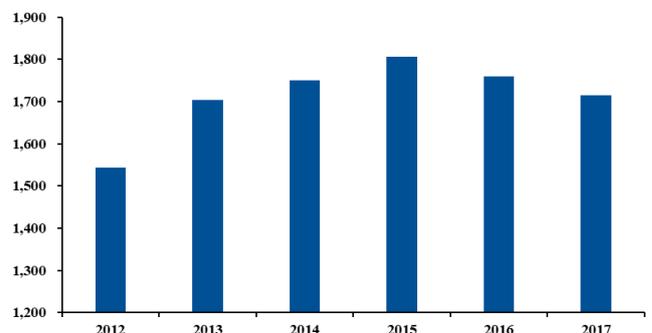
资料来源：Mcilvaine，民生证券研究院

图 15：全国阀门厂商区域营收分布情况



资料来源：中国通用机械工业协会，民生证券研究院

图 16：2015 年以后阀门企业数量略有下降



资料来源：中国通用机械工业协会，民生证券研究院

(二) 行业整体集中度低，备品配件及维修提供较强下游客户黏性

备品配件及维修提供较强下游客户黏性，后期维护订单提升盈利稳定性。由于化工、冶金、核电等应用领域各自对于阀门存在对于工作压力、温度、大小、材质等方面的特殊要求，阀门产品本身具备强非标性，难以实现大批量自动化生产。一般而言阀门投入占客户新增固定资产投资总投资的1~2%，单价不高，但寿命多在3~5年，工作场景较为恶劣的一年一换，后期存在较强的维修更换需求，因此具备较强的客户黏性。根据公司历史营收和相应产品的更换周期测算，我们预计公司目前在手备品配件订单规模已接近全部订单的一半，将为未来增长提供保障。

表 1：公司历史营收及对应后期维护订单测算(百万元)

历史收入	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	备品配件 订单	2017E	2018E
冶金	189	218	274	260	214	215	167	238	278		246	284
核电	100	116	157	209	190	125	196	204	254		144	175
能源行业				27	42	79	200	234	402		56	93
										合计	445	552
										占比	39%	47%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

行业市场集中度低，头部公司在各自细分领域具备竞争优势。产品的非标性导致阀门企业更多关注如何提升其优势市场的整体装备份额，而并不拘泥于阀门单一产品，全球经验来看，行业头部竞争者多是综合实力强劲的制造巨头。根据中国通用机械工业协会阀门分会统计，目前我国头部8%的阀门企业2017年完成工业总产值410亿元，仅占到阀门行业总收入的16%，规模最大的阀门企业纽威股份2017年市占率不到1%。

图 17：国内阀门行业领军企业 2017 年销售额及市占率情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 2：海外阀门业务头部企业基本情况介绍

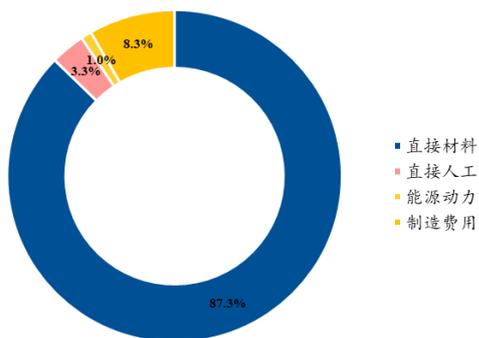
公司名称	总部所在地	主要产品
FLOWERVE	美国	泵、阀门、仪表、在线监测系统 测量仪器、阀门、控制与安全系统、电气设备
Emerson	美国	等
AMRI (KSB 旗下蝶阀制造商)	法国	泵、阀门、给排水系统等
WEIR	英国	控制系统和定位器、阀门、控制附件等

资料来源：民生证券研究院整理

政策支持为国内高端阀门实现进口替代重要推动因素。与海外制造巨头相比，国内阀门生产商起步较晚、研发水平相对较低，在高端关键设备阀门市场竞争力较弱。以核电阀门为例，大亚湾、田湾、秦山等早期投运的机组阀门基本来源于英法知名企业。而随着《核电中长期发展规划》和《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》等文件颁布，为达加快核电设备国产化的战略目标，我国核电自主化进程开始加速，秦山二期建设时已实现部分阀门国产化，到岭澳二期、红沿河一期建设时已基本实现阀门国产化。

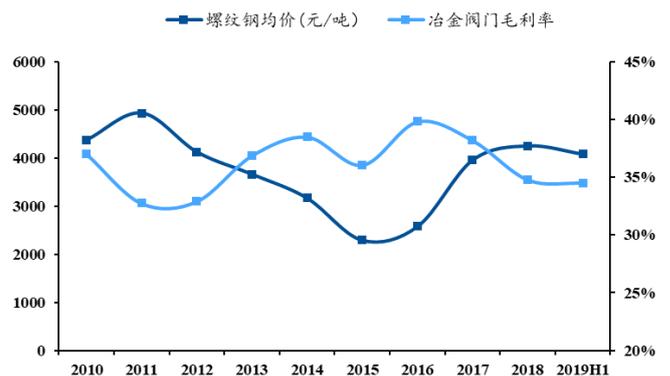
成本与钢价直接相关，钢价上涨致公司近年冶金阀门毛利率略有下滑。阀门行业的上游主要为铸件、锻件、密封件等工业原材料生产行业，阀门生产主要原材料为毛坯和驱动装置，占 2009 年公司主营业务成本的 70%。冶金阀门从签订合同到供货的周期一般为 3—6 个月，毛坯价格与钢材价格直接相关，其变化可能引起产品毛利率的波动。近年来公司进行原材料外包，把控核心生产，直接材料成本占比虽大幅下降但仍与钢材直接相关。历史来看，公司冶金阀门毛利率与螺纹钢价格基本呈反向变动趋势，但整体围绕 30~40% 的区间波动，相对稳定。

图 18：毛坯为公司阀门主要成本



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 19：公司冶金阀门毛利率与螺纹钢价格对比



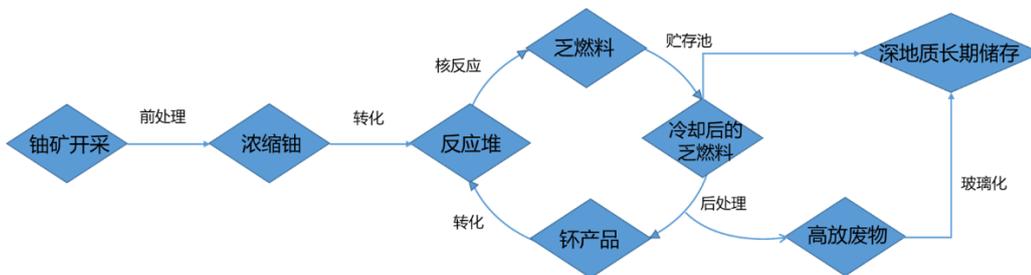
资料来源：WIND，民生证券研究院

三、公司分析：乏燃料后处理市场弹性大，三大业务板块需求齐向好

(一) 新兴业务：乏燃料后处理潜在订单规模达 30 亿，将成为未来两年主要业绩增量来源

建立闭式燃料循环是国际上主流的乏燃料处置方式。乏燃料指核反应堆中燃耗深度达到设计限度、需要卸出不再在该反应堆中使用的核燃料，乏燃料中含有大量未消耗完的铀 238 和铀 235，具有强放射性，需要妥善处置。目前国际上共有两种乏燃料管理方式，一是瑞典、加拿大等国采取的“一次通过式（开式）长期处置”，即将乏燃料全部当作核废料，选择地质条件合适的处置点进行深地质长期储存；二是以法国、英国、日本等国采取的建立闭式燃料循环，通过化学方式分离乏燃料中的铀、钚等有用元素，将剩余高放废物嬗变或是玻璃固化后进行深地质长期储存。

图 20：乏燃料循环处置流程示意图



资料来源：民生证券研究院整理

表 3：海外主要国家乏燃料后处理行业发展情况

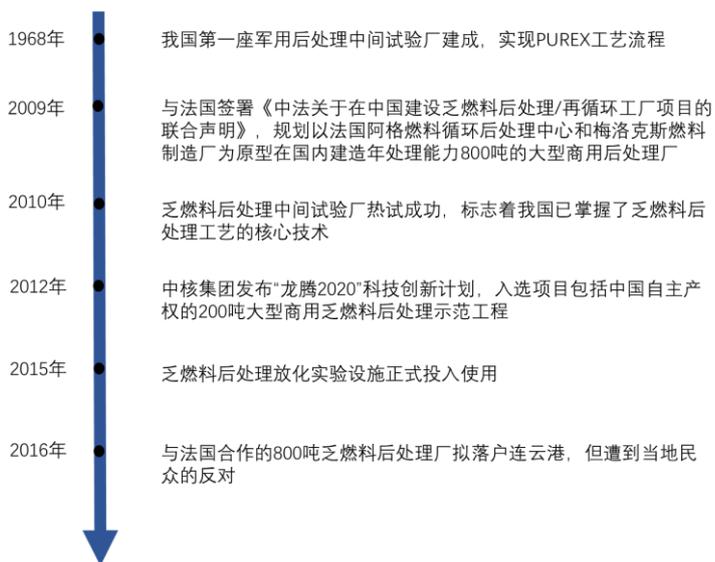
	简要情况	乏燃料处置主要设施	乏燃料处置产能 (吨/年)
法国	拥有全球最大轻水堆乏燃料后处理能力设施	阿格后处理厂	1700
英国	除自身外还对其他国家乏燃料进行处理	塞拉菲尔德美诺克斯后处理厂、赛拉菲尔德 THORP 后处理厂	2700
俄罗斯	仅有一个后处理厂	马雅克化学联合体经营德 RT-1 厂	400
印度	全球第三个建成 PUREX 水法后处理流程的国家	拥有三个后处理厂，特朗北中试厂、塔拉普尔后处理厂 1/3B	410

资料来源：全球乏燃料后处理现状与分析，民生证券研究院

建立乏燃料闭式循环对能源安全、乏燃料减量化具有重要意义。我国为贫铀国，国内铀资源大部分属于非常规铀，开采成本较高，近年来我国铀资源对外依存度常年维持在 70% 以上，主要供应国家有哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、加拿大、纳米比亚、尼日尔和澳大利亚。建立乏燃料闭式循环对于提升我国铀资源利用率，制钚铀混合燃料用于热堆、快堆，提升铀、钚等资源战略储备，保障能源安全等具有重要意义。根据国际经验，通过乏燃料后处理后，高放废物的体积将被压缩到原来的四分之一，同时其长期放射性毒性将被降低一个数量级以上。

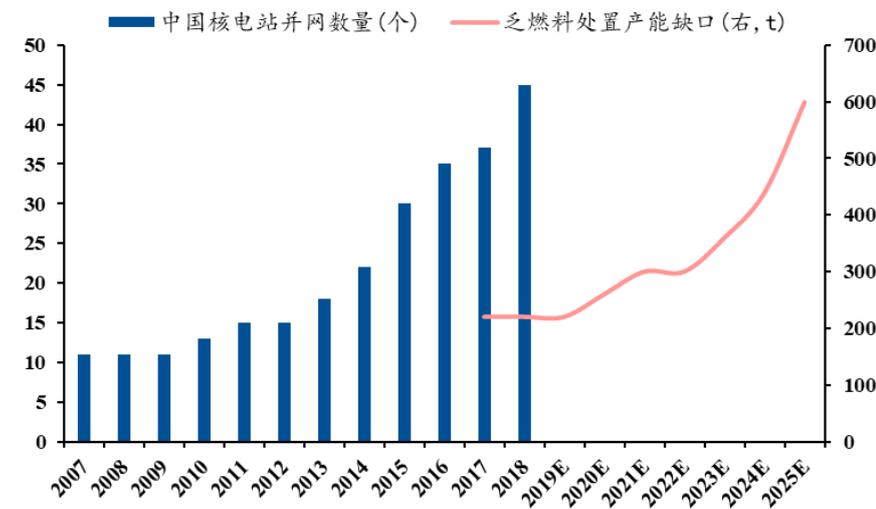
我国已确立建立乏燃料闭式循环的发展方向，但目前仅 50 吨产能在运。早在上世纪 80 年代，我国就确定了核燃料“闭合循环”和“核能发展必须相应发展后处理的技术路线”，同时制定了“中试规模—示范规模—工业规模”的乏燃料后处理产业发展路线。早在 2007 年我国就与法国就建设 800 吨商用乏燃料处置厂签署了谅解备忘录，但该项目由于选址问题迟迟未能动工，同时以中核集团主导的乏燃料处置技术研发亦同步开启，2010 年我国甘肃 404 厂乏燃料后处理中间试验厂热试成功，2012 年中核集团发布“龙腾 2020”科技创新计划，计划建设 2 个 200 吨级商用乏燃料后处理厂，2015 年甘肃 50 吨项目的放化实验设施正式投入使用。

图 21：我国乏燃料后处理历程



资料来源：民生证券研究院整理

贮存空间告急，产能缺口将达 600 吨以上，有望拉动千亿投资。国内目前产生的乏燃料主要暂存在核电站内自建的硼水池内，中国目前是按其可以存储乏燃料 10 年设计，据环保部核与辐射安全中心此前透露，投运较早的秦山、大亚湾、田湾核电站乏燃料水池已基本饱和，田湾 1、2 号机组的部分乏燃料不得不暂时存放在 3、4 号机组的乏燃料池中，处置和贮存能力的不足可能带来较大管理风险。截止 2009 年，我国已并网核电机组已达 11 台，按照每台 20 吨/年的乏燃料产生量算，200 吨级乏燃料后处理产能缺口亟待解决，到 2025 年，这一缺口将达 600~750 吨，即需要 3~4 个 200 吨级乏燃料后处理项目投运，考虑到首个项目 3~4 年的项目建设周期，这些项目有望于 2021 年前启动招标。按照单个项目 250 亿投资额计算，对应投资需求将在 750~1000 亿。

图 22：中国核电站并网机组数量与乏燃料处置产能缺口预测


资料来源：世界核协会、民生证券研究院

公司已在乏燃料气动送样系统取得突破，潜在市场订单可达 2018 年相关营收的 8 倍。基于此前在核电阀门领域长期的项目经验和技術积累，神通早于 2015 年起开始布局核电乏燃料后处理市场相关业务。2019 年 4 月，公司公告拟将 7500 万未使用募投资金变更用于“乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目”，用于建设年产气动送样系统 1 套、贮存井约 1500 个、空气提升系统约 300 套的生产产能。该项目实施期预计为 30 个月，预计可实现 1.3 亿销售收入以及每年约 2500 万元样品瓶的销售收入。目前公司已陆续取得部分气动送取系统 and 贮存井设备的项目订单，根据合同约定将在 2020 年下半年起陆续交货。随着公司相关研发技术的逐步落地，我们预计公司在单个 200 吨级商用乏燃料后处理项目中可获取的潜在订单规模在 3~5 亿，假如 2021 年前国内有 4 个乏燃料后处理项目可以如期开启招标，则公司产品的潜在市场空间将达 12~20 亿，是公司 2018 年核电板块营收的 5~8 倍。

（二）核电阀门：充分受益核电重启，订单有望迎来拐点

漳州华龙一号机组获批标志着国内核电的正式重启，预计未来每年将有 4~6 台机组获批。2018 年 6 月，全球首堆 AP1000 核电机组三门 1 号顺利并网发电，距今已顺利运行 1 年多，验证了三代核电技术的成熟性。2019 年 10 月，中国核电公告国家核安全局为公司旗下福建漳州核电厂 1、2 号机组颁发了建造许可证，标志着两台机组具备了正式建造的条件，而这也是继 2015 年审批通过 8 台核电机组后、4 年内的首份正式核准文件。基荷电源、能源安全和投资需求三重驱动下，我们预计未来国内每年可能核准 4~6 台核电机组。

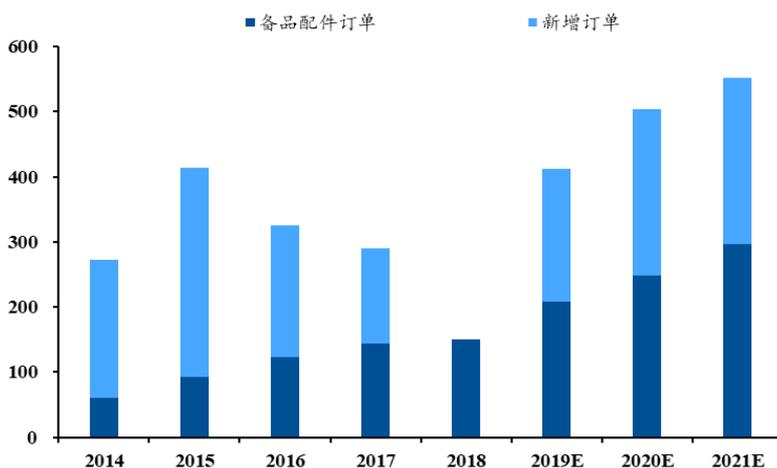
图 23: 我国历年在建及投运核电机组情况



资料来源: 民生证券研究院整理

公司为国内核级球阀蝶阀主要提供商, 2019 年核电订单有望迎来拐点。2004 年底国家出台《2005—2020 年核电中长期发展规划》, 提出了核电装备国产化率的具体目标, 公司凭借其先前在泰山核电阀门维修、备件业务中逐步积累的经验, 成为岭澳核电二期工程首批核级阀门国产化企业, 并逐步将其核级球阀、蝶阀产品的市占率做到 90% 以上。目前公司已实现 AP1000、华龙一号乃至高温气冷堆核级蝶阀球阀参数的全覆盖, 具备给我国主流核电站提供阀门设备的能力。按照单台三代机组 5000 万元蝶阀、球阀市场需求量测算, 未来三年如果每年新获批核电机组达 4~6 台, 则公司有望获取约 3 亿左右的核电蝶阀、球阀新增订单, 此外公司上市以来已累计实现核电阀门营收逾 15 亿元, 备品配件及维修相关业务订单也有望超过 2 亿元。

图 24: 公司核电订单将于 2019 年迎来拐点 (百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 冶金: 环保要求下钢厂搬迁刺激冶金阀门市场需求, 有望借力津西钢铁拓展业务区域

超 1 亿吨钢厂正着手搬迁, 将刺激冶金阀门市场需求。长流程炼钢中的烧结和炼焦环节将产生大量的烟粉尘、二氧化硫和氮氧化物, 对于邯郸等部分城市 PM2.5 的贡献率达到 20%

以上。我国目前粗钢产能超过 11 亿吨，其中约 43% 位于京津冀及周边地区。为打好蓝天保卫战，除增加在超低排放改造方面的固定资产投资，多省市正着手实施钢厂搬迁。据财新网统计，2017 年底以来已经计划搬迁的钢铁企业粗钢产能总量超过 1 亿吨，约占全国钢铁产能的 10%，主要集中于河北、山东及江苏。由于拆除的设备难以再次使用，行业内公认钢厂搬迁等于重建，这将拉动冶金阀门的市场需求，2018 年起黑色冶炼行业固定资产投资额同比增速拐点向上，2019 年前 8 月维持 28% 的高增长。

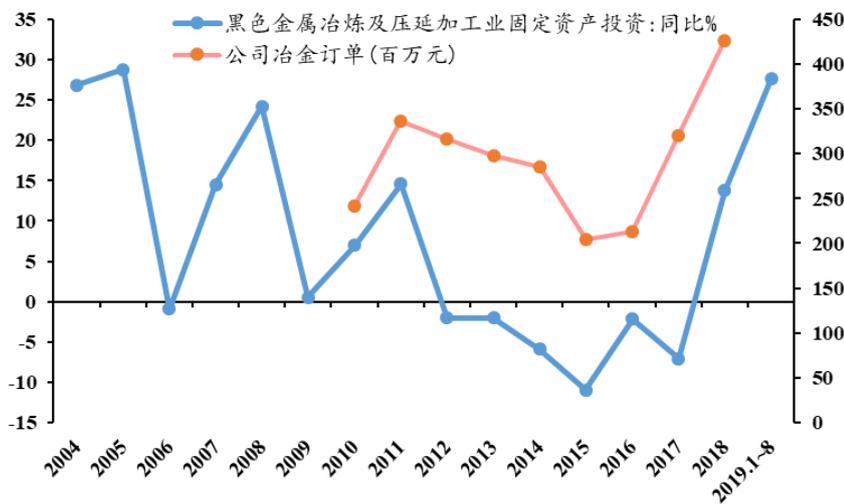
表 4：国内主要省市钢厂搬迁规划情况

省份（城市）	具体计划	公式/计划搬迁产能
河北邯郸	邯钢公司老区搬迁选址方案涉县，焦化厂选址城磁县。	已公示搬迁粗钢产能 > 2100 万吨，计划中 > 1800 万吨
河北唐山	已规划 13 家钢厂搬迁，其中唐钢公司唐山丰南区搬迁至乐亭县，3 家公示将产能转移至广西河南，5 家通过产能置换搬迁至唐山市沿海地区。	
山东省	2018.10 印发《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》，5 年内将 12 个市钢铁产能，向日照—临沂和莱芜—台州两个钢铁生产基地转移。	1152 万吨
江苏省	要求尽快确定两到三个近期可实施的沿海钢铁基地示范工程。	340 万吨
广西省/云南省	公布的搬迁项目产能接近 2000 万吨	2000 万吨

资料来源：民生证券研究院整理

行业景气度向上叠加产品推成出新，公司冶金订单高增长有望持续。冶金阀门为公司起家的拳头产品，目前公司在高炉转炉煤气回收领域的阀门产品市占率已接近 70%。2017 年起随着行业景气度的回升，公司冶金阀门订单快速增长，近两年复合增速超 40%。而随着公司 2018 年新推出的高炉均压煤气回收技术成功在常熟龙腾特钢完成样板工程的建设，多个围绕钢铁环保领域布局的新产品有望逐步在全国复制推广。冶金阀门的交货期在半年左右，仅是从公司自身订单周期的角度预测，我们认为公司冶金板块的快速增长有望维持至 2021 年。

图 25：公司冶金板块订单与黑色行业固定资产投资存在较大相关关系



资料来源：公司公告，民生证券研究院（2012 年度订单为预测值）

公司冶金阀门业务与津西钢铁存在协同，业务区域有望向北方扩张。津西钢铁作为国内

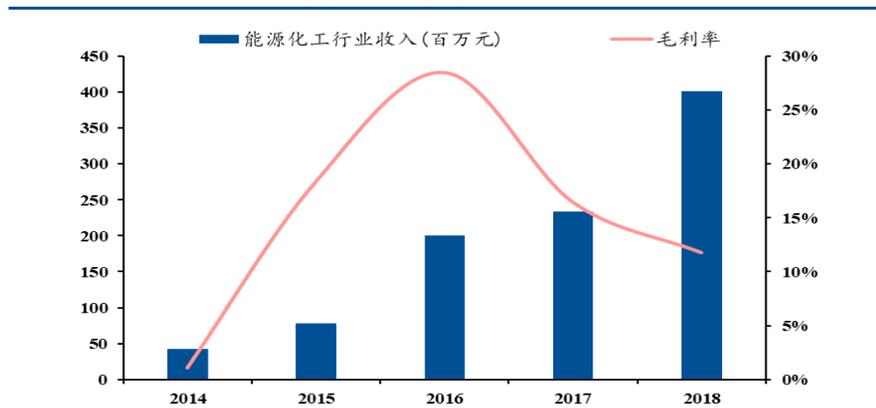
第一的型钢生产商，在冶金阀门、节能服务等方面存在较大需求。2019年9月公司披露关联交易预计公告，预计将向津西钢铁销售不超过3500万元阀门及不超过3亿元能源管理服务。9月，中国东方集团公告津西钢铁与防城港市政府签署防城港经济技术开发区投资协议，计划将其唐山地区的1000万吨产能迁至防城港市，总投资300亿元，一二期各有500万吨产能，总工期预计3年。我们预计未来三年津西集团能够提供的订单总额有望达到6亿元，同时公司有望通过打造津西钢铁的样板工程，打破原先冶金阀门业务集中于南方的局限性。

(四) 能源化工：市场空间巨大，氢能源阀门颇具亮点

产业聚集大势所趋，能源化工阀门市场空间达1500亿。油气、石化及能源化工行业为阀门应用的第一大领域，整体占比大约在60~70%。受益于上游原料价格的下降及下游需求的增长，目前我国正朝着炼化一体化、设备大型化以及产业集聚化的趋势稳步发展，“十三五”期间我国将规划建设七大石化产业基地，浙江石化炼化一体化项目、恒力石化2000万吨炼化一体化项目等千亿规模大型项目正在推进当中，我们测算年市场空间约在1500亿规模。

公司多个示范项目已取得大型客户认可，未来有望逐渐放量。公司于2011年起进入相关市场，板块收入于2014、15年逐渐形成规模，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，也在浙石化、恒力大型项目中获得了一定的市场份额。由于此前尚在打开市场阶段，近年来公司相关业务毛利率相对较低，后续随着品牌和客户口碑的逐步建立，公司能源化工板块业务有望迎来量价齐升。

图 26：公司能源行业板块营收及毛利率情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

加氢站 70 兆帕瓶阀存在技术瓶颈，公司已开展相关业务布局及研发。氢能源是一种优秀的清洁可再生能源，能够与电能实现高效的相互转换，被视作是最具前景的能源之一，有望成为能源使用的终极形式。相比纯电动汽车，氢燃料电池汽车具有燃料加注快、续航里程更长的优势。氢能商业化目前的最大阻碍是加氢站等基础设施不足等，加氢站所需氢阀需要满足超低温和超高压等方面的技术要求，目前国内已具备 35 兆帕瓶阀的生产能力，但满足加氢站推广所需的 70 兆帕瓶阀尚不具备经济性。据公开调研纪要，公司目前在孵化氢能应用方面的阀门需求、加氢站方面的阀门研发生产已开展相关布局，有望成为远期新的增长点。

四、盈利预测与估值分析

(一) 盈利预测：快速内生增长确定性强，2021 年有望实现 3.6 亿归母净利润

核心假设：

- 乏燃料后处理：在手订单于 2020 年完成主要收入确认，在第二个 200 吨级商业项目中市场份额维持此前规模
- 核电：球阀蝶阀等核心业务维持当前市占率，暂不考虑核军工等相关业务增量
- 冶金：下游固定资产投资增速保持平稳，毛利率略微修复
- 能源行业：毛利率逐步修复，暂不考虑氢能源等相关业务增量
- 节能服务：瑞帆节能完成业绩对赌

预计公司 2019~2021 年实现归母净利润 1.81、2.73 和 3.63 亿元，EPS 0.37、0.56 和 0.75，对应当前股价 PE 24/16/12x。

表 5：公司 2019~2021 年盈利预测 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
冶金						
收入	167	238	278	550	700	800
成本	101	147	181	359	448	504
毛利	66	91	97	191	252	296
毛利率 (%)	40%	38%	35%	35%	36%	37%
乏燃料						
收入					150	220
成本					53	77
毛利					98	143
毛利率 (%)					65%	65%
核电						
收入	196	204	254	250	300	400
成本	104	108	127	125	150	200
毛利	92	96	127	125	150	200
毛利率 (%)	47%	47%	50%	50%	50%	50%
能源行业						
收入	200	234	402	450	500	550
成本	143	195	354	396	430	462
毛利	57	39	47	54	70	88
毛利率 (%)	29%	16%	12%	12%	14%	16%
节能服务						
收入			110	158	183	211
成本			63	91	106	122
毛利			46	67	77	89
毛利率 (%)			42%	42%	42%	42%

其他						
收入		45	45	45	45	
成本		13	13	13	13	
毛利		32	32	32	32	
毛利率(%)		71%	71%	71%	71%	
营业收入	601	756	1,087	1,453	1,878	2,226
同比增速	40%	26%	44%	34%	29%	19%
营业成本	356	479	738	984	1,199	1,378
毛利	245	276	349	469	678	848
毛利率(%)	41%	37%	32%	32%	36%	38%
净利率(%)	9%	8%	10%	12%	15%	16%
归母净利润	52	62	103	181	273	363
同比增速	211%	21%	66%	75%	51%	33%

资料来源: WIND, 民生证券研究院

(二) 估值比较: 估值低于可比公司, 位于上市以来底部区间

估值低于同业平均水平。公司同等规模体量阀门上市企业包括纽威股份与中核科技, 此外应流股份产品亦在乏燃料相关领域有所应用, 横向比较来看, 公司动态 PE 24x, 低于行业平均的 32x, 2019~2021 年预测 PE 仅低于可比上市公司的平均水平。

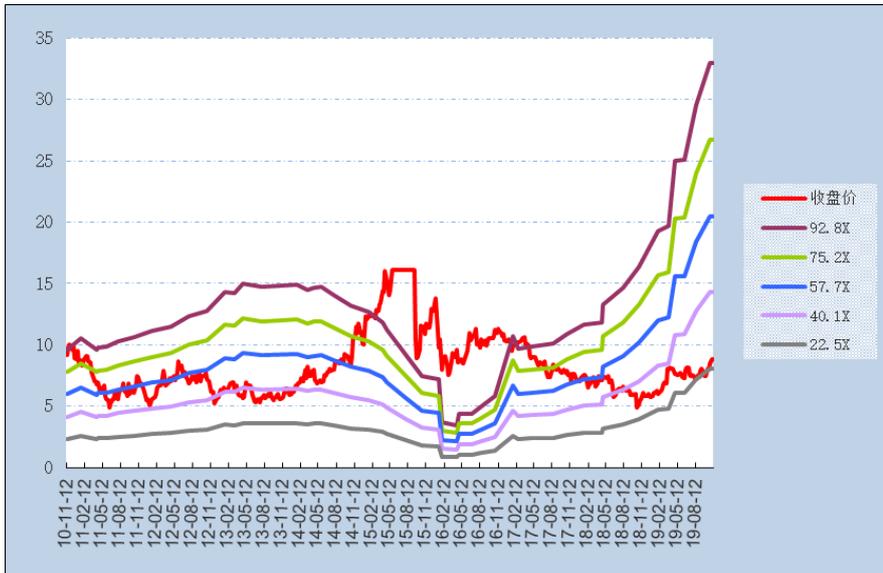
从历史估值来看, 公司上市以来 PE 中位数 59x, 目前位于历史 3%分位数以下的底部区间, 考虑到公司各下游板块处于景气周期, 前期在乏燃料等领域的积累有望逐步转化为业绩, 盈利有望快速增长, 继续维持“推荐”评级。

表 6: A 股市场主要同类企业估值情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE				市净率 PB(MRQ)
			TTM	19E	20E	21E	
002438.SZ	江苏神通	43	25	24	16	12	2.2
603699.SH	纽威股份	101	23	22	17	13	4.0
000777.SZ	中核科技	47	34	--	--	--	3.3
603308.SH	应流股份	52	48	40	27	19	1.8
	平均	61	32	28	19	14	2.8

资料来源: WIND, 民生证券研究院 (除江苏神通外其余公司估值采用 WIND 一致预测)

图 27: 公司当前 PE 位于上市以来底部区间



资料来源: WIND, 民生证券研究院

五、风险提示

1、乏燃料处置项目建设不及预期; 2、核电重启政策推进不及预期; 3、钢铁企业环保投入下滑; 4、瑞帆节能商誉减值风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,087	1,453	1,878	2,226
营业成本	738	984	1,199	1,378
营业税金及附加	11	14	18	22
销售费用	112	124	156	189
管理费用	66	58	75	89
研发费用	50	66	86	102
EBIT	111	207	343	446
财务费用	14	19	18	16
资产减值损失	14	15	15	15
投资收益	14	14	2	0
营业利润	97	186	312	416
营业外收支	21	21	0	0
利润总额	118	207	312	416
所得税	15	26	39	52
净利润	103	181	273	363
归属于母公司净利润	103	181	273	363
EBITDA	198	294	429	531

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	234	346	607	927
应收账款及票据	628	839	1084	1286
预付款项	50	67	82	94
存货	776	1007	1165	1331
其他流动资产	425	425	425	425
流动资产合计	2126	2713	3389	4102
长期股权投资	86	100	102	102
固定资产	624	624	624	624
无形资产	128	114	101	88
非流动资产合计	1170	1083	992	900
资产合计	3296	3796	4381	5002
短期借款	347	347	347	347
应付账款及票据	528	704	857	985
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1390	1723	2050	2322
长期借款	39	39	39	39
其他长期负债	64	64	64	64
非流动负债合计	103	103	103	103
负债合计	1493	1826	2153	2425
股本	486	486	486	486
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1803	1970	2228	2577
负债和股东权益合计	3296	3796	4381	5002

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	43.9%	33.6%	29.2%	18.6%
EBIT 增长率	28.1%	85.8%	66.1%	30.0%
净利润增长率	65.6%	75.4%	50.5%	33.1%
盈利能力				
毛利率	32.1%	32.3%	36.1%	38.1%
净利率	9.5%	12.5%	14.5%	16.3%
总资产收益率 ROA	3.1%	4.8%	6.2%	7.3%
净资产收益率 ROE	5.7%	9.2%	12.2%	14.1%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.4
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	165.5	165.5	165.5	165.5
存货周转天数	326.1	326.1	326.1	326.1
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.4	0.6	0.7
每股净资产	3.7	4.1	4.6	5.3
每股经营现金流	0.3	0.3	0.6	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	40.3	23.1	15.4	11.5
PB	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	17.6	11.8	7.7	5.8
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	103	181	273	363
折旧和摊销	100	102	101	100
营运资金变动	(67)	(142)	(88)	(121)
经营活动现金流	144	128	306	365
资本开支	113	(21)	8	8
投资	(126)	0	0	0
投资活动现金流	(225)	21	(8)	(8)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	129	0	0	0
筹资活动现金流	99	(36)	(36)	(36)
现金净流量	19	112	261	320

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构.....	4
图 3: 公司上市以来营收增长情况.....	4
图 4: 公司上市以来归母净利润增长情况.....	4
图 5: 公司 2018 年毛利占比情况.....	5
图 6: 整体毛利率、净利率变动情况.....	5
图 7: 各板块毛利率变动情况.....	5
图 8: 公司三项费用率及资产减值损失营收占比变化情况.....	6
图 9: 收现比情况.....	6
图 10: 应收账款和存货周转率.....	6
图 11: 公司经营活动产生的现金流与利润匹配较好.....	6
图 12: 公司资产负债率略有下降.....	6
图 13: 全国阀门企业营收及增长情况.....	7
图 14: 阀门应用领域占比.....	7
图 15: 全国阀门厂商区域营收分布情况.....	7
图 16: 2015 年以后阀门企业数量略有下降.....	7
图 17: 国内阀门行业领军企业 2017 年销售额及市占率情况.....	8
图 18: 毛坯为公司阀门主要成本.....	9
图 19: 公司冶金阀门毛利率与螺纹钢价格对比.....	9
图 20: 乏燃料循环处置流程示意图.....	10
图 21: 我国乏燃料后处理历程.....	11
图 22: 中国核电站并网机组数量与乏燃料处置产能缺口预测.....	12
图 23: 我国历年在建及投运核电机组情况.....	13
图 24: 公司核电订单将于 2019 年迎来拐点 (百万元).....	13
图 25: 公司冶金板块订单与黑色行业固定资产投资存在较大相关关系.....	14
图 26: 公司能源行业板块营收及毛利率情况.....	15
图 27: 公司当前 PE 位于上市以来底部区间.....	18

表格目录

表 1: 公司历史营收及对应后期维护订单测算(百万元).....	8
表 2: 海外阀门业务头部企业基本情况介绍.....	9
表 3: 海外主要国家乏燃料后处理行业发展情况.....	10
表 4: 国内主要省市钢厂搬迁规划情况.....	14
表 5: 公司 2019~2021 年盈利预测.....	16
表 6: A 股市场主要同类企业估值情况.....	17

分析师与研究助理简介

黄彤，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

杨任重：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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其他方式发送、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。