

江苏神通 (002438.SZ) 2020Q1 业绩下滑, 疫情短期影响不改未来三年较高增长

2020 年 05 月 05 日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2020/4/30
当前股价(元)	7.92
一年最高最低(元)	9.28/6.77
总市值(亿元)	38.47
流通市值(亿元)	35.99
总股本(亿股)	4.86
流通股本(亿股)	4.54
近 3 个月换手率(%)	59.19

段小虎 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

● 疫情影响短期业绩下滑, 不改长期增长预期, 维持“买入”评级

受疫情影响, 公司及行业上下游复工延后, 2020Q1 业绩下滑, 但长期增长逻辑未变: 公司作为冶金/核电 (球/蝶阀) 阀门细分龙头, 将率先受益于下游景气度回升; 布局乏燃料处理, 为业绩增长注入新动力。考虑到乏燃料后处理业务拓展加速, 我们上调对公司 2020-2022 年 EPS 的预测分别为 0.5/0.72 (+0.05) /1.03 元, 对应 PE 为 15.8/11.0/7.7 倍, 维持“买入”评级。

● 疫情影响导致公司 2020Q1 营收/业绩同比下滑, 季末恢复正常无损基本面

(1) 公司一季度实现营收 3.17 亿元, 同比-23.71%, 归母净利润 0.41 亿元, 同比-18.73%, 主要系疫情影响公司及产业链上下游复工延后所致; (2) 费用方面, 2020Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.51%/4.64%/2.74%/1.36%, 同比分别增加 1.17/0.39/1.20/0.21pct, 销售/研发/财务费用率上升幅度较大, 其中研发费用率上升主要系公司新产品开发等研发投入同比增加所致; (3) 资产负债方面, 其他流动资产较年初+54.37%, 主要系报告期末公司购买的银行理财产品余额较年初增加所致; (4) 现金流方面, 一季度经营活动现金流净额为-0.15 亿元, 同比+72.31%, 主要系疫情期间税收优惠/缓交政策等导致支付的税费同比减少所致。公司于 2 月 11 日复工, 3 月份公司生产、发货已逐步恢复正常。

● 核电阀门及乏燃料后处理将有力支撑公司业绩持续增长

公司的冶金阀门、核电阀门 (球/蝶阀) 市占率分别超 70%、90%, 并通过收购无锡法兰、瑞帆节能拓展能源及节能服务领域业务。受益于部分钢铁厂搬迁和我国核电建设提速, 公司业绩有望继续保持高增长。截止 2019 年底, 我国在运行核电站机组共 47 个, 每机组每年将产生超 25 吨的乏燃料, 预计 2020 年我国将产生上千吨乏燃料, 对应千亿级市场空间。2019 年公司已取得 0.88 亿元乏燃料后处理业务订单, 2020 年预计斩获 2-3 亿元订单, 未来乏燃料处理业务前景可期。

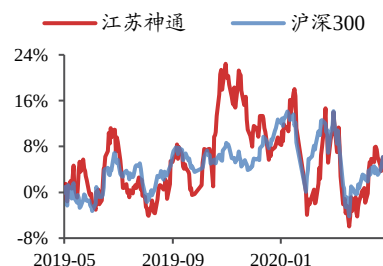
● **风险提示:** 行业需求下行, 核电项目进度低预期, 乏燃料业务拓展进度低预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,087	1,348	1,919	2,756	3,943
YOY(%)	43.9	24.0	42.3	43.6	43.1
归母净利润(百万元)	103	172	244	350	498
YOY(%)	65.6	66.5	41.7	43.8	42.1
毛利率(%)	32.1	36.0	38.9	39.1	40.1
净利率(%)	9.5	12.8	12.7	12.7	12.6
ROE(%)	5.7	8.7	11.1	13.9	16.6
EPS(摊薄/元)	0.21	0.35	0.50	0.72	1.03
P/E(倍)	37.2	22.4	15.8	11.0	7.7
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.5	1.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-价值低估的阀门龙头, 行业高景气与扎实经营助力持续良好增长》-2020.3.10

目 录

1、 基本面持续向好，疫情短期影响不改业绩高速增长趋势.....	3
1.1、 阀门行业细分龙头，率先受益于下游景气度回升.....	3
1.2、 核电乏燃料后处理业务为公司业绩带来新的增长动力.....	4
1.3、 合同能源管理项目创新业务模式，提供稳定现金流.....	4
2、 盈利预测与投资建议.....	4
3、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

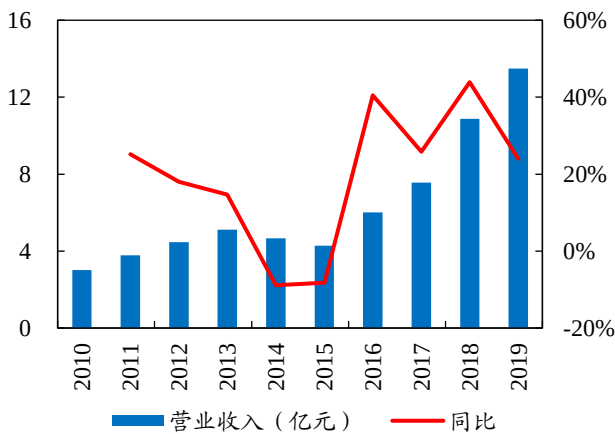
图 1： 公司 2016 年以来营业收入高速增长	3
图 2： 公司 2016 年以来归母净利润大幅上升	3
图 3： 公司 2015 年以来净利率稳步上升	4
图 4： 2019 年公司主营核电行业业务毛利率高达 49.28%	4

1、基本面持续向好，疫情短期影响不改业绩高速增长趋势

自 2015 年以来，下游需求逐步回暖，公司业绩迎来高速增长期。2010-2015 年，下游冶金行业景气度下行以及福岛核电事故导致国内核电项目审批暂停，公司因此营收/归母净利润表现欠佳，5 年间营收/归母净利润 CAGR 分别为 7.2%/-17.8%。2015 年底开始，下游需求逐步回暖，公司业绩高速增长，又先后收购并表无锡法兰、瑞帆节能拓展业务范围，2016-2019 年营收 CAGR 为 31.43%，归母净利润 CAGR 为 51.87%。其中 2019 年实现营业收入 13.63 亿元，同比增长 25.37%，实现归母净利润 1.81 亿元，同比增长 74.86%。

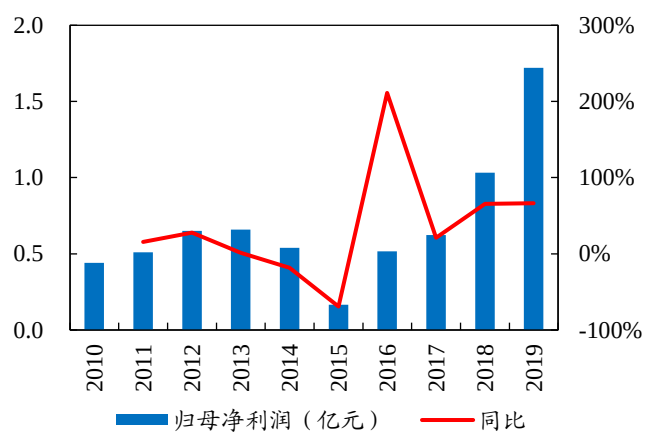
2020Q1 因疫情影响业绩下滑，公司 3 月生产和货物运输已逐步恢复正常，基本面不改持续向好的趋势。受疫情影响，公司及上下游产业链复工延迟，一季度实现营业收入 3.17 亿元，同比下降 23.71%，归母净利润 0.41 亿元，同比下降 18.73%。

图1：公司 2016 年以来营业收入高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

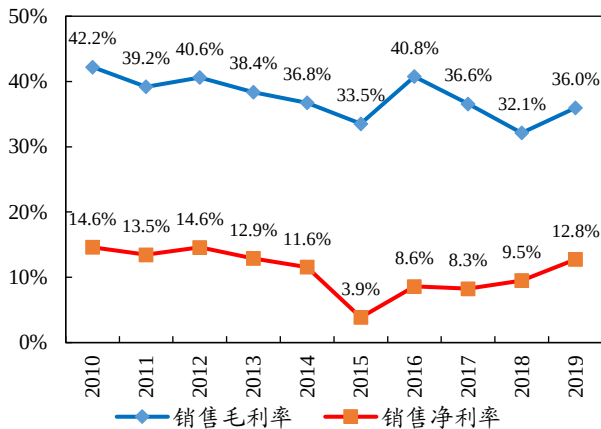
图2：公司 2016 年以来归母净利润大幅上升



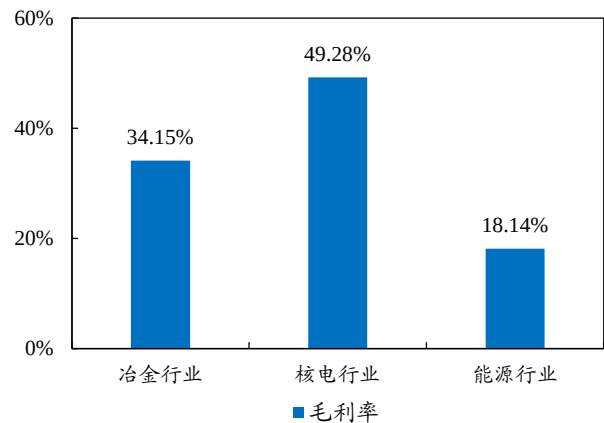
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、阀门行业细分龙头，率先受益于下游景气度回升

冶金、核电领域阀门需求旺盛，公司的阀门业务呈现稳步上涨的态势，为未来业绩增长奠定坚实基础。1) **冶金阀门领域**，公司的主要产品是应用于高/转/焦炉和煤气管网等系统的特种阀门，市占率超过 70%。随环保政策趋严，部分钢铁厂搬迁改造将重建产能，公司作为冶金领域阀门产品龙头，将从钢铁厂新建工程和后续维护工作中大幅获益。2) **核电阀门领域**，公司为核级蝶阀、球阀的主要供应商，主要产品市占率超过 90%。目前中国大陆在运行核电机组 47 台，装机容量 4875 万千瓦，在建机组 18 台。根据《中国核电中长期发展规划》，到 2020 年，全国在运行核电规划装机容量达到 5800 万千瓦，在建 3000 万千瓦。以及《我国核电发展规划研究》指出，到 2030/2035/2050 年，我国核电机组规模分别达到 1.3 亿/1.7 亿/3.4 亿千瓦。核电建设复苏在即，公司将持续受益于我国核电建设提速。3) **化工阀门领域**，2019 年公司开发的化工、电力专用阀门产品广泛应用在中石化、华能电力、大唐电力和万华化学等项目，由于公司在中石化、恒力石化、浙江石化等重大项目中订单执行情况非常好，获得较高口碑，接下来随着民营企业投资加大，该板块的市场份额有望提升。4) **军品阀门领域**，公司目前已经取得从事军品业务所需的全部资质和许可，产品样机研制也已取得阶段性成果，目前订单尚处于起步阶段，对未来业绩的提升和核心竞争力的增强将有促进作用。我们认为，在下游行业需求上行期间，江苏神通凭借市场优势地位和全面的产品谱系有望充分受益。

图3：公司 2015 年以来净利率稳步上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2019 年公司主营核电行业业务毛利率高达 49.28%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、核电乏燃料后处理业务为公司业绩带来新的增长动力

公司围绕核电领域不断延伸业务范围，近年来凭借稳扎稳打的风格，以及在核电领域多年的积累，开拓了乏燃料处理业务。公司在乏燃料处理领域的产品主要分为三类：①阀门产品包括蝶阀、球阀、止回阀等；②系统模块包括气动送取样、料液循环系统和空气提升等；③乏燃料贮存设备。

2019 年底，我国在运行核电站机组共 47 个，每个机组每年会产生 25 吨以上乏燃料，而中国乏燃料处理能力建设滞后于核电站建设，加快建设乏燃料后处理厂成为紧迫需求。预计 2020 年我国将产生上千吨乏燃料，需要 5 个 200 吨级处理能力的后处理厂才能消化，按每个乏燃料后处理厂需要 250 亿投资计算，对应千亿级市场空间。江苏神通已具备送取样系统、空气提升系统、贮存井等产品的供货能力。公司 2019 年已获得 0.88 亿元乏燃料后处理领域订单，2020 预计斩获 2-3 亿元订单。未来乏燃料处理业务潜力可期。

1.3、合同能源管理项目创新业务模式，提供稳定现金流

新股东协同效应加速公司合同能源管理业务成长，为公司提供稳定现金流。合同能源管理项目的商业模式是一次性投入建设节能系统，建成后向客户提供节能服务在 5-6 年内持续收取费用获取收入。公司 2017 年收购公司瑞帆节能，2017、2018 和 2019 年营收分别为 0.79、1.14 和 1.15 亿元，净利润分别为 0.28、0.40 和 0.46 亿元，净利率分别为 35.44%、35.08%和 40.35%。2019 年取得 2.8 亿元订单，预计 2020 年有望拉动公司收入增长，显著增厚公司业绩。

2、盈利预测与投资建议

公司作为冶金、核电（球、蝶阀）阀门细分龙头，将率先受益于下游景气度回升；布局乏燃料后处理，为公司业绩增长开辟新赛道。考虑到乏燃料后处理业务拓展加速，我们上调对公司 2020-2022 年 EPS 的预测分别为 0.5/0.72（+0.05）/1.03 元，对应 PE 为 15.8/11.0/7.7 倍，维持“买入”评级。

3、风险提示

行业需求下行，核电项目进度不及预期，乏燃料业务拓展进度低预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2126	2265	4611	6031	8750
现金	234	240	1512	2163	3099
应收票据及应收账款	628	758	1215	1618	2435
其他应收款	13	15	25	33	50
预付账款	50	64	99	135	199
存货	776	751	1323	1645	2530
其他流动资产	425	437	437	437	437
非流动资产	1170	1094	1351	1669	2135
长期投资	86	29	37	29	17
固定资产	624	622	854	1168	1625
无形资产	128	122	129	124	119
其他非流动资产	333	322	330	349	374
资产总计	3296	3358	5961	7700	10884
流动负债	1390	1305	3682	5084	7781
短期借款	347	336	1947	3000	4534
应付票据及应付账款	528	458	881	1036	1660
其他流动负债	516	511	854	1048	1587
非流动负债	103	84	90	95	100
长期借款	39	27	33	38	43
其他非流动负债	64	57	57	57	57
负债合计	1493	1388	3772	5178	7881
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	486	486	486	486	486
资本公积	814	814	814	814	814
留存收益	511	671	874	1170	1596
归属母公司股东权益	1803	1970	2190	2522	3003
负债和股东权益	3296	3358	5961	7700	10884

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	144	114	61	133	192
净利润	103	172	244	350	498
折旧摊销	86	83	85	122	175
财务费用	14	19	50	99	160
投资损失	-14	-23	-12	-15	-16
营运资金变动	-67	-171	-305	-423	-624
其他经营现金流	21	34	0	0	0
投资活动现金流	-225	-32	-329	-426	-624
资本支出	114	58	248	327	477
长期投资	-61	58	-9	16	11
其他投资现金流	-172	84	-90	-83	-137
筹资活动现金流	99	-54	-71	-109	-167
短期借款	139	-11	0	0	0
长期借款	-10	-12	6	5	5
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	-0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-31	-78	-114	-172
现金净增加额	18	28	-340	-401	-599

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1087	1348	1919	2756	3943
营业成本	738	863	1173	1679	2361
营业税金及附加	11	13	19	27	39
营业费用	112	134	203	281	407
管理费用	66	70	121	165	241
研发费用	50	63	104	142	211
财务费用	14	19	50	99	160
资产减值损失	14	-30	0	0	0
其他收益	0	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	23	12	15	16
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	97	191	261	379	542
营业外收入	23	1	11	12	12
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	118	191	270	388	552
所得税	15	19	26	38	54
净利润	103	172	244	350	498
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	103	172	244	350	498
EBITDA	221	288	399	606	878
EPS(元)	0.21	0.35	0.50	0.72	1.03

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	43.9	24.0	42.3	43.6	43.1
营业利润(%)	49.3	97.3	36.4	45.0	43.1
归属于母公司净利润(%)	65.6	66.5	41.7	43.8	42.1
获利能力					
毛利率(%)	32.1	36.0	38.9	39.1	40.1
净利率(%)	9.5	12.8	12.7	12.7	12.6
ROE(%)	5.7	8.7	11.1	13.9	16.6
ROIC(%)	5.2	7.7	6.7	7.8	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.3	41.3	63.3	67.2	72.4
净负债比率(%)	12.0	9.3	24.0	37.1	51.4
流动比率	1.5	1.7	1.3	1.2	1.1
速动比率	0.6	1.0	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.35	0.50	0.72	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.23	0.13	0.27	0.40
每股净资产(最新摊薄)	3.71	4.06	4.51	5.19	6.18
估值比率					
P/E	37.2	22.4	15.8	11.0	7.7
P/B	2.1	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.4	13.1	10.3	7.5	5.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835