

2020年07月23日

江苏神通 (002438.SZ)

深度分析

阀门老兵，重新出发

投资要点

- ◆ **公司是特种阀门细分龙头，产业资本入驻助力公司发展。**公司是特种阀门的细分龙头企业，产品包括各类阀门、法兰和锻件，主要应用于冶金、核电核能装备领域，公司在冶金特种阀门的市场占有率达到 70%，在核电蝶阀的市场占有率达到 90%。2019 年津西系产业资本聚源瑞利成为公司的控股股东，津西集团是集钢铁、非钢、金融三大板块为一体的大型企业集团，津西系产业资本的入驻有望助力公司长期发展。
- ◆ **受益于转型升级和环保趋严，冶金领域需求景气仍将延续。**2012-2017 年，在去产能的背景下冶金行业景气度连续多年较为低迷，2017 年起在政策的推动下，冶金行业转型升级加快，技术改造、产能置换、钢厂搬迁的项目逐步增多，推动了冶金领域阀门需求的上升。2019 年 4 月，生态环境部、发改委等联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，钢铁行业超低排放改造提上日程，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，主要产品的市场占有率达到 70%。环保趋严加大了对于节能、减排、降耗产品的需求，公司有望充分受益。
- ◆ **核电领域营收有望稳步增长。**核电具备清洁、高效稳定、选址灵活的优点，能适应经济发达地区的大规模发电，并且对保障中国能源安全、实现 2030 年非化石能源占比 20% 的目标，具有举足轻重的作用，随着三代核电技术和安全性的进步，我国核电建设有望稳步推进。2019 年我国审批通过了 4 台核电机组，标志着暂停三年的核电审批的重启，预计未来每年获批 4-6 台核电机组的可能性较大。公司是国内核级球阀、蝶阀的主要供应商，获得了已招标核级蝶阀、核级球阀 90% 以上的订单。随着核电审批的重启，公司核电订单有望保持增长。同时随着投入运行核电站数量的增加，阀门维保和备件的需求也将逐步增多。预计未来几年，公司核电领域的营业收入增速有望加快。
- ◆ **乏燃料后处理市场空间大，有望成为新的增长点。**我国每年产生的乏燃料超过 1000 吨，但目前乏燃料处理产能仅 50 吨，处理产能不足使得我国积累了较大数量等待处理的乏燃料，截至 2019 年我国乏燃料的累积量已经达到 7421 吨，后处理市场需求较为紧迫，且市场空间较大。从 2016 年起，公司已经布局开始乏燃料后处理产品线，目前已成功研发了气动送取料系统、空气提升、料液循环及贮存井等设备，走在了我国乏燃料处理关键设备研发制造领域的前列，2020 年 6 月公司公告，拟通过非公开发行方式募集资金 3.59 亿元，其中 1.5 亿元用于乏燃料后处理关键设备研发及产业化（二期）项目，继续加码乏燃料后处理关键设备的研发和产业化，乏燃料后处理有望成为公司新的业绩增长点。
- ◆ **投资建议：**我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 16.90 亿元、21.80 亿元、25.94 亿元，归母净利润分别为 2.49 亿元、3.52 亿元、4.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.72 元、0.86 元，参考公司历史估值、与机械基础件行业的比较估值以及 PEG

机械 | 基础件 III

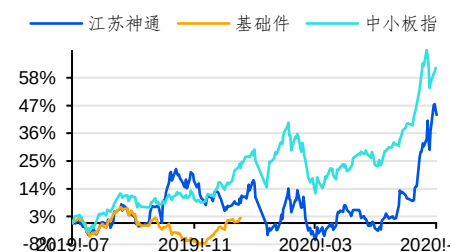
投资评级 买入-B(维持)

股价(2020-07-23) 10.69 元

交易数据

总市值(百万元)	5,192.73
流通市值(百万元)	4,857.56
总股本(百万股)	485.76
流通股本(百万股)	454.40
12 个月价格区间	6.77/11.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.29	4.2	-17.32
绝对收益	30.48	35.24	45.54

分析师

 刘荆
 SAC 执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsc.cn

相关报告

- 江苏神通：业绩稳健增长，积极开拓核电后市场 2020-03-31
- 江苏神通：核电审批窗口即将打开，核电业务迎拐点 2018-05-02
- 江苏神通：核电业绩释放，钢材价格上涨致毛利率明显下滑 2017-08-15
- 江苏神通：核电业务收入占比提升，产业纵横布局战略清晰 2017-03-24
- 江苏神通：核电招标大潮延续，在研产品市场广阔 2016-06-27

估值，我们认为公司存在明显低估，给予买入-B 建议。

- ◆ **风险提示：**（1）核电审批进度不及预期；（2）乏燃料处理项目建设不及预期；（3）冶金行业和能源行业景气度下行导致公司营收下降；（4）非公开发行募集资金项目研发进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,087	1,348	1,690	2,180	2,594
YoY(%)	43.9	24.0	25.4	29.0	19.0
净利润(百万元)	103	172	249	352	418
YoY(%)	65.6	66.5	44.7	41.2	18.9
毛利率(%)	32.1	36.0	35.6	36.8	36.6
EPS(摊薄/元)	0.21	0.35	0.51	0.72	0.86
ROE(%)	5.7	8.7	11.3	13.9	14.3
P/E(倍)	50.9	30.6	21.1	15.0	12.6
P/B(倍)	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8
净利率(%)	9.5	12.8	14.7	16.1	16.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、公司介绍：特种阀门细分龙头，业绩快速增长	5
（一）公司是特种阀门的细分龙头企业	5
（二）公司产品主要应用于冶金、核电、能源装备领域	7
（三）应收体现出周期性，盈利能力强	8
二、阀门行业：市场空间大，行业格局分散	9
（一）阀门是重要的机械基础件	9
（二）阀门行业市场规模大，但行业格局分散	10
（三）我国阀门行业有望稳步增长	12
三、下游需求较为景气，公司业绩有望继续增长	13
（一）冶金领域：环保趋严叠加供给侧改革，需求有望增长	13
1、2017 年起冶金领域阀门需求回暖	13
2、超低排放改造加快，公司阀门产品有望受益	14
（二）核电领域：需求回升，乏燃料处理空间较大	15
1、核电建设稳步推进，核电阀门需求有望增长	15
2、乏燃料处理市场空间较大，有望成为新的增长点	17
（三）能源装备领域：市场空间巨大，公司产品逐步受到认可	19
四、盈利预测与估值	19
（一）盈利预测	19
（二）估值分析	20
五、风险提示	21

图表目录

图 1：江苏神通股权结构	6
图 2：中国东方集团控股有限公司控制津西钢铁 97.6%的股权	6
图 3：中国东方集团营业收入及其变化情况	7
图 4：中国东方集团扣非后归母净利润及其变化情况	7
图 5：2019 年公司主营业务构成	7
图 6：2019 年公司分产品营业收入及毛利率水平	7
图 7：公司分行业营业收入情况（百万元）	8
图 8：公司主要行业毛利率变化情况	8
图 9：2011-2020Q1 公司营业收入及其变化情况（百万元）	8
图 10：2011-2020Q1 公司归母净利润及其变化情况（百万元）	8
图 11：公司销售毛利率与销售净利率变化情况	9
图 12：公司总资产收益率和净资产收益率变化情况	9
图 13：公司期间费用占营业收入比重变化趋势	9
图 14：公司研发费用及研发费用率变化情况	9
图 15：阀门的主要功能与作用	10
图 16：阀门行业的产业链情况	10
图 17：2019 年全球阀门行业下游应用领域占比	10
图 18：2018 年中国阀门行业下游应用领域占比	10
图 19：全球工业阀门产量变化情况（万吨）	11
图 20：全球工业阀门市场规模变化情况（亿美元）	11

图 21: 2012-2019 年中国阀门产量变化情况 (万吨)	11
图 22: 2014-2018 年中国工业阀门市场规模 (亿元)	11
图 23: 我国阀门行业规模以上企业主营业务收入情况 (亿元)	12
图 24: 我国部分工业阀门企业 2019 年营收情况 (百万元)	12
图 25: 中国进口阀门金额变化情况 (亿美元)	13
图 26: 中国进口阀门均价变化情况 (万美元/套)	13
图 27: 黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额同比变化情况 (%)	14
图 28: 公司冶金行业营业收入及其同比变化情况 (百万元)	14
图 29: 2010-2019 年我国核电发电量及占总发电量比例情况	15
图 30: 2010-2019 年我国核电装机量及其同比变化情况	15
图 31: 2019 年核电发电大国的核电发电量与占比	15
图 32: 中国大陆核电厂分布图 (截至 2020 年 4 月 27 日)	16
图 33: 2005-2019 年我国核准、开工及投入商运的核电机组数量 (台)	17
图 34: 我国核燃料闭式循环发展途径	17
图 35: 2013-2020 年我国乏燃料产生和积累量	18
图 36: 公司能源装备领域营业收入及其变化情况 (百万元)	19
图 37: 江苏神通 PE 和机械基础件板块 PE 变化情况	20
表 1: 公司历史沿革	5

一、公司介绍：特种阀门细分龙头，业绩快速增长

（一）公司是特种阀门的细分龙头企业

公司是特种阀门的细分龙头企业。公司于 2001 年成立，2007 年变更为股份有限公司，并于 2010 年在深交所中小板上市。2015 年公司通过非公开发行股份和支付现金相结合的方式收购了无锡法兰，2017 年公司以现金方式收购了瑞帆节能，通过收购公司进一步完善和优化了自身的产业布局。目前，公司的冶金特种阀门在国内的市场占有率达到 70%，核电球阀、蝶阀的市场占有率达到 90%，是特种阀门的细分龙头企业。

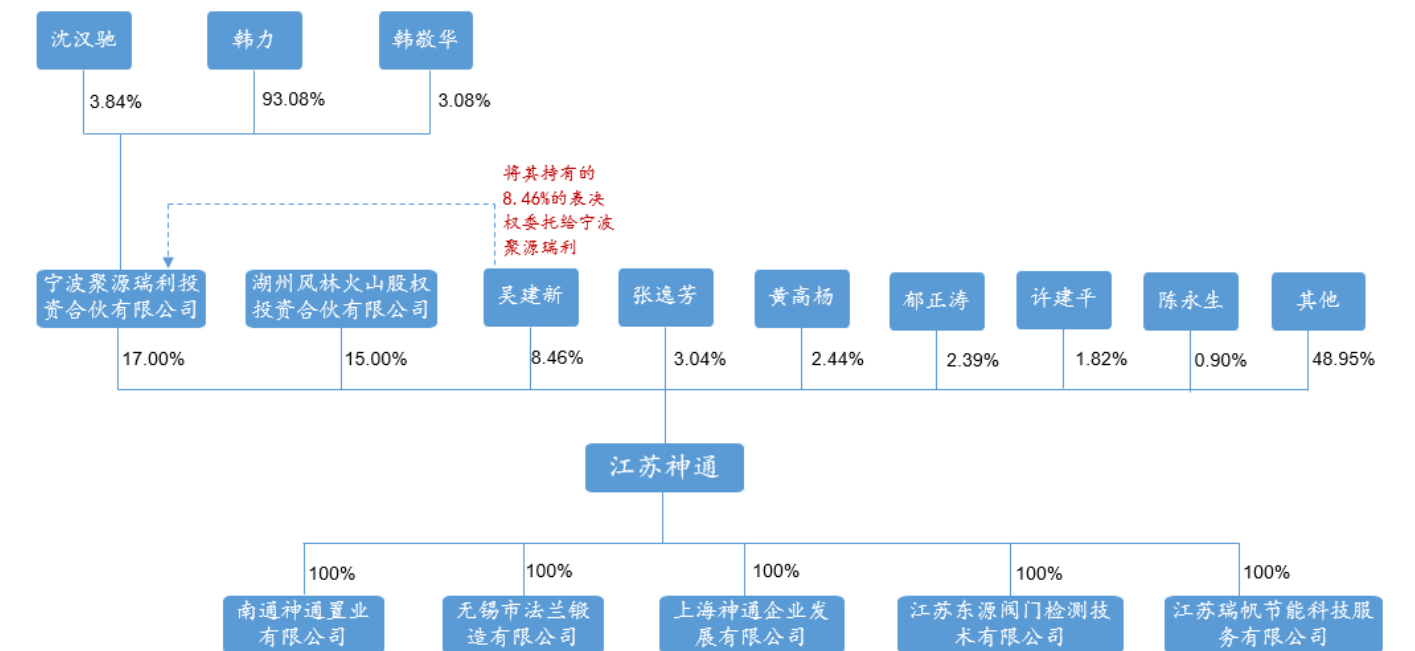
表 1：公司历史沿革

时间	事件
2001 年 1 月	公司前身神通有限公司成立，由吴建新等 7 名自然人和启东阀门厂工会出资设立
2003-2004 年	三次股权转让后，神通有限公司股东变更为吴建新等 35 名自然人
2004 年 4 月	加拿大籍自然人陆正刚先生收购张立宏等 25 名自然人持有神通有限公司的合计 25% 股权，公司变更为中外合资企业
2007 年 4 月	陆正刚持有的出资转让给其单独出资设立的香港易成公司
2007 年 6 月	公司变更为股份有限公司
2010 年 6 月	公司在深交所中小企业板上市
2011 年 3 月	成立全资子公司上海神通企业发展有限公司
2011 年 6 月	成立全资子公司江苏神通能源装备科技有限公司
2015 年	收购无锡市法兰锻造有限公司
2017 年	收购江苏瑞帆节能
2017 年 12 月	吴建新、张逸芳、黄高杨、郁正涛、陈永生合计将 9.82% 的股份转让给风林火山，风林火山成为公司第二大股东
2018 年 4 月	吴建新、张逸芳等股东合计将 7.56% 的股权转让给风林火山，吴建新将 7.55% 的表决权转让给风林火山，股权转让后公司实际控制人变更为湖州风林火山
2019 年 9 月	引入津西系产业资本，实际控制人变更为宁波聚源瑞利

资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

两次变更实际控制人。2018 年在一系列的股权转让后，风林火山持有公司 17.46% 的股权，控制公司 25.01% 的表决权，风林火山实际控制人罗灿成为公司的实际控制人。2019 年 3 月以来津西系产业资本聚源瑞利通过大宗交易、集合竞价、协议转让等方式成为公司控股股东，截至 2020 年 Q1，聚源瑞利持有公司 17.00% 的股权，并通过受托的方式合计控制 25.46% 的表决权，韩力成为公司的实际控制人。

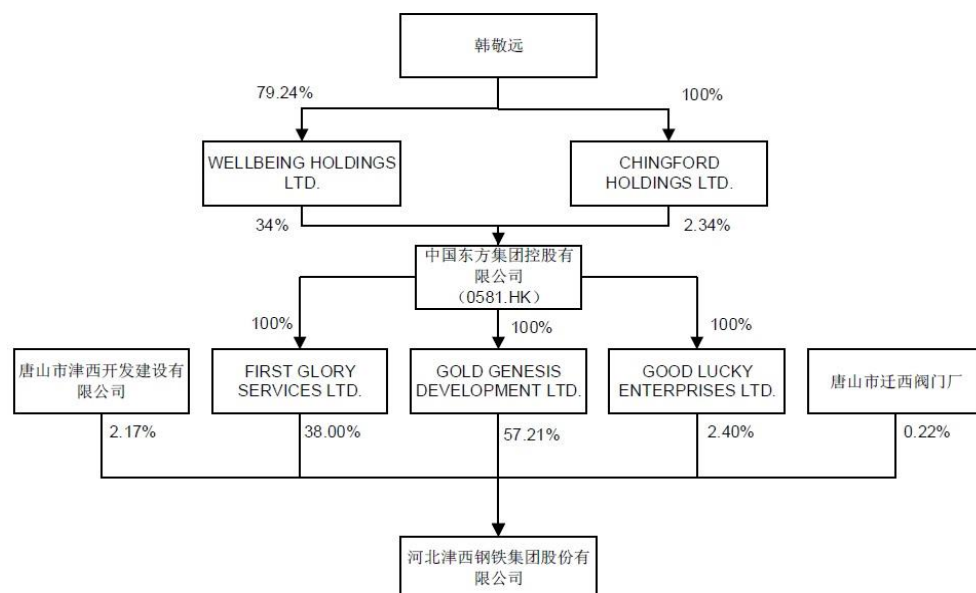
图 1：江苏神通股权结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

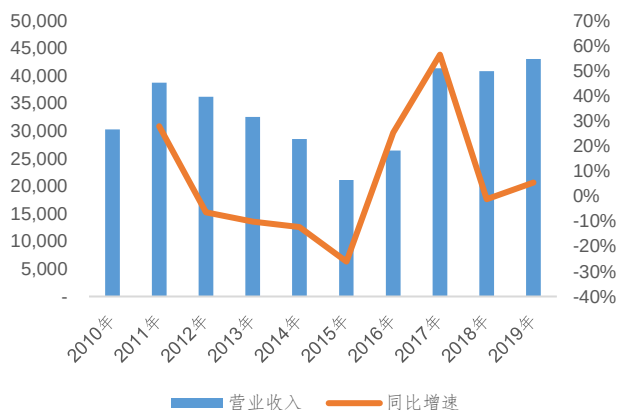
引入产业资本，助力公司长远发展。公司现任董事长和实际控制人韩力是津西集团实际控制人韩敬远之子。津西集团（河北津西钢铁集团）总部位于北京，拥有境内外控股公司 40 多家，是集钢铁、非钢、金融三大板块为一体的大型企业集团和香港上市公司（中国东方集团控股有限公司，股票代码 00581），年销售收入超 1000 亿元。津西集团实力强劲，并且与公司的业务存在一定的协同，津西系资本的入驻有望助力公司加速发展。

图 2：中国东方集团控股有限公司控制津西钢铁 97.6%的股权



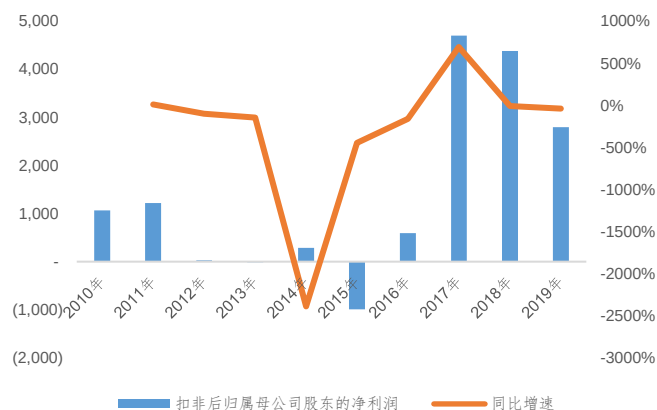
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：中国东方集团营业收入及其变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：中国东方集团扣非后归母净利润及其变化情况



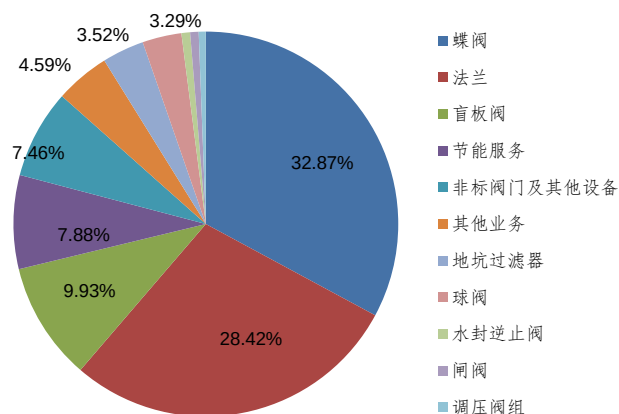
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）公司产品主要应用于冶金、核电、能源装备领域

公司产品包括各类阀门、法兰和锻件等，主要应用于冶金、核电和能源装备领域。公司主要产品包括应用于冶金领域特种阀门、法兰；应用于核电站的核级蝶阀、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；应用于煤化工、超（超）临界火电、LNG 超低温阀门、石油石化专用阀门和法兰及锻件。从营收上看，占比最高的三大产品依次为蝶阀、法兰、盲板阀，2019 年分别实现营收 4.43 亿元、3.83 亿元、1.34 亿元，占总营业收入的比例分别为 32.87%、28.42%、9.93%。分产品毛利率看，2019 年蝶阀、法兰、盲板阀的毛利率分别为 40.82%、18.37%、30.20%。

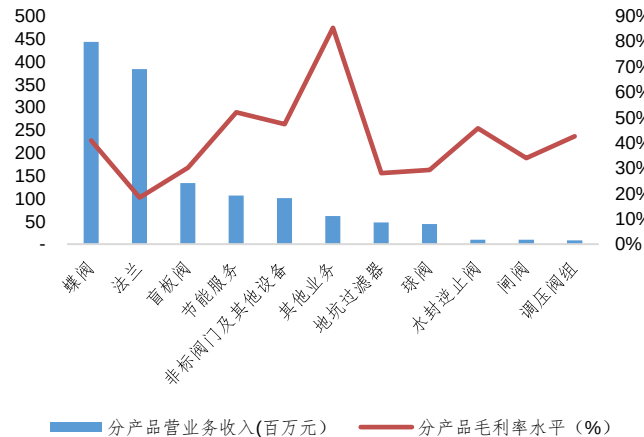
子公司瑞帆节能从事能源管理服务。瑞帆节能的主营业务为高炉煤气湿法改干法及 TRT 余热利用、脱硫脱硝系统节能技术应用的合同能源管理（EMC）。2019 年公司节能服务实现 1.06 亿元的营业收入，占总营收的比重为 7.88%；节能服务盈利能力较强，2019 年公司节能服务的毛利率为 52.01%，处于较高水平。

图 5：2019 年公司主营业务构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

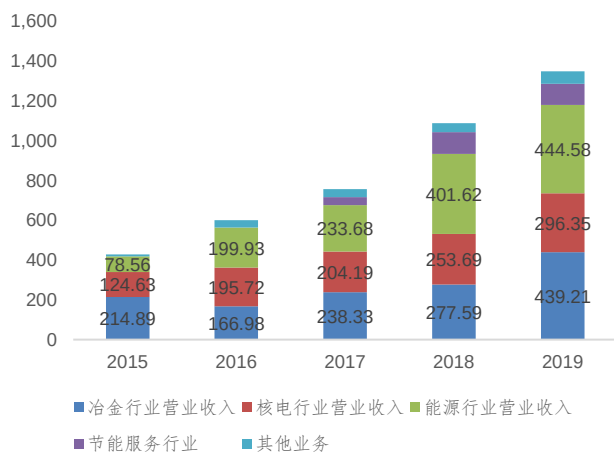
图 6：2019 年公司分产品营业收入及毛利率水平



资料来源：公司公告，华金证券研究所

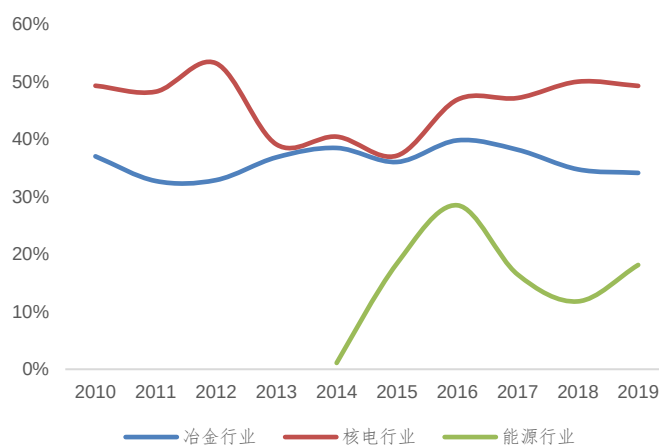
分行业看，冶金领域营收占比较高，核电领域的盈利能力最强。冶金特种阀门是公司的传统优势业务，2019 年实现营业收入 4.39 亿元，占总营业收入的比重为 32.58%。核电领域优势突出，公司的核级蝶阀和球阀的市场占有率超过 90%，2019 年公司核电行业共实现营业收入 2.96 亿元，占比为 21.98%。在能源装备领域，公司在煤化工、炼化等细分行业取得了较为显著的成效。从盈利能力上看，核电领域的毛利率水平最高，冶金行业次之，能源行业则相对偏低，2019 年三个行业的毛利率分别为 34.15%、49.28%、18.14%。

图 7：公司分行业营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：公司主要行业毛利率变化情况

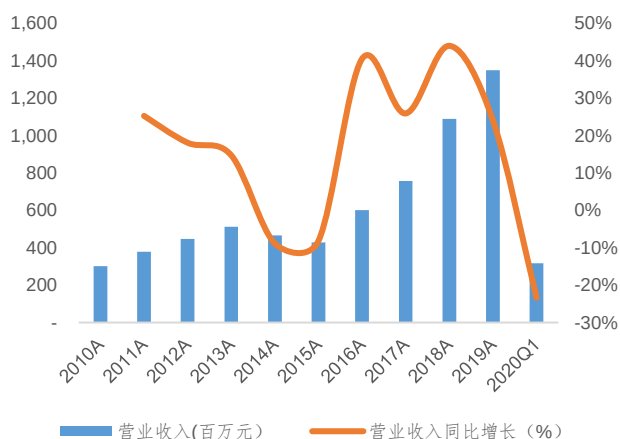


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）营业收入体现出周期性，盈利能力强

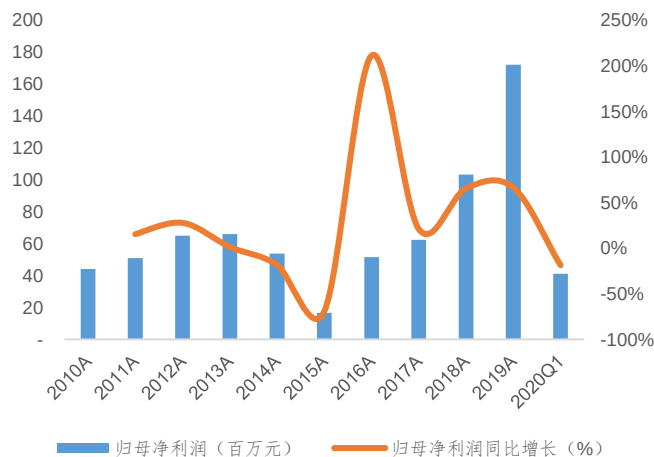
2016 年起公司业绩增长迅速。2011-2015 年，受冶金行业景气度低迷和核电审批暂停的影响，公司业绩增速明显下滑。2016-2019 年下游需求回升，公司业绩增长迅速，2019 年实现营业收入 13.48 亿元，同比增长 23.98%，实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 66.47%。受疫情影响，2020 年 Q1 公司业绩下滑。2020 年 Q1 公司实现营业收入 3.17 亿元，同比下降 23.37%，实现归母净利润 0.41 亿元，同比下降 18.73%。

图 9：2011-2020Q1 公司营业收入及其变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

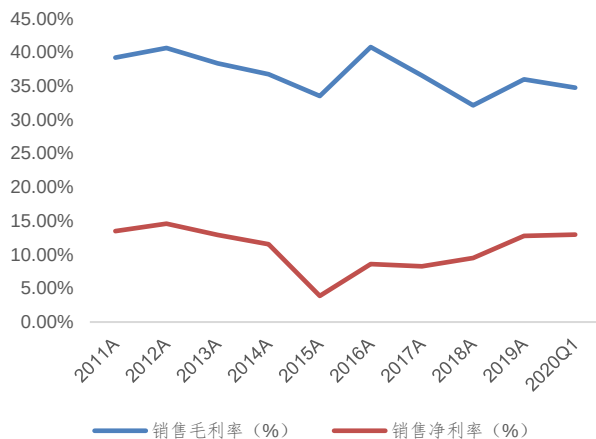
图 10：2011-2020Q1 公司归母净利润及其变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

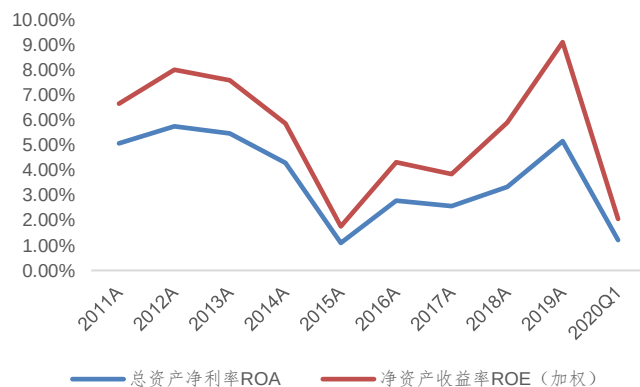
2019 年公司盈利能力提升。2019 年公司销售毛利率为 35.95%，同比提升 3.83pcts，销售净利率为 12.76%，同比提升 3.26pcts。分行业看，2019 年冶金与核电领域的毛利率略微下滑，能源领域的毛利率提升明显，由 2018 年的 11.80% 上升至 18.14%。2019 年公司的总资产收益率和净资产收益率分别为 5.17%、9.12%，均实现了一定的提升。

图 11：公司销售毛利率与销售净利率变化情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

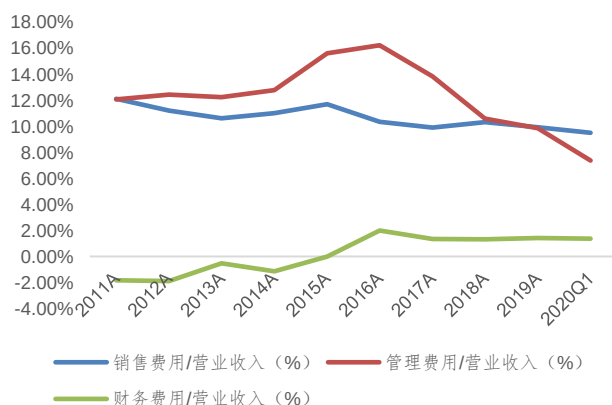
图 12：公司总资产收益率和净资产收益率变化情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

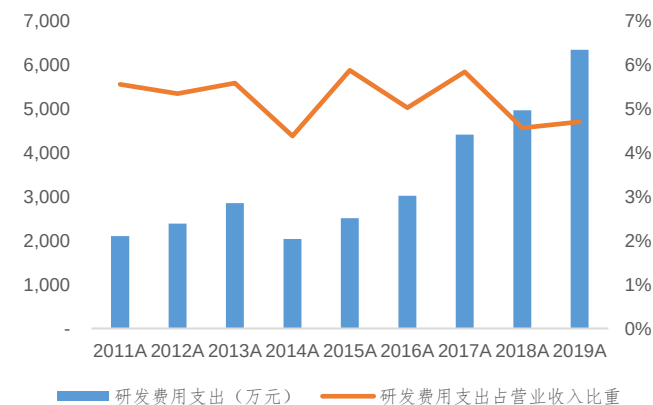
公司费用管控能力不断提升，研发投入较高。公司费用管控能力强，2016-2019 年管理费用逐渐下降，销售费用率保持稳定。公司重视研发，研发费用率稳定在 5% 左右，2019 年公司研发投入为 0.63 亿元，同比增长 27.63%，占总营业收入的比重为 4.70%，占比较 2018 年略微提高。

图 13：公司期间费用占营业收入比重变化趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：公司研发费用及研发费用率变化情况



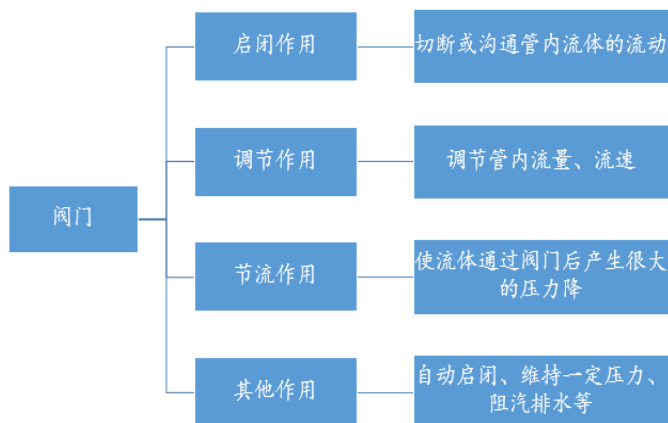
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、阀门行业：市场空间大，行业格局分散

（一）阀门是重要的机械基础件

阀门是重要的机械基础件。阀门是指通过改变其流道面积的大小，控制流体流量、压力和流向的装置，是流体输送系统中的控制部件，其作用包括启闭作用、调节作用、节流作用等。阀门是重要的机械基础件，行业上游为铸件、锻件、密封件等工业原材料，处于充分竞争状态，下游广泛应用于石油天然气、化工、电力、自来水和污水处理、造纸、冶金、制药、食品、采掘、有色金属、电子等行业。

图 15：阀门的主要功能与作用



资料来源：百度文库，华金证券研究所

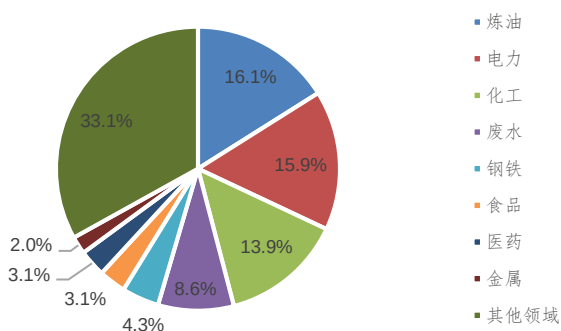
图 16：阀门行业的产业链情况



资料来源：纽威股份招股说明书，华金证券研究所

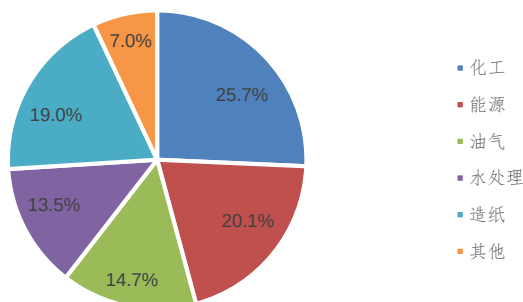
石油天然气、能源电力和化工领域应用占比较高。阀门广泛应用于国民经济的各个主要领域，是能源、石化、冶金、电力等行业装备、机械与管线等固定资产中的关键设备之一。2019 年全球工业阀门行业的前三大下游应用领域为炼油、电力、化工，其占比分别为 16.1%、15.9%、13.9%，合计占比为 45.9%。2018 年中国工业阀门行业下游中化工、能源和石油天然气的占比分别为 25.7%、20.1%、14.7%，合计占比为 60.5%。

图 17：2019 年全球阀门行业下游应用领域占比



资料来源：亚一阀门公司官网，华金证券研究所

图 18：2018 年中国阀门行业下游应用领域占比

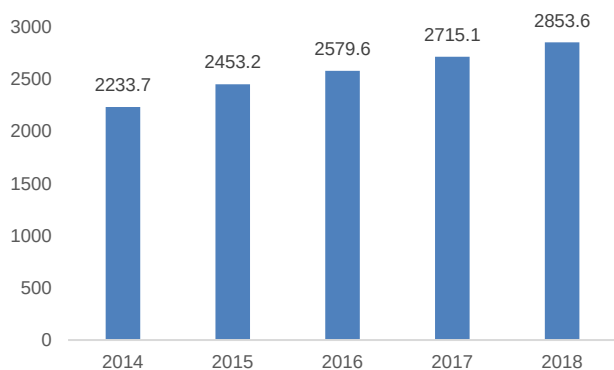


资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

（二）阀门行业市场规模大，但行业格局分散

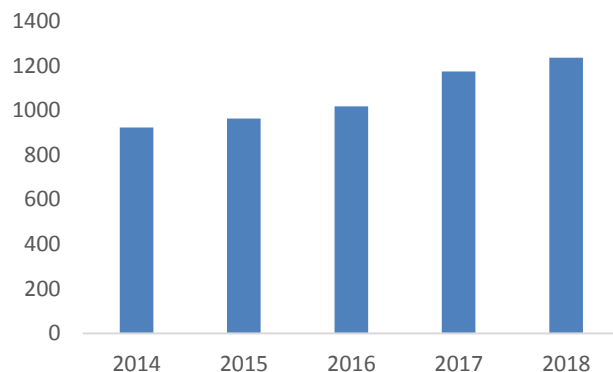
全球阀门市场超过千亿美元。阀门广泛应用于国民经济的各个主要领域，是能源、石化、冶金、电力等行业装备、机械与管线等固定资产中的关键设备之一，市场规模大。根据中国产业信息网数据，2018 年全球工业阀门的产量达到 2853.6 万吨，市场规模为 1235.6 亿美元。2014-2018 年全球工业阀门的年均复合增长率为 7.55%，增速较为平稳。

图 19：全球工业阀门产量变化情况（万吨）



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

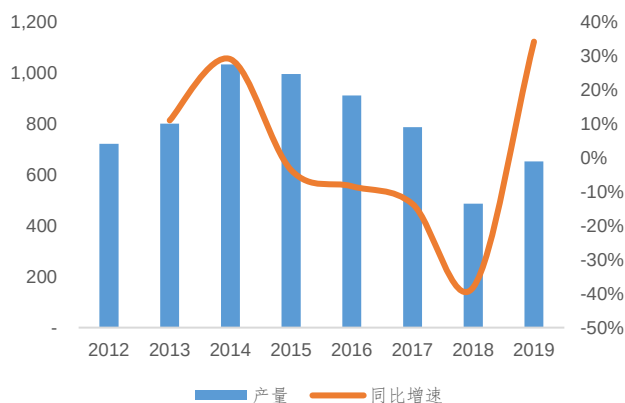
图 20：全球工业阀门市场规模变化情况（亿美元）



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

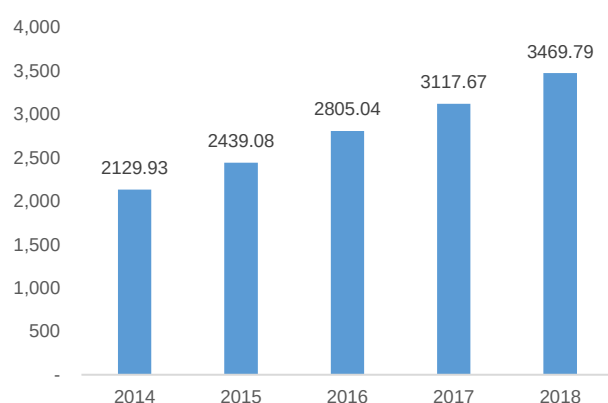
我国是全球最大的阀门需求市场。根据 Mcilvaine 数据，2018 年中国对阀门的需求占全球总需求的 17%，是世界最大的阀门需求市场，美国占比为 16%，位居第二。根据常辅股份公开发行说明书《申报稿》，2014-2018 年我国工业阀门的市场规模由 2129.93 亿元增长至 3469.79 亿元，年均复合增长率为 12.98%，增速快于全球。2019 年我国阀门行业产量增速回升，根据中国通用机械工业协会数据，2019 年我国阀门行业的产量为 652.22 万吨，同比增长 34.11%。

图 21：2012-2019 年中国阀门产量变化情况（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

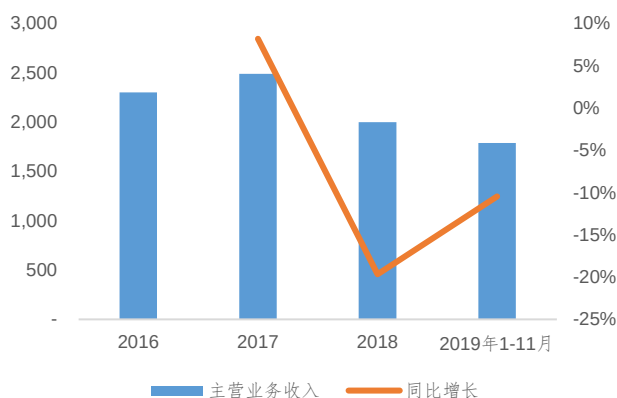
图 22：2014-2018 年中国工业阀门市场规模（亿元）



资料来源：观研天下，华金证券研究所

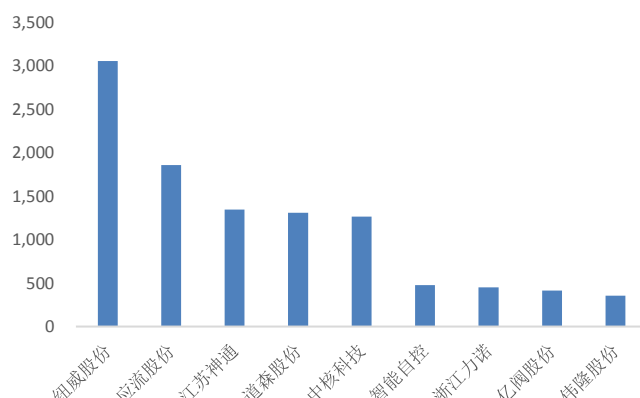
我国阀门行业企业数量众多，市场集中度低。不同领域阀门产品的工作环境差异较大，对阀门产品的需求也有所不同，因此阀门属于非标品。阀门市场格局较为分散，中通协数据显示 2019 年我国阀门行业规模以上企业的数量为 1809 家。2018 年我国阀门行业龙头企业纽威股份的营业收入为 27.81 亿元，据此简单估算，2018 年我国工业阀门龙头得的市场占有率不足 1%。阀门行业头部企业在各自的细分领域具备竞争优势，如江苏神通在冶金特种阀门和核电蝶阀领域都具备较高地市场占有率，优势十分明显。

图 23：我国阀门行业规模以上企业主营业务收入情况（亿元）



资料来源：中国通用机械工业协会，华金证券研究所

图 24：我国部分工业阀门企业 2019 年营收情况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

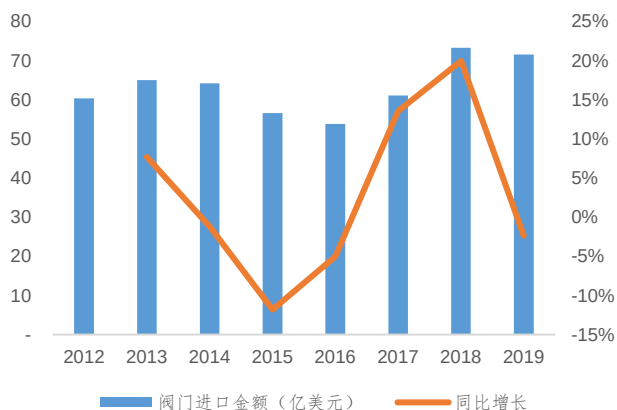
（三）我国阀门行业有望稳步增长

全球阀门市场有望稳步增长，亚太地区增长最快。根据 Research&Markets 发布的数据，受益于电力和化工行业需求拉动，预计 2019-2024 年全球工业阀门市场复合增速为 5.33%，其中中国、印度和日本等经济体对石油和天然气行业投资活动的增加以及对水处理需求的持续上升将使亚太地区成为全球增长最快的市场。

我国阀门行业有望保持稳定增长。我国阀门行业的市场规模增长较为平稳，2018-2019 年受中美贸易摩擦和下游需求回落等因素影响，行业增速下滑。2020 年阀门行业将保持稳定增长，中国通用机械工业协会阀门分会在主办刊物《阀协通讯》2020 年 1-2 月合刊中预测，2020 年通用机械行业仍将保持增长，一季度由于受疫情影响波动较大，预计二季度开始企稳，预计全行业营业收入增速为 5%，利润总额增速为 6%。

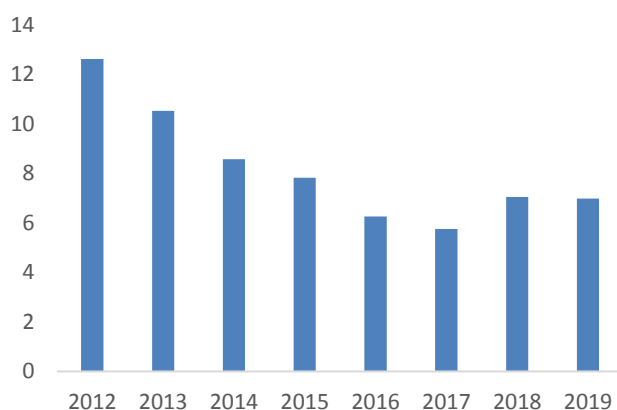
中高端阀门市场国产化为国内阀门企业带来成长机遇。我国阀门行业起步相对较晚，阀门的设计、制造、生产和实验测试能力同发达国家相比存在一定的差距，尤其是高端阀门市场，一些高温、高压、耐蚀阀门和关键设备上的特种阀门仍存在一定的进口依赖。根据海关总署数据，2019 年中国进口阀门金额为 71.54 亿美元，存在较大的国产化空间。根据海关总署披露的进口金额和数量计算，2019 年中国进口阀门的均价为 6.99 万美元/套，表明进口阀门主要集中于中高端市场。阀门是重要的机械基础件，在中美贸易摩擦的背景下，关键设备阀门的自主可控变得尤为重要，随着《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》等指导性文件的发布，我国中高端阀门市场的自主化进程有望加快。

图 25：中国进口阀门金额变化情况（亿美元）



资料来源：海关总署，华金证券研究所

图 26：中国进口阀门均价变化情况（万美元/套）



资料来源：海关总署，华金证券研究所

三、下游需求较为景气，公司业绩有望继续增长

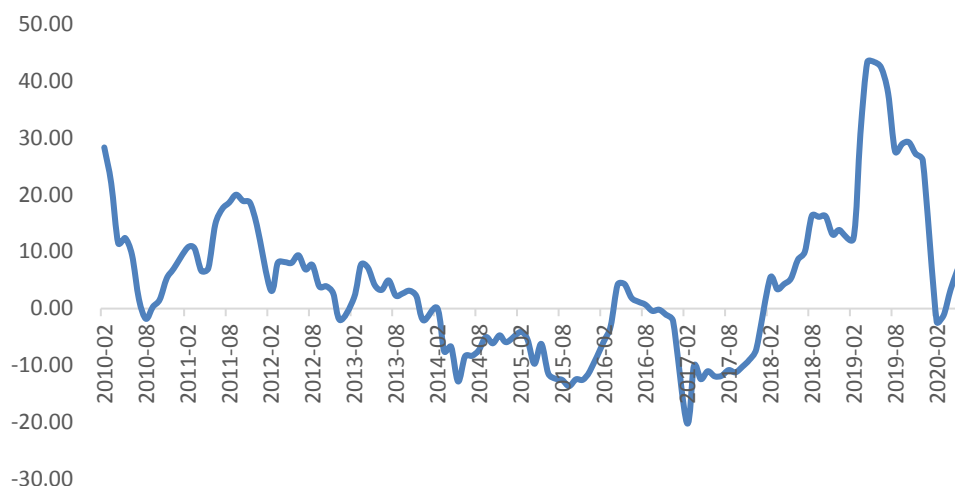
（一）冶金领域：环保趋严叠加供给侧改革，需求有望增长

1、2017 年起冶金领域阀门需求回暖

2012 年起，去产能的背景下冶金行业景气度连续多年较为低迷。进入 21 世纪以来，我国钢铁产业经历了长期粗放式发展，行业产能过剩、布局不合理等问题日益凸显。2009 年 3 月国务院发布《钢铁产业调整和振兴计划》，提出控制总量、优化布局、自主创新、技术改造等基本原则。之后《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》、《钢铁工业“十二五”发展规划》为钢铁行业的发展奠定了基调。2012 年起，钢铁行业的固定资产投资连续多年下滑，2016 年钢铁行业固定资产投资有所回升，但在去产能、降杠杆的背景下，固定资产投资再次回落。在钢铁行业固定资产多年下滑的背景下，冶金行业景气度不佳，公司冶金领域阀门的营业收入增速较慢。

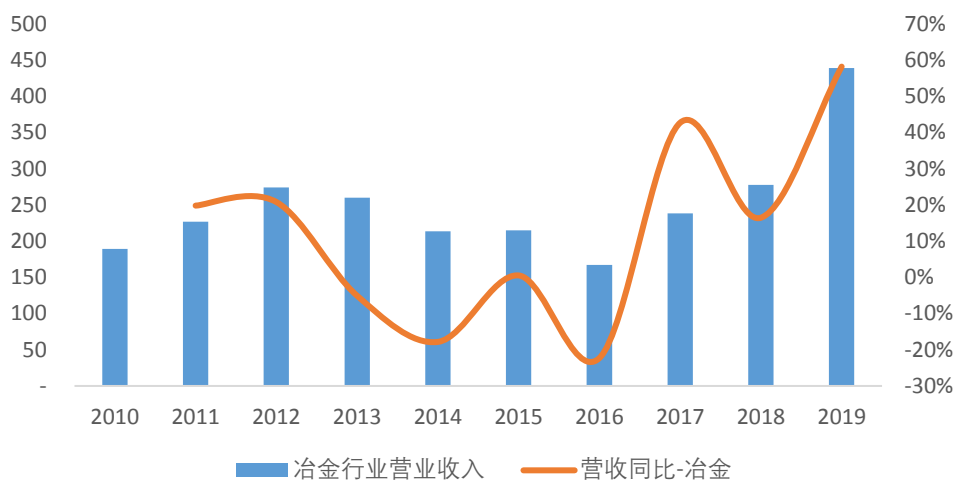
2017 年起，冶金行业转型升级加快，行业景气度回升。2017 年 12 月工信部发布《钢铁行业产能置换实施办法》，要求自 2018 年 1 月 1 日起，严禁钢铁行业新增产能，推进布局优化、结构调整和转型升级。2018 年 7 月国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出重点区域城市钢铁企业要切实采取彻底关停、转型发展、就地改造、域外搬迁等方式，推动转型升级。在政策不断的加码下，钢铁行业转型升级速度加快，环保升级、产能置换、和钢厂搬迁的项目逐步增多。2017 年起黑色冶炼行业固定资产开始回升，推动了冶金领域阀门需求的上升，公司冶金行业的营业收入也开始快速增长。

图 27：黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资完成额同比变化情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 28：公司冶金行业营业收入及其同比变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、超低排放改造加快，公司阀门产品有望受益

环保趋严，超低排放改造提上日程。2019 年 4 月，生态环境部、发改委等联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，目标是推动现有钢铁企业超低排放改造，到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60%左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80%以上产能完成改造。

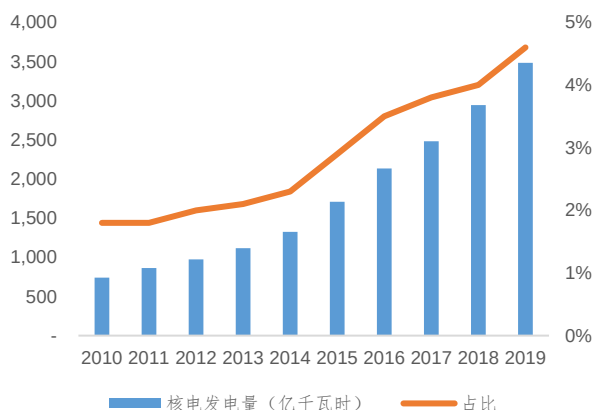
公司有望受益冶金行业超低排放改造。在冶金领域，公司产品主要应用于对冶金企业具有节能、减排及降耗效果的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统，主要产品的市场占有率达到 70%。超低排放改造加大了对于节能、减排、降耗产品的需求，公司有望充分受益。

（二）核电领域：需求回升，乏燃料处理空间较大

1、核电建设稳步推进，核电阀门需求有望增长

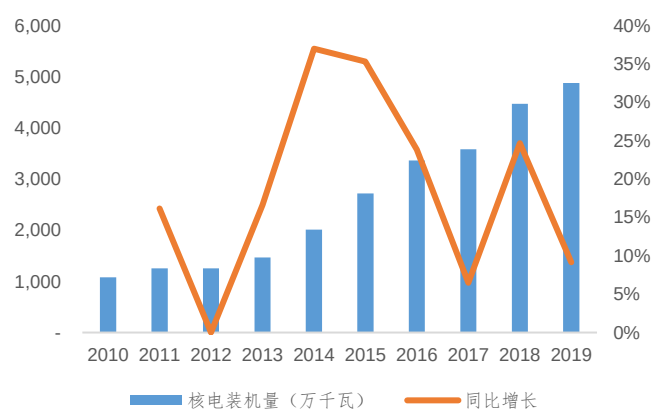
中国核电发电量和装机量稳步上升。2010-2019 年我国核电发电量由 739 亿千瓦时增长至 3483.5 亿千瓦时，占总发电量的比例由 1.8% 提升至 4.6%。2019 年我国核电装机量达到 4874 万千瓦，同比增长 4.1%。截至 2019 年底，我国在建核电机组 13 台，总装机容量 1387.1 万千瓦，在建机组装机容量继续保持全球第一。

图 29：2010-2019 年我国核电发电量及占总发电量比例情况



资料来源：国家统计局，中电联，华金证券研究所

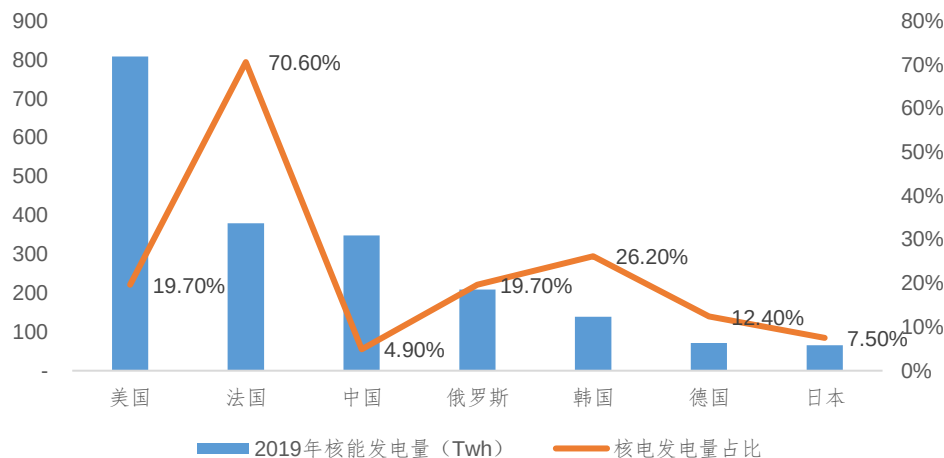
图 30：2010-2019 年我国核电装机量及其同比增长情况



资料来源：《中国能源大数据报告（2020）》，华金证券研究所

中国核电发电量大，但发电量占比仍明显低于世界水平。2019 年我国核能发电量为 3483.5 亿千瓦时，居世界第三位。但我国核电发电量占比处于较低水平，2019 年中国核电发电量占总发电量的比例为 4.90%，低于其他国家。表明我国现有的核电规模在庞大的用电需求前仍然不足，存在较大的增长空间。

图 31：2019 年核电发电大国的核电发电量与占比



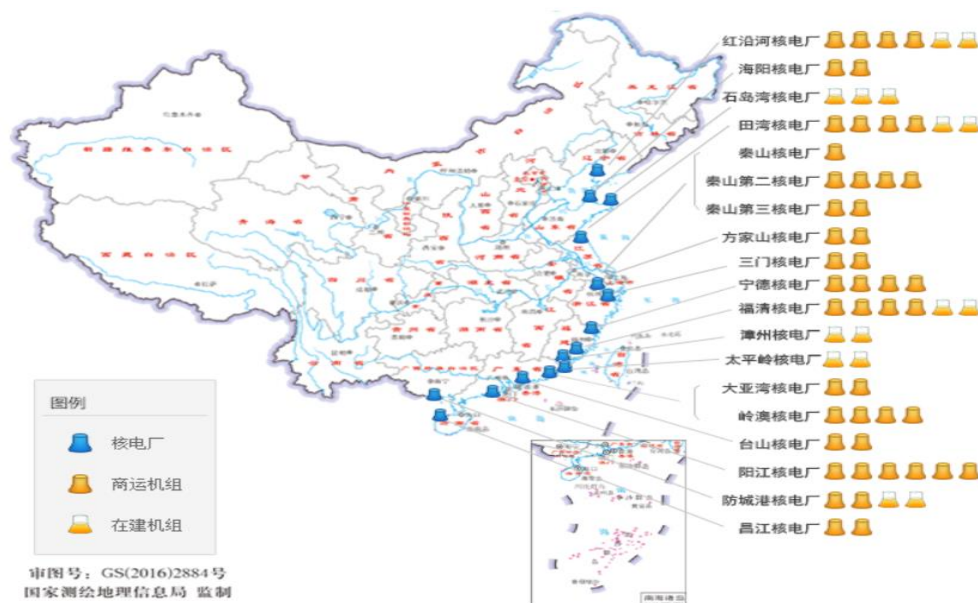
资料来源：世界核能协会，华金证券研究所

中国核电建设有望稳步推进。与火电相比，核电更加清洁，与水电、风电和光伏发电相比，核能发电更为高效稳定，且选址灵活，能适应经济发达地区的大规模发电。核电对保障中国能源

安全、实现 2030 年非化石能源占比 20% 的目标，具有举足轻重的作用，我国核电建设有望稳步推进。

根据中国核能行业协会发布的《中国核能发展报告（2020）》，预计 2020 年底我国核电在运机组将达到 51 台，装机量为 5200 万千瓦，在建机组达 17 台以上，装机达 1900 万千瓦，预计到 2025 年中国核电在运装机达 7000 万千瓦，在建 3000 万千瓦，在运和在建装机量合计达 1 亿千瓦，较 2019 年提高约六成。根据公司公开的投资者调研活动记录，未来每年获批 4-6 台核电机组的可能性较大，而中国核能行业协会的预期则更为乐观，预计“十四五”期间及中长期，核能在我国清洁能源低碳系统中的定位将更加明确，核电建设有望按照每年 6-8 台持续稳步推进。

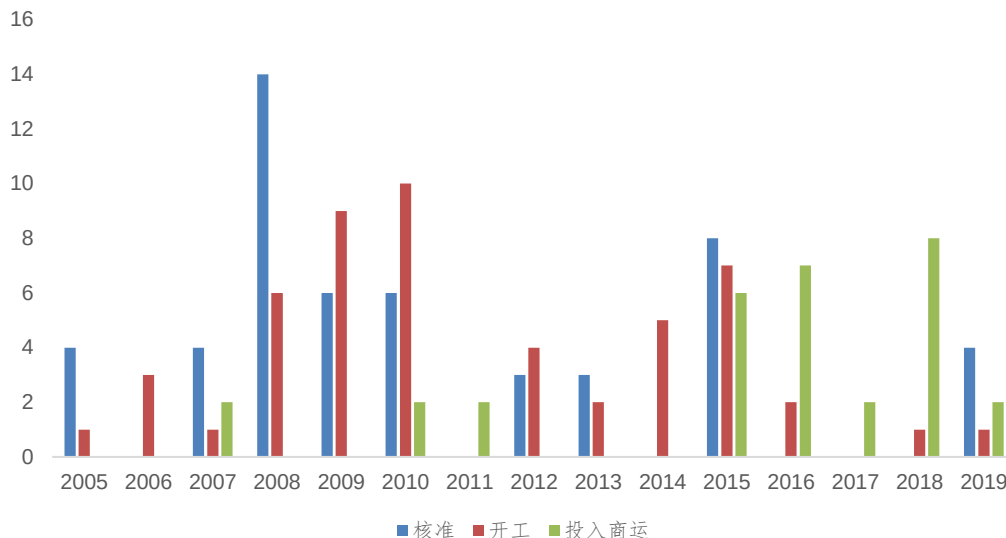
图 32：中国大陆核电厂分布图（截至 2020 年 4 月 27 日）



资料来源：国家核安全局，华金证券研究所

公司核电领域营收有望持续增长。公司是国内核级球阀、蝶阀的主要供应商，获得了已招标核级蝶阀、核级球阀 90% 以上的订单。随着核电审批的重启，公司核电订单有望保持增长。同时随着投入运行核电站数量的增加，阀门维保和备件的需求也将逐步增多。预计未来几年，公司核电领域的营业收入增速有望加快。

图 33：2005-2019 年我国核准、开工及投入商运的核电机组数量（台）



资料来源：中国产业信息网，国家核安全局，华金证券研究所

2、乏燃料处理市场空间较大，有望成为新的增长点

乏燃料是经受过辐射照射、使用过的核燃料。乏燃料指的是在核反应堆中经中子轰击发生核反应后，燃耗深度已达到设计卸料燃耗，从堆中卸出且不再在该反应堆中使用的核燃料组件中的核燃料。发电后的核反应堆中含有大量未反应完的铀-235以及反应生成的钚-239(核武器材料)，这些放射性元素具有高度使用价值。

乏燃料处理主要包括开式燃料循环和闭式燃料循环两种，我国选择闭式循环方式。开式燃料循环多用于美国、加拿大、北欧国家，首先将乏燃料进行溶解、液化，将其与玻璃、水泥一起进行固化，之后储存至地下 3-5 千米的深处。闭式燃料循环多用于法国、日本、中国、俄罗斯等国家，此法将乏燃料视为资源，经过后处理分离出铀和钚等有用的核材料，回到热中子或快中子反应堆循环使用。后处理产生的高放废液经过玻璃固化之后，再进行最终地质处置。

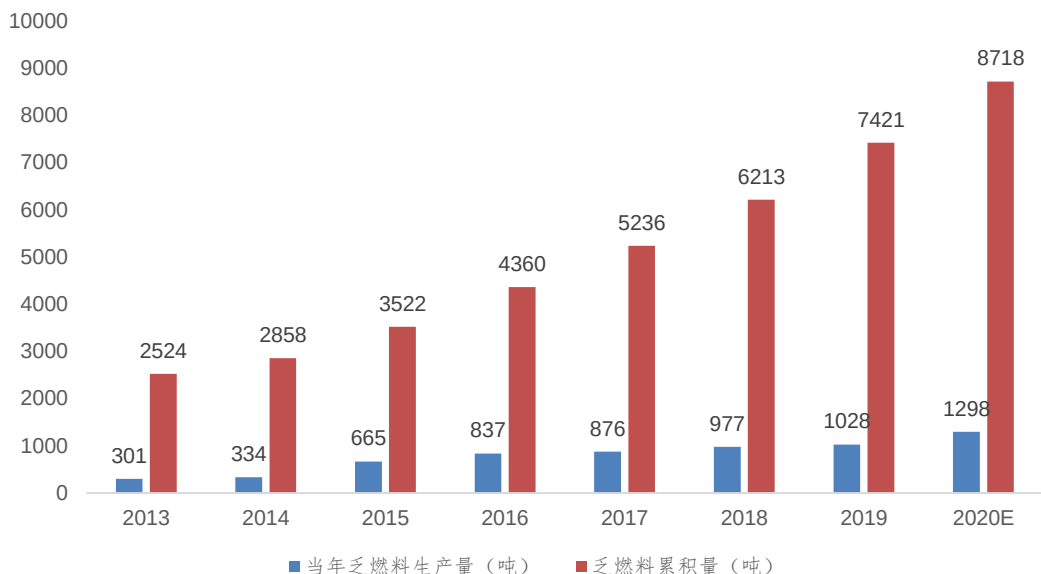
图 34：我国核燃料闭式循环发展途径



资料来源：科普中国，华金证券研究所

我国核电站乏燃料后处理市场需求紧迫。根据国家能源局估算，一台百万千瓦级压水堆核电站，每年产生的乏燃料约 20-25 吨。截至 2020 年 5 月我国在运的核电机组数量共 47 台，每年产生乏燃料超过 1000 吨，随着我国核电建设的重启，核电机组数量将逐步增加，对乏燃料处理产能的需求也将初步提升。目前我国乏燃料处理的产能仅有 50 吨，在建处理能力仅 200 吨，乏燃料处理产能的不足也使得我国积累了较大数量急需处理的乏燃料，截至 2019 年我国乏燃料的累积量已经达到 7421 吨，处理能力不足使得乏燃料只能暂存在反应堆乏燃料水池中，目前早期的核电机组的乏燃料水池已接近满容，乏燃料后处理市场需求紧迫。

图 35：2013-2020 年我国乏燃料产生和累积量



资料来源：《能源》，公司公告，华金证券研究所

乏燃料处理将为公司带来新的增长空间。根据公司公开的投资者调研活动记录，公司在乏燃料后处理领域的产品主要包括三类：①蝶阀、球阀、止回阀等阀门产品；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 年公司已经取得 0.88 亿元的订单，2020 年公司预计将拿到首个 200 吨乏燃料处理项目的剩余订单，且第二个 200 吨级处理能力项目已经开始准备招标工作，2020 年公司预计可以拿到 3 亿元左右的乏燃料处理项目的相关订单。

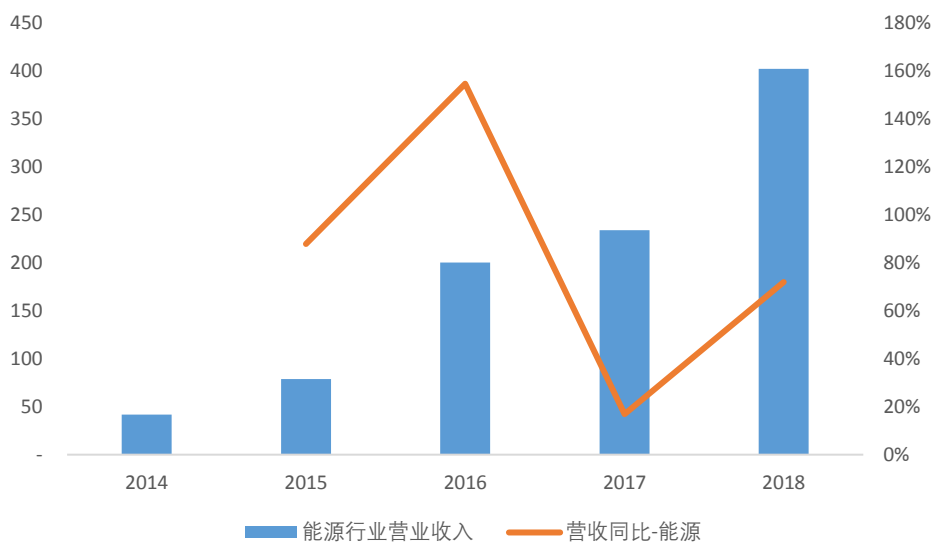
公司持续布局乏燃料后处理关键设备的研发和产业化。从 2016 年起，公司已经布局开始乏燃料后处理产品线，目前已成功研发了气动送取样系统、空气提升、料液循环及贮存井等设备，走在了我国乏燃料处理关键设备研发制造领域的前列。2020 年 6 月，公司发布公告，拟向天津安塞、航科深圳、吴建新非公开发行 5710 万股，募集资金 3.59 亿元，其中 1.5 亿元用于乏燃料后处理关键设备研发及产业化（二期）项目，其余资金用于补充流动资金和偿还银行贷款。二期项目成功实施后，将形成取样用料液循环系统 200 套，后处理专用球阀 4500 台/年、后处理专用蝶阀 250 台/年、后处理专用仪表阀 1 万台/年、样品瓶 20 万个/年的生产能力，大幅提升公司在乏燃料后处理领域的技术实力和领先地位。

（三）能源装备领域：市场空间巨大，公司产品逐步受到认可

能源装备领域市场空间大。能源装备领域是我国工业阀门最大的下游市场，2018 年化工、能源和石油天然气领域的阀门市场合计占比为 60.5%。观研天下数据显示 2018 年我国工业阀门的市场规模为 3469.79 亿元，按照 60%测算，化工、能源和石油天然气领域的阀门市场规模大约为 2000 亿元，市场空间巨大。

公司产品逐步受到认可，能源装备领域营收有望保持稳定增长。2019 年公司开发的煤化工苛刻工况特种阀门、超（超）临界火电配套关键阀门、灰水角阀等极端工况阀门、LNG 接收站配套的国产化阀门、罐车专用系列阀门取得了中石化、中煤、万华化学、唐能电力等大型企业的订单。公司产品在能源装备领域市场占有率不高，随着产品逐步受到行业的认可，公司能源装备领域的营业收入有望保持稳定增长。

图 36：公司能源装备领域营业收入及其变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

公司业务对应的下游包括冶金、核电、能源三个板块，考虑到不同下游行业的基本面有所不同，我们按照分行业营收的口径对公司进行盈利预测。

1. 收入端：

（1）我们认为在环保趋严、技术改造、钢厂搬迁的共同推动下，公司来自冶金领域的营收有望稳健增长，预计 2020-2022 年公司冶金行业的营收增速分别为 27.00%、27.05%、27.09%；

（2）在核电审批重启的背景下，核电领域增量业务的营收有望增长，同时根据公司公告，公司 2019 年在首个乏燃料后处理项目中拿到 0.88 亿的订单，我们预计 2020 年有望拿下该项目

的其余订单，来自乏燃料后处理的营收有望快速增长。但考虑到乏燃料后续增长的不确定性，我们对 2022 年的收入增速偏保守。核电行业的营收增速分别为 49.21%、54.53%、15.12%；

(3) 我们预计公司能源领域、节能服务行业和其他业务的营业收入保持平稳增长，预计 2020-2022 年能源行业的营收增速分别为 11.30%、13.13%、14.20%；节能服务行业的营收增速分别为 14.00%、15.00%、15.00%；其他业务的营收增速分别为 20%、20%、20%。

2.毛利率：

公司冶金领域和核电领域的毛利率将保持稳定，预计 2020-2022 年公司冶金行业的毛利率分别为 34.05%、33.90%、33.85%；核电行业的毛利率分别为 49.15%、49.00%、48.5%；

随着公司在能源领域的不断开拓，能源领域的毛利率有望提升，预计 2020-2022 年的毛利率分别为 18.50%、19.0%、19.30%；

节能服务行业和其他业务的毛利率保持平稳，预计 2020-2022 年节能服务行业的毛利率分别为 51.50%、51.00%、50.80%；其他业务的毛利率分别为 55.50%、55.30%、54.80%。

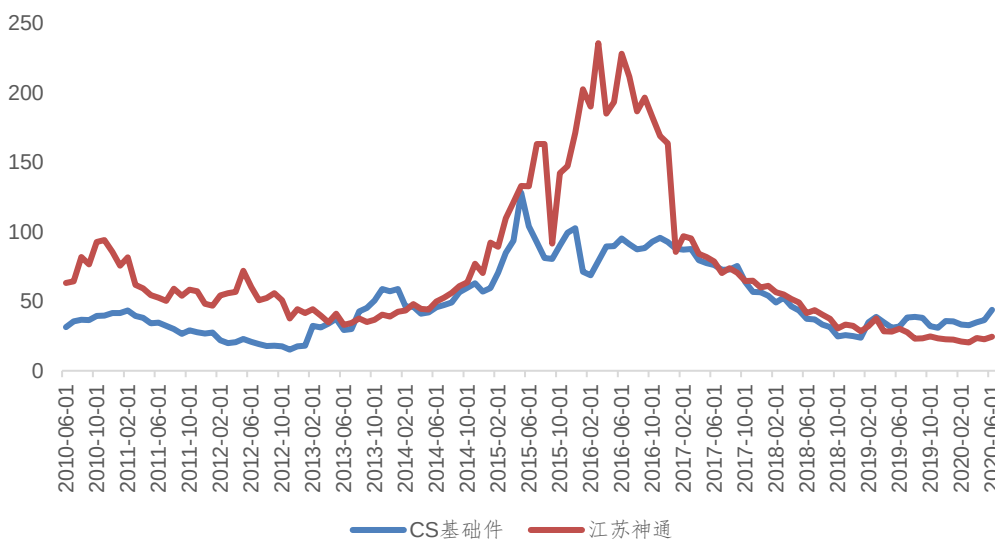
3.费用率：预计 2020-2022 公司管理费用率为 5.20%、5.15%、5.05%；销售费用率分别为 9.75%、9.65%、9.50%；研发费用率分别为 4.80%、4.85%、4.95%。

综上，我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 16.90 亿元、21.80 亿元、25.94 亿元，对应增速为 25.4%、29.0%、19.0%，归母净利润分别为 2.49 亿元、3.52 亿元、4.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.72 元、0.86 元。

(二) 估值分析

从公司上市以来 PE 变化看，目前处于历史上较低位置，也低于机械基础件板块的整体估值水平，存在一定程度的低估。

图 37：江苏神通 PE 和机械基础件板块 PE 变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

从 PEG 角度来看，公司 2020—2022 年相比 2019 年符合增长率为 35%，对应的 PEG 小于 1，也存在低估。给予公司“买入—B”投资评级。

五、风险提示

（1）核电审批进度不及预期

2019 年我国审批通过了 4 台核电机组，标志着暂停三年的核电审批的重启，预计未来每年获批 4-6 台核电机组的可能性较大。但是核电审批的进度仍存在一定的不确定性，如果审批进度不及预期，可能会使公司核电领域的营收增长不及预期。

（2）乏燃料处理项目建设不及预期

2019 年公司在首个 200 吨乏燃料处理项目中取得 0.88 亿元的订单，乏燃料后处理可能成为公司未来几年的业绩增长点。但如果乏燃料处理项目建设进度不及预期，可能会带来业绩增长不及预期的风险。

（3）冶金行业和能源行业景气度下行导致公司营收下降

公司来自于冶金和能源行业的营收占比较高，如果冶金和能源行业的景气度出现下滑，可能会导致公司的营收增长不及预期。

（4）非公开发行募集资金项目研发进度不及预期

2020 年 6 月，公司发布公告，拟通过非公开发行方式募集资金 3.59 亿元，其中 1.5 亿元用于乏燃料后处理关键设备研发及产业化（二期）项目，其余资金用于补充流动资金和偿还银行贷款。若非公开发行募集资金项目研发进度不及预期可能使公司在乏燃料后处理领域的发展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2126	2265	2473	2709	3336	营业收入	1087	1348	1690	2180	2594
现金	234	240	287	369	610	营业成本	738	863	1088	1378	1644
应收票据及应收账款	628	758	852	1130	1125	营业税金及附加	11	13	14	15	18
预付账款	50	64	80	106	115	营业费用	112	134	165	210	246
存货	776	751	1062	907	1285	管理费用	66	70	88	112	131
其他流动资产	438	452	192	197	201	研发费用	50	63	81	106	128
非流动资产	1170	1094	1200	1338	1398	财务费用	14	19	3	-9	-14
长期投资	86	29	35	41	47	资产减值损失	14	-30	0	0	0
固定资产	624	622	726	860	920	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	128	122	117	113	109	投资净收益	14	23	22	22	22
其他非流动资产	333	322	322	324	322	营业利润	97	191	279	394	467
资产总计	3296	3358	3674	4047	4735	营业外收入	23	1	10	10	10
流动负债	1390	1305	1399	1442	1734	营业外支出	1	2	1	1	1
短期借款	347	336	0	0	0	利润总额	118	191	288	403	476
应付票据及应付账款	528	458	630	683	778	所得税	15	19	39	52	58
其他流动负债	516	511	769	759	956	税后利润	103	172	249	352	418
非流动负债	103	84	80	77	72	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	39	27	23	20	15	归属母公司净利润	103	172	249	352	418
其他非流动负债	64	57	57	57	57	EBITDA	221	288	349	466	547
负债合计	1493	1388	1479	1519	1805	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	486	486	486	486	486	成长能力					
资本公积	814	814	814	814	814	营业收入(%)	43.9	24.0	25.4	29.0	19.0
留存收益	511	671	878	1175	1533	营业利润(%)	49.3	97.3	45.7	41.3	18.5
归属母公司股东权益	1803	1970	2195	2528	2930	归属于母公司净利润(%)	65.6	66.5	44.7	41.2	18.9
负债和股东权益	3296	3358	3674	4047	4735	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	32.1	36.0	35.6	36.8	36.6
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	9.5	12.8	14.7	16.1	16.1
经营活动现金流	144	114	297	281	372	ROE(%)	5.7	8.7	11.3	13.9	14.3
净利润	103	172	249	352	418	ROIC(%)	5.2	7.7	11.1	13.2	13.5
折旧摊销	86	83	58	72	85	偿债能力					
财务费用	14	19	3	-9	-14	资产负债率(%)	45.3	41.3	40.3	37.5	38.1
投资损失	-14	-23	-22	-22	-22	流动比率	1.5	1.7	1.8	1.9	1.9
营运资金变动	-67	-171	9	-111	-95	速动比率	0.6	1.0	0.8	1.1	1.0
其他经营现金流	21	34	-0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-225	-32	122	-188	-123	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
筹资活动现金流	99	-54	-373	-12	-8	应收账款周转率	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3
每股指标 (元)						应付账款周转率	1.6	1.8	2.0	2.1	2.3
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.35	0.51	0.72	0.86	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.23	0.61	0.58	0.76	P/E	50.9	30.6	21.1	15.0	12.6
每股净资产(最新摊薄)	3.71	4.06	4.52	5.20	6.03	P/B	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8
						EV/EBITDA	24.8	18.0	14.5	10.7	8.6

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn