

江苏神通 (002438)

证券研究报告

2021年02月22日

阀门领先企业，拓展多下游打开市场空间

1. 江苏神通系中国阀门行业领先企业。公司主要从事应用于冶金领域的特种阀门以及核级球阀等产品的研发、生产和销售，是我国冶金特种阀门和核电阀门自主化的主要生产企业之一。公司2020年引进战略股东聚源瑞利，充分利用韩力的关联方天津西钢铁在冶金领域丰富的产业资源，为公司继续扩展冶金领域业务奠定了良好的基础。公司自15年以来营业收入及归母净利润持续增长，业绩呈现较为良好的成长性。2019年公司实现营收13.48亿元，15-19年的CAGR为33.26%，20Q3公司实现营收11.36亿元，同比增长6.09%。19年公司实现归母净利润1.72亿元，同比增长66.47%，15-19年CAGR达79.49%。

2. 下游延展性强，行业市场空间较大。

冶金领域，近年来产能置换、节能减排的政策给冶金阀门的发展带来了市场的驱动力，冶金特种阀门需求不断上升；核电领域，政策扶持力度不断加大，核电业务迎来发展大周期。按照谨慎假设未来每年增长3台核电机组计算，2020年我国核电阀门的市场空间约为20亿元，到2025年将达到27亿元，CAGR为7%，保持稳定增速，其中蝶阀、球阀2020年市场空间为3亿元，到2025年将增长至4亿元。

乏燃料成为亟待解决的问题，乏燃料后市场未来市场空间广阔。根据测算，2020年我国乏燃料累计已达到8170吨，到2025年累积量已达到1.4万吨，乏燃料的处理将愈发成为国内亟待解决的问题，然而目前我国仅有年处理能力约50吨的乏燃料中试厂，中核集团200吨大型商用乏燃料后处理示范工程正在建设中，未来市场存在较大的空间。

3. 竞争格局：中低端市场竞争激烈，快速追赶海外龙头

国内阀门制造商众多，但是行业集中度低，竞争较为激烈。中国阀门起步较晚，对中高端产品的研发力量不足，导致目前行业内中低端市场竞争激烈、高端市场竞争力不足。全球最大的阀门企业主要集中在欧、美、日等发达国家，例如美国艾默生、日本KITZ等。与公司在同一领域的国内企业通常与公司形成错位竞争关系。

4. 乘下游行业景气之风，公司成长空间广阔

2019年公司拥有有效专利276件，研发占比稳定在4%左右，通过敏感洞察行业变化，研发成果补足市场需求；公司有着强大的客户黏性以及行业壁垒；由于冶金、核电行业对阀门设备要求的特殊性，需要获得制造许可证，提高了行业的进入壁垒；由于阀门后期存在较强的维修更换需求，因此具备较强的客户黏性。同时，公司不断拓展下游，发展冶金通用领域、石化以及乏燃料后市场领域，打开长期成长空间。

盈利预测：我们预测公司20-22年归母净利润分别为2.3、2.9、3.7亿元，我们选择了阀门行业具有代表性的上市标的纽威股份，以及与阀门具有相似性的密封件领域龙头中密控股作为估值参考，测算得到可比公司2020、2021年PE算数平均数分别为31.89、24.51X。而江苏神通2020、2021年估值分别为23.72、19X，我们认为公司估值仍有一定提升空间，因而选择2021年24.51X作为目标估值，目标市值70亿元，相较于当前市值仍有28.95%向上空间，目标价为14.46元，首次覆盖并给予买入评级。

风险提示：冶金和核电行业周期性波动的风险、核电投资不及预期、乏燃料处理项目建设不及预期、通用阀门市场进军情况不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,087.46	1,348.22	1,594.57	1,935.62	2,414.12
增长率(%)	43.91	23.98	18.27	21.39	24.72
EBITDA(百万元)	245.74	401.08	328.48	397.71	489.19
净利润(百万元)	103.34	172.03	229.80	286.72	371.57
增长率(%)	65.62	66.47	33.58	24.77	29.59
EPS(元/股)	0.21	0.35	0.47	0.59	0.76
市盈率(P/E)	52.74	31.68	23.72	19.01	14.67
市净率(P/B)	3.02	2.77	2.51	2.25	1.98
市销率(P/S)	5.01	4.04	3.42	2.82	2.26
EV/EBITDA	11.81	9.38	16.45	13.49	10.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	11.22元
目标价格	14.46元

基本数据

A股总股本(百万股)	485.76
流通A股股本(百万股)	454.40
A股总市值(百万元)	5,450.18
流通A股市值(百万元)	5,098.39
每股净资产(元)	4.34
资产负债率(%)	39.25
一年内最高/最低(元)	14.29/7.00

作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 中国阀门行业领先企业.....	4
1.1. 深入立足工业阀门，冶金及核电领域占优.....	5
1.2. 三费控制优秀，盈利能力稳定向好.....	5
1.3. 资产负债率持续改善，流动性和回报率好转明显.....	7
2. 下游延展性强，行业市场空间较大.....	8
2.1. 冶金：产能置换、节能减排带来市场增量.....	9
2.2. 核能：装机增速加快，迎来行业发展大周期.....	10
2.2.1. 政策扶持力度不断加大，核电业务迎来发展大周期.....	10
2.2.2. 核电阀门的市场空间测算.....	12
2.3. 乏燃料后市场：亟待解决的老大难，潜在市场空间广阔.....	13
3. 乘下游行业景气之风，公司成长空间广阔.....	15
3.1. 行业竞争格局：中低端市场竞争激烈，快速追赶海外龙头.....	15
3.2. 敏感洞察行业变化，研发成果补足市场需求.....	17
3.3. 受益于行业壁垒和用户粘性，市场份额易于保持.....	18
3.4. 下游多领域扩展，积极打开天花板.....	19
3.4.1. 协同津西钢铁，拓展冶金阀门通用领域.....	19
3.4.2. 乏燃料后处理市场带来全新增量.....	19
4. 盈利预测与投资评级.....	20
5. 风险提示.....	21
财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1：公司股权结构图.....	4
图 2：应用于冶金领域的部分节能环保产品.....	5
图 3：应用于核电领域的部分产品.....	5
图 4：2015A-2020 1-9M 公司营收及增速情况（单位：百万元）.....	6
图 5：2015A-2020 1-9M 公司归母净利润及增速（单位：百万元）.....	6
图 6：2020H1 公司营收构成情况（单位：百万元）.....	6
图 7：2020H1 公司国内外收入占比（单位：万元）.....	6
图 8：2015-2020 1-9M 公司毛利率及净利率情况.....	6
图 9：2015-2020 1-9M 公司三费情况（单位：百万元）.....	6
图 10：2015-2020 1-9M 公司研发费用及占比情况（单位：百万元）.....	7
图 11：15-20 1-9M 公司固定及无形资产情况（单位：百万元）.....	7
图 12：2015-2020 1-9M 公司资产负债率情况（单位：%）.....	7
图 13：2015-2020 1-9M 公司流动、速动、现金比率情况（%）.....	8
图 14：2015-2020 1-9M 公司 ROE 及 ROA 情况.....	8

图 15: 上下游产业链梳理	8
图 16: 2012 年工业阀门市场需求结构占比情况	8
图 17: 2015 年 9 月—2020 年 9 月我国钢铁月均产量及增速情况 (单位: 万吨, %) ...	10
图 18: 2008-2019 年中国核电发电装机规模 (单位: 万千瓦)	11
图 19: 我国部分在建核电机组分布情况	11
图 20: 2005-2019 年我国核准及投入商运的核电机组数量 (台)	11
图 21: 2015-2019 年中国核电新增装机容量情况 (万千瓦)	11
图 22: 核电投资结构中阀门占比	12
图 23: 乏燃料处理方式	13
图 24: 闭式核燃料循环图	14
图 25: 2015-2025E 我国乏燃料产生量和累积量估算 (单位: 吨)	15
图 26: 2016-2019 中国阀门规上企业数量	15
图 27: 公司核电蝶阀、球阀市场占有率变化趋势图	18
图 28: 2016-2020 年 1-11 月河北津西钢铁集团粗钢产量 (万吨)	19
表 1: 江苏神通发展历程	4
表 2: 我国近年来钢铁行业产能置换政策	9
表 3: 产能置换新增阀门需求	10
表 4: 核电阀门未来的市场空间	13
表 5: 世界主要国家后处理设施	14
表 6: 乏燃料年增量预测 (单位: 台, 吨)	15
表 7: 海外工业阀门领先企业情况	16
表 8: 国内可比公司主导产品	17
表 9: 公司研发情况相关数据	17
表 10: 公司结合行业变化积极研发新产品	17
表 11: 一系列政策性文件加大了行业的进入壁垒	18
表 12: 公司冶金特种阀门市场占有率	18
表 13: 公司乏燃料后处理投资项目	19
表 15: 公司未来三年业务拆分 (单位: 百万元)	20
表 15: 可比公司估值水平一览表 (单位: 亿元)	21

1. 中国阀门行业领先企业

江苏神通阀门股份有限公司成立于 2001 年，是中国阀门行业的领先企业。主要从事应用于冶金领域的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以及应用于核电站的核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、非核级球阀等产品的研发、生产和销售，是我国冶金特种阀门和核电阀门自主化的主要生产企业之一。

表 1：江苏神通发展历程

时间	事件
2001 年 1 月	江苏神通阀门有限公司成立。
2004 年 2 月	公司取得国家核安全局颁发的《民用核承压设备设计许可证》和《民用核承压设备制造许可证》
2010 年 6 月	公司首次公开发行 A 股并在深圳证券交易所中小企业板上市，发行价每股 22 元。
2011 年 3 月	投资 5000 万元成立全资子公司上海神通企业发展有限公司,2011 年 6 月,投资 30000 万元成立全资子公司江苏神通能源装备科技有限公司。
2013 年	公司完成了超超临界火电机组三类关键阀门国产化锅炉循环管路调节阀的设计、样机试制 公司完成了低温球阀、蝶阀、闸阀、截止阀、止回阀等产品的 TS-A2(2)的产品认证工作,完成了 TS-A1(2)高压蝶阀、安全阀、法兰的产品认证工作
2014 年	公司取得了球阀的德国 TUV 防火证书,完成了俄罗斯 GOST-R 取证工作 公司完成了国家实验室认可 (CNAS) 取证及国际互认的工作 公司通过省高新技术企业认定, 通过省五星数字企业认定
2015 年	收购无锡市法兰锻造有限公司
2016 年	3 号基地建成并投入使用

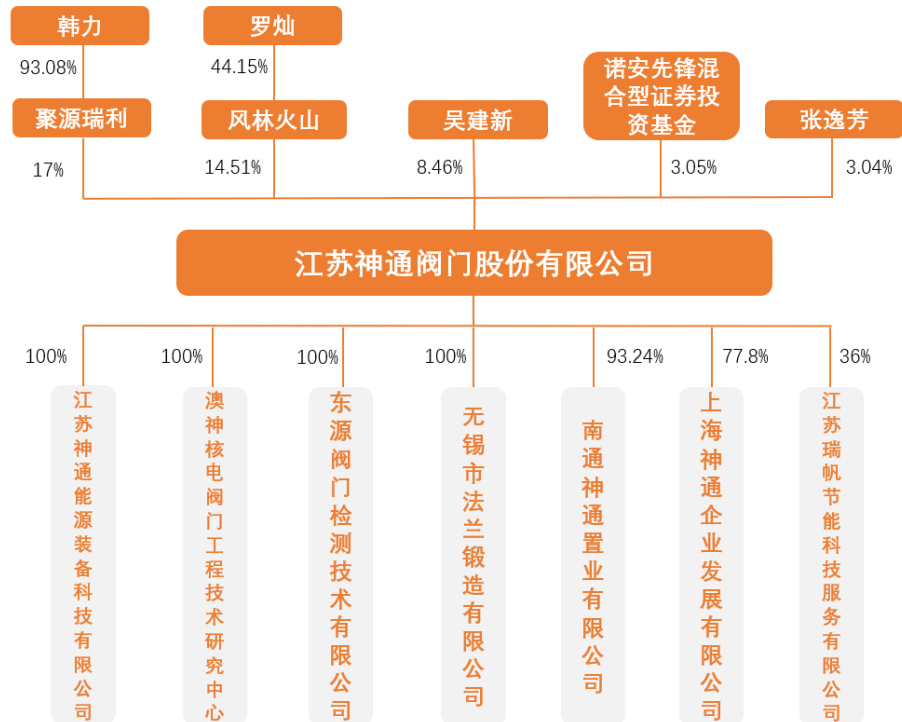
资料来源：公司官网、天风证券研究所

引入聚源瑞利，内生外延协同发展。2019 年 7 月，自然人韩力控制的宁波聚源瑞利合伙企业通过分别通过大宗交易、集中竞价与协议转让多次增持，持股比例达到 17%，成为公司控股股东。

2020 年 6 月，公司发布 2020 年非公开发行 A 股股票预案，发行主体为天津安塞，预计此次发行完成后，天津安塞持股比例为 5.28%，聚源瑞利持股比例为 16.10%，聚源瑞利与天津安塞、吴建新均签有表决权委托协议，构成一致行动关系，因此，聚源瑞利及其一致行动人合计控制公司 150,790,149 股股份， 占总股本的 29.40%，聚源瑞利仍为公司控股股东，韩力仍为公司实际控制人。

公司引进战略股东聚源瑞利，充分利用韩力的关联方津西钢铁在冶金领域丰富的产业资源，为公司继续扩展冶金领域业务奠定了良好的基础。津西钢铁未来将作为公司新产品新技术的应用基地，成为公司不断开拓创新的重要一环，并借助于津西钢铁的行业影响力，助力公司冶金行业新产品快速复制和推广。

图 1：公司股权结构图



资料来源: wind、天风证券研究所

1.1. 深入立足工业阀门，冶金及核电领域占优

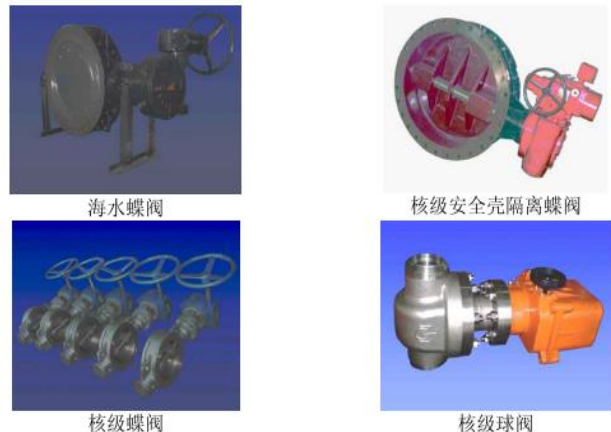
自成立以来，神通有限公司及股份公司一直从事工业阀门的研发、生产与销售，主要产品为应用于钢铁行业的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统的特种阀门以及应用于核电站的核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、非核级球阀等。

图 2：应用于冶金领域的部分节能环保产品



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

图 3：应用于核电领域的部分产品



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

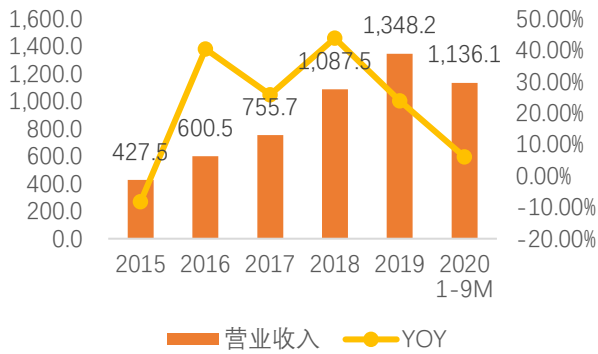
1.2. 三费控制优秀，盈利能力稳定向好

公司自 15 年以来营业收入及归母净利润持续增长，业绩呈现较为良好的成长性。2019 年公司实现营收 13.48 亿元，同比增长 23.98%，15-19 年的复合年均增长率达 33.26%，2020 年前三季度公司实现营收 11.36 亿元，同比增长 6.09%。19 年公司实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 66.47%，15-19 年的复合年均增长率达 79.49%，2020 年前三季度公司实现归母净利润 1.62 亿元，同比增长 23.44%，创历史新高。

2020 年初以来虽然受突如其来的新冠疫情的影响，但是公司业绩仍保持增长态势，其原因一方面是由于公司整体订单比较充足，保持持续增长；另一方面得益于年初以来国家宏观

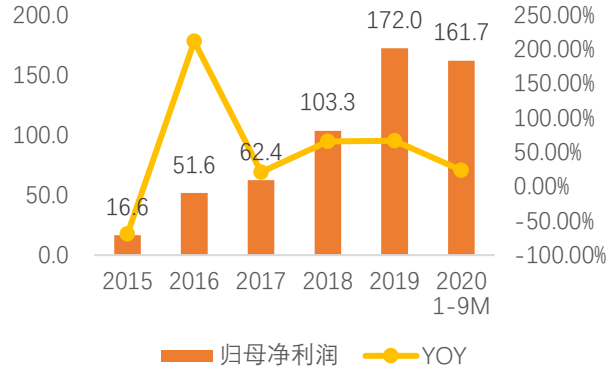
层面的税费优惠政策，包括税费缓交、社保减免等，同时有效的费用管控也使得公司业绩有良好的增长。

图 4：2015A-2020 1-9M 公司营收及增速情况（单位：百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：2015A-2020 1-9M 公司归母净利润及增速（单位：百万元）

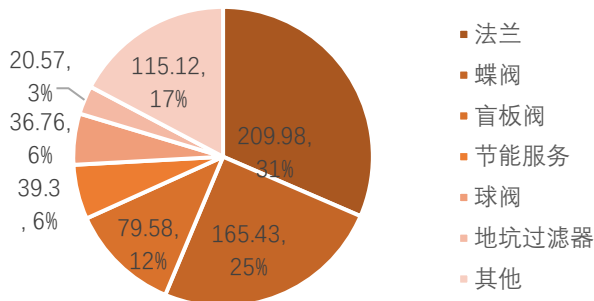


资料来源：wind、天风证券研究所

从营收结构来看，2020H1 公司 31%的营收来源于法兰，25%的营收来源于蝶阀，12%的营收来源于盲板阀，分别为 2.1、1.7、0.8 亿元。

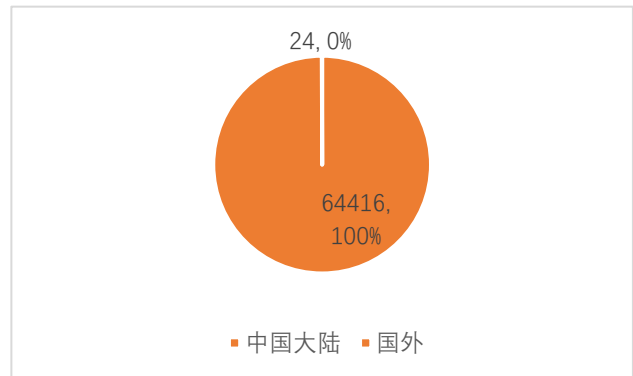
从客户结构来看，公司整体收入来源几乎全部来源于国内，2020H1 公司来自中国大陆的营收为 6.4 亿元，来自国外收入仅 24 万元。公司现有业务中出口产品主要是间接出口，就是通过国内大型工程总包方间接出口到海外的，比如澳矿项目、越南某高炉项目、巴基斯坦恰希玛核电项目等，未来随着公司的持续发展，走国际化道路实现规模的提升和技术的进步是必由之路，公司出口比例有望提升。

图 6：2020H1 公司营收构成情况（单位：百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：2020H1 公司国内外收入占比（单位：万元）



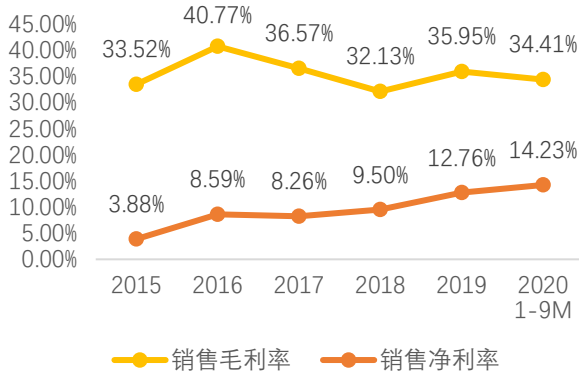
资料来源：wind、天风证券研究所

公司盈利能力稳定向好，2017-2020 1-9M 毛利率基本保持在 32%-37%，净利率自 2017 年以来持续提升，2020 年 1-9M 达到 14.23%，创历史新高。我们认为，公司不断向好的盈利能力主要来自两方面：①优秀的公司治理能力；②持续的研发投入。

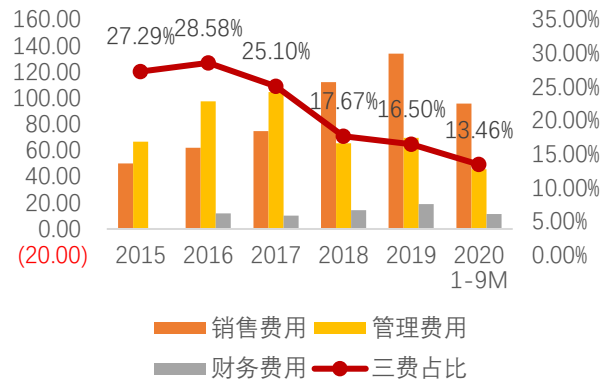
公司三费控制良好，体现出优秀的公司管理能力。公司三费占比自 2015 年以来不断下降，由 15 年的 27.29%下降至 2020 1-9M 的 13.46%，其中公司的管理费用率由 15 年的 15.6%下降至 2020 1-9M 的 4.03%，体现出公司优秀的治理能力，以及规模效应显著。我们认为，公司未来管理水平有望进一步巩固，从而实现利润水平的有效增厚。

图 8：2015-2020 1-9M 公司毛利率及净利率情况

图 9：2015-2020 1-9M 公司三费情况（单位：百万元）



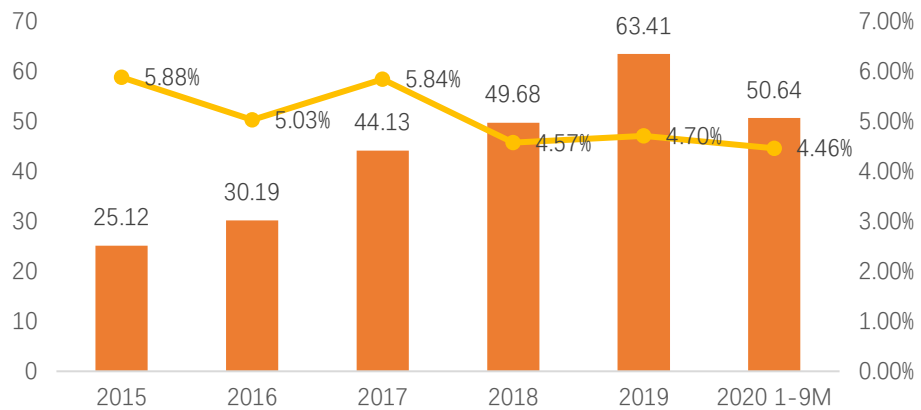
资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

研发费用不断投入是保证公司盈利能力不断提升的重要因素。公司自 2015 年以来研发费用占比均保持在 4%-6%。目前, 公司专利总数达 278 项, 稳定的研发投入将在未来继续支撑公司的盈利能力。

图 10: 2015-2020 1-9M 公司研发费用及占比情况 (单位: 百万元)

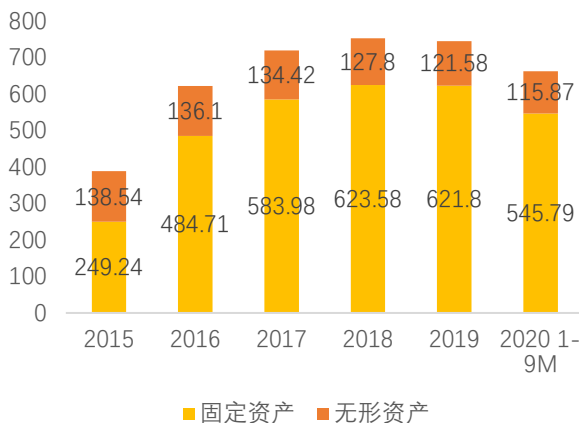


资料来源: wind、天风证券研究所

1.3. 资产负债率持续改善, 流动性和回报率好转明显

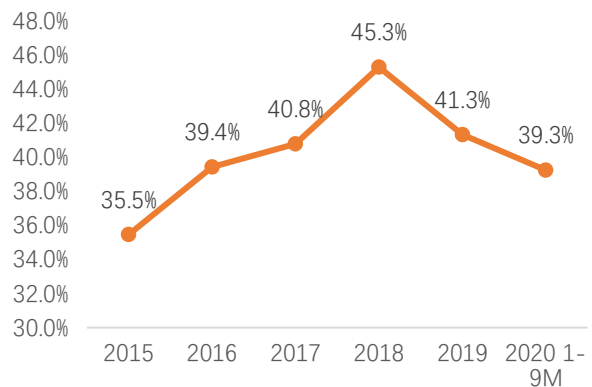
从公司固定资产及无形资产来看, 公司在 15-18 年快速扩大产能, 固定资产由 15 年的 2.49 亿元增长至 18 年的 6.23 亿元, 19 年以来固定资产增速有所放缓, 主要原因系公司调整资产比例, 资产负债率由 2018 年的 45.3% 下降至 2020 年前三季度的 39.3%。

图 11: 15-20 1-9M 公司固定及无形资产情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 2015-2020 1-9M 公司资产负债率情况 (单位: %)

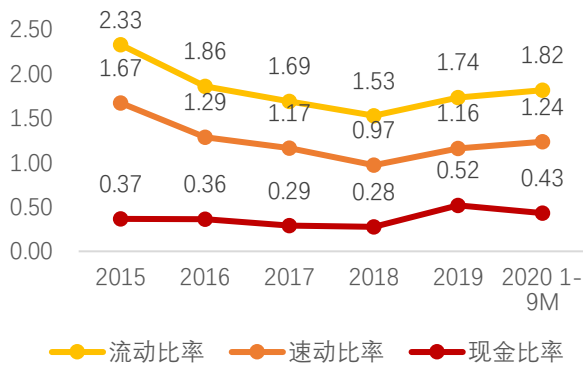


资料来源: wind、天风证券研究所

公司在资产流动性方面改善明显：公司流动比率及速动比率自 18 年以来逐步改善，现金情况整体健康；流动比率从 2018 年的 1.53 上升至 2020 前三季度的 1.82，速动比率由 0.97 上升至 1.24。

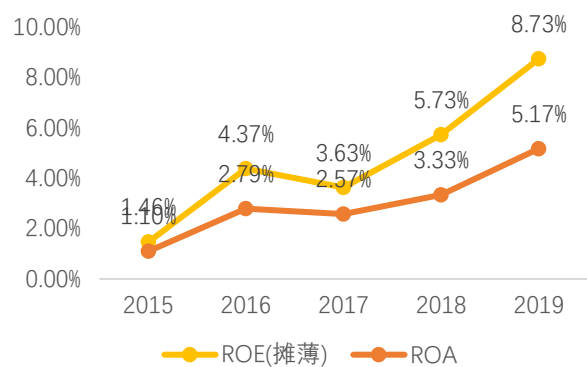
从公司整体资产回报能力角度分析，公司的 ROA 和 ROE 水平不断提升：公司 ROE 水平由 2017 年的 3.63% 上升至 2019 年的 8.73%，上涨了 5.1pct，ROA 由 2.57% 提升至 5.17%，上涨了 2.6pct，未来随着公司固定资产、无形资产和研发费用的持续投入，公司资产回报能力有望得到进一步提升。

图 13：2015-2020 1-9M 公司流动、速动、现金比率情况 (%)



资料来源：wind、天风证券研究所

图 14：2015-2020 1-9M 公司 ROE 及 ROA 情况



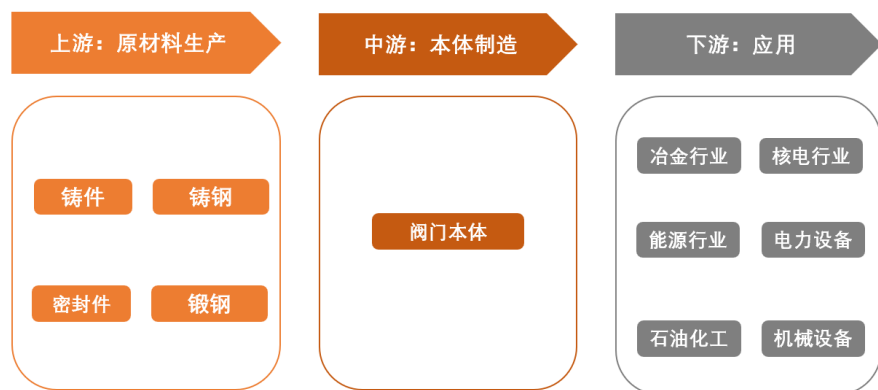
资料来源：wind、天风证券研究所

2. 下游延展性强，行业市场空间较大

阀门行业是我国通用机械行业的重要组成部分，在通用机械产品中占有相当大的比重，据国外工业发达国家统计，阀门的产值是压缩机、风机和泵三者的总和，约占整个机械工业产值的 5%。同时，作为重大技术装备的重要组成部分，尤其在冶金、电力、石化等行业的装备中，阀门起着重要的作用。

阀门行业上游主要为铸件、锻件、密封件等工业原材料生产行业。总体上阀门上游行业的进入门槛不高，且处于充分竞争状态，产品供给较为充足，对阀门企业的正常生产没有形成制约。

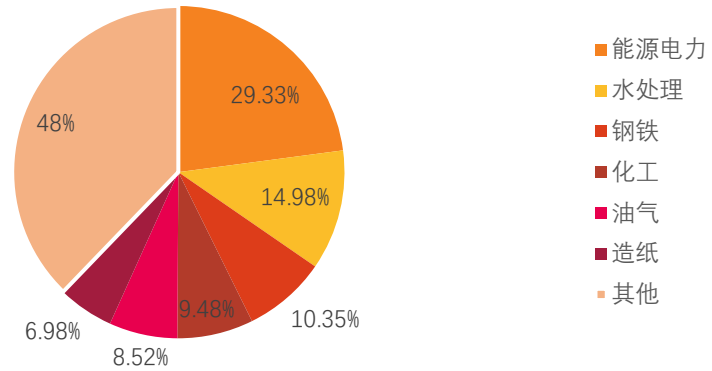
图 15：上下游产业链梳理



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

工业阀门的下游领域非常广阔，在国内工业阀门的应用领域中，能源电力、水处理和钢铁行业是阀门销售最主要的市场，2012 年其阀门的市场需求分别占国内工业阀门市场总需求的 29.33%、14.98% 和 10.35%，合计占全部市场需求的 54.66%。

图 16：2012 年工业阀门市场需求结构占比情况



资料来源：纽威股份招股说明书，McIlvaine，天风证券研究所

阀门设备对于厂商而言属于易耗品，钢厂每年都需要大量的阀门备品备件用于高炉转炉系统的维护更换，因此有着稳定的市场需求。同时下游领域广泛，可应用于冶金、水利、电力、石化、核能等国民经济的各行各业，行业延展性较高，可以看到一个持续增长的成长空间。

2.1. 冶金：产能置换、节能减排带来市场增量

冶金产业是国民经济的支柱产业，钢铁企业所使用的阀门面广量大，不仅需要大量冶金通用阀门，而且需要大量冶金特种专用阀门。

我国钢铁行业近几十年发展迅猛，产量不断增加，但在产能及产量逐年提高的同时，由于受国内外经济环境的影响，低技术水平、低附加值产能带来的供需失衡、产品结构不合理的问题也愈发严重。自 2015 年起，因钢铁市场需求疲软，“三去一补一降”供给侧改革、清理“地条钢”等去产能政策密集落地。

表 2：我国近年来钢铁行业产能置换政策

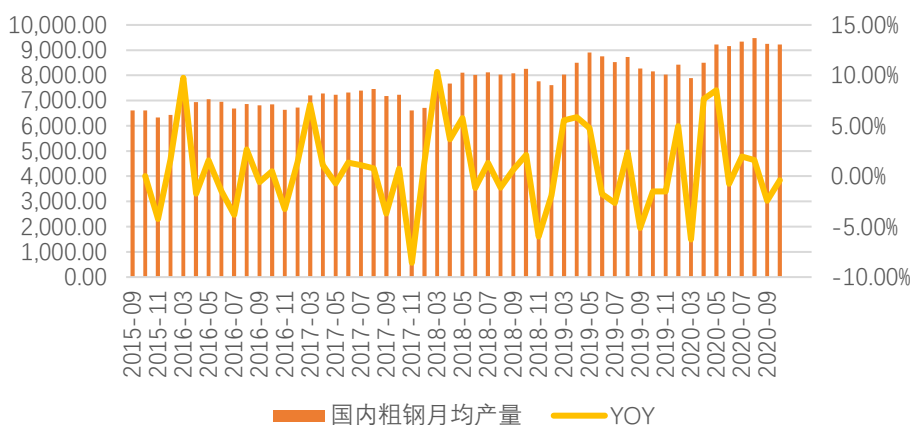
时间	发布单位	文件名	政策内容
2013.10	国务院	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	着力加强宏观调控和市场监管，坚决遏制产能盲目扩张。项目建设须制定产能置换方案，实施等量或减量置换。对于钢铁行业的建设项目，须公告产能置换方案后，才能开展项目备案工作。
2016.02	国务院	《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	严禁新增产能，化解过剩产能，达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出。完善激励政策，鼓励企业通过主动压减、兼并重组、转型转产、搬迁改造、国际产能合作等途径，退出部分钢铁产能，并拆除相应设备。推动产业升级，加强奖补支持，完善税收政策，加大金融支持。
2016.11	工信部	《钢铁工业调整升级规划（2016—2020 年）》	停止建设扩大钢铁产能规模的所有投资项目。连年亏损、资不抵债、扭亏无望、靠银行续贷等生存的钢企将实施整体退出。提高自主创新能力，提升钢铁有效供给水平，发展智能制造，推进绿色制造，促进兼并重组，增强铁矿资源保障能力。
2018.01	工信部	《钢铁行业产能置换办法》	所有钢铁企业建设新的炼铁、炼钢设备都必须在项目立项前公布产能置换方案，项目建成投产前被用于置换的产能要拆除。列入钢铁去产能任务的产能、享受奖补资金和政策支持的退出产能、“地条钢”产能、落后产能、在确认置换前已拆除主体设备的产能、铸造等非钢铁行业冶炼设备产能，不得用于置换。
2018.01	工信部	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》	严禁钢铁、水泥和平板玻璃行业新增产能，继续做好产能置换工作。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案
2018.11	工信部	《产业转移指导目录（2018 年本）》	将全国的钢铁行业分为东北、东部、中部和西部 4 个区域。其中，东北区域严禁增量，东部区域为减量优化，中部区域是布局优化为主可适度增量，只有西部区域鼓励承接产能转移。

2020.06 发展改革 《关于做好 2020 年重 扎实做好“六稳”工作，落实“六保”任务，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，深入推进供给侧结构性改革，全面巩固去产能成果。
委、工业和 点领域化解过剩产能 展工作，
信息化部、 工作的通知》
能源局

资料来源：中国政府网，工信部，发改委，天风证券研究所

在严控新增供给背景下，2019 年下半年，我国粗钢月均产量增速渐缓，钢铁企业资本开支多为环保投入和技改提升。但得益于工艺技术进步，整体产量仍呈现平稳增长之态。

图 17： 2015 年 9 月—2020 年 9 月我国钢铁月均产量及增速情况（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

供给侧改革下的产能置换和节能减排给阀门行业带来了新的机遇：产能置换不仅将增加对冶金通用阀门的需求，而且需要配套大量的冶金特种阀门。为达到节能减排、降本增效的目的，应用于钢铁行业节能减排、环境保护领域的冶金特种阀门应运而生：国家相关部委出台措施，把高炉煤气全干法除尘技术、高炉煤气余压发电 技术（TRT）、转炉煤气除尘与回收技术、纯烧高炉煤气锅炉技术、干熄焦等节能减排技术作为钢铁行业技术改造的重点项目进行推广，相关领域阀门需求大幅提升：

表 3：产能置换新增阀门需求

需新增或改造项目	需要阀门项目	新增阀门需求
改造 1,000m ³ 级以上高炉	煤气全干法除尘技术改造	约需 300 万元的蝶阀、插板阀、调压 阀组、卸灰球阀等产品
新建 2,000m ³ 级以上高炉	高炉全干法除尘系统	约需 700 万元的蝶阀、插板阀、调压阀组、卸灰 球阀等产品。
改造 100 吨级以上转炉		约需 100 万元的阀门
新建 200 吨级以上转炉	煤气回收系统	约需 120 万元的阀门
新增或改造冶金焦炉	“干熄焦”项目	每个干熄焦项目需配套拦焦及装煤烟气多管阀 等除尘 阀门 250 万元
新增或改造纯烧高炉煤气 锅炉	煤气柜、加压站 等辅助系统	约需 360 万蝶阀和插板阀

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

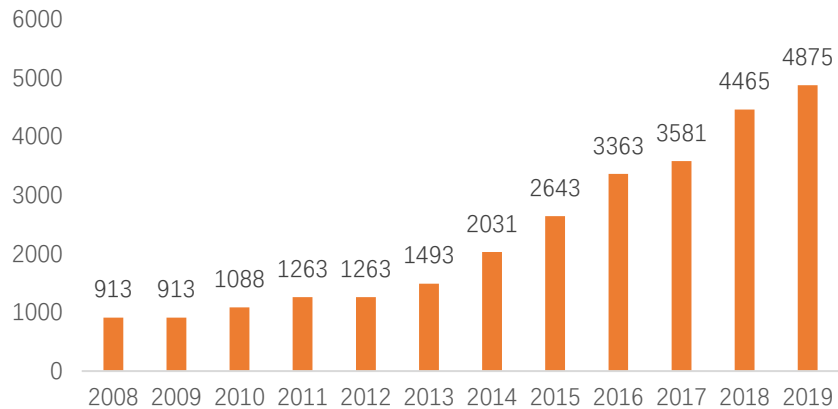
2.2. 核能：装机增速加快，迎来行业发展大周期

2.2.1. 政策扶持力度不断加大，核电业务迎来发展大周期

核电是高效、清洁、安全和经济的能源，具有资源消耗少、环境影响小和供应能力强等许多优点。在 2020 年的世界气候大会上，中国向全世界庄严承诺到 2060 的碳排放目标，对核电能源的发展既是压力更是动力。近年来，我国核电装机规模不断增加，截至 2019 年底，我国运行核电机组达到 47 台，总装机容量为 4875 万千瓦，仅次于美国和法国，位列

全球第三。

图 18：2008-2019 年中国核电发电装机规模（单位：万千瓦）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2019 年以来我国已明确恢复审批新建机组，国内新核电项目漳州核电 1-2 号机组、太平岭核电 1-2 机组等陆续获批并开工建设符合预期，2020 年 9 月初，国常会刚刚核准浙江三澳和海南昌江二期等 4 个新的核电机组建设，标志着核电新建项目审批进入常态化。

截至 2020 年 10 月，我国运行核电机组 49 台、总装机 5102.7 万千瓦，位列全球第三；核准及在建核电机组共 19 台，总装机约 2142 万千瓦，位列全球第一；已完成初可研阶段的核电厂址总规划容量约 4 亿千瓦。

图 19：我国部分在建核电机组分布情况

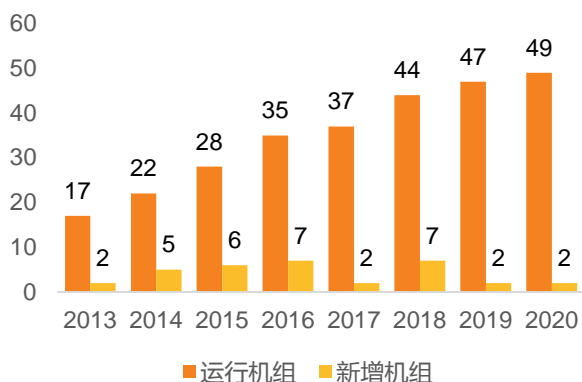


资料来源：中国广核集团，天风证券研究所

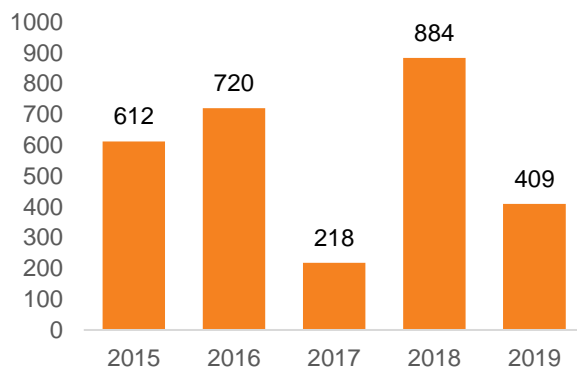
虽然发电装机规模与发电量呈持续上涨的趋势，但核电在整个发电总量中的占比仍然较低，2019 年发电量占比仅有 4.88% 的比重，距离全球平均水平仍有差距。与全球平均水平仍有较大的差距。根据中国核电发展中心、国网能源研究院发布的《我国核电发展规划研究》，预计 2030 年、2035 年我国核电发展规模将达到 1.31 亿千瓦、1.69 亿千瓦，发电量占比达到 10.0%、13.5%。考虑核电发展的节奏的稳定性和单机容量的差异性，预计 2030 年前保持每年 6 台左右的投产规模、2031-2050 年每年保持 8 台左右的投产规模。

图 20：2013-2020 年我国核准及投入商运的核电机组数量（台）

图 21：2015-2019 年中国核电新增装机容量情况（万千瓦）



资料来源：CNEA 核能协会，天风证券研究所



资料来源：CNEA 核能协会，天风证券研究所

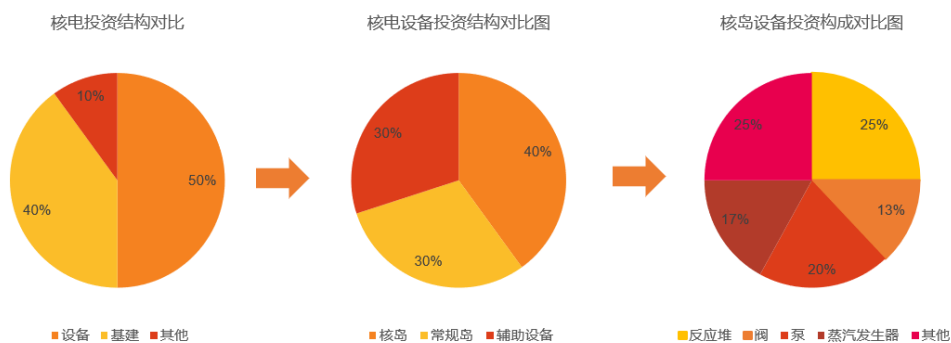
核电机组的稳定投产将给核能阀门带来稳定的新增需求以及更换需求：核能阀门是指在核电站中核岛 N1、常规岛 CI 和电站辅助设施 BOP 系统中使用的阀门。从安全级别上分为核安全 I 级、II 级、III 级、非核级。其中核安全 I 级要求最高。核能阀门在核电站中是使用数量较多的介质输送控制设备，是核电站安全运行中的必不可少的重要组成部分。

2.2.2. 核能阀门的市场空间测算

国内市场对核能阀门的需求主要来源于两个方面：一是国内新建核电站；二是已投入商业运行的核电站核能阀门的维修更换。

每套机组的阀门投资额假设：在新建核电站的固定资产投资中，根据公司招股说明书，阀门的投资额一般占核电站总造价的 2.6% 左右。目前一座有两套百万 kw 级机组规模的压水堆核电站其总造价（基础价）在 42 亿美元左右，阀门的投资额大约为 1.1 亿美元，约合人民币 7.1 亿元，即一套机组的阀门投资额大概 3.55 亿元。

图 22：核电投资结构中阀门占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

蝶阀、球阀占比假设：根据公司招股说明书，一座两台 100 万千瓦机组核电站共需各种阀门约 28,000 台，其中核岛阀门约 11,700 台，常规岛阀门约 12,800 台，电站辅助设施阀门约 3,500 台。其中核岛蝶阀、球阀约 1,700 台，常规岛及电站辅助设施蝶阀、球阀约 2,100 多台，可推算出蝶阀、球阀约占阀门投资额 20%。

新增核电机组数量预测：根据中国政府发布的十三五计划和《中国能源中长期(2030~2050)发展战略研究》，中国政府规划以每年 6-8 座的速度新建核电机组，保守估计一台核电机组从核准到并网生产需要 8 年左右时间，其中建设时间为 5 年。对比国内历年核准和投入商运情况可以发现 2015 年-2018 年投入商运的高数量正好对应 2008-2010 期间的高核准数量。因为建设周期较长，且 2020 年在建核电机组数量仅为 14 台，我们对未来短期（2021 年-2025 年）的保守估计为每年新增 3 台核电机组，则每年新增阀门市场空间大约为 18

亿元，其中蝶阀、球阀的市场空间大约为 3.6 亿元。

维修费用假设：在投入商业运行的核电站核电阀门的维修更换方面，一座具有两台百万千瓦机组的核电站每年总维修费用将在 1.35 亿元左右。阀门维修、更换费用每年达到约 6,700 万元，其中蝶阀、球阀维修、更换费用每年约 900 万元。

根据测算可以得到，2020 年我国核电阀门的市场空间约为 20 亿元，到 2025 年将达到 27 亿元，CAGR 为 7%，保持稳定增速，其中蝶阀、球阀 2020 年市场空间为 3 亿元，到 2025 年将增长至 4 亿元。

表 4：核电阀门未来的市场空间

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
运行机组（座）	47	49	52	55	58	61	64
新增机组（座）	2	2	3	3	3	3	3
百万 kW 级机组阀门投资费用（亿元）	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55
核电机组新增阀门投资额（亿元）	3.6	3.6	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
百万 kW 级机组阀门维修费用（亿元）	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
核电站维修阀门（亿元）	15.75	16.42	17.42	18.43	19.43	20.44	21.44
核电阀门市场空间（亿元）	19.30	19.97	22.75	23.75	24.76	25.76	26.77
新增蝶阀、球阀投资额（亿元）	0.71	0.71	1.065	1.065	1.065	1.065	1.065
维修蝶阀、球阀投资额（亿元）	2.11	2.20	2.33	2.47	2.60	2.74	2.87
蝶阀、球阀市场空间（亿元）	2.82	2.91	3.40	3.53	3.67	3.80	3.94

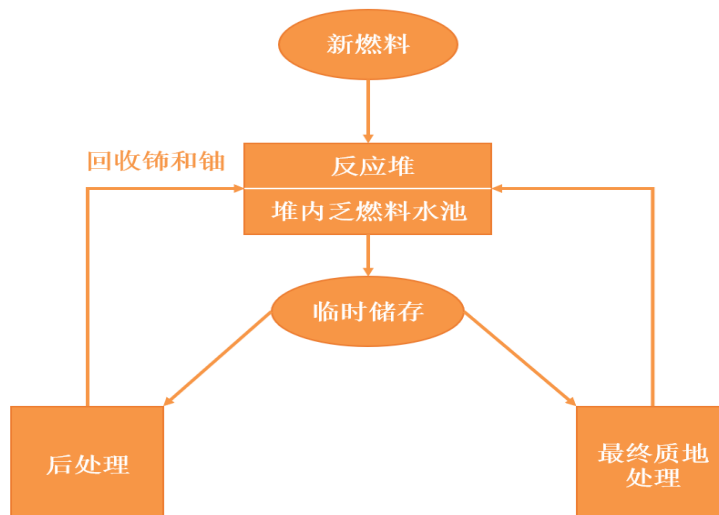
资料来源：公司招股说明书，电力网，前瞻研究院，天风证券研究所

2.3. 乏燃料后市场：亟待解决的老大难，潜在市场空间广阔

乏燃料是使用过的，一般由核电站的核反应堆产生的核燃料。在反应堆内，核燃料经过中子轰击发生核反应，经过一段时间 把它从堆内卸出，此时的燃料含有大量没有用完的可增殖材料 238U 或 232111 等。因燃料的铀含量降低。无法继续维持核反应，所以叫乏燃料。乏燃料中包含大量的放射性元素，因此具有放射性，如果不加以妥善处理，会严重影响环境、生态及人类健康。

目前，乏燃料的处理方式主要有三种：①一种是“开式核燃料循环”，即直接将乏燃料冷却、包装后作为废物送入深地质层处置或长期贮存。②另外一种“闭式核燃料循环处理”，即将乏燃料送入后处理厂，将铀和钚等有用物质进行分离、回收再利用，之后将废物固化后进行深地质层处置或进行分离嬗变。③第三种则是进行暂时贮存，一般核电站都配有乏燃料贮存水池，随着机组运行周期增加，水池会达到存放上限，因此离堆贮存是保证核电站连续运行的重要环节。

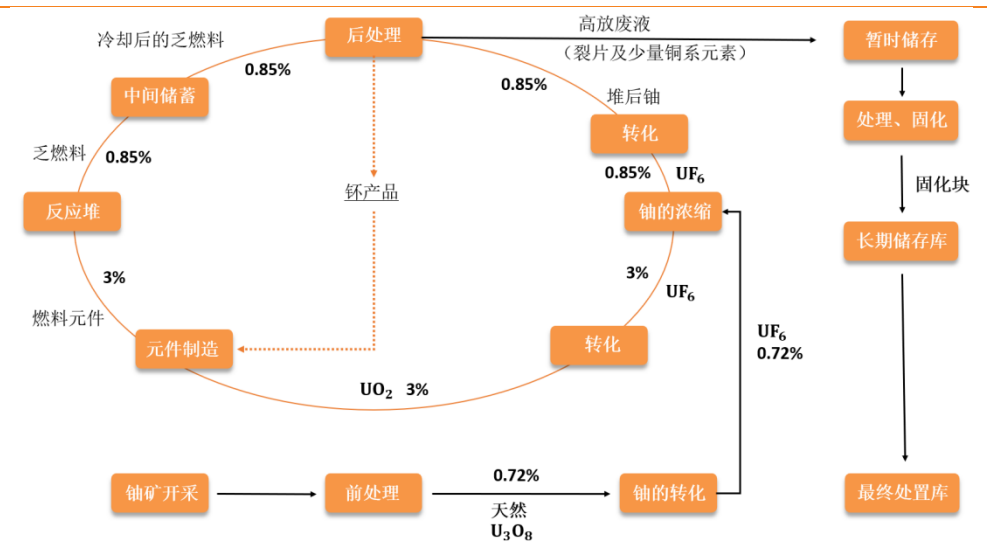
图 23：乏燃料处理方式



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

我国自上世纪 80 年代就确定了核燃料“闭合循环”的技术路线，该技术可大幅提高铀资源的利用率，同时显著减少放射性废物体积和毒性。作为我国核电站乏燃料处理发展的必经之路，“闭式核燃料循环处理”是一个复杂的系统性工程，对环境保护、专用设备的质量和技术指标要求苛刻，因而乏燃料后处理关键设备将成为“闭式核燃料循环处理”技术国产化与规模化进程中的关键一环。

图 24：闭式核燃料循环图



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

除中国外，目前采取闭式循环技术路线的国家还包括法国、英国、俄罗斯、日本和印度，采取开式核燃料循环的有瑞典、加拿大、西班牙和美国，其他国家均未拥有乏燃料处理技术，而是采取暂时储存的方式处理当前的乏燃料。

表 5：世界主要国家后处理设施

国家	厂名	规模 (t/a)	建成时间
法国	UP3	800	1990
	UP2-800	800	1994
日本	东海村	210	1977
	六个所	800	完成热调试
	西谷	300	1966
美国	巴威尔	1500	冷试完成
	埃克松	1500	完成初步设计
英国	B205	1500	1967
	THORP	1200	1994
俄罗斯	RT-1	400	1976
	RT-2	1500	/
印度	PREFRE 1	100	1977
	PREFRE 2 1	100	1998
	PREFRE 3A	150	2010
	PREFRE 3B	150	建设中
中国	中试厂	50	完成热调试

资料来源：孙学智, 罗朝晖. 全球乏燃料后处理现状与分析[J]. 核安全, 2016, 15(02):13-16., 天风证券研究所

我们对未来的乏燃料年增量进行了一个大致地测算：保守估计每年新增 3 台核电机组，对比 2015 年-2019 年中国核电新增装机容量与新投入商运的机组数量，可以发现近几年新增的机组都为百万千瓦级别，其每台平均装机容量可以估算为 110 万千瓦，所以每年新增

装机容量为 300 万千瓦。

中国核能行业协会专家委副主任徐玉明在 2017 年表示，每台百万千瓦级压水堆每年卸出乏燃料 20-25 吨，到 2020 年 50 座压水堆产约 1000 吨乏燃料，所以我们以每百万千瓦产 20 吨为基础进行估计。截至 2020 年底，我国运行核电机组共 49 台，额定装机容量为 51027.16 兆瓦，所以每年约产生 1000 吨乏燃料，预计未来以每百万千瓦 20 吨的速度增长。

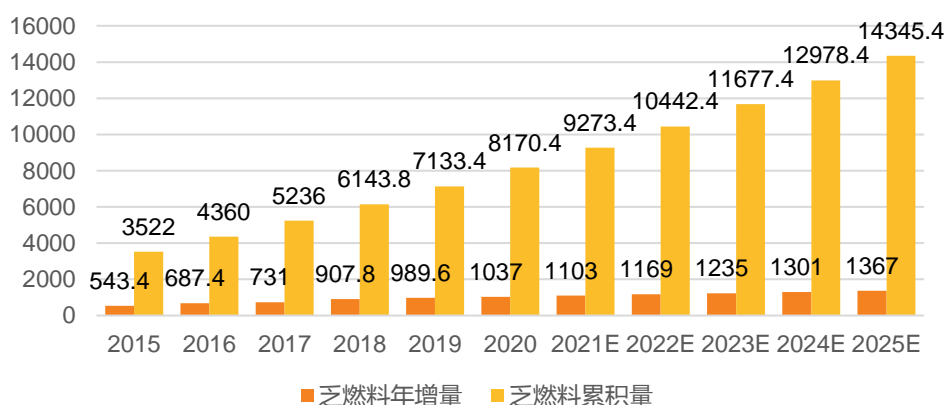
表 6：乏燃料年增量预测（单位：台，吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增机组数量	6	7	2	7	3	2	3	3	3	3	3
运行机组总量	28	35	37	44	47	49	52	55	58	61	64
新增装机容量	612	720	218	884	409	237	330	330	330	330	330
装机总量	2717	3437	3655	4539	4948	5185	5515	5845	6175	6505	6835
乏燃料年增量	543.4	687.4	731	907.8	989.6	1037	1103	1169	1235	1301	1367
乏燃料累积量	3522	4360	5236	6143.8	7133.4	8170.4	9273.4	10442.4	11677.4	12978.4	14345.4
YOY			20.09%	17.34%	16.11%	14.54%	13.50%	12.61%	11.83%	11.14%	10.53%

资料来源：国家核安全局，CNEA 核能协会，天风证券研究所

根据测算，2020 年我国乏燃料累计已达到 8170 吨，到 2025 年累积量已达到 1.4 万吨，乏燃料的处理将愈发成为国内亟待解决的问题，然而目前我国仅有年处理能力约 50 吨的乏燃料中试厂，中核集团 200 吨大型商用乏燃料后处理示范工程正在建设中，未来市场存在较大的空间。

图 25：2015-2025E 我国乏燃料产生量和累积量估算（单位：吨）



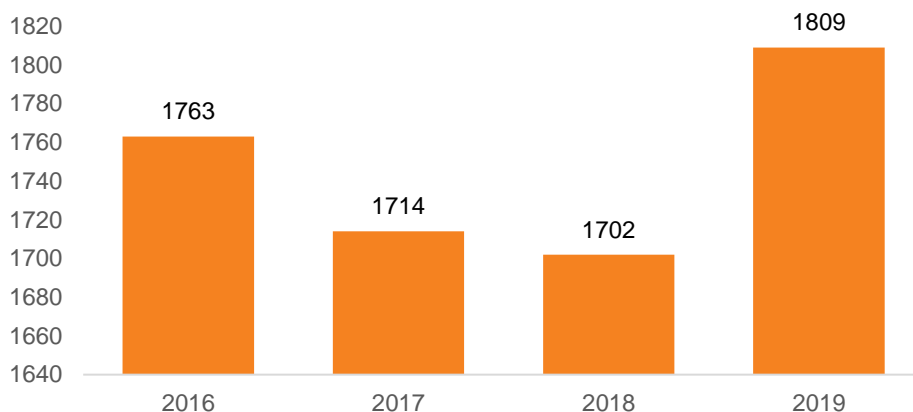
资料来源：中国核能行业协会、天风证券研究所

3. 乘下游行业景气之风，公司成长空间广阔

3.1. 行业竞争格局：中低端市场竞争激烈，快速追赶海外龙头

国内阀门制造商众多，但是行业集中度低，竞争较为激烈。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%。2012-2019 年，我国阀门行业规模以上企业数量呈现出先下降后上升的趋势，但总体处于高水平。

图 26：2016-2019 中国阀门规上企业数量



资料来源：中国通用机械协会，天风证券研究所

从技术上看，中国阀门起步较晚，对中高端产品的研发力量不足，导致目前行业内中低端市场竞争激烈、高端市场竞争力不足，绝大多数企业的阀门产品主要集中于城市建筑、给排水等中低端市场。但目前国内的阀门制造技术和产品质量发展处于快速追赶阶段，部分厂家的产品达到了国际先进水平，但较国外巨头体量仍然很小。

目前全球最大的阀门企业主要集中在欧、美、日等发达国家，例如美国艾默生、日本 KTIZ 等，这些龙头企业往往覆盖整个流体控制领域，因此营收体量较大。大部分国内阀门企业一般选择某一个或某几个工业领域作为市场开拓重点，因此在销售规模与国外领先企业存在一定的差距。

表 7：海外工业阀门领先企业情况

公司名称	公司情况	主要产品	主要应用领域	2019 年收入规模
美国艾默生	主要向用户提供从底层仪表阀门、工业控制系统到企业运营管理软件层的整体解决方案，覆盖化工、石油和天然气、炼油、纸浆和造纸、电力、水和废水处理等多个行业。	多元化全球制造商，提供过程管理、工业自动化、网络	主要用于采暖、空调或制冷领域	阀门业务 243.76 亿元
美国梅索尼兰	成立于 1882 年，现归属于 GE 贝克的流体过程技术部门。其主要产品包括单座阀，双座阀，笼式阀，微小流量阀等，为油气开采，油气传输，石油化工，煤化工，炼油，火电，核电等提供定制方案。	控制阀、显示、发送和控制仪器，液位控制器以及压力调节阀。	航天航空、化学、石油天然气、石化、电力、造纸以及精炼	
美国卡麦隆	成立于 1986 年，公司致力于产品设计、研发、制造、销售，为用户提供完善的流体控制方案和阀门制定方案。	针型阀、球阀、调节阀、隔膜阀、疏水阀、气动球阀、电动球阀、电动蝶阀	油气领域，包括炼油厂、石油化工厂	油气相关设备 376 亿元
日本北泽	成立于 1951 年，作为阀门和控制流体装置的制造商，北泽阀门所提供的产品，在各领域中被广泛运用。	各类材质的闸阀、截止阀、止回阀、蝶阀、球阀和过滤器等	排水、热水供应、天然气管道、空调系统、石化和医药食品等	阀门业务 4.3 亿元
加拿大威兰	阀门行业的世界级领导企业之一，拥有十多家专业制造厂，遍及加、韩、美、法、英、葡、中等国家。	钢闸阀、截止阀和止回阀制造商，提供工业球阀、高性能不锈钢刀闸阀、特殊焦化设备球阀、全系列低温阀门	应用于电力、化工、石化、油气、纸浆和造纸、采矿、低温和造船等	

资料来源：公司官网，中国产业信息网，天风证券研究所

公司的优势主要在冶金的特种阀门领域以及核电的核级球阀与蝶阀，根据公司公告，江苏神通在冶金特种阀门领域市占率约为 70%，核能领域中球阀与蝶阀的市占率达 90%，能源

石化板块公司产品主要是以替代进口和特种阀门为主，主要产品也是蝶阀与球阀。在国内与公司有一定竞争关系的企业为中核科技、大连大高等，但在主导产品方面与公司形成错位竞争。

表 8：国内可比公司主导产品

企业名称	阀门主导产品
中核苏阀科技实业股份有限公司	闸阀、截止阀、止回阀
大连大高阀门有限公司	小口径闸阀、截止阀、止回阀
沈阳盛世高中压阀门有限公司	闸阀、截止阀、止回阀
上海通用阀门真空设备有限公司 阀门五厂	隔膜阀

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 敏感洞察行业变化，研发成果补足市场需求

公司将研发作为推动自身发展的源动力，建有省级重点实验室、省级技术中心和国家级博士后科研工作站，同时拥有一支由近 200 名的具有丰富冶金、核电、煤化工、石油石化专用特种阀门设计经验的技术研发队伍，研发人员具备多年的阀门研发设计经验，其中研究员级高级工程师 3 名，高级工程师 11 名，中国阀协科技专家委员会专家 3 名。截止至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有有效专利 276 件，其中发明专利 50 件、实用新型专利 225 件、PCT1 件，被评为国家级知识产权示范单位。公司研发人员数量稳定在 15%以上，且研发与费用的投入每年以递增的速率在增长。

表 9：公司研发情况相关数据

	2017	2018	2019	2020Q3
研发费用（万元）	4413.22	4967.77	6340.57	5063.89
同比增长		12.57%	27.63%	29.56%
研发人员人数（人）	207	215	222	
研发人员数量占比	16.43%	15.60%	15.90%	

资料来源：公司年报，wind

公司目前的主要业务在冶金、核电、能源石化等领域，随着国家持续推进供给侧结构性改革，“三去一降一补”的政策要求对公司主营业务所在领域产生了较大的影响，市场需求也在发生变化。公司研发方向紧跟行业变化，新产品面临较为广阔的市场需求。

表 10：公司结合行业变化积极研发新产品

领域	代表性研发产品	背景	成果
冶金	高炉炉顶均压煤气回收系统	供给侧改革，钢铁冶金行业排放标准提高和淘汰落后产能	完成了江苏沙钢、津西钢铁、长治钢铁等 10 多座高炉炉顶均压煤气回收利用的技术改造
核电	气动送取样系统、空气提升、料液循环及贮存井等乏燃料后处理关键设备	核电新建机组的审批建设恢复，乏燃料的拆解和循环后处理的紧迫性日益凸显	为我国首个 200 吨反燃料后处理项目提供大量设备供给
能源	石化专用阀、超低温阀门、超（超）临界火电机组用真空蝶阀、大型燃气轮机蒸汽再热阀等产品	石油石化行业朝着大型化和规模化方向发展，面临转型升级，清洁能源逐步推广，大型燃气轮机国产化	新产品填补了市场空缺，需求日益增大

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 受益于行业壁垒和用户粘性，市场份额易于保持

行业存在一定的壁垒。由于冶金、核电行业对阀门设备要求的特殊性，国务院及其他监管单位对相关领域元件制造实施许可证制度，下游企业不得使用未获得“制造许可证”的产品。同时取得设计、制造许可证的企业，并不表示能取得订单。如核电站对供货企业均要进行源地评审，对人员资质、设计制造能力、质保能力、经营状况等方面加以考核，合格的企业才能成为核电站的潜在供应商，这对新进入者增加了难度。

表 11：一系列政策性文件加大了行业的进入壁垒

发布单位	文件	核心要求
国务院	《特种设备安全监察条例》	对压力管道元件制造实施“制造许可证”制度，对未获得“制造许可证”的产品，将不得生产、安装和使用
国家质检总局	《压力管道元件制造许可规则》	加大对“无证生产企业”的监督监察力度，持证阀门生产企业将因此受益
国家质检总局	2009 年全国特种设备安全监察工作会议	禁止无许可证擅自从事或者不按照许可证规定的活动种类和范围从事民用核安全设备设计、制造、安装和无损检验活动
国务院	《民用核安全设备监督管理条例》	

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

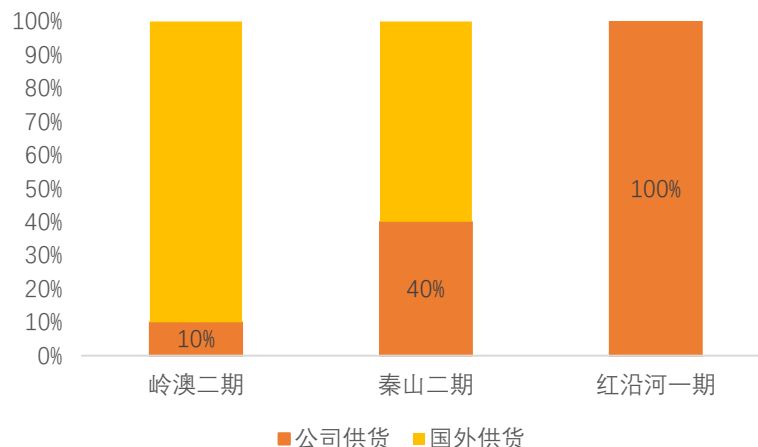
在冶金领域方面，公司具有较高的知名度和市占率。高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统等领域中，公司在其所需的特种阀门市场占有率已超 70%。在核电领域方面公司做为国内先进核级蝶阀和球阀供应商，市场份额有望不断提高。2006 年项目中，合同金额 1,111 万元，约占该工程蝶阀和球阀总额的 10%；秦山二期项目中，合同金额 3,590 万元，约占该工程蝶阀和球阀总额的 40%；2008 年红沿河一期项目中，合同金额 7,419 万元，占该工程已招标核级蝶阀和核级球阀总额的 100%。此后，公司陆续在宁德一期、阳江一期、方家山工程、福清一期等项目核岛蝶阀、球阀的招标中实现 100% 中标。

表 12：公司冶金特种阀门市场占有率

系统名称	神通阀门占有率 (%)	其他公司市场占有率 (%)
高炉煤气全干法除尘系统 < 2000m ³	70	30
系统 ≥ 2000m ³	82	18
转炉煤气除尘与回收系统	76	24
焦炉烟气除尘系统	72	28
煤气管网系统	45	55

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 27：公司核电蝶阀、球阀市场占有率变化趋势图



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

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。一般而言阀门投入占客户新增固定资产总投资比例较小，但寿命多在 3~5 年，后期存在较强的维修更换需求，因此具备较强的客户黏性，公司目前所取得的市场份额将长期保持。

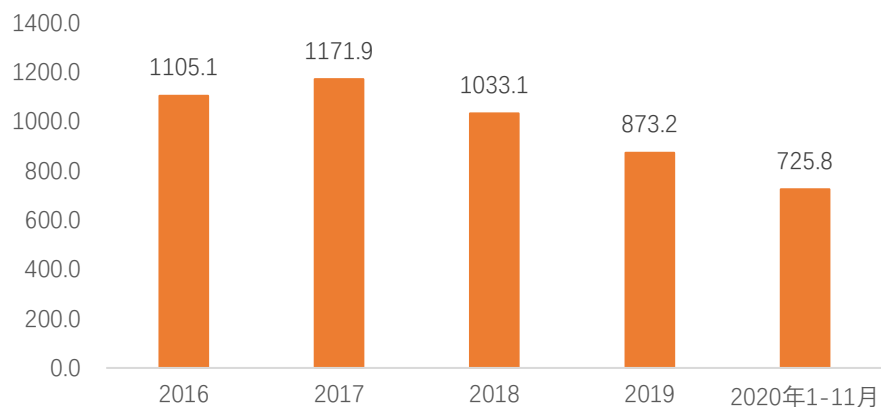
3.4. 下游多领域扩展，积极打开天花板

3.4.1. 协同津西钢铁，拓展冶金阀门通用领域

公司不断拓展市场空间，由冶金特种阀门转向通用阀门。公司在特种阀门领域已经做到 70% 的市场份额，竞争力明显的蝶阀和球阀在 2019 年共实现 4.8 亿营收，已接近天花板。而通用阀门市场空间足够大，每个千万吨规模的钢企，每年对于通用阀门备件维修更换的需求有 5000-6000 万，据国家统计局公布的数据，2020 年我国粗钢产量 10.53 亿吨，同比增长 5.2%，我们认为通用阀门具有 50-60 亿的市场空间。

2019 年 7 月，通过股权变更，聚源瑞利成为上市公司的控股股东，韩力为其实际控制人，同时，韩力兼任河北津西钢铁集团股份有限公司董事长等职务。公司将有望通过津西钢铁切入通用阀门市场，产生协同效应。2019 年-2020 年津西钢铁的粗钢产量有所下降，保守估计每年粗钢产量 800 万吨，这将带来每年约 4000 万的通用阀门需求。同时，2019 年 9 月，津西钢铁投资约 300 亿人民币与防城港市签订投资协议建年产千万吨钢铁厂，这将进一步提升通用阀门需求。

图 28：2016-2020 年 1-11 月河北津西钢铁集团粗钢产量（万吨）



资料来源：冶金工业信息中心，智研咨询，天风证券研究所

3.4.2. 乏燃料后处理市场带来全新增量

随着 2019 年我国核电新建机组审批建设的恢复，核电机组未来日益增多，乏燃料产量也逐年增加。在乏燃料后处理领域，目前公司已经成功研发了气动送取样系统、空气提升系统、料液循环及贮存井等设备。2019 年，公司变更部分募集资金用途，将 7500 万元用于“乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目”，2020 年，公司定增募资不超过 17,018.80 万元，将 1.5 亿用于乏燃料后处理关键设备研发及产业化（二期）项目，高研发投入将带来丰富的研发成果。

公司在国内首个 200 吨级的乏燃料后处理建设项目中已累计获得约 3.7 亿元订单，提供的产品主要为：①阀门产品包括蝶阀、球阀、止回阀等；②系统模块包括气动取送样等；③贮存设备。

表 13：公司乏燃料后处理投资项目

项目名称	投资金额（万元）	形成的产能
乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目	7,500	年产气动送样系统 1 套、贮存井约 1,500 个、空气提升系统约 300 套的生产能力
乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目	15,000	料液循环系统 200 套、后处理专用球阀 4,500 台/年、后处理专

化（二期）项目

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

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们对公司业务进行拆分，分别为法兰、蝶阀、盲板阀、节能服务、球阀和其他业务，2019 年营业收入分别为 3.83 亿、4.43 亿、9.93 亿、1.34 亿、0.44 亿和 2.37 亿，毛利率分别为 18.37%、40.82%、30.20%、52.01%、29.29%和 52.56%。我们认为：

1) 考虑到公司龙头地位以及公司不断向乏燃料后处理、冶金通用阀门等多领域进行拓展，而法兰毛利率较低，未来三年公司的法兰收入在总体收入的占比将会下降，法兰的收入将达到 4.14 亿、4.55 亿、5.1 亿元，YOY 分别为 8%、10%、12%，其营业收入在总收入占比将下降至 25.96%、23.52%、21.12%。

2) 蝶阀收入将较大受益于乏燃料后处理业务，预计达到 5.91 亿、8.02 亿、11.06 亿元，YOY 分别为 33.5%、35.5%、38%；收入占比逐年上升，为 37.10%、41.42%、45.83%。

3) 盲板阀作为公司业务一个较为重要的利润点，通用阀门业务将重点开展，受益于此，盲板阀未来收入将达到 1.68 亿、2.13 亿、2.75 亿，YOY 分别为 25%、27%、29%；

4) 球阀业务依托公司在阀门行业的龙头地位，将保持持续增长，其占比分别为 3.06%、2.85%、2.63%，收入将达到 0.49 亿、0.55 亿、0.63 亿，YOY 将分别为 10%、13%、15%；

5) 节能服务毛利率较高，但是受制于技术发展水平等各种因素，在未来增长缓慢，综上，预计节能服务的收入将达到 1.11 亿、1.18 亿、1.26 亿，YOY 将分别为 5%、6%、7%；长期看可能成为公司的下一个利润增长点。

6) 其他收入将达到 2.61 亿、2.92 亿、3.33 亿，YOY 将分别为 10%、13%、15%。

基于以上假设，预计 2020-2022 年公司营业总收入分别为 15.95 亿、19.36 亿、24.14 亿，YOY 分别为 18%、21%、25%。

表 14：公司未来三年业务拆分（单位：百万元）

报告期	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计							
收入	600.48	755.66	1,087.46	1,348.22	1,594.57	1,935.62	2,414.12
收入 YOY (%)	40.46	25.84	43.91	23.98	18.27	21.39	24.72
毛利	244.81	276.34	349.36	484.75	509.55	628.84	797.25
毛利率(%)	40.77	36.57	32.13	35.95	31.96	32.49	33.02
法兰-占比 (%)	32.27	34.72	32.90	28.42	25.96	23.52	21.12
收入	193.75	262.34	357.77	383.22	413.88	455.27	509.90
YOY (%)		35.40	36.38	7.11	8.00	10.00	12.00
毛利	62.10	51.73	57.23	70.40	58.36	64.65	72.92
毛利率(%)	32.05	19.72	16.00	18.37	14.10	14.20	14.30
蝶阀-占比 (%)	29.85	28.18	31.38	32.87	37.10	41.42	45.83
收入	179.22	212.95	341.27	443.17	591.63	801.66	1,106.29
YOY (%)		18.82	60.26	29.86	33.50	35.50	38.00
毛利	72.52	102.61	143.51	180.92	224.82	306.23	424.82
毛利率(%)	40.46	48.19	42.05	40.82	38.00	38.20	38.40
盲板阀 (%)	5.53	8.36	6.59	9.93	10.51	11.00	11.38
收入	33.21	63.14	71.64	133.91	167.66	212.92	274.67

YOY (%)		90.12	13.46	86.92	25.20	27.00	29.00
毛利	13.14	18.51	18.07	40.44	43.59	55.79	72.51
毛利率(%)	39.58	29.31	25.22	30.20	26.00	26.20	26.40
节能服务 (%)		5.34	10.09	7.88	6.99	6.11	5.24
收入		40.32	109.68	106.18	111.49	118.18	126.45
YOY (%)		0.00	172.02	-3.19	5.00	6.00	7.00
毛利		17.38	46.37	55.23	50.17	53.30	57.16
毛利率(%)		43.11	42.27	52.01	45.00	45.10	45.20
球阀 (%)	11.46	6.86	5.39	3.29	3.06	2.85	2.63
收入		51.82	58.58	44.34	48.77	55.11	63.38
YOY (%)			13.05	-24.31	10.00	13.00	15.00
毛利	26.69	13.46	15.38	12.99	12.49	14.33	16.48
毛利率(%)	38.81	25.98	26.25	29.29	25.60	26.00	26.00
其他 (%)		16.55	13.66	17.61	16.38	15.11	13.81
收入	194.3	125.09	148.52	237.40	261.14	292.48	333.42
YOY (%)		-35.62	18.73	59.84	10.00	12.00	14.00
毛利	70.36	72.65	68.80	124.77	120.12	134.54	153.37
毛利率(%)	36.21	58.08	46.32	52.56	46.00	46.00	46.00

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们选择了阀门行业具有代表性的上市标的纽威股份, 以及与阀门具有相似性的密封件领域龙头中密控股作为估值参考, 测算得到可比公司 2020、2021 年 PE 算数平均数分别为 31.89、24.51X。而江苏神通 2020、2021 年估值分别为 23.72、19X, 我们认为公司估值仍有一定提升空间, 因而选择 2021 年 24.51X 作为目标估值, 目标市值 70 亿元, 相较于当前市值仍有 28.95%向上空间, 目标价为 14.46 元, 首次覆盖并给予买入评级。

表 15: 可比公司估值水平一览表 (单位: 亿元)

代码	股票	YOY				总市值		PE		
		20191231	20201231	2021231	20221231	20210220	20191231	20201231	2021231	20221231
603699SH	纽威股份	4.5544	5.7056	7.2598	9.0381	106.8000	23.4498	18.7184	14.7113	11.8166
300470SZ	中密控股	2.2085	2.4208	3.1781	3.9432	109.05	49.3774	45.0455	34.3119	27.6546
	平均值	3.3814	4.0632	5.2189	6.4907	107.9240	36.4136	31.8819	24.5116	19.7356
002438SZ	江苏神通	1.7203	2.2980	2.8672	3.7424	54.5018	31.6812	23.7168	19.0088	14.5633

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

我们认为, 公司主要存在以下风险:

1) 冶金和核电行业周期性波动的风险

公司主要下游冶金及核电行业作为国家基础产业, 受国家宏观经济政策以及其他相关行业景气度的影响较大, 其发展存在一定的周期性, 如果相关行业景气度下调, 对公司整体的盈利能力将存在一定程度的影响。

2) 核电投资不及预期

根据中国政府发布的十三五计划和《中国能源中长期(2030~2050)发展战略研究》, 中国政府规划以每年 6-8 座的速度新建核电机组, 但现实情况而言, 我国新建核电机组数量可能不及每年 6-8 台预期, 公司在核能领域的盈利能力将受到一定程度的影响。

3) 乏燃料处理项目建设不及预期

我国仅有年处理能力约 50 吨的乏燃料中试厂，中核集团 200 吨大型商用乏燃料后处理示范工程正在建设中，如果未来新建乏燃料处理项目速度不及预期，公司在乏燃料后处理方面的盈利能力可能不及预期。

4) 通用阀门市场进军情况不及预期

通用阀门市场分散、集中度低，通用阀门较高端阀门要求技术门槛低，除了品牌效应，成本、价格等也是决定市占率的因素。公司进入份额更大的通用阀门市场，面临更多的竞争对手所占市场份额可能不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	233.97	240.14	271.08	329.06	410.40
应收票据及应收账款	628.07	757.64	925.51	902.57	1,109.19
预付账款	50.28	64.14	56.42	88.78	90.88
存货	776.05	750.56	756.41	985.96	1,080.03
其他	437.84	452.05	211.26	234.51	252.55
流动资产合计	2,126.21	2,264.53	2,220.68	2,540.88	2,943.04
长期股权投资	86.22	28.56	28.56	28.56	28.56
固定资产	623.58	621.80	549.21	476.61	404.01
在建工程	56.64	50.89	137.02	137.02	137.02
无形资产	127.80	121.58	114.06	106.53	99.01
其他	275.95	271.14	319.80	297.10	264.40
非流动资产合计	1,170.19	1,093.97	1,148.64	1,045.82	932.99
资产总计	3,296.41	3,358.50	3,369.32	3,586.69	3,876.04
短期借款	347.00	335.78	434.40	493.02	348.69
应付票据及应付账款	527.79	458.22	566.52	522.47	645.27
其他	515.52	510.73	146.88	133.74	120.31
流动负债合计	1,390.32	1,304.73	1,147.80	1,149.22	1,114.26
长期借款	38.68	26.68	38.81	2.67	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	64.11	56.83	10.22	10.00	10.00
非流动负债合计	102.79	83.51	49.03	12.67	10.00
负债合计	1,493.10	1,388.24	1,196.83	1,161.89	1,124.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	485.77	485.76	485.76	485.76	485.76
资本公积	813.97	813.90	813.90	813.90	813.90
留存收益	1,324.69	1,484.51	1,686.73	1,939.04	2,266.02
其他	(821.13)	(813.90)	(813.90)	(813.90)	(813.90)
股东权益合计	1,803.30	1,970.26	2,172.49	2,424.80	2,751.78
负债和股东权益总	3,296.41	3,358.50	3,369.32	3,586.69	3,876.04

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	103.34	172.03	229.80	286.72	371.57
折旧摊销	86.45	82.64	80.12	80.12	80.12
财务费用	18.47	20.14	21.18	24.43	20.57
投资损失	(13.97)	(23.31)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(165.29)	93.05	(367.70)	(269.15)	(179.06)
其它	115.18	(230.47)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	144.19	114.08	(46.60)	112.12	283.21
资本支出	148.77	16.09	132.73	0.22	0.00
长期投资	6.23	(57.66)	0.00	0.00	0.00
其他	(379.87)	9.60	(115.86)	(18.22)	10.00
投资活动现金流	(224.87)	(31.97)	16.87	(18.00)	10.00
债权融资	395.68	374.46	483.88	506.57	359.87
股权融资	(22.94)	(11.89)	(21.18)	(24.43)	(20.57)
其他	(273.32)	(416.98)	(402.04)	(518.29)	(551.16)
筹资活动现金流	99.42	(54.40)	60.66	(36.14)	(211.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	18.74	27.71	30.94	57.98	81.34

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,087.46	1,348.22	1,594.57	1,935.62	2,414.12
营业成本	738.11	863.47	1,085.02	1,306.78	1,616.86
营业税金及附加	10.68	13.22	15.63	18.97	23.66
营业费用	112.18	133.90	98.86	118.07	147.26
管理费用	65.62	69.63	68.57	81.30	101.39
研发费用	49.68	63.41	78.13	92.91	115.88
财务费用	14.39	18.96	21.18	24.43	20.57
资产减值损失	13.83	(29.56)	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.97	23.31	10.00	10.00	10.00
其他	(28.02)	0.49	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营业利润	97.03	191.39	257.18	323.16	418.49
营业外收入	22.67	1.03	5.00	1.00	1.00
营业外支出	1.46	1.78	1.90	2.00	2.00
利润总额	118.23	190.64	260.28	322.16	417.49
所得税	14.89	18.61	30.48	35.44	45.92
净利润	103.34	172.03	229.80	286.72	371.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	103.34	172.03	229.80	286.72	371.57
每股收益(元)	0.21	0.35	0.47	0.59	0.76

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	43.91%	23.98%	18.27%	21.39%	24.72%
营业利润	49.34%	97.26%	34.38%	25.65%	29.50%
归属于母公司净利润	65.62%	66.47%	33.58%	24.77%	29.59%
获利能力					
毛利率	32.13%	35.95%	31.96%	32.49%	33.02%
净利率	9.50%	12.76%	14.41%	14.81%	15.39%
ROE	5.73%	8.73%	10.58%	11.82%	13.50%
ROIC	5.60%	9.88%	13.65%	14.55%	16.72%
偿债能力					
资产负债率	45.29%	41.34%	35.52%	32.39%	29.01%
净负债率	8.97%	6.82%	9.80%	7.32%	-1.84%
流动比率	1.53	1.74	1.93	2.21	2.64
速动比率	0.97	1.16	1.28	1.35	1.67
营运能力					
应收账款周转率	1.75	1.95	1.89	2.12	2.40
存货周转率	1.63	1.77	2.12	2.22	2.34
总资产周转率	0.35	0.41	0.47	0.56	0.65
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.35	0.47	0.59	0.76
每股经营现金流	0.30	0.23	-0.10	0.23	0.58
每股净资产	3.71	4.06	4.47	4.99	5.66
估值比率					
市盈率	52.74	31.68	23.72	19.01	14.67
市净率	3.02	2.77	2.51	2.25	1.98
EV/EBITDA	11.81	9.38	16.45	13.49	10.56
EV/EBIT	18.02	11.72	21.76	16.89	12.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com