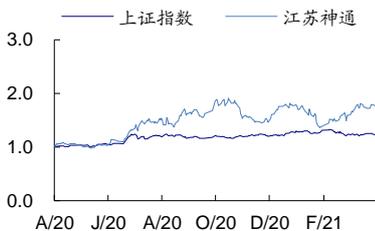


**证券研究报告—动态报告**
**机械设备**
**工业机械**
**江苏神通(002438)**
**买入**
**2020 年报点评**

(维持评级)

2021 年 04 月 13 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	486/454
总市值/流通(百万元)	6,363/5,953
上证综指/深圳成指	3,413/13,496
12 个月最高/最低(元)	14.29/7.25

**相关研究报告:**

《江苏神通-002438-2020 年三季报点评: 业绩符合预期, 核电向好有望加速公司成长》——2020-10-23

《江苏神通-002438-2020 年中报点评: 业绩符合预期, 乏燃料及合同能源项目双双突破》——2020-08-11

《江苏神通-002438-2020 一季报点评: 疫情影响短期业绩承压, 维持全年预测》——2020-04-27

《江苏神通-002438-2019 年报点评: 业绩持续高速增长, 业务多点开花值得期待》——2020-03-31

《江苏神通-002438-2019 业绩快报点评: 需求全面向好, 核电乏燃料处理业务打开新增长点》——2020-02-25

**证券分析师: 贺泽安**

电话:  
E-MAIL: hezean@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003

**证券分析师: 吴双**

电话:  
E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519120001

**联系人: 田丰**

电话:  
E-MAIL: tianfeng1@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 在手订单饱满, 核电景气向上加速公司成长

**● 收入同比增长 17.60%, 净利润同比增长 25.58%**

公司 2020 年实现营收 15.86 亿元, 同比增长 17.60%; 归母净利润 2.16 亿元, 同比增长 25.58%, 扣非归母净利润 1.92 亿元, 同比+36.27%, 归母净利润较快报数略低约 1300 万系审计调整和补提税费所致; 预计 21Q1 归母净利润 0.62-0.74 亿元, 同比+50%-80%。分季度来看, 20Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 3.17/3.49/4.69/4.49 亿元, 同比-23.37%/-5.47%/+63.46%/+62.06%; 归母净利润分别为 0.41/0.53/0.68/0.54 亿元, 同比-18.73%/+28.54%/+72.46%/+32.40%, 下半年公司经营情况明显好转。公司毛利率/净利率 32.14%/13.63%, 同比变动-3.81/+0.87 个 pct, 毛利率降低主要系会计准则调整, 将运输费用从销售费用科目调整至营业成本科目所致; 2020 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.44%/4.71%/1.11%/4.09%, 同比-3.49/-0.45/-0.30/-0.61 个 pct。

**● 下游需求全面向好, 新接订单持续创新高**

分业务看, 公司冶金/核电/能源/节能服务业务营收为 4.91/3.45/4.34/1.73 亿元, 同比+11.82%/+16.61%/-2.33%/+63.26%, 同比+1.21/-9.81/-2.85/-12.69 个 pct; 从订单来看, 公司 2020 年取得新增订单 22.92 亿元, 同比+32.49%, 持续创新高, 主要系主业订单稳健的同时乏燃料项目和合同能源项目订单大幅增长所致, 具体看核电(含乏燃料后处理)/冶金/能源/无锡法兰/瑞帆节能分别为 6.55(2.82)/5.80/1.52/4.87/4.18 亿元, 同比+63.75%/+14.85%/-1.94%/+24.87%/+49.29%。国家自 2019 年重启核电以来年均新批 4 台核电机组, 公司 19/20 年取得 3.12/3.73 亿元新订单, 同比+108%/+20%, 21 年将进入收入密集确认期, 另乏燃料处理迫在眉睫, 第 1 个项目已开始建设, 公司 19/20 年取得 0.88/2.82 亿元订单, 预计有望持续快速成长。

**● 投资建议: 维持“买入”评级**

我们预计 2021-23 年归母净利润为 3.15/4.07/5.00 亿元, 对应 PE 20/16/13 倍, 维持“买入”评级。

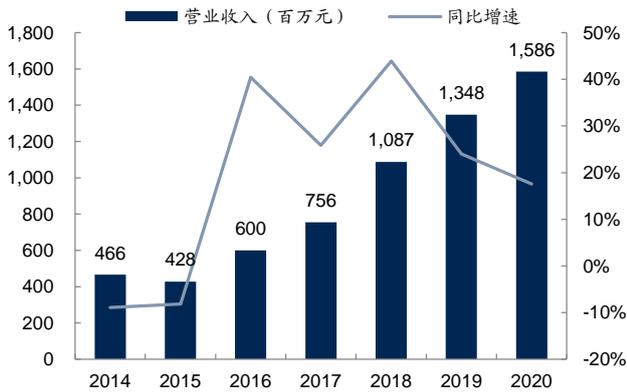
**● 风险提示: 新业务拓展不及预期; 行业景气下行; 关联交易过大风险。**
**盈利预测和财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1585.55	2146.47	2681.62	3249.05
(+/-%)	17.60%	35.38%	24.93%	21.16%
净利润(百万元)	216.03	315.00	407.04	499.77
(+/-%)	25.58%	45.81%	29.22%	22.78%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.65	0.84	1.03
EBIT Margin	15.92%	16.98%	17.76%	18.20%
净资产收益率(ROE)	9.99%	13.09%	14.90%	15.97%
市盈率(PE)	29.46	20.20	15.63	12.73
EV/EBITDA	22.85	19.92	15.97	13.71
市净率(PB)	2.94	2.64	2.33	2.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

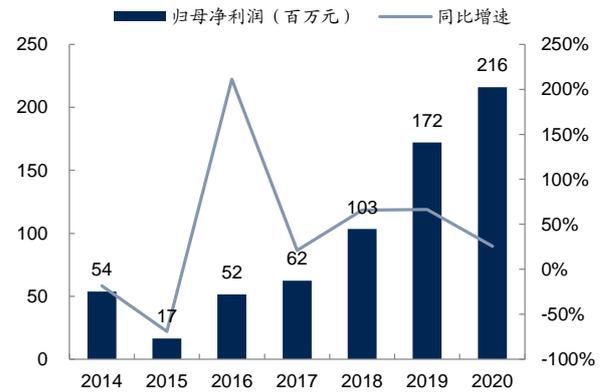
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 江苏神通 2020 年度营收同比+17.60%



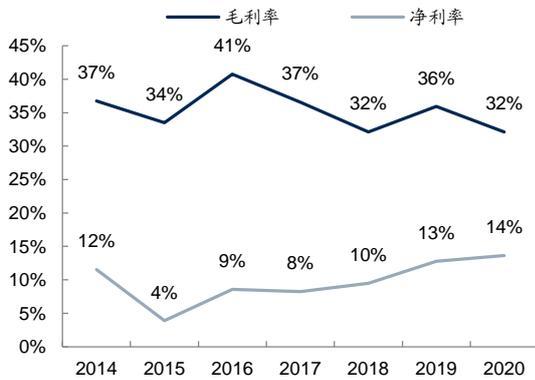
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 江苏神通 2020 年度归母净利润同比+25.58%



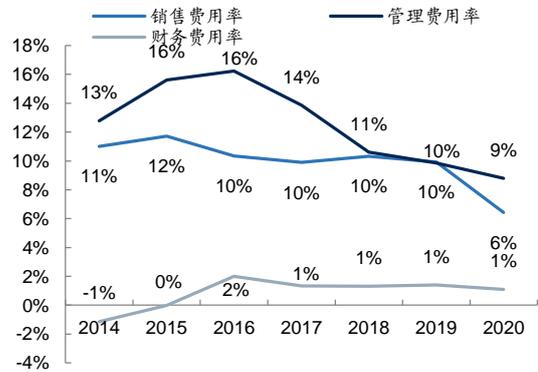
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 江苏神通盈利能力近年来保持稳定



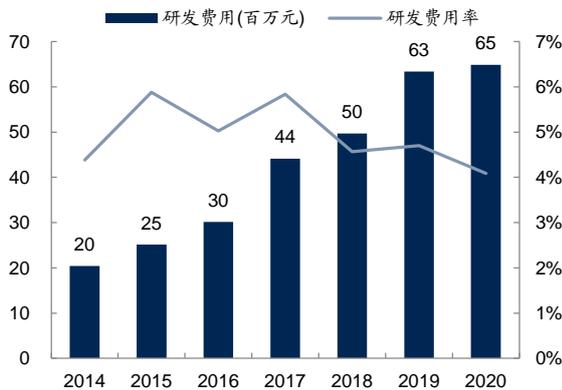
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 江苏神通期间费用率稳步下行



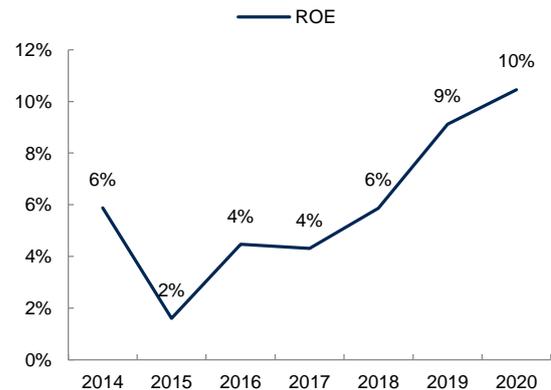
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 江苏神通研发费用稳健增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 江苏神通 ROE 水平快速提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1: 可比公司估值**

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价 (元) 20210413	EPS			PE		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
中核科技	未评级	48.46	12.64	-	-	-	-	-	-
纽威股份	未评级	98.63	13.15	0.75	0.95	1.19	17.53	13.84	11.05
应流股份	买入	124.14	25.44	0.41	0.61	0.84	62.05	41.70	30.29
						平均值	39.79	27.77	20.67
江苏神通	买入	63.63	13.10	0.44	0.66	0.86	29.46	20.20	15.63

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 中核科技 wind 暂无估值数据, 纽威股份为 wind 一致预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	294	256	263	271	<b>营业收入</b>	1586	2146	2682	3249
应收款项	917	1246	1548	1880	营业成本	1076	1442	1785	2149
存货净额	773	1328	1532	1816	营业税金及附加	15	21	27	32
其他流动资产	321	583	580	748	销售费用	102	140	174	211
<b>流动资产合计</b>	<b>2419</b>	<b>3526</b>	<b>4037</b>	<b>4829</b>	管理费用	140	179	220	265
固定资产	679	714	739	767	财务费用	18	16	20	20
无形资产及其他	130	125	121	117	投资收益	16	8	8	7
投资性房地产	333	333	333	333	资产减值及公允价值变动	-15	0	0	-5
长期股权投资	30	30	30	30	其他收入	12	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3590</b>	<b>4729</b>	<b>5261</b>	<b>6076</b>	营业利润	247	356	463	574
短期借款及交易性金融负债	325	549	502	529	营业外净收支	2	8	0	0
应付款项	603	908	1050	1294	<b>利润总额</b>	<b>249</b>	<b>364</b>	<b>464</b>	<b>574</b>
其他流动负债	420	783	895	1042	所得税费用	33	49	56	75
<b>流动负债合计</b>	<b>1347</b>	<b>2241</b>	<b>2447</b>	<b>2866</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	23	23	23	23	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>216</b>	<b>315</b>	<b>407</b>	<b>500</b>
其他长期负债	59	59	59	59					
<b>长期负债合计</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1428</b>	<b>2322</b>	<b>2528</b>	<b>2947</b>					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	2162	2407	2732	3129					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3590</b>	<b>4729</b>	<b>5261</b>	<b>6076</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>216</b>	<b>315</b>	<b>407</b>	<b>500</b>
资产减值准备	-18	3	1	1
折旧摊销	89	72	81	88
公允价值变动损失	15	0	0	5
财务费用	18	16	20	20
营运资本变动	-264	-473	-249	-392
其它	18	-3	-1	-1
<b>经营活动现金流</b>	<b>56</b>	<b>-87</b>	<b>239</b>	<b>200</b>
资本开支	-51	-106	-103	-117
其它投资现金流	151	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>98</b>	<b>-106</b>	<b>-103</b>	<b>-117</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	-4	0	0	0
支付股利、利息	-42	-70	-82	-103
其它融资现金流	-9	225	-47	27
<b>融资活动现金流</b>	<b>-101</b>	<b>155</b>	<b>-129</b>	<b>-76</b>
<b>现金净变动</b>	<b>54</b>	<b>-38</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
货币资金的期初余额	240	294	256	263
货币资金的期末余额	294	256	263	271
企业自由现金流	-8	-192	148	93
权益自由现金流	-21	19	82	103

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.44	0.65	0.84	1.03
每股红利	0.09	0.14	0.17	0.21
每股净资产	4.45	4.96	5.62	6.44
ROIC	10%	12%	14%	16%
ROE	10%	13%	15%	16%
毛利率	32%	33%	33%	34%
EBIT Margin	16%	17%	18%	18%
EBITDA Margin	22%	20%	21%	21%
收入增长	18%	35%	25%	21%
净利润增长率	26%	46%	29%	23%
资产负债率	40%	49%	48%	48%
息率	0.7%	1.1%	1.3%	1.6%
P/E	29.5	20.2	15.6	12.7
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	22.9	19.9	16.0	13.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032