



## 买入 (首次)

所属行业: 机械  
当前价格(元): 12.84

### 证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

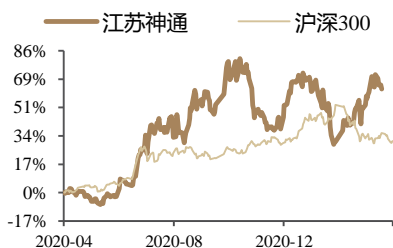
邮箱: nizy@tebon.com.cn

杨任重

资格编号: S0120521030002

邮箱: yangrz@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.99	24.27	0.95
相对涨幅(%)	11.21	38.51	9.91

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 乏燃料订单持续兑现, 冶金阀门市占率提升值得期待

### 投资要点

- 盈利快速增长的阀门龙头, 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, 冶金和核电为公司的主要优势领域。公司于2010年6月登陆深圳中小板, 后续逐步开拓石化、化工阀门市场, 并通过收购进入法兰锻造和节能服务改造领域。公司早年业务发展相对保守, 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, 近3年利润复合增速51%。2020年公司营收/归母净利润分别同比+18%/26%, 费用管控卓有成效, 其中Q4收入同比+62%, 延续了Q3的良好趋势;
- 冶金: 阀门管家提升市占率, 节能服务助力碳中和。**公司此前公布2021Q1业绩快报, 预计盈利同比增长50~80%, 推测主要系冶金阀门快速增长。2021年1~2月黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资同比+86%, 我们判断钢厂搬迁带来需求的高景气度有望延续至年末。而由于冶金阀门具备耗材属性, 整体更新需求韧性较强, 未来稳态市场空间或不低于2019年的水平。通过与大股东津西钢铁合作, 公司得以梳理钢厂成套阀门情况并推出“阀门管家”业务。该业务通过降低钢厂备件库存、实时监测和数据分析合理安排停产检修时间, 提升钢厂运行效率, 有望在年中津西钢铁样板工程全部完成后逐步向行业重点客户进行推广, 公司当前不到6%的市占率还有很大的提升空间。碳中和大背景下, 钢厂节能系统技改升级需求持续释放, 公司近期斩获邯钢钢铁16亿大单, 在手订单若能如期投产则有望在未来3年实现1亿利润增量;
- 核电: 核电审批回归常态, 乏燃料后处理业务仍具弹性。**2021年3月的政府工作报告在近十年来首提“积极有序发展核电”, 我们预计未来每年将有4~6台机组获批, 公司核电阀门收入有望逐步回升至5~6亿的水平。乏燃料后处理短板仍待补齐, 公司于2019/2020年分别斩获0.88和2.82亿乏燃料后处理项目订单, 并于2020年起逐步确认收入, 我们预计后续仍有约600吨乏燃料处置缺口, 潜在订单将达公司2020年核电板块营收的3~4倍。
- 投资建议。**我们看好阀门管家模式带来公司冶金阀门市占率的提升以及公司核电阀门、乏燃料板块业绩的持续增长, 此外节能服务业务的弹性也较为可观, 预计公司2021~2023年实现归母净利润3.2、4.1和5.3亿元, 当前62亿市值下对应PE 19/15/12x, 低于可比公司21年平均40x的水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1、乏燃料处置项目拓展不及预期; 2、核电审批不及预期; 3、冶金阀门市占率提升不及预期; 4、节能改造业务持续性不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股):	485.76
流通A股(百万股):	454.40
52周内股价区间(元):	7.25-14.13
总市值(百万元):	6,169.10
总资产(百万元):	3,590.31
每股净资产(元):	4.45

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,348	1,586	2,078	2,409	2,922
(+/-)YOY(%)	24.0%	17.6%	31.1%	15.9%	21.3%
净利润(百万元)	172	216	321	410	529
(+/-)YOY(%)	66.5%	25.6%	48.4%	27.9%	29.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.44	0.66	0.84	1.09
毛利率(%)	36.0%	32.1%	34.9%	35.8%	36.5%
净资产收益率(%)	8.7%	10.0%	12.9%	14.2%	15.5%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1.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.....	5
1.1 阀门行业领军企业，津西系产业资本入主提升活力.....	5
1.2 2020 年业绩维持快速增长，提质增效卓有成效.....	6
2.国内阀门市场需求达 2000 亿，集中度较低、龙头错位竞争.....	9
2.1 国内阀门市场达 2000 亿，增长较为稳健.....	9
2.2 行业整体集中度低，龙头企业错位竞争.....	10
3. 冶金：阀门管家提升市占率，节能服务助力碳中和.....	11
3.1 冶金阀门更新需求有韧性，阀门管家有望助力市占率提升.....	11
3.2 合同能源管理助力碳中和，子公司瑞帆节能斩获大单.....	13
4. 核电：核电审批常态化，乏燃料后处理市场弹性大.....	14
4.1 新兴业务：乏燃料后处理订单持续兑现，增长可期.....	14
4.2 核电阀门：积极有序发展核电，收入有望持续修复.....	16
5.盈利预测与估值分析.....	18
5.1 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.....	18
5.2 估值比较：估值低于可比公司，位于上市以来底部区间.....	19
6.风险提示.....	19

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司历年收入情况.....	7
图 4: 公司历年归母净利润情况.....	7
图 5: 公司 2020 年毛利占比情况.....	7
图 6: 公司净利率持续提升.....	7
图 7: 公司分业务板块毛利率情况.....	7
图 8: 公司三项费用率持续下降.....	8
图 9: 公司近年来收现比略有下降.....	8
图 10: 公司应收账款及存货周转率持续提升.....	8
图 11: 公司经营活动现金流净流入情况与利润相当.....	8
图 12: 公司资产负债率情况.....	8
图 13: 全国规上阀门企业营收及增速情况.....	9
图 14: 阀门应用领域占比.....	9
图 15: 全国阀门产量同比.....	9
图 16: 全国阀门厂商区域营收分布情况.....	9
图 17: 阀门行业集中度较低.....	10
图 18: 毛坯为公司阀门主要成本.....	11
图 19: 公司冶金阀门毛利率与螺纹钢价格对比.....	11
图 20: 黑色行业固定资产投资增速持续走高.....	11
图 21: 公司冶金板块订单、收入与下游固定资产投资增速对比.....	11
图 22: 冶金阀门市场容量及更新需求测算.....	12
图 23: 公司市占率不到 6%，仍有较大提升空间.....	13
图 24: 乏燃料循环处置流程图.....	14
图 25: 我国乏燃料后处理历程.....	15
图 26: 中国核电站并网机组数量与乏燃料处置产能缺口预测.....	16
图 27: 我国历年在建及投运核电机组情况.....	17
图 28: 公司核电阀门订单情况预测(百万元).....	17
图 29: 公司历史 PE 估值情况.....	19
表 1: 海外阀门业务头部企业基本情况介绍.....	10

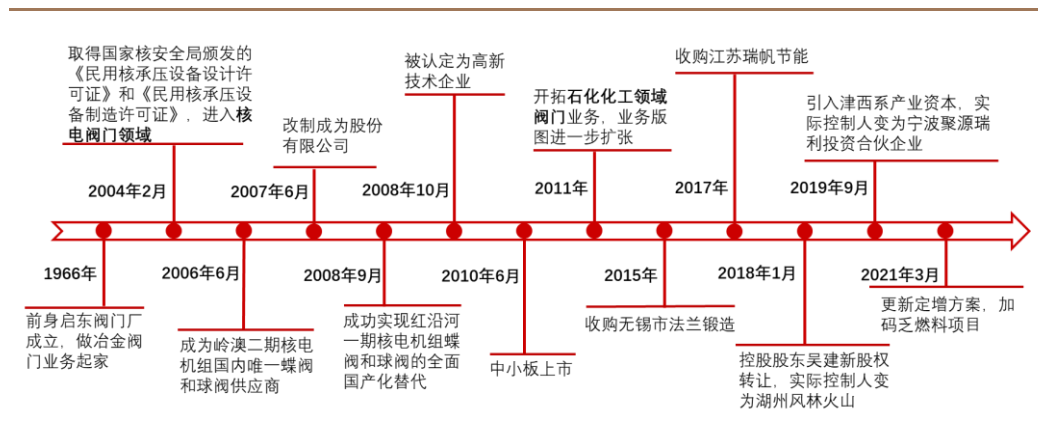
表 2: 2021 年待投产钢厂情况整理(万吨).....	12
表 3: 瑞帆节能历年收入、利润、订单和业绩对赌情况(百万元).....	13
表 4: 海外主要国家乏燃料后处理行业发展情况.....	14
表 5: 江苏神通历史收入及盈利预测 (百万元) .....	18
表 6: 阀门企业 PE 估值情况 .....	19

## 1. 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

### 1.1 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，主要用于冶金、核电和能源化工，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，也帮助公司进一步拓宽业务领域。

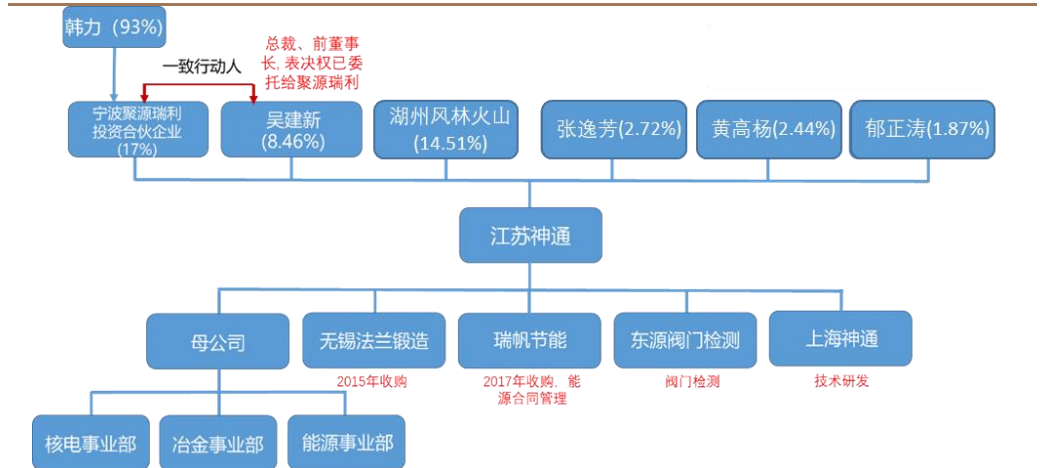
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招股说明书，德邦研究所

津西系产业资本入主，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，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 2020 年年报, 德邦研究所

**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。津西集团含 5 家国家高新技术企业, 拥有 1 家香港上市公司和 2 家国内 A 股上市公司, 年实现销售收入超 1000 亿元, 是集钢铁、非钢、金融三大板块为一体的大型企业集团, 连续 18 年跻身中国企业 500 强, 2020 年名列第 182 位, 中国民营企业 500 强第 43 位、河北省民企制造业首位。集团持续实施“专、长、高”战略:

- “专”: 打造全球最大型钢生产应用基地, 型钢产品实现专业化、系列化、规模化;
- “长”: 延伸产业链, 创新发展装配式钢结构建筑、国际绿色桩基、电力铁塔、核电精密阀门装备制造等产业;
- “高”: 跨行业发展, 向微电子、高新科技产业进军, 通过 5 家国家高新技术企业, 围绕型钢打造全流程产业链

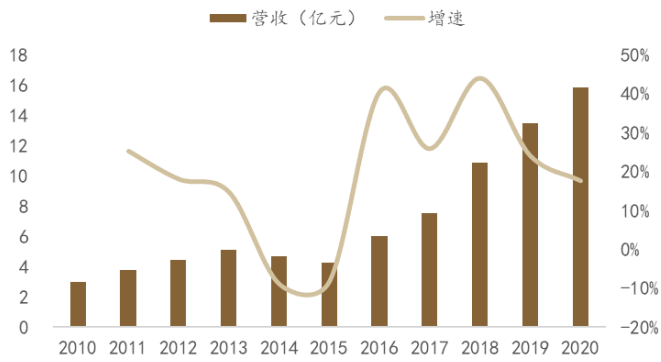
## 1.2 2020 年业绩维持快速增长, 提质增效卓有成效

**疫情影响不改成长势头, 新股东入主后业绩持续增长。**2020 年公司实现营收 15.86 亿元, 归母净利润 2.16 亿元, 分别同比+18%/26%, 其中 Q4 收入同比+62%, 延续了 Q3 的良好趋势。疫情影响下公司仍保持了全年业绩的持续增长, 冶金/核电/能源板块收入分别同比+12%/+17%/-2%, 节能服务收入同比+63%。钢厂搬迁持续, 核电审批回归常态, 乏燃料方面公司已累计取得约 3.7 亿元的设备订单, 未来业绩有望持续向好。

历史上来看, 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 51%。

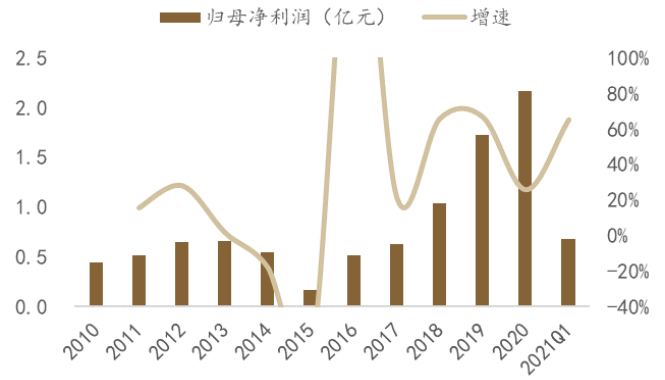


图 3: 公司历年收入情况



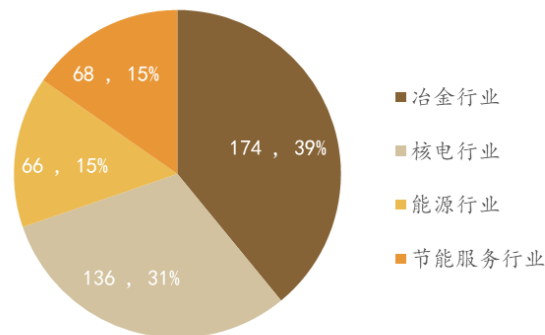
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 4: 公司历年归母净利润情况



资料来源: WIND, 德邦研究所

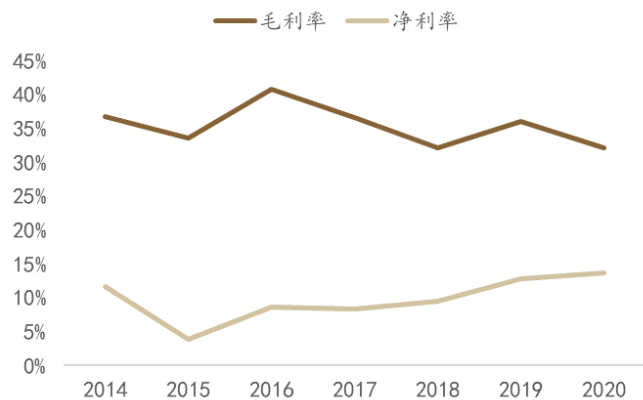
图 5: 公司 2020 年毛利占比情况



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

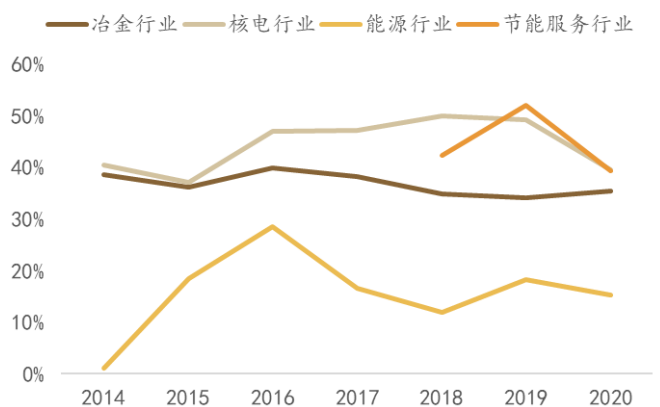
原材料涨价致毛利率略有下滑, 费用管控带来净利率持续提升。2020 年公司实现毛利率 32%、净利率 14%, 同比-1%/+1%, 分业务来看, 冶金阀门毛利率基本稳定, 核电阀门毛利率-10%至 39%, 主要系球阀相关材料成本有较大提升。近 3 年情况来看, 公司整体毛利率在 34%左右, 略有下滑趋势, 近年来上游钢材等原材料涨价拖累, 后续有望受益钢价回落。2020 年能源行业整体毛利仅 15%, 主要系公司化工、石化阀门产品尚在业务开拓打开市场阶段, 后续有望回升。

图 6: 公司净利率持续提升



资料来源: WIND, 德邦研究所

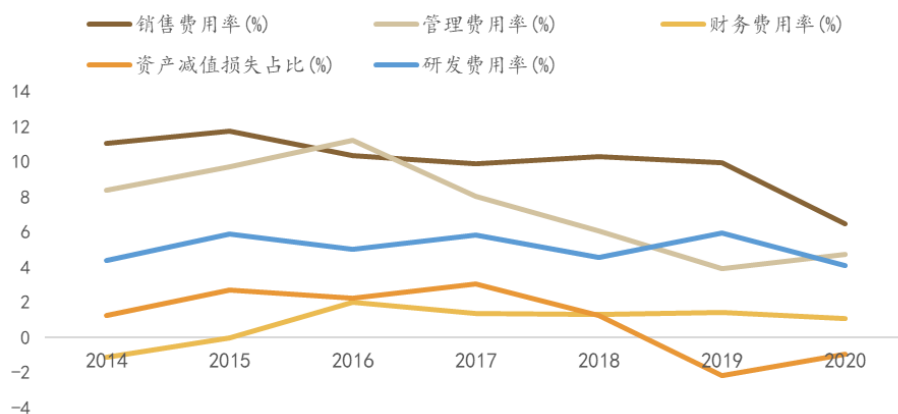
图 7: 公司分业务板块毛利率情况



资料来源: WIND, 德邦研究所

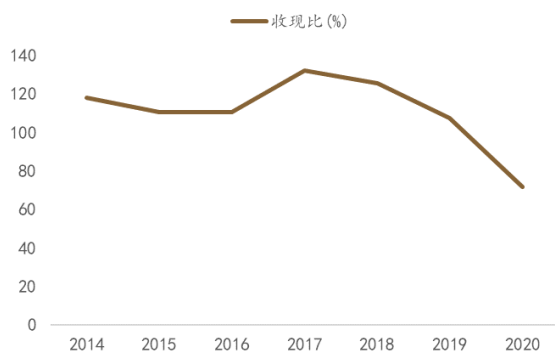
**费用管控提质增效，现金回款良好、匹配利润水平。**2020 年公司销售、管理、研发及财务费用率分别同比-3.5%/-0.5%/-0.6%/-0.3%，延续 2016 年以来的下降趋势，一方面疫情减少了相关销售活动开支，另一方面也彰显了新股东入主后对于成本管控、提质增效的成效。现金回款方面，虽然下游客户大多为各自领域实力强大的国企央企，导致公司近年来收现比略有下降，但公司应收账款周转率仍在持续提升，同时将部分回款压力转嫁给上游，保证盈利和现金回款的基本匹配。

图 8：公司三项费用率持续下降



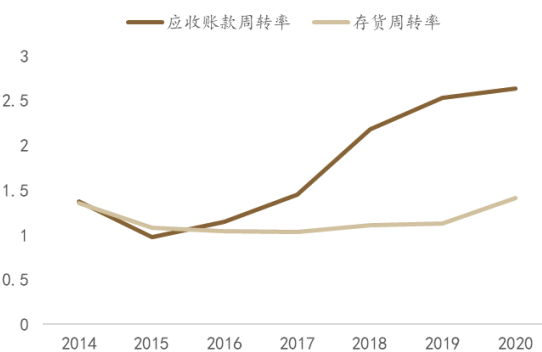
资料来源：WIND，德邦研究所

图 9：公司近年来收现比略有下降



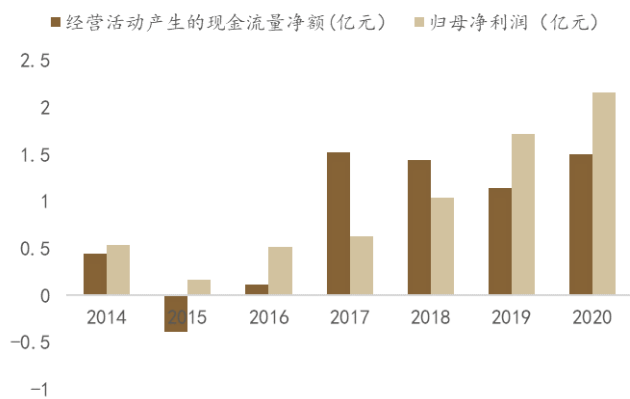
资料来源：WIND，德邦研究所

图 10：公司应收账款及存货周转率持续提升



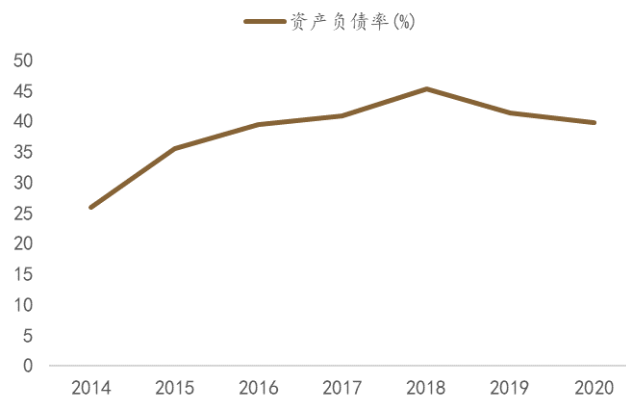
资料来源：WIND，德邦研究所

图 11：公司经营活动现金流量净流入情况与利润相当



资料来源：WIND，德邦研究所

图 12：公司资产负债率情况



资料来源：WIND，德邦研究所



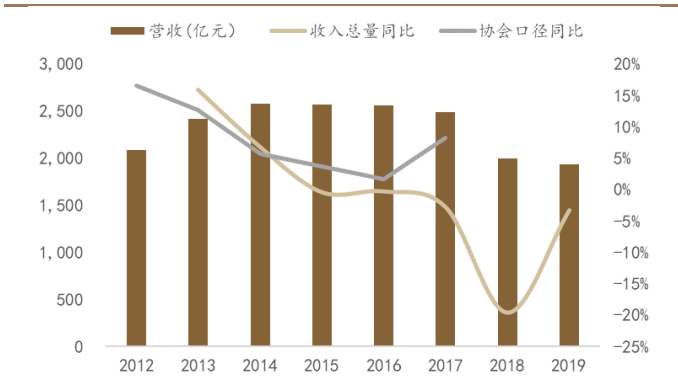
## 2.国内阀门市场需求达 2000 亿，集中度较低、龙头错位竞争

### 2.1 国内阀门市场达 2000 亿，增长较为稳健

我国阀门市场需求在 2000 亿左右，增速在 3%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，其中能源化工相关领域占到全部需求的一半以上。阀门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。我国阀门生产商主要集中于浙江、江苏和山东三地，据中国通用机械工业协会，2019 年全国阀门规上企业共实现营收 1931 亿元，与 2018 年同期基本持平。2020 年疫情影响下，行业产量略有下滑，而 2016~2019 五年间行业产量复合增速在 3%左右。

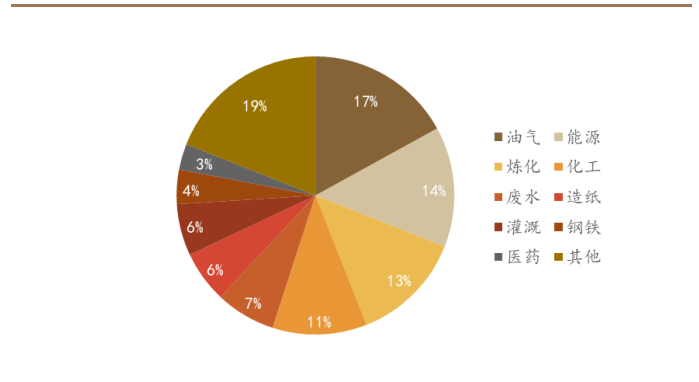
**能源化工方面：神通多个示范项目已取得大型客户认可，未来有望逐渐放量。**公司于 2011 年起进入相关市场，板块收入于 2014、15 年逐渐形成规模，公司研发的煤化工苛刻工况特种阀门在兖矿未来能源 100 万吨煤制油项目、中煤榆林 180 万吨甲醇项目、新疆广汇煤制气项目、万华化学聚氨酯项目、中天合创项目中得到成功运用，也在浙石化、恒力大型项目中获得了一定的市场份额。由于此前尚在打开市场阶段，近年来公司相关业务毛利率相对较低，后续随着品牌和客户口碑的逐步建立，公司能源化工板块业务有望迎来量价齐升。

图 13：全国规上阀门企业营收及增速情况



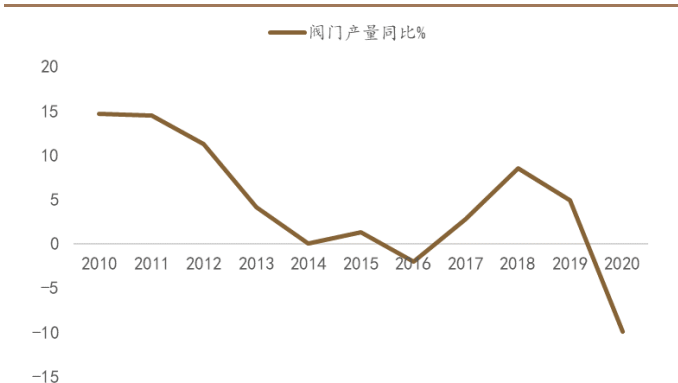
资料来源：中国通用机械工业协会，德邦研究所

图 14：阀门应用领域占比



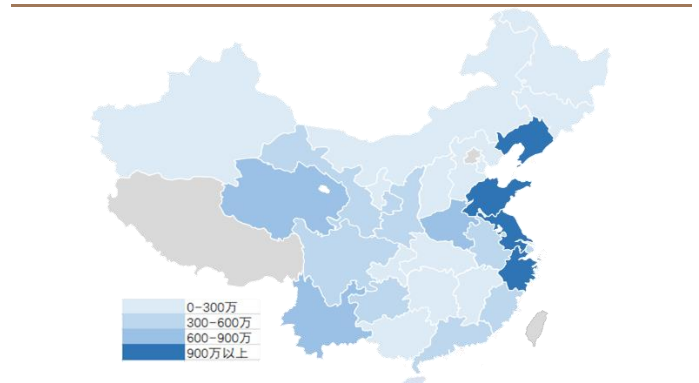
资料来源：Mcilvaine, 德邦研究所

图 15：全国阀门产量同比



资料来源：统计局，德邦研究所

图 16：全国阀门厂商区域营收分布情况

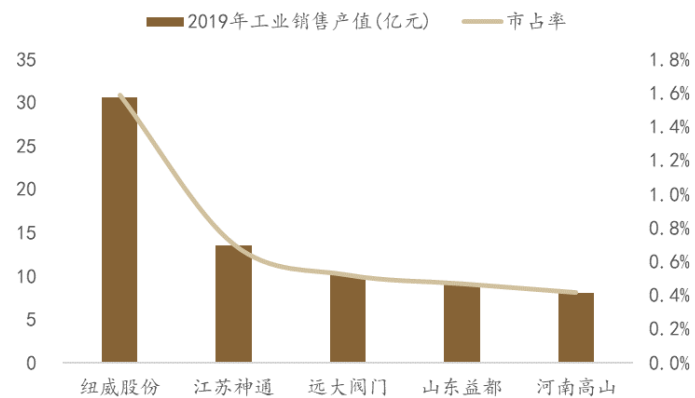


资料来源：中国通用机械工业协会，德邦研究所

## 2.2 行业整体集中度低，龙头企业错位竞争

阀门行业市场集中度低，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 2019 年市占率也仅在 1.5%左右。但细分行业来看，大型企业的市占率其实较高，如纽威能够占据民营炼化部分特种阀门 50%以上的市场份额，神通则在核电的球阀蝶阀领域占据 90%以上的份额，而这两家企业彼此少有直接竞争。

图 17：阀门行业集中度较低



资料来源：中国工业机械协会，德邦研究所

表 1：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
FLOWSERVE	美国	泵、阀门、仪表、在线监测系统
Emerson	美国	测量仪器、阀门、控制与安全系统、电气设备
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

资料来源：德邦研究所

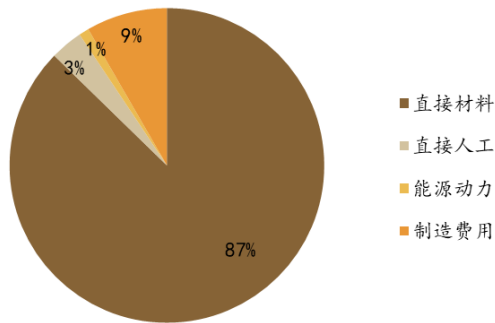
备品配件及维修提供一定下游客户黏性，后期维护订单提升盈利稳定性。由于化工、冶金、核电等应用领域各自对于阀门存在对于工作压力、温度、大小、材质等方面的特殊要求，阀门产品本身具备强非标性，难以实现大批量自动化生产。一般而言阀门投入占客户新增固定资产投资总投资的 1~3%，单价不高，但寿命多在 3~5 年，工作场景较为恶劣的一年一换，后期存在较强的维修更换需求，因此具备一定的客户黏性。

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。

阀门成本与钢价直接相关，钢价上涨致公司近年毛利率略有下滑。阀门行业

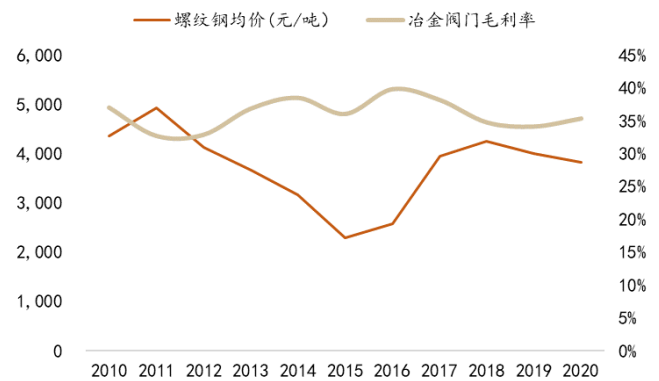
的上游主要为铸件、锻件、密封件等工业原材料生产行业，阀门生产主要原材料为毛坯和驱动装置，占 2009 年公司主营业务成本的 70%。冶金阀门从签订合同到供货的周期一般为 3~6 个月，毛坯价格与钢材价格直接相关，其变化可能引起产品毛利率的波动。近年来公司进行原材料外包，把控核心生产，直接材料成本占比虽大幅下降但仍与钢材直接相关。历史来看，公司冶金阀门毛利率与螺纹钢价格基本呈反向变动趋势，但整体围绕 30~40% 的区间波动，相对稳定。

图 18：毛坯为公司阀门主要成本



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 19：公司冶金阀门毛利率与螺纹钢价格对比



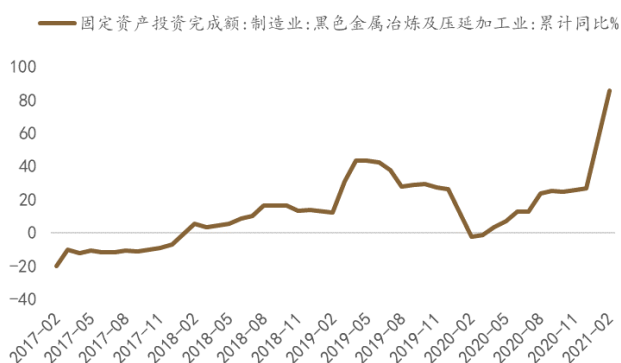
资料来源：WIND，德邦研究所

### 3. 冶金：阀门管家提升市占率，节能服务助力碳中和

#### 3.1 冶金阀门更新需求有韧性，阀门管家有望助力市占率提升

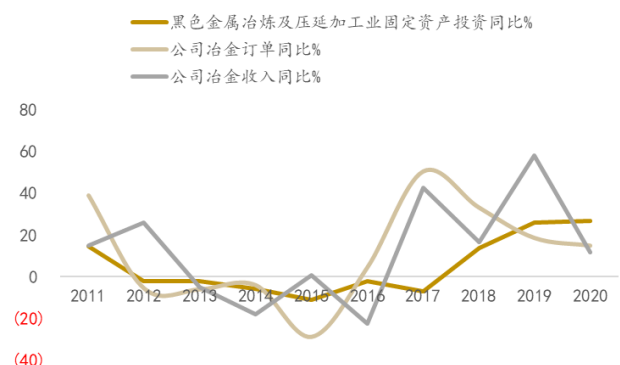
**钢厂搬迁加速推进带来 Q1 业绩高速增长。**4 月 11 日，公司公布 2021Q1 业绩快报，预计盈利 6166~7399 万元，同比增长 50~80%。除核电乏燃料业务贡献的业绩增量外，推测冶金阀门实现较快增长，2021 年 1~2 月黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资同比+85.6%，延续 2020 年 8 月起加速的势头，主要系钢厂搬迁项目的集中释放。

图 20：黑色行业固定资产投资增速持续走高



资料来源：WIND，德邦研究所

图 21：公司冶金板块订单、收入与下游固定资产投资增速对比



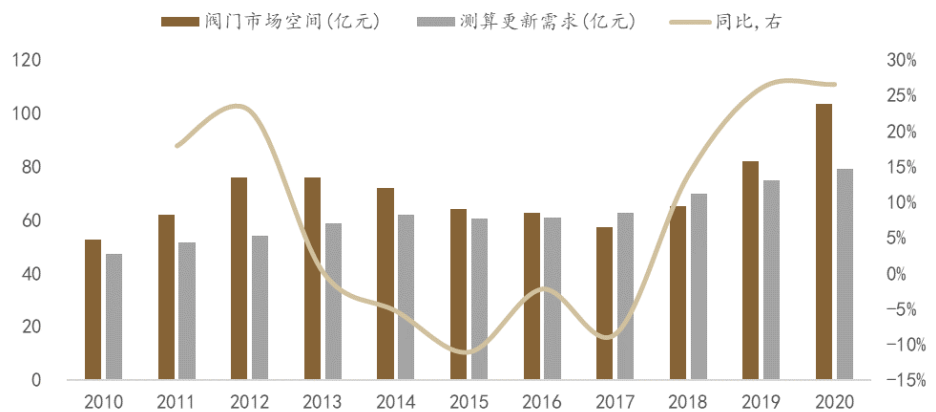
资料来源：公司年报、WIND，德邦研究所

**钢厂搬迁带来需求的高景气度有望延续至年末。**长流程炼钢污染大，为打好京津冀地区蓝天保卫战，2017 年起多省市着手实施钢厂搬迁。由于拆除的设备难以再次使用，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。据我们的不完全统计，2020 年新投产粗钢产能 5000 余万吨，2021 年预计仍将新投产

4700 万吨（包含置换产能），高景气度有望维持至年末。

更新需求有韧性，钢铁产量不变的假设下冶金阀门市场空间在 80 亿水平。高温高压环境下的冶金阀门具备类耗材属性，以津西钢铁新投放产能为例，更新维护金额约占到首年合同的约 70%。2015~2017 年间我国粗钢产量一直维持在 8 亿吨左右的水平，对应固定资产投资额约 4000 亿/年，这之中基本不涉及产能置换带来的投资需求。2020 年我国粗钢产量上升至 10.5 亿吨，假设未来粗钢产量维持不变，则对应固定资产投资需求约 5300 亿/年，按 1.5% 的投资占比算，冶金阀门将维持 80 亿左右的市场规模，这一稳态需求占到 2020 年的约 77%，和 2019 年的水平相当。

图 22：冶金阀门市场容量及更新需求测算



资料来源：WIND，德邦研究所

表 2：2021 年待投产钢厂情况整理(万吨)

钢厂	产能	预计投产时间	钢厂	产能	预计投产时间
中新钢铁	349	6 月	敬业钢铁产能异地转移	570	12 月
徐钢集团	180	6 月	新武安鑫汇冶金	157	12 月
云浮广东南方东海钢铁	400	6 月	后英集团海城钢铁	244	12 月
高义钢铁	145	6 月	鞍山宝德钢铁	115	12 月
宝钢湛江钢铁三高炉项目	403	7 月	临沂钢投集团特钢公司	270	12 月
中天绿色精品钢项目	567	11 月	太行钢铁	268	12 月
邯郸老区退城整合	565	11 月	合计	4233	

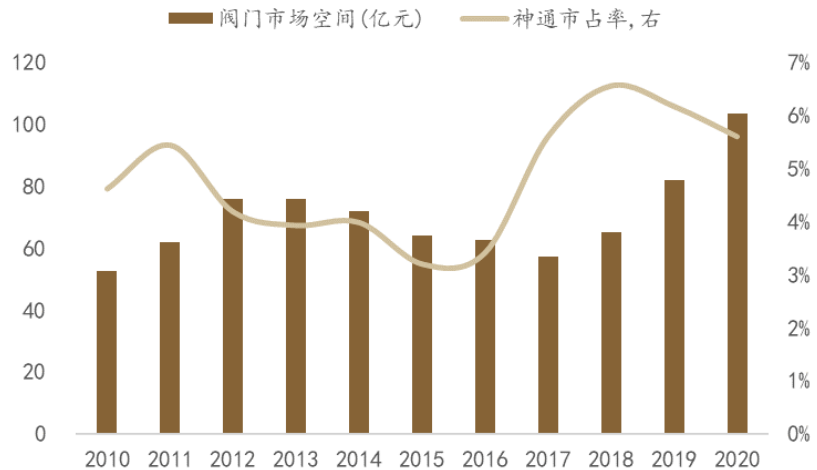
资料来源：mysteel，德邦研究所

大股东助力北方市场扩张，“阀门管家”有望提升市占率。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，此前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，2019 年和 2020 年公司公告预计和津西钢铁的管理交易金额分别不超过 3500 万（另有 3 亿元节能业务）和 4500 万元。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。

通过与大股东津西钢铁合作，公司推出“阀门管家”工业互联网系统平台，将冶金行业客户的阀门类设备和库存备件全部接入物联网系统平台，并通过实时监测

和数据分析完成了配件标准化和备件后市场外包的经营模式。“阀门管家”可以降低钢厂备件库存，并通过实时监测和数据分析合理安排停产检修时间，通过优化配件品类组合延长组件使用寿命，从而提升钢厂运行效率、降低钢厂生产成本，满足钢厂核心诉求。目前该模式正在津西钢铁试点，未来有望在津西钢铁样板工程全部完成后逐步向冶金行业重点客户进行推广。

图 23：公司市占率不到 6%，仍有较大提升空间



资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3.2 合同能源管理助力碳中和，子公司瑞帆节能斩获大单

收购瑞帆节能进军节能技术服务改造领域，业绩对赌完成情况较好。2017 年 7 月，公司公告以 3.26 亿元现金收购瑞帆节能 100% 股权。瑞帆节能具备全系列的脱硫脱硝、余温余压回收产品，主要通过合同能源管理（EMC）的模式为钢厂等用能单元提供节能技术改造服务。在完成收购后的 2017~2020 年四年间，瑞帆节能较好的完成了业绩对赌，2020 年公司实现净利润 5650 万元，约占到神通全部利润的 27%。

表 3：瑞帆节能历年收入、利润、订单和业绩对赌情况(百万元)

	2017	2018	2019	2020
营业收入	79.5	113.8	115.3	176.5
对赌净利润	27	39	45	52
完成净利润	27.8	39.6	46.2	56.5
新签订单		178	280	418

资料来源：公司公告，德邦研究所

保守估计年内仍有 80 亿的钢厂节能改造服务需求。合同能源管理（EMC）模式由服务提供商提供资金和技术，可以解决钢厂节能系统技改升级的需求与投入预算、技术储备不足之间的矛盾，在碳中和“3060”目标和钢厂搬迁带来钢企较大资本开支压力的背景下，行业需求持续释放。我们统计 2021 年仍有 4200 多万吨产能的钢厂有望实现复产或新投产，按照吨铁可回收能量转化为 737kwh 发电量和 0.53 元/kwh 的电价测算，年内新投产钢厂存在 164 亿的年化节能改造服务空间，按照 50/50 的收益分成比例估算，相应的市场空间在 80 亿左右。



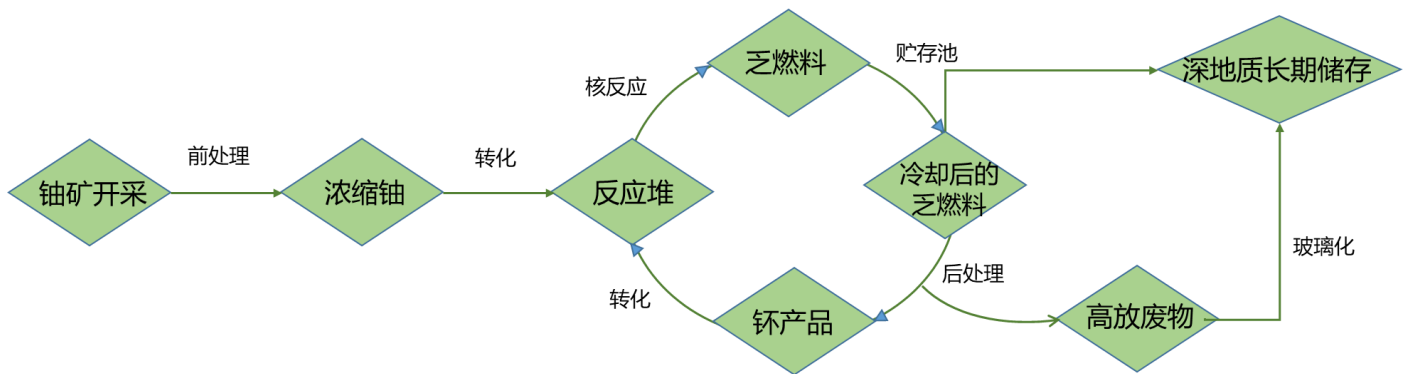
近期持续斩获大单，有望3年实现1亿利润增量。津西系产业资本入主后，因为其自身存在搬迁需求，便为瑞帆节能带来了年化3亿的增量订单，我们预计津西钢厂搬迁有望于年内完成，相关项目收入有望于下半年开始逐步确认收入。2021年3月末，公司公告与邯鄲钢铁签订了合同总额16.1亿的《老区退城整合项目煤气加压储配站及煤气发电工程合同》，节能效益分享期99个月，预计2023年1月进行投产。按照30%的净利率测算，仅靠这两个大单2023年瑞帆节能便能实现5亿收入和1.5亿的利润，达到2020年的近3倍。

## 4. 核电：核电审批常态化，乏燃料后处理市场弹性大

### 4.1 新兴业务：乏燃料后处理订单持续兑现，增长可期

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料消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 24：乏燃料循环处置流程示意图



资料来源：德邦研究所

表 4：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

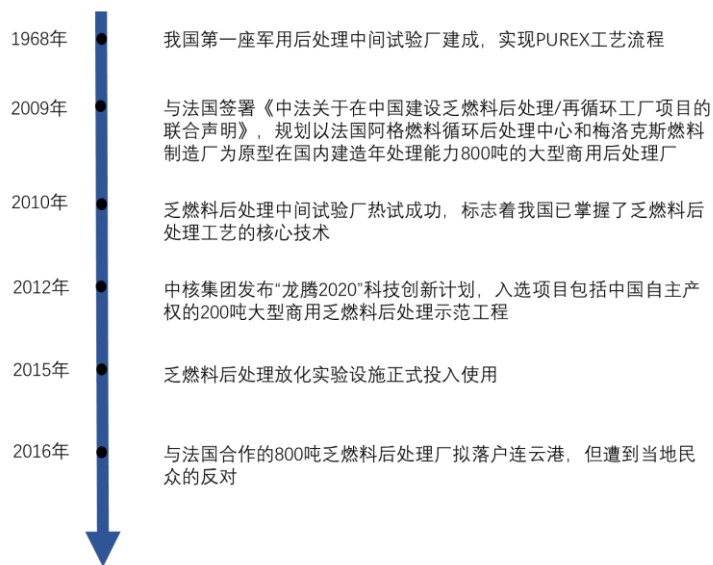
资料来源：全球乏燃料后处理现状与分析，德邦研究所



**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。

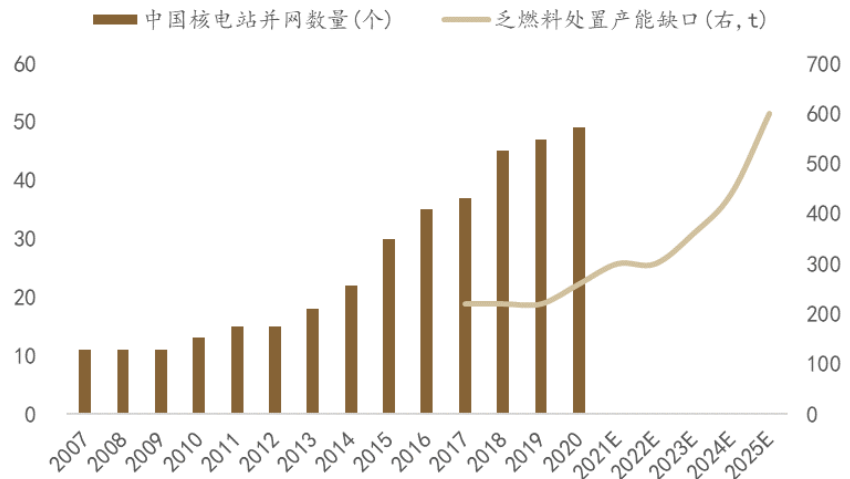
图 25：我国乏燃料后处理历程



资料来源：德邦研究所

**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，而到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年左右的项目建设周期，这些项目有望于未来两年内启动招标。按照单个项目250亿投资额计算，对应投资需求将在750亿左右。

图 26: 中国核电站并网机组数量与乏燃料处置产能缺口预测



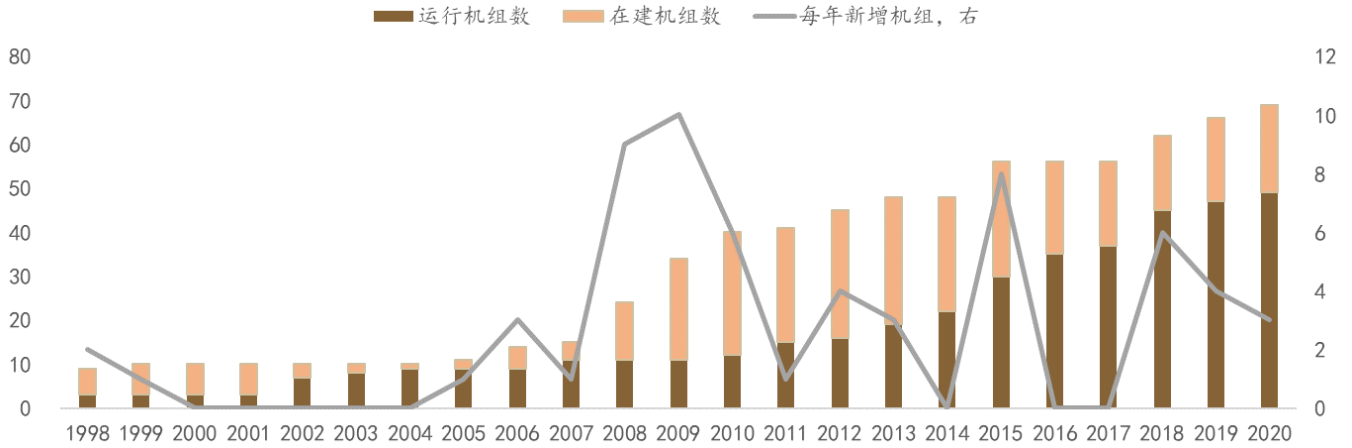
资料来源: 公司官网、招股说明书, 德邦研究所

公司持续斩获订单, 剩余潜在市场订单可达 2020 年相关营收的 3 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, 2020 年公司拟定增募资 1.5 亿元加码有关技术研发。2019~2020 年公司分别斩获 0.88 和 2.82 亿乏燃料后处理项目订单, 并于 2020 年起逐步确认收入。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, 假如未来 2 年内国内剩余 3 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 9~15 亿, 是公司 2020 年核电板块营收的 3~4 倍。

#### 4.2 核电阀门: 积极有序发展核电, 收入有望持续修复

政府工作报告近十年来首提“积极有序发展核电”, 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, 验证了三代核电技术的成熟性。2019 年以来, 我国陆续核准建设漳州核电 1-2 号机组、太平岭核电 1-2 号机组、昌江核电 3-4 号机组、三澳核电 1-2 号机组等机组, 核电新机组批准建设逐渐进入常态化。2021 年 3 月总理所做的《政府工作报告》中提出, 2021 年要在确保安全的前提下积极有序发展核电, 为助力 2030 年碳达峰目标的完成, 我们预计未来国内每年可能核准 4~6 台核电机组。

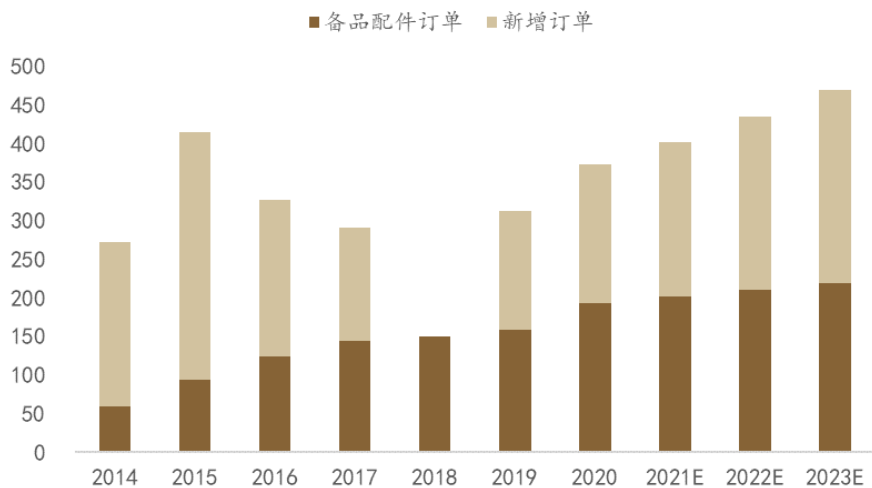
图 27: 我国历年在建及投运核电机组情况



资料来源: 中核、中广核公告, 德邦研究所

公司为国内核级球阀蝶阀主要提供商, 收入有望逐步修复至 5~6 亿的水平。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, 公司凭借其先前在秦山核电阀门维修、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 2~3 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 20 亿元, 备品配件及维修相关业务订单也有望超过 3 亿元。

图 28: 公司核电阀门订单情况预测(百万元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 5. 盈利预测与估值分析

### 5.1 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：2021 年基本完成剩余在手订单的收入确认，在后续的 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：2022 年消化行业需求下滑的不利影响，市占率持续提升
- 能源行业：下游市场广阔，假设公司份额持续提升，同时毛利率逐步修复
- 节能服务：在手项目建设符合预期，2023 年实现年化 5 亿收入

预计公司 2021~2023 年实现营收 20.8、24.1 和 29.2 亿元，实现归母净利润 3.2、4.1 和 5.3 亿元，对应当前股价 PE 19/15/12x。

表 5：江苏神通历史收入及盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>冶金</b>						
收入	278	439	491	564	565	678
成本	181	289	317	365	365	438
毛利	97	150	174	199	200	240
毛利率(%)	35%	34%	35%	35%	35%	35%
<b>乏燃料</b>						
收入			100	240	300	300
成本			50	120	150	150
毛利			50	120	150	150
毛利率(%)			50%	50%	50%	50%
<b>核电</b>						
收入	254	296	246	350	450	550
成本	127	150	160	178	228	279
毛利	127	146	86	172	222	271
毛利率(%)	50%	49%	35%	49%	49%	49%
<b>能源行业</b>						
收入	402	445	434	550	650	750
成本	354	364	368	451	520	585
毛利	47	81	66	99	130	165
毛利率(%)	12%	18%	15%	18%	20%	22%
<b>节能服务</b>						
收入	110	106	173	230	300	500
成本	63	61	105	140	182	303
毛利	46	45	68	90	118	197
毛利率(%)	42%	42%	39%	39%	39%	39%
<b>其他</b>						
收入	45	62	144	144	144	144
成本	13	45	100	100	100	100
毛利	32	17	44	44	44	44

毛利率(%)	71%	27%	30%	30%	30%	30%
营业收入	1,087	1,348	1,588	2,078	2,409	2,922
同比增速	44%	24%	18%	31%	16%	21%
毛利率(%)	32%	33%	32%	35%	36%	36%
净利率(%)	10%	13%	14%	15%	17%	18%
归母净利润	103	172	216	321	410	529
同比增速	66%	66%	26%	48%	28%	29%

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 5.2 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，此外应流股份的产品此前亦在乏燃料相关领域有所应用，横向比较来看，公司动态 PE 29x，低于行业平均的 48x，2021~2023 年预测 PE 均低于可比上市公司的平均水平。

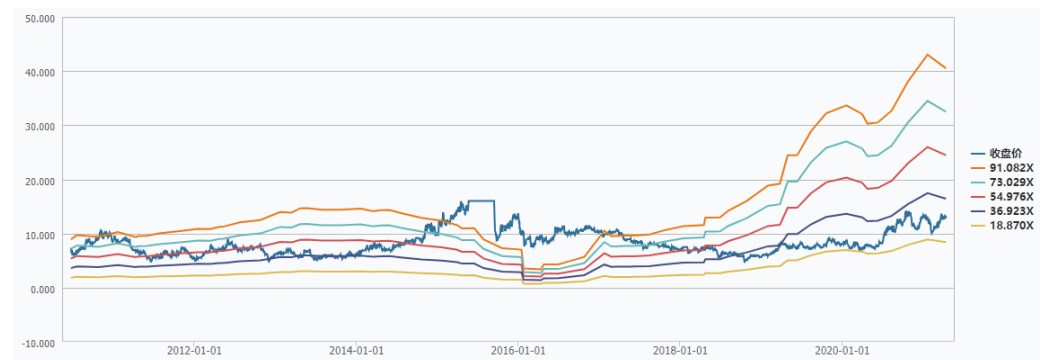
**从历史估值来看，**公司上市以来 PE 中位数 55x，目前位于历史 10%分位数以下的底部区间，考虑到公司各下游板块仍处于景气周期，前期在乏燃料等领域的积累有望逐步转化为业绩，盈利有望快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：阀门企业 PE 估值情况

股票简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			
		TTM	2021E	2022E	2023E
纽威股份	97	20	17	14	11
中核科技	47	45	--	--	--
应流股份	124	80	62	42	30
平均	89	48	40	28	21
江苏神通	62	29	19	15	12

资料来源：公司公告、WIND 一致预期（取 4 月 14 日收盘数据），德邦研究所

图 29：公司历史 PE 估值情况



资料来源：WIND，德邦研究所

## 6. 风险提示

1、乏燃料处置项目拓展不及预期；2、核电审批不及预期；3、冶金阀门市占率提升不及预期；4、节能改造业务持续性不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.66	0.84	1.09
每股净资产	4.45	5.11	5.95	7.04
每股经营现金流	0.31	0.30	0.65	0.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	30.00	19.45	15.21	11.79
P/B	3.00	2.51	2.16	1.82
P/S	3.93	3.00	2.59	2.13
EV/EBITDA	18.99	14.37	11.23	8.62
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.1%	34.9%	35.8%	36.5%
净利润率	13.6%	15.4%	17.0%	18.1%
净资产收益率	10.0%	12.9%	14.2%	15.5%
资产回报率	6.0%	7.7%	8.6%	9.5%
投资回报率	8.7%	12.1%	13.1%	14.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.6%	31.1%	15.9%	21.3%
EBIT 增长率	23.4%	56.3%	24.1%	25.2%
净利润增长率	25.6%	48.4%	27.9%	29.1%
偿债能力指标				
资产负债率	39.8%	40.4%	39.2%	38.6%
流动比率	1.8	1.9	2.1	2.2
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.5
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	141.8	141.8	141.8	141.8
存货周转天数	262.2	262.2	262.2	262.2
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	2.7	3.8	4.7	6.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	216	321	410	529
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	111	88	88	88
非经营收益	-2	-4	-8	-13
营运资金变动	-175	-261	-174	-269
经营活动现金流	150	144	316	336
资产	-98	-41	-40	-40
投资	32	0	0	0
其他	17	21	24	29
投资活动现金流	-49	-20	-16	-11
债权募资	367	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-438	-17	-17	-17
融资活动现金流	-71	-17	-17	-17
现金净流量	31	107	283	307

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 14 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,586	2,078	2,409	2,922
营业成本	1,076	1,353	1,546	1,856
毛利率%	32.1%	34.9%	35.8%	36.5%
营业税金及附加	15	20	23	29
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	102	134	155	188
营业费用率%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
管理费用	75	91	96	117
管理费用率%	4.7%	4.4%	4.0%	4.0%
研发费用	65	85	99	120
研发费用率%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
EBIT	252	394	490	613
财务费用	18	13	11	7
财务费用率%	1.1%	0.6%	0.5%	0.2%
资产减值损失	-15	-52	-52	-52
投资收益	16	21	24	29
营业利润	247	370	473	611
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	249	370	473	611
EBITDA	344	430	525	649
所得税	33	50	63	82
有效所得税率%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	216	321	410	529

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	294	401	684	991
应收账款及应收票据	897	1,176	1,363	1,653
存货	773	972	1,110	1,333
其它流动资产	455	494	520	562
流动资产合计	2,419	3,042	3,678	4,540
长期股权投资	30	30	30	30
固定资产	587	552	518	483
在建工程	92	133	174	215
无形资产	130	85	41	-3
非流动资产合计	1,172	1,125	1,078	1,030
资产总计	3,590	4,167	4,755	5,571
短期借款	317	317	317	317
应付票据及应付账款	603	758	866	1,040
预收账款	0	1	1	1
其它流动负债	427	528	598	710
流动负债合计	1,347	1,603	1,781	2,068
长期借款	23	23	23	23
其它长期负债	59	59	59	59
非流动负债合计	81	81	81	81
负债总计	1,428	1,684	1,863	2,149
实收资本	486	486	486	486
普通股股东权益	2,162	2,483	2,893	3,422
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,590	4,167	4,755	5,571



# 信息披露

## 分析师简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

杨任重，3年卖方行业研究经验，香港理工大学硕士，2021年加入德邦证券，主要覆盖工程机械、检测设备、缝纫机械、阀门、仪器仪表等行业。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。