

“碳中和”政策红利受益者，市场份额提升增强成长性

——江苏神通(002438)公司深度报告

买入|首次推荐

报告要点：

● 公司为供给侧改革和“碳中和”政策红利的受益者。

公司为国内领先的阀门制造企业，冶金特种阀门（主要面向节能环保领域）、核电阀门产品竞争优势突出。2017年以来钢铁企业置换产能建设迎来爆发，2015年国家发改委提出了发展七大石化产业基地的规划，掀起建设炼化项目的高潮，借助钢铁和石化行业供给侧改革的政策红利，公司业绩实现大幅增长。2020年开始，在推动“碳达峰、碳中和”背景下，钢铁企业节能技术改造投入加大，核电作为零排放电源，也有望重回成长通道，公司产品需求旺盛。

● 碳减排以及产能置换新办法保障冶金特种阀门需求增长，冶金通用阀门市场份额有望实现突破。

公司特种冶金阀门需求主要来自现有产能的更换备件需求、淘汰落后产能的置换搬迁项目、节能减排技术改造项目。“十四五”期间钢铁行业将面临从碳排放强度的“相对约束”到碳排放总量的“绝对约束”，原有厂房机器设备面临升级改造，根据最新政策，钢铁产能置换实施范围在原有基础上大幅扩张，冶金阀门需求有望持续增加。冶金通用阀门相对冶金特种阀门市场空间更为广阔，公司以提升阀门备件库存管理效率为切入点，拟扩大冶金通用阀门市场份额。

● 核电业务发力，单机组订单价值量不断增加，核化业务具有确定性。

公司在核电领域竞争对手较少，毛利水平高。随着三代核电机组陆续商运，我国核电建设有望按照每年6至8台持续稳步推进。由于进口替代以及产品线扩充，公司单机组订单价值量不断提升。根据龙腾“2020”科技创新计划以及中核集团与法国阿海珐公司合作项目，预计到2030年我国乏燃料处理能力至少再增加1000吨，公司核化业务确定性强。

● 投资建议与盈利预测

2021年高毛利核电阀门业务开始发力，由于碳中和的政策要求，公司冶金特种阀门以及瑞帆节能子公司业务量将实现增长，预计2021/2022/2023年公司归母净利润分别为3.01/3.95/5.19亿元，增速分别为39%/31%/31%。从行业发展趋势来看，公司在阀门行业市场份额将不断提升，给予公司2021年27倍PE，合理市值为81亿元，给予“买入”评级。

● 风险提示

核电审批及建设进度低于预期、乏燃料处理量增长不及预期、钢铁行业节能技术改造需求低于预期、钢铁置换新产能建设大幅放缓等。

当前价/目标价：13.28元/16.67元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：14.13/7.3

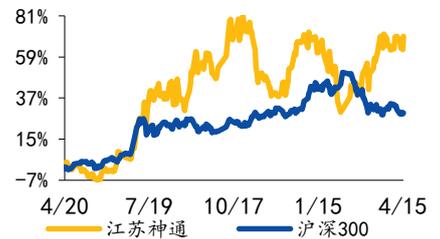
A股流通股（百万股）：454.40

A股总股本（百万股）：485.76

流通市值（百万元）：6034.46

总市值（百万元）：6450.84

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

分析师 胡晓慧

执业证书编号 S0020517090003

电话 021-51097188-1906

邮箱 huxiaohui@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1348.22	1585.55	2103.18	2550.20	3152.27
收入同比(%)	23.98	17.60	32.65	21.25	23.61
归母净利润(百万元)	172.03	216.03	300.75	395.06	518.93
归母净利润同比(%)	66.47	25.58	39.21	31.36	31.35
ROE(%)	8.73	9.99	12.20	13.82	15.36
每股收益(元)	0.35	0.44	0.62	0.81	1.07
市盈率(P/E)	35.92	28.60	20.54	15.64	11.91

资料来源：Wind, 国元证券研究所

目 录

1. 国内阀门龙头，下游供给侧改革受益者	4
1.1 公司为国内领先的阀门制造企业	4
1.2 阀门产品主要覆盖冶金、核电、能源领域	6
1.3 近几年借助供给侧改革红利，业绩高速增长	6
2. 碳中和促进冶金特种阀门需求，进军冶金通用阀门市场	7
2.1 公司为冶金特种阀门龙头，客户资源优势明显	7
2.2 碳减排目标以及产能置换新办法促进冶金特种阀门需求	9
2.3 冶金通用阀门市场空间广阔，借助渠道优势推广库存优化服务	11
3. 高毛利核电阀门业务发力，单机组订单价值量提升趋势明显	12
3.1 核电阀门壁垒高，盈利能力强	12
3.2 三代核电技术进入推广阶段，单机组订单价值量提升趋势明显	13
3.3 乏燃料处理带来新的业绩驱动力	16
4. 布局新业务领域，开拓成长空间	19
4.1 炼化一体化建设持续推进，能源领域订单充足	19
4.2 EMC 模式在“碳中和”背景下成为冶金企业的最优选择	20
4.3 战略投资鸿鹏航空动力，航天军工业务迈上新台阶	21
5. 盈利预测与估值	21
5.1 盈利预测	21
5.2 估值	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：江苏神通阀门产品概况	4
图 2：公司发展历程	5
图 3：公司股权结构图（基于 2020 年年报）	5
图 4：主要业务收入情况	6
图 5：主要业务毛利率情况	6
图 6：借助供给侧改革红利公司营收持续增长	7
图 7：借助供给侧改革红利公司归母净利润增长显著	7
图 8：钢铁冶金过程中不同生产工序对应不同节能措施	7
图 9：冶金特种阀门需求结构	9
图 10：欧盟 27 国钢铁企业环保投资情况	10
图 11：不考虑“新办法”情况下钢铁行业新建置换规模	10
图 12：国内钢铁产能对应冶金阀门备件市场规模	11
图 13：公司阀门管家服务明显改善客户备件库存管理效率	12
图 14：核电业务毛利率高业务贡献利润比重大	13
图 15：核电阀门需求规模及预测	15
图 16：我国进口阀门金额每年达数百亿元替代空间广阔	15

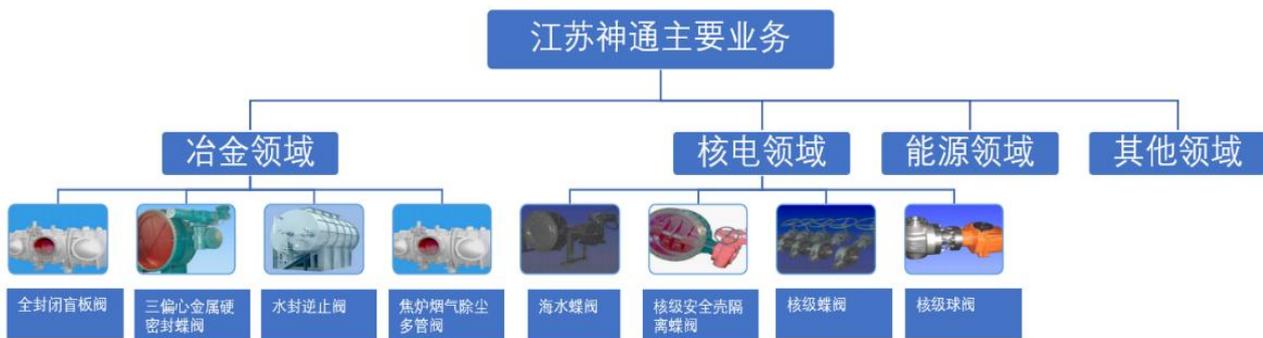
图 17: 乏燃料循环过程	16
图 18: 我国核电装机容量以及每年新增乏燃料规模.....	16
图 19: 乏燃料累计离堆储存量与乏燃料处理能力预计保持增长	17
图 20: 我国铀资源对外依存度长期维持高位	18
图 21: 2017 年全球主要国家铀资源生产量占比统计情况	18
图 22: 核燃料成本结构中天然铀占比接近一半.....	18
图 23: 未来 10 年国内航空发动机需求规模预测.....	21
表 1: 公司冶金阀门主要应用领域.....	8
表 2: 公司冶金特种阀门市占率较高	8
表 3: 我国钢铁工业主要产品单位能耗指标仍有较大改善空间	9
表 4: 国内核电机组预计建设进度.....	14
表 5: 国内主要炼化一体化建设项目	19
表 6: EMC 主要业务模式.....	20
表 7: 公司四个主要业务板块分拆预测情况	22
表 8: 可比公司盈利预测及估值情况(2021 年 4 月 14 日)	23

1. 国内阀门龙头，下游供给侧改革受益者

1.1 公司为国内领先的阀门制造企业

江苏神通为国内领先的阀门制造企业，公司的冶金特种阀门、核电阀门产品竞争优势突出，业务线在持续扩充过程中。在冶金阀门领域，公司产品主要应用于对钢铁企业具有节能、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，产品市场占有率达 70%以上，公司也是我国核电阀门的主要供应商，核级蝶阀、核级球阀市占率达 90%以上，公司阀门产品在能源领域的营收规模也实现了持续增长。公司近年来业务线不断扩充，2016 年布局乏燃料后处理产品线，在军品方面，公司目前已经取得从事军品业务所需的全部资质和许可，在氢能能源高压阀门领域也进行了布局。公司始终坚持阀门主业，致力于提升在国内阀门行业的市场份额和竞争地位。

图 1：江苏神通阀门产品概况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司自成立以来，聚焦阀门主业，不断扩大经营规模。公司前身为神通有限公司，成立于 2001 年，主要从事冶金特种阀门和核电阀门的研发、生产、销售，由吴建新、张逸芳、黄高杨、郁正涛、陈永生、黄冀昌、黄汉初等七名自然人和启东阀门厂工会以现金方式出资设立。2007 年神通有限公司整体变更为股份公司，2010 年江苏神通阀门股份有限公司在深圳证券交易所中小企业板上市，发行股票 2600 万股，每股发行价 22.00 元，共募集资金 5.72 亿元。2015 年，公司通过向特定对象非公开发行股票和支付现金相结合的方式购买许建平、王其明、杨喜春、堵志荣和蒋丽英所持有的无锡法兰合计 100% 股权。2016 年公司通过定增方式，向大股东和机构投资者增发 2350 万股，发行价格 19.70 元，募资净额 4.5 亿元，用于支付收购江苏瑞帆节能 100% 股权等项目。2021 年，公司发布定增预案，拟发行股票数量不超过 6000 万股，募集资金不超过 3.705 亿元，用于乏燃料后处理关键设备研发及产业化、年产 1 万吨大型特种法兰研制及产业化建设项目以及补充流动资金。

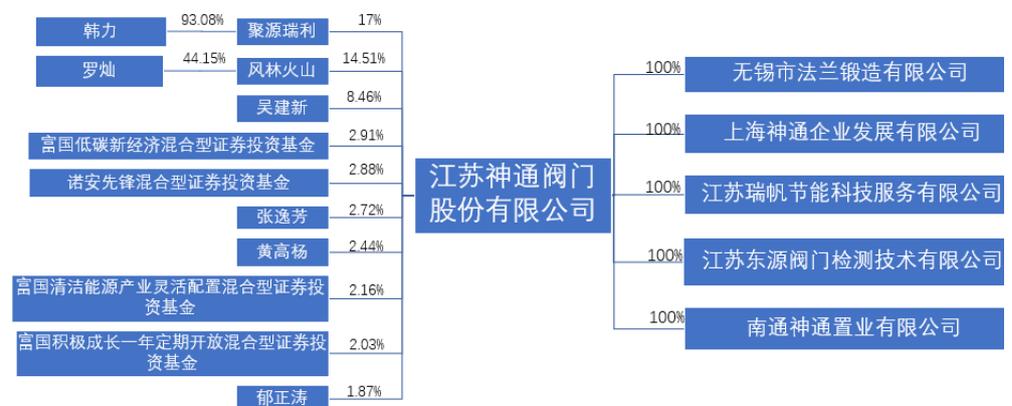
图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

截至 2020 年底，聚源瑞利持股比例为 17%，为公司的第一大股东，韩力为公司的实际控制人及董事长。2019 年聚源瑞利通过大宗交易、集中竞价交易和协议转让等方式增持公司股票，成为公司第二大股东。2019 年 7 月 2 日，公司原第一大股东湖州风林火山股权投资合伙企业通过大宗交易的方式向聚源瑞利转让其所持有的 2% 江苏神通股份，本次股份转让完成后，聚源瑞利成为公司的第一大股东，聚源瑞利的实际控制人韩力成为公司的实际控制人。韩力为河北津西钢铁集团股份有限公司董事长，津西钢铁对江苏神通提供强有力的产业支持。第二大股东风林火山在 2017 年通过协议转让方式，收购了江苏神通原控股股东吴建新以及张逸芳、黄高杨等其他四名高管合计所持 9.82% 股权。风林火山在 2018 年再度从上述高管手中受让股份，将其持股比例增至 17.46%，截至 2020 年底风林火山持股比例下降至 14.51%。第三大股东为吴建新，持股比例 8.46%，现任公司董事、总裁。

图 3：公司股权结构图（基于 2020 年年报）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 阀门产品主要覆盖冶金、核电、能源领域

公司阀门产品覆盖冶金、核电、能源领域，节能服务占收入比重不断增加，核电阀门由于技术复杂性具有更高利润水平。冶金特种阀门是公司成立以来的核心主业之一，2020 年收入规模达到 4.9 亿元，同比增长 12%，占收入比重约 3 成，毛利率超过 30%，产品竞争优势突出。核电阀门也是公司的核心主业之一，2019 年新建核电项目恢复审批，促进产品需求量提升，核电阀门业务 2020 年实现营业收入 3.5 亿元，同比提升 17%。核级阀门技术难度大，对资质、供货业绩、质保体系要求高，高竞争壁垒带来高毛利水平，2020 年核电阀门业务毛利率达到 39%。在能源行业板块，公司及子公司无锡法兰在为大连恒力炼化一体化项目、浙江石化炼化一体化项目提供了近亿元阀门及法兰、锻件产品，2020 年能源板块实现收入达到 4.3 亿元，毛利率为 15.29%。由于能源行业阀门技术难度相对核电小，竞争更加激烈，并且，能源板块除了阀门产品外，还有法兰产品，法兰的毛利率比较低，因此能源板块整体毛利率水平偏低。

图 4：主要业务收入情况

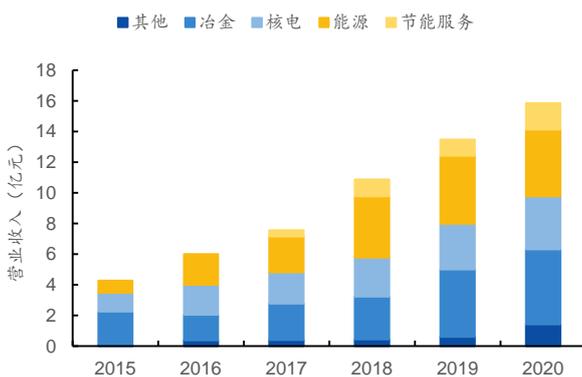
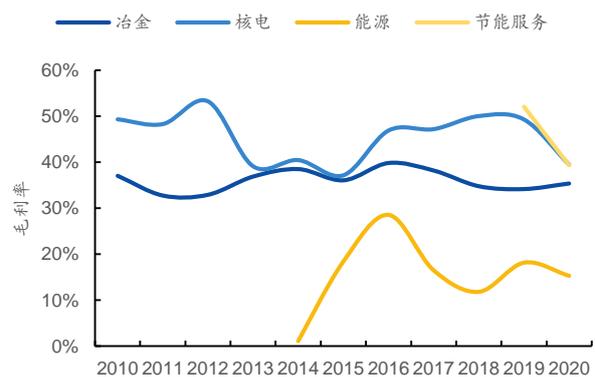


图 5：主要业务毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

1.3 近几年借助供给侧改革红利，业绩高速增长

2016 年以来借助冶金以及石化行业供给侧结构性改革的政策红利，公司业绩实现快速增长。2020 年公司实现营收 15.85 亿元，同比增长 17.6%，实现净利润 2.16 亿元，同比增长 26%。冶金阀门业务收入从 2017 年开始保持较高增速增长，主要原因是借助钢铁行业供给侧结构性改革的政策红利。核电阀门自 2016 年开始保持增长，原因是 2015 年核电新项目建设恢复审批，商运核电机组数量每年保持增加。2019 年开始核电恢复审批，公司核电行业产品需求量提升，同时乏燃料处理业务开始发力。2016 年公司收购无锡市法兰锻造有限公司，并表后能源装备收入大幅提升。2015 年国家发改委提出了发展七大石化产业基地的规划，能源行业板块营收也实现了明显增长。

图 6：借助供给侧改革红利公司营收持续增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：借助供给侧改革红利公司归母净利润增长显著



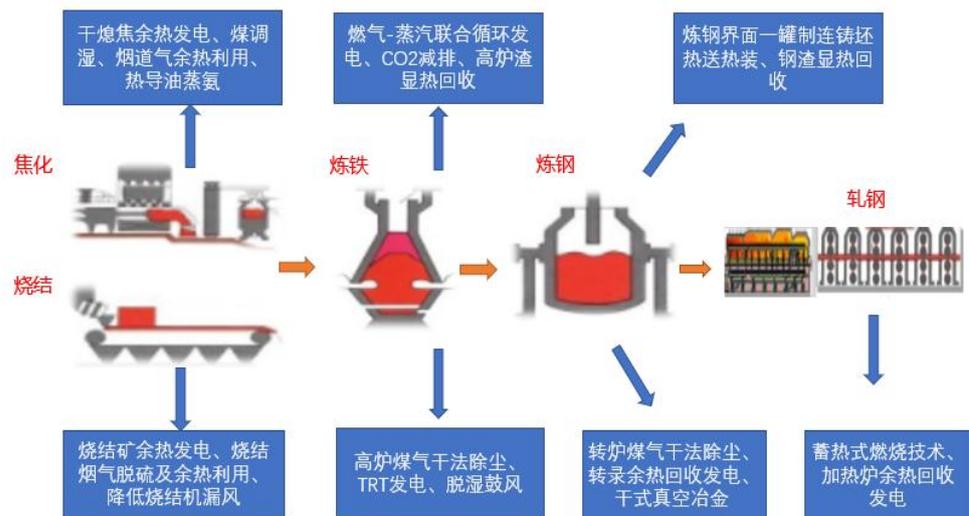
资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 碳中和促进冶金特种阀门需求，进军冶金通用阀门市场

2.1 公司为冶金特种阀门龙头，客户资源优势明显

公司为国内冶金特种阀门龙头，特种阀门主要用于钢铁行业节能减排、环保领域。在钢铁企业生产过程中，要依次经过焦化烧结、炼铁、炼钢、轧钢等不同生产工序，对应有不同的节能措施。例如在焦化环节，针对焦炉的节能减排技术包括干熄焦余热发电等；在炼铁环节针对高炉的节能减排技术包括高炉煤气干法除尘、TRT 发电等；在炼钢环节，针对转炉的节能减排技术包括转炉煤气干法除尘、转炉余热回收发电等；在轧钢环节，使用的节能减排技术包括蓄热式燃烧技术等。

图 8：钢铁冶金过程中不同生产工序对应不同节能措施



资料来源：国元证券研究所

公司生产的冶金特种阀门主要应用于钢铁行业节能减排、环境保护领域，其中高炉煤气全干法除尘专用阀门应用于炼铁系统，转炉煤气除尘与回收专用阀门应用于炼钢系统，焦炉烟气除尘专用阀门应用于铁前的焦化系统，煤气管网专用阀门应用于公用辅助设施系统。

表 1：公司冶金阀门主要应用领域

应用领域	应用于领域	主要配套阀门产品及数量
高炉	高炉煤气全干法除尘系统	全封闭盲板阀约 36 套/座
		金属硬密封蝶阀约 36 套/座（蝶阀）
	高炉煤气余压发电（TRT）系统	调压阀组 1 套/座
		快速切断阀 1 套/座（蝶阀）
转炉	转炉煤气湿法除尘与回收系统	快开阀 1 套/座（蝶阀）
		盲板阀、金属硬密封蝶阀（蝶阀）各若干
	转炉煤气干法除尘与回收系统	水封逆止阀 1 套/座
		三通阀 1 套/座
焦炉	其他通风除尘阀门	旁通阀 1 套/座
	焦炉（包括干熄焦）拦焦、	杯形阀、回收阀各 1 套/座、泄爆阀 4 套/座
	装煤烟气除尘多管阀	蝶阀、盲板阀若干
煤气管网系统	煤气管网及煤气柜	多管阀约 110 口/座
	煤气加压站系统	蝶阀约 35 套/座
		金属硬密封蝶阀约 45 套/座
		盲板阀约 45 套/座

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司冶金特种阀门市场占有率较高，在冶金行业渠道和品牌优势明显，已经具备规模 and 成本优势，龙头地位稳固。根据冶金特种阀门国内招投标统计信息，公司上市之初，其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、煤气管网系统对应阀门产品市场占有率在 45%-82%。冶金特种阀门设计和制造工艺都较普通的阀门复杂，公司较早在此领域深耕，经过多年发展，在渠道和品牌上优势明显，公司服务于宝钢、莱钢、包钢等特大型钢铁企业，“神通”品牌已成为业内知名品牌。

表 2：公司冶金特种阀门市占率较高

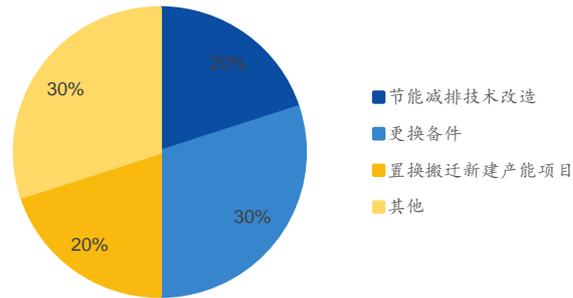
系统名称	神通阀门占有率 (%)	其他公司市场占有率 (%)
高炉煤气全干法除尘系统	<2000m ³	70
	≥2000m ³	30
转炉煤气除尘与回收系统	82	18
焦炉烟气除尘系统	76	24
煤气管网系统	72	28
	45	55

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.2 碳减排目标以及产能置换新办法促进冶金特种阀门需求

特种冶金阀门需求主要来自 3 个方面，分别为现有产能的备件需求、淘汰落后产能的置换搬迁项目、节能减排技术改造项目以及维修项目。目前公司冶金阀门收入中来自节能减排技术改造需求的部分占比不到 20%，更换备件需求约 30%，置换搬迁新建产能项目需求占 20% 以上。

图 9：冶金特种阀门需求结构



资料来源：国元证券研究所

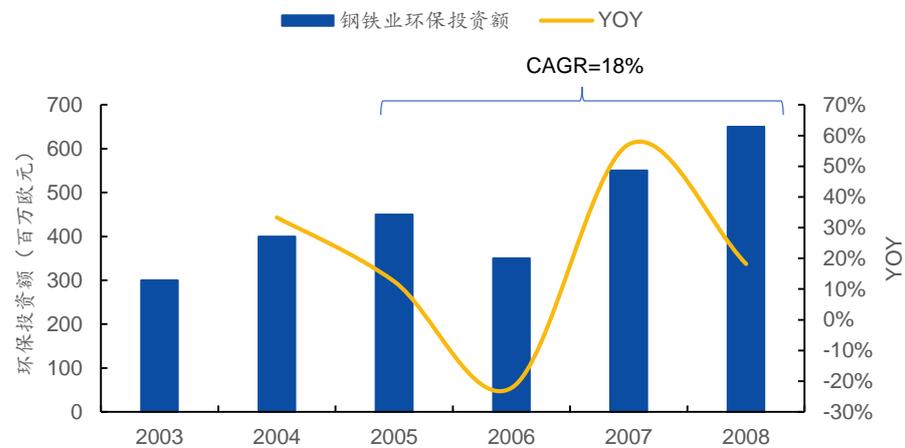
“十四五”期间钢铁行业将面临从碳排放强度的“相对约束”到碳排放总量的“绝对约束”，钢铁企业原有厂房机器设备面临升级改造。我国钢铁工业吨钢能耗与发达国家 2005 年的水平接近，欧盟钢铁企业在 2005-2008 年之间的环保投资增速平均值达到 18%。2020 年 12 月 31 日工信部正式发布《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》，《意见》提出深入推进绿色低碳、大力发展智能制造和大幅提升治理效益等相关任务，“十四五”乃至更长时期，以绿色发展为底色、以智能制造为手段、以质量效益为目标，将成钢铁工业高质量发展的主要路径。2021 年 2 月 10 日，中国钢铁工业协会发布《推进钢铁行业低碳行动倡议书》强调，钢铁行业将面临从碳排放强度的“相对约束”到碳排放总量的“绝对约束”。中国宝武钢铁集团宣布其碳减排目标，2021 年提出低碳冶金路线图，2023 年力争实现碳达峰，2025 年具备减碳 30% 工艺技术能力，在具体实施层面，加大节能环保投资成为措施之一，环保投资主要包括对原有厂房机器设备等进行的升级改造和改用符合环保标准的综合一体化生产技术等方面的资本投入。

表 3：我国钢铁工业主要产品单位能耗指标仍有较大改善空间

年份	2000	2005	2010	2020
吨钢综合能耗（千克标准煤/吨）	906	760	730	700
吨钢可比能耗（先科标准煤/吨）	784	700	685	640
吨钢耗新水（吨）		≤12	≤8	≤6

资料来源：中国“节能中长期专项规划”，国元证券研究所

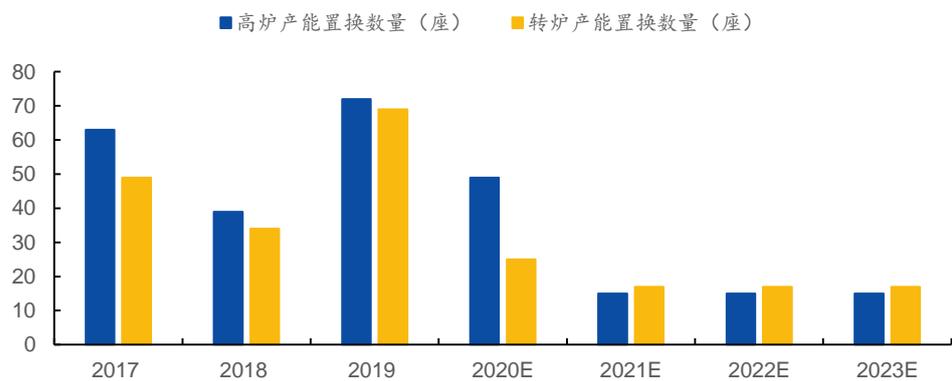
图 10: 欧盟 27 国钢铁企业环保投资情况



资料来源: 我的钢铁网, 国元证券研究所

根据最新政策, 钢铁产能置换实施范围在原有基础上大幅扩张, 产能置换带来的阀门需求有望持续增加。2020 年 12 月 16 日, 工信部发《钢铁行业产能置换实施办法(征求意见稿)》(简称“新办法”), 并公开征求社会各界意见。相对于老办法仅针对“环境敏感区域”, 新办法将范围扩大为“大气污染防治重点区域”, 意味着一些置换项目多但位置不敏感的区域也将包括在内。新办法新增了安徽省、汾渭平原及其他“2+26”大气通道城市等地区, 实施范围在原有基础上大幅扩张。据统计 2020 年新增 49 座高炉、25 座转炉, 14 座电炉。随着新办法开始实施, 预计更多新建置换产能的建造将带来公司冶金特种阀门的增量需求。

图 11: 不考虑“新办法”情况下钢铁行业新建置换规模



资料来源: 中国冶金报, 冶金技术网, 国元证券研究所

冶金阀门在使用过程中受腐蚀、磨损、冲刷等恶劣因素的影响, 为保证阀门运行性能

和安全性，高炉、转炉、焦炉、煤气管网等设备上所用阀门一般每 3-5 年需要更换一次。阀门更换需求与现有产能存在正相关关系，我们估计 1000 万吨粗钢产能对应特种冶金阀门更换需求为 100-200 万元，每年冶金特种阀门更换对应的备件需求为 1-2 亿元。

2.3 冶金通用阀门市场空间广阔，借助渠道优势推广库存优化服务

冶金通用阀门相对冶金特种阀门市场空间更为广阔，每年更换备件需求约 50-60 亿元。钢铁冶金依次经过炼铁、炼钢、连铸、轧钢环节，对应设施包括焦炉、高炉、转炉等，冶炼过程中存在大量的阀门需求，包括焦炉煤气流量或压力调节阀、高炉煤气流量或压力调节阀、空气流量调节阀、废气阀、冷风阀、烟道阀等。据统计，每千万吨粗钢产能每年阀门备件需求约 5000 万元，目前国内粗钢产能约有 10 亿吨，每年冶金阀门备件更换市场规模约 50 亿元。按照是否标准化，冶金阀门可以分为特种和通用阀门两类，特种阀门即非常规、用于特殊目的阀门，通用阀门则指有统一型号、相同的标准化规范的阀门。通用阀门需求远超过特种阀门，由于标准化生产，通用阀门的同质化程度超过特种阀门。

图 12：国内钢铁产能对应冶金阀门备件市场规模

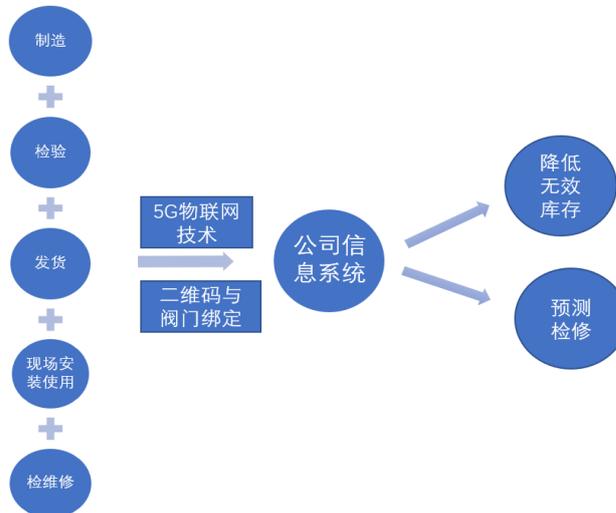


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

公司以提升阀门备件库存管理效率为切入点，拟扩大冶金通用阀门市场市占率。2019 年起，公司与大股东津西钢铁合作，推出“阀门管家”工业互联网系统平台，通过实时监测和数据分析实现**备件后市场外包的经营模式**。“阀门管家”采用 5G 物联网技术，通过将二维码与阀门绑定，将每一台阀门从制造、检验、发货、现场安装使用、检维修的所有信息都录入到公司信息系统中，有效记录阀门整个生命周期的使用状况，不断积累数据。通过公司数据库，可以得知用户在使用阀门过程中，哪些阀门是容易发生故障，容易需要检维修，从而提前预测用户对于这些阀门的使用需求，一方面**减少用户阀门备件库存**，另一方面，**合理安排钢厂的停产检修时间，缩短检维修时**，实现钢厂的降本增效诉求。目前公司针对宝钢、沙钢、中天钢铁一些大型钢铁企

业已经在开展合作推广。

图 13：公司阀门管家服务明显改善客户备件库存管理效率



资料来源：国元证券研究所

3. 高毛利核电阀门业务发力，单机组订单价值量提升趋势明显

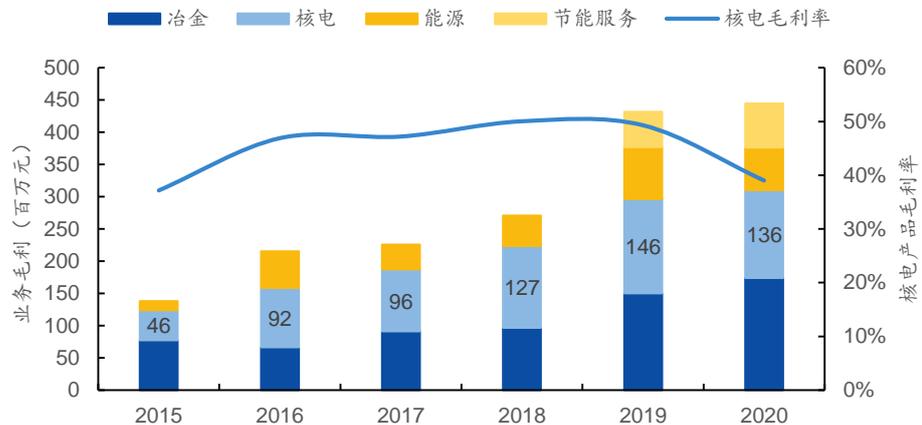
3.1 核电阀门壁垒高，盈利能力强

核电站以核反应堆来代替火电站的锅炉,以核燃料在核反应堆中发生特殊形式的“燃烧”产生热量,使核能转变成热能来加热水产生蒸汽。核电站主要由核岛(NI)、常规岛(CI)和电站辅助设施(BOP)组成。核岛(NuclearIsland)也称1回路,是核电站安全壳内的核反应堆及与反应堆有关的各个系统的统称,链式裂变反应在反应堆中进行,产生的大量热量由1回路的冷却水带出反应容器,通过蒸汽发生器传给2回路的水;常规岛也称2回路,连接蒸汽发生器和汽轮机,由1回路传来的热能通过蒸汽发生器形成水蒸气,水蒸气推动汽轮机旋转,并带动发电机转子旋转发电。按照在核电站的安装部位,核电阀门可分为核岛阀门、常规岛阀门和电站辅助设施BOP阀门。按照核安全级别,核电阀门可分为核级阀门和非核级阀门(NC),核级阀门又可以细分为核1级、核2级和核3级阀门,其中核1级要求最高。

公司在核电领域有连续多年的供货业绩,蝶阀、球阀产品已经得到客户深度信任,竞争对手较少,毛利水平高。公司在2006年成为岭澳核电二期工程的核级蝶阀、球阀设备国内唯一供货商;在2006至2007年度成为秦山二期扩建工程的核级蝶阀、球阀设备国内唯一供货商;在2008年和2009年我国核电工程用阀门的一系列国际招标中,公司为核级蝶阀和核级球阀唯一中标企业,成为我国核电阀门自主化的重要生产企业。由于核电对阀门安全可靠要求高,主要竞争壁垒自来资质和供货业绩,

公司连续多年的供货业绩，品牌在核电领域已经得到客户深度信任，竞争对手较少，毛利率高于其他领域阀门，如果核电实现快速增长，对公司利润的贡献将非常显著。

图 14：核电业务毛利率高业务贡献利润比重大



资料来源：公司年报，国元证券研究所

3.2 三代核电技术进入推广阶段，单机组订单价值量提升趋势明显

受全球首个 AP1000 核电项目—浙江三门核电站未能如期投产等原因的影响，2016-2018 年，我国核电行业经历了 3 年多的“零审批”状态。由于 2011 年 3 月日本福岛核电站事故，2012-2014 年国内暂停了新的核电项目的审批，基于安全性角度，进行了一系列的自查与标准提升。2015 年核准红沿河 5/6、福清 5/6、防城港 3/4、田湾 5/6 等 8 台新建核电机组，自 2016 年中田湾 6 号机组开建后，国内新建核电项目都将采用三代标准。2009 年 3 月 31 日，三门核电站 1 号机组开始浇注核岛第一罐混凝土，成为全球首台 AP1000 核电机组。按原计划，三门 1 号机组应在 2013 年建成投产发电，但由于主泵、爆破阀、飞轮等关键设备出现问题，推迟多年，自 2017 年起至 2019 年，三门一期两台机组多次设计修改、技术调试，2020 年三门核电已经实现正常盈利。

随着三代核电机组陆续商运，技术成熟性逐步得到验证，并进入推广阶段，中国核能行业协会预计，我国核电建设有望按照每年 6 至 8 台持续稳步推进。2019 年，共有 5 台机组获得核准（漳州 1/2 号、太平岭 1/2 号，石岛湾核电），2020 年截止目前，共有 4 台机组获得核准（海南昌江 3/4 号、三澳 1/2 号）。三门核电站顺利投产发电，三代技术成熟性得到验证，中国核能行业协会 2020 年 6 月发布的《中国核能发展报告(2020)》提出，“十四五”期间及更长的时间里，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 至 8 台持续稳步推进。

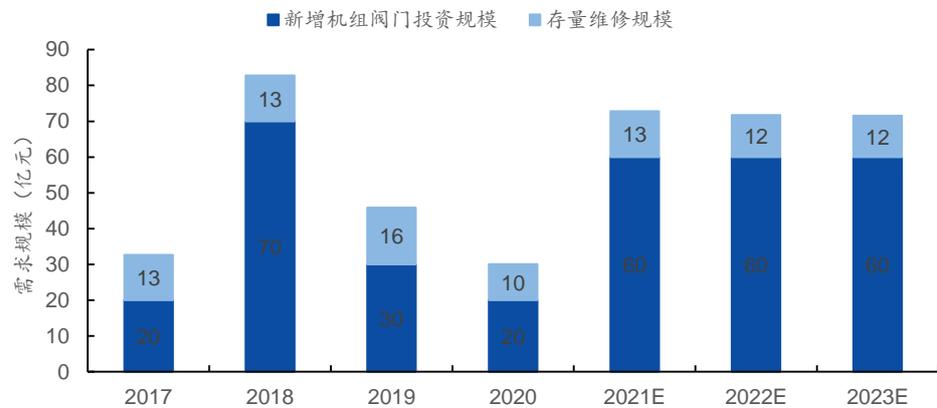
表 4：国内核电机组预计建设进度

序号	项目	项目公司	管理业主	预计起始年份	预计型号	预计装机容量 (MW)
1	国核示范一期	国核示范电站有限责任公司	国电投	2019	CAP1400	2*1400
2	陆丰一期	中广核陆丰核电有限公司	中广核	2019	CAP1000	2*1250
3	海阳二期	山东核电公司	国电投	2019	CAP1000	2*1250
4	徐大堡一期	中核辽宁核电有限公司	中核	2019	CAP1000	2*1150
5	田湾三期	中核江苏核电有限公司	中核	2019	VVER1200	2*1200
6	漳州一期	中核电漳州能源有限公司	中核	2020	HPR1000	2*1150
7	惠州一期	中广核惠州核电有限公司	中广核	2020	HPR1000	2*1150
8	三门二期	三门核电有限公司	中核	2020	CAP1000	2*1250
9	国核示范二期	国核示范电站有限责任公司	国电投	2021	CAP1400	2*1400
10	宁德二期	福建宁德第二核电有限公司	大唐/中广核	2021	HPR1000	2*1150
11	华能霞浦一期	华能霞浦核电有限公司	华能	2021	CAP1000	2*1000
12	昌江二期	海南核电有限公司	中核	2022	HPR1000	2*1150
13	防城港三期	防城港核电有限公司	中广核	2022	HPR1000	2*1150
14	海阳三期	山东核电有限公司	国电投	2022	CAP1000	2*1250
15	海兴一期	中核华电河北核电有限公司	中核	2023	CAP1000	2*1250
16	台山二期	中广核台山第二核电有限公司	中广核	2023	HPR1000	2*1150
17	廉江一期	国核湛江核电有限公司	国电投	2023	CAP1400	2*1400

资料来源：中国核能行业协会，国元证券研究所

公司核电阀门产品的市场需求 2021 年预计实现较大增长，原因在于 2021 年核电机组建设节奏加快。核电阀门需求主要来源于两个方面，一是国内新建核电站对相关阀门产品的需求，二是已建成核电站商业运行期间对核电阀门的维修更换需求。阀门投资占核电机组投资额的 5%，用市场通用的 1250MW 的核电投资 200 亿元作为计算依据，每一个新增机组阀门需求约 10 亿元，预计每年建设 6-8 台核电机组对应阀门需求规模 60-80 亿元。核电机组的大修分为换料大修、首次换料大修和十年换料大修，首次换料大修一般在首次核电机组换料循环后 12 个月，换料大修周期一般在 12-18 个月，十年换料大修周期一般为十年，我们预计维修更换需求规模每年约 10 亿元左右。

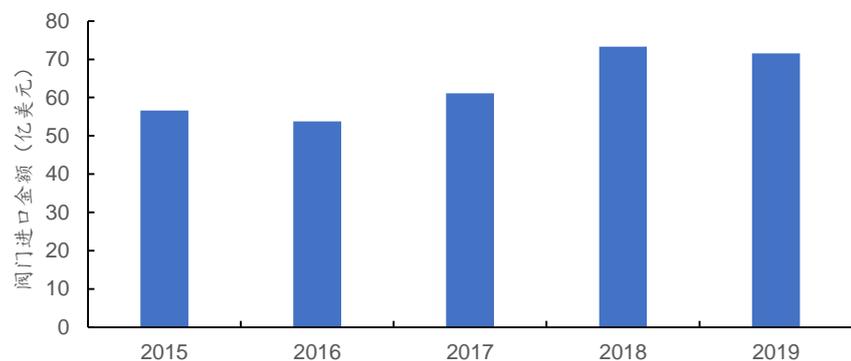
图 15: 核电阀门需求规模及预测



资料来源: Wind, 国元证券研究所

由于进口替代以及产品线扩充,公司单机组订单价值量从由原来的 5000 万左右增加到 7000 多万,未来有望突破 1 亿元。核电阀门按照阀门种类可分为闸阀、截止阀、止回阀、隔膜阀、蝶阀、球阀、调节阀、安全阀等,公司生产的核电阀门主要为核电蝶阀、球阀。国内其他具有资格企业的强项核电阀门产品均不同于公司,如中核科技是国内核级闸阀、截止阀和止回阀的主要供应商。由于研发创新以及贸易战的倒逼,公司核电产品线进一步增加,公司单机组订单价值量从由原来的 5000 万元左右增加到 7000 多万元,未来有望突破 1 亿元。近两年通过研发创新以及贸易战的倒逼,公司核电产品线进一步增加了调节阀,仪表阀、隔膜阀、气动膜片。我国每年阀门进口 70 多亿美金,就某些产品而言,国内产品具有研发实力,但是没有应用机会,贸易摩擦为国产阀门产品应用创造了机会,加速了进口替代进程。

图 16: 我国进口阀门金额每年达数百亿元替代空间广阔

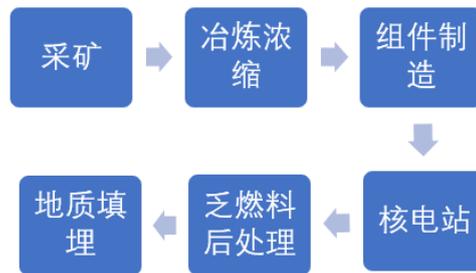


资料来源: 国家统计局, 国元证券研究所

3.3 乏燃料处理带来新的业绩驱动力

核电站所用的燃料随着核电的运行，燃料中裂变核素逐步消耗，不足以维持裂变反应，从反应堆取出的燃料称为乏燃料。目前，我国核电站所产生的乏燃料的处理方式主要有在堆贮存（核电站内贮存）、离堆贮存（核电站外贮存）和后处理。其中离堆贮存又是后处理的先决条件。随着核电的快速规模化发展，越来越多的核电站乏燃料将从反应堆卸出，如不及时对其进行安全离堆贮存和处理，将给核电站长期的安全稳定运行带来风险。

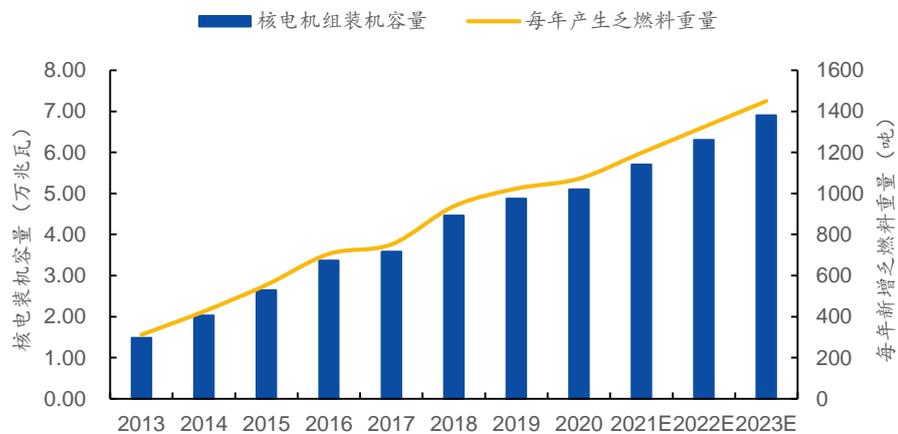
图 17：乏燃料循环过程



资料来源：国元证券研究所

乏燃料规模增长迅速，预计到 2023 年有接近 1000 吨的年外运量。核电站投入运行后第二年开始卸料，按照每 100 万 kW 年产生乏燃料 21 吨计算，乏燃料在堆贮存 5 年后外运，2020 年我国核电总装机容量达到 5103 万 kW，在建装机容量达到 3000 万 kW，2030 年总装机容量预计达到 1.5 亿 kW。依据我国的核电规划，在核电站陆续投运的情况下，到 2023 年，有接近 1000 吨的年外运量，乏燃料的产生量和累计量呈现快速上涨的趋势。

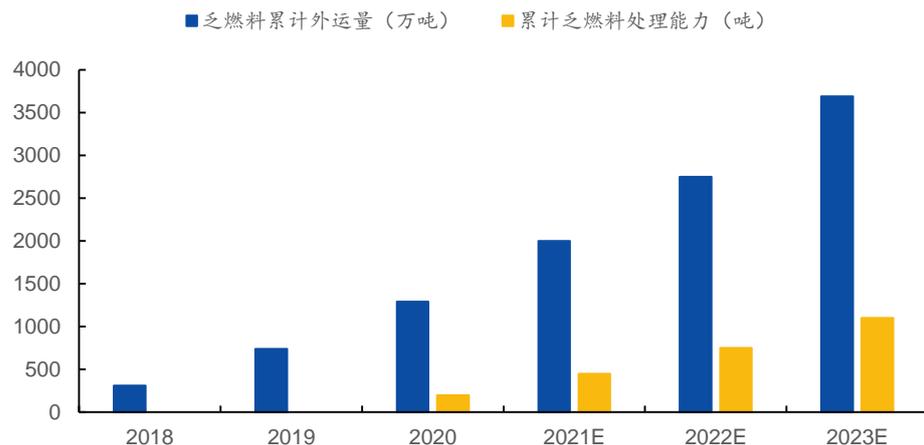
图 18：我国核电装机容量以及每年新增乏燃料规模



资料来源：Wind，国元证券研究所

我国短期内核电站乏燃料离堆贮存能力有 1300 吨，后处理能力 50 吨，预计到 2030 年至少再增加 1000 吨。目前秦山第二核电站一、二号机组、大亚湾核电站和岭澳核电站在堆贮存水池已饱和或即将饱和，大亚湾核电站乏燃料已开始向岭澳二期倒运。另外秦山核电站、岭澳核电站（二期）的核电机组在堆贮存水池在 2021-2025 年期间将陆续达到饱和，因此建设大规模乏燃料贮存后处理厂的需求越来越强烈。我国于 2010 年建成第一座乏燃料后处理中间试验厂—中核四零四厂，该厂拥有一座容量为 500 吨的乏燃料贮存水池，目前已经达到满容。在同厂址扩建的贮存水池已经建设完成，该设施具有 800 吨的贮存能力，年处理 50 吨乏燃料的能力，尚无法满足日益增长的处理需求。2012 年，中核集团发布了“龙腾 2020”科技创新计划，首批入选的项目，包括具有中国自主知识产权的 200 吨大型商用乏燃料后处理示范工程。按照“龙腾 2020”计划，这些示范工程和项目均将于 2020 年前开工建设。2013 年 4 月，中核集团与法国阿海珐公司签署了中国大型商业后处理-再循环工厂项目合作意向书，计划 2030 年建成具备年 800 吨的乏燃料后处理能力，从已经成立的项目来看，2030 年之前我国乏燃料处理能力至少达到 1000 吨。

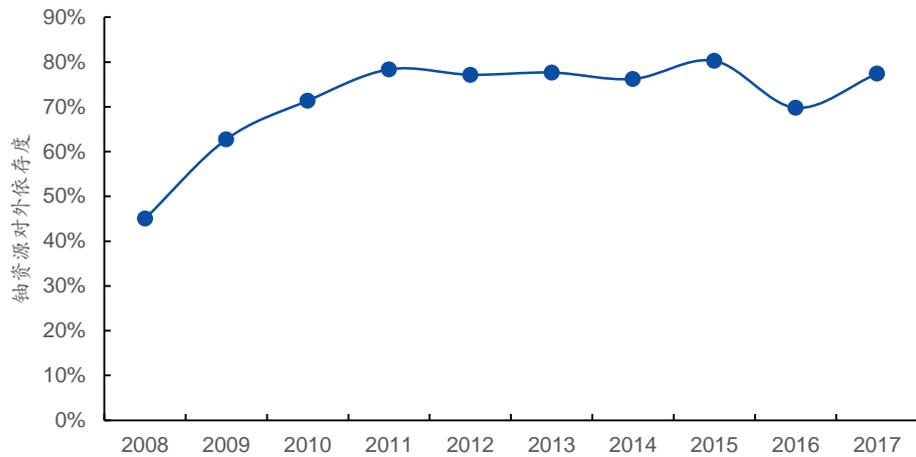
图 19：乏燃料累计离堆储存量与乏燃料处理能力预计保持增长



资料来源：国元证券研究所

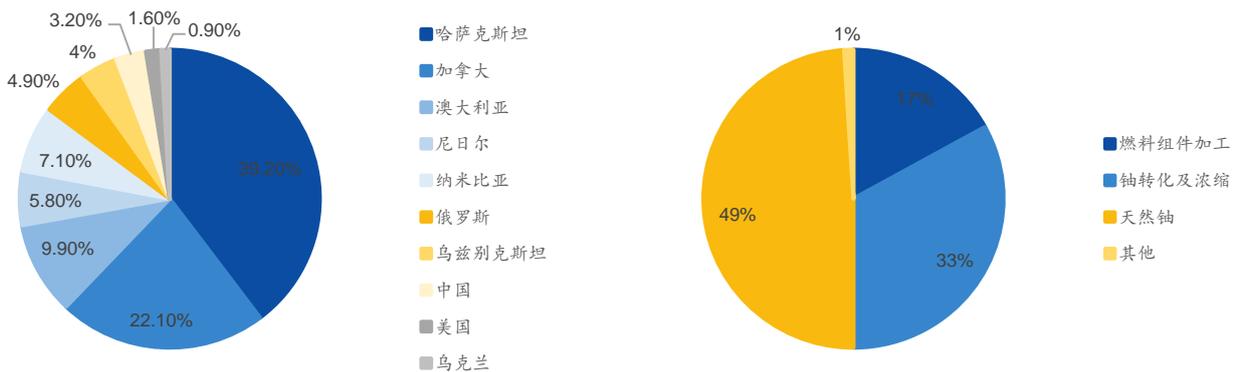
我国铀燃料对外依存度较高，核电成本除了工程技术还受国际形势制约，经过后处理可以提高铀资源利用率，降低原料成本。核燃料成本中天然铀成本占比近 5 成，但是我国铀资源对外依存度基本在 70% 以上，铀资源价格受到国际形势制约，核电的成本将不再是技术和工程层面的问题，核电发展受国际形势的影响程度也将凸显出来。铀矿资源丰富的国家包括哈萨克斯坦、加拿大、澳大利亚等国家。理论上，轻水堆核电站运行只消耗了天然铀资源的 0.6% 左右。从核电站中卸出的乏燃料中含 95% 的铀（铀-235 和铀-238）和 1% 的钚，经过后处理，铀-235 可重新制成燃料，在压水堆中使用，提高铀资源利用率 30%。

图 20：我国铀资源对外依存度长期维持高位



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 21：2017 年全球主要国家铀资源生产量占比统计情况 图 22：核燃料成本结构中天然铀占比接近一半



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

公司 2019 年布局了乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目，在首台套 200 吨的项目上，获取近 4 亿订单，后续订单量将随处理量同步增长。从 2019 年开始，公司投资 7500 万元对乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目进行布局，项目建成后，形成年产气动送样系统 1 套、贮存井约 1500 个、空气提升系统约 300 套的生产能力。气动送样系统是一种专用的传输系统，通过将放射性样品装在样品瓶中，再通过管道内的压差驱动样品瓶运动，将样品从高放取样现场远距离传送到分析实验室进行检测分析，是后处理厂及时准确获取分析结果并实现工艺物料监控的前提和关键环节，是后处理生产过程正常运行的关键设备之一。产品库贮存井位于产品库内，主要用于存放乏燃料后处理后得到的成品。贮存井是盛放后处理产品的主要容器，其有效运行是确保后处理产品存放质量的关键。空气提升系统用于将工艺系统底部的反应料液输送至地面，以便于取样系统进行分析取样，是连接工艺系统和取送样系统的

关键系统。国内暂未见有生产与本项目相同产品的厂商。在相同规格相同质量条件下，公司产品的价格远低于进口产品，仅为进口产品的 1/2~2/3，可以大幅降低业主单位的建设和运营成本。在首台套 200 吨的项目上，公司获取 3.7-3.8 亿总的订单。

4. 布局新业务领域，开拓成长空间

4.1 炼化一体化建设持续推进，能源领域订单充足

2016 年以来在供给侧改革政策驱动下，七大石化产业基地和其他地区掀起建设炼化一体化项目热潮，新产能建设仍在持续，公司能源领域订单充足。炼化一体化，是指炼油和石脑油裂解油品和生产化学品相结合的一体化生产模式。采取炼油、乙烯、芳烃一体化联合布局，原油加工产品附加值可提高 25%，节省建设投资 10% 以上，提高节能减排效果 15% 左右。2016 年，国务院推进“供给侧改革”，投资建设高水平的石化项目，提供高品质成品油及市场需要的中高端化工产品，促进产业升级，是石油化工行业“供给侧改革”的重要内容。“十三五”期间，国家发改委重点规划发展了七大石化产业基地。2016-2020 期间，国家淘汰规模不经济、环保不达标的产能，并积极推进七大石化产业基地的世界级规模炼化一体化项目。除了七大石化基地外，浙江舟山、广东茂名湛江、辽宁盘锦、山东等地也掀起了建设炼化项目的高潮。

表 5：国内主要炼化一体化建设项目

项目	炼油	乙烯	聚烯烃	投资额 (亿元)	投产年份	
恒力	一期	2000	-	PP: 45	740	2018 年
	二期	-	150	HDPE: 40, PP: 20+20	1500	2025 年
浙石化	一期	2000	140	FDPE: 45, HDPE: 30, PP: 45+45	901.6	2019 年
	二期	2000	150	FDPE: 45, EVA/LDPE: 10/30, PP: 45+45	829.3	2022 年
盛虹炼化		1600	110	EVA: 30	677	2021 年
恒逸文莱 PMB	一期	800	-	-	34.5 亿美元	2019 年
	二期	1400	150	FDPE: 60, HDPE: 45, PP: 50+50	136.54 亿美元	2023 年
中科炼化	一期	1000	80	HDPE: 35, PP: 35+20, EVA: 10	440	2020 年
	二期	1500	120	PE: 45, PP: 70, EVA: 20	超过 400 亿元	
中化泉州	二期	300	100	HDPE: 40, EVA: 20	325	2020 年
古雷炼化	一期	-	80	EVA: 30, PP: 35	278.8	2020 年
	二期	1600	120	-	345.7	2023 年
广东石化		2000	120	HDPE: 40, FDPE: 60, PP: 60	654	2022 年
华锦阿美石化		1500	150	-	超过 100 亿美元	2024 年
埃克森美孚惠州	一期	-	120	LLDPE, LDPE, 抗冲 PP, 均聚 PP	342.9	2023 年
	二期	-	120	-	307.77	
巴斯夫湛江		-	100	-	704	2022 年
旭阳石化		1500	120	HDPE: 40, LLDPE: 35, PP: 30+30	578.37	2022 年
锦江石化		1000	150	PE, PP	300	
镇海炼化	二期	1500	120	HDPE: 30, PE: 30, PP: 30	500	2022 年
海南炼化	二期	500	-	LDPE: 20, HDPE: 35, PP: 25+20	417	2020 年

中海油/壳牌	三期	-	-	-	396	
裕龙岛大炼化	一期	2000	300	-	1341	2025 年

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

根据公司拓展氢能源应用领域特种阀门的战略规划，2019 年公司向南通神通新能源科技有限公司注资 500 万元，公司出资所占比例为 35%，通过该项投资，公司布局氢能源行业，主要面向氢燃料电池、储氢系统及加氢站等氢能源产业领域所需的特种高压阀门产品开展研发、设计和生产，目前样机已经处于试验阶段。

4.2 EMC 模式在“碳中和”背景下成为冶金企业的最优选择

EMC 指节能服务公司通过与企业签订服务合同，给企业提供节能改造的相关服务，并从企业节能改造后获得的节能效益中收回投资的一种商业模式。 EMC 是一种新型的市场化节能机制，概念起源于 20 世纪 70 年代初爆发的第一次世界能源危机，而基于 EMC 机制运作的、以赢利为目的专业化公司称为节能服务公司，国内称 EMCo (Energy Management Corporation)。节能改造项目的全部投资和大部分风险由 EMCo 承担，企业无需投入任何资本和承担任何风险，只需要用节能效益来支付 EMCo 的节能改造费用，就可以获得有保证的节能量。与传统的节能投资方式相比，EMC 模式节能效果好。节能率一般在 10%-60%，最高可达 90% 以上。EMC 模式在“碳中和”背景下成为冶金企业的最优选择。

表 6：EMC 主要业务模式

EMC 业务模式	模式简介
节能效益分享模式	在项目合同期内，由 EMCo 与企业双方共同确认节能率之后，双方按比例来分享节能效益。
能源费用托管模式	由 EMCo 负责改造企业的高能耗设备，并管理其新建的用能设备。在项目合同期内，EMCo 按照双方约定的能源费用和管理费用承包企业的能源消耗和日常维护工作。
节能量保证模式	在项目合同期内，EMCo 向企业承诺一定比例的节能量，用于支付工程成本，而达不到承诺节能量的部分，由 EMCo 自己负担；超出承诺节能量的部分双方分享，直到 EMCo 收回全部节能项目投资后，项目合同结束。

资料来源：国元证券研究所

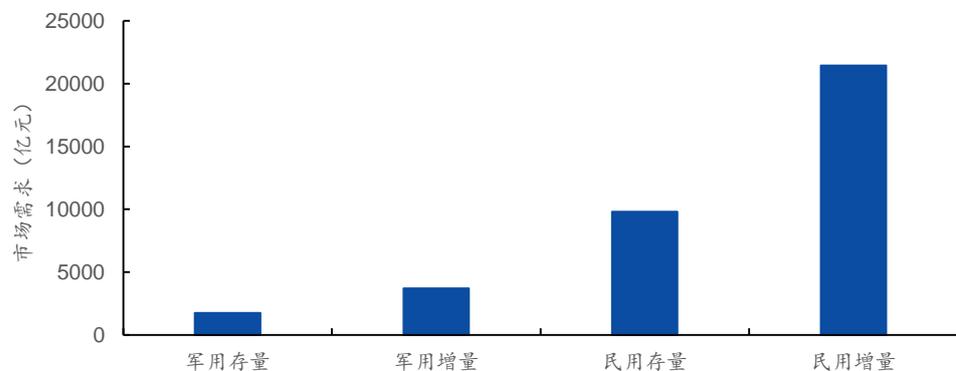
近期瑞帆节能又斩获邯郸钢铁 16 亿元 EMC 订单，折算到自然年度内的营业收入预估接近 2 亿元/年。 2017 年公司以现金 3.26 亿元收购瑞帆节能 100% 股权，瑞帆节能涉及业务领域包括高炉煤气除尘干湿法节能减排改造技术、脱硫脱硝系统节能技术、工业窑炉余热余压回收利用技术、电机系统节能改造技术、燃烧控制管理系统技术的研发及服务、合同能源管理项目投资。本次邯郸钢铁 EMC 项目总投资 7.9 亿元，其中基建及配套工程费 2.7 亿元，设备购置费 3.8 亿元，材料购置费 1.1 亿元，建设期利息 3140 万元。项目建设期 1.5 年，自 2021 年 6 月开始建设，预计 2023 年 1 月进行投产。节能效益分享期 99 个月，项目移交时间为节能效益分享期满时。效益分享期结束时，本项目全部财产所有权由乙方无偿转交给甲方。进入效益分享期之日

起，每季度计量统计一次，甲乙双方共同确认上网电量及应分享金额，效益分享比例为甲方 48%，乙方 52%，折算到自然年度内的营业收入预估接近 2 亿元/年。

4.3 战略投资鸿鹏航空动力，航天军工业务迈上新台阶

公司作为战略投资方持有鸿鹏航空动力有限公司 19.90% 的股权，参与航空航天配套装备等新业务领域。江苏神通于 2020 年 11 月 2 日签署了《关于无锡鸿鹏航空动力有限公司之增资协议》。公司以人民币 2981 万元向目标公司增资，本次投资完成后，公司将持有目标公司增资后 19.90% 的股权。公司在特种锻造、精密加工等生产环节积累的技术及生产能力，与鸿鹏的航空发动机及其相关配套产品，存在产业协同及合作机会。通过本次投资可为公司切入航空航天配套装备等新业务领域提供良好契机。鸿鹏航空动力主要从事通用航空动力装置的研发设计、装配生产、试验、销售和维修保障业务，主要面向固定翼无人机、运输机、直升机、通用航空等应用开发系列涡桨发动机及其涡喷、涡轴衍生产品。公司核心团队成员专注于飞机、航空发动机的引进、研制和生产以及维修保障，在行业领域内享有较高的知名度和较强的实际操作能力。海外限制航发产品向大陆出口的背景下，鸿鹏产品在国内具备稀缺性，未来随着军用、军贸产品需求增长和货运无人机等民品需求逐步上量，下游需求将加速增长，“十四五”期间市场空间超千亿。此外，发动机产品生命周期内维保投入远大于新购置价格，随着存量机型增加，后市场需求也将推动鸿鹏业绩持续增长。

图 23：未来 10 年国内航空发动机需求规模预测



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

基于以上章节对公司主要业务的分析，关键假设如下：

(1) 冶金行业板块：不考虑通用阀门领域收入贡献，冶金特种阀门收入来自技术改造的需求随钢铁企业环保投入加大而增加，新置换政策要求下，置换新产能有望重新释放，预计 2021/2022/2023 年冶金阀门收入增速分别为 16%/16%/15%，参考历史

数据，毛利率比较稳定，假设毛利率维持 35%。

(2) 核电行业板块：假设未来 3 年每年保持 6-8 台机组的建设节奏，每年新增乏燃料处理能力保持增长，公司乏燃料处理订单相应增加，由于产品线扩充以及进口替代，公司在核电领域市占率有望持续增加，预计 2021/2022/2023 年核电板块收入增速分别为 98%/24%/11%。核电业务技术壁垒高，公司毛利率一直保持较高水平，假设维持 39%。

(3) 能源行业板块：公司近年来为恒力炼化一体化项目、浙江石化炼化一体化项目提供了大量阀门产品，炼化一体化建设仍在持续，同时考虑到备件更换需求，预计 2021/2022/2023 年能源板块收入增速分别为 15%/26%/14%。能源化工阀门领域竞争比较激烈，参考历史水平，假设毛利率维持 15%。

(4) 节能服务业务板块：瑞帆节能子公司近期中标 16 亿元，2023 年 1 月进行投产，预计 2023 年收入将大幅增加，考虑到下游环保需求旺盛，预计 2021/2022/2023 年节能服务板块收入增速分别为 20%/30%/120%，假设毛利率分别为 39%/39%/33%。

表 7：公司四个主要业务板块分拆预测情况

单位：万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
冶金						
收入	27759	43921	49111	57020	66198	76274
YOY	16%	58%	12%	16%	16%	15%
毛利率	35%	34%	35%	35%	35%	35%
毛利	9652	14999	17366	20162	23407	26971
成本	18106	28921	31745	36857	42790	49304
业务收入比例	26%	33%	31%	27%	26%	24%
核电						
收入	25369	29635	34557	68545	84989	94128
YOY	24%	17%	17%	98%	24%	11%
毛利率	50%	49%	39%	39%	39%	39%
毛利	12690	14604	13639	27055	33545	37152
成本	12678	15029	20917	41490	51444	56976
业务收入比例	23%	22%	22%	33%	33%	30%
能源						
收入	40162	44458	43420	49819	62658	71198
YOY	72%	11%	-2%	15%	26%	14%
毛利率	12%	18%	15%	15%	15%	15%
毛利	4739	8065	6639	7617	9580	10886
成本	35422	36392	36781	42202	53078	60312
业务收入比例	37%	33%	27%	24%	25%	23%
节能服务						
收入	10968	10618	17335	20802	27043	59494
YOY	172%	-3%	63%	20%	30%	120%

毛利率	52%	39%	39%	39%	33%
毛利	5522	6816	8113	10547	19633
成本	5096	10519	12689	16496	39861
业务收入比例	8%	11%	10%	11%	19%

资料来源：国元证券研究所

5.2 估值

2021 年高毛利核电阀门业务开始发力，由于碳中和的政策要求，公司冶金特种阀门以及瑞帆节能子公司业务量将实现增长，预计 2021/2022/2023 年公司整体收入分别为 21/26/32 亿元，增速分别为 33%/21%/24%，归母净利润分别为 3.01/3.95/5.19 亿元，增速分别为 39%/31%/31%。采用相对估值法，我们选择与公司业务接近的两家 A 股阀门制造公司纽威股份与中核科技作为可比公司，其中纽威股份阀门产品广泛应用于全球石油、天然气、炼油、化工、船舶、电厂、长输管线及核电等工业。中核科技主营业务为各类工业用阀门和工程建设项目用阀门，产品覆盖核电、石化、公共工程等领域。中核科技目前无法获得业绩一致预期数据，以 4 月 14 日为基准日，纽威股份 2020/2021/2022 年 PE 平均值分别为 18/15/12 倍，考虑到江苏神通更高的预期业绩增速，给予公司 2021 年 27 倍 PE，公司合理市值为 81 亿元，目前公司市值为 65 亿元，给予“买入”评级。

表 8：可比公司盈利预测及估值情况(2021 年 4 月 14 日)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总股本 (百万股)	净利润 (百万元)				PE			
				2020A	2020E	2021E	2022E	2020A	2020E	2021E	2022E
603699.SH	纽威股份	13	750	544	679	820	18.2	14.59	12.08		
000777.SZ	中核科技	13	383	105			46.54				
	平均 PE						46.54	18.20	14.59	12.08	

资料来源：Wind，国元证券研究所

6. 风险提示

核电审批及建设进度低于预期、乏燃料处理量增长不及预期、钢铁行业节能技术改造需求低于预期、钢铁置换新产能建设大幅放缓、公司通用阀门领域拓展进度缓慢、炼化一体化产能建设已过高峰期进入下降阶段、EMC 项目回收期过长或难以回收初期投入等。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2264.53	2418.57	3041.14	3642.31	4445.93
现金	240.14	293.84	389.77	472.61	584.19
应收账款	586.45	615.76	803.86	963.11	1176.14
其他应收款	15.03	20.07	26.62	32.28	39.90
预付账款	64.14	67.58	90.79	109.99	136.77
存货	750.56	772.92	1022.96	1272.35	1602.75
其他流动资产	608.21	648.39	707.15	791.98	906.18
非流动资产	1093.97	1171.74	1129.90	1147.68	1174.17
长期投资	28.56	30.22	30.22	30.22	30.22
固定资产	621.80	587.14	649.74	697.22	740.81
无形资产	121.58	129.63	119.54	109.44	99.34
其他非流动资产	322.03	424.74	330.40	310.79	303.81
资产总计	3358.50	3590.31	4171.04	4789.98	5620.11
流动负债	1304.73	1347.08	1548.34	1774.91	2085.56
短期借款	335.78	317.00	509.40	538.30	574.83
应付账款	362.85	470.99	632.69	766.49	953.15
其他流动负债	606.10	559.09	406.25	470.12	557.57
非流动负债	83.51	81.22	157.55	156.46	156.74
长期借款	26.68	22.50	97.50	97.50	97.50
其他非流动负债	56.83	58.72	60.05	58.96	59.24
负债合计	1388.24	1428.30	1705.88	1931.37	2242.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	485.76	485.76	485.76	485.76	485.76
资本公积	813.90	813.90	813.90	813.90	813.90
留存收益	670.61	862.36	1163.10	1558.16	2077.09
归属母公司股东权益	1970.26	2162.01	2465.15	2858.61	3377.81
负债和股东权益	3358.50	3590.31	4171.04	4789.98	5620.11

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	114.08	150.40	-116.99	157.65	195.76
净利润	172.03	216.03	300.75	395.06	518.93
折旧摊销	82.64	91.66	73.47	85.60	98.01
财务费用	18.96	17.54	13.05	18.05	16.93
投资损失	-23.31	-15.85	-15.85	-15.85	-15.85
营运资金变动	-170.58	-153.29	-543.45	-351.30	-458.73
其他经营现金流	34.33	-5.70	55.04	26.08	36.48
投资活动现金流	-31.97	-48.51	-35.96	-84.06	-104.06
资本支出	58.32	141.66	80.00	100.00	120.00
长期投资	-57.56	-81.35	-28.10	0.00	0.00
其他投资现金流	-31.20	11.80	15.94	15.94	15.94
筹资活动现金流	-54.40	-71.03	248.87	9.25	19.87
短期借款	-11.22	-18.78	192.40	28.90	36.53
长期借款	-12.00	-4.18	75.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-31.10	-48.06	-18.52	-19.65	-16.66
现金净增加额	27.69	30.92	95.93	82.84	111.58

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1348.22	1585.55	2103.18	2550.20	3152.27
营业成本	863.47	1076.03	1445.44	1751.14	2177.58
营业税金及附加	13.22	15.47	20.52	24.88	30.75
营业费用	133.90	102.08	130.00	130.00	130.00
管理费用	69.63	74.73	98.85	119.86	145.00
研发费用	63.41	64.85	90.00	90.00	90.00
财务费用	18.96	17.54	13.05	18.05	16.93
资产减值损失	-29.56	-15.31	-15.31	-15.31	-15.31
公允价值变动收益	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10
投资净收益	23.31	15.85	15.85	15.85	15.85
营业利润	191.39	246.96	351.37	462.33	608.05
营业外收入	1.03	4.09	4.09	4.09	4.09
营业外支出	1.78	1.64	1.64	1.64	1.64
利润总额	190.64	249.41	353.82	464.77	610.50
所得税	18.61	33.38	53.07	69.72	91.58
净利润	172.03	216.03	300.75	395.06	518.93
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	172.03	216.03	300.75	395.06	518.93
EBITDA	292.99	356.16	437.89	565.98	722.99
EPS (元)	0.35	0.44	0.62	0.81	1.07

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	23.98	17.60	32.65	21.25	23.61
营业利润 (%)	97.26	29.03	42.28	31.58	31.52
归属母公司净利润 (%)	66.47	25.58	39.21	31.36	31.35
获利能力					
毛利率 (%)	35.95	32.14	31.27	31.33	30.92
净利率 (%)	12.76	13.63	14.30	15.49	16.46
ROE (%)	8.73	9.99	12.20	13.82	15.36
ROIC (%)	10.26	11.18	12.07	14.07	15.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.34	39.78	40.90	40.32	39.90
净负债比率 (%)	26.97	24.29	35.58	32.92	29.98
流动比率	1.74	1.80	1.96	2.05	2.13
速动比率	1.12	1.19	1.26	1.29	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.46	0.54	0.57	0.61
应收账款周转率	2.25	2.38	2.70	2.63	2.68
应付账款周转率	2.21	2.58	2.62	2.50	2.53
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.44	0.62	0.81	1.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	0.31	-0.24	0.32	0.40
每股净资产 (最新摊薄)	4.06	4.45	5.07	5.88	6.95
估值比率					
P/E	35.92	28.60	20.54	15.64	11.91
P/B	3.14	2.86	2.51	2.16	1.83
EV/EBITDA	20.67	17.01	13.83	10.70	8.38

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188