

# 江苏神通 (002438)

证券研究报告

2021 年 04 月 21 日

## 高毛利业务占比提升，深耕核电产业链取得实质性成果

**事件：**公司公布 2020 年年报，业绩表现亮眼，营业收入增长 17.60%，归母净利润增长 25.58%，利润端好于收入端：1) 2020 年公司实现营收 15.86 亿元，同比+17.60%，Q4 实现营收 4.5 亿元，同比+62.06%；2) 全年实现归母净利润 2.16 亿元，同比+25.58%，Q4 实现归母净利 0.54 亿元，同比+32.40%；3) 全年实现扣非净利润 1.92 亿元，同比+36.27%，Q4 实现扣非净利润 0.49 亿元，同比+61.33%。4) 全年公司经营性现金流净额 1.50 亿元，同比+31.83%，现金流净利润比 69.44%，经营质量较高。

**公司高毛利业务持续增长，业务结构改善：**拆分公司四大业务线来看，冶金、核电、能源、节能服务四大业务线全年分别营收 4.9/3.5/4.3/1.7 亿元，同比+11.82%/+16.61%/-2.33%/+63.26%，核电和节能服务两大高毛利业务增长迅速，公司业务结构改善。

**净利率持续改善：**全年公司毛利率 32.14%，同比-3.81pct，净利率 13.63%，同比+0.87pct，毛利率下降主要原因系根据新会计准则运费从销售费用转移到营业成本所致；净利率同比改善，公司本期期间费用率 16.35%，同比下降 4.86pct，主要系新会计准则导致销售费用率大幅下降，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.44%/4.71%/4.09%/1.11%，同比分别变动 -3.49pct/-0.46pct/-0.3pct/-0.61pct。

**积极布局乏燃料后处理关键设备，开辟核电新业务：**随着我国核电规模的持续增长，根据国家确定的核燃料闭式循环政策，已启动了乏燃料后处理商业化装置的建设，公司已成功切入乏燃料后处理专业设备领域，2020 年公司又斩获近 2.8 亿元订单，深耕核电产业链取得了实质性成果。

**碳中和政策下加速拓展 EMC 业务：**2020 年瑞帆节能共获得订单 4.18 亿元，3 月继续中标总金额约 16 亿元的订单，本次项目系钢铁行业的节能减排环保类业务，运营模式为合同能源管理 (EMC)，通过以节能效益的约定比例作为收入来源，解决钢厂节能系统技改升级的刚需与投入预算不足的矛盾，在碳中和政策的支持下有望成为钢厂节能减排的重要方式。

**增资无锡鸿鹏，加码航空航天配套装备业务：**公司向无锡鸿鹏增资 2981 万元，无锡鸿鹏业务与公司特种阀门业务线存在产业协同机会，此次增资同时为公司向航空航天配套装备业务的切入打下基础。

**盈利预测与投资评级：**综合考虑公司基本面情况，我们调整盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.9 亿、3.6 亿（前值 3.9 亿）和 4.6 亿，对应 PE 分别为 22.6、18 和 14.1，维持“买入”评级！

**风险提示：**核电审批进度不及预期；乏燃料处理项目建设不及预期；冶金行业和能源行业景气度下行导致公司营收下降。

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 机械设备/通用机械 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 12.85 元   |
| 目标价格   | 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)   | 6,241.97   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,839.07   |
| 每股净资产(元)      | 4.45       |
| 资产负债率(%)      | 39.78      |
| 一年内最高/最低(元)   | 14.29/7.25 |

### 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 李鲁靖                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110519050003 |     |
| lilujing@tfzq.com         |     |
| 朱晔                        | 联系人 |
| zhuyue@tfzq.com           |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《江苏神通-公司点评:子公司瑞帆节能斩获大单，碳中和政策下加速拓展 EMC 业务》2021-03-23
- 《江苏神通-首次覆盖报告:阀门领先企业，拓展多下游打开市场空间》2021-02-22

| 财务数据和估值     | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 1,348.22 | 1,585.55 | 1,912.95 | 2,323.24 | 2,801.90 |
| 增长率(%)      | 23.98    | 17.60    | 20.65    | 21.45    | 20.60    |
| EBITDA(百万元) | 401.08   | 437.08   | 399.23   | 485.12   | 592.85   |
| 净利润(百万元)    | 172.03   | 216.03   | 285.45   | 359.35   | 456.62   |
| 增长率(%)      | 66.47    | 25.58    | 32.13    | 25.89    | 27.07    |
| EPS(元/股)    | 0.35     | 0.44     | 0.59     | 0.74     | 0.94     |
| 市盈率(P/E)    | 37.50    | 29.86    | 22.60    | 17.95    | 14.13    |
| 市净率(P/B)    | 3.27     | 2.98     | 2.67     | 2.36     | 2.06     |
| 市销率(P/S)    | 4.78     | 4.07     | 3.37     | 2.78     | 2.30     |
| EV/EBITDA   | 9.38     | 14.46    | 15.95    | 12.30    | 9.83     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 240.14          | 293.84          | 153.04          | 464.65          | 616.42          |
| 应收票据及应收账款        | 757.64          | 897.13          | 1,122.10        | 1,072.07        | 1,262.84        |
| 预付账款             | 64.14           | 67.58           | 74.65           | 96.15           | 107.19          |
| 存货               | 750.56          | 772.92          | 1,004.94        | 1,044.55        | 1,293.85        |
| 其他               | 452.05          | 387.10          | 455.07          | 481.47          | 496.36          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,264.53</b> | <b>2,418.57</b> | <b>2,809.79</b> | <b>3,158.89</b> | <b>3,776.67</b> |
| 长期股权投资           | 28.56           | 30.22           | 30.22           | 30.22           | 30.22           |
| 固定资产             | 621.80          | 587.14          | 506.40          | 425.66          | 344.92          |
| 在建工程             | 50.89           | 91.94           | 137.02          | 137.02          | 137.02          |
| 无形资产             | 121.58          | 129.63          | 119.21          | 108.79          | 98.37           |
| 其他               | 271.14          | 332.80          | 328.39          | 325.16          | 291.94          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,093.97</b> | <b>1,171.74</b> | <b>1,121.24</b> | <b>1,026.86</b> | <b>902.48</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,358.50</b> | <b>3,590.31</b> | <b>3,931.03</b> | <b>4,185.75</b> | <b>4,679.15</b> |
| 短期借款             | 335.78          | 317.00          | 326.56          | 263.62          | 246.40          |
| 应付票据及应付账款        | 458.22          | 602.65          | 606.29          | 674.64          | 647.06          |
| 其他               | 510.73          | 427.43          | 554.98          | 488.05          | 624.43          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,304.73</b> | <b>1,347.08</b> | <b>1,487.83</b> | <b>1,426.32</b> | <b>1,517.90</b> |
| 长期借款             | 26.68           | 22.50           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | 56.83           | 58.72           | 30.00           | 30.00           | 30.00           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>83.51</b>    | <b>81.22</b>    | <b>30.00</b>    | <b>30.00</b>    | <b>30.00</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,388.24</b> | <b>1,428.30</b> | <b>1,517.83</b> | <b>1,456.32</b> | <b>1,547.90</b> |
| 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             | 1,484.51        | 1,676.25        | 1,927.45        | 2,243.67        | 2,645.50        |
| 其他               | (813.90)        | (813.90)        | (813.90)        | (813.90)        | (813.90)        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1,970.26</b> | <b>2,162.01</b> | <b>2,413.21</b> | <b>2,729.43</b> | <b>3,131.25</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3,358.50</b> | <b>3,590.31</b> | <b>3,931.03</b> | <b>4,185.75</b> | <b>4,679.15</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019           | 2020           | 2021E           | 2022E           | 2023E          |
|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 净利润            | 172.03         | 216.03         | 285.45          | 359.35          | 456.62         |
| 折旧摊销           | 82.64          | 91.66          | 91.16           | 91.16           | 91.16          |
| 财务费用           | 20.14          | 17.45          | 16.79           | 14.61           | 11.81          |
| 投资损失           | (23.31)        | (15.85)        | (10.00)         | (10.00)         | (10.00)        |
| 营运资金变动         | 93.05          | 17.08          | (369.10)        | (4.78)          | (323.25)       |
| 其它             | (230.47)       | (175.98)       | 0.00            | (0.00)          | 0.00           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>114.08</b>  | <b>150.40</b>  | <b>14.31</b>    | <b>450.34</b>   | <b>226.33</b>  |
| 资本支出           | 16.09          | 102.80         | 73.79           | 0.00            | 0.00           |
| 长期投资           | (57.66)        | 1.67           | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 其他             | 9.60           | (152.98)       | (167.25)        | (18.00)         | 10.00          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(31.97)</b> | <b>(48.51)</b> | <b>(93.45)</b>  | <b>(18.00)</b>  | <b>10.00</b>   |
| 债权融资           | 374.46         | 347.00         | 336.39          | 273.39          | 255.43         |
| 股权融资           | (11.89)        | (17.54)        | (16.79)         | (14.61)         | (11.81)        |
| 其他             | (416.98)       | (400.49)       | (381.25)        | (379.51)        | (328.19)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(54.40)</b> | <b>(71.03)</b> | <b>(61.66)</b>  | <b>(120.73)</b> | <b>(84.56)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>27.71</b>   | <b>30.86</b>   | <b>(140.80)</b> | <b>311.61</b>   | <b>151.77</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,348.22</b> | <b>1,585.55</b> | <b>1,912.95</b> | <b>2,323.24</b> | <b>2,801.90</b> |
| 营业成本             | 863.47          | 1,076.03        | 1,280.06        | 1,537.12        | 1,830.05        |
| 营业税金及附加          | 13.22           | 15.47           | 18.75           | 22.77           | 27.46           |
| 营业费用             | 133.90          | 102.08          | 126.25          | 151.01          | 179.32          |
| 管理费用             | 69.63           | 74.73           | 84.17           | 102.22          | 123.28          |
| 研发费用             | 63.41           | 64.85           | 95.65           | 116.16          | 140.10          |
| 财务费用             | 18.96           | 17.54           | 16.79           | 14.61           | 11.81           |
| 资产减值损失           | (29.56)         | (15.31)         | 10.00           | 10.00           | 10.00           |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.10            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 23.31           | 15.85           | 10.00           | 10.00           | 10.00           |
| 其他               | 0.50            | (12.74)         | (50.00)         | (50.00)         | (50.00)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>191.39</b>   | <b>246.96</b>   | <b>321.28</b>   | <b>409.35</b>   | <b>519.88</b>   |
| 营业外收入            | 1.03            | 4.09            | 5.00            | 1.00            | 1.00            |
| 营业外支出            | 1.78            | 1.64            | 1.90            | 2.00            | 2.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>190.64</b>   | <b>249.41</b>   | <b>324.38</b>   | <b>408.35</b>   | <b>518.88</b>   |
| 所得税              | 18.61           | 33.38           | 38.93           | 49.00           | 62.27           |
| <b>净利润</b>       | <b>172.03</b>   | <b>216.03</b>   | <b>285.45</b>   | <b>359.35</b>   | <b>456.62</b>   |
| 少数股东损益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>172.03</b>   | <b>216.03</b>   | <b>285.45</b>   | <b>359.35</b>   | <b>456.62</b>   |
| 每股收益（元）          | 0.35            | 0.44            | 0.59            | 0.74            | 0.94            |

| 主要财务比率         | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |         |
| 营业收入           | 23.98% | 17.60% | 20.65% | 21.45% | 20.60%  |
| 营业利润           | 97.26% | 29.03% | 30.09% | 27.41% | 27.00%  |
| 归属于母公司净利润      | 66.47% | 25.58% | 32.13% | 25.89% | 27.07%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |         |
| 毛利率            | 35.95% | 32.14% | 33.08% | 33.84% | 34.69%  |
| 净利率            | 12.76% | 13.63% | 14.92% | 15.47% | 16.30%  |
| ROE            | 8.73%  | 9.99%  | 11.83% | 13.17% | 14.58%  |
| ROIC           | 9.88%  | 12.72% | 14.87% | 16.02% | 20.84%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |         |
| 资产负债率          | 41.34% | 39.78% | 38.61% | 34.79% | 33.08%  |
| 净负债率           | 6.82%  | 2.46%  | 7.60%  | -7.01% | -11.53% |
| 流动比率           | 1.74   | 1.80   | 1.89   | 2.21   | 2.49    |
| 速动比率           | 1.16   | 1.22   | 1.21   | 1.48   | 1.64    |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |         |
| 应收账款周转率        | 1.95   | 1.92   | 1.89   | 2.12   | 2.40    |
| 存货周转率          | 1.77   | 2.08   | 2.15   | 2.27   | 2.40    |
| 总资产周转率         | 0.41   | 0.46   | 0.51   | 0.57   | 0.63    |
| <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |         |
| 每股收益           | 0.35   | 0.44   | 0.59   | 0.74   | 0.94    |
| 每股经营现金流        | 0.23   | 0.31   | 0.03   | 0.93   | 0.47    |
| 每股净资产          | 4.06   | 4.45   | 4.97   | 5.62   | 6.45    |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |         |
| 市盈率            | 37.50  | 29.86  | 22.60  | 17.95  | 14.13   |
| 市净率            | 3.27   | 2.98   | 2.67   | 2.36   | 2.06    |
| EV/EBITDA      | 9.38   | 14.46  | 15.95  | 12.30  | 9.83    |
| EV/EBIT        | 11.72  | 18.13  | 20.67  | 15.15  | 11.62   |

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