

证券研究报告

公司研究

点评报告

江苏神通(002438.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗政 机械设备行业首席分析师

执业编号: S1500520030002

联系电话: +86 61678586

邮箱: luozheng@cindasc.com

刘卓 机械设备行业分析师

执业编号: S1500519090002

联系电话: +86 10 83326753

邮箱: liuzhuo@cindasc.com

相关研究

《当风轻借力, 一举入高空》2020.9

《Q3 业绩大幅增长, 三大主业有望持续发力》2020.10

《定增加码主业, 新品持续扩张》2021.3

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

多领域深化布局, 充分受益“双碳”趋势

2021年4月26日

事件: 近日, 公司发布2020年报和2021年一季报, 公司2020年实现营收15.86亿, 同比增长17.60%, 实现归母净利润2.16亿元, 同比增长25.58%, 基本每股收益0.44元; 2021年一季度实现营收4.72亿, 同比增长48.72%, 实现归母净利润0.66亿元, 同比增长60.79%, 基本每股收益0.14元

点评:

- **2020 年收入稳增长, 毛利率和费用率均有所下降。**2020 年受疫情影响 Q1-Q2 收入负增长, Q3-Q4 增速转正, 全年收入 15.86 亿元, 同增 17.6%。2020 年新增订单 22.92 亿元, 其中核电军工事业部 6.55 亿元 (含乏燃料后处理项目 2.82 亿元), 冶金事业部 5.80 亿元, 能源装备事业部 1.52 亿元, 无锡法兰 4.87 亿元, 瑞帆节能 4.18 亿元。2020 年毛利率同降 3.81 个百分点至 32.14%。但费用管控增强, 费用率有所下降。2020 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.44%、4.71%、1.11%, 分别同降 3.49、0.45、0.30 个百分点, 合计下降 4.24 个百分点。2020 年净利率同增 0.87 个百分点至 13.63%。
- **核电业务受益审批重启和乏燃料需求释放, 有望保持高增。**2020 年核电业务收入 3.46 亿, 同增 16.61%, 毛利率 39.47%, 同降 9.81 个百分点。2019-2021 年已连续三年有新机组获批, 2021 年政府工作报告再提核电, 核电审批或进入常态化, 双碳目标下核电装机需求有望高增。公司核电阀门竞争力强劲, 自 2008 年以来获得已招标核级蝶阀、核级球阀 90% 以上订单。此外, 乏燃料后处理需求逐步释放, 预计到 2025 年我国核电站累积乏燃料达 1.5 万吨左右, 乏燃料处理需求空间大。公司截至目前已获乏燃料后处理订单 3.7 亿元, 预计仍将保持高增。
- **冶金业务受益碳中和趋势, 拓展通用领域加码成长。**2020 年冶金业务收入 4.91 亿元, 同增 11.82%, 毛利率 35.36%, 同增 1.21 个百分点。公司冶金专用阀门主要用于对冶金企业具有节能、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, 主要产品市场占有率达 70% 以上, 公司研发的高炉炉顶均压煤气回收技术 2018 年在龙腾特钢得到成功应用后, 已经向全国各大钢铁企业高炉系统推广, 竞争力优势明显, 将充分受益于碳中和趋势。此外, 公司在冶金通用阀门领域持续深化布局, 加码冶金业务高成长。
- **节能服务业务增长较快, 其他业务多点开花。**2020 年节能服务业务收入 1.73 亿, 同增 63.26%。瑞帆节能 3 月中标钢铁减排项目, 为邯郸钢铁集团河钢邯钢老区退城整合项目配套煤气加压储配站及煤气发电工程合同能源管理项目按“合同能源管理”模式进行专项节能服务, 预估合同总金额 16.06 亿。此外, 2021 年定增募投项目包括无锡法兰年产 1 万吨大型特种法兰研制及产业化建设项目, 竞争力进一步增强, 业绩贡献稳步提升。此外在军品和氢能领域布局持续深化。氢能业务自 2019 年布局以来进展顺利, 电堆阀门去年开始进入产品验证阶段, 另外储氢

和加氢阀门也加快推进，公司有望充分受益于氢能产业发展提速。

- **2021Q1 收入同比高增，盈利能力明显回升。**2021Q1 公司收入 4.72 亿元，同比增长 48.72%，排除去年 Q1 疫情导致的低基数因素，2019Q1-2021Q1 收入复合增速为 6.75%。Q1 按照会计准则将运费计入营业成本，Q1 毛利率 27.19%，同降 7.57 个百分点。Q1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.32%、3.66%、0.74%，同比分别下降 5.19、0.98、0.62 个百分点，合计下降 6.79 个百分点。Q1 公司净利率 14%，2018-2019 年净利率分别为 9.50%、12.76%，13.63%，盈利能力逐年提升。
- **盈利预测与投资评级：**不考虑增发股份情况下，我们预计公司 2021-2023 年实现净利润 3.31 亿元、4.49 亿元和 5.92 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.68 元/股、0.92 元/股和 1.22 元/股，对应当前股价 PE 分别为 19 倍、14 倍和 11 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素：**定增审批节奏的不确定性，核电建设进度不达预期等。

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,348	1,586	2,151	2,830	3,571
增长率 YoY %	24.0%	17.6%	35.6%	31.6%	26.2%
归属母公司净利润 (百万元)	172	216	331	449	592
增长率 YoY%	66.5%	25.6%	53.4%	35.4%	31.9%
毛利率%	36.0%	32.1%	32.9%	33.5%	33.9%
净资产收益率ROE%	8.7%	10.0%	13.4%	15.4%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.44	0.68	0.92	1.22
市盈率 P/E(倍)	37.33	29.73	19.38	14.32	10.86
市净率 P/B(倍)	3.26	2.97	2.60	2.20	1.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2,265	2,419	2,998	3,852	4,885	
货币资金	240	294	445	601	875	
应收票据	171	281	354	465	587	
应收账款	586	616	766	1,008	1,272	
预付账款	64	68	91	119	149	
存货	751	773	989	1,290	1,616	
其他	452	387	353	371	386	
非流动资产	1,094	1,172	1,215	1,226	1,237	
长期股权投资	29	30	16	16	16	
固定资产	622	587	637	637	637	
无形资产	122	130	130	131	131	
其他	322	425	431	442	452	
资产总计	3,358	3,590	4,212	5,079	6,122	
流动负债	1,305	1,347	1,660	2,076	2,526	
短期借款	336	317	337	357	377	
应付票据	95	132	178	232	291	
应付账款	363	471	629	820	1,028	
其他	511	427	516	667	830	
非流动负债	84	81	81	81	81	
长期借款	27	23	23	23	23	
其他	57	59	59	59	59	
负债合计	1,388	1,428	1,741	2,157	2,607	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,970	2,162	2,471	2,922	3,515	
负债和股东权益	3,358	3,590	4,212	5,079	6,122	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,348	1,586	2,151	2,830	3,571	
同比	24.0%	17.6%	35.6%	31.6%	26.2%	
归属母公司净利润	172	216	331	449	592	
同比	66.5%	25.6%	53.4%	35.4%	31.9%	
毛利率(%)	36.0%	32.1%	32.9%	33.5%	33.9%	
ROE%	8.7%	10.0%	13.4%	15.4%	16.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.44	0.68	0.92	1.22	
P/E	37.33	29.73	19.38	14.32	10.86	
P/B	3.26	2.97	2.60	2.20	1.83	
EV/EBITDA	22.82	18.82	16.22	11.73	8.59	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,348	1,586	2,151	2,830	3,571	
营业成本	863	1,076	1,443	1,883	2,360	
营业税金及附加	13	15	19	25	32	
销售费用	134	102	125	164	200	
管理费用	70	75	97	127	157	
研发费用	63	65	86	112	139	
财务费用	19	18	18	19	20	
减值损失	-30	-15	-16	-16	-16	
投资净收益	23	16	19	20	21	
其他	12	12	14	12	13	
营业利润	191	247	380	516	681	
营业外收支	-1	2	3	3	3	
利润总额	191	249	383	519	684	
所得税	19	33	52	70	92	
净利润	172	216	331	449	592	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司	172	216	331	449	592	
EBITDA	287	344	391	529	693	
EPS(当)	0.35	0.44	0.68	0.92	1.22	

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	150	210	162	282	
净利润	172	216	331	449	592	
折旧摊销	83	92	11	11	11	
财务费用	20	17	21	23	24	
投资损失	-23	-16	-19	-20	-21	
营运资金变化	-171	-175	-148	-312	-336	
其它	33	16	14	12	13	
投资活动现金流	-32	-49	-33	-5	-3	
资本支出	-57	-98	-67	-19	-19	
长期投资	9	32	13	-6	-6	
其他	17	17	21	20	21	
筹资活动现金流	-54	-71	-26	-3	-4	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-22	-27	20	20	20	
支付利息或股利	-32	-42	-46	-23	-24	
现金流净增加额	28	31	151	155	275	

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。