

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

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

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

邮编: 100031

业绩略低预期，中长期受益核电赛道和业务拓展

2022 年 4 月 18 日

事件：近日，公司发布 2021 年报，公司 2021 年实现营收 19.10 亿，同比增长 20.45%，实现归母净利润 2.53 亿元，同比增长 17.30%，基本每股收益 0.52 元。

点评：

- **Q4 受双控和原材料涨价影响业绩有所承压。**收入端，公司 2021 年收入 19.10 亿元，同增 20.45%，分季度来看，2021Q1-Q4 收入增速分别为 48.72%、27.93%、24.52%、-9.59%，Q4 受双控影响冶金行业项目延后开工，以及节能服务业务新签订单尚未形成收入，收入同比有所下滑；**盈利端**，公司 2021 年实现归母净利润 2.53 亿元，同增 17.30%，Q1-Q4 归母净利增速分别为 60.79%、9.69%、31.50%、-25.86%，2021 年毛利率 31.23%，同比略降 0.91pct，净利率 13.27%，同降 0.36pct，主要归因于原材料涨价，及研发投入力度增大。2021 年销售费用率 5.60%，同降 0.84pct，管理费用率 4.45%，同降 0.26pct，财务费用率 0.56%，同降 0.55pct，研发费用率 4.17%，同增 0.08pct，期间费用率下降，研发投入力度持续增强。
- **核电板块受益行业上行周期，有望保持高增。**2021 年公司核电行业收入 5.05 亿元，同增 45.61%，毛利率 40.83%，同增 1.18pct。2021 年核电军工事业部新签订单 7.50 亿元（含 R 项目 2.07 亿元）。国内核电政策端持续强化，2019 年核电重启审批以来审批和开工数量逐年提升，2019 年 4 台华龙一号机组获批，紧接着 2020 年、2021 再次批准昌江和三澳核电站 4 台机组及田湾核电站等 5 台机组。核电上行周期开启，我们预计十四五期间核电装机将有较快增长，公司作为核电球阀、蝶阀的龙头企业将充分受益。此外，公司加大力度布局乏燃料处理领域，公司在首个 200 吨级的乏燃料后处理建设项目中已累计获得约 3.7 亿元订单，第二套项目有望中标更多产品。我们认为核电板块有望成为公司重要增长点。
- **冶金板块拓展通用阀门领域，打开成长空间。**2021 年公司冶金行业收入 4.88 亿元，同降 0.58%，毛利率 32.14%，同降 3.22pct。2021 年公司冶金行业新签订单 6 亿。公司拓展布局通用阀门，依托津西钢铁打造“阀门管家”样板工程，新模式促进公司通用阀门领域业务推进加快。通用阀门市场空间较大，千万吨钢企每年阀门备品备件需求约 4000 多万，全国 12 亿吨钢铁产能对应存量市场需求空间达 50 亿元。“阀门管家”为钢铁企业提供阀门全生命周期服务，避免无效备货和库存占用，提高钢铁企业阀门备件有效性和及时性，降低了用户的备件库存量提高经济效益。目前公司已在国内重点钢铁企业全面运用，取得较好预期效果，正向其他大型钢企推广，部分客户已投入使用。我们预计公司有望凭借“阀门管家”新模式切入到冶金通用阀门领域，打开需求空间。
- **能源板块稳定增长，节能服务、氢能业务持续推进。**2021 年公司能源行

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

业收入 5.71 亿元，同增 31.42%，受益石油化工行业产能整合改造趋势，毛利率 15.86%，同增 0.57%。2021 年节能服务板块，瑞帆节能新签订单 28.27 亿元（主要包括邯郸钢铁 16 亿、津西钢铁 10 亿），由于建设周期长目前尚未形成收入。此外瑞帆节能推出金属膜除尘，首套金属膜除尘产品已交付津西钢铁投入使用，除尘效果明显，除尘后排放低于 5mg/m³，未来公司将向国内各地的钢铁企业推广。我们认为公司自主研发的金属膜除尘对传统除尘技术的替代空间较大。此外，公司定增加码无锡法兰，竞争力夯实，业务增速有望提升，2021 年无锡法兰新签订单 6.54 亿，另外公司氢能及军品等业务仍加快推进。公司主业保持高增，积极拓展新业务领域，长期成长空间较大。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 3.45 亿元、4.52 亿元和 5.77 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.68 元/股、0.89 元/股和 1.14 元/股，对应当前股价 PE 分别为 22 倍、17 倍和 13 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素：**业务进展不达预期、政策变动、原材料价格波动、行业竞争加剧等风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,586	1,910	2,464	3,156	3,930
增长率 YoY %	17.6%	20.4%	29.0%	28.1%	24.5%
归属母公司净利润(百万元)	216	253	345	452	577
增长率 YoY%	25.6%	17.3%	36.1%	31.0%	27.7%
毛利率%	32.1%	31.2%	31.6%	31.7%	31.9%
净资产收益率 ROE%	10.0%	10.6%	11.2%	12.8%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.50	0.68	0.89	1.14
市盈率 P/E(倍)	35.05	29.88	21.96	16.77	13.13
市净率 P/B(倍)	3.50	3.17	2.46	2.14	1.84

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 18 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,419	2,670	3,636	4,498	5,530	
货币资金	294	608	1,007	1,180	1,443	
应收票据	281	206	270	346	431	
应收账款	616	652	844	1,081	1,346	
预付账款	68	37	51	65	80	
存货	773	820	1,063	1,358	1,687	
其他	387	347	402	469	543	
非流动资产	1,172	1,716	1,764	1,773	1,780	
长期股权投资	30	21	18	18	18	
固定资产（合计）	587	666	716	716	716	
无形资产	130	130	130	131	131	
其他	425	900	900	908	915	
资产总计	3,590	4,386	5,400	6,271	7,310	
流动负债	1,347	1,813	2,134	2,550	3,009	
短期借款	317	631	651	671	691	
应付票据	132	296	370	472	587	
应付账款	471	516	647	827	1,027	
其他	427	371	467	580	705	
非流动负债	81	183	183	183	183	
长期借款	23	110	110	110	110	
其他	59	73	73	73	73	
负债合计	1,428	1,996	2,318	2,733	3,193	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,162	2,390	3,083	3,537	4,117	
负债和股东权益	3,590	4,386	5,400	6,271	7,310	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,586	1,910	2,464	3,156	3,930	
同比（%）	17.6%	20.4%	29.0%	28.1%	24.5%	
归属母公司净利润	216	253	345	452	577	
同比（%）	25.6%	17.3%	36.1%	31.0%	27.7%	
毛利率（%）	32.1%	31.2%	31.6%	31.7%	31.9%	
ROE%	10.0%	10.6%	11.2%	12.8%	14.0%	
EPS（摊薄）(元)	0.43	0.50	0.68	0.89	1.14	
P/E	35.05	29.88	21.96	16.77	13.13	
P/B	3.50	3.17	2.46	2.14	1.84	
EV/EBITDA	21.22	18.63	17.33	13.16	10.11	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,586	1,910	2,464	3,156	3,930	
营业成本	1,076	1,313	1,686	2,156	2,676	
营业税金及附加	15	15	20	25	31	
销售费用	102	107	138	175	218	
管理费用	75	85	109	139	172	
研发费用	65	80	99	125	155	
财务费用	18	11	12	12	12	
减值损失合计	-15	-28	-27	-27	-27	
投资净收益	16	17	22	22	24	
其他	12	12	12	14	19	
营业利润	247	300	408	534	681	
营业外收支	2	-3	-4	-4	-4	
利润总额	249	297	404	530	677	
所得税	33	44	60	78	100	
净利润	216	253	345	452	577	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	216	253	345	452	577	
EBITDA	344	397	424	547	688	
EPS（当年）(元)	0.43	0.50	0.68	0.89	1.14	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	150	199	107	182	271	
净利润	216	253	345	452	577	
折旧摊销	92	87	11	11	11	
财务费用	17	11	16	17	17	
投资损失	-16	-17	-22	-22	-24	
营运资金变动	-175	-159	-278	-305	-341	
其它	16	23	35	30	31	
投资活动现金流	-49	-386	-57	-12	-11	
资本支出	-98	-472	-74	-26	-26	
长期投资	32	78	-6	-9	-9	
其他	17	8	23	22	24	
筹资活动现金流	-71	376	349	3	3	
吸收投资	0	0	22	0	0	
借款	-27	416	20	20	20	
支付利息或股息	-42	-39	-41	-17	-17	
现金流净增加额	31	189	399	173	263	

研究团队简介

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。

刘俊奇，上海交通大学动力工程硕士，2021 年加入信达证券研发中心，现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
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。