

江苏神通 (002438.SZ)

新增订单再创新高，核电景气向好驱动业绩持续增长

买入

核心观点

2021 年收入同比增长 20.45%，归母净利润同比增长 17.30%。公司 2021 年实现营收 19.10 亿元，同比增长 20.45%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 17.30%，业绩增长主要系核电阀门及乏燃料后处理设备交货量增加，能源行业对阀门和法兰、锻件的需求增加所致。2021 年毛利率/净利率为 31.23%/13.27%，同比下降 0.91/0.36 个 pct，主要系原材料价格上涨所致。2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 5.60%/4.45%/4.17%/0.56%，同比变动-0.84/-4.35/+0.08/-0.55 个 pct，公司整体期间费用率控制良好。公司经营性现金流净额 1.99 亿元，同比增长 32.05%，回款良好。2022 年公司经营目标为营收同比增长 10%-30%，净利润同比增长 15%-35%。

新接订单再创新高，同比增长 119.59%。分业务看，公司冶金/核电/能源/节能服务营收分别为 4.88/5.05/5.71/1.10 亿元，同比变动-0.58%/+45.61%/+31.42%/-36.73%，冶金同比回落系双控政策导致冶金项目开工延期；核电增长系核电阀门及乏燃料设备交货量增加；能源业务增长系公司市场开拓效果显现，销量增加；节能服务同比下降主要系项目投资期长，部分高炉检修及环保趋严导致限产。从订单来看，公司 2021 年新增订单 50.33 亿元，同比增长 119.59%，再创新高，主要系能源、节能项目订单大幅增长，具体来看，核电（含 R 项目）/冶金/能源/无锡法兰/瑞帆节能分别为 7.50(2.07)/6.00/2.02/6.54/28.27 亿元，同比变动+14.50%/+3.45%/+32.89%/+34.29%/+576.32%。

核电转向积极有序发展，预期公司深度受益。2021 年国家新审批核电机组 5 台，“十四五”规划中提出核电转向积极有序发展，核电预期形成批量化建设趋势。公司作为核级蝶阀、球阀龙头，市占率超过 90%，预期公司深度受益。此外，我国乏燃料后处理迫在眉睫，市场空间广阔，公司已切入乏燃料处理领域，在首个乏燃料后处理项目中已获得约 3.7 亿元订单，第二个项目也在招标过程中，核电行业景气向好叠加乏燃料空间广阔驱动公司业绩持续增长。

风险提示：核电发展政策变动；新业务拓展不及预期；原材料价格波动。

投资建议：公司为特种阀门龙头，冶金能源业务稳健增长，核电业务受益行业景气度向好快速增长，同时公司通过“阀门管家”切入冶金通用阀门，并在节能、氢能阀门领域不断有所突破。考虑到疫情对制造业的影响，我们下调公司 2022-24 年归母净利润为 3.29/4.28/5.64 亿元（2022-23 年前值 3.92/4.80 亿元），对应 PE 22/17/13 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,586	1,910	2,380	3,049	3,917
(+/-%)	17.6%	20.4%	24.6%	28.1%	28.5%
净利润(百万元)	216	253	329	428	564
(+/-%)	25.6%	17.3%	30.0%	30.1%	31.6%
每股收益(元)	0.44	0.52	0.68	0.88	1.16
EBIT Margin	15.9%	16.2%	15.9%	16.8%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	10.0%	10.6%	12.4%	14.2%	16.2%
市盈率 (PE)	33.5	28.6	22.0	16.9	12.9
EV/EBITDA	25.4	23.5	20.0	15.8	13.1
市净率 (PB)	3.35	3.03	2.72	2.41	2.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：年亚颂

0755-81981159

nianyasong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.55 元
总市值/流通市值	7899/6951 百万元
52 周最高价/最低价	20.97/10.11 元
近 3 个月日均成交额	124.95 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《江苏神通-002438-2021 年三季报点评：受益核电景气向上，前三季度归母净利润同比增长 32%》——2021-11-03

《江苏神通-002438-2021 年中报点评：在手订单饱满，业务增长有望提速》——2021-08-10

《江苏神通-002438-2020 年报点评：在手订单饱满，核电景气向上加速公司成长》——2021-04-14

《江苏神通-002438-2020 年三季报点评：业绩符合预期，核电向好有望加速公司成长》——2020-10-23

《江苏神通-002438-2020 年中报点评：业绩符合预期，乏燃料及合同能源项目双双突破》——2020-08-11

图1：江苏神通 2021 年营收同比+20.45%



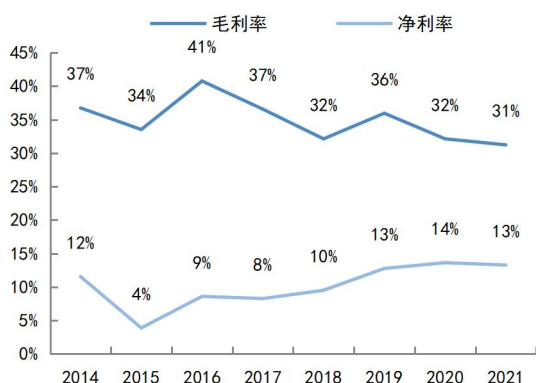
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：江苏神通 2021 年归母净利润同比+17.30%



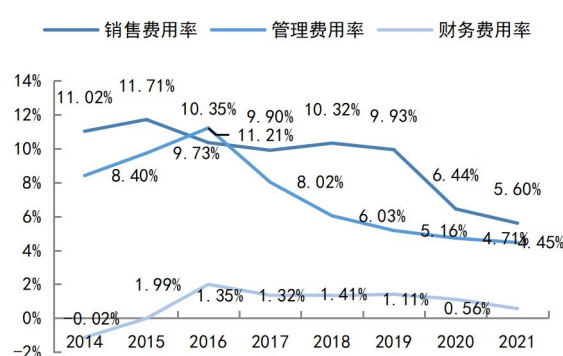
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：江苏神通盈利能力略有下降



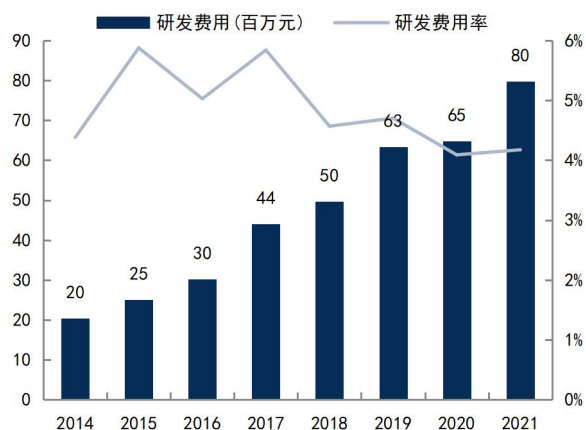
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：江苏神通期间费用率下降



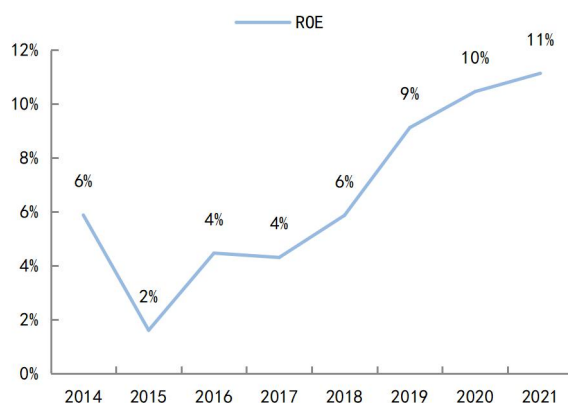
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：江苏神通研发费用维持高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：江苏神通 ROE 持续上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

证券简称	投资评级	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
中核科技	未评级	12.58	48.63	0.27	—	—	—	46.59	—	—	—
纽威股份	未评级	8.16	61.12	0.70	0.50	0.67	0.85	11.66	16.32	12.18	9.55
应流股份	买入	12.36	84.44	0.41	0.35	0.63	0.71	30.15	35.01	19.68	17.29
							平均值	29.47	25.67	15.93	13.42
江苏神通	买入	14.92	75.72	0.44	0.52	0.68	0.88	33.55	28.60	22.01	16.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	294	608	381	427	472	营业收入	1586	1910	2380	3049	3917
应收款项	917	887	1119	1454	1843	营业成本	1076	1313	1626	2069	2641
存货净额	773	820	1050	1323	1688	营业税金及附加	15	15	24	30	39
其他流动资产	321	192	380	470	541	销售费用	102	107	134	167	209
流动资产合计	2419	2670	3092	3838	4708	管理费用	75	85	116	143	192
固定资产	679	1206	1358	1534	1743	研发费用	65	80	102	128	166
无形资产及其他	130	130	126	121	117	财务费用	18	11	25	28	33
投资性房地产	333	360	360	360	360	投资收益	16	17	9	6	7
长期股权投资	30	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	15	28	24	18	23
资产总计	3590	4386	4956	5873	6948	其他收入	(84)	(124)	(102)	(128)	(166)
短期借款及交易性金融负债	324	653	512	727	797	营业利润	247	300	388	507	668
应付款项	603	812	941	1216	1578	营业外净收支	2	(3)	(0)	(3)	(5)
其他流动负债	420	348	659	733	908	利润总额	249	297	387	504	663
流动负债合计	1347	1813	2112	2677	3283	所得税费用	33	44	58	76	99
长期借款及应付债券	22	110	110	110	110	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	59	73	73	73	73	归属于母公司净利润	216	253	329	428	564
长期负债合计	81	183	183	183	183	现金流量表（百万元）					
负债合计	1428	1996	2296	2860	3467	净利润	216	253	329	428	564
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(18)	10	11	6	6
股东权益	2162	2390	2660	3013	3481	折旧摊销	89	84	97	129	149
负债和股东权益总计	3590	4386	4956	5873	6948	公允价值变动损失	(15)	(28)	(24)	(18)	(23)
关键财务与估值指标						财务费用	18	11	25	28	33
每股收益	0.44	0.52	0.68	0.88	1.16	营运资本变动	(264)	247	(198)	(344)	(282)
每股红利	0.09	0.08	0.12	0.15	0.20	其它	18	(10)	(11)	(6)	(6)
每股净资产	4.45	4.92	5.48	6.20	7.17	经营活动现金流	25	556	204	196	408
ROIC	13%	13%	14%	16%	18%	资本开支	0	(640)	(231)	(289)	(337)
ROE	10%	11%	12%	14%	16%	其它投资现金流	151	(49)	0	0	0
毛利率	32%	31%	32%	32%	33%	投资活动现金流	150	(680)	(231)	(289)	(337)
EBIT Margin	16%	16%	16%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	21%	20%	21%	21%	负债净变化	(4)	88	0	0	0
收入增长	18%	20%	25%	28%	28%	支付股利、利息	(42)	(39)	(59)	(75)	(96)
净利润增长率	26%	17%	30%	30%	32%	其它融资现金流	(29)	341	(141)	215	70
资产负债率	40%	46%	46%	49%	50%	融资活动现金流	(121)	438	(200)	140	(26)
息率	0.6%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	现金净变动	54	314	(227)	47	45
P/E	33.5	28.6	22.0	16.9	12.9	货币资金的期初余额	240	294	608	381	427
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4	2.1	货币资金的期末余额	294	608	381	427	472
EV/EBITDA	25.4	23.5	20.0	15.8	13.1	企业自由现金流	0	(45)	(10)	(69)	101
						权益自由现金流	0	384	(172)	123	142

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032