

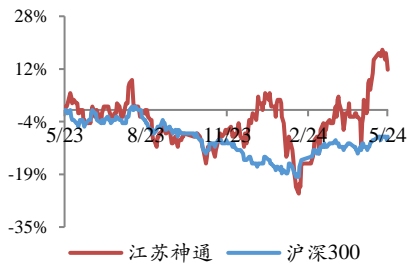
核电确收拐点已至，助力业绩高增

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-05-17

收盘价（元）	12.71
近12个月最高/最低（元）	13.80/7.93
总股本（百万股）	508
流通股本（百万股）	469
流通股比例（%）	92.39
总市值（亿元）	65
流通市值（亿元）	60

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004
电话：15652947918
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 江苏神通是国内核电阀门领先企业，核心产品为球阀、蝶阀

江苏神通成立于2001年，是国内核电阀门领先企业，核心产品为核电球阀和蝶阀，聚焦于核电阀门、能源石化阀门、冶金阀门的研发、生产和销售。2023年公司营收21.33亿元，同比+9%；归母净利润2.69亿元，同比+18%。

● 看点一：2024年开始公司核电阀门确认收入将步入“快车道”

核电项目核准/新建加速，核电阀门收入确认在2024年应该向上拐点。2021-2023年我国新核准核电机组数量分别为5/10/10台，新开工核电机组数量分别为6/5/5台。根据“十四五”及3060远景目标，我们预计自2024年起，我国将保持每年6-12台核电机组的新开工建设，且2022年以来的高核准数量将延续。公司作为核电阀门领先公司，自2008年以来，获得已招标核级蝶阀、核级球阀90%以上的订单。2023年公司确认收入的核电阀门主要来自2021年核准的项目，我们预计自2024年起，公司核电阀门收入确认将步入“快车道”。

● 看点二：鸿鹏航空为国内低空发动机领先企业，2024年起量产交付

鸿鹏航空为江苏神通参股19.9%的子公司，聚焦于中小型航空发动机的制造，面向通用航空包括低空领域。公司产品包含活塞航空发动机（160-230kW功率区间）、混动航空发动机（30-300kW功率区间）、涡桨航空发动机（330-600kW功率区间）。其中，公司的D160活塞发动机是目前亚洲地区唯一通过EASA适航认证的活塞航空发动机（根据珠海国资委公开信息，2024年5月7日）。公司将于2024年三季度在珠海落成符合EASA适航标准的活塞发动机产线，2024当年即达产交付，形成500台/年的交付能力。

● 投资建议

我们预计公司2024/2025/2026年实现收入25.46/30.82/37.68亿元，同比+19.3%/+21.1%/+22.3%，实现归母净利润3.61/4.54/5.77亿元，同比+34.2%/+25.7%/+27.1%，对应当下18/14/11倍市盈率，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

核电阀门招标不及预期的风险。商誉减值的风险。冶金阀门业绩恢复不及预期的风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21.33	25.46	30.82	37.68
收入同比（%）	9.1%	19.3%	21.1%	22.3%
归属母公司净利润	2.69	3.61	4.54	5.77
净利润同比（%）	18.2%	34.2%	25.7%	27.1%
毛利率（%）	31.7%	31.9%	32.1%	32.7%
ROE（%）	8.2%	9.9%	11.1%	12.4%

每股收益 (元)	0.53	0.71	0.89	1.14
P/E	22.56	17.88	14.22	11.19
P/B	1.85	1.77	1.58	1.38
EV/EBITDA	13.12	11.56	9.42	7.39

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1.核电阀门领先公司，深耕四大业务板块	5
1.1 核电阀门为主，能源阀门、冶金阀门、节能服务齐头并进	5
2.核电阀门：2024 年核电阀门收入确认步入“快车道”	8
2.1 产品介绍：核电阀门种类繁多，江苏神通以蝶阀、球阀为主	8
2.2 市场空间：2023-2030 我国核电阀门市场年化复合增速 13%	10
2.3 核电行业：2022 年以来项目审批创十年内高峰，拐点信号明确	12
3.石化&冶金阀门：石化业务开拓海外，冶金业务底部企稳	15
3.1 石化阀门：海外市场开拓将在 2024 年进入收获期	15
3.2 冶金阀门：底部企稳，努力提升在存量市场中的占比	15
4.新业务布局：低空发动机 2024 年量产交付	16
4.1 氢能阀门：高压氢气阀为重点产品，车载氢阀门产品全覆盖	16
4.2 半导体阀门：真空阀门、超洁净阀门进入验证阶段	16
4.3 中小型航空发动机：制造能力国内领先，低空经济空间可期	16
5.盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测	20
5.2 估值	21
6.风险提示	22
7.财务报表与盈利预测	23

图表目录

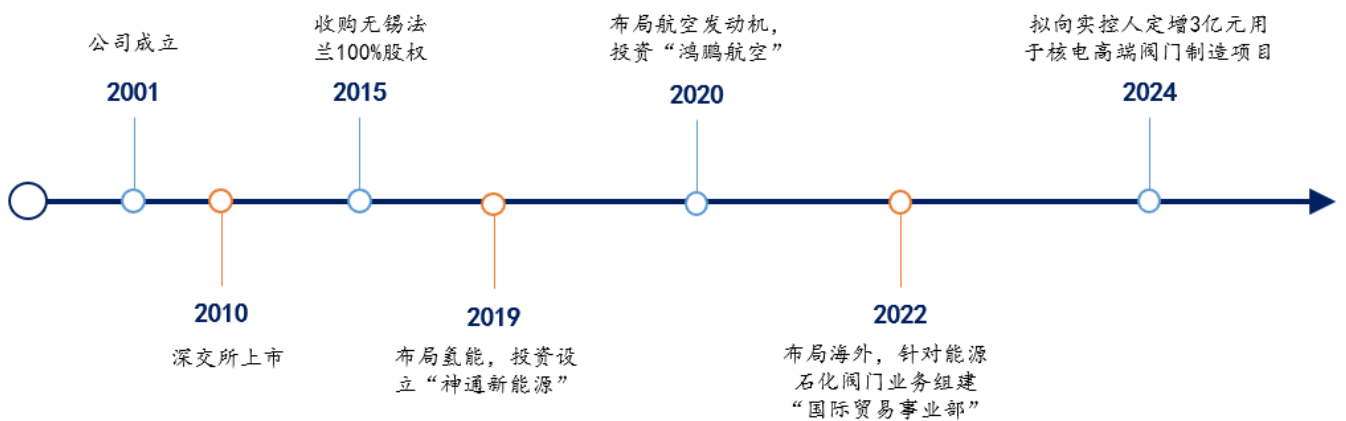
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司业务与主营产品构成	6
图表 3 2019-2023 年公司主营收入构成 (%)	7
图表 4 江苏神通股权结构 (截至 2024 年一季报)	7
图表 5 阀门分类 (根据应用场景)	8
图表 6 阀门分类 (根据材料)	8
图表 7 江苏神通业务范围	9
图表 8 核电站建设成本构成	10
图表 9 2014-2023 年我国大陆在运和在建核电机组数量统计图	11
图表 10 我国核电政策规划目标	11
图表 11 2008-2023 年我国历年新核准核电机组数量统计图	12
图表 12 2019-2023 年我国历年新开工核电机组数量统计图	13
图表 13 漳州核电厂 3 号机组球阀设备招标采购节奏	13
图表 14 核电阀门上市公司核心产品	14
图表 15 各类中小型航空发动机型号数量占比 (截至 2021 年初)	17
图表 16 中小型航空发动机分类	18
图表 17 鸿鹏航空的发动机产品布局	18
图表 18 收入拆分及预测	20
图表 19 可比公司估值表 (截至 2024 年 5 月 15 日)	21

1.核电阀门领先公司，深耕四大业务板块

1.1 核电阀门为主，能源阀门、冶金阀门、节能服务齐头并进

江苏神通成立于2001年，是国内阀门行业重点骨干企业，2010年以工业阀门(主要产品为用于核电站的阀门、用于钢铁行业的特种阀门)为主营业务在深交所上市。上市后公司在扩大阀门业务版图的同时，积极向上游拓展、延伸产业链条，于2015年收购无锡市法兰锻造有限公司100%股权，为公司开发核一级阀门和临氢阀门起到支持作用。当下形成了核电行业、能源行业、冶金行业、节能服务行业四大业务板块，2023年四大业务分别实现营收6.9/6.5/3.6/2.6亿元，占比分别为33%/31%/17%/12%。按产品划分，形成了阀门、法兰及锻件、节能服务业务三大产品类别，2023年三大产品分别实现营收9.7/7.0/2.6亿元，占比分别为45.5%/32.9%/12.2%。未来公司战略聚焦阀门业务，进入2024年，公司拟实施向特定对象发行股份项目募集资金3亿元用于高端阀门智能制造项目，本次募集资金投资项目的目标产品主要为核能装备领域高端专用阀门。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

深耕阀门领域，四大业务板块齐头并进。公司专注阀门的研发生产，实现核电、能源、冶金领域阀门的全覆盖。从2023年公司主要收入构成来看，核电行业、能源行业、冶金行业、节能服务行业四大业务板块营收分别占33%/31%/17%/12%。

核电行业：核电阀门是核电站用阀门的统称，按照在核电站的安装部位，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，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；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、球阀等。自2008年以来，公司已成为我国核电阀门的主要供应商，获得了已招标核级蝶阀、核级球阀90%以上的订单。研发了满足第三代、第四代核电技术要求的阀门产品。2023年核电板块收入6.9亿元，毛利率40%。

能源行业：能源石化行业是阀门设备的重要市场，市场空间大，公司在能源行业主要面向石油化工、煤化工、天然气集储输、火电（热电）、能源化工等市场。其中，石油化工对阀门设备的需求量大且较为稳定；煤化工行业存在一定周期性，对球阀产品的需求量较大；天然气属于清洁能源，尤其是 LNG 市场，有较大发展空间；大民营炼化企业通过大炼化一体化部署，将炼油厂与化工厂统筹规划，随着大炼化触底反弹，能源化工阀门市场需求逐步提升。公司的蝶阀、球阀等传统的优势产品在能源石化行业已取得较好的成果。2023 年能源板块收入 6.5 亿元，毛利率 12%。

冶金行业：冶金阀门是冶金行业用阀门的统称，主要包括蝶阀、球阀、盲板阀（含插板阀、眼镜阀）、水封逆止阀、调压阀组等。冶金行业对阀门的市场需求主要为三方面：是城市钢厂搬迁产生的钢铁产能置换、钢铁企业超低排放目标下的技改需求、钢厂本身在正常运行的过程中对阀门的替换需求。2023 年冶金板块收入 3.6 亿元，毛利率 32%。

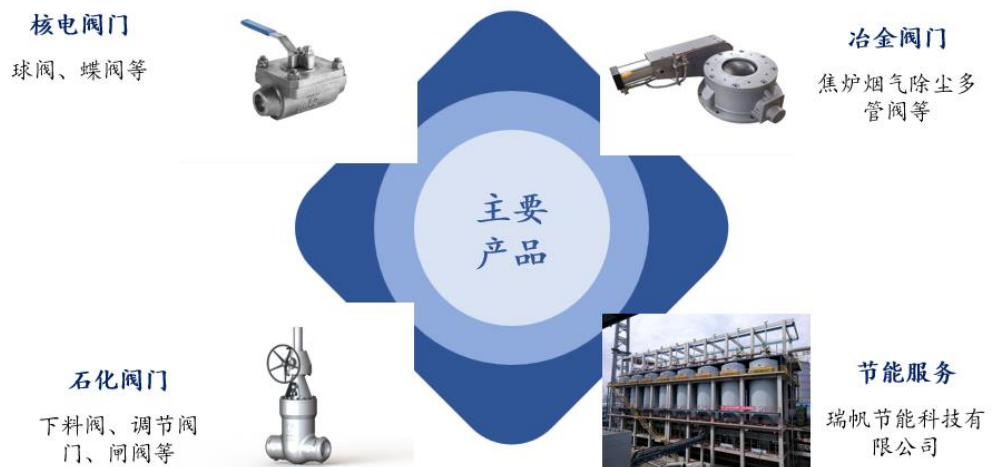
节能服务行业：合同能源管理业务一次性投资额较大、需要融合热电转换技术等多学科技术、具备资质门槛、需要专业化人才运营。公司全资子公司瑞帆节能专业从事钢铁行业节能服务多年，江苏神通生产的冶金阀门主要用于钢铁企业的节能环保领域，因此瑞帆节能的节能服务业务与公司的冶金阀门业务具有明显的协同效应。2023 年节能服务业务收入 2.6 亿元，毛利率 35%。

此外，公司在氢能和低空领域进行布局。

氢能领域：公司投资设立南通神通新能源科技有限公司，布局氢能源阀门应用领域。涵盖由制氢、储氢、运氢到加氢站用的高压阀门，已具备批量供货的能力，广泛应用于国内氢能应用大多数头部企业。在车载储 & 供气系统方面，是唯一通过国内三方检测的 70MPa 车载减压阀，现已交付用户使用，部分产品已实现出口。

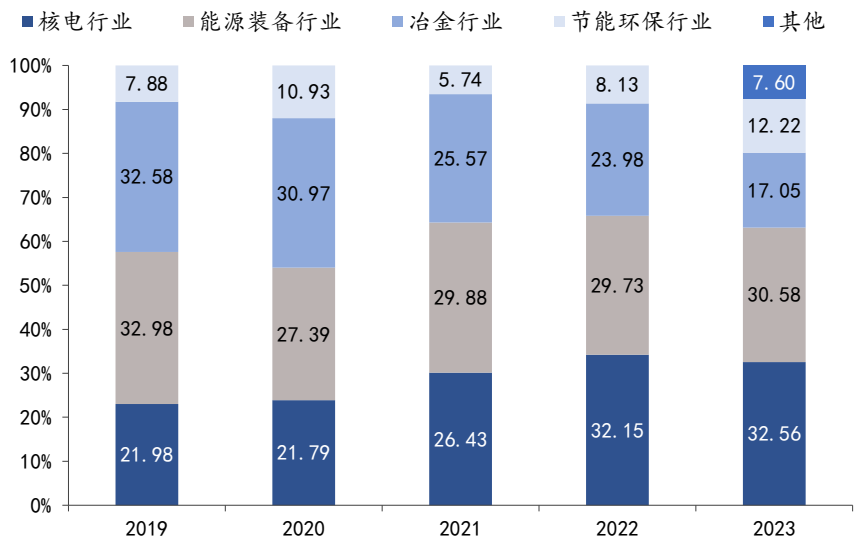
低空领域：公司参股的鸿鹏航空专注于低空混动发动机的研发和生产，预计于 2024 年三季度在珠海落成符合 EASA 适航标准的重油活塞发动机总装及维修产线，2024 年达产交付，迅速形成 500 台/年的交付能力。

图表 2 公司业务与主营产品构成



资料来源：公司官网，华安证券研究所

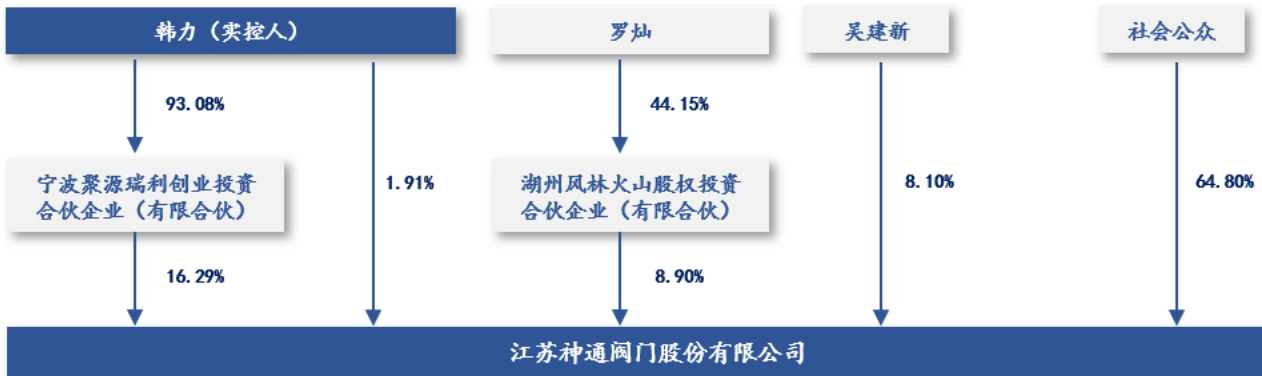
图表 3 2019-2023 年公司主营收入构成 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司股权结构清晰, 战略布局明确。董事长韩力为公司实际控制人, 持股比例为 17.07%, 2009 年至今任职于中国东方集团控股有限公司, 2019 年起任江苏神通董事长。公司第一大股东和控股股东为宁波聚源瑞利创业投资合伙企业(有限合伙), 持股 16.29%。公司第二、第三大股东为湖州风林火山股权投资合伙企业(有限合伙)、吴建新, 分别持股 8.90%、8.10%, 其中, 吴建新是公司联合创始人, 目前仍在公司管理层。公司的子公司战略布局明确, 涵盖无锡法兰、神通核能装备、瑞帆节能、鸿鹏航空等子公司。

图表 4 江苏神通股权结构 (截至 2024 年一季度)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.核电阀门：2024 年核电阀门收入确认步入“快车道”

2.1 产品介绍：核电阀门种类繁多，江苏神通以蝶阀、球阀为主

工业阀门形式多样，种类繁多。阀门是一种流体控制设备，控制并调节介质的压力、温度、流向、流量等，对压力容器设备起着安全保护作用。常见分类有：1) 根据阀门的在不同领域的应用场景，可以将阀门分为核电阀门、冶金特种阀门、能源化工阀门等；2) 根据阀门的原理和作用，可以将其分为截断阀（球阀、蝶阀、闸阀、截止阀等）、控制阀、止回阀、分流阀、安全阀等。

图表 5 阀门分类（根据应用场景）



资料来源：华安证券研究所整理

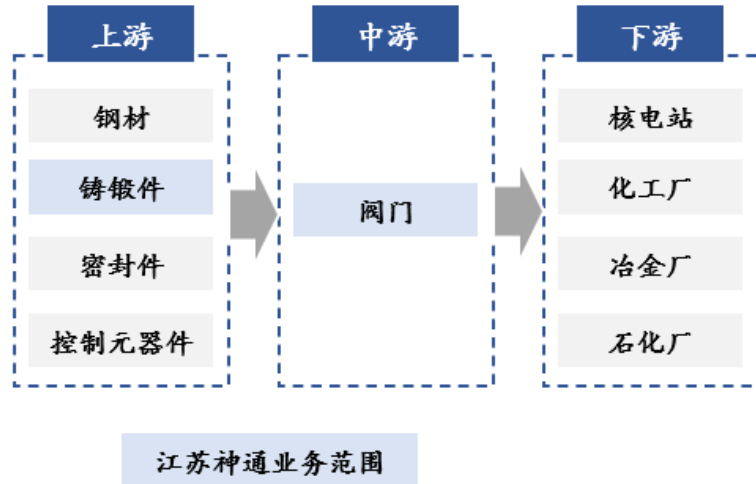
图表 6 阀门分类（根据材料）



资料来源：华安证券研究所整理

江苏神通在阀门产业链中涉及铸锻件、阀门制造环节。阀门产业链包括上游钢材、铸锻件、密封件、控制元器件等，中游阀门生产销售，下游应用场景主要有核电、冶金、能源化工等领域。公司阀门业务范围主要涉及上游与中游环节，具有从锻件到阀门的产业链。公司主要生产高端阀门，技术水平、产能规模及成本控制水平在行业内处于领先水平，自 2008 年以来，公司已成为我国核电阀门的主要供应商，获得了已招标核级蝶阀、核级球阀 90% 以上的订单。

图表 7 江苏神通业务范围



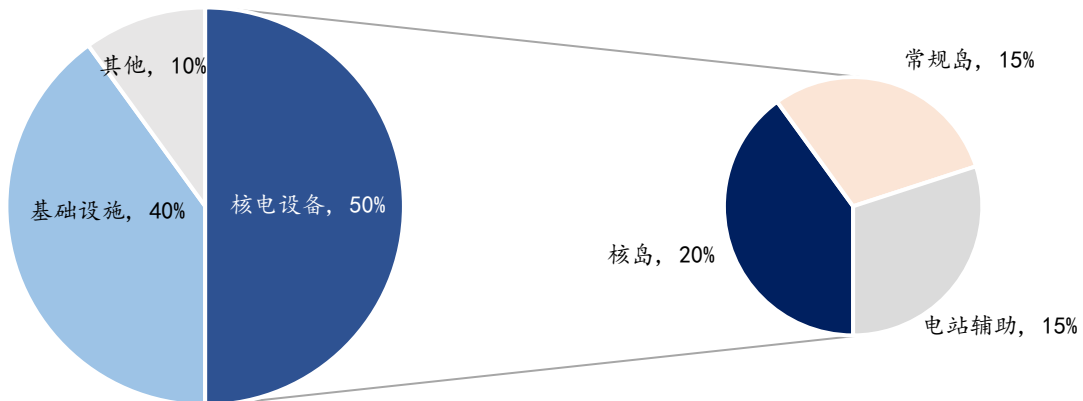
资料来源：华安证券研究所整理

2.2 市场空间:2023-2030 我国核电阀门市场年化复合增速 13%

核电阀门主要分为核级阀门、非核级阀门。核电站使用的阀门种类主要包括闸阀、截止阀、止回阀、隔膜阀、蝶阀、球阀、调节阀、安全阀等，江苏神通生产的核电阀门主导产品为蝶阀、球阀，包括核级蝶阀（2、3级）、核级球阀（2、3级）、非核级蝶阀及非核级球阀。其中，蝶阀主要使用在核岛设备冷却水系统、重要厂用水系统等，球阀主要使用在核电站核岛设备冷却水系统、三废处理系统等。核岛蝶阀、核岛球阀所需阀门主要为核级核电阀门，以及少量有抗震要求的非核级核电阀门；非核岛蝶阀、球阀是指常规岛及电站辅助设施用蝶阀、球阀，所需阀门均为非核级核电阀门。

我们预计单台核电机组的阀门价值量在 11.9 亿，其中核岛阀门占 4.9 亿。假设单台核电机组造价 190 亿元（以 2022 年 9 月开工建设的广东陆丰核电 5、6 号机组为例：根据生态环境部信息显示，两台机组总投资 382 亿元，单台机组容量 1200MW，均采用“华龙一号”技术）。根据江苏神通招股书、国际电力网信息，核电站造价中包括基础设施（价值量占比 40%，下同）、核电设备（50%）、其他（10%）；在核电设备造价中包括核岛（40%）、常规岛（30%）、电站辅助设备（30%）；在核岛设备中阀门价值量占比 13%，在常规岛设备中阀门价值量占比 19%，在电站辅助设备中阀门价值量占比 5%。据此推算，核岛阀门/常规岛阀门/电站辅助设备阀门分别占电站总投资的 2.6%/2.85%/0.8%，阀门占核电站总投资的 6.25%。因此我们预计，单台核电机组的阀门价值量在 11.9 亿，其中核岛阀门/常规岛阀门/电站辅助设备阀门分别为 4.9 亿/5.4 亿/1.4 亿。

图表 8 核电站建设成本构成

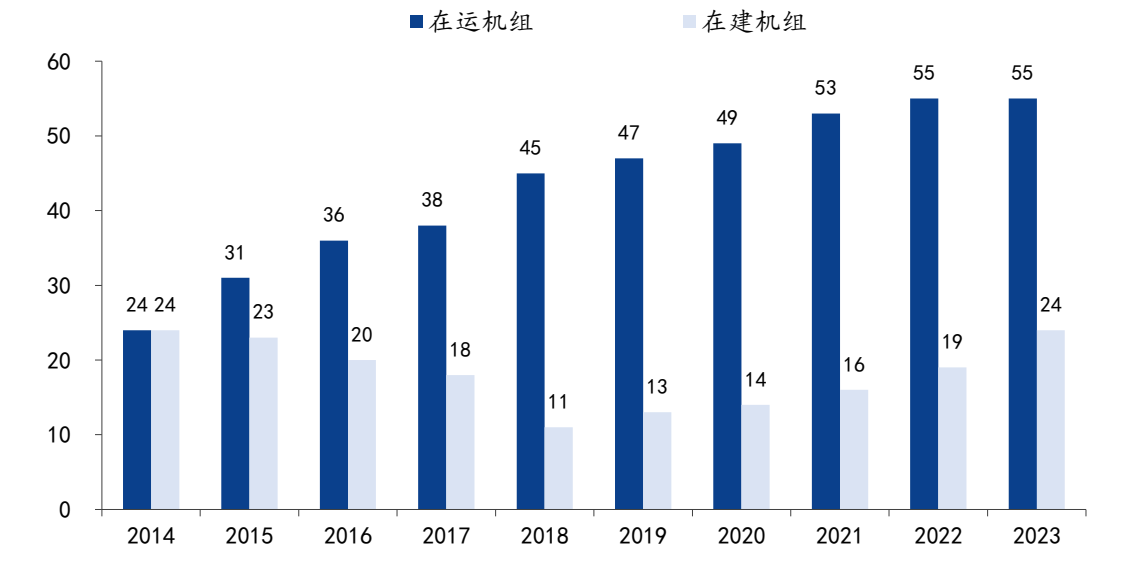


资料来源：江苏神通招股书，华安证券研究所

注：子饼状图占比指占总的百分比

根据中国核能行业协会，截至 2023 年底，我国已运行的核电机组共 55 台，总装机容量 57GW；正在建设的核电机组共 24 台，合计 29GW。在 2023 年，新开工了 5 台机组，分别是三门核电厂 4 号机组、海阳核电厂 4 号机组、陆丰核电厂 6 号机组、湛江核电厂 1 号机组、徐大堡核电厂 1 号机组。

图表 9 2014-2023 年我国大陆在运和在建核电机组数量统计图 (台)



资料来源：中国核能行业协会，华安证券研究所

我们预计自 2024 年起每年平均保持 6 台以上核电机组的新增规模。根据我国核电短期和远期规划，我们测算，自 2024 年起，我国保持平均每年至少 6 台的核电机组的投资规模。根据中国核学会 2019 年底《对于 2030、2050 年我国核电发展战略展望》，其建议 2030 年前保持每年 6 台左右的投产规模、2031-2050 年每年保持 8 台左右的投产规模。按照单台机组对应核电阀门市场 11.9 亿测算，按照未来平均每年 6-8 台的投运规模计算，平均每年核电阀门市场达 71.4 亿-95.2 亿。

图表 10 我国核电政策规划目标

规划	内容	来源	测算
“十四五”规划目标	到 2025 年，核电运行总装机容量达到 70GW 左右	“十四五”规划	2024-2025 年我国核电平均每年新增 6.5GW
2030 年前目标	预计 2030 年，核电发展规模达到 131GW	国家核安全局	2024-2030 年我国核电平均每年新增 12.3GW
2050 年远景目标	2050 年核电发展规模将达到 335GW	中国核能行业协会	2024-2050 年我国核电平均每年新增 10.7GW
2060 年远景目标	到 2060 年，我国需建成 400GW 核电机组	中国核能行业协会	2024-2060 年我国核电平均每年新增 9.3GW

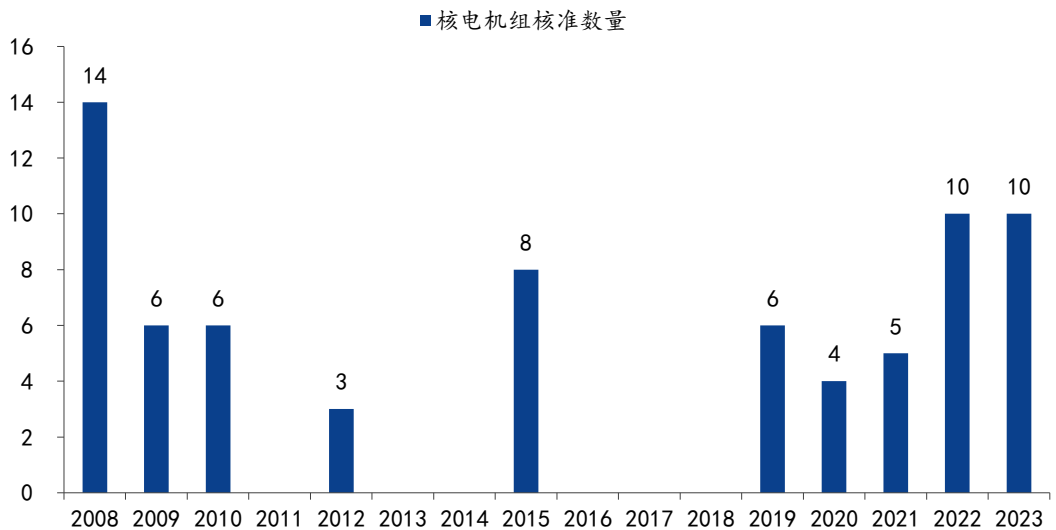
资料来源：华安证券研究所整理

我们预计，2030 年我国核电阀门市场将增至约 1310 亿元，2023-2030 年化复合增速 13%。展望未来至 2030 年，我们预计核电机组新增装机稳健增长，有望在 2030 年达到 1310 亿元，2023-2030 年化复合增速约 13%。

2.3 核电行业：2022 年以来项目审批创十年内高峰，拐点信号明确

行业前期经历十余年冷寂期，2022 年开始核电机组核准数量创 10 年内新高，且后续可延续。受 2011 年日本福岛核事故影响，我国加快完善核安全编制规划，在核安全规划批准前，暂停审批核电项目及前期已开展的项目。自 2011 年起，此后 8 年间，国内核电审批长时间处于低谷。2012 年仅 3 台机组获批，2013-2014 年零审批，2015 年 8 台机组获批，2016-2018 年零审批。2017 年《中华人民共和国核安全法》正式通过，此外，2018 年，第三代核电技术（三门核电厂）在国内首次投运，核电技术升级。此后，核电审批恢复。根据中国核能协会，2019-2023 年分别审批 6/4/5/10/10 台核电机组。2022 年审批的机组数量创十年之最，核电机组审批自 2022 年步入常态化。基于“十四五”规划、2050 年远期目标、核能行业协会蓝皮书对 2030 年核电目标预测，我们认为此后每年核电机组的高审批数量趋势可延续。

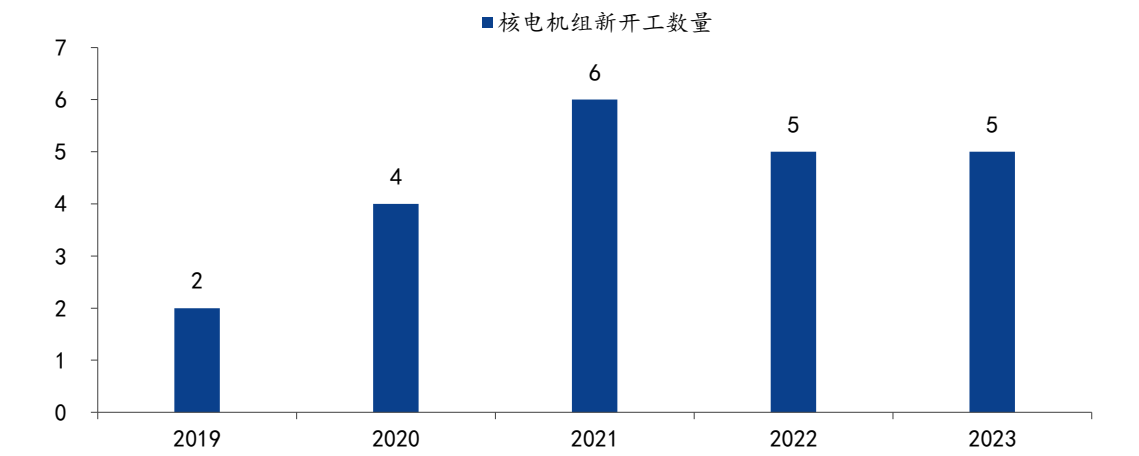
图表 11 2008-2023 年我国历年新核准核电机组数量统计图（台）



资料来源：中国核能行业协会，华安证券研究所

随着新审批数量的提升，新开工建设的核电机组数量将在 2024 看到向上拐点。一般情况下，当年新核准的核电机组项目可以在当年开工，或在此后的一两年内开工。通过梳理历年新核准项目数据和新开工项目数据，我们认为 2024 年将看到新开工项目数量的明显提升，对应到企业端，核电设备订单数量将大幅提升。从核电机组新开工数据来看，2019-2023 年每年新开工建设的核电机组数量分别为 2/4/6/5/5 台。以 2022 年为例，5 个新开工核电机组中，有 3 个是 2022 年核准的，2 个为 2021 年核准的。以 2023 年为例，5 个新开工的核电机组中，有 4 个项目是 2022 年核准的，1 个是 2021 年核准的。结合 2022 和 2023 年每年 10 台的新核准机组数量，我们预计 2024 年及之后的新开工核电机组数量会出现拐点向上。

图表 12 2019-2023 年我国历年新开工核电机组数量统计图 (台)

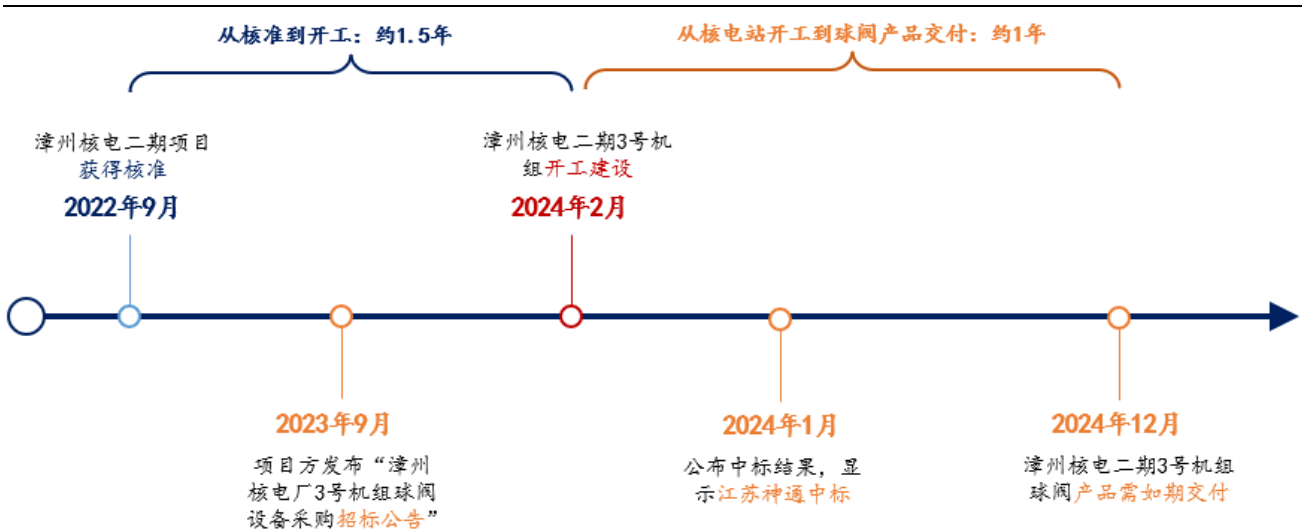


资料来源：中国核能行业协会，华安证券研究所

阀门产品属于短周期设备，一般在电站开工前后半年内进行招标，一般在中标后的 2-3 年内进行交付，阀门设备一般分批发货，产品交货验收合格即确认收入。

江苏神通核电阀门收入确认节奏，与当年或上年新开工核电项目同频共振。以漳州核电二期 3 号机组项目为例，该项目于 2022 年 9 月获得国常会核准，并于 2024 年 2 月开工建设。在开工前半年的时间，即 2023 年 9 月，项目方在中核集团电子采购平台发布“漳州核电厂 3、4 号机组球阀设备采购招标公告”，招标公告要求 3 号机组球阀交货时间为 2024 年 12 月 30 日、4 号机组球阀交货时间为 2025 年 6 月 30 日。2024 年 1 月公布中标结果，结果显示江苏神通核能装备有限公司中标漳州核电厂 3、4 号机组球阀设备采购项目。因此，按照招标要求，对于 2024 年 2 月开工建设的漳州核电厂 3 号机组项目，江苏神通将在 2024 年 12 月 30 日交付产品，而根据江苏神通的会计要求，在对方收到货品验收合格后确认收入，由此我们可以判断该合同金额最早于 24 年四季度确认收入，或至 25 年一季度确认收入。

图表 13 漳州核电厂 3 号机组球阀设备招标采购节奏

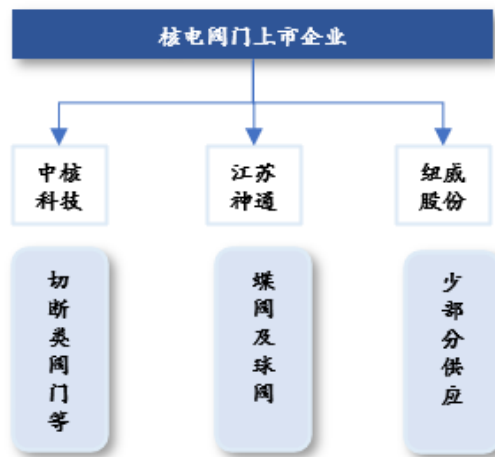


资料来源：漳州核电厂 3、4 号机组球阀设备采购招标公告，华安证券研究所整理

在 2022 年新核准数量大幅提升的背景下，江苏神通核电阀门收入确认在 2024 年将进入“快车道”。根据江苏神通 2024 年 5 月 5 日的调研活动公开记录，公司 2023 年核电阀门产品确认的收入主要来自于 2021 年批复的机组，以及 2020 年和部分 2022 年的订单。由此，我们预计 2024 年公司的核电阀门产品确认的收入主要来自于 2023 及 2024 年新开工建设核电机组（主要来自 2022 年及 2023 年新核准的核电机组）。在 2022 年新核准数量大幅提升的背景下，江苏神通核电阀门收入确认在 2024 年将进入“快车道”。未来公司收入和利润体量有望逐年上台阶。

竞争格局上，国内核电阀门上市公司产品定位均有所区别，主要体现为互补性竞争。核电阀门的上市公司参与者主要有中核科技、纽威股份等。中核科技作为国企阀门上市公司，在核电领域主要供二、三代核电机组的切断类阀门和四代机组的关键阀门。纽威股份的阀门主要应用于石化行业，在核电领域的部分阀门产品有出货。在核电领域，根据 2009 年以来的招投标数据统计，江苏神通的核级蝶阀和球阀约有 90% 以上的市场占有率。近年来，核电阀门竞争格局没有发生大的变化，公司核电阀门产品的综合毛利正常情况下在 40%—45% 的区间。

图表 14 核电阀门上市公司核心产品



资料来源：华安证券研究所整理

行业发展趋势上，我国核电领域科技持续创新，随着“国和一号”、“华龙一号”、小型反应堆技术水平的不断提升，我国核能装备朝着高端化、智能化、绿色化方向发展。目前我国核电建设的主力堆型是华龙一号，此外还有国和一号及 AP1000 等三代核电堆型，这些不同类型的核电技术对各类阀门的需求量基本稳定，单台机组对各类阀门的需求量差异不大。江苏神通在单台核电机组能拿到的核电阀门订单金额仍稳定在 7000 万左右。

3.石化&冶金阀门：石化业务开拓海外，冶金业务底部企稳

3.1 石化阀门：海外市场开拓将在 2024 年进入收获期

公司石化阀门业务主要覆盖大炼化等下游客户。阀门在化工领域的市场空间是最大的。公司前期更多关注在核电和冶金方面，公司在能源化工领域的市场进入的比较晚。江苏神通围绕蝶阀和球阀等传统的优势产品在能源石化行业做深入拓展，产品主要服务于石油化工、煤化工、LNG 和超临界火电等领域。在恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等大型炼化企业的重点项目上，公司的产品都有相应的应用。未来公司将以自身的拳头产品为出发点，逐步提升能源石化领域阀门的市占率。

公司石化阀门的毛利率在 20-25%，低于核电阀门产品，主要系公司的能源化工法兰及锻件产品的毛利率相对较低，导致能源化工行业的综合毛利相对偏低。

开拓中东等海外地区的石油炼化市场，在 2024 年将进入收获期。随着公司的持续发展，走国际化道路实现规模的提升和技术的进步是必由之路，公司于 2022 年组建国际贸易事业部，2023 年开始陆续完成供应商的认证和渠道的搭建，主要瞄准中东、东南亚等地区的石油炼化、油气开采等领域。2023H2 拿到千万量级的订单，2024 年开始进入收获期。

3.2 冶金阀门：底部企稳，努力提升在存量市场中的占比

冶金行业进入底部周期，公司通过“阀门管家”业务提升存量市场中的份额。2022 年中期后，钢铁冶金行业的阀门需求进入低迷期，当下冶金行业需求已触底。2023 年公司冶金阀门收入 3.64 亿，营收占比 17%，毛利率 32%，冶金阀门毛利润占公司总体毛利润的 17%，占比较低。未来公司加大“阀门管家”的推广力度，通过“阀门管家”业务模式，提升在备品备件存量市场中的份额，以实现业务的成长。

4.新业务布局：低空发动机 2024 年量产交付

4.1 氢能阀门：高压氢气阀为重点产品，车载氢阀门产品全覆盖

2019 年开始布局氢能领域，高压氢气阀门为公司重点产品。在氢能领域，公司 2019 年投资设立南通神通新能源科技有限公司（以下简称“神通新能源”），布局氢能阀门应用领域。2023 年收入 2061 万，净利润-250 万。公司在氢能领域的拳头产品为氢能高压阀门，主要的应用场景包括车载储&供氢系统、加氢站、高压储运等。公司主要面向 70-105 兆帕高压氢阀的研究与开发，产品覆盖高压氢气阀门和低温液氢阀门两种，目前已具备批量供货的能力，产品应用场景包括加氢站、物流车、叉车、氢能无人机、氢能电动自行车等，目前该公司的产品、产能均能满足市场对高压氢阀的需求。南通神通新能源目前最核心的业务为车载氢系统阀门，也是国内唯一一家完成车载氢系统阀门全线产品覆盖的公司，公司的氢气阀门已经在中石化库车项目上成功应用。

4.2 半导体阀门：真空阀门、超洁净阀门进入验证阶段

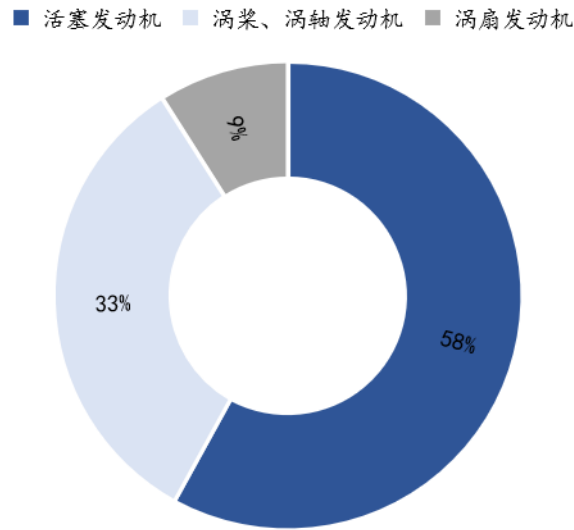
2022 年开始布局半导体领域，高压氢气阀门为公司重点产品。在半导体领域，公司于 2022 年 12 月设立子公司神通半导体科技（南通）有限公司，作为在半导体装备领域长期布局的研发平台，主要研发生产半导体装备用特种阀门，为半导体及光伏设备所需关键零部件、产业链所需核心零部件产品提供配套。至 2023 年底，公司研发的真空阀门、超洁净阀门等已进入样机试验、验证阶段。

4.3 中小型航空发动机：制造能力国内领先，低空经济空间可期

通用航空发展空间大。相比商用航空，通用航空运营资产较轻，飞行成本较低，天然具备多用途属性。长期以来我国通用航空市场的需求与通用航空产业发展滞后的矛盾突出，与运输航空并称为“民航两翼”的通用航空将是当下需要重点赶超的领域，而作为通用航空飞行器的主要动力装置，中小型发动机对于通用航空产业的支撑作用愈加显现。

中小型航空发动机一般指 2000kW 级以下的活塞、涡轴、涡桨、涡扇发动机。中小型发动机主要应用于通用航空领域和无人机领域。根据航空产业网，2021 年我国中小型发动机型号数量占比最大的是活塞发动机（占比 58%），其次是涡轴、涡桨发动机（占比 33%），而涡扇发动机占比最少（占比 9%）。

图表 15 各类中小型航空发动机型号数量占比 (截至 2021 年初)



资料来源：航空产业网，华安证券研究所

活塞发动机：活塞式发动机一般用来配装超轻/小型通用航空飞行器，普遍应用于飞行培训、农林作业和航拍观光等诸多领域。考虑到活塞式直升机起飞质量一般在 600~1200kg，相应的发动机功率为 130~200kW，基本上填补了涡轴发动机在 200kW 以下的空白，呈现出较明显的互补态势，但其性能与燃气涡轮发动机相比较弱，不过也具有购置成本低、易于维护的优点。活塞式发动机在 200kW 以下功率量级有着燃气涡轮发动机不具备的性价比优势，仍将是未来相当长的一段时期内轻/小型通用航空飞行器的主要动力装置，但该领域也是与全电/混合电推进系统竞争的焦点。

涡桨发动机：一般覆盖 500-1200kW 功率段，比活塞发动机性能优，但售价较高。根据《中国通用航空中小型发动机市场概述》，截至 2021 年年初，中国在役中小型民用涡桨发动机 454 台，97% 以上的市场份额均被普惠公司的 PT6 这一型产品所占据，PT6 系列自投入市场至今 50 多年以来成为了全球应用最普遍的涡桨发动机。至 2020 年底，中国通用航空市场涡桨发动机的在役数量中，PT6A 发动机占比 97.1%，国产涡桨发动机占比 2.4%，其他占比 0.5%。

涡轴发动机：一般覆盖 500-1400kW 功率段，以 500-800kW 为主。涡轴发动机大部分市场增量仍由进口产品主导。涡轴发动机对于国产厂商来说，也是一个接近大功率发动机机队规模，但产品存在断档区间的中等功率发动机市场。

涡扇发动机：在通用航空领域，中小型涡扇发动机主要用来配装市场价值相对较高的喷气公务机，一般覆盖 15-80kN 推力级别。公务机以其远高于其他通用航空飞机的购置和运营成本被更多地定位成超级富豪个人身份或者大型企业雄厚实力的象征。

图表 16 中小型航空发动机分类

	功率段/推力级别	应用	制造商
活塞发动机	130-200kW	超轻/小型通用航空飞行器	LYCOMING, LIMBACH Flugmotoren, 宗申航发, FALCON, 尚实航发
涡桨发动机	500-1200kW	中小型客机/低速运输机/专用飞机	GO BEYOND, GE Aviation, ROLLS ROYCE, 中国航发 AECG
涡轴发动机	500-1400kW	客运/货运/搜救直升机等	GO BEYOND, SAFRAN, ROLLS ROYCE, 中国航发 AECG
涡扇发动机	50-80kN	商务喷气机/私人飞机等	Honeywell, GO BEYOND, ROLLS ROYCE, 中国航发 AECG

资料来源：《中国通用航空中小型发动机市场概述》，华安证券研究所整理

公司参股鸿鹏航空布局低空发动机领域。在航空发动机领域，公司于 2020 年 11 月取得鸿鹏航空 19.90% 的股权，布局航空领域。鸿鹏航空主要从事航空发动机的设计、研发及制造，面向低空领域包括通用航空的无人飞机（固定翼、直升机）。鸿鹏的航空发动机产品包含活塞航空发动机（160-230kW 功率区间）、涡轮电混合动力航空发动机（30-300kW 功率区间）、涡桨航空发动机（330-600kW 功率区间），其中，公司的“鸿鹏 D160 重油活塞发动机”是亚洲地区唯一通过 EASA 适航认证的活塞航空发动机（根据珠海国资委公开信息，2024 年 5 月 7 日）。根据江苏神通 2023 年年报，2023 年鸿鹏航空实现收入 627 万元，净利润-2174 万元。鸿鹏珠海基地将于 2024 年 3 季度落成符合 EASA 适航标准的重油活塞发动机总装及维修产线，当年即可达产交付，迅速形成 500 台/年的交付能力。

图表 17 鸿鹏航空的发动机产品布局

	涡桨发动机	活塞发动机	混动发动机	
产品型号	HP600	D160	E300	E30
图片				
适用场景	3-10吨大型固定翼飞机（载人/载货，有人/无人驾驶）	有人机/无人机： 1-2 吨单发飞机、 3-4 吨双发飞机	大功率载荷供电飞行器、 电动垂直起降飞行器	低成本巡飞弹、 电动垂直起降飞行器
核心优势	具备国际一流的技术性能，符合适航标准	亚洲唯一EASA适航认证	拥有3项实用性专利	高经济性，可快速大规模量产

资料来源：鸿鹏航空，华安证券研究所

竞争格局上,国内做中小型航空发动机的公司非常少,目前以海外公司为主。按照产品来看。**1) 活塞发动机:**国内企业包括鸿鹏航空、宗申航发、厦门林巴贺、上海尚实等,其中鸿鹏和宗申有量产能力,其他厂家预计仍处于研发阶段。宗申的活塞发动机的功率段主要在 200HP (对应约 149kW) 以下,鸿鹏的活塞发动机功率段主要在 160-230kW。此外,鸿鹏的活塞发动机以适航标准来设计,是亚洲地区唯一通过 EASA 适航认证的活塞航空发动机。**2) 涡桨发动机:**根据《中国通用航空中小型发动机市场概述》,美国普惠的 PT6A 发动机在 2021 年初在国内市场占有率达到 97.1%,国内参与者主要为宗申航发,民营企业的参与者中主要为鸿鹏航空。**3) 混动发动机:**目前仍以国外厂商为主,包括 Safran、MagniX、罗罗公司等。当下的混动发动机主要以涡轮+电机的方式,而涡轮和涡桨的技术类似,鸿鹏正在做相关产品的研发。

中小型航空发动机国产替代空间可期。根据《中国通用航空中小型发动机市场概述》,截至 2021 年,国产中小型航空发动机市场占比在 1%~2%,产品谱系不完整,与整体市场规模井喷式扩大形成了鲜明的对比。相比通用航空飞机市场,中小型航空动力产品份额集中、少数制造商垄断的特点明显。截至 2021 年,在国内通航市场的中小型民用涡扇发动机、涡桨发动机和涡轴发动机这 3 个主要细分领域,普惠公司一家占据了 40% 以上的份额。

鸿鹏航空在中小型航空发动机领域的主要竞争对手为宗申航发、上海尚实。1) 宗申航发是宗申动力持股 94.1% 的控股子公司,致力于中小型航空发动机的生产,主要为工业级以上无人机(旋翼、固定翼)及通航飞机等航空飞行器提供动力总成装备,公司主要产品为 200HP (对应约 149kW) 以下航空活塞发动机,同时布局汽油、重油、新能源混合动力发动机。根据公司公告,2023 年,宗申航发实现营业收入 9322.12 万元,净利润-4322.20 万元。**2) 上海尚实**成立于 2010 年,产品覆盖各类中小型航空发动机以及航空辅助动力装置。未来将实现涡桨、涡轴发动机涵盖“低空低速”领域;涡扇、涡喷发动机涵盖“高空高速”领域的产品体系。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

受益于 2022 年核电机组新核准项目的同比翻倍增长，以及此后高核准数量的延续，我们预计 2024、2025、2026 年公司核电阀门业务收入同比分别+20%、+30%、40%。利润方面，由于公司主要原材料如钢铁的价格相对比较稳定，且核电阀门、节能服务等高毛利业务保持增长，我们预计公司毛利率水平维持平稳，预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 3.61/4.54/5.77 亿元。

图表 18 收入拆分及预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	13.48	15.86	19.10	19.55	21.33	25.46	30.82	37.68
同比增速 (%)		17.66%	20.43%	2.36%	9.10%	19.34%	21.08%	22.26%
营业成本 (亿元)	8.54	9.99	11.10	13.18	14.57	17.35	20.91	25.36
毛利率 (%)	36.65%	37.01%	41.88%	32.58%	31.69%	31.86%	32.15%	32.71%
核电业务								
营业收入 (亿元)	2.96	3.46	5.05	6.29	6.94	8.33	10.83	15.16
同比增速 (%)		16.89%	45.95%	24.55%	10.33%	20%	30%	40%
营业成本 (亿元)	1.50	2.09	2.99	3.68	4.15	4.93	6.44	8.99
毛利率 (%)	49.32%	39.60%	40.79%	41.49%	40.20%	40.85%	40.52%	40.69%
能源装备业务								
营业收入 (亿元)	4.45	4.34	5.71	5.81	6.52	7.37	8.33	9.41
同比增速 (%)		-2.47%	31.57%	1.75%	12.22%	13%	13%	13%
营业成本 (亿元)	3.64	3.68	4.80	5.26	5.77	6.60	7.41	8.40
毛利率 (%)	18.20%	15.21%	15.94%	9.47%	11.50%	10.48%	10.99%	10.74%
冶金业务								
营业收入 (亿元)	4.39	4.91	4.88	4.69	3.64	3.64	3.75	3.94
同比增速 (%)		11.85%	-0.61%	-3.89%	-22.39%	0%	3%	5%
营业成本 (亿元)	2.89	3.17	3.31	3.27	2.47	2.50	2.56	2.70
毛利率 (%)	34.17%	35.44%	32.17%	30.28%	32.14%	31.21%	31.68%	31.44%
节能环保业务								
营业收入 (亿元)	1.06	1.73	1.10	1.59	2.61	4.5	6.30	7.56
同比增速 (%)		63.21%	-36.42%	44.55%	64.15%	70.00%	40%	20%
营业成本 (亿元)	0.51	1.05		0.97	1.68	2.82	4.00	4.77
毛利率 (%)	51.89%	39.31%		38.99%	35.63%	37.31%	36.47%	36.89%
其他								

营业收入 (亿元)	0.62	1.42	2.36	1.17	1.62	1.62	1.62	1.62
同比增速 (%)		129.03%	66.20%	-50.42%	38.46%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本 (亿元)					0.50	0.50	0.50	0.50
毛利率 (%)					69.14%	69.14%	69.14%	69.14%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

5.2 估值

相对估值法: 我们选取了 A 股阀门公司作为江苏神通的可比公司。中核科技是专业从事工业阀门生产销售的公司, 同时其阀门主要应用领域和江苏神通大部分重叠, 如核电站、石油石化等领域。纽威股份同样是工业阀门的生产商, 其阀门覆盖石油、天然气、炼油、化工等工业领域, 其阀门产品在石化领域具备市场竞争力。此外, 根据监管要求的行业分类, 可比公司还包括盾安环境、中国核电、恒润股份、伟隆股份、冠龙节能、派克新材、宝鼎科技、智能自控。上述公司与江神通同隶属于阀门赛道, 主营业务相近, 2024 年平均 P/E 为 16.6x; 考虑到江苏神通核电阀门市占率较高、低空发动机业务即将量产, 且公司与中核科技的业务可比性更高, 带动估值上行。

图表 19 可比公司估值表 (截至 2024 年 5 月 16 日)

公司	代码	市值	收入 (亿元)		净利润 (亿元)				P/E		
			2022	2023	2022	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
中核科技	000777.SZ	72	15	18	1.7	2.2	3.0	3.9	25.2	22.0	17.1
纽威股份	603699.SH	156	41	55	4.7	7.2	8.5	10.2	14.6	18.0	15.1
盾安环境	002011.SZ	125	101	114	8.4	7.4	9.5	11.3	19.7	13.3	11.1
中国核电	601985.SH	1749	713	750	90.1	106.2	114.6	126.4	13.3	14.9	13.5
恒润股份	603985.SH	76	19	18	0.9	-0.3	-	-	14.3	-	-
伟隆股份	002871.SH	0	0	0	0.0	0.0	-	-	15.3	-	-
冠龙节能	301151.SZ	28	9	11	1.0	1.0	-	-	16.3	-	-
派克新材	605123.SH	82	28	36	4.9	4.9	5.7	6.5	17.3	14.7	12.7
宝鼎科技	002552.SZ	60	14	30	-0.3	1.9	-	-	18.3	-	-
智能自控	002877.SZ	29	9	10	0.8	1.0	-	-	19.3	-	-
平均值									17.4	16.6	13.9
江苏神通	002438.SZ	67	20	21	2.3	2.7	3.6	4.5	22.6	17.9	14.2

资料来源: Wind, 华安证券研究所

6. 风险提示

核电阀门招标不及预期的风险。核电行业作为国家基础产业，受国家宏观经济政策以及相关产业政策的影响较大；虽然核电新项目审批已逐渐常态化，但假若未来国家核电主管部门在核电发展政策方面出现重大不利变化，或者核电新建项目的审批建设不能持续的话，将对公司未来核电业务订单的取得和业绩的实现造成一定的不确定性影响。

商誉减值的风险。截至 2023 年报，公司商誉余额 2.33 亿元，其中以支付现金方式收购瑞帆节能 100% 股权而新增的商誉 2.16 亿元。虽然瑞帆节能以前年度承诺的各项经营业绩均已达成，但如瑞帆节能未来的市场环境和经营状况恶化，则存在商誉减值的风险，从而对公司未来年度的损益造成不利影响。

冶金阀门业绩恢复不及预期的风险。公司冶金阀门主要应用于钢铁企业节能、减排、降耗等领域，而钢铁行业的发展首要面临的的就是污染排放大户问题，近年来国家在推进节能减排、绿色制造、两业融合发展、淘汰落后产能和能源双控等方面出台了一系列政策和措施，若今后这一政策发生变化，或者钢铁企业经营形势恶化，市场竞争压力进一步加大，将对公司冶金阀门经营业绩产生不利影响。

7.财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	31.76	35.38	43.43	53.65	营业收入	21.33	25.46	30.82	37.68
现金	7.15	5.51	8.03	11.24	营业成本	14.57	17.35	20.91	25.36
应收账款	10.10	11.30	13.68	16.72	营业税金及附加	0.15	0.20	0.24	0.28
其他应收款	0.35	0.37	0.44	0.54	销售费用	1.21	1.49	1.82	2.19
预付账款	0.62	0.59	0.71	0.87	管理费用	1.16	1.26	1.57	1.95
存货	8.47	10.42	12.56	15.23	财务费用	0.20	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	5.06	7.20	8.01	9.05	资产减值损失	-0.23	-0.30	-0.30	-0.30
非流动资产	26.70	28.09	27.82	27.43	公允价值变动收益	0.02	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.51	0.51	0.51	0.51	投资净收益	0.02	0.00	0.00	0.00
固定资产	20.07	21.75	21.66	21.53	营业利润	2.97	3.95	4.97	6.32
无形资产	1.08	0.78	0.48	0.18	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5.03	5.05	5.17	5.21	营业外支出	0.02	0.00	0.00	0.00
资产总计	58.46	63.47	71.25	81.08	利润总额	2.95	3.95	4.97	6.32
流动负债	22.12	23.54	26.78	30.84	所得税	0.26	0.35	0.44	0.55
短期借款	5.92	5.92	5.92	5.92	净利润	2.69	3.61	4.54	5.77
应付账款	6.87	8.73	10.52	12.76	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	9.33	8.89	10.33	12.16	归属母公司净利润	2.69	3.61	4.54	5.77
非流动负债	3.56	3.55	3.55	3.55	EBITDA	4.90	5.87	6.94	8.41
长期借款	1.54	1.54	1.54	1.54	EPS (元)	0.53	0.71	0.89	1.14
其他非流动负债	2.02	2.01	2.01	2.01					
负债合计	25.68	27.09	30.33	34.39					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股本	5.08	5.08	5.08	5.08					
资本公积	11.91	11.91	11.91	11.91					
留存收益	15.79	19.40	23.93	29.70					
归属母公司股东权益	32.78	36.38	40.92	46.69					
负债和股东权益	58.46	63.47	71.25	81.08					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	1.85	4.89	4.51	5.21	成长能力				
净利润	2.69	3.61	4.54	5.77	营业收入	9.1%	19.3%	21.1%	22.3%
折旧摊销	1.81	1.92	1.97	2.09	营业利润	15.4%	33.3%	25.7%	27.1%
财务费用	0.27	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利	18.2%	34.2%	25.7%	27.1%
投资损失	-0.02	0.00	0.00	0.00	获利能力				
营运资金变动	-3.31	-0.93	-2.29	-2.95	毛利率 (%)	31.7%	31.9%	32.1%	32.7%
其他经营现金流	6.40	4.84	7.13	9.01	净利率 (%)	12.6%	14.2%	14.7%	15.3%
投资活动现金流	-0.62	-4.69	-2.00	-2.00	ROE (%)	8.2%	9.9%	11.1%	12.4%
资本支出	-2.39	-4.00	-2.00	-2.00	ROIC (%)	6.5%	8.0%	9.1%	10.4%
长期投资	1.47	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
其他投资现金流	0.30	-0.69	0.00	0.00	资产负债率 (%)	43.9%	42.7%	42.6%	42.4%
筹资活动现金流	-2.93	-1.85	0.00	0.00	净负债比率 (%)	78.4%	74.4%	74.1%	73.7%
短期借款	-0.64	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.44	1.50	1.62	1.74
长期借款	-3.60	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.97	0.93	1.03	1.12
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
资本公积增加	0.35	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.37	0.42	0.46	0.49
其他筹资现金流	0.95	-1.85	0.00	0.00	应收账款周转率	2.34	2.38	2.47	2.48
现金净增加额	-1.69	-1.64	2.51	3.21	应付账款周转率	2.05	2.22	2.17	2.18
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.53	0.71	0.89	1.14
					每股经营现金流薄)	0.37	0.96	0.89	1.03
					每股净资产	6.46	7.17	8.06	9.20
					估值比率				
					P/E	22.56	17.88	14.22	11.19
					P/B	1.85	1.77	1.58	1.38
					EV/EBITDA	13.12	11.56	9.42	7.39

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，电力设备与新能源组首席分析师，具备6年电力设备与新能源行业研究经验，于2019-2023年就职于华泰证券，2023年加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。