

方正证券研究所证券研究报告

江苏神通(002438)

公司研究

机械设备行业

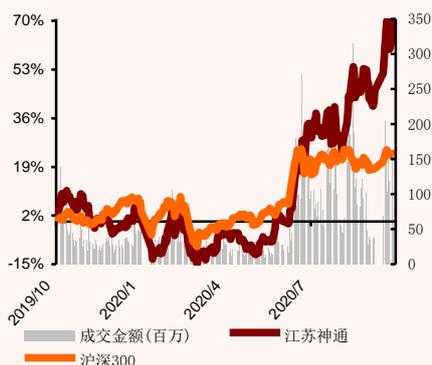
公司财报点评

2020.10.22/推荐(维持)

机械行业分析师：张小郭
执业证书编号：S1220518120001
E-mail: zhangxiaoguo@foundersec.com

事件：公司 10 月 22 日发布 2020 年三季度报告，前三季度实现收入 11.36 亿元，同比增长 6.09%；归母净利润 1.62 亿元，同比增长 23.44%；第三季度实现收入 4.69 亿元，同比增长 63.46%；归母净利润 0.68 亿元，同比增长 72.46%。

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

点评：

1) 核电业务拉动收入高速增长，精细化管理助力利润率提升。

①核电业务拉动 Q3 收入大增 63.46%。2020 年前三季度，公司实现营业收入 11.36 亿元，同比增长 6.09%，其中 Q3 单季度实现营业收入 4.69 亿元，同比大增 63.46%，主要系公司核电订单的逐步落地所致。②Q3 费用管控成果显著，助力净利润率提升。2020 年前三季度，公司毛利率 34.41%，同比提升 0.76pct；净利率 14.23%，同比提升 2.00pct，提升幅度高于毛利率提升幅度，主要系期间费用率同比下降 1.90pct 所致。Q3 单季度毛利率 33.05%，同比下降 2.21pct；净利率 14.41%，同比提升 0.75pct，提升幅度高于毛利率提升幅度，主要系期间费用率同比大幅下降 4.56pct 所致。

相关研究

《江苏神通：乏燃料后处理订单持续落地，公司净利率显著提升——公司 2020 年中报点评报告》2020.08.11

《业绩快速增长，核电订单爆发在即——公司 2019 年报点评报告》2020.04.01

《江苏神通(002438)3 季报点评：毛利率持续提升，中国未来高端阀门制造的领跑者》2020.10.25

2) 核电建设持续推进，公司核电阀门业务将有力支撑业绩增长。

①我国核电建设需求巨大。根据《我国核电发展规划研究》，到 2030 年、2035 年和 2050 年，国内核电机组规模预计可达 1.3 亿千瓦、1.7 亿千瓦和 3.4 亿千瓦。目前我国在运核电机组 47 台，装机容量仅为 4,875 万千瓦，建设需求巨大。②我国核电建设审批已进入常态化。据中国核能行业协会发布的核能发展蓝皮书《中国核能发展报告(2020)》，我国核电建设有望按照每年 6-8 台持续稳步前进。2020 年 9 月，国务院新核准 4 个核电机组，并指出将积极稳妥推进核电项目建设。③公司作为核电阀门龙头，有望持续受益于核电建设加速。公司是我国核电阀门的主要供应商，已获的核级蝶阀、核级球阀市场订单份额高达 90%以上。2020H1 公司新增核电订单 2.78 亿元，同比增长 70.55%。随着核电建设的加速推进，公司作为行业龙头或将持续受益。

3) 乏燃料后处理订单加速落地，定增项目打开公司成长空间。

①乏燃料处理能力建设需求迫切。2020 年，我国乏燃料处理能力仅为 50 吨，在建处理能力也仅为 200 吨左右，远远无法满足乏燃料的处理需求。②定增项目有望大幅提升公司乏燃料处理设备能力。公司从 2016 年开始布局乏燃料后处理设备产品线。2019 年初公司投资乏燃料后处理关键设备研发及产业化项目，推进相关设备的研发与制造。2020 年 8 月公司发

请务必阅读最后特别声明与免责条款

布定增预案（二次修订稿），拟募资 2.58 亿元，其中，1.5 亿元拟用于乏燃料后处理关键设备研发及产业化（二期）项目。该项目的建成落地，将大幅提升公司在乏燃料后处理关键设备的能力，满足国家对于乏燃料处理能力建设的迫切需求。③乏燃料后处理订单加速落地。2020 年 9 月 13 日，公司与中核工程签订重大合同，再获 1.5 亿元项目订单。2020 年前三季度，公司累计获得乏燃料后处理项目订单 2.82 亿元以上，远超 2019 年全年（0.88 亿元）。乏燃料后处理业务有望成为新的增长点，打开公司业绩成长空间。

4) **投资建议:** 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.50、3.31、4.18 亿元，对应 PE 分别为 27.15、20.57、16.27 倍。维持“推荐”评级。

风险提示: 行业需求下行，乏燃料业务拓展进度低预期，行业竞争加剧

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1348.22	1732.79	2159.51	2624.50
(+/-) (%)	23.98	28.52	24.63	21.53
净利润	172.03	250.44	330.61	418.09
(+/-) (%)	66.47	45.58	32.01	26.46
EPS(元)	0.35	0.52	0.68	0.86
P/E	39.53	27.15	20.57	16.27

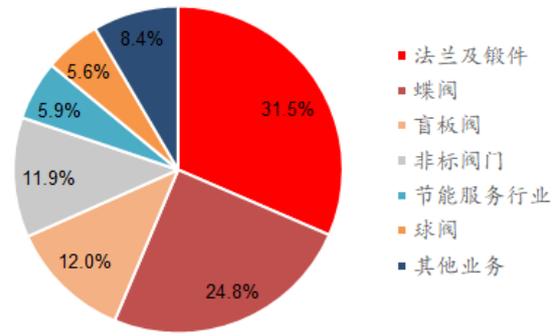
数据来源: wind 方正证券研究所

图表1: 2020Q1-3 收入同比增长 6.09%



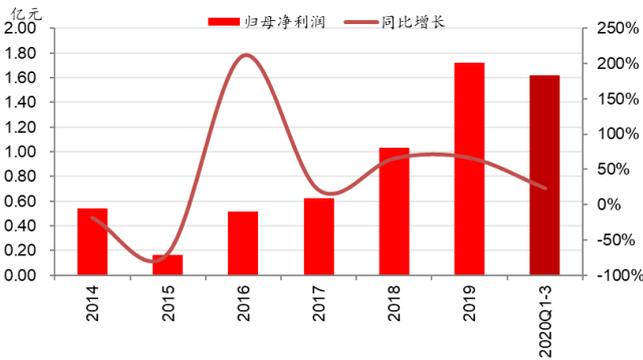
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表2: 2020H1 公司收入主要由法兰和蝶阀贡献



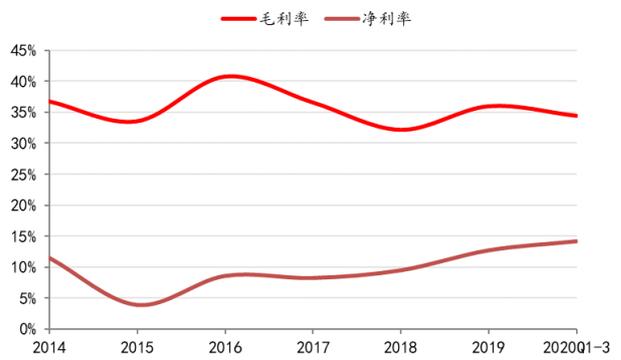
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表3: 2020Q1-3 归母净利润同比增速为 23.44%



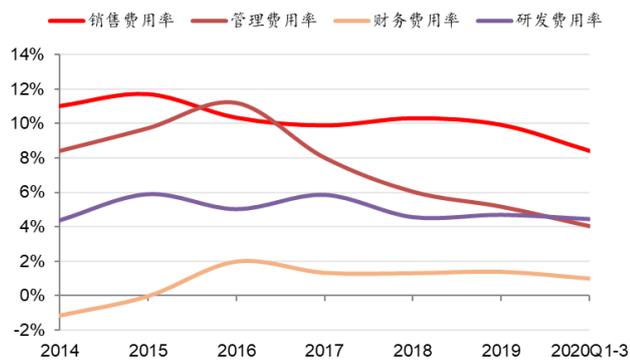
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表4: 2020Q1-3 公司净利率为 14.23%



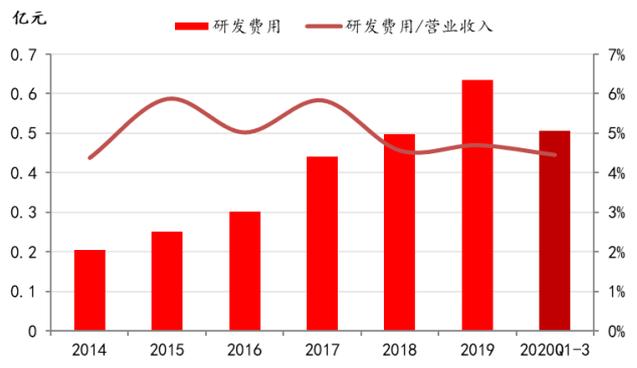
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表5: 公司控费能力强



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表6: 公司持续加强研发投入



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表7: 公司预收账款情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

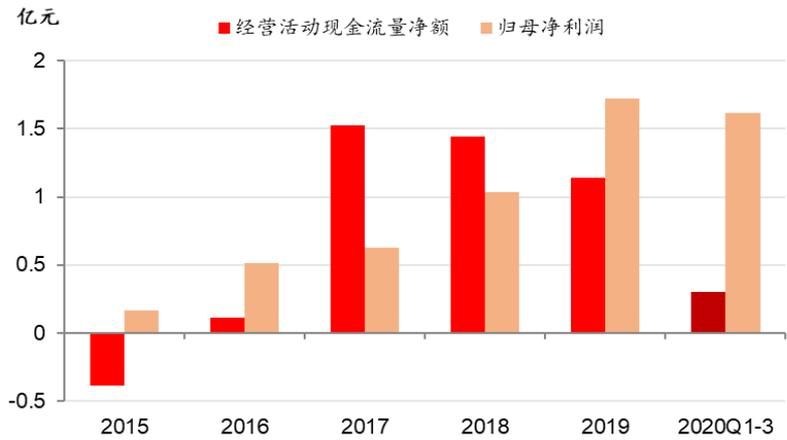
*注: 由于会计准则变更, 2020H1 为合同负债额

图表8: 2020Q1-3 公司存货同比增长 8.93%



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表9: 2020Q1-3 公司经营性净现金流同比增速高达 435.96%



资料来源: wind, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2264.53	2881.20	3553.26	4362.60	营业总收入	1348.22	1732.79	2159.51	2624.50
现金	240.14	411.98	616.69	904.13	营业成本	863.47	1086.64	1324.42	1590.03
应收账款	586.45	688.37	846.05	1006.66	营业税金及附加	13.22	18.00	21.80	26.62
其它应收款	15.03	16.62	20.71	25.17	营业费用	133.90	161.15	211.63	257.20
预付账款	64.14	80.16	96.68	116.82	管理费用	69.63	112.63	140.37	170.59
存货	750.56	952.67	1161.13	1394.00	财务费用	18.96	12.28	9.91	7.10
其他	608.21	731.41	812.00	915.83	资产减值损失	-29.56	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1093.97	1032.12	961.73	893.96	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	28.56	38.56	48.56	58.56	投资净收益	23.31	10.00	10.00	10.00
固定资产	672.70	614.16	545.88	479.67	营业利润	191.39	275.25	364.81	463.95
无形资产	364.08	350.76	338.65	327.09	营业外收入	1.03	0.00	0.00	0.00
其他	28.64	28.64	28.64	28.64	营业外支出	1.78	0.00	0.00	0.00
资产总计	3358.50	3913.32	4514.99	5256.56	利润总额	190.64	283.39	372.16	470.21
流动负债	1304.73	1609.11	1880.17	2203.65	所得税	18.61	32.95	41.55	52.12
短期借款	335.78	335.78	335.78	335.78	净利润	172.03	250.44	330.61	418.09
应付账款	362.85	476.33	573.31	688.29	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	606.10	796.99	971.08	1179.58	归属母公司净利润	172.03	250.44	330.61	418.09
非流动负债	83.51	83.51	83.51	83.51	EBITDA	287.24	347.46	434.84	529.94
长期借款	26.68	26.68	26.68	26.68	EPS (元)	0.35	0.52	0.68	0.86
其他	56.83	56.83	56.83	56.83					
负债合计	1388.24	1692.62	1963.68	2287.16	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	485.76	485.76	485.76	485.76	营业收入	0.24	0.29	0.25	0.22
资本公积	813.90	813.90	813.90	813.90	营业利润	0.97	0.44	0.33	0.27
留存收益	670.61	921.05	1251.66	1669.75	归属母公司净利润	0.66	0.46	0.32	0.26
归属母公司股东权益	1970.26	2220.70	2551.31	2969.40	获利能力				
负债和股东权益	3358.50	3913.32	4514.99	5256.56	毛利率	0.36	0.37	0.39	0.39
					净利率	0.13	0.14	0.15	0.16
					ROE	0.09	0.11	0.13	0.14
					ROIC	0.10	0.13	0.16	0.19
					偿债能力				
					资产负债率	0.41	0.43	0.43	0.44
					净负债比率	0.19	0.17	0.15	0.13
					流动比率	1.74	1.79	1.89	1.98
					速动比率	1.16	1.20	1.27	1.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.48	0.51	0.54
					应收账款周转率	2.53	2.72	2.81	2.83
					应付账款周转率	3.45	4.13	4.11	4.16
					每股指标(元)				
					每股收益	0.35	0.52	0.68	0.86
					每股经营现金	0.23	0.39	0.44	0.62
					每股净资产	4.06	4.57	5.25	6.11
					估值比率				
					P/E	39.53	27.15	20.57	16.27
					P/B	3.45	3.06	2.67	2.29
					EV/EBITDA	24.14	19.46	15.08	11.83

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com