太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-03-26

公司点评报告

买入/维持

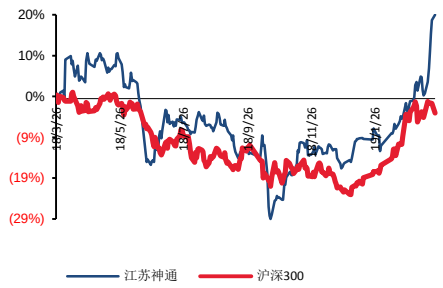
江苏神通(002438)

昨收盘：8.2

工业 资本货物

产品结构持续优化，核电存量优势显著

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	486/371
总市值/流通(百万元)	3,983/3,046
12 个月最高/最低(元)	8.20/4.80

相关研究报告：

电气设备深度报告《核电，春风已度玉门关》--2019/3/9

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL：zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL：zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL：liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：方杰

事件：公司发布 2018 年财报，报告期内实现营收 10.87 亿元，同比增长 43.91%；归母净利润 1.03 亿元，同比增长 65.62%；基本每股收益为 0.21 元，同比增长 62.52%。同时，预计 2019 年 Q1 实现归母净利润 4259.78 万元～5156.58 万元，比上年同期增长 90.00%～130.00%。

三大业务板块已成，业绩创历史新高。近年来，公司产品结构持续优化，冶金、核电、能源三分天下格局已成。随着国内供给侧结构性改革的深入推进，市场环境得到极大改善，行业景气度提升，冶金阀门业务收入同比+16.47%；能源领域，随着下游石化行业逐渐向民企、外资开放，行业投资增速明显回升，公司能源业务收入显著提高能源行业收入同比+71.87%；核电则受制于三年零核准，营收比重下降至 23.33%，但凭借存量维保市场，收入同比+24.24%，新增订单达到 1.5 亿元。此外，公司通过并购瑞帆节能，向“能源环保+节能服务”延伸，打造了新的利润增长点。公司 2018 年业绩同比+65.62%，2019Q1 预计维持高增速，我国石化行业正朝着大型化、规模化方向发展，国内数十套千万吨级炼油装置和百万吨级乙烯装置面临新建和改扩建；LNG 超低温、大型燃气轮机等领域市场需求广阔，我们认为公司的业绩有望保持稳中有升态势。

期间费用控制良好，研发费用保持在合理水平。报告期内，公司期间费用率为 22.24%（同比下降 2.86 个百分点），其中销售费用率为 10.32%（同比上升 0.42 个百分点），管理费用率 10.6%（同比下降 3.26 个百分点），财务费用率为 1.32%。报告期内，公司新取得授权专利 53 件（其中发明专利 18 件），研发投入 4967.8 万元，同比增长 12.57%，冶金领域，公司研发的高炉均压煤气回收系统在常熟龙腾特钢项目得到成功应用；能源领域，新研发的苛刻工况特种阀门、超(超)临界火电配套关键阀门、低温阀门等在下游龙头企业得到广泛应用；核电方面，公司则与某科研院所合作研发核化工气动送样系统（签订研发合同 1,200 多万元），目前已进入中试阶段，为乏燃料后处理储备核心技术。我们认为，公司期间费用控制良好，随产品改进和新产品研发工作持续进行，将为公司带来更多的利润成长空间。

核电批量重启在即，阀门龙头弹性显著。生态环境部近期发布了受理中广核广东太平岭核电厂一期工程、福建漳州核电厂 1、2 号机组环评报告的公示，有望于今年 6 月开工，停摆三年的核电重启在即。

电话：010-88321942
E-MAIL：fangjie@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517120002

公司是球阀、蝶阀市场绝对龙头，市场占有率约 90%，按单机组 5000 万测算，每年增量市场约 4 亿；此外，随着核电机组的密集投产，公司受益核电存量维保市场的扩大。作为国产阀门龙头，技术优势、行业竞争壁垒明显，随着国内核电建设重启及“走出去”战略的推进，公司核电业务发展潜力及业绩弹性明显。

投资建议。公司实施从“产品领先”到“技术+产品+服务”的转型升级。同时以冶金特种阀门、核电阀门、煤化工苛刻工况阀门、石化专用阀门为基础，加快进入军工和核电乏燃料后处理领域，实现公司新的快速成长，我们看好公司未来发展。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.32 元、0.40 元及 0.48 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游行业低迷，核电项目进展滞后。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	**1087**	**1197**	**1341**	**1516**
(+/-%)	44%	10%	12%	13%
净利润(百万元)	**103**	**153**	**196**	**233**
(+/-%)	66%	48%	28%	19%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.32	0.40	0.48
市盈率(PE)	34	23	18	15

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**756**	**1087**	**1197**	**1341**	**1516**
减:营业成本	479	738	801	873	973
营业税费	10	11	12	13	15
销售费用	75	112	124	137	155
管理费用	105	66	74	86	100
财务费用	10	14	14	13	14
资产减值损失	23	14	17	18	16
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资和汇兑收益	11	14	8	11	11
营业利润	**65**	**97**	**164**	**213**	**254**
加:营业外净收支	9	21	14	15	17
利润总额	**74**	**118**	**178**	**227**	**271**
减:所得税	11	15	22	29	34
净利润	**62**	**103**	**153**	**196**	**233**
资产负债表	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
货币资金	216	234	359	604	758
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	540	491	1176	508	1309
应收票据	92	150	174	174	206
预付帐款	40	50	54	61	63
存货	561	776	739	904	907
其他流动资产	354	425	269	349	348
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	80	86	86	86	86
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	584	624	574	515	439
在建工程	39	57	28	6	0
无形资产	134	128	120	113	105
其他非流动资产					
资产总额	**2906**	**3296**	**3847**	**3587**	**4488**
短期债务	208	347	575	56	67
应付帐款	585	624	719	769	859
应付票据	96	109	130	131	152
其他流动负债					
长期借款	49	39	284	0	782
其他非流动负债					
负债总额	**1185**	**1493**	**1881**	**1422**	**2087**
少数股东权益	**0**	**0**	**2**	**5**	**9**
股本	486	486	486	486	486
留存收益	1234	1325	1478	1674	1907
股东权益	**1721**	**1803**	**1966**	**2165**	**2401**
现金流量表	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
净利润	62	103	153	196	233
加:折旧和摊销	57	86	86	89	89
资产减值准备	23	14	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	13	18	14	13	14
投资收益	(11)	(14)	(8)	(11)	(11)
少数股东损益	0	0	2	3	3
营运资金的变动	(303)	(165)	(620)	776	(967)
经营活动产生现金	**152**	**144**	**(373)**	**1065**	**(638)**
投资活动产生现金	**(483)**	**(225)**	**8**	**11**	**11**
融资活动产生现金	**422**	**99**	**490**	**(832)**	**782**

财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	26%	44%	10%	12%	13%
营业利润增长率	29%	49%	69%	30%	20%
净利润增长率	21%	66%	48%	28%	19%
EBITDA增长率	29%	88%	7%	19%	14%
EBIT增长率	21%	114%	11%	27%	19%
NOPLAT增长率	23%	53%	60%	27%	19%
投资资本增长率	32%	11%	28%	-35%	55%
净资产增长率	46%	5%	9%	10%	11%
利润率					
毛利率	37%	32%	33%	35%	36%
营业利润率	9%	9%	14%	16%	17%
净利润率	8%	10%	13%	15%	15%
EBITDA/营业收入	17%	23%	22%	23%	24%
EBIT/营业收入	10%	15%	15%	17%	18%
运营效率					
固定资产周转天数	255	200	180	146	113
流动营业资本周转天数	334	265	354	297	285
流动资产周转天数	714	650	736	721	735
应收帐款周转天数	257	171	251	226	216
存货周转天数	222	221	228	220	215
总资产周转天数	1,156	1,027	1,074	998	959
投资资本周转天数	727	606	659	546	484
投资回报率					
ROE	3.6%	5.7%	7.9%	9.2%	9.9%
ROA	2.1%	3.1%	4.0%	5.5%	5.3%
ROIC	4.8%	5.6%	8.1%	8.0%	14.6%
费用率					
销售费用率	9.9%	10.3%	10.4%	10.2%	10.2%
管理费用率	13.9%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%
财务费用率	1.3%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%
三费/营业收入	25.1%	17.7%	17.7%	17.6%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	45.3%	48.9%	39.7%	46.5%
负债权益比	68.9%	82.8%	95.7%	65.7%	86.9%
流动比率	1.69	1.53	1.81	1.92	2.90
速动比率	1.17	0.97	1.33	1.25	2.17
利息保障倍数	7.38	11.19	12.81	17.58	19.56
分红指标					
DPS(元)	0.03	-	-	-	-
分红比率	19.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业绩和估值指标	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
EPS(元)	0.13	0.21	0.32	0.40	0.48
BVPS(元)	3.54	3.71	4.04	4.45	4.93
PE(X)	57	34	23	18	15
PB(X)	2	2	2	2	1
P/FCF	(10)	73	33	15	24
P/S	5	3	3	3	2
EV/EBITDA	26	12	15	10	10
CAGR(%)	47.1%	31.8%	44.5%	47.1%	31.8%
PEG	1.2	1.1	0.5	0.4	0.5
ROIC/WACC	0.6	0.7	1.0	0.9	1.7
REP	3.5	2.3	1.7	2.0	0.9

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。