

江苏神通 (002438.SZ) Q3 营收与业绩大增, 核电设备有效驱动增长

2020年10月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

段小虎 (分析师)

李子卓 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

lizizhuo@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

证书编号: S0790520030006

日期	2020/10/22
当前股价(元)	14.00
一年最高最低(元)	14.29/6.77
总市值(亿元)	68.01
流通市值(亿元)	63.62
总股本(亿股)	4.86
流通股本(亿股)	4.54
近3个月换手率(%)	123.51

● 中长期将持续受益核电重启及乏燃料处理业务拓展, 维持“买入”评级

公司 Q3 实现大幅增长。受益核电项目重启及乏燃料处理业务的拓展, 公司核电领域业务有望成为中长期稳健增长的主要动力。考虑疫情对上半年业绩影响, 我们下调盈利预测, 预计 2020/2021/2022 年公司可分别实现 EPS 0.45 (-0.05) / 0.66 (-0.06) / 0.93 (-0.1) 元, 当前股价对应 PE 为 31/21/15 倍, 维持“买入”评级。

● 受核电、冶金板块拉动, Q3 实现大幅增长

1) 前三季度实现营收 11.4 亿元 (+6.1%)、归母净利润 1.6 亿元 (23.4%), 其中 Q3 实现营收 4.7 亿元 (+63.5%)、归母净利润 0.7 亿元 (+72.5%), Q3 收入/业绩大幅增长主要系核电及冶金业务拉动, 包括核电项目重启促进阀门业绩释放、2019 年乏燃料订单产生收入以及钢铁厂搬迁新建产能增加冶金阀门需求等因素; 2) 毛利率为 34.4%, 较 2019 年同期上升 0.7pct, 基本持平; 3) 费用率方面, 销售/管理/财务费用率分别为 8.4%/8.5%/1.0%, 较 2019 年同期分别下降 1.5/0.2/0.3pct, 研发费用率为 4.5%, 较 2019 年同期上升 0.8pct, 变动均较小; 4) 资产负债方面, 应收账款较年初增长 31.3%, 主要原因系公司及子公司无锡法兰 Q3 销售收入增加所致; 5) 现金流方面, 经营活动现金流较 2019 年同期转正, 主要系各项税费减少以及子公司瑞帆节能收回应收账款所致。

● 乏燃料订单大幅增长, 双业务板增长可期

1) 核电: 核电建设重启, 预计未来年均 4-6 个新建机组获批, 对应新增市场空间 2-3 亿元/年, 公司核电球阀/蝶阀市占率超过 90%, 将充分受益核电项目加速建设; 进军乏燃料处理蓝海市场, 实力全国领先, 2019/2020 已公告订单 0.88/2.82 亿元, 同时拟增发募集 1.5 亿元建设乏燃料后处理关键设备研发和产业化(二期)项目, 该业务板块有望带来长期可持续的业绩贡献。2) 冶金: 随环保趋严, 部分钢铁厂搬迁改造将重建产能, 公司冶金特种阀门市占率超过 70%, 且有望向空间更为广阔的通用阀门领域拓展, 有望从钢铁厂新建工程/后续维护中持续获益。

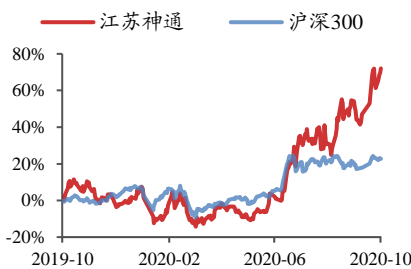
● **风险提示:** 核电项目进度低于预期, 乏燃料业务拓展低预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,087	1,348	1,595	2,270	3,179
YOY(%)	43.9	24.0	18.3	42.3	40.1
归母净利润(百万元)	103	172	220	319	453
YOY(%)	65.6	66.5	27.9	44.8	42.3
毛利率(%)	32.1	36.0	38.9	39.1	40.1
净利率(%)	9.5	12.8	13.8	14.0	14.3
ROE(%)	5.7	8.7	10.2	12.9	15.6
EPS(摊薄/元)	0.21	0.35	0.45	0.66	0.93
P/E(倍)	65.8	39.5	30.9	21.3	15.0
P/B(倍)	3.8	3.5	3.1	2.8	2.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q1 业绩下滑, 疫情短期影响不改未来三年较高增长》-2020.5.5

《公司首次覆盖报告-价值低估的阀门龙头, 行业高景气与扎实经营助力持续良好增长》-2020.3.10

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2126	2265	3639	5290	6833
现金	234	240	1257	1781	2498
应收票据及应收账款	628	758	882	1451	1817
其他应收款	13	15	18	29	38
预付账款	50	64	71	121	148
存货	776	751	974	1470	1895
其他流动资产	425	437	437	437	437
非流动资产	1170	1094	1179	1431	1777
长期投资	86	29	37	29	17
固定资产	624	622	693	945	1289
无形资产	128	122	129	124	119
其他非流动资产	333	322	320	334	353
资产总计	3296	3358	4818	6722	8610
流动负债	1390	1305	2570	4169	5617
短期借款	347	336	1273	2305	3164
应付票据及应付账款	528	458	655	923	1250
其他流动负债	516	511	642	941	1203
非流动负债	103	84	82	86	90
长期借款	39	27	25	29	33
其他非流动负债	64	57	57	57	57
负债合计	1493	1388	2652	4255	5707
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	486	486	486	486	486
资本公积	814	814	814	814	814
留存收益	511	671	854	1123	1511
归属母公司股东权益	1803	1970	2166	2466	2903
负债和股东权益	3296	3358	4818	6722	8610

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	144	114	292	-92	450
净利润	103	172	220	319	453
折旧摊销	86	83	76	101	142
财务费用	14	19	32	66	110
投资损失	-14	-23	-12	-15	-16
营运资金变动	-67	-171	-24	-562	-240
其他经营现金流	21	34	0	0	0
投资活动现金流	-225	-32	-149	-338	-472
资本支出	114	58	76	261	357
长期投资	-61	58	-9	16	11
其他投资现金流	-172	84	-82	-61	-104
筹资活动现金流	99	-54	-64	-78	-120
短期借款	139	-11	0	0	0
长期借款	-10	-12	-2	4	4
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	-0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-31	-62	-82	-123
现金净增加额	18	28	80	-508	-142

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1087	1348	1595	2270	3179
营业成本	738	863	975	1382	1903
营业税金及附加	11	13	16	22	31
营业费用	112	134	163	218	302
管理费用	66	70	101	136	191
研发费用	50	63	86	117	165
财务费用	14	19	32	66	110
资产减值损失	14	-30	0	0	0
其他收益	0	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	23	12	15	16
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	97	191	235	343	493
营业外收入	23	1	11	12	12
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	118	191	244	353	503
所得税	15	19	24	34	49
净利润	103	172	220	319	453
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	103	172	220	319	453
EBITDA	221	288	347	518	748
EPS(元)	0.21	0.35	0.45	0.66	0.93

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	43.9	24.0	18.3	42.3	40.1
营业利润(%)	49.3	97.3	22.7	46.2	43.5
归属于母公司净利润(%)	65.6	66.5	27.9	44.8	42.3
获利能力					
毛利率(%)	32.1	36.0	38.9	39.1	40.1
净利率(%)	9.5	12.8	13.8	14.0	14.3
ROE(%)	5.7	8.7	10.2	12.9	15.6
ROIC(%)	5.2	7.7	6.9	7.7	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	45.3	41.3	55.0	63.3	66.3
净负债比率(%)	12.0	9.3	4.4	24.8	26.2
流动比率	1.5	1.7	1.4	1.3	1.2
速动比率	0.6	1.0	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.35	0.45	0.66	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.23	0.60	-0.19	0.93
每股净资产(最新摊薄)	3.71	4.06	4.46	5.08	5.98
估值比率					
P/E	65.8	39.5	30.9	21.3	15.0
P/B	3.8	3.5	3.1	2.8	2.3
EV/EBITDA	31.7	23.3	19.1	13.8	9.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn