

所属行业:

机械基础件行业

基础数据:

发行股数 (万股)	2600
发行后总股本 (万股)	10400
	网下询价配售+网
发行方式	上定价发行
主承销商	华泰证券
上市日期	2010 年 6 月 7 日

财务指标(发行前): 2009 年 12 月 31 日

基本每股收益 (元)	0.53
每股收益	0.50
(扣除非经常损益后)	
每股净资产 (元)	2.19
总资产 (百万元)	376.61
资产负债率	54.85%

新能源行业研究小组

吴炳华 证书编号: S0120209030051

联系人: 朱程辉 韩守晖

8621-68761616-8513 8511

zhuch@tebon.com.cnhansh@tebon.com.cn上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>**江苏神通 (002438)**

阀门细分领域龙头企业, 建议询价区间 19.25~22 元

国内阀门企业整体规模偏小、行业集中度不高, 中低端市场竞争激烈、高端市场竞争力不足。由于阀门产品种类众多, 不同企业生产的阀门产品侧重点各不相同, 各企业在自己细分领域具有优势。公司产品主要应用于冶金及核电站领域。

冶金行业的特种阀门主要应用于钢铁行业具有节能、减排及降耗的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统。近三年在这些领域内已实施项目中的市场占有率达 70% 以上; 核电阀门方面, 公司是核电蝶阀、球阀设备国内唯一中标企业。公司产品在上述应用领域优势地位突出。

冶金行业的节能减排、淘汰落后产能政策, 促使企业进行项目改造, 预计 2015 年内, 新建及改造的高炉全干法除尘系统、转炉煤气除尘系统、焦炉干熄焦技术改造及管网系统技术改造每年将带来 3.45 亿的市场需求, 公司冶金特种阀门主要应用于这几个领域。

受益于国家政策支持, 核电投资高速增长, 目前已批准新建核电站对应的核电蝶阀、球阀、风阀市场需求量 28.5 亿元, 考虑近期国家能源局的修订目标, 市场需求将进一步增长, 而公司截止目前在该领域处于垄断地位。

公司的主营业务收入主要来自冶金行业特种阀门销售, 但核电阀门收入在总收入的占比逐年快速提高。核电阀门的产品附加值较高, 毛利率呈现出上升的趋势。未来, 随着核电阀门销售收入占比提高, 公司毛利率有望继续保持较高水平。

募集资金用于核电阀门扩大生产能力项目, 先期已投入 2,033.61 万元。由于已有待履行的核电阀门合同金额约 4.2 亿元, 首批产能将于近期释放。

盈利预测: 10 年、11 年和 12 年 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元和 0.99 元。

估值定价及申购建议: 我们认为公司的合理股价应为 19.25~22 元, 建议投资者积极申购。

风险提示: 冶金、核电行业周期性波动的风险; 市场竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险。

目录

冶金、核电阀门细分领域中的优势企业	1
节能减排、淘汰落后产能 提升市场容量.....	2
核电发展增加阀门需求.....	3
核电阀门收入占比增加，提升综合毛利	4
募投项目新增产能将为公司业绩增长提供动力.....	5
盈利预测	6
估值定价及申购建议.....	6
风险提示	7

图表

图表 1 冶金特种阀门市场占有率	1
图表 2 核电蝶阀、球阀市场占有率变化趋势图.....	2
图表 3 公司阀门应用领域 2015 年前市场需求预测（万元/年） ..	3
图表 4 蝶阀、球阀、风阀市场需求预测（亿元）	4
图表 5 按应用领域分类的主营业务收入情况.....	4
图表 6 按应用领域分类的主营业务毛利率变动情况.....	5
图表 7 核电阀门已签订合同预计每年交货额（亿元）	5
图表 8 公司收入预测表.....	6

冶金、核电阀门细分领域中的优势企业

公司是中国阀门行业协会副理事长单位，公司的“神通”牌和“蝶球”牌阀门主要应用于冶金及核电站领域，产品涵盖 6 大类、145 个系列、2000 多个规格。

冶金行业的特种阀门主要应用于钢铁行业具有节能、减排及降耗的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统。产品主要服务于宝钢、莱钢、包钢等特大型钢铁企业。根据相关招投标情况的统计分析，公司近三年在这些领域内已实施项目中的市场占有率达 70%以上，公司冶金阀门产品在上述应用领域优势地位突出。

图表 1 冶金特种阀门市场占有率

系统名称		神通阀门 占有率	其他公司市场 占有率
高炉煤气全干法除尘系统	<2000 m ³	70%	30%
	≥2000 m ³	82%	18%
转炉煤气除尘与回收系统		76%	24%
焦炉烟气除尘系统		72%	28%
煤气管网系统		45%	55%

数据来源：公司招股说明书、德邦证券研究所

核电阀门方面，公司在核电蝶阀、球阀这一细分市场领域优势明显。公司在 2006 年岭澳核电二期、2007 年秦山二期扩建工程的核级蝶阀、球阀设备国内唯一供货商；在 08-09 年我国核电工程阀门的一系列国际招标中，公司为核级蝶阀和球阀的唯一中标企业，获得了这些核电工程的全部订单。

图表 2 核电蝶阀、球阀市场占有率变化趋势图



数据来源：公司招股说明书、德邦证券研究所

节能减排、淘汰落后产能 提升市场容量

根据相关资料分析，我国现有 300 多座 1000m³以上高炉中，约有 200 座需要进行全干法除尘系统改造，如每年改造 30 座，每座高炉改造约需 300 万元的蝶阀、插板阀等产品；按照国家政策，淘汰落后小高炉后每年需要新建 2000 m³以上高炉 12 座，每座高炉全干法除尘系统约需 700 万元的蝶阀、插板阀等产品，由此推算，2015 年前每年需要全干法除尘系统配套阀门约 1.74 亿元。

转炉的阀门需求方面，每年我国平约有 25 座 100 吨级以上需要改造，每台需要约 100 万元的阀门，年需求量 2500 万元；每年新建 200 吨级以上转炉 22 座，每座需要 120 万元的阀门，年需求量 2640 万元。由此推算，2015 年每年约需 5140 万元的转炉煤气除尘与回收系统的阀门。

预计 2015 年前，每年新增或改造冶金炉的“干熄焦”项目 12 个，每个项目需配套阀门 250 万元，每年需要 3000 万元的除尘阀门；煤气管网改造每年按照 25 个项目算，约有 9000 万元的阀门需求。

公司的冶金特种阀门主要应用于以上四个领域，从长远发展来看，冶金特种阀门未来的市场前景仍将保持稳定、良好的发展态势。

图表 3 公司阀门应用领域 2015 年前市场需求预测（万元/年）

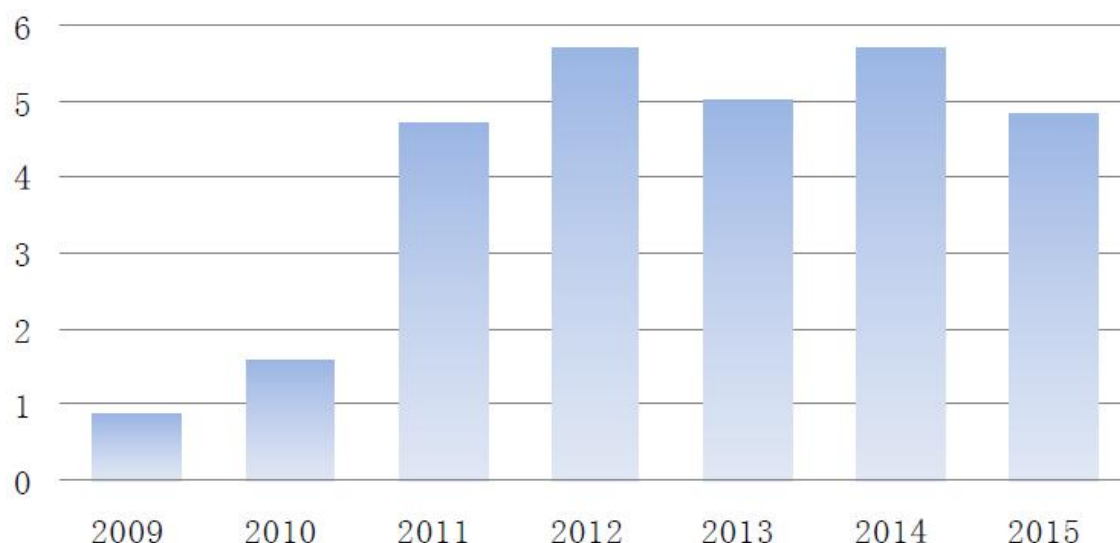
应用领域阀门名称	高炉煤气全干法除尘系统新建淘汰落后及技术改造	转炉煤气除尘与回收系统新建淘汰落后及技术改造	焦炉干熄焦技术改造	纯烧高炉煤气锅炉管网系统技术改造
蝶阀、盲板阀、快速切断阀和调压阀组等	17,400			9,000
水封逆止阀、三通阀、旁通阀、杯形阀、泄爆阀、通风除尘阀等		5,140		
焦炉拦焦及装煤烟气多管阀等除尘阀门			3,000	

数据来源：公司招股说明书、德邦证券研究所

核电发展增加阀门需求

2007 年公布的《核电中长期发展规划（2005-2020）年》的发展目标为在 2020 年底，核电运行装机容量达到 4000 万千瓦，在建 1800 万千瓦。近期国家能源局提出的规划修改意见为：到 2020 年核电装机容量达到 7000 万千瓦，在建 3000 万千瓦。据统计，一座由两台 100 万千瓦机组装备的核电站共需要各种阀门约 28000 台，其中核岛阀门约 11700 台，常规岛阀门约 12800 台，电站辅助设施阀门约 3500 台。其中核岛蝶阀、球阀约 1700 台，按照目前招标价格计算约 6500 万元；常规岛及电站辅助设施蝶阀、球阀约 2100 多台，约 3500 万元，风阀 1100 多台，约 2000 万元。截止 2009 年底，我国已批准新建核电站装机容量约 5500 万千瓦，对应的核电蝶阀、球阀、风阀市场需求量 28.5 亿元；若按照国家能源局的修订目标，还将新批 3600 万的装机规模，则对应核电蝶阀、球阀、风阀的市场需求价值量为 18.5 亿元。另外，已投入商业运行的核电站核电阀门的维修更换及国际市场的需求又可增加对核电阀门的总需求。

图表 4 蝶阀、球阀、风阀市场需求预测（亿元）



数据来源：公司招股说明书、德邦证券研究所

核电阀门收入占比增加，提升综合毛利

过去三年，公司的主营业务收入主要来自冶金行业特种阀门销售，但自 06 年公司成为岭澳核电二期工程的核级蝶阀、球阀设备国内唯一供货商后，07-09 年公司核电阀门收入在总收入的占比快速提高。2007 年实现收入 1035 万元，占总收入比重 4.99%，2008 年实现收入 4178 万元，占比 14.96%，2009 年实现收入 7501 万元，占比 26.9%。截至本招股意向书签署日，本公司已签订待履行的核电阀门合同金额约 4.2 亿元，预计 2010、2011 年交货金额为 1.47 亿元、1.87 亿元，在总收入中的占比将进一步提高。

图表 5 按应用领域分类的主营业务收入情况

类别	2009 年		2008 年		2007 年	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
冶金阀门	20,388.78	73.10%	23,749.79	85.04%	19,695.72	95.01%
核电阀门	7,501.11	26.90%	4,177.92	14.96%	1,034.52	4.99%
合 计	27,889.89	100.00%	27,927.71	100.00%	20,730.24	100.00%

数据来源：公司招股说明书、德邦证券研究所

另外，冶金行业特种阀门的毛利率受成本因素和市场竞争因素的变化高于核电阀门，而核电阀门在生产过程中对原材料材质、生产工艺、产品检测和质保体系有着严格的标准和规定，所以核电阀门的产品附加值较高，毛利率呈现出上升的趋势。未来，随着核电阀门销售

收入占比逐年提高，公司毛利率有望继续保持较高水平。

图表 6 按应用领域分类的主营业务毛利率变动情况

产品类别	2009 年		2008 年		2007 年	
	毛利率	增减额	毛利率	增减额	毛利率	
冶金阀门	37.16%	1.62%	35.54%	-2.98%	38.52%	
核电阀门	44.39%	7.28%	37.11%	1.93%	35.17%	
综合毛利率	39.10%	3.32%	35.78%	-2.57%	38.35%	

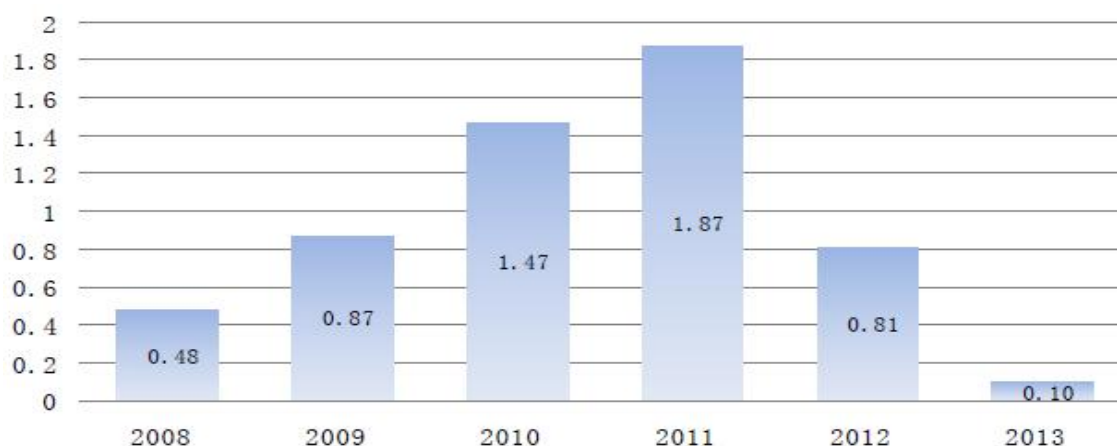
数据来源：公司招股说明书、德邦证券研究所

募投项目新增产能将为公司业绩增长提供动力

本次发行募集资金将用于核电阀门扩大生产能力项目，项目投资总额为 22,949.00 万元，其中本次公开发行募集资金投资 16,935.00 万元，剩余资金用于补充公司流动资金和主营业务发展。本次募投项目建成后将新增核电阀门 13,000 台/年的生产能力，核电阀门的产能将从项目实施前的 2,000 台/年增加到 15,000 台/年。

本次募集资金投资项目已由机械工业第一设计研究院完成可行性研究，并已着手办理主体建筑工程设计、人员引进、人才培养、设备招标等工作。截至 2009 年 12 月 31 日，项目用地已全部获得土地使用权证，共计支付土地使用费 1,214.34 万元；本次募集资金投资项目的厂房建筑及安装工程、机器设备也开始了预先投入，截至 2009 年 12 月 31 日，厂房建筑及安装工程、机器设备已累计投入 2,033.61 万元。由于已有待履行的核电阀门合同金额约 4.2 亿元，首批产能将于近期释放。

图表 7 核电阀门已签订合同预计每年交货额（亿元）



数据来源：公司招股说明书、德邦证券研究所

盈利预测

图表 8 公司收入预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
核电阀门						
收入	1034.52	4177.92	7501.11	13502	22953.4	36725.43
增长率		303.85%	79.54%	90%	70%	60%
成本	670.63	2627.63	4171.68	8089.68	14068.56	22052.18
毛利率	35.17%	37.11%	44.39%	40.09%	38.71%	39.95%
冶金阀门						
收入	19695.72	23749.79	20388.78	21204.33	22688.63	24957.5
增长率		20.58%	-14.15%	4%	7%	10%
成本	12108.96	15308.48	12821.5	12998.46	14021.56	15438.57
毛利率	38.52%	35.54%	37.16%	38.70%	38.20%	38.14%
其它业务						
收入	769.46	883.96	747.28	769.6984	792.7894	816.573
增长率		14.88%	-15.46%	3%	3%	3%
成本	311.06	227.21	214.13	220.45	231.32	243.69
毛利率	59.57%	74.30%	71.35%	71.36%	70.82%	70.16%
汇总情况						
总收入	21499.7	28811.67	28637.17	35476.03	46434.82	62499.51
总成本	13090.65	18163.32	17207.31	21308.59	28321.44	37734.44
综合毛利率	39.11%	36.96%	39.91%	39.94%	39.01%	39.62%
净利润	31.42	33.65	40.99	49.59	63.40	86.68
每股收益 /EPS (元)	0.4	0.43	0.53	0.55	0.71	0.99

估值定价及申购建议

公司属于基础零配件类机械设备公司，可比上市 2010 年公司当前的动态市盈率在 30-45 倍之间，考虑到公司产品具有一定的进入壁垒、尤其是核电阀门业务具有较高的进入壁垒，我们认为公司 2010 年市盈率在 35-40 倍间较为合适。以公司 2010 年每股收益 0.55 元计算，公司的合理股价应为 19.25-22 元，建议投资者积极申购。

风险提示

冶金、核电行业周期性波动的风险

冶金行业、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，其发展存在一定的周期性。若国家经济发生变化或相关产业政策变化，直接影响到冶金或核电行业，进而对公司的生产经营造成一定的负面影响。

市场竞争加剧风险

虽然公司在细分市场的领域处于优势地位，但国内已有 7 家企业取得核级蝶阀设计、制造许可，6 家企业取得核级球阀设计、制造许可。若公司不能继续保持技术领先、在产品研发和市场开拓方面落后于竞争对手，则公司的产品将面临市场竞争加剧的风险。

原材料价格波动的风险

公司主要原材料（毛坯及驱动装置）成本占主营业务成本的 70%左右。近年来，钢材等原材料价格波动幅度较大。公司冶金阀门从签订合同到供货的周期一般为 1—18 个月，而核电阀门的供货周期一般达 6—36 个月。如果公司所需原材料价格在签订销售合同到订购所需原材料的期间发生大幅波动，将引起产品毛利率的波动，进而对公司经营业绩的稳定性产生不利影响。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。