

朱杉 刘建刚

S0190207100103

021-38565949

Zhush@xyzq.com.cn

江苏神通 (002438)**即将驶入快车道的
核电阀门细分行业龙头****申购****市场数据****报告日期** 2010-6-10

收盘价(元)	22
52周最高/最低(元)	
总股本(百万股)	104.00
流通股本(百万股)	20.80
总市值(百万元)	2288
流通市值(百万元)	458
每股净资产(元)	1.64

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	286	377	507	641
同比增长(%)	-0.6%	31.6%	34.5%	26.6%
净利润(百万元)	41	60	92	118
同比增长(%)	21.9%	47.0%	52.1%	28.9%
毛利率(%)	40.0%	41.0%	41.4%	42.0%
净利率(%)	14.3%	16.0%	18.1%	18.4%
每股收益(元)	0.39	0.58	0.88	1.14
每股经营现金流(元)	0.35	0.84	0.33	0.76

投资要点**相关报告**

- **预计未来十年我国核电蝶阀、球阀累计市场需求约 65 亿元。**根据目前核电站建设规划,我国核电蝶阀、球阀将于 2011 年进入集中交货期,预计 2009~2013 年市场需求分别为 1.2 亿元、2.2 亿元、3.4 亿元、4.9 亿元和 6.7 亿元,复合增长率达 54%。
- **公司在国内核电蝶阀、球阀市场处于完全垄断地位,连续 4 年市占率维持 100%。**目前国内二代半核电蝶阀、球阀已完全实现国产化,预计三代核电同类产品国产化率也将于第 5 台机组达到 100%。国内拥有核电蝶阀、球阀供货经验的公司只有江苏神通一家,将充分受益核电阀门细分市场高速发展。
- **公司冶金阀门业务将维持 5% 的稳定增长。**由于我国钢铁产能出现过剩,未来公司所处冶金阀门细分领域的市场需求主要来自钢铁企业的设备升级及替换,预计五年内相关冶金阀门累计需求为 17 亿元,复合增长率约为 5%。
- **预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.58 元、0.88 元和 1.14 元,复合增速 40%。**公司将长期处于核电蝶阀、球阀细分行业龙头地位,预计该业务 10~12 年分别贡献 EPS 为 0.27 元、0.53 元和 0.77 元,复合增长率超过 65%。由于核电行业高速发展的确定性,参考相关上市公司估值水平,我们认为该业务给予 50 倍估值是比较合理的;考虑公司流通市值较小,享受中小板估值溢价,其他业务给予 20 倍 PE。我们认为公司合理价格区间为 21~25 元,申购价 22 元基本合理,建议“申购”。

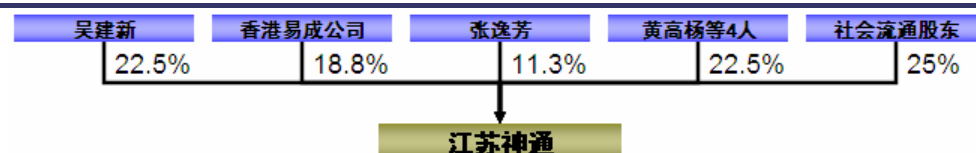
目 录

1 江苏神通——核电、冶金阀门细分市场龙头	- 3 -
2 公司核电阀门业务即将进入高速成长期	- 4 -
2.1 预计未来十年我国核电蝶阀、球阀累计需求约为 65 亿元	- 4 -
2.2 100%实现国产化，江苏神通完全垄断	- 5 -
2.3 预计公司核电业务收入未来三年复合增长率为 60%	- 7 -
3 公司冶金阀门业务将维持 5%的稳定增长	- 7 -
4 融资解决产能瓶颈，核电业务比重将快速提高	- 9 -
5 预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.58 元、0.88 元和 1.14 元	- 10 -
5.1 公司申购价 22 元基本合理，建议“申购”	- 11 -
5.2 风险提示	- 11 -
图 1、公司发行后股权结构	- 3 -
图 2、公司主营业务收入变化情况	- 3 -
图 3、公司各业务毛利变化情况	- 3 -
图 4、我国未来核电装机规模预测	- 4 -
图 5：未来五年我国核电蝶阀、球阀市场需求预测（单位：亿元）	- 5 -
图 6：未来五年我国 市场需求预测（单位：亿元）	- 8 -
图 7：公司核电业务收入占比统计	- 10 -
表 1、江苏神通核电业务主要产品	- 4 -
表 2、至 2020 年国内核电蝶阀、球阀累计市场容量预测	- 5 -
表 3、国内已招标核电站国产化率及神通市场份额	- 6 -
表 4、我国主要核电阀门企业及其主导产品	- 6 -
表 5、核电阀门技术指标及功能	- 6 -
表 6、未来三年江苏神通核电业务盈利预测（单位：亿元）	- 7 -
表 7、江苏神通冶金业务主要产品	- 7 -
表 8、江苏神通冶金阀门市场份额	- 9 -
表 9、未来三年江苏神通冶金业务盈利预测（单位：亿元）	- 9 -
表 10、江苏神通融资项目规划	- 9 -
表 11、公司盈利预测假设	- 10 -
表 12、公司盈利预测结果	- 10 -
表 13、相关上市公司估值水平（单位：元）	- 11 -
附表 1	- 12 -

1 江苏神通——核电、冶金阀门细分市场龙头

江苏神通董事长为吴建新，是公司第一大股东，持有公司 2340 万股，占本次发行后公司总股本的 22.5%。公司发行后股权结构情况如下图所示：

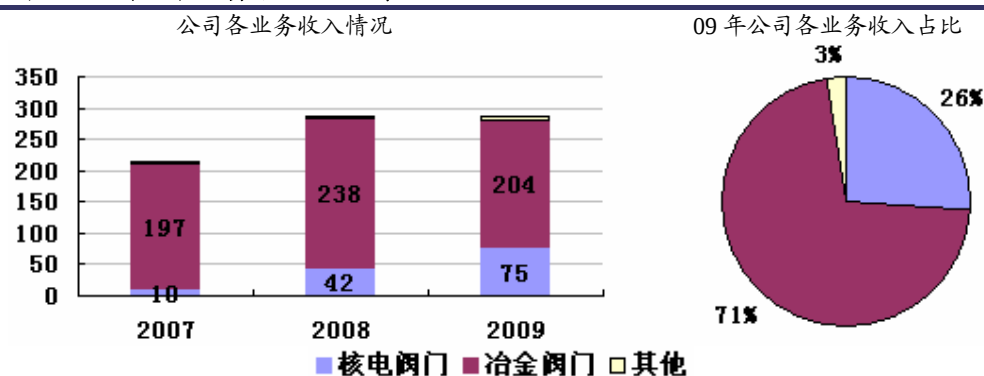
图 1、公司发行后股权结构



资料来源：兴业证券研发中心整理

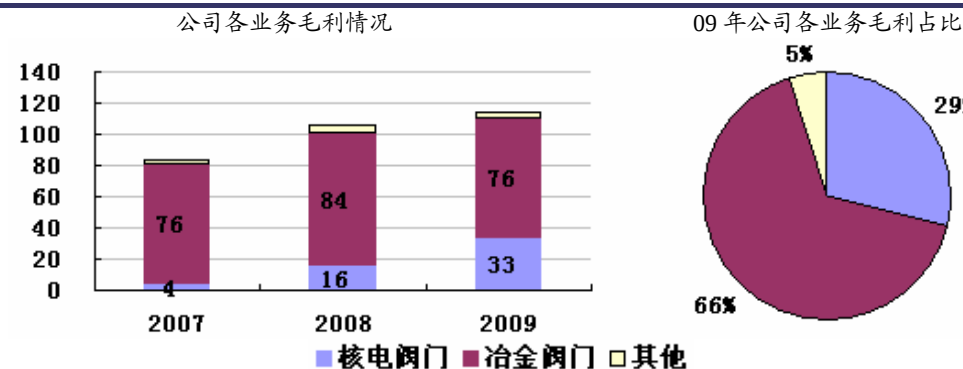
江苏神通主营业务收入最近三年复合增长率为 16%。公司主要从事核电及冶金阀门的设计、制造与销售，2009 年公司核电阀门及冶金阀门业务的销售收入分别为 0.75 亿元和 2.04 亿元，所占比重分别为 26%和 71%。公司主要产品收入及毛利变化情况如下图所示：

图 2、公司主营业务收入变化情况



资料来源：兴业证券研发中心整理

图 3、公司各业务毛利变化情况



资料来源：兴业证券研发中心整理

2 公司核电阀门业务即将进入高速成长期

公司核电业务主要为设计和生产核电蝶阀、球阀。一座核电站需要截止阀、闸阀等各类阀门十余种，共约 28000 个。公司主要生产核电阀门中的蝶阀和球阀，并开始小规模试产风阀、截止阀和闸阀。

表 1、江苏神通核电业务主要产品

行业	种类	应用范围	公司生产规模	2009 年收入（百万元）
核电阀门	蝶阀	核岛、常规岛、附属厂	批量生产	60
	球阀	核岛、常规岛、附属厂	批量生产	9
	风阀	常规岛、附属厂	小规模试产	-

资料来源：兴业证券研发中心整理

2.1 预计未来十年我国核电蝶阀、球阀累计需求约为 65 亿元

预计至 2020 年我国核电累计建成及在建装机容量约为 1.2 亿千瓦，较目前增加 8600 万千瓦。根据我国目前在建及拟建核电项目规划，至 2020 年，我国核电累积装机容量将达 8800 万千瓦左右，在建装机约 3000 万千瓦，较目前核电装机量 913 万千瓦、在建 2300 万千瓦增加约 8600 万千瓦。未来十年我国核电装机规模预测如下图所示：

图 4、我国未来核电装机规模预测



资料来源：兴业证券研发中心整理

三代核电站阀门价值量与二代半核电站相当，每 2*100 万千瓦核电需蝶阀、球阀约 1 亿元。一座两台百万千瓦二代半核电机组需要各类阀门约 28000 台（价值量约合 10 亿元），其中蝶阀、球阀约 3800 台（约合 1 亿元）。未来我国将广泛使用三代核电技术，三代核电站阀门数量较二代半核电站减少约 50%~60%，但是因为单价上升，阀门价值量与二代半相当。

至 2020 年我国核电蝶阀、球阀累计市场需求容量约为 64 亿元。根据上述对我国核电容量（未来十年新增 8600 万千瓦）及蝶阀、球阀价值量（1 亿元/2*100 万千瓦）的分析，未来十年我国新增核电蝶阀、球阀市场容量约为 43 亿元；另外，一

座 2*100 万千瓦核电机组每年总维修费用约 1.35 亿元,用于阀门部分约 0.76 亿元,其中蝶阀、球阀维修更换费用约 900 万元。根据未来我国核电装机规模预测(图 4),至 2020 年我国核电蝶阀、球阀维修更换市场容量约为 21 亿元。

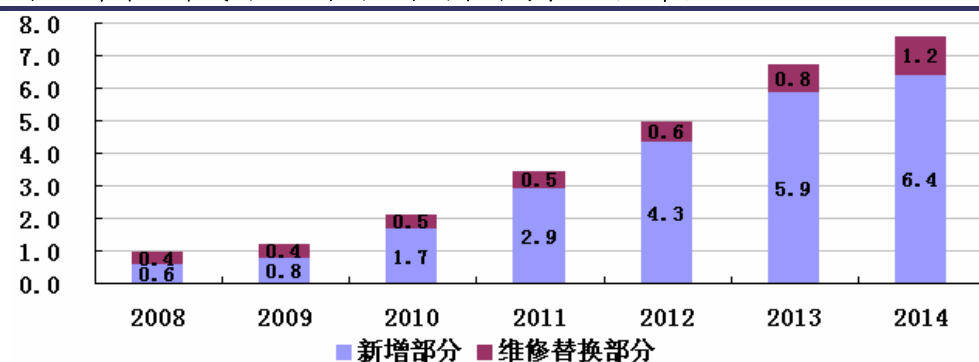
表 2、至 2020 年国内核电蝶阀、球阀累计市场容量预测

	单价	至 2020 年总需求(亿元)
新建部分	1 亿元/2*100 万千瓦	43
维修更换部分	900 万元/2*100 万千瓦*年	21
合计		64

资料来源:兴业证券研发中心整理

我国核电蝶阀、球阀 2011 年将进入集中交货期,预计 2009~2013 年该市场复合增长率达 54%。核电阀门一般在核电站开工后 1~3 年内分批交货,结合之前对我国核电新增装机时间分布的分析,预计 2009~2013 年我国核电蝶阀、球阀市场需求量分别为 1.2 亿元、2.2 亿元、3.4 亿元、4.9 亿元和 6.7 亿元,复合增长率超过 50%。

图 5: 未来五年我国核电蝶阀、球阀市场需求预测(单位: 亿元)



资料来源:兴业证券研发中心整理

2.2 100%实现国产化,江苏神通完全垄断

二代半核电蝶阀、球阀已 100%实现国产化,预计三代核电蝶阀、球阀将于第五台机组实现完全国产化。我国政府非常重视核电国产化建设,2006 年后二代半核电机组蝶阀、球阀国产化率已达 100%;对于三代核电技术,国家要求从第五台机组开始核岛设备国产化率达到 70%以上,常规岛达到 80%以上,由于三代核电蝶阀、球阀与二代半技术指标要求提升不大,我们认为从第五台机组开始将基本实现 100%国产化。

目前国内核电蝶阀、球阀由江苏神通完全垄断。公司于 2005 年成为国内核电蝶阀、球阀首家供货企业。在国家鼓励核电国产化政策支持下,公司二代半核电蝶阀、球阀技术吸收转化成熟,从 07 年红沿河核电站开始的 9 个核电项目,公司均为核电蝶阀、球阀唯一中标企业,市场份额一直维持在 100%。

表 3、国内已招标核电站国产化率及神通市场份额

年份	核电站	核电技术	国产化率	神通份额
2005	广东岭澳二期	二代半 CPR1000	10%	10%
2006	浙江秦山二期扩建	二代半 CNP650	40%	40%
2007	辽宁红沿河一期工程 1、2、3、4#机组	二代半 CPR1000	100%	100%
2008	福建宁德一期工程 1、2、3#机组	二代半 CPR1000	100%	100%
2008	广东阳江一期工程 1、2#机组	二代半 CPR1000	100%	100%
2008	福建福清一期工程 1、2#机组	二代半 CPR1000	100%	100%
2008	浙江方家山工程 1、2#机组	二代半 CPR1000	100%	100%
2009	三门核电一期工程 1、2#机组	三代 AP1000	预计 0%	预计 0%
2009	广东台山核电站一期 1#机组	三代 EPR1000	预计 0%	预计 0%
2011	第 5 座三代核电机组	AP1000/EPR	预计 100%	预计 100%

资料来源：兴业证券研发中心整理

预计未来三年内江苏神通在核电蝶阀、球阀细分行业仍将维持 90%以上市场份额。目前，国内拥有核电蝶阀、球阀许可资质的有苏阀、神通、大高、上阀、良工等 7 家企业，上海电气与德国 KSB 公司合资后，也将进入核电泵阀设备制造领域。但是，上述企业在核电阀门细分领域侧重不同，只有江苏神通一家企业专注于核电蝶阀、球阀的研发和生产。由于不同种类阀门设计、加工、功能和技术指标不同，技术跨度较大，预计未来 3 年内其他对手不会大规模进入蝶阀、球阀市场。

表 4、我国主要核电阀门企业及其主导产品

企业名称	核电阀门主导产品
中核苏阀科技实业股份有限公司	闸阀、截止阀、止回阀
大连大高阀门有限公司	小口径闸阀、截止阀、止回阀
沈阳盛世高中压阀门有限公司	闸阀、截止阀、止回阀
东吴机械	安全阀
上海通用阀门真空设备有限公司 阀门五厂	隔膜阀
神通阀门	蝶阀、球阀

资料来源：兴业证券研发中心整理

表 5、核电阀门技术指标及功能

种类	技术指标	功能
闸阀	公称尺寸 DN80 ~ 800mm, 核安全级: 1、2、3 级及 NC 级; 质保级: Q1、Q2、Q3 级; 压力 ≤ 25MPa, 温度 ≤ 350℃	用于口径较大, 高温、高压场合
截止阀	公称尺寸 DN8 ~ 80mm, 核安全级: 1、2、3 级及 NC 级; 质保级: Q1、Q2、Q3 级; 压力 ≤ 42MPa, 温度 ≤ 350℃	用于口径较小, 高温、高压场合
止回阀	公称尺寸 DN8 ~ 400mm, 核安全级: 1、2、3 级及 NC 级; 质保级: Q1、Q2、Q3 级; 压力 ≤ 25MPa, 温度 ≤ 350℃	用于口径较大, 高温、高压场合
隔膜阀	公称尺寸 DN8 ~ 100mm, 核安全级: 2、3 级及 NC 级; 质保级: Q1、Q2、Q3 级; 压力 ≤ 1.6MPa, 温度 ≤ 120℃	用于口径较小, 低温、低压的场合。 有被球阀替代的趋势
调节阀	公称尺寸 DN8 ~ 150mm, 核安全级: 1、2、3 级及 NC 级; 质保级: Q1、Q2、Q3 级; 压力 ≤ 25MPa, 温度 ≤ 350℃	用于需要流量调节, 高温、高压场合
安全阀	公称尺寸 DN15 ~ 150mm, 核安全级: 1、2、3 级及 NC 级; 质保级: Q1、Q2、Q3 级; 压力 ≤ 42MPa, 温度 ≤ 350℃	使用在核电站反应堆冷却剂系统、核岛氮气分配系统等
蝶阀	公称尺寸 DN65 ~ 1200mm, 核安全级: 2、3 级及 NC 级; 质保级: Q1、Q2、Q3 级; 压力 ≤ 6.4MPa, 温度 ≤ 350℃	用于口径较大, 中低压场合
球阀	公称尺寸 DN8 ~ 150mm, 核安全级: 2、3 级及 NC 级; 质保级: Q1、Q2、Q3 级; 压力 ≤ 26MPa, 温度 ≤ 350℃	用于口径较小, 中压场合。

资料来源：兴业证券研发中心整理

2.3 预计公司核电业务收入未来三年复合增长率为 60%

预计 2010~2012 年公司核电阀门收入分别为 1.6 亿元、2.7 亿元和 3.9 亿元。目前公司在手核电阀门订单约 4.2 亿元(含税), 预计 2010~2012 年分别交货 1.3 亿元、1.6 亿元和 0.7 亿元(不含税); 另外, 今年共有 5 个核电阀门项目招标, 预计将于下半年公布中标结果, 公司有望继续 100%取得蝶阀、球阀订单。由上述市场容量及公司行业地位的分析, 我们预计 2010~2012 年公司核电收入分别为 1.6 亿元、2.7 亿元和 3.9 亿元, 复合增长率 56%。

公司核电业务毛利率将维持在 45%左右。公司具有很强定价能力, 可根据原材料成本变动制定投标价格, 一般将成本变动对毛利率的影响控制在 3 个百分点内, 因此可维持核电阀门平均毛利率 45%左右。

公司有通过中国中原公司出口核电阀门至巴基斯坦核电项目的经验, 如果未来中广核实现核电工程项目出口, 公司将从中受益; 另外, 公司已开始小规模生产海水过滤调节器(上半年订单超过 800 万)、地坑流动过滤器(上半年招标国内投标公司仅公司一家)等核电产品。在不考虑核电阀门出口的情况下, 我们对公司未来核电阀门业务盈利预测如下:

表 6、未来三年江苏神通核电业务盈利预测(单位: 亿元)

	2009	2010E	2011E	2012E
新增核电阀门	0.65	1.42	2.49	3.70
维修替换核电阀门	0.12	0.14	0.16	0.18
其他	0	0.05	0.1	0.1
收入合计	0.77	1.56	2.75	3.98
综合毛利率	44%	45%	45%	45%

资料来源: 兴业证券研发中心整理

3 公司冶金阀门业务将维持 5%的稳定增长

冶金阀门主要包括蝶阀、球阀、盲板阀(含插板阀、眼镜阀)、水封逆止阀、调压阀组等, 江苏神通生产的冶金阀门主要应用于钢铁行业的高炉、焦炉、转炉及公用辅助设施等系统。

表 7、江苏神通冶金业务主要产品

行业	种类	应用范围	需求产品及数量
冶金阀门	1. 高炉	a.全干法除尘系统	全封闭盲板阀(36 套/座); 金属硬密封蝶阀(36 套/座)调压阀组(1 套/座)
		b.余压发电(TRT)系统	快速切断阀(1 套/座-蝶阀); 快开阀(1 套/座-蝶阀); 盲板阀、金属硬密封蝶阀(若干)
	2. 转炉	a.湿法除尘与回收系统	水封逆止阀(1 套/座); 三通阀(1 套/座); 旁通阀(1 套/座)
		b.干法除尘与回收系统	杯形阀、回收阀(各 1 套/座)、泄爆阀(4 套/座)
		c.其它通风除尘阀门	蝶阀、盲板阀(若干)
	3. 焦炉	a.拦焦、装煤烟气除尘多管阀等	多管阀(110 口/座)、蝶阀(35 套/座)
	4. 煤气管网系统	a.煤气管网及煤气柜、煤气加压站系统	金属硬密封蝶阀(45 套/座); 盲板阀(45 套/座)

资料来源：兴业证券研发中心整理

我们对于上述公司所处冶金阀门细分领域分析如下：

预计至 2015 年我国高炉全干法除尘系统配套阀门累计需求为 10.2 亿元，年均约 2 亿元。目前我国 300 多座 1000 立方米级以上高炉中，约有 200 座需要在 5 年内进行煤气全干法除尘技术改造，每座技改系统约需阀门 300 万元，年均需求约 1.2 亿元；另外，为补充拆除小高炉后的供应缺口，2015 年前我国每年约需新建 2000 立方米级以上高炉 12 座，每座所需配套阀门 700 万元，年均需求约 0.8 亿元。

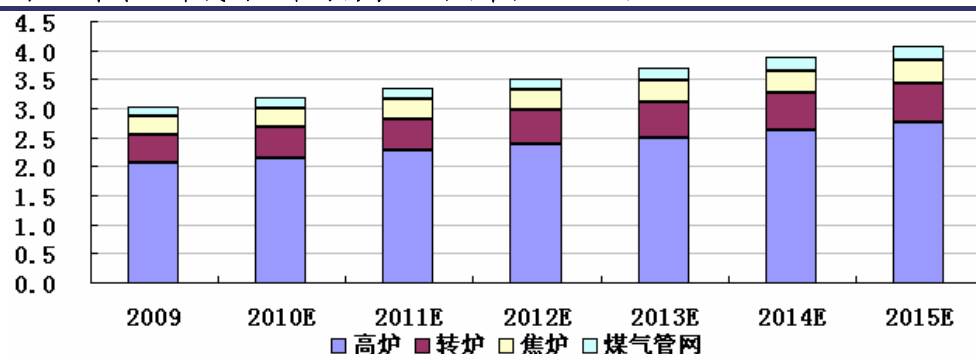
预计至 2015 年我国转炉煤气除尘与回收系统阀门累计需求为 2.5 亿元，年均约 0.5 亿元。我国平均每年约有 25 座 100 吨级以上转炉需要改造，按平均每座需要阀门 100 万元计算，年均需求约 0.25 亿元；另外，根据国家淘汰落后产能政策推算，2015 年前每年约需新建 200 吨级以上转炉 22 座，按每座需要阀门 120 万元计算，年均需求约 0.26 亿元。

预计至 2015 年我国焦炉配套拦焦及多管阀等除尘阀门累计需求为 1.5 亿元，年均约 0.3 亿元。冶金焦炉的“干熄焦”是钢铁行业技术改造重点推荐项目，预计 2015 年前我国每年新增或改造干熄焦项目约 12 个，每个项目需配套拦焦及装煤烟气多管阀等除尘阀门 250 万元，年均需求约 0.3 亿元。

预计至 2015 年我国煤气管网配套阀门累计需求为 4.5 亿元，年均约 0.9 亿元。“纯烧高炉煤气锅炉”是钢铁行业技术改造重点推荐项目，一般用于配套煤气柜、加压站等辅助系统，每个项目的煤气管网约需蝶阀和插板阀 45 台套，按每台套 8 万元，每年 25 个项目计算，年均需求约 0.9 亿元。

未来五年我国上述冶金阀门累计需求近 17 亿元，复合增长率约为 5%。考虑冶金阀门一般替换周期为 8~10 年，每年维修替换需求约为市场保有量的 5%；另外，根据我国历年出口数据，每年阀门出口数量约是内需的 25%。结合上述分析，未来五年我国冶金阀门市场需求如下图所示：

图 6：未来五年我国 市场需求预测（单位：亿元）



资料来源：兴业证券研发中心整理

江苏神通在上述冶金阀门领域平均市场份额约为 70%。我国目前阀门行业规模以上企业超过 1700 家，产值 2 亿元企业只有 50 家左右，市场集中度很低。但由于阀门产品种类繁多，约有 40000 多种不同规格种类的产品，且应用领域分散在不同行业，因此集中于特定细分行业的企业不多，近几年江苏神通在上述冶金阀门领域市场份额如下表所示：

表 8、江苏神通冶金阀门市场份额

应用领域	江苏神通市占率
高炉煤气全干法除尘系统	70%
转炉煤气除尘与回收系统	82%
焦炉烟气除尘系统	76%
煤气管网系统	72%
	45%

资料来源：兴业证券研发中心整理

基于上述对冶金行业及市场竞争格局的分析，我们对公司未来冶金业务的预测如下：

表 9、未来三年江苏神通冶金业务盈利预测（单位：亿元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
高炉系统	1.25	1.31	1.38	1.44	1.52	1.59
转炉系统	0.33	0.35	0.37	0.38	0.40	0.42
焦炉系统	0.19	0.20	0.21	0.22	0.23	0.24
煤气管网系统	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09
收入合计	1.84	1.93	2.03	2.13	2.24	2.35
综合毛利率	38.52%	35.54%	37.20%	37.00%	36.00%	36.00%

资料来源：兴业证券研发中心整理

4 融资解决产能瓶颈，核电业务比重将快速提高

融资解决产能瓶颈问题，公司将最大程度享受核电行业高速增长。根据我们之前分析，2011 年将进入核电阀门集中交货期。公司目前核电阀门产能约 2000 台，本次融资项目将为公司新增 13000 台/年产能，基本满足未来核电阀门市场高速增长需求。

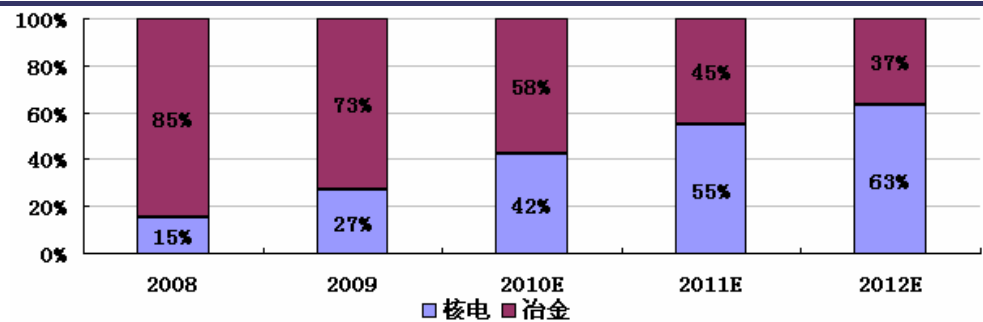
表 10、江苏神通融资项目规划

投资项目	投资总额	其中使用募集资金	2009	2010	2011	2012
核电阀门产能建设投资（百万元）	229	169	0	101	55	13
公司核电阀门产能（台）			2000	5000	13700	15000
公司核电阀门产能（百万元）			60	150	330	367
市场需求（不含税，百万元）			65	142	249	370

资料来源：兴业证券研发中心整理

未来公司核电业务比重将快速提高。公司主营业务中核电产品毛利率最高，约 45%（冶金 37%）。09 年公司核电业务收入占比约 27%，预计公司扩建产能达产后，2012 年核电收入占比将达 63%，较 09 年增长 36 个百分点。

图 7: 公司核电业务收入占比统计



资料来源: 兴业证券研发中心整理

5 预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.58 元、0.88 元和 1.14 元

基于以上分析, 我们对公司未来的盈利预测如下:

表 11、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
核电阀门	业务收入 (百万元)	75.01	156.00	275.00	398.00
	同比增长率 %	79.54%	107.97%	76.28%	44.73%
	毛利率 %	44.40%	45.00%	45.00%	45.00%
冶金阀门	业务收入 (百万元)	203.89	213.00	223.65	234.83
	同比增长率 %	-14.15%	4.47%	5.00%	5.00%
	毛利率 %	37.20%	37.00%	36.00%	36.00%
营业费用 /主营业务收入 %		11.55%	12.00%	11.50%	11.50%
管理费用 /主营业务收入 %		10.85%	11.00%	10.80%	10.50%
财务费用 /主营业务收入 %		0.65%	-1.03%	-2.45%	-1.99%
实际税率 %		15.46%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源: 兴业证券研发中心整理

表 12、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	286	377	507	641
增长率 %	-0.6%	31.6%	34.5%	26.6%
营业利润 (百万元)	46	68	105	137
增长率 %	30.4%	49.6%	54.0%	29.6%
净利润 (百万元)	41	60	92	118
增长率 %	21.9%	47.0%	52.1%	28.9%
最新摊薄每股收益 (元)	0.39	0.58	0.88	1.14
每股净资产 (元)	1.64	7.45	8.33	9.47
动态市盈率 (倍)	56	38	25	19
市净率 (倍)	13	3	3	2

资料来源: 兴业证券研发中心整理

5.1 公司申购价 22 元基本合理，建议“申购”

预计公司 10~12 年全面摊薄 EPS 分别为 0.58 元、0.88 元和 1.14 元，复合增长率为 40%。因为国内核电阀门设备 2011 年进入集中交货期，我们认为近几年将是公司业绩最佳表现时期，预计 2012 年公司核电业务收入占比将达 63%，较 09 年上升 36 个百分点。

公司申购价 22 元基本合理，建议“申购”。未来五年国内核电阀门市场需求复合增速将超过 50%，公司长期处于核电蝶阀、球阀细分行业龙头地位，预计该业务 10~12 年分别贡献 EPS 为 0.27 元、0.53 元和 0.77 元，复合增长率超过 65%。由于核电行业高速发展的确定性，参考相关上市公司估值水平，我们认为该业务给予 50 倍估值是比较合理的；考虑公司流通市值较小，享受中小板估值溢价，其他业务给予 20 倍 PE。我们认为公司合理价格区间为 21~25 元，申购价 22 元基本合理，建议“申购”。

表 13、相关上市公司估值水平（单位：元）

	2010.6.9 收盘价	EPS			PE		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
江苏神通	22.00	0.58	0.88	1.14	38	25	19
中核科技	21.98	0.33	0.48	0.68	67	46	32
南风股份	54.30	0.90	1.44	1.77	60	38	31

数据来源：兴业证券研发中心整理

5.2 风险提示

国内核电站建设进度放缓风险。目前我国政策仍然大力支持三代核电站建设，尤其未来三年将是核电项目集中上马，核电设备集中交货的时期。但是由于我国首次进行三代核电站建设，我们提示投资者注意因技术障碍等问题导致核电行业发展速度放缓的风险。

其他竞争对手快速进入的风险。目前其他拥有核级蝶阀、球阀资质的企业也在进行相关产品的研发，虽然我们预计未来三年内，新进入者由于缺乏成熟产品生产及供货经验，难以快速大量抢占市场份额，但是我们提醒投资者注意新进入者可能快速抢占市场的风险。

附表 1

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	282	839	919	1047
货币资金	73	581	572	609
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	130	166	224	283
其他应收款	2	2	2	3
存货	52	67	89	112
非流动资产	94	202	244	296
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	58	67	79	93
在建工程	14	103	142	177
油气资产	0	0	0	0
无形资产	18	18	18	18
资产总计	377	1041	1163	1343
流动负债	173	231	261	322
短期借款	30	12	12	12
应付票据	5	4	6	7
应付账款	67	89	119	149
其他	71	125	124	154
非流动负债	32	36	36	36
长期借款	6	6	6	6
其他	26	30	30	30
负债合计	206	267	297	358
股本	78	104	104	104
资本公积	1	518	518	518
未分配利润	82	137	221	330
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	171	775	866	985
负债及权益合计	377	1041	1163	1343

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	41	60	92	118
折旧和摊销	0	3	4	5
资产减值准备	10	-7	1	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	-4	-12	-13
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	9	-41	60	31
经营活动产生现金流量	49	87	34	79
投资活动产生现金流量	-16	-100	-55	-55
融资活动产生现金流量	2	521	12	13
现金净变动	34	508	-8	37
现金的期初余额	46	73	581	572
现金的期末余额	80	581	572	609

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	286	377	507	641
营业成本	172	222	297	372
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	33	45	58	74
管理费用	31	41	55	67
财务费用	2	-4	-12	-13
资产减值损失	2	3	3	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	46	68	105	137
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	49	71	108	139
所得税	7	11	16	21
净利润	41	60	92	118
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	41	60	92	118
EPS (元)	0.39	0.58	0.88	1.14

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-0.6%	31.6%	34.5%	26.6%
营业利润增长率	30.4%	49.6%	54.0%	29.6%
净利润增长率	21.9%	47.0%	52.1%	28.9%
盈利能力(%)				
毛利率	39.9%	41.0%	41.4%	42.0%
净利率	14.3%	16.0%	18.1%	18.4%
ROE	24.0%	7.8%	10.6%	12.0%

偿债能力(%)

资产负债率	54.6%	25.6%	25.5%	26.7%
流动比率	1.63	3.64	3.53	3.25
速动比率	1.33	3.35	3.19	2.91

营运能力(次)

资产周转率	0.84	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	2.45	2.43	2.55	2.48

每股资料(元)

每股收益	0.39	0.58	0.88	1.14
每股经营现金	0.35	0.84	0.33	0.76
每股净资产	1.64	7.45	8.33	9.47

估值比率(倍)

PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。