

江苏神通 002438.SZ

估值区间: 27.00-30.00

2010年6月23日

发行数据

发行前总股本(万)	7,800
本次发行股数(万)	2,600
发行后总股本(万)	10,400
发行价(元)	22.00
发行市盈率(倍)	59.5
发行日期	2010-6-7
上市日期	2010-6-23

发行后主要股东

	持股比例
吴建新	22.5%
香港易成公司	18.75%
张逸芳	12.25%
黄高扬	7.5%
郁正涛	7.5%

行业指数



资料来源: 招商证券

相关报告

- 1、《经济转型离不开装备制造业——机械行业 2010 年中期投资策略》
- 2、《川润股份-受益区域与循环经济发展(节能环保主题研究之一)》
- 3、《碧水源-碧水源有源, 再生水王者将临(节能环保主题研究之二)》

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

研究助理

蔡宇滨

0755-82960064
caiwb@cmschina.com.cn

受益经济转型, 核电阀门先锋

(节能环保主题研究之三)

江苏神通是冶金特种阀门和核电蝶阀、球阀领先企业, 占据相关领域市场份额超过 70%, 综合毛利率接近 40%。受益中国经济转型, 公司冶金和核电阀门正处于拐点, 将迎来新一轮增长。股价合理估值范围 27.0-30.0 元。

- **工业特种阀门是理想的利基市场:** 阀门种类、功能繁多; 阀门投资占设备投资额比例较低但对设备安全稳定运行非常重要; 在设备生命周期内对阀门有持续维修更换需求, 因此是理想的利基市场, 领先企业能够形成高壁垒保持其竞争优势。公司冶金特种阀门在相关领域市场占有率超过 70%, 核电蝶阀、球阀则占据垄断地位, 是国内唯一一家供应商。
- **冶金节能减排拉动冶金特种阀门需求增长:** 国务院再次发文强调推进钢铁行业节能减排, 公司冶金特种阀门主要为煤气除尘和回收利用系统配套, 受到国家大力支持和推广。未来市场需求短期增长动力来自国家对节能减排技术改造的推动, 中期增长来自系统保有量增加对备品备件需求的增加, 仍有 30% 的增长空间。
- **受益核电大发展和设备国产化:** 下一个十年将是核电发展的黄金时期, 国家“十二五”能源规划将推动建设东中部核电带, 到 2020 年我国核电装机容量将达到 7000 万-1 亿千瓦。核电阀门作为重要的控制装置, 阀门国产化对我国核电安全运营有重大意义。“二代半”核电阀门国产化率由 06 年以前 4% 迅速提升至 60-70%, 而核电蝶阀、球阀更是实现了全面国产化。预测“十二五”期间每年市场需求将达到 5 亿元, 而 2015 年后阀门维修更换将带来新的需求。
- **参与合作研发给予公司巨大竞争优势:** 拿到核安全生产和制造许可只是入场券, 能够与业主单位合作研发才算加入了核电俱乐部的核心成员。江苏神通在 07 年就与中广核及其他骨干阀门企业签订合作研发协议, 与中广核合作开发的“安全壳隔离蝶阀”通过鉴定并取得优先供货资格。
- **预测未来三年 EPS 为 0.62, 0.90 和 1.18 元。** 按 11 年 30-33 倍 PE 合理估值 27.0-30.0 元, 考虑公司题材特殊, 受市场追捧, 上市首日可能超过合理估值范围。风险提示: 其他骨干核电阀门企业进入蝶阀、球阀领域; 公司产能建设进度低于预期; 原材料价格上涨。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	288	286	379	508	634
同比增长	34%	-1%	32%	34%	25%
营业利润(百万元)	35	46	73	109	143
同比增长	16%	30%	60%	48%	32%
净利润(百万元)	34	41	64	94	123
同比增长	8%	22%	57%	47%	31%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.62	0.90	1.18
ROE	24%	24%	8%	11%	13%

资料来源: 招商证券

正文目录

一、公司概况.....	3
二、专业源于专注，挖掘阀门行业中的利基市场	3
三、冶金节能减排改造提速	4
四、核电阀门国产化步伐加快.....	6
1、核电发展的黄金时期	6
2、核电阀门国产化进程加速	7
3、公司领先优势明显	8
4、公司核电阀门业务将强劲增长	9
(1) 新建项目需求将近 5 亿	9
(2) 定期维修更换需求打开新的增长空间	10
五、募投项目解决产能瓶颈	10
五、盈利预测与估值	11

图表目录

图 1: 冶金特种阀门市场发展示意图	5
图 2: 中国核电装机容量增长示意图	6
图 3: 核电蝶阀、球阀国产化过程	8
图 4: 公司手持订单交付进度安排	10
图 5: 核电蝶阀、球阀、风阀市场需求预测（亿元）	10
表 1: 公司主要产品	3
表 2: 公司募投项目（万元）	3
表 3: 公司市场份额	4
表 4: 公司冶金特种阀门产品市场需求预估（未来五年平均）	4
表 5: 各地规划建设核电站	7
表 6: 国内核电阀门领先企业主导产品对比	8
表 7: 公司主要中标项目和执行情况	9
表 8: 公司产能利用情况	10
表 9: 公司产能变化（台）	11
表 10: 公司分项业务收入预测表	11
表 11: 相关上市公司估值对比表	12
附: 财务预测表	13

一、公司概况

公司主要从事应用于冶金节能减排和核电领域工业特种阀门产品的研发、生产和销售，产品涵盖 6 大类 145 个系列。在冶金领域，公司产品主要应用于高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统和煤气管网系统，而在核电领域，公司产品包括核 II、III 级蝶阀、球阀，和非核级蝶阀、球阀。根据中国通用机械工业协会阀门分会统计，江苏神通工业产值排名 16。

表 1：公司主要产品

	子领域	主要产品	09 年 收入占比
冶金	高炉	盲板阀、蝶阀、调压阀组等	71%
	转炉	旁通阀、三通阀、水封逆止阀等	
	焦炉	多管阀、蝶阀等	
	煤气管网系统	蝶阀、盲板阀等	
核电	压水堆、重水堆、实验快堆	核级和非核级蝶阀、球阀、风阀等	26%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

公司本次发行新股 2600 万份，占发行后总股本的 25%，募集资金主要投向核电阀门扩大生产能力项目。

表 2：公司募投项目（万元）

投资项目	投资总额	募集资金	募集资金使用计划		
			第一年	第二年	第三年
核电阀门 扩大生产能力项目	22949	16935	10050	5549	1335

资料来源：公司招股说明书，招商证券研发中心

二、专业源于专注，挖掘阀门行业中的利基市场

利基市场指那些容易被市场中的统治者忽略的细分市场，而当企业集中力量进入并成为领先者，就能形成各种壁垒，从而获得持久的竞争优势。一个理想的利基市场应具备显著差异性，市场虽小但有足够的发展空间和潜力，而且领先企业能够形成较高壁垒。研究指出，很多成功的中小型企业都采取市场利基战略，并能获取较高的边际利润。

工业特种阀门是理想的利基市场。阀门种类、功能繁多，行业集中度不高，下游市场分散；阀门投资占设备投资额比例较低但对设备安全稳定运行非常重要；在设备生命周期内对阀门有持续维修更换需求，因此是理想的利基市场。即一旦某个细分市场出现领导者，客户对领先企业的信赖和依赖就成为新进企业的最大壁垒，使其他竞争对手难以跟进市场。

公司在冶金和核电特种阀门细分领域市场份额占据绝对优势。其中占干法除尘和回收系统市场份额超过 70%，占煤气管网系统市场 45%，而且公司是国内唯一一家有核电蝶阀、球阀供货业绩的厂商，并在红沿河、宁德一期、阳江一期、方家山工程和福清一期等项目中完全取代国外产品实现 100% 中标，并为巴基斯坦恰希玛项目出口供货。

上市给公司带来更多先发优势,进一步拉大差距。IPO 融资显著提高公司实力和知名度,有利于公司投入研发,获得重大项目,甚至整合竞争对手。

表 3: 公司市场份额

系统名称		公司市场占有率	其他公司占有率
高炉煤气全	<2000m ³	70%	30%
干法除尘系统	≥ 2000m 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%
核电蝶阀、球阀		100%	

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券研发中心

三、冶金节能减排改造提速

国务院办公厅六月发文,要加大钢铁行业节能减排力度,加快钢铁工业结构调整。其中提到两点: 一是大力推进钢铁工业节能减排,大力推广高温高压干熄焦、干法除尘、煤气余热余压回收利用、烧结烟气脱硫等循环经济和节能减排新技术新工艺,提高“三废”的综合治理和利用水平,鼓励余热余压发电上网和实行差别电价政策;二是加快钢铁企业兼并重组,支持优势大型钢铁集团开展兼并重组,鼓励各级政府推动本地钢铁企业兼并重组,进一步提高我国钢铁产业集中度。

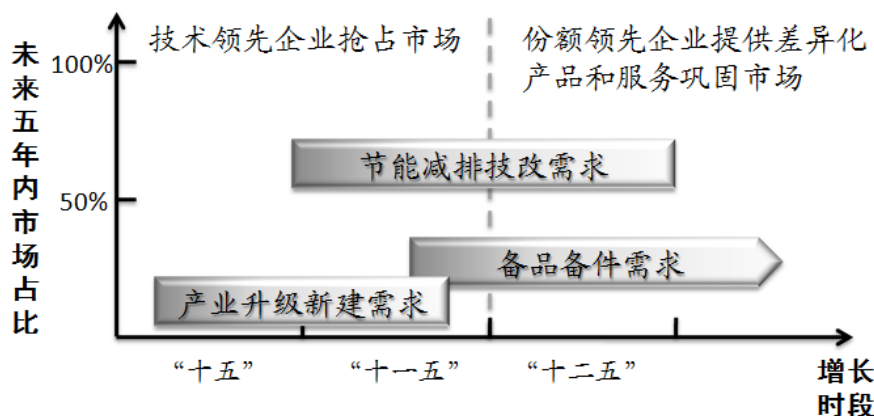
虽然未来我国钢铁产能将随着落后产能的淘汰和新增产能受限而下降,但冶金节能环保设备却受到国家大力支持,随着排放标准提高和差别电价政策推出,煤气除尘和回收利用将进一步普及,市场前景乐观。而且公司占据相关领域市场超过 70%份额,为宝钢、武钢、鞍钢和莱钢等大型钢铁集团提供产品,未来钢铁行业整合将有利于龙头企业拓展新的市场,继续保持竞争优势。

表 4: 公司冶金特种阀门产品市场需求预估 (未来五年平均)

应用领域		市场需求	预估金额 (万元/年)
技术改造	高炉煤气全干法除尘系统 技术改造	全国约 200 座 1000m ³ 以上高炉需改造, 按 5 年改造完毕, 每年 40 座, 每套系统阀门采购 300 万元	12,000
	转炉煤气除尘与回收系统 技术改造	每年约 25 座 100 吨级以上转炉需改造 每套系统阀门采购 100 万元	2,500
	焦炉干熄焦技术改造	每年干熄焦改造项目约 6 个 每个项目阀门采购 250 万元	1,500
	纯烧高炉煤气锅炉管网系统 技术改造	每年约 25 个纯烧高炉煤气锅炉项目 每个项目阀门采购 360 万元	9,000
	小计		25,000
备品备件			8,500
新建项目			4,500
合计			38,000

资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心

图1: 冶金特种阀门市场发展示意图



资料来源：招商证券研发中心

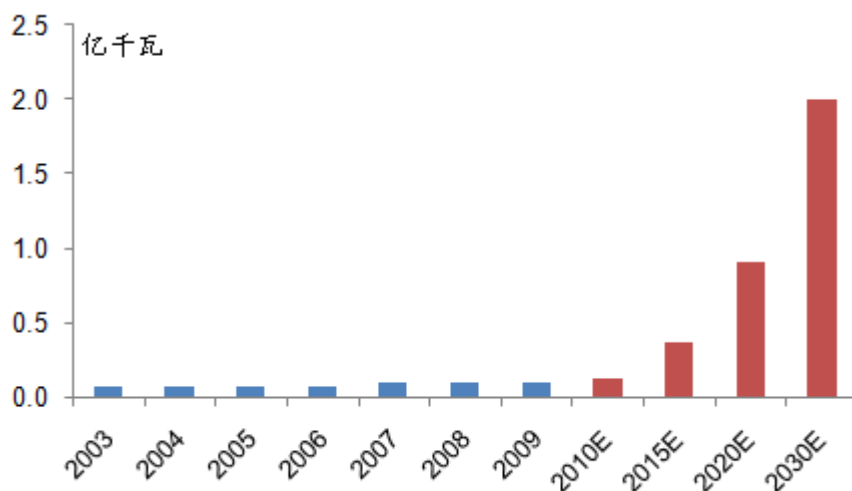
未来五年公司冶金阀门需求主要来自节能减排技术改造。冶金特种阀门市场分为三块，一块是现有产能技术改造项目，这将是今后5年的主要需求，大约占未来市场需求65%；一块是系统维护对备品备件的需求，约占23%，冶金特种阀门工作寿命为3-5年，随着系统保有量的增加，对备品备件的需求将持续增长；还有一块是淘汰落后产能新建项目需求，国办发文提出除国家已批准开展前期工作的项目外，2011年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目，因此谨慎估计未来新建需求大约只占12%。

需求恢复增长，市场仍有空间。我们分析冶金特种阀门来自新建项目的需求在08年金融危机前达到顶峰，而节能减排技术改造需求将在“十二五”期间快速增长，并于期末达到高峰，备品备件需求的高峰则出现在此后3年左右。因此未来市场需求短期增长动力来自国家对节能减排技术改造的推动，中期增长来自系统保有量增加对备品备件需求的增加。我们预估相关冶金特种阀门市场在未来5年将达到平均每年3.8亿元左右，相对于09年市场仍有30%的增长空间。

四、核电阀门国产化步伐加快

1、核电发展的黄金时期

图2：中国核电装机容量增长示意图



资料来源：中电联，招商证券研发中心

中国目前共有 11 台核电机组，908 万千瓦的容量在役运行，占全国总装机容量略超过 1%。我国已核准 11 个核电项目共 30 台机组，核准规模 3270 万千瓦，已开工建设的核电机组 23 台，在建规模 2540 万千瓦，占世界在建核电机组的 44%。此外，包括江苏田湾三期、广西防城港一期以及山东石岛湾高温气冷堆核电厂示范项目等 5 台机组也已进入国家核准程序。

国家能源局副局长吴吟表示，“十二五”能源规划思路中要体现优先发展新能源和可再生能源的原则，其中核电发展要加快沿海地区发展，推动内陆核电项目，形成东中部核电带。预期到 2020 年，中国的核电装机容量有望达到 7000 万-1 亿千瓦，且此后核电将进一步发展，到 2030 年装机容量达到 2 亿千瓦。

而根据可考公开资料不完全统计，中国在建、批准建设和规划建设的核电站（规划建设核电站主要包括电力集团与地方政府已签订框架协议的项目）达到 49 座核电站（包括已有电站扩建工程），共计 249 台机组，装机容量达到 2.60 亿千瓦，总投资额达 3.11 万亿元。

表 5: 各地规划建设核电站

地区	核电站	机组	装机容量 (万千瓦)	规划投资
广东	7 座核电站	34 台机组	3880	4322 亿元
福建	4 座核电站	22 台机组	2420	3350 亿元
浙江	5 座核电站	20 台机组	2196	2818 亿元
江苏	1 座核电站	4 台机组	452	600 亿元
山东	3 座核电站	35 台机组	2357	2500 亿元
吉林	1 座核电站	6 台机组	750	850 亿元
辽宁	4 座核电站	20 台机组	2132	2336 亿元
海南	1 座核电站	4 台机组	260	380 亿元
广西	3 座核电站	16 台机组	1648	2110 亿元
湖南	3 座核电站	14 台机组	1750	1870 亿元
江西	4 座核电站	18 台机组	2000	2800 亿元
湖北	1 座核电站	6 台机组	750	1000 亿元
安徽	2 座核电站	8 台机组	900	870 亿元
河南	2 座核电站	10 台机组	1182	1000 亿元
河北	4 座核电站	16 台机组	1600	2400 亿元
四川	1 座核电站	4 台机组	400	500 亿元
重庆	2 座核电站	8 台机组	900	900 亿元
甘肃	1 座核电站	4 台机组	400	450 亿元
合计	49 座核电站	249 台机组	25977	31056 亿元

资料来源：招商证券研发中心

注：1. 美元汇率按照 1 美元=6.80 元计算

2. 部分项目未经审批，未确定建设时间

2、核电阀门国产化进程加速

核电阀门是指在核电站中核岛 NI、常规岛 CI 和电站辅助设施 BOP 系统中使用的阀门。从安全级别上分为核安全 I 级、II 级、III 级和非核级。其中核安全 I 级要求最高。核电阀门控制着核电站内的介质输送，是核电站安全运行的重要保障。此外，核电阀门的维修、更换费用约占核电站维修费用的 50%，因此，核电阀门国产化对我国核电运营安全具有重要意义。

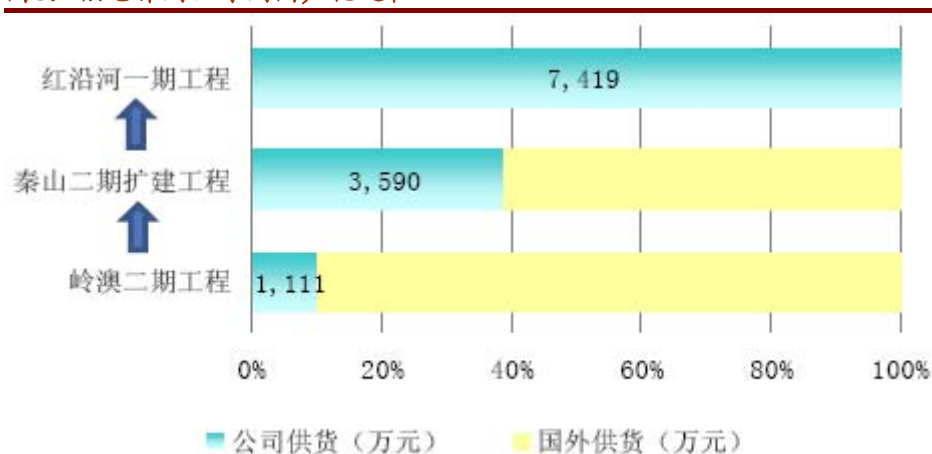
由于核电阀门主要通过介质包括放射性水蒸汽重水、辐照腐蚀物等腐蚀放射性物质，其技术特点和要求比一般电站阀门更高，除了常规技术要求，还需要着重考虑介质中杂质的污染、放射性、有关地震和振动条件下稳定性等。因此，核级设备企业除了要达到 ASME、RCC 等国际标准，产品参数满足技术指标外，重要的核级设备还需要经过试验鉴定，例如 LOCA 鉴定（LOCA 事故是压水堆核电站一回路承压边界破坏所引起的冷却剂丧失事故）。技术难度大，进入壁垒高。

2006 年以前，在我国几大核电站中，国产阀门仅占总阀门的 4% 左右，而且全部是核 II、III 级阀门，96% 的阀门依赖进口。在国家发改委，中国机械工业联合会，装备制造业主和有关单位共同合作，核电装备国产化工作取得可喜进展。以红沿河百万千瓦核电项目为依托，1、2 号机组阀门国产化率达到 60%，在 3、4 号机组上国产化率有望实现 70%。

核电蝶阀、球阀国产化已先一步完成。公司早在 06 年就参与岭澳二期招标，并获得 10% 的核电蝶阀、球阀订单，到 08 年红沿河一期工程就实现核电蝶阀、球阀 100% 国产化，

而公司成为唯一供应商。此后，公司还独中宁德一期、阳江一期、方家山工程、福清一期等项目。

图3：核电蝶阀、球阀国产化过程



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

3、公司领先优势明显

参与业主合作研发是公司领先新进竞争者的巨大优势。在促进核电设备国产化过程中，为了解决阀门企业与核电企业沟通不足的问题，双方形成了合作研发的模式。07 年公司、中核科技、沈阳盛世与大连大高就与中广核签订《核电阀门国产化开发合作战略协议书》开发各类阀门，09 年公司又成为“中广核核电设备国产化联合研发中心”三家阀门企业之一。公司与中广核合作开发的“安全壳隔离蝶阀”顺利通过鉴定，并获得优先供货权，此外公司还与上海核工程研究设计院等合作研发核电蝶阀、球阀产品。

根据环保部网站，国内具有民用核安全设备设计与制造许可证的有 23 家，但这只是入场券，只有参与合作研发的企业才是核电俱乐部的核心成员。而公司是核电阀门骨干企业中唯一一家以核电蝶阀、球阀为主导成品的企业，目前占有全部的国产市场份额，符合我们对公司利基市场战略的认识，预计未来公司在该领域仍将保持绝对竞争优势，霸主地位短期内难以动摇。

表 6：国内核电阀门领先企业主导产品对比

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
上海通用阀门真空设备有限公司	隔膜阀
江苏神通阀门	蝶阀、球阀

资料来源：公司招股说明书，招商证券研发中心

4、公司核电阀门业务将强劲增长

(1) 新建项目需求将近 5 亿

表 7：公司主要中标项目和执行情况

工程项目名称	中标金额（万元）	执行情况
岭澳二期	1111	执行完毕
秦山二期扩建	3590	执行完毕
巴基斯坦恰希玛二期 C2	1777	执行完毕
红沿河一期 1、2#	5699	09 年交付 4390 万元
宁德一期 1、2#	5631	09 年交付 2259 万元
阳江一期 1、2#	4956	执行中
方家山工程	7885	执行中
福清一期工程	7791	执行中
三门核电工程（AP1000）	750	执行中
红沿河一期 3、4#	5001	执行中
宁德一期 3、4#	5348	执行中
海南昌江一期 1、2#	5010	执行中
其他	2279	大部分已交付
合计	56828	

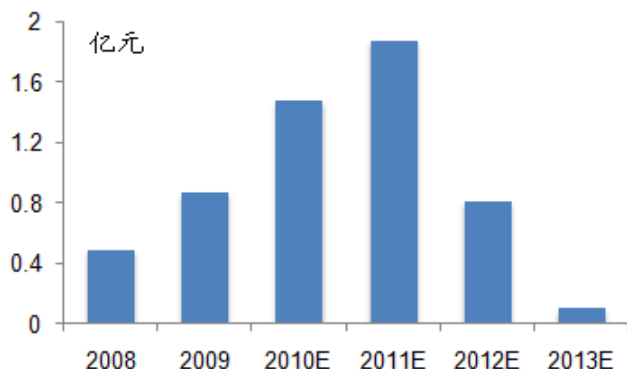
资料来源：公司招股说明书，招商证券研发中心

根据公司信息披露，公司至今核电阀门中标总金额高达 5.68 亿元，其中至 09 年底已交付约 1.5 亿元，在手订单约 4.2 亿元，到 2013 年交付完毕。而根据国内已批准新建核电站施工进度和投标价格信息资料统计，核电蝶阀、球阀、风阀将在 2009-2015 年内交付 28.5 亿元，已完成招标 5.5 亿元，待招标合约 23 亿元。

据统计，一座两台 CPR1000 机组核电站共需各种阀门 28000 台，其中核岛阀门约 11700 台，占 42%，常规岛阀门约 12800 台，占 46%，电站辅助设施阀门约 3500 台。其中核岛蝶阀、球阀约 1700 台，采购金额 6500 万元，常规岛及电站辅助设施蝶阀、球阀约 2100 台，3500 万元，风阀超过 1100 台，2000 万元。即每座核电站采购金额达到 1.2 亿元。

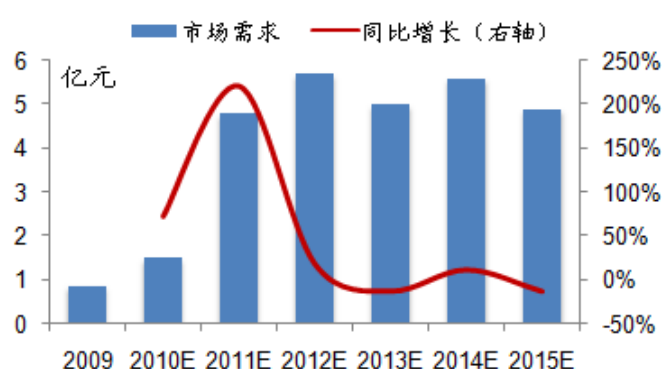
虽然公司拥有三代技术 AP1000 和 EPR1000 的设计和制造许可证，但尚未有供货业绩，预计第一台 AP1000、EPR1000 机组阀门将全部进口，在未来再逐步提高国产化率。AP1000 机组阀门数量相比传统技术减少 40%，预期国产化后，每个核电工程阀门采购金额会有所降低。预测未来 11-15 年间每年来自新建项目的核电蝶阀、球阀和风阀市场需求将近 5 亿元，超过 09 年市场销售总额的 5 倍。

图4: 公司手持订单交付进度安排



资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心

图5: 核电蝶阀、球阀、风阀市场需求预测 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心

(2) 定期维修更换需求打开新的增长空间

核电站运行期间, 阀门是需要维护的主要设备, 核电阀门维修、更换费用在核电站维修总额中约占 50%。一座具有两台百万千瓦机组的核电站每年总维修费用将在 1.35 亿元人民币左右。阀门维修、更换费用每年达到约 6700 万元人民币, 其中蝶阀、球阀更换费用达到 900 万元。预测到 2015 年我国核电装机容量达到 3600 万千瓦, 每年核电阀门的维修、更换费用将达到 12 亿元, 其中蝶阀、球阀维修更换费用约 1.62 亿。由于公司在 10 年以前交付项目较少, 考虑项目进度预测公司在核电阀门维修更换上的收入要在 15 年以后才开始较快增长。基于公司目前超过 80% 的市场占有率, 未来核电阀门维修更换需求将成为公司的重要收入来源。

5、募投项目解决产能瓶颈

表 8: 公司产能利用情况

		2007	2008	2009
冶金阀门	产能	26500	26500	26500
	实际产量	24142	24767	24173
	产能利用率	91.1%	93.5%	91.2%
	销售数量	23440	24197	24735
	产销率	97.1%	97.7%	102.3%
核电阀门	产能	2000	2000	2500
	实际产量	1108	2642	2947
	产能利用率	55.4%	132.1%	117.9%
	销售数量	1047	2566	3034
	产销率	94.5%	97.1%	103.0%

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券研发中心

公司正处于产能增长拐点。由于核电阀门需求增长过快, 公司产能扩张没有跟上, 导致 08、09 两年产能利用率都大幅超过 100%。公司募投项目将直接将核电阀门产能由原来的 2000 台提升至 15000 台, 扩张为原来的 7.5 倍。项目建设期为 1.5 年, 项目建设第二年便可完成全部固定资产投入且生产负荷达到 80%, 第三年达到 100%。由此可见, 2010 年公司产能开始大幅增长, 产能扩张将带动业绩加速释放。

表 9: 公司产能变化 (台)

年份	项目实施前	项目建设期		项目实施后
	2009	2010	2011	2012
核级蝶阀	500			3200
核级球阀	600			3400
非核级蝶阀	300			3000
非核级球阀	600			4200
风阀	-			1200
合计	2000*	6000	12000	15000

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券研发中心

注: * 按公司招股说明书披露 2009 年产能实际是 2500 台, 年份仅供参考

五、盈利预测与估值

基本假设:

1. 公司募投项目在 10-12 年达产 40%, 80%和 100%;
2. 市场竞争格局相对稳定, 公司毛利率保持较高水平;
3. 公司期间费用率有所下降。

表 10: 公司分项业务收入预测表

		2009	2010E	2011E	2012E
冶金阀门	收入(百万)	204	224	247	259
	增长率	-14.2%	10.0%	10.0%	5.0%
	毛利率(%)	37.2%	37.0%	37.0%	37.0%
核电阀门	收入(百万)	75	147	254	367
	增长率(%)	79.5%	96.0%	72.6%	44.8%
	毛利率(%)	44%	43%	43%	43%
其他业务	收入(百万)	7.5	7.5	7.5	7.5
	增长率(%)	-15.4%	0.3%	0%	0%
	毛利率(%)	71.4%	70.0%	70.0%	70.0%
收入合计(百万)		286	379	508	634
增长率(%)		-0.6%	32.3%	34.1%	24.8%
综合毛利率(%)		39.9%	40.0%	40.5%	40.9%

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券研发中心

我们预测公司未来三年收入分别为 3.79 亿, 5.08 亿和 6.34 亿元, 年复合增长率为 30%, 实现每股收益 0.62 元, 0.90 元和 1.18 元, 年复合增长率为 44%。

公司战略定位清晰, 受益中国经济向节能减排和低碳经济转型, 未来增长趋势明确, 竞争优势明显, 而且公司作为高新技术中小型企业, 业绩弹性大可给予一定溢价。我们按照 11 年 30-33 倍 PE 给予 27.0-30.0 元的定价。由于公司节能环保与新能源概念受市场追捧, 上市首日股价可能超过估值范围。

表 11: 相关上市公司估值对比表

公司	6.21 股价	总股本	市值	09	EPS 10E	11E	PE 10E	11E	PB (MRQ)	ROE (TTM)
中核科技	20.28	2.0	40.9	0.22	0.36	0.70	56.3	29.0	6.9	7.6
南风股份	52.88	0.9	49.7	0.51	0.93	1.45	56.9	36.5	7.1	17.9
中国一重	5.80	65.4	379.2	0.18	0.21	0.35	27.6	16.6	2.4	34.4
二重重装	10.22	16.9	172.7	0.23	0.31	0.41	33.0	24.9	3.2	14.4
东方电气	47.64	10.0	477.3	1.57	2.19	2.64	21.8	18.0	5.2	19.4
龙净环保	27.81	2.1	57.8	1.24	1.36	1.68	20.4	16.6	6.7	16.4
川润股份	22.15	1.1	25.2	0.53	0.72	0.96	30.8	23.1	3.6	14.3
平均							35.2	23.5	4.5	17.8

资料来源：招商证券

注： 部分盈利预测为 WIND 的一致性预测

风险提示：

1. 其他核电阀门骨干企业进入蝶阀和球阀领域与公司形成竞争；
2. 产能建设进度低于预期，满足不了生产需求；
3. 公司主要原材料为毛坯和执行装置，钢价波动对公司毛利有一定影响。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	230	282	776	885	1062
现金	46	73	514	535	625
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	19	25	34	42
应收款项	93	130	159	213	266
其它应收款	1	2	2	3	4
存货	80	52	67	89	110
其他	6	7	9	12	15
非流动资产	76	94	172	195	175
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	55	58	138	163	144
无形资产	19	18	17	15	13
其他	3	17	17	17	17
资产总计	306	377	949	1080	1237
流动负债	128	173	148	193	236
短期借款	20	30	0	0	0
应付账款	63	67	89	118	146
预收账款	35	49	39	52	64
其他	10	27	21	23	25
长期负债	40	32	32	32	32
长期借款	20	6	6	6	6
其他	20	26	26	26	26
负债合计	168	206	181	225	268
股本	78	78	104	104	104
资本公积金	1	1	508	508	508
留存收益	59	92	156	244	358
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	138	171	768	856	969
负债及权益合计	306	377	949	1080	1237

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(12)	(1)	41	73	102
净利润			64	94	123
折旧摊销			22	33	33
财务费用			(6)	(10)	(11)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(42)	(49)	(48)
其它			3	5	5
投资活动现金流	(115)	(112)	(101)	(55)	(13)
资本支出			(101)	(55)	(13)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	188	48	500	4	2
借款变动			(38)	0	0
普通股增加			26	0	0
资本公积增加			507	0	0
股利分配			0	(6)	(9)
其他			6	10	11
现金净增加额	61	(65)	441	21	90

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	288	286	379	508	634
营业成本	182	172	227	302	375
营业税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	35	33	42	54	64
管理费用	32	31	41	53	62
财务费用	3	2	(6)	(10)	(11)
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	35	46	73	109	143
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	36	49	76	111	146
所得税	2	8	12	17	23
净利润	34	41	64	94	123
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	34	41	64	94	123
EPS (元)	0.43	0.53	0.62	0.90	1.18

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	34%	-1%	32%	34%	25%
营业利润	16%	30%	60%	48%	32%
净利润	8%	22%	57%	47%	31%
获利能力					
毛利率	37.0%	39.9%	40.0%	40.5%	40.9%
净利率	11.7%	14.3%	17.0%	18.5%	19.4%
ROE	24.4%	24.0%	8.4%	11.0%	12.7%
ROIC	20.2%	18.7%	7.4%	9.7%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	55.0%	54.6%	19.0%	20.8%	21.6%
净负债比率	13.1%	11.7%	0.6%	0.6%	0.5%
流动比率	1.8	1.6	5.2	4.6	4.5
速动比率	1.2	1.3	4.8	4.1	4.0
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.4	0.5	0.5
存货周转率	3.0	2.6	3.8	3.9	3.8
应收帐款周转率	3.2	2.6	2.6	2.7	2.6
应付帐款周转率	3.5	2.6	2.9	2.9	2.8
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.53	0.62	0.90	1.18
每股经营现金	-0.15	-0.01	0.40	0.70	0.98
每股净资产	1.77	2.19	7.38	8.23	9.32
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.06	0.09
估值比率					
PE	51.0	41.8	35.6	24.3	18.6
PB	12.5	10.0	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	27.4	21.2	14.0	9.6	7.6

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名，2009 年第一名；2009 年水晶球机械行业最佳分析师第一名。

蔡宇滨，机械行业助理分析师。清华大学与德国亚琛工业大学联合培养管理工程专业硕士、清华大学机械工程专业学士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。