

分析师: 刘元瑞

执业证书编号:

S0490209080266

联系人: 吕越超 (8621) 68751765 lvyc@cjsc.com.cn

毛利提高助推业绩提升, 整体业绩符合预期

事件描述

2010年8月17日江苏神通公布了2010年半年报, 公司中期主要经营业绩如下:

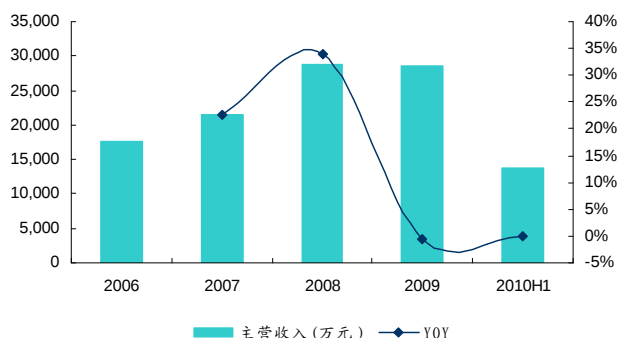
2010年上半年公司实现营业收入1.38亿元, 较去年同期增长2.71%; 归属于上市公司股东的净利润2,087.46万元, 较去年同期增长29.29%, 对此我们有如下点评:

事件评论

第一, 收入稳定, 毛利率提高大幅改善业绩

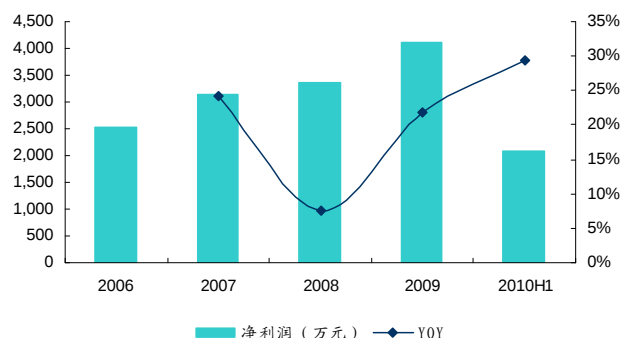
2010年上半年公司实现营业收入1.38亿元, 较去年同期增长2.71%; 归属于上市公司股东的净利润2,087.46万元, 较去年同期增长29.29%, 与公司此前业绩快报相符。公司综合毛利率同比大幅提高5.4%是公司净利润大幅增长的主要原因。

图 1: 公司营业收入同比微幅增长 2.71%



资料来源: 长江证券研究所

图 2: 公司净利润同比提高 29.29%



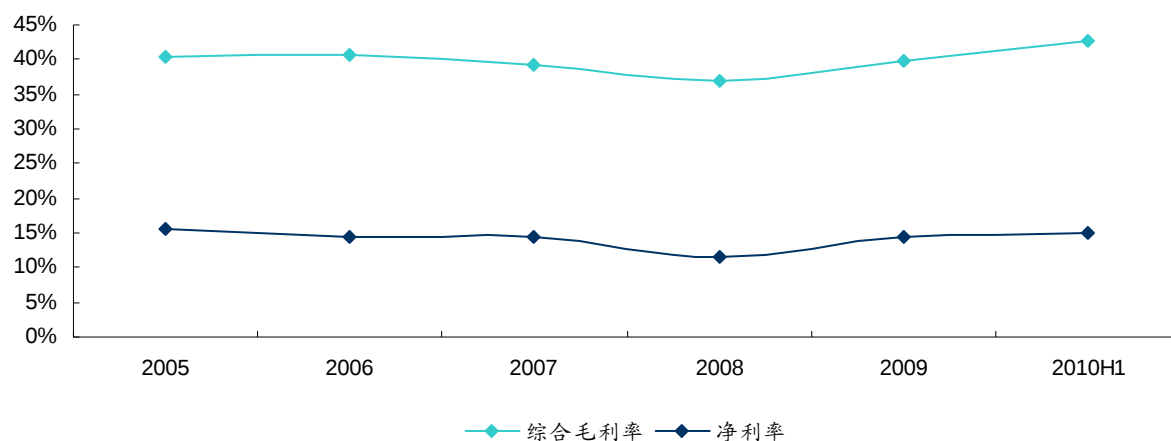
资料来源: 长江证券研究所

公司上半年综合毛利率42.57%, 较去年同期大幅增长5.4%, 毛利率较高的核电阀门收入占比由26.2%提高到40.4%是综合毛利率提高的主要原因。

上半年公司期间费用率24.22%, 较去年同期提高1.68%, 处历史较高水平, 主要原因为销售费用率和管理费用率小幅提高; 净利润率15.14%, 较去年同期提高3.11%, 主要原因为综合毛利率大幅提高。

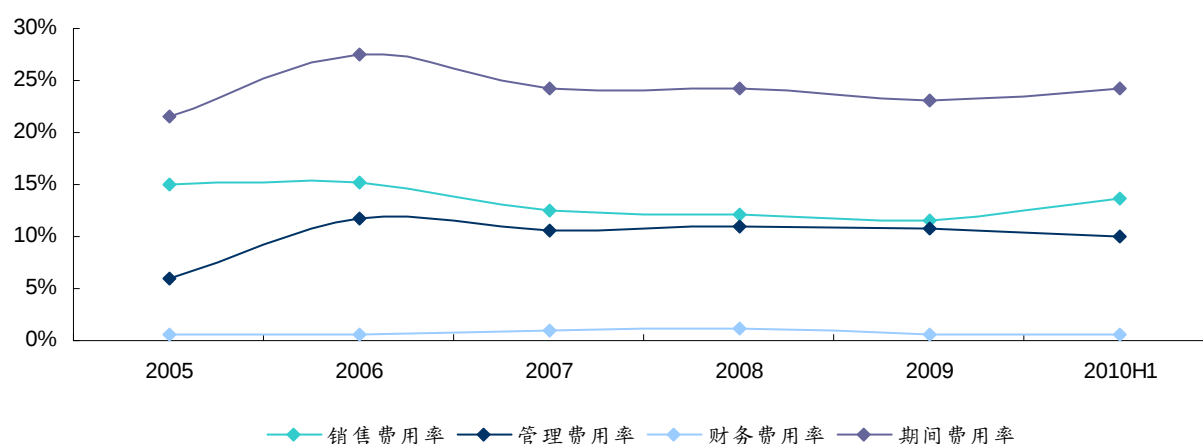
报告期末公司应收账款 1.72 亿元，较年初增长 31.97%，计提坏账损失 324 万，较去年同期增加 34%，考虑到公司主要客户为大型钢企和核电运营公司，因此坏账风险较小；公司预收款项 4742 万元，较年初下降 3.52%，但目前公司待履行核电订单达 5.7 亿元，是公司 2009 年收入的两倍，说明公司订单饱满。

图 3：公司综合毛利率和销售净利率变动



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：公司期间费用率处历史高位



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，核电阀门业务占比提高，毛利率有望进一步提升

公司主要业务包括冶金特种阀门和核电阀门，报告期内冶金特种阀门占收入的比重达 60%。公司的冶金特种阀门主要应用于钢铁行业节能减排系统，受金融危机和钢铁行业产能过剩影响，冶金特种阀门业务增速放缓，业务占比不断下降。而公司核电球阀和蝶阀业务受益于中国核电站建设加速，收入增长迅速，销售收入占比有 2009 年的 27% 提高到报告期内的 40%。

2010 年上半年分产品来看，核电阀门同比增长 59%，冶金特种阀门则同比下降 17%。

- 报告期内，受益于核电站建设加速，核电球阀和蝶阀交货量同比增加 59%，收入达到 5,424 万元，毛利率提高到 45.4%；另外，2010 年上半年核电阀门新增订单 1 亿元，目前在手订单 5.7 亿，为核电业务持续增长提供保障；

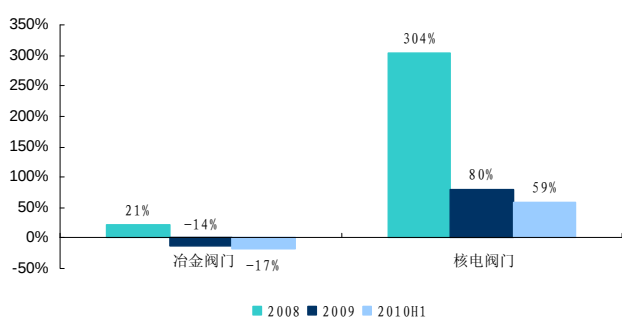
➤ 报告期内，受钢铁行业不景气及固定资产投资下降影响，冶金特种阀门收入同比下降 16.8%，收入占比下降到 60%，毛利率小幅提高到 39.5%；

表 1: 公司 2010 年上半年主要产品收入和毛利率变动 (%)

分产品	营业收入 (万元)	营业收入 YOY	毛利率	毛利率同期增减
冶金阀门	7,990	-16.79%	39.49%	4.32%
核电阀门	5,424	59.05%	45.41%	6.34%
合计	13,784	2.71%	42.57%	6.38%

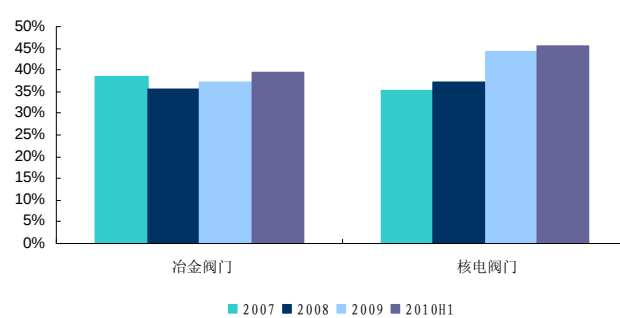
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 公司分产品收入同比增长率变动



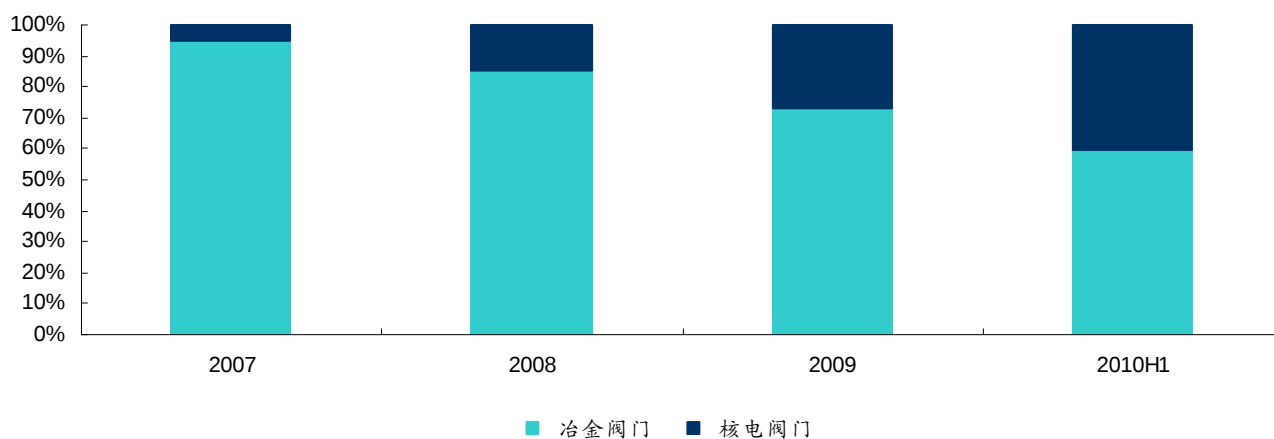
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6: 公司分产品毛利率变动



资料来源：公司公告，长江证券研究所

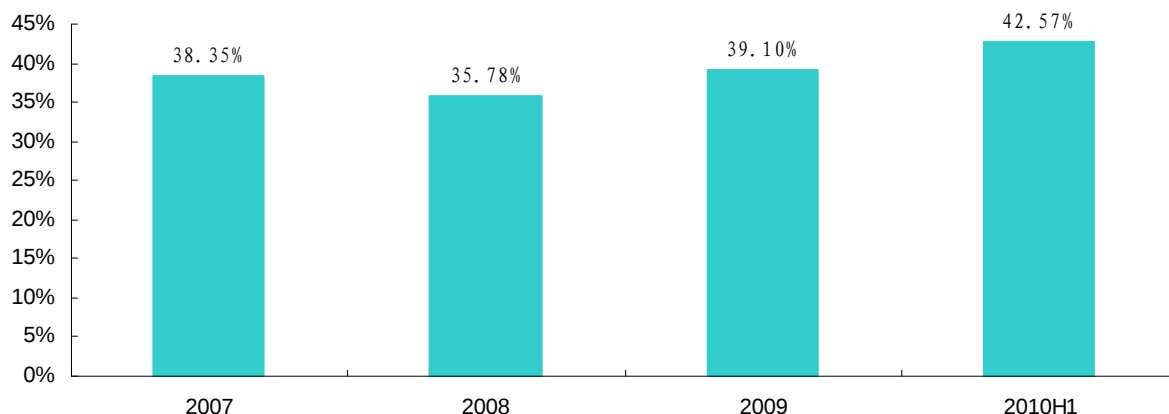
图 7: 公司业务结构变动



资料来源：长江证券研究部

核电阀门由于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，产品附加值更高，因此毛利率也更高。随着核电阀门占比的提高，公司的毛利率有望进一步提升。

图 8：公司综合毛利率有望不断提高

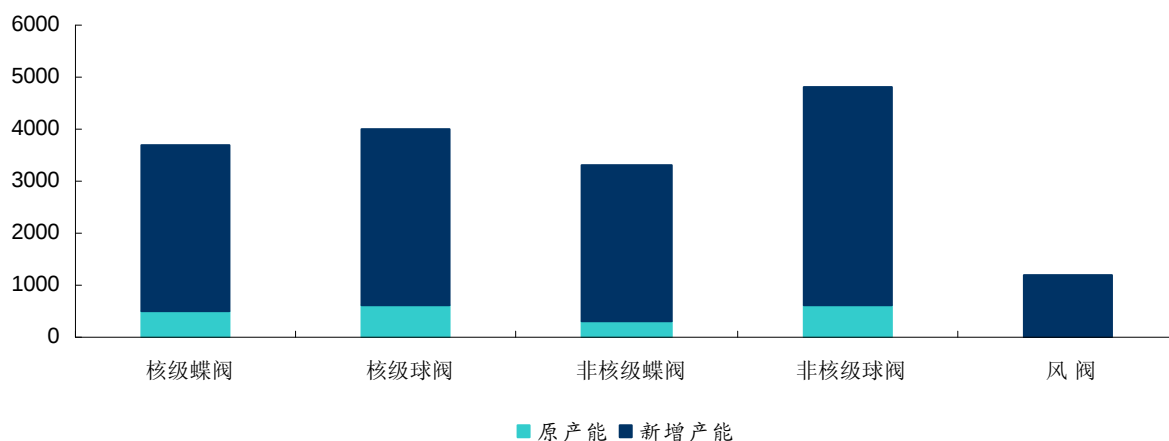


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，募投项目达产顺利，确保订单按时履行

为拓展日益增长的核电球阀蝶阀需求，公司 2010 年 6 月募资建设核电阀门大生产能力项目，总投资 2.29 亿，建设期为 1.5 年，项目建设第二年完成全部固定资产投入且生产负荷达到 80%，第三年生产负荷达到 100%。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。

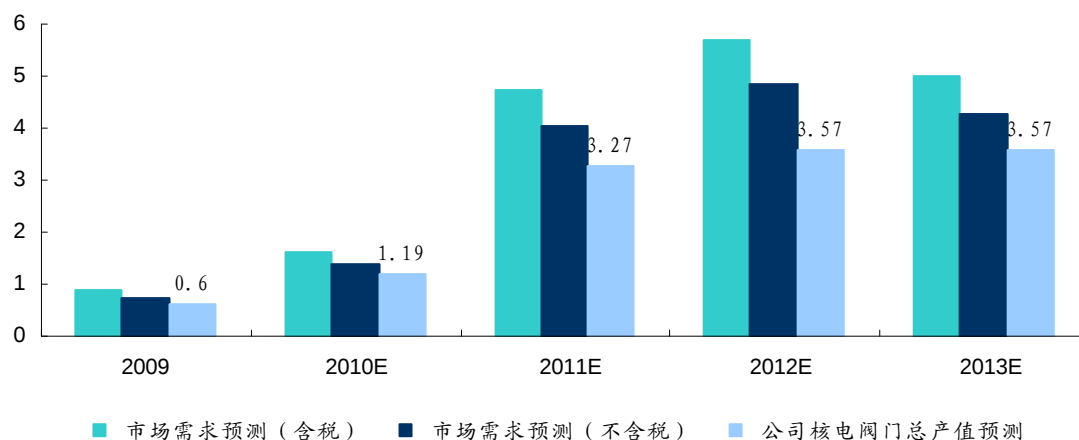
图 9：公司核电阀门产能扩张情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

核电阀门市场需求旺盛，募投项目的按时达产是公司核电阀门订单按时交付的保证。目前公司募投项目一期工程（核电阀门铸造车间）基本完工并投入试生产，核级铸件产能瓶颈被打破，公司核电阀门产能从 2500 台套增加至 4500 台套左右，保证公司 2010 年订单的按时交付。预计募投项目为加工装配工厂，相应设备已订购，人员也基本到位，预计二期工程 2011 年 6 月投产，核电阀门产能将增加至 15000 台套，明后年订单交付有保障。

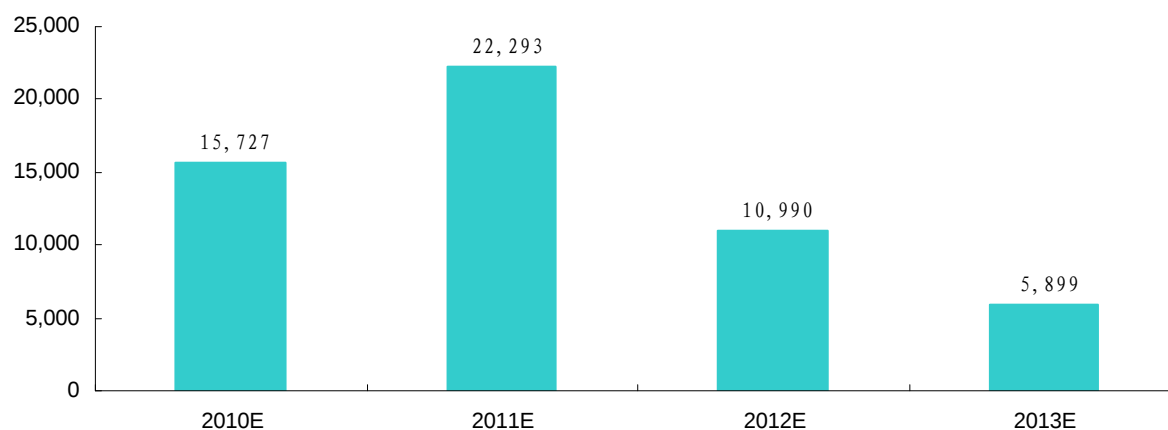
图 10: 市场需求与公司产能预测



资料来源: 长江证券研究部

结合在手订单的交货周期的拆分, 以及公司的产能扩张情况, 我们预计 2010—2012 年公司核级球阀、蝶阀收入分别为 1.57、2.71 和 3.57 亿元, 年复合增长率可达 67%。根据我们统计, 目前已开工的 CPR1000 和 CNP650 核电站核级球阀和蝶阀总需求 4.6 亿元, 其中公司已经得到 4.1 亿订单, 还有 4767 万待招标, 预计下半年招标, 2011 年底前交货。另外, 已审批通过但尚未开工核电站项目的核级球阀、蝶阀总需求约 6.75 亿, 其中公司已经得到 1.83 亿订单, 待招标 4.9 亿元。考虑到公司在核电球阀和蝶阀领域的垄断性, 我们的业绩预测是有保障的。

图 11: 公司在手订单交货 (万元) 预测



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 看好公司核电阀门高成长性, 给予“谨慎推荐”评级

我们维持 2010—2012 年公司 EPS 0.56、0.80 和 0.99 元的预测, 对应 PE 分别为 51.88、36.14 和 29.11 倍, 我们看好公司核电阀门的高成长性, 给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	286	390	526	638	货币资金	73	534	521	576
营业成本	172	232	310	374	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	114	158	217	264	应收账款	132	179	241	293
% 营业收入	39.9%	40.5%	41.2%	41.4%	存货	52	70	93	112
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	7	9	12	15
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	33	45	61	73	流动资产合计	282	818	903	1038
% 营业收入	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	42	57	69	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	2	-2	-5	-5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	-0.5%	-0.9%	-0.8%	固定资产合计	73	170	219	224
资产减值损失	2	4	5	4	无形资产	18	18	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	1	1	1
营业利润	46	68	98	122	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	16.0%	17.5%	18.6%	19.1%	资产总计	377	1006	1139	1278
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	38	0	0	0
利润总额	49	68	98	122	应付款项	72	95	127	154
% 营业收入	16.9%	17.5%	18.6%	19.1%	预收账款	49	66	89	109
所得税费用	7	11	15	19	应付职工薪酬	3	5	6	7
净利润	41	58	83	103	应交税费	8	12	17	20
归属于母公司所有者的净利润	41.0	57.8	83.0	103.1	其他流动负债	3	3	5	6
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	173	181	244	296
EPS (元/股)	0.39	0.56	0.80	0.99	长期借款	6	6	6	6
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	36	39	55	85	其他非流动负债	26	26	26	26
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	206	213	276	328
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	171	792	863	950
无形资产投资	0	0	0	0		0	0	0	0
固定资产投资	-20	-104	-61	-20	少数股东权益	171	792	863	950
其他	7	0	0	0	股东权益	377	1006	1139	1278
投资活动现金流净额	-13	-104	-61	-20	负债及股东权益	17768	17989	20492	22997
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	572	0	0	EPS	0.394	0.556	0.798	0.991
银行贷款增加 (减少)	4	-38	0	0	BVPS	2.19	10.16	11.06	12.18
筹资成本	11	-7	-8	-10	PE	73.16	51.88	36.14	29.11
其他	-21	0	0	0	PEG	2.03	1.44	1.01	0.81
筹资活动现金流净额	-7	527	-8	-10	PB	13.16	2.84	2.61	2.37
现金净流量	16	461	-13	55	EV/EBITDA	56.45	33.13	23.50	18.38
					ROE	24.0%	7.3%	9.6%	10.8%

分析师介绍

吕越超，上海交通大学机械与动力工程学院工学学士，上海财经大学金融学硕士，目前在长江证券从事机械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。