



上市公司半年报点评

证券研究报告
机械工业—其他专用机械

增 持 维持

江苏神通（002438）

2011 年 07 月 26 日

国内核能发展不可或缺，公司核阀业务必将重启成长

6 个月目标价：25.95 元

机械行业首席分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com

021-23219411

联系人：何继红
hejh@htsec.com
021-23219674

2011 年 7 月 26 日公司公布了 2011 年半年报：2011 年上半年实现营业收入 1.61 亿元、全面摊薄每股收益 0.23 元，分别较去年同期增长 16.94%和 14.42%；从季度来看，2011 年 2 季度实现营业收入 1.01 亿元、全面摊薄每股收益 0.17 元，分别较去年同期增长 11.98%和 13.64%；公司预计 2011 年 1-9 月归属于母公司所有者净利润增速不超过 20%。

投资要点：公司是国产核级球阀、蝶阀的唯一供应商，是国内冶金石化领域特种阀门主要供应商。日本福岛核事故短期内影响公司收入和净利润增速表现。在国内核能发展不可或缺、三代 AP1000 核电技术成为未来发展共识、国产核电设备供应商机遇与挑战并存的大背景下，随着国内核安全检查和核安全规划的编制，我们预计公司核电阀门交货量将逐步增加，收入亦稳定上升。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59 元、0.86 元和 1.16 元，按 2012 年 30 倍的 PE 水平给予目标价 25.95 元，公司股票 2011 年 7 月 25 日收盘价为 23.26 元，维持增持评级。

风险提示：（1）新的核安全规划出台时间存在不确定性；（2）公司核电阀门能否满足三代 AP1000 技术要求存在不确定性；（3）国内在建核电站大量转入运营后的事故频率存在不确定性。

1. 公司是国产核级球阀、蝶阀的唯一供应商，是国内冶金石化领域特种阀门主要供应商

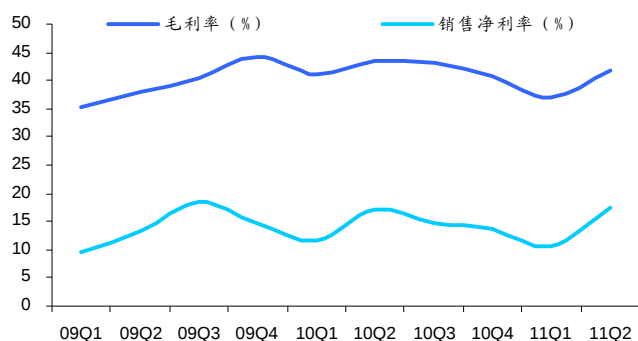
公司目前主要从事应用于冶金领域的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统的特种阀门以及应用于核电站的核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、非核级球阀等产品的研发、生产和销售，是唯一中标国内核电站核岛蝶阀、球阀的国内企业，在核电蝶阀、球阀领域具有明显的技术、人才、管理及客户优势。

公司开展在石油石化、火电、煤化工等方面的先进阀门技术研究，把在冶金、核电领域的拳头产品进行进一步改造和技术研发，积极应用到其他领域。公司目前在石油石化阀门、火电阀门、煤化工阀门等方面的技术研发已取得积极进展，各项试验验证工作正在按计划推进，其中火电阀门已经取得山东电力建设第三工程公司总包的印度 ITPCL2*600MW 燃煤电站项目 1885 万元的订货合同，煤化工领域的市场开拓也已取得较大进展。

2. 日本福岛核事故短期内影响公司收入和净利润增速表现

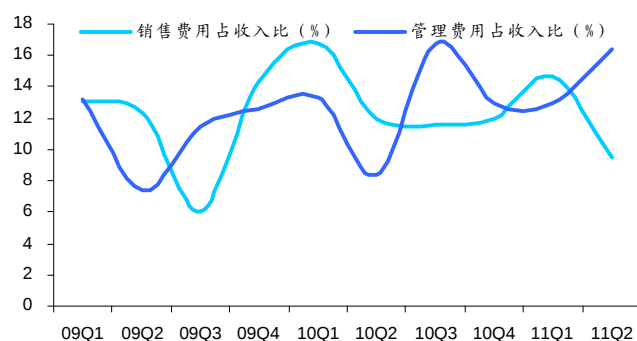
从季度数据看，公司销售毛利率和销售净利率在 2011 年 2 季度略有上升；公司投入的新产品、新技术研发费用的大幅增加也导致管理费用率有所提高；3 月 11 日发生的日本福岛核事故对全球核电发展产生深远影响，亦影响了公司 2 季度的收入和净利润增速表现；核电阀门产品出厂验收程序更加严格导致期内原材料和产成品增加。

图 1 季度销售毛利率和销售净利率



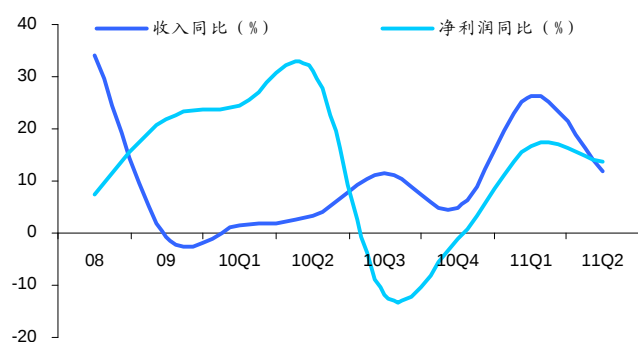
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 季度销售费用率和管理费用率



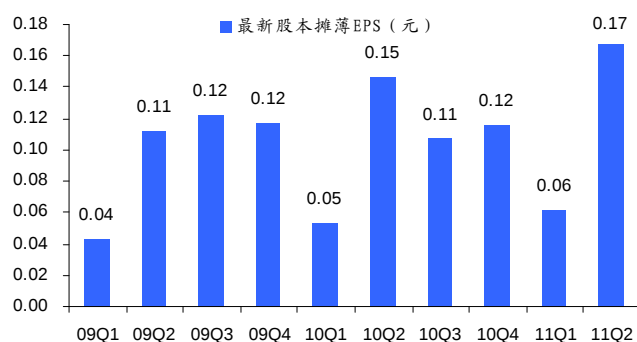
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 季度收入和净利润同比增速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 最新股本摊薄季度每股收益



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 国内核能发展不可或缺，三代 AP1000 核电技术成为未来发展共识，国产核电设备供应商机遇与挑战并存

国内核能发展不可或缺，但必须确保安全。6 月 20 日，中国国家原子能机构秘书长王毅韧在出席国际原子能机构部长级核安全大会时说，中国将在确保安全的前提下，继续坚定不移地发展核能。7 月 11 日，《人民日报》发表题为“安全利用核能是核能商业开发核心”的文章，里面提出：核能是当前唯一可大规模替代化石能源并具有较强的市场竞争力的清洁能源；根据对核电、水电、风电、地热发电、太阳能发电、生物质能源发电以及火力发电的全寿命周期温室气体排放的比较分析，核电的温室气体排放仅略高于水电，低于其他能源的温室气体排放；从开发成本来看，核电每千瓦单位投资也是略高于煤电，而大大低于其他能源，具有较强的市场竞争力；从可利用的稳定性来看，核电的稳定发电小时可达 7000 小时以上，居各类电源之首。美国是全世界拥有核电站数量最多的国家，共拥有在运营核反应堆 104 座；福岛核事故后，美国核管理委员会（NRC）马上做出响应，对其全部 104 座核电反应堆进行为期 30 天、60 天、90 天的三次安全检查。经过 20 天的短期安全检查后，美国 NRC 宣布没有发现这 104 座核电反应堆在安全性方面有颠覆性的问题。截止 2011 年 2 月，中国拥有在役机组共 13 台、总容量 1080 万千瓦，核准并已开工建设机组共 28 台、总容量 3057 万千瓦，已核准未开工 5 台机组、总容量 444 万千瓦，已批路条项目共计 16 台机组、总容量 1744 万千瓦。

核电大检查接近尾声，新建核电项目审批解冻仍待时日。3 月 16 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，听取应对日本福岛核电站核泄漏有关情况的汇报，作出四项决定：一是立即组织对我国核设施进行全面安全检查；二是切实加强正在运行核设施的安全管理；三是全面审查在建核电站；四是严格审批新上核电项目。6 月 10 日，环境保护部副部长李干杰在会见美国能源部核能助理部长时提到：核电大检查工作从今年 4 月开始启动，预计用半年时间完成；其中，第一阶段是对运行中的核设施进行安全检查，这项工作已经完成，与欧盟、美国所进行的相关安全检查进度相同；第二阶段是对所有在建核电站的安全开展全面复审，目前在建核电站的检查工作已接近尾声；目前正在抓紧开展核电大检查以及编制核安全规划，在核规划批准前，中国政府将暂停对所有新建核电项目的审批。

三代 AP1000 核电技术成未来发展共识，对国产核电设备商而言机遇和挑战并存。7 月 13 日，国家科技部发布了《国家“十二五”科学和技术发展规划》，其中就我国核电发展提出“要依托装机容量为 1000 兆瓦的先进非能动核电技术（AP1000）

核电站建设项目，全面掌握 AP1000 核电关键设计技术和关键设备材料制造技术，自主完成内陆厂址标准设计”。7 月 15 日，财政部网站发布《关于调整三代核电机组等重大技术装备进口税收政策的通知》称，将对三代核电机组等关键零部件和原材料免征关税、进口环节增值税。**AP1000 是美国西屋公司设计的非能动核电技术，世界上尚无正式商业运行的 AP1000 核电站，目前我国正在建设中的三门核电站和海阳核电站共 4 台机组均采用 AP1000 核电技术建造。福岛核事故后，世界核电界的看法趋于一致，认为不依靠外部电源就能解决应急堆芯冷却等核安全问题的非能动安全第三代 AP1000 核电技术更为先进。**

4. 随着国内核安全检查和核安全规划的编制，我们预计公司核电阀门交货量将逐步增加，收入亦稳定上升

分产品收入和毛利率预测。

表 1 主营收入及毛利预测

	2009	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
分产品销售收入（万元）						
核电阀门	7501.11	10044.68	5412.98	14654.52	22839.96	29691.95
冶金阀门	20388.78	18933.08	10279.11	23957.96	30461.41	38076.76
合计主营业务收入	27889.89	28977.76	15692.09	38612.48	53301.37	67768.71
分产品销售增长率（%）						
核电阀门	79.54	33.91	-0.20	45.89	55.86	30.00
冶金阀门	-14.15	-7.14	28.65	26.54	27.15	25.00
合计主营业务收入同比增长	-0.14	3.90	16.98	33.25	38.04	27.14
分产品销售毛利率（%）						
核电阀门	44.39	49.31	48.21	48.08	48.00	48.00
冶金阀门	37.16	37.03	34.39	34.39	34.50	34.50
合计主营业务毛利率	39.10	41.29	39.16	39.58	40.28	40.41

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59 元、0.86 元和 1.16 元，按 2012 年 30 倍的 PE 水平给予目标价 25.95 元，维持增持评级

利润表数据预测。

表 2 利润表预测

	2009	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
销售费用率（%）	11.55	12.63	11.44	11.18	10.73	10.23
管理费用率（%）	10.85	12.63	15.13	13.86	12.45	11.45
营业收入（万元）	28637.17	30170.55	16119.75	39860.84	54549.73	69017.07
营业成本（万元）	17198.31	17434.56	9667.50	23693.79	32203.51	40754.60
营业税金及附加（万元）	59.55	93.31	61.83	151.47	207.29	262.26
销售费用（万元）	3306.71	3811.13	1844.31	4455.61	5850.80	7057.72
管理费用（万元）	3105.95	3809.32	2439.59	5525.22	6792.11	7903.91
财务费用（万元）	185.38	-311.47	-433.79	-834.00	-700.00	-600.00
资产减值损失（万元）	206.68	418.26	103.44	203.00	200.00	200.00
其他经营收益（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润（万元）	4574.60	4915.45	2436.87	6665.74	9996.02	13438.57
营业外收入（万元）	330.57	594.84	356.40	710.37	852.45	1022.94
营业外支出（万元）	54.32	188.96	35.26	222.06	266.47	319.76
利润总额（万元）	4850.84	5321.33	2758.01	7154.06	10582.00	14141.74
所得税（万元）	749.72	911.06	369.56	1028.96	1587.30	2121.26
净利润（万元）	4101.12	4410.27	2388.45	6125.10	8994.70	12020.48
少数股东损益（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润（万元）	4101.12	4410.27	2388.45	6125.10	8994.70	12020.48
完全摊薄每股收益（元）	0.39	0.42	0.23	0.59	0.86	1.16
销售净利率（%）	14.32	14.62	14.82	15.37	16.49	17.42
净利润增长率（%）	21.88	7.54	14.42	38.88	46.85	33.64

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59 元、0.86 元和 1.16 元，按 2012 年 30 倍的 PE 水平给予目标价 25.95 元，公司股票 2011 年 7 月 25 日收盘价为 23.26 元，维持增持评级。

6. 风险提示

（1）新的核安全规划出台时间存在不确定性；（2）公司核电阀门能否满足三代 AP1000 技术要求存在不确定性；（3）国内在建核电站大量转入运营后的事故频率存在不确定性。

相关报告

江苏神通（002438）将核电蝶阀、球阀国产化配套进行到底_20101112

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：时代新材、天马股份、晋亿实业、中国南车、中国北车、中集集团、杰瑞股份、东力传动、华东数控、昆明机床、三一重工、中联重科。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。