

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

江苏神通 (002438. SZ)

冶金阀门订单增长明显

投资要点

● **上半年订单增长明显。**公司主营工业用阀门，2011 年上半年实现收入 1.62 亿元，同比增长 16.94%，净利 2388 万元，同比增长 14.42%，每股收益 0.23 元。公司 6 月末预收账款为 4013.41 万元，较年初余额同比增长 59.46%，表明公司上半年订单有明显增长。

● **上半年订单增长主要来自冶金阀门。**上半年公司冶金阀门新增订单估计在 2 亿元左右，增长明显。冶金阀门增长原因：一是上市后知名度大；二是国家在冶金行业的节能减排推进力度比较大。上半年冶金阀门增长主要来自技术改造而非新建钢铁项目。上半年公司冶金阀门实现收入 1.03 亿元，同比增长 28.65%，毛利率 34.39%，同比下滑 5.1 个百分点，主要受钢材价格上涨等因素的影响。预计全年收入有望增长 30%左右。

● **核电在手订单可支持未来 2 年经营。**核电上半年受福岛核事故影响，订单明显下滑，在手订单 6 亿元左右，预计今年交付 2 亿元左右，明年交付 3 亿元左右，经营暂不受影响。

● **估值与投资评级。**结合相对估值法与绝对估值法，预计未来 1 年公司合理估值区间为 21.96-22.5 元，建议中性。风险在于国内核电未来发展不清晰、经济周期波动可能导致冶金阀门需求波动、新产品推进慢于预期。

机械设备

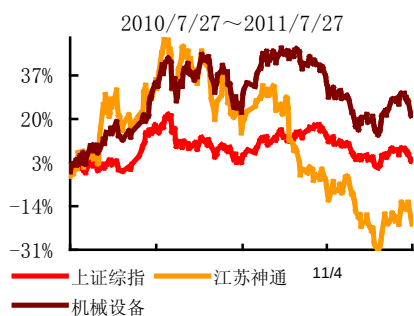
投资评级

本次评级：	中性
跟踪评级：	未评级
目标价格：	22.5

市场数据

市价(元)	22.56
上市的流通 A 股(亿股)	0.28
总股本(亿股)	1.04
52 周股价最高最低(元)	19.65-45.26
上证指数/深证成指	2703.03/12008.53
2010 年股息率	0.44%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	301.71	437	595	773
增长率(%)	5.35	45	36	30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	44.10	57	78	102
增长率(%)	7.53	28.75	38.08	29.58
毛利率(%)	42.21	42.00	41.86	41.65
净资产收益率(%)	5.93	7.09	9.03	10.47
EPS(元)	0.48	0.55	0.75	0.98
P/E(倍)	53.20	41.31	29.92	23.09
P/B(倍)	3.20	2.93	2.70	2.42

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司中期每股收益 0.23 元.....	3
二、冶金阀门收入增长 28.65%	3
三、核电阀门收入增长-0.2%.....	3
四、积极拓展火电、煤化工业务.....	4
五、公司盈利预测	4
1、公司分部收入预测	4
2、公司盈利预测	4
六、公司估值与投资评级	5
七、公司风险因素	5

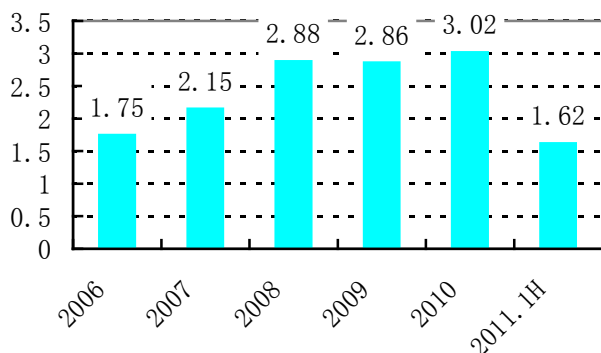
图表目录

图 1：公司 2006 年—2011 年收入（亿元）	3
图 2：公司 2006 年—2011 年净利 （亿元）	3
表 1：公司分部业务预测	4
表 2：公司盈利预测表	4
表 3：公司自由现金流预测	5
附录：财务预测表	6

一、公司中期每股收益 0.23 元

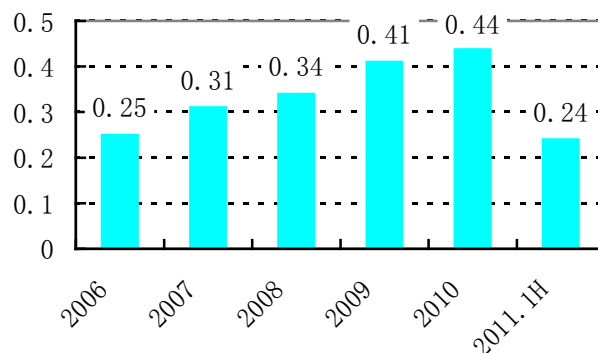
公司主营工业用阀门，2011 年上半年实现收入 1.62 亿元，同比增长 16.94%，净利 2388 万元，同比增长 14.42%，每股收益 0.23 元。公司历年收入、净利详见图 1 和图 2。公司 6 月末预收账款为 4013.41 万元，较年初余额同比增长 59.46%，表明公司上半年订单有明显增长。

图 1：公司 2006 年—2011 年收入（亿元）



资料来源：民族证券

图 2：公司 2006 年—2011 年净利（亿元）



资料来源：民族证券

二、冶金阀门收入增长 28.65%

前两年公司冶金阀门业务受下游钢铁行业的影响出现萎缩，上半年公司冶金阀门新增订单估计在 2 亿元左右，增长明显。冶金阀门增长原因：一是上市后知名度大；二是国家在冶金行业的节能减排推进力度比较大，如转炉煤气干法除尘后回收系统中用的阀门 80%以上为公司占有。冶金行业有三块订单：一是新增产能；二是技术改造，主要节能减排；三是更新改造。上半年公司冶金阀门订单增长主要来自技术改造项目而新建钢铁项目。上半年公司冶金阀门实现收入 1.03 亿元，同比增长 28.65%，毛利率 34.39%，同比下滑 5.1 个百分点，主要受钢材价格上涨等因素的影响。预计全年收入有望增长 30%左右。

三、核电阀门收入增长-0.2%

受日本核事故的影响，上半年公司核电订单明年下降，自 3 月份之后基本没有新订单，上半年订单均将于 2013 年—2014 年交货。

上半年公司核电阀门实现收入 5412.98 万元，同比增长-0.2%，毛利率 48.21%，同比上升 2.8 个百分点。毛利率上升主要是募投项目一期工程核电阀门铸造车间已于 2010 年底前正式投入生产，铸件质量明显提高，一次拍片通过率达到 95%以上，从而降低了核电零部件成本。目前二期工程的主体工程已完工，现开始设备安装与调试，预计年内能形成生产能力。

公司核电在手订单 6 个多亿，28 台机组的设备订单已经招完。今年预计交付 2 亿左右，明年预计交付 3 亿左右。公司获得了 2008 年以来所有招标二代加的蝶阀、球阀订单，并在积极研制高参数、高安全性能且符合第三代核电技术 AP1000 标准要求的核电配套设备。

四、积极拓展火电、煤化工业务

针对核电项目暂停审批的影响，公司把在冶金、核电领域的拳头产品进行进一步改造和技术研究后积极拓展到石油石化、火电、煤化工等领域，并取得了一些成绩。上半年公司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 IPTCL 的 2 台 60 万千瓦燃煤电站项目 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。

五、公司盈利预测

1、公司分部收入预测

根据上述分析，公司本部各部分业务收入预测如表 1 所示。

表 1：公司分部业务预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
分部收入					
冶金阀门	203.89	189.33	246.13	295.35	354.43
核电阀门	75.01	100.45	170.77	273.22	382.51
分部收入增长					
冶金阀门	-14.15%	-7.14%	30.00%	20.00%	20.00%
核电阀门	79.54%	33.91%	70.00%	60.00%	40.00%
分部毛利率（%）					
冶金阀门	37.16	37.03	34.00	34.00	34.00
核电阀门	44.39	49.31	52.00	52.00	52.00

资料来源：民族证券。

2、公司盈利预测

据此初步预计公司 2011 年-2013 年收入分别为 4.37 亿元左右、5.95 亿元左右和 7.73 亿元左右，分别增长 45%、36%和 30%，净利分别为 0.57 亿元、0.78 亿元和 1.02 亿元，每股收益分别为 0.55 元和 0.75 元和 0.98 元左右，详见表 2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	286	302	437	595	773
主营业务成本	172	174	254	346	451
主营业务税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	33	38	48	65	85
管理费用	31	38	66	89	116
财务费用	2	-3	0	0	0
资产减值损失	2	4	4	4	4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	46	49	65	89	116
营业外收支	3	4	2	3	4
税前利润	49	53	67	92	120
所得税费用	8	9	10	14	18

净利润	41	44	57	78	102
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	41	44	57	78	102
EPS（元）	0.53	0.42	0.55	0.75	0.98

资料来源：民族证券。

六、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 30 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 22.5 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 4.15% 左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 30.0%，则公司的加权资金成本为 11.3%， β 值取过去 1 年对沪深 300 指数的值为 1.14，永续增长率为 3%。得出公司的每股价值为 21.96 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 21.96-22.5 元，建议中性。

表 3：公司自由现金流预测

单位：%	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	58	79	102	124	151
资产减值损失	4	4	4	4	4
折旧摊销	9	10	12	12	12
资本支出	(29)	(30)	(12)	(12)	(12)
营运资本支出	(57)	(55)	(62)	(43)	(31)
公司自由现金流	(14)	8	44	85	124

资料来源：民族证券

七、公司风险因素

公司风险主要在于三个方面：一是国内核电项目审批重启存在不确定性，从而使公司未来核电新订单存在较大的不确定性；二是新产品开发和市场推广存在风险；国内经济周期波动可能导致公司冶金阀门需求的周期波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	794	912	1,050	1,247
现金	504	510	527	587
应收账款	186	264	342	424
预付账款	10	14	20	25
其他应收款	2	4	5	6
存货	91	121	156	205
其他	0	0	0	0
非流动资产	116	140	163	167
长期投资	0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0
无形资产	110	130	150	150
其他	7	10	14	18
资产总计	910	1,052	1,214	1,414
流动负债	128	191	261	341
短期借款	0	0	0	0
应付账款	87	128	175	229
其他	41	63	87	113
非流动负债	38	61	83	103
长期借款	4	11	16	14
其他	34	50	68	88
负债合计	166	251	345	444
少数股东权益	0	0	0	0
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	744	801	869	970
负债和股东权益	910	1,052	1,214	1,414

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-43	10	34	52
净利润	44	57	78	102
折旧摊销	7	9	10	12
财务费用	-3	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-92	-57	-55	-62
其它	1	1	0	-0
投资活动现金流	-26	-29	-30	-12
资本支出	-26	-29	-30	-12
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	500	25	14	20
短期借款	-30	0	0	0
长期借款	-2	7	5	-1
普通股增加	529	0	0	0
资本公积增加				
其他	3	0	-10	0
现金净增加额	431	6	17	59

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	302	437	595	773
营业成本	174	254	346	451
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	38	48	65	85
管理费用	38	66	89	116
财务费用	-3	0	0	0
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	49	65	89	116
营业外收支	4	2	3	4
利润总额	53	67	92	120
所得税	9	10	14	18
净利润	44	57	78	102
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	44	57	78	102
EBITDA	58	77	104	132
EPS（元）	0.42	0.55	0.75	0.98
	302	437	595	773

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	5.36%	45.00%	36.00%	30.00%
营业利润	7.48%	31.47%	38.15%	29.57%
归属母公司净利润	7.56%	28.75%	38.08%	29.58%
获利能力				
毛利率	42.21%	42.00%	41.86%	41.65%
净利率	14.62%	12.98%	13.18%	13.14%
ROE	5.93%	7.09%	9.03%	10.47%
ROIC	5.69%	6.65%	8.32%	9.59%
偿债能力				
资产负债率	18.28%	23.90%	28.43%	31.39%
净负债比率				
流动比率	6.20	4.78	4.02	3.65
速动比率	5.49	4.15	3.42	3.05
营运能力				
总资产周转率	3.02	2.40	2.04	1.83
应收帐款周转率	0.62	0.60	0.58	0.55
应付帐款周转率	0.29	0.29	0.29	0.30
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.55	0.75	0.98
每股经营现金	-0.41	0.09	0.33	0.50
每股净资产	7.15	7.70	8.35	9.33
估值比率				
P/E	53.19	41.31	29.92	23.09
P/B	3.15	2.93	2.70	2.42
EV/EBITDA	40.80	30.32	22.64	17.82

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在 $\pm 5\%$ 之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn