



Research and
Development Center

当风轻借力，一举入高空

—— 江苏神通（002438）深度报告

2020 年 9 月 7 日

罗 政 机械行业首席分析师

当风轻借力，一举入高空

2020 年 09 月 07 日

本期内容提要：

- ◆ **国内核级阀门翘楚，充分受益核电重启和乏燃料后处理。** 公司是我国核电用阀门主要供应商之一，主要提供核电用球阀、蝶阀，在细分领域占比超过 90%。2019 年，我国核电机组审批重启，2020 年 8 月末，国务院常务会议再度批复 4 台核电机组，并强调了核电建设对于国计民生的重要意义，核电增量市场空间有望打开。此外，乏燃料后处理技术路线经过多年论证，已经正式开始开工建设，公司 2019 年和 2020 年上半年分别获取了 8800 万和 1.32 亿元乏燃料后处理业务的订单，预计国内未来还将投入建设 1600 吨乏燃料后处理项目，带动公司核电业务持续扩容。公司拟非公开增发募资，投入 1.5 亿元建设乏燃料后处理关键设备研发和产业化（二期）项目，助力公司核电业务迎来爆发。
- ◆ **冶金特种阀门龙头，借助产业资本切入通用领域。** 公司在冶金特种阀门领域具备较强的竞争优势，2019 年公司冶金阀门收入 4.4 亿元，在细分市场占有率达到 70%，但是冶金特种阀门市场天花板有限。2019 年，津西钢铁实控人之子韩力入主上市公司，成为上市公司实控人，韩力同时还兼任津西钢铁董事长等诸多职务。借助津西钢铁的产业资源，公司有望从单一的特种阀门切入到市场规模达 50 亿元的通用阀门领域，获得市场份额的快速提升。与此同时，受益国内超低排放政策要求，钢铁企业改造、搬迁需求持续增加，带动行业新增产能投资和老旧产能改造投资加速，而公司产品主要就是应用于对冶金企业具有节能、减排及降耗效果的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统，2019 年公司冶金阀门业务同比增长率达到 58%，未来 3-5 年还将保持较高速增长。
- ◆ **能源化工业务市场份额较低，炼化投资持续带动业务稳步增长。** 能源化工是工业阀门应用的第一大场景，占比达到 25%，市场规模近 300 亿元，公司在能源化工领域业务规模较小，2019 年能源化工行业用阀门实现收入 1.4 亿元，行业份额不到 0.4%。另外一块是无锡法兰锻件，2019 年实现 3 亿元收入。我们认为在能源化工业务板块，公司主要成长逻辑还是依赖行业的成长逻辑，大炼化对小型炼化的替代已经是必然趋势，而我们梳理 2020 年各省重大项目发现，2020 年新增的炼化项目投资还是保持了较高的增长，公司也在开发一些新产品，以期提升在能源化工领域的市场份额，公司将持续受益国内炼化投资的进程，该板块业务预期保持稳步增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 不考虑增发股份情况下，我们预计公司 2020-2022 年实现净利润 2.30 亿元、3.15 亿元和 4.12 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.47 元/股、0.65 元/股和 0.85 元/股，对应当前股价 PE 分别为 25 倍、19 倍和 14 倍。首次覆盖，予以“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 核电审批进度加快等。
- ◆ **风险因素：** 国内炼化投资不及预期、核电投资进展不及预期、定增进度不及预期、行业竞争加剧等。

证券研究报告

公司研究——深度研究

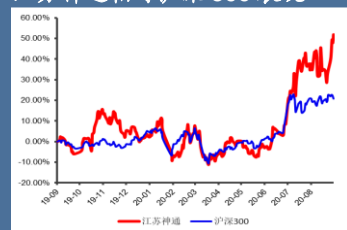
江苏神通（002438.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

罗政 机械行业首席分析师
执业编号：S1500520030002
联系电话：+86 61678586
邮箱：luozheng@cindasc.com

江苏神通相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.9.4）

收盘价（元）	12.00
52 周内股价波动区间（元）	6.73-12.50
最近一月涨跌幅（%）	10.29%
总股本（亿股）	4.86
流通 A 股比例（%）	93.42%
总市值（亿元）	58

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,087.46	1,348.22	1,710.28	2,223.81	2,758.36
增长率 YoY %	43.91%	23.98%	26.85%	30.03%	24.04%
归属母公司净利润(百万元)	103.34	172.03	229.56	314.99	411.54
增长率 YoY%	65.62%	66.47%	33.44%	37.21%	30.65%
毛利率%	32.13%	35.95%	35.90%	36.33%	37.01%
净资产收益率 ROE%	5.87%	9.12%	11.07%	13.50%	15.26%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.35	0.47	0.65	0.85
市盈率 P/E(倍)	56	34	25	19	14
市净率 P/B(倍)	3.23	2.96	2.68	2.34	2.01

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 9 月 4 日收盘价

目 录

与市场的不同	1
核级阀门龙头，受益核电新周期	2
深耕 20 年，国内核级阀门翘楚	2
核电机组审批重启，行业需求有望攀升	3
乏燃料后处理带来全新增量	6
特种切通用，冶金板块重新出发	12
供给侧改革持续深化，超低排放要求带动新增投资	12
从特种阀门进军通用阀门，扩大市场占有率	14
大炼化投资推动，能化板块稳步增长	16
定增加持，高增长蓄势待发	20
盈利预测、估值与投资评级	22
盈利预测	22
估值与投资评级	22
风险因素	22

表 目 录

表 1: 公司发展历程	3
表 2: 国外主要核级阀门供应商	6
表 3: 世界主要国家后处理设施	10
表 4: 我国钢铁产能置换相关政策汇总	13
表 5: 2019 年部分钢铁企业产能置换项目	13
表 6: 超低排放标准与前国标对比	14
表 7: 大炼化项目梳理	18
表 8: 2020 年建设的石油炼化项目	19
表 9: 公司非公开发行募投项目	20
表 10: 公司营业收入预测（亿元）	22
表 11: 相关公司盈利及估值对比	22

图 目 录

图 1: 公司主要产品	2
图 1: 我国核电厂分布图（截至 2020 年 4 月 27 日）	4
图 3: 我国三代核电机组运行情况	5
图 4: 2019 年国内分类别能源发电量（亿千瓦时）及占比情况	5
图 5: 公司核电业务收入（亿元）及毛利率变化情况	6
图 6: 乏燃料后处理循环流程	7
图 7: 不同乏燃料处理处置方式的放射性毒性比较	8
图 8: 2013-2020 年我国乏燃料产生量和累计量估算	9
图 9: 公司核电业务和乏燃料后处理项目新增订单（亿元）	11
图 10: 公司冶金业务收入（亿元）及毛利率	12
图 11: 国内大中型钢铁企业利润总额（百万元）	14
图 12: 公司营业收入分行业构成	15
图 13: 国内工业阀门下游应用占比	15
图 14: 公司股权结构	15
图 15: 公司能化收入（亿元）及毛利率	16
图 18: 我国对二甲苯(PX)进口依赖度持续上升	17
图 19: 定增完成后公司股权结构	21
图 20: 公司营业收入分行业构成	21
图 21: 2019 年公司营收分产品构成	21

与市场的不同

(1) 我们认为，国内核电机组重启审批，核电投资需求回升，公司核电业务有望迎来爆发。2011 年之后国内新批机组缺乏持续性，导致核电市场关注度下降，因此随着核电审批的重启市场预期差也将向上修复。公司核电业务将充分受益核电重启和乏燃料后处理。公司是我国核电用阀门主要供应商之一，主要提供核电用球阀、蝶阀，在细分领域占比超过 90%。2019 年，我国核电机组审批重启，2020 年 8 月末，国务院常务会议再度批复 4 台核电机组，并强调了核电建设对于国计民生的重要意义，核电增量市场空间有望打开。此外，乏燃料后处理技术路线经过多年论证，已经正式开始开工建设，公司 2019 年和 2020 年上半年分别获取了 8800 万和 1.32 亿元乏燃料后处理业务的订单，预计国内未来还将投入建设 1600 吨乏燃料后处理项目，带动公司核电业务持续扩容。公司拟非公开增发募资，投入 1.5 亿元建设乏燃料后处理关键设备研发和产业化（二期）项目，助力公司核电业务迎来爆发。

(2) 我们认为，公司有望借助产业资本切入通用领域，作为冶金特种阀门龙头，公司冶金业务有望保持高增速。公司在冶金特种阀门领域具备较强的竞争优势，2019 年公司冶金阀门收入 4.4 亿元，在细分市场占有率达到 70%，但是冶金特种阀门市场天花板有限。2019 年，津西钢铁实控人之子韩力入主上市公司，成为上市公司实控人，韩力同时还兼任津西钢铁董事长等诸多职务。借助津西钢铁的产业资源，公司有望从单一的特种阀门切入到市场规模达 50 亿元的通用阀门领域，获得市场份额的快速提升。与此同时，受益国内超低排放政策要求，钢铁企业改造、搬迁需求持续增加，带动行业新增产能投资和老旧产能改造投资加速，而公司产品主要就是应用于对冶金企业具有节能、减排及降耗效果的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统，2019 年公司冶金阀门业务同比增长达到 58%，未来 3-5 年还将保持较高速增长。

(3) 我们认为，国内炼化投资有望持续，将带动公司能化业务稳步增长。能源化工是工业阀门应用的第一大场景，占比达到 25%，市场规模近 300 亿元，公司在能源化工领域业务规模较小，2019 年能源化工行业用阀门实现收入 1.4 亿元，行业份额不到 0.4%。另外一块是无锡法兰锻件，2019 年实现 3 亿元收入。我们认为在能源化工业务板块，公司主要成长逻辑还是依赖行业的成长逻辑，大炼化对小型炼化的替代已经是必然趋势，而我们梳理 2020 年各省重大项目发现，2020 年新增的炼化项目投资还是保持了较高的增长，公司也在开发一些新产品，以期提升在能源化工领域的市场份额，公司将持续受益国内炼化投资的进程，该板块业务预期保持稳步增长。

(4) 我们认为，公司定增完成后股权结构更加稳定。本次非公开发行完成后，聚源瑞利预计将持有公司总股本的 15.67%，天津安塞将持有公司总股本的 5.14%，吴建新将持有公司总股本的 10.46%。聚源瑞利与天津安塞于 2020 年 6 月 17 日签署《一致行动协议》，两者系一致行动人，同时聚源瑞利与吴建新于 2019 年 7 月 2 日签署《表决权委托协议》，两者实质上构成一致行动关系。因此，聚源瑞利及其一致行动人合计控制公司总股本的 31.28%，聚源瑞利仍为公司控股股东，韩力仍为公司实际控制人。我们认为，大股东和总裁吴建新保持一致行动关系，且定增完成后一致行动人合计持股进一步增加，利于公司股权结构更加稳定，同时公司总裁持股比例增加有助于公司综合管理能力的进一步提升。

核级阀门龙头，受益核电新周期

深耕 20 年，国内核级阀门翘楚

公司是国内特种阀门龙头，核级球阀、蝶阀优势明显。江苏神通成立于 2001 年，公司专业从事新型特种阀门研究、开发、生产与销售，主要生产包括蝶阀、球阀、闸阀、截止阀、止回阀、调节阀、特种专用阀等七个大类 145 个系列 2000 多个规格的产品，这些产品广泛应用于冶金、核电、火电、煤化工、石油和天然气集输及石油炼化等领域。其中“神通”牌和“蝶球”牌冶金特种阀门主要应用于冶金行业的高炉煤气干法除尘与煤气回收等节能减排系统，主导产品国内市场占有率达 70% 以上。而在核电领域，公司的核级蝶阀、球阀在国内市场的占有率达到 90% 以上。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

深耕 20 年，占据核电细分市场主导地位。公司 2002 年前后开始具备了给国内核电站配套的能力，2004 年获得国家核安全局颁发的许可证书，并在秦山二期扩建项目当中获得了大约 10% 左右的市场份额。到了大亚湾三期项目时，公司已经可以获取大约 40% 的市场份额。现在，在所处的球阀、蝶阀领域，公司已经占据绝对的主导地位，实现进口替代。

表 1：公司发展历程

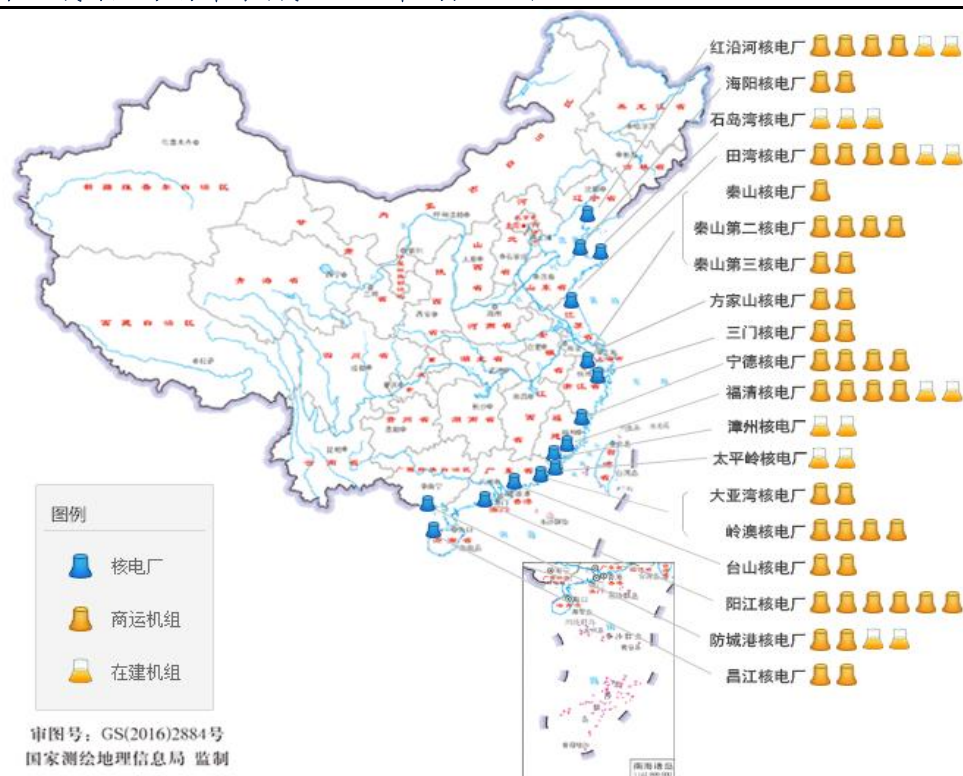
2001 年	江苏神通阀门有限公司成立
2003 年	公司取得了国家质量监督检验检疫总局颁发的《特种设备制造许可证（压力管道元件）》
2004 年	公司取得国家核安全局颁发的《民用核承压设备设计许可证》和《民用核承压设备制造许可证》
2010 年	公司在深圳证券交易所中小企板上市
2011 年	开拓石化化工领域阀门业务,业务版图进一步扩张
2013 年	公司完成了超超临界火电机组三类关键阀门国产化锅炉循环管路调节阀的设计、样机试制,公司产品 LNG 深冷蝶阀、LNG 深冷上装式固定球阀、LNG 深冷截止阀、LNG 深冷止回阀,通过了省级新产品及科技成果鉴定
2014 年	公司完成了低温球阀、蝶阀、闸阀、截止阀、止回阀等产品的 TS-A2(2)的产品认证工作,完成了 TS-A1(2)高压蝶阀、安全阀、法兰的产品认证工作,公司省级核电阀门重点实验室获得立项
2015 年	收购无锡市法兰锻造有限公司
2017 年	收购江苏瑞帆节能
2018 年	公司实际控制人变为湖州风林火山
2019 年	引入津西系产业资本,实际控制人变更为宁波聚源瑞利

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

核电机组审批重启，行业需求有望攀升

2011 年之后国内新批机组缺乏持续性，导致核电市场关注度下降。2011 年，日本“3·11”大地震诱发福岛核电站发生核泄漏事故，受此影响我国核电审批开始放缓。2012 年 12 月江苏田湾核电二期工程核准之后，三年多时间里没有新项目获批。直到 2015 年底，国务院常务会议才核准了包含四台核电机组的广西防城港红沙核电二期工程“华龙一号”三代核电技术示范机组，以及江苏连云港田湾核电站扩建工程项目，但之后的三年再次没有审批。截至 2018 年底，国内大陆在运核电机组 44 台；在建核电机组 11 台。目前，我国共有 62 个核电机组，其中 47 个机组装料投入运行，分布在 18 座核电厂中。

图 1：我国核电厂分布图（截至 2020 年 4 月 27 日）



资料来源：国家核安全局，信达证券研发中心

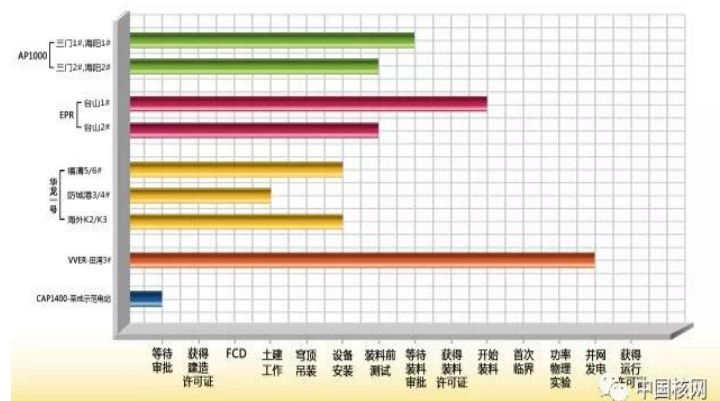
2019 年核电机组审批再度开启。2019 年 3 月 18 日，生态环境部公示当天受理的《福建漳州核电厂 1、2 号机组环境影响报告书（建造阶段）》、《中广核广东太平岭核电厂一期工程环境影响报告书（建造阶段）》，两份环境影响评价文件显示，漳州核电 1 号、2 号机组和太平岭核电 1 号、2 号机组等 4 台华龙一号机组获得批准，同时其中 2 台计划于 2019 年 6 月开工。这次获准标志着国内核电审批再次重启。

持续性而言，我们认为此次核电重启需要从三个维度来考虑。（1）2019 年新批机组之后，2020 年再度出现新机组批复，一定程度上体现了核电审批重启之后的延续性。2020 年 9 月 2 日国务院常务会议指出：**积极稳妥推进核电项目建设，是扩大有效投资、增强能源支撑、减少温室气体排放的重要举措。**会议核准了已列入国家规划、具备建设条件、采用“华龙一号”三代核电技术的海南昌江核电二期工程和民营资本首次参股投资的浙江三澳核电一期工程；（2）2015 年国务院密集核准了 8 台核电机组，其中 4 台采用我国自主研发的三代核电技术“华龙一号”，但此后由于在建的三代核电项目三门核电、台山核电等均存在工程延期，加之核电消纳、日本核泄漏事故的持续影响，导致我国出现长达三年的核电机组“零核准”。**2018 年**

我国三代核电技术在安全性、技术性上都有了较大突破，CAP1400、“华龙一号”等三代核电技术研发顺利，从技术上证明了三代核电项目已具备批量建设的条件；（3）在确保国内能源安全的大背景下，新能源替代传统能源已经是必然趋势，未来我国风电、光伏和核能齐头并进共同发展，是降低不可再生能源消耗、保障我国能源安全的必然举措。

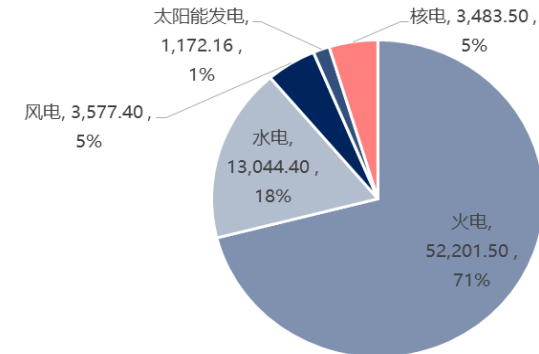
三代核电趋于成熟，安全性大幅提升，建造成本显著下降。我国核电技术路线在上世纪 80 年代确定，走的是“引进-消化-研发-创新”的道路。前 20 年，通过对二代法国压水堆技术的引进、消化吸收，取得了巨大的技术进步，实现了 60 万千瓦压水堆机组设计的国产化，基本掌握了百万千瓦压水堆核电厂的设计能力。在三代核电技术方面，我国引进了美国 AP1000、法国 EPR、以及俄罗斯 VVER 等核电技术，并自主研发了“华龙一号”、CAP1400 等三代核电技术。第三代核电站为符合 URD 或 EUR 要求的核电站，其安全性和经济性均较第二代有所提高，将在未来占据主要地位；第四代核电站强化了防止核扩散等方面的要求，目前处在原型堆技术研发阶段。

图 3：我国三代核电机组运行情况



资料来源：中国核网公众号，信达证券研发中心

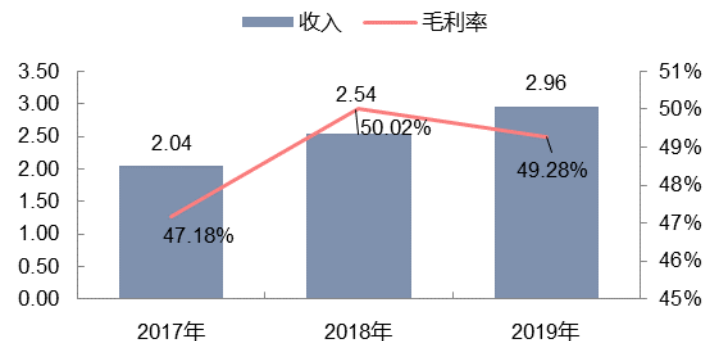
图 4：2019 年国内分类能源发电量（亿瓦时）及占比情况



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

公司核电业务毛利率较高，受益核电重启盈利弹性大。公司核电业务毛利率接近 50%，尽管收入占比 21.98%，并非公司占比最高的业务板块，但是贡献毛利额占比超过 30%，核电业务增长对公司的盈利能力影响较为明显。

图 5：公司核电业务收入（亿元）及毛利率变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

核心零部件国产化加速，龙头企业最为受益。2019 年 8 月，美国商务部工业与安全局(BIS)发布公告，将中广核集团及其关联公司共 4 家实体加入“实体清单”，意味着美国企业对中广核在核电技术、零部件、服务等环节的出口合作将受到较大的限制。但是对于国产零部件企业来说，反而加速了进口替代的进程。事实上，尽管江苏神通在核电球阀、蝶阀领域具备较强的市场竞争力，但是美国、德国、加拿大的企业在隔膜阀、闸阀、调节阀等领域仍然具备全球竞争力。借助国内核电技术国产化的契机，江苏神通也在加速推进仪表阀、启动膜片、隔膜阀等细分产品的进口替代，有望提升公司在单个核电机组项目中可以获取的订单金额。

表 2：国外主要核级阀门供应商

主要国际竞争对手	优势品种
美国洛克威尔国际公司	金属密封隔膜阀
德国苏尔寿 KSB 公司	截止阀、截止止回阀、闸阀、弹簧安全阀、隔膜阀
加拿大维兰工程公司	核 I 级闸阀，核 II 级主蒸汽隔离阀
英国 HaatterleyHeaton 公司	波纹管密封阀门
美国费希尔控制公司	先导调节阀、笼式调节阀、球形调节阀、减压阀

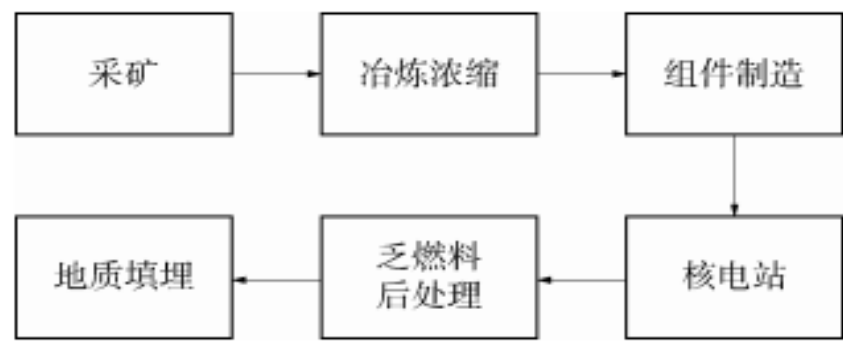
资料来源：信达证券研发中心

乏燃料后处理带来全新增量

乏燃料又称辐照核燃料，是在反应堆辐照后卸载的核燃料。在反应堆中进行反应的核燃料，消耗其中易裂变的核素，并产生裂变产物和重核素。核燃料在堆中反应性变化，达到一定程度后无法使反应堆维持临界，因此一段时间后需要更换新的核燃料，卸下来的就是乏燃料。**乏燃料后处理**，顾名思义是对乏燃料进行处理再使用，这也是由于乏燃料中含有大量的放射性元素并具有一定程度的放射性，因此必须对其进行安全有效的管理，以免对自然环境和人类健康造成难以挽回的后果。

乏燃料后处理也称为闭式燃料循环，是乏燃料管理方式的一种。核电燃料从矿产开发到最终的地质填埋，通常会经历一个完整的燃料循环。乏燃料后处理是通过化学方式，将乏燃料棒中剩余的铀 235、钚 239、铀 238 分离出来，重新制成燃料组件进入反应堆中使用；将剩余的高放废物，通过高通量反应堆嬗变为稳定的同位素；将无法嬗变的高放废物通过玻璃固化后，选择地址条件合适的处置点进行深地质长期存储。乏燃料的另外一种管理方式是一次性通过长期处置，亦称开式燃料循环。即将乏燃料全部当作核废料，选择地质条件合适的处置点进行深地质长期存储。

图 6：乏燃料后处理循环流程



资料来源：信达证券研发中心

乏燃料后处理是我国早已确定的技术路线，主要是考虑到我国作为核电大国，后处理相对一次性处置具有明显的优势，是核能可持续发展的必备技术路线。1983 年，国务院科技领导小组召开全国专家论证会，经过对我国核电发展计划、国内外铀资源情况、国内后处理工艺技术发展水平、后处理的安全性、经济性等诸多方面的充分论证，确定了“发展核电必须相应发展后处理”的战略，并在 1987 年日内瓦国际会议上对外公布了这一决定。我国采用乏燃料后处理的必要性包括多个方面。

乏燃料后处理能够充分利用铀资源

后处理可以充分利用铀资源，保障核电可持续发展。发展后处理工业是保证我国核电可持续发展的重要环节。压水堆核电站乏燃料中铀 235 为 0.8%-1.3%，比天然铀中的铀 235 的含量 0.71% 还高。另外还有新生的可裂变物质钚 239。通过后处理可从乏燃料中回收有用的铀和钚，再制成 UO₂ 或 MOX 燃料返回热堆或快堆使用，大大提高铀资源的利用率。将后处理得到的铀和钚返回压水堆中使用可节省天然铀 30% 左右。如果能实现快堆和后处理的核燃料闭式循环，铀资源利用率可提高 60 倍左右，这意味着本来仅能使用 50-60 年的天然铀就可利用 3000 余年。

此外，乏燃料后处理的重要性也体现在未来可能出现的铀资源短缺。根据核电发展规划，2025 年左右我国核电装机容量有望达到 8800 万 kW，一个百万千瓦核电机组全寿期内（60 年）约需 1 万 t 天然铀，我国共需要的天然铀总量约为 88 万 t，平均每年需要约 14500t。按照 2020 年我国天然铀生产全部规划能力测算，届时我国的铀资源需求对外依存度将超过 60%。因此

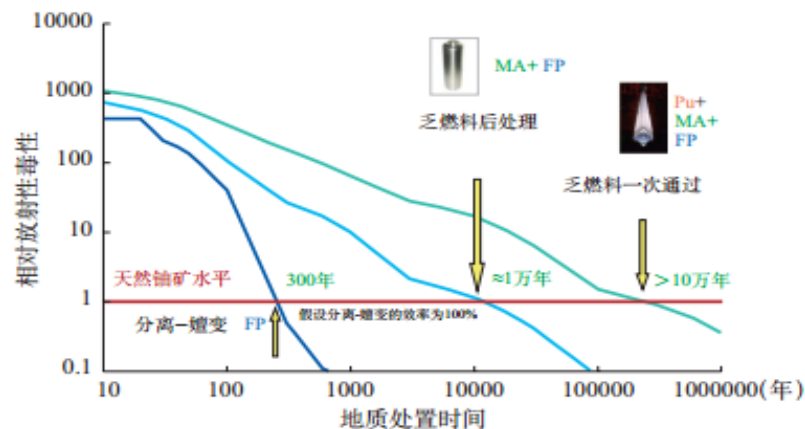
后处理再利用有利于节约铀资源，确保我国核心资源安全。

乏燃料后处理能够使放射性废物减容和降低毒性

后处理可以使放射性废物减容和降低毒性。后处理不仅可显著地减少需长期深地质层处置的核废物体积，而且可使最终废物的放射性毒性大幅度降低。动力堆卸出的乏燃料如果按“一次通过式”处理方式进行长期深地质层处置，高放废物量约为 $2\text{m}^3/\text{tU}$ 。按现在国际上运行的后处理厂的水平，乏燃料经过后处理后产生的高放废物量约为 $0.5\text{m}^3/\text{tU}$ ，仅为前者的 $1/4$ 。按照目前后处理工艺技术的水平，铀、钚的回收率可达 99.75% ，使最终处置废物的放射性毒性降低一个数量级以上。

国内学术研究表明，如果按照 96% 的铀、钚材料回收再利用率，约 4% 的高放射性废物通过玻璃固化技术，转为具有良好的化学稳定性、热稳定性和机械稳定性的玻璃固化体，则处置安全监管时间与直接处置乏燃料相比，可从 10 万年以上减少到万年内。监管对象由燃料组件封装容器变成包容高放射性废液的玻璃固化体，大大提高了高放废物长期贮存的安全性。如果再通过发展先进乏燃料后处理技术，进一步分离出乏燃料中的核素并经快堆或加速器对其进行嬗变，长寿命放射性物质被处理成短寿命物质或稳定物质，放射性废物处置的安全监管时间可减少至数百年。

图 7：不同乏燃料处理处置方式的放射性毒性比较



资料来源：《关于加快发展核电站乏燃料后处理的建议》，信达证券研发中心

乏燃料后处理有利于核力量长期安全

乏燃料后处理技术是典型的军民两用、寓军于民技术，与铀浓缩和重水生产技术一样，是核不扩散三大敏感技术之一，是国际核保障监督和禁产核查的主要内容，也是核大国地位的体现。虽然我国签署了《不扩散核武器条约》和《全面禁止核试验条约》，但国家核威慑力量的保持和建设不能松懈。若将后处理得到的钚做成 MOX 快堆燃料，则可以通过快堆增殖生产高品质的军用钚。乏燃料后处理不仅是实现快堆生产军用钚材料的必要条件，也是唯一可行且成熟的钚材料提取技术。因此，建

设军民结合的核材料生产设施，提高乏燃料后处理技术水平，对形成军、民产品生产快速转化具有重要的现实意义，对满足在国家需要的时候提供高质量军用钚材料，确保国家战略核力量长期安全可靠具有重要的战略意义。

乏燃料后处理将有效保证核电稳定运行

根据核电发展规划，到2030年，每年将产生乏燃料近2000t，累积产生乏燃料约24000t，离堆贮存需求15000t。而我国至今还未形成后处理工业能力，离堆贮存能力也已基本饱和。核电站的服役年限一般在40至60年，在堆贮存水池的设计容量一般按10至20年乏燃料卸出量考虑，乏燃料在堆贮存5年后可以外运、离堆贮存和后处理。随着核电的快速发展，每年将有越来越多的乏燃料需要及时运出核电站进行离堆贮存，进入受国家监管部门安全监督的专用贮存设施中进行管理。通过对乏燃料集中收贮可以减少后续核电站建设的在堆贮存容量，降低相关建设费用；可以结合乏燃料后处理能力建设，合理规划乏燃料离堆贮存水池的需求容量，实现核电站乏燃料集中管理；在核电站运行期间，实现核电运行与乏燃料离堆安全管理，让核电运行业主无后顾之忧。因此，通过后处理厂实现乏燃料的离堆贮存，这对国家发展核电，对确保核电站长期、安全运行具有重要意义。

图8：2013-2020年我国乏燃料产生量和累计量估算



资料来源：《乏燃料后处理困局》，信达证券研发中心

世界上核电规模较大的国家，如法国、日本、俄罗斯、印度、英国等，均是积极发展乏燃料后处理的国家。美国虽然由于坚持核不扩散等原因停止了商业后处理活动并限制某些国家发展后处理技术，但是美国仍然保持很高的后处理技术研究水平和发展能力以及随时实现工业化的实力，目前只是采取乏燃料暂存。目前瑞典、加拿大、西班牙采取一次通过式路线。综合来说，一次性通过需要处置的乏燃料体量过大以及目前世界上拥有成熟闭式循环后处理技术的国家有限，大部分国家选择中间贮存的方式将乏燃料进行暂存。《全球乏燃料后处理现状与分析报告》显示，核电站卸出的乏燃料数量在全球范围内增长，大部分核电站的在堆贮存水池容量已经超负荷，全球正面临如何解决乏燃料的去向问题。我们认为全球范围乏燃料后处理趋势有望加快。

表 3：世界主要国家后处理设施

国家	厂名	规模 (t/a)	建成时间 (年)	备注
法国	UP3	800	1990	
	UP2-800	800	1994	
日本	东海村	210	1997	实际生产能力 90t/a
	六个所	800	热调试完成	已完成热调试
美国	西谷	300	1966	全球第一座商业后处理厂，1971 年停产
	巴威尔	1500	冷试完成	1977 年卡特政府宣布无限期推迟正式投产
	埃克松	1500	完成初步设计	
英国	B205	1500	1967	气冷堆
	THORP	1200	1994	实际生产能力 900t/a
俄罗斯	RT-1	400	1976	2003 年批准进行改进项目
	RT-2	1500		
印度	PREFRE 1	100	1977	加压重水堆
	PREFRE 2	100	1998	
	PREFRE 3A	150	2010	
	PREFRE 3B	150	建设中	
中国	中试厂	50	热调试完成	

资料来源：《关于加快发展核电站乏燃料后处理的建议》，信达证券研发中心

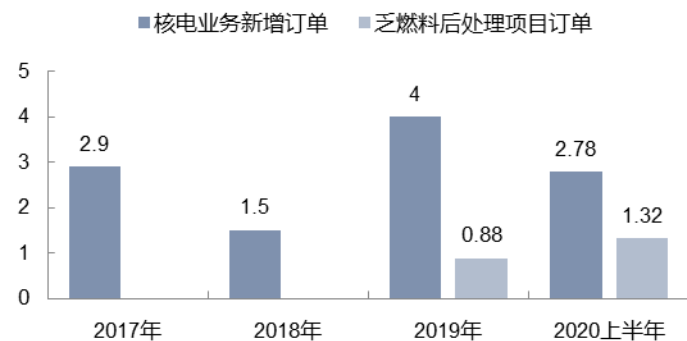
我国在上世纪 80 年代就确定了核燃料“闭合循环”和“核能发展必须相应发展后处理”的技术路线，同时制定了“中试规模-示范规模-工业规模”的乏燃料后处理产业发展路线。1968 年，我国第一座军用后处理中间试验厂建成，实现了普雷克斯工艺流程；2010 年，动力堆乏燃料后处理中间试验厂热试成功，标志着我国已掌握了乏燃料后处理工艺的核心技术；2015 年，核燃料后处理放化实验设施正式投入使用，为我国后处理科技水平提升提供了重要保障。2009 年、2015 年先后与法国政府签订了《中法关于在中国建设乏燃料后处理/再循环工厂项目的联合声明》、《中法两国深化民用核能合作的联合声明》，规划以法国阿格燃料循环后处理中心和梅洛克斯燃料制造厂为原型在国内建造年处理能力 800 吨的大型商用后处理厂。

中法合作核循环项目在经过示威事件后取得重要进展，彰显我国稳步推进乏燃料后处理战略的决心。2013 年以来中法合作核循环项目开展大量前期工作，总计划投资超过 1000 亿人民币，意义重大。2015 年后中法合作项目的承办单位中核瑞能科技有限公司在山东、福建、江苏、浙江等沿海省份对 10 多个站点进行了普查比选。2015 年，中核瑞能科技有限公司到连云港市开展了中法核循环项目选址前期工作。2016 年江苏连云港的示威集会事件导致中法核循环项目暂停。2018 年 1 月 9 日，

中核集团和法国新阿海珐集团在人民大会堂签署了相关协议备忘录，与法国法马通公司签署全球战略合作协议，推动了中法核循环项目向前迈出重要一步。随着我国核信息披露和公众沟通机制的不断完善，公众对核废料的担心将逐渐缓解，利于我国乏燃料处理行业的长期发展。

乏燃料后处理项目订单持续落地，公司核电业务再添新增长点。2016年以来，公司已开始布局乏燃料后处理产品线，已成功研发了气动送取样系统、空气提升、料液循环及贮存井等设备，并计划投资7500万建设“乏燃料后处理关键设备研发及产业化”项目，巩固公司在乏燃料后处理领域气动送样系统、空气提升系统及贮存井等设备的布局。2019年，公司取得乏燃料后处理项目订单8800万元，2020年上半年再取得乏燃料后处理项目订单1.32亿元，乏燃料后处理预计将为公司核电业务贡献持续的增量。

图9：公司核电业务和乏燃料后处理项目新增订单（亿元）



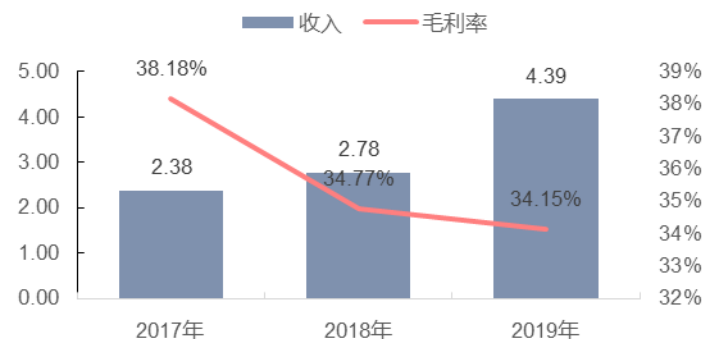
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

特种切通用，冶金板块重新出发

供给侧改革持续深化，超低排放要求带动新增投资

公司的冶金阀门主要应用于钢铁行业的高炉、转炉煤气回收利用、节能减排、环境保护相关领域。首先，不考虑行业正在发生的变化，阀门对于钢铁厂来说属于易耗品，存量更新是公司冶金领域阀门需求的主要来源，公司冶金阀门订单保持稳定，且收入端也是持续稳中有增。

图 10: 公司冶金业务收入（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2015 年以来，我国推行钢铁行业供给侧改革，行业盈利状况持续改善。钢铁行业的供给侧改革主要体现在两个方面，一是去产能，来自文献的数据显示，2015 年我国钢铁行业产能利用率仅为 66.99%，过剩产能达到 4 亿吨，到 2020 年第二季度，我国黑色金属冶炼和压延加工业的产能利用率已经达到 78.4%，超过整个制造业的产能利用率，行业去产能成效明显，已经进入到相对良性的循环状态。二是产能置换，具体举措包括（1）严禁新增产能；（2）产能减量置换；（3）企业搬迁、重组。其中产能置换、企业搬迁与重组等措施又带来了钢铁产能重新建设的需求。

2013 年国务院在《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》中首提产能置换，此后的几年内相关政策文件相继发布，推动钢铁行业产能置换进展加快。2017 年 12 月 31 日，工信部发布《钢铁行业产能置换实施办法》，实施时间于 2018 年 1 月 1 日，该办法称为钢铁产能置换新规，对原有的产能置换规则进行了修订，对置换产能范围进一步予以细化和明确，利于增强地方对产能置换方案审核把关的操作性，对国内钢铁产能置换起到进一步推动的作用。

表 4：我国钢铁产能置换相关政策汇总

政策文件	发布单位	发布日期	主要内容
《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	国务院	2013.10.6	要求产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换。
《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	工信部	2015.4.20	重申，要求产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换。
《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	国务院	2016.2.1	鼓励有条件的钢铁企业实施跨行业、跨地区、跨所有制减量化兼并重组，重点推进产钢大省的企业实施兼并重组，退出部分过剩产能。
《钢铁行业产能置换实施办法》	工信部	2017.12.31	置换过程中的退出和建设产能数量，依照产能换算表进行换算。京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例不低于 1.25:1，其他地区实施减量置换。各地区钢铁企业内部退出转炉建设电炉的项目可实施等量置换，退出转炉时须一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备。未完成钢铁产能总量控制目标的省（区、市），不得接受其他地区出让的产能。

资料来源：工信部，国务院，信达证券研发中心

2019 年上半年河北省工业和信息化厅、辽宁省工业和信息化厅、安徽省经济和信息化厅分别公示了一批钢铁企业建设项目产能置换方案，包括辽阳联合钢铁有限公司、铜陵市富鑫钢铁有限公司和河北津西钢铁集团股份有限公司 3 家企业的相关炼铁、炼钢项目，仅 3 家钢铁企业的产能置换项目合计拟建设炼铁产能达 684 万吨，炼钢产能达 650 万吨。

表 5：2019 年部分钢铁企业产能置换项目

钢铁企业	新建炼铁产能	新建炼钢产能	退出炼铁产能	退出炼钢产能	置换比例
辽阳联合钢铁有限公司	226	330	283	340	1.01:1
铜陵市富鑫钢铁有限公司	118	0	130	0	1.01:1
河北津西钢铁集团股份	340	320	425	400	1.25:1

资料来源：地方工业和信息化厅，信达证券研发中心

超低排放标准更为严格，提振未来五年钢铁产能改造需求。2019 年，生态环境部等多部份联合印发《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，明确全国新建（含搬迁）钢铁项目原则上要达到超低排放水平。文件要求到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。

对比 2018 年的钢铁行业排放标准，超低排放标准对钢铁行业的环保状况提出了更为严格的要求。

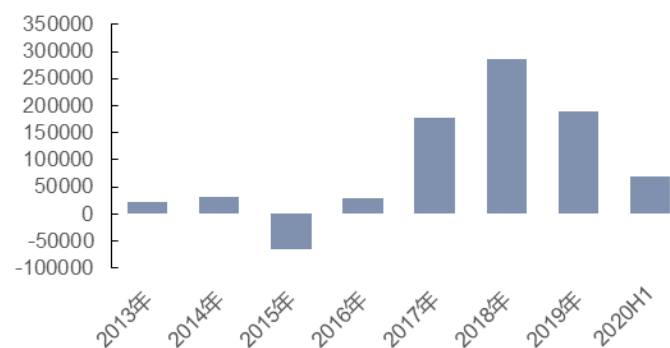
表 6：超低排放标准与前国标对比

	GB 28663-2012（新建）	超低排放标准
颗粒物（毫克/立方米）	20	10
二氧化硫（毫克/立方米）	100	50
氮氧化物（毫克/立方米）	300	200

资料来源：相关政府网站，信达证券研发中心

落实超低排放要求对于我国推进节能减排具有重要意义。根据生态环境部“关于发布《第二次全国污染源普查公报》的公告”（公告 2020 年第 33 号）数据显示：2017 年，黑色金属冶炼和压延加工业二氧化硫排放量 82.31 万吨，氮氧化物排放量 143.42 万吨，颗粒物排放量 131.12 万吨，分别占工业源大气污染物排放总量的 15.56%、22.20%、10.32%。作为排放大户，钢铁行业推进落实超低排放对于我国推进节能减排、打赢“蓝天保卫战”具有重要意义。

钢铁企业盈利能力提升，有助于落实超低排放改造投资。在钢铁行业去产能的推动下，钢铁行业逐渐恢复有序竞争，钢价上涨带来行业盈利能力提升，如宝钢股份的净利润从 2015 年的 7.14 亿元增长到 2019 年的 134 亿元，包钢、鞍钢等也从 2015 年巨亏 33 亿元和 46 亿元，到 2018 年分别获得 33 亿元和 79 亿元的净利润，后续盈利能力随着钢价有所波动，但是整体还是保持着较为健康的状态。钢铁行业盈利改善有助于钢铁企业落实超低排放改造投资。

图 11：国内大中型钢铁企业利润总额（百万元）


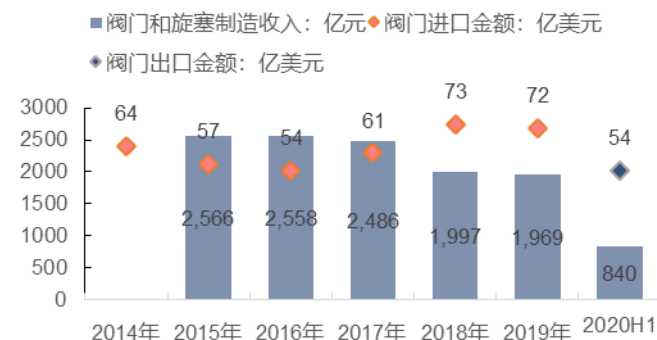
资料来源：中国钢铁工业协会，信达证券研发中心

从特种阀门进军通用阀门，扩大市场占有率

公司产品在冶金领域的应用主要是以特种阀门为主，包括圆顶阀、耐磨浆液专用阀、硬密封半球阀、液控止回阀等。根据国家统计局数据，2018 年我国规模以上阀门企业主营业务收入达到 1997 亿元，与此同时 2018 年我国阀门出口金额达到 166 亿美元，进口金额 73 亿美元，据此测算国内阀门市场需求为 1300 亿元。我们参照比较保守的口径，根据第三方发布的数据，

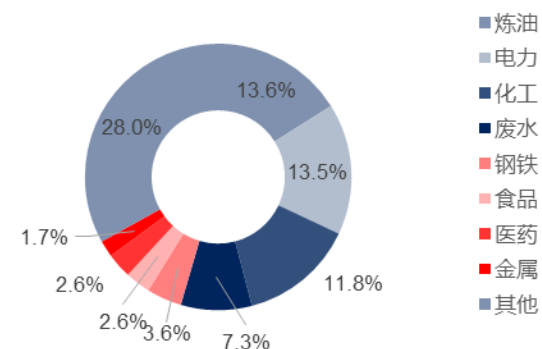
钢铁行业占到整个阀门行业应用的 3.6%，据此我们估算 2018 年国内钢铁行业阀门需求总量在 46 亿元左右，则江苏神通在钢铁行业的占有率大致为 10%。

图 12: 公司营业收入分行业构成



资料来源：国家统计局，海关总署，信达证券研发中心

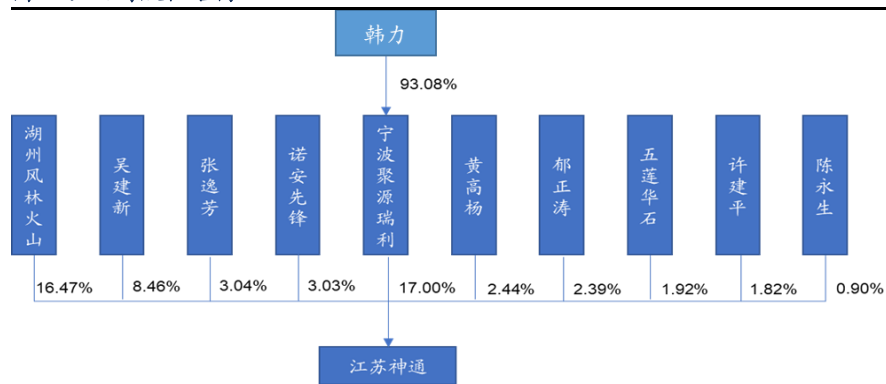
图 13: 国内工业阀门下游应用占比



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

背靠津西钢铁，通用阀门打开市场空间。事实上，由于公司在钢铁行业主要提供特种阀门，面临的市场空间较小，4.4 亿的收入已经占据了 70% 左右的细分市场份额。2019 年 7 月，通过股权变更，聚源瑞利成为上市公司的控股股东，韩力成为上市公司的实际控制人，而韩力同时兼任中国东方集团控股有限公司执行董事及首席财务官及副总经理、北京津西投资控股有限公司法定代表人及董事长、天津安塞资产管理有限公司法定代表人及执行董事及经理、河北津西钢铁集团重工科技有限公司法定代表人及董事长、河北津西钢铁集团股份有限公司董事长等多项职务。通过控股股东的资源，江苏神通有望从单一的特种阀门切入市场空间接近 50 亿元的通用阀门领域，带动公司钢铁行业业务的稳步增长。

图 14: 公司股权结构



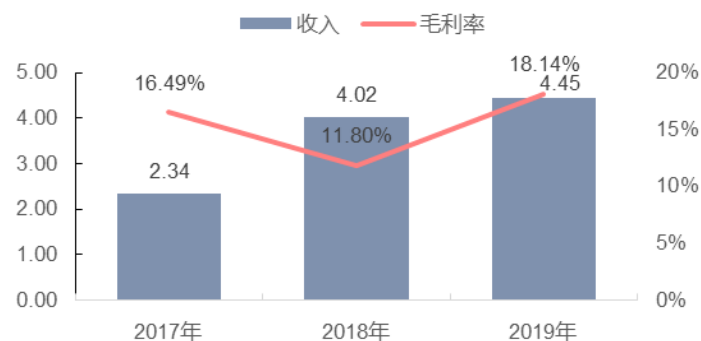
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

大炼化投资推动，能化板块稳步增长

石油化工是工业阀门应用的第一大场景，占比接近 25%，即接近 300 亿元的市场规模。江苏神通 2011 年前后切入能源化工行业，尽管 2019 年公司在能源化工行业实现收入 4.45 亿元，是公司占比最高的业务板块，但是能源化工目前并非上市公司的强势业务。事实上公司的能化业务包括了阀门和法兰锻件，2019 年阀门实现收入 1.4 亿元，市场份额不足 0.4%，另外 3 亿元是法兰锻件，主要由子公司无锡法兰提供。而在能源化工阀门领域，公司主要提供专用和特种阀门，而通用阀门则由纽威阀门等占据了主要市场份额。

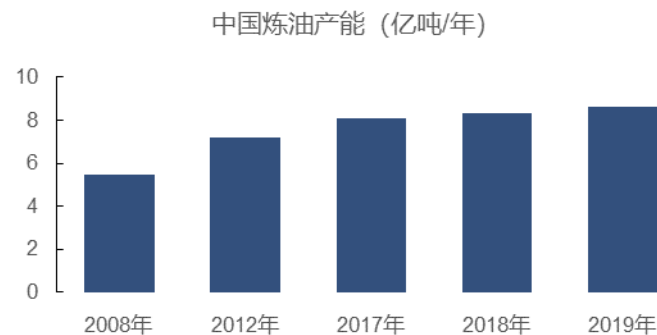
比如，公司开发的专用阀门亦广泛应用在中石化、浙江石化、恒力石化、连云港石化等项目上，煤化工苛刻工况特种阀门在湖北三宁化工、华鲁恒升、万华化学、中煤榆林等重点工程中得到成功应用；超（超）临界火电机组配套关键阀门应用于华电集团、大唐电力、神华国华等重点项目中，而 LNG 低温阀门也已经成功应用于中石化古雷炼化和茂名分公司等项目中。

图 15：公司能化收入（亿元）及毛利率

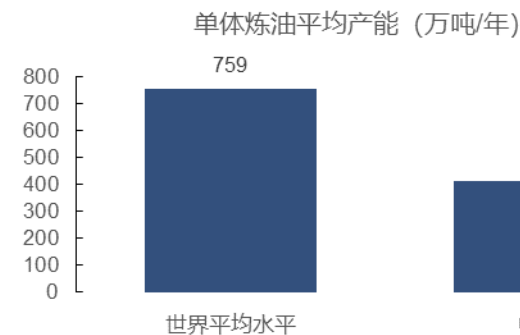


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我国目前炼油产能过剩严重，炼厂平均规模小、一体化水平低，提质增效是当务之急。根据中国石油经济技术研究院发布的《2018 年国内外油气行业发展报告》，2018 年我国炼油能力为 8.31 亿吨/年，而当年原油加工量仅为 6.06 亿吨，即产能利用率为 72.9%。2019 年全国炼油总能力将达到 8.63 亿吨/年；过剩产能将升至约 1.2 亿吨/年。然而我国炼厂平均规模小、一体化水平低，2018 年，国内炼厂平均规模仅 412 万吨/年，与世界炼厂平均规模 759 万吨/年仍有较大差距，结构调整将成为我国炼油工业主要发展方向之一。

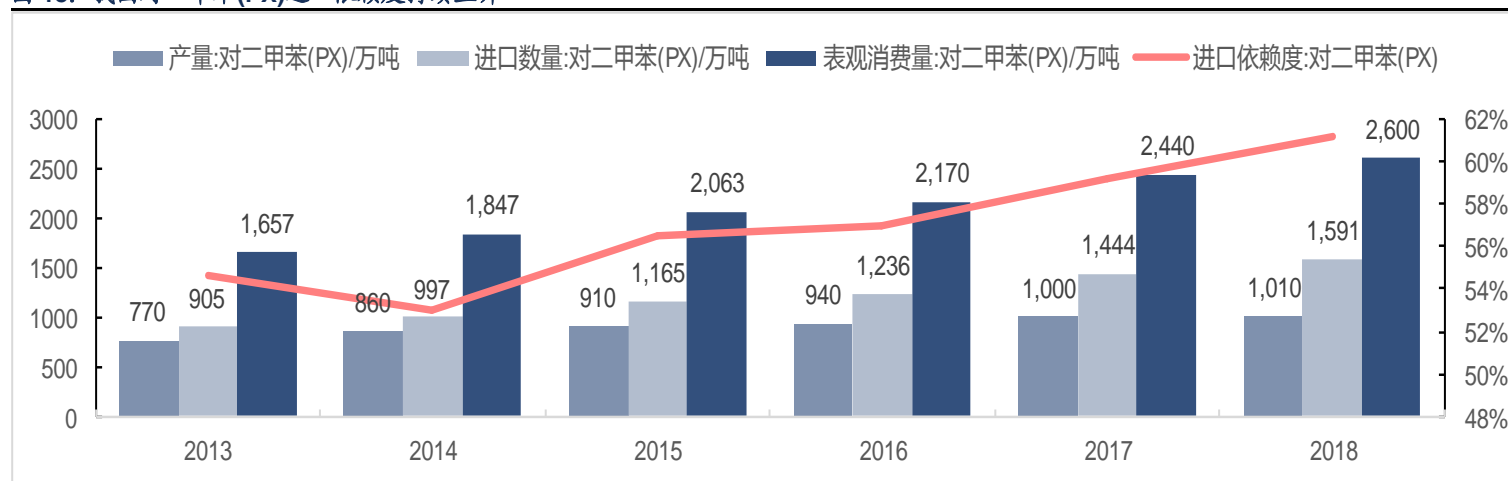
图 16: 中国炼油产能情况


资料来源: 中国石油经济技术研究院, 信达证券研发中心

图 17: 单体炼油平均产能


资料来源: 《2018 年国内外油气行业发展报告》, 信达证券研发中心

化工原料的短缺是推动新炼化项目建设的另一大动力。与成品油过剩相反, 我国诸多基础化工原料却存在较大缺口, 如对二甲苯 (PX) 需求巨大, 长期以来大量依靠进口, 近年来随着国内需求的增长对外依赖度还在持续上升。新建的大炼化项目都是由下游化纤行业催生的炼化一体化, 项目的产品结构更偏向化工方向, 将帮助缓解我国化工原料的短缺问题。

图 18: 我国对二甲苯(PX)进口依赖度持续上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

落后产能成本高、环保压力大, 产能新旧交替提速。石油化工行业的规模效应很突出, 新增产能都属于规模较大的先进产能, 成本优势较为明显, 在效益与环保的双重压力下, 国内石油化工行业的现有部分老旧产能将逐步被淘汰, 从现有产能构成情况分析, 最终被淘汰的老旧产能将超过 1.5 亿吨/年。

2015年5月29日发改委印发了《石化产业规划布局方案》，提出要建设七大世界级石化基地，叠加民企的投资放开，我国的石油炼化产业迎来一个新的黄金时代。我国“十三五”期间新规划了大连长兴岛、上海漕泾、广东惠州、福建古雷、河北曹妃甸、江苏连云港、浙江宁波七大石化产业基地，要求新建项目必须建在产业基地内，原则上不再新增布点。预计到2025年，七大石化基地的炼油产能将占全国总产能的40%。我国石化工业园区建设掀起了又一个高潮，进入了提质增效的新阶段。

表 7：大炼化项目梳理

基地	公司	规划产能	进度
大连长兴岛	恒力石化	2000 万吨/年炼化一体化，450 万吨/年芳烃	2019 年 5 月 17 日全面投产
	华阳商贸/福佳集团	2000 万吨/年炼化一体化	2018 年 11 月 9 日签约
浙江宁波	镇海炼化	扩建 1500 万吨/年炼油，120 万吨年乙烯	2018 年 12 月 20 日发布招标公告，2020 年左右将实施扩建工程
	大榭石化	1400 万吨/年	2019 年 1 月 17 日发布安全预评价服务招标公告
江苏连云港	盛虹石化	1600 万吨/年炼化一体化，280 万吨/年 PX，110 万吨/年乙烯	正在进行土建施工，预计 2021 年全面投产
福建古雷	福化集团、旭腾	1600 万吨/年炼化一体化	2019 年 11 月 6 日大型设备模块化施工及吊装工作全面展开；计划 2020 年 6 月 30 日前建成投产
上海漕泾	高桥石化	2000 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯	目前无实质性进展
河北曹妃甸	旭阳石化	1500 万吨/年炼化一体化，200 万吨芳烃	2019 年 12 月 11 日环评公示
	一泓石油	1500 万吨/年炼化一体化	2016 年 10 月进行用海公示，目前无实质性进展
	新华石化	2000 万吨/年炼化一体化，557 万吨/年芳烃	2017 年 5 月 3 日，海洋环境影响评价第一次公示，预计 2022 年投产
	中东海湾	1500 万吨/年炼化一体化	2016 年 5 月 30 日签约
	大连福佳	2000 万吨/年炼化一体化	2017 年 4 月 7 日签约
	辽宁海城	2000 万吨/年炼化一体化	2017 年 4 月 7 日签约
	中石化	1200 万吨/年炼油+100 万吨/年 PX	目前无实质性进展
浙江舟山	浙江石化	4000 万吨/年炼化一体化，配套 520 万吨/年芳烃，140 万吨/年乙烯	一期于 2019 年 5 月 20 日投产；二期预计 2022 年建成
广东茂湛	中石化	1000 万吨/年炼油、80 万吨/年乙烯	2019 年 12 月 28 日建成中交
辽宁盘锦	华锦阿美	1500 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯、130 万吨/年对二甲苯	2019 年 2 月 22 日签约。将于 2023 年下半年试运行
山东裕龙岛	裕龙石化	一期 2000 万吨/年炼化一体化	2019 年 8 月 19 日第一次环评公示，2020 年开工
合计		32300 万吨/年	

资料来源：信达证券研发中心整理

2020 年炼化投资保持景气，同比仍有提升。事实上，受到新冠疫情的影响，国内重点项目开工率不降反升，其中炼化投资项目也纷纷上马。从各省的重点项目梳理来看，2020 年炼化项目数量还是比较可观的，炼化投资还将保持高景气，对于江苏神通来说，其能源化工业务也将持续受益行业投资的扩张。

表 8：2020 年建设的石油炼化项目

省份	所在地	项目名称	项目单位	建设内容	进度
广东省	湛江市	湛江中科合资广东炼化一体化项目	中科炼化	新增炼油能力 1000 万吨/年、乙烯生产能力 80 万吨/年	
	惠州市	惠州中海壳牌石油化工有限公司 SMPO/POD 项目	中海壳牌	年产 63 万吨苯乙烯和 60 万吨聚醚多元醇	2020 年装置试运行
	揭阳市	揭阳中委广东石化炼化一体化项目	广东石化	年产 2000 万吨炼油、240 万吨芳烃、120 万吨乙烯	2020 年开始设备安装
	惠州市	惠州石化产品结构优化及升级项目	惠州石化	新建 150 万吨/年芳烃联合装置、100 万吨/年连续重整装置、160 万吨/年加氢裂化装置、40 万吨/年轻汽油醚化装置	2020 年开始设备安装
	惠州市	埃克森美孚惠州乙烯项目	埃克森美孚	一期原油直接裂解制乙烯和下游聚合物装置，二期 120 万吨/年乙烯装置、聚乙烯、聚丙烯、丁基橡胶等工艺装置	
	东莞市	巨正源科技 120 万吨/年丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目	埃克森美孚	建设一套 60 万吨/年丙烷脱氢装置，2 套 30 万吨/年聚丙烯装置，氢气提纯装置，碳四及碳三、碳四混合气充装装置	2020 年开始土建
	茂名市	茂名丙烷脱氢及下游产品综合利用	东华能源	建设 4 套 100 万吨/年丙烷脱氢装置、6 套 50 万吨/年聚丙烯（PP）装置、1 套 100 万吨/年低碳烃裂解制乙烯装置	2020 年开始土建
河北省	曹妃甸	唐山旭阳石油化工炼化一体化		年产 1500 万吨原油常减压蒸馏、350 万吨 PX、150 万吨乙烯	计划 2020 年 6 月开工
江苏省	连云港	连云港盛虹炼化一体化			
	洋口港	如东桐昆 PTA	桐昆集团	年产 500 万吨 PTA 及 240 万吨新型功能纤维	2020 年 1 月 2 日开工
	连云港	连云港斯尔邦丙烷产业基地	斯尔邦石化	扩建项目新建 70 万 t/a 丙烷脱氢装置、两套 26 万 t/a 丙烯腈装置、两套 9 万 t/a MMA 装置及一套 21 万 t/a SAR 装置	2019 年 9 月 11 日环评第二次公示
	连云港	连云港新海石化丙烷综合利用	新海石化	生产 60 万吨/年丙烯，并建设聚丙烯等下游装置	
河南省	洛阳市	中石化洛阳分公司年产 1800 万吨炼油扩能改造项目	中石化	新建 260 万吨渣油加氢、120 万吨连续重整、45 万吨芳烃抽提、10 万吨硫磺回收等装置；	
	洛阳	洛阳航煤基地建设项目一期工程		一期工程拟将洛阳石化原有 220 万吨/年蜡油加氢装置改造为加氢裂化装置，改造后装置设计规模 150 万吨/年，	
福建省	漳州古雷石化	古雷炼化一体化一期项目	福建古雷石化	80 万吨/年蒸汽裂解、55 万吨/年裂解汽油加氢、35 万吨/年芳烃抽提、13 万吨/年丁二烯抽提、30 万吨/年乙烯-醋酸乙烯树脂	

	泉州	中化泉州乙烯及炼油改扩建项目	中化能源	将现有 1200 万吨/年炼油能力提升至 1500 万吨/年,新增 100 万吨/年乙烯及 80 万吨/年芳烃产能	项目将于 2020 年 6 月运行
辽宁省	盘锦市	华锦阿美石化项目	华锦阿美	1500 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯及 130 万吨/年对二甲苯	2019 年 2 月签约。2023 年下半年试运行
	盘锦市	宝来利安德巴赛尔项目	宝来与安德巴赛尔	规划在未来 10 年之内,投资 120 亿美元建设石化产业项目	2020 年 3 月签约
天津市	天津	中沙石化 130 万吨/年乙烯改造及配套项目	中沙石化	在中沙(天津)石化有限公司原有 100 万吨/年乙烯装置基础上增加 28 万吨/年生产能力	预计 2021 年 4 月竣工投产
	天津	中沙石化 26 万吨/年聚碳酸酯项目	中沙石化	年产 26 万吨/年聚碳酸酯	2019 年 9 月开始安装部分设备
山东省	山东裕龙岛	裕龙岛炼化一体化项目	裕龙石化	一期 2000 万吨/年炼化一体化	2019 年 8 月 19 日第一次环评公示,2020 年开工
	东营市	建设 1000 万吨炼油装置		新增炼油能力 1000 万吨/年	2020 年项目开始规划

资料来源:中石油,中石化,恒力石化,搜狐,信达证券研发中心

定增加持,高增长蓄势待发

2020 年 8 月,上市公司发布定增预案(修订稿),拟向天津安塞以及吴建新发行不超过 4110 万股,其中天津安塞认购 2710 万股,吴建新认购 1400 万股,交易价格为 6.28 元/股,锁定期 36 个月。所募 2.58 亿元资金中,1.5 亿元将用于乏燃料后处理关键设备研发及产业化(二期)项目,剩余 1.08 亿元用于补充流动资金。

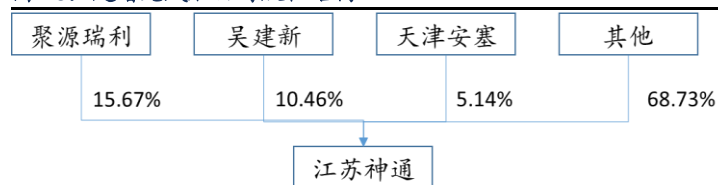
表 9: 公司非公开发行募投项目

项目名称	投资总额(万元)	募集资金投入金额(万元)	投产产能
乏燃料后处理关键设备研发及产业化(二期)项目	15,000.00	15,000.00	料液循环系统 200 套,后处理专用球阀 4,500 台/年、后处理专用蝶阀 250 台/年、后处理专用仪表阀 1 万台/年、样品瓶 20 万个/年
补充流动资金及偿还银行借款	10,810.80	10,810.80	
合计	25,810.80	25,810.80	

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

本次非公开发行完成后,聚源瑞利预计将持有公司总股本的 15.67%,天津安塞将持有公司总股本的 5.14%,吴建新将持有公司总股本的 10.46%。聚源瑞利与天津安塞于 2020 年 6 月 17 日签署《一致行动协议》,两者系一致行动人,同时聚源瑞利与吴建新于 2019 年 7 月 2 日签署《表决权委托协议》,两者实质上构成一致行动关系。因此,聚源瑞利及其一致行动人合计控制公司总股本的 31.28%,聚源瑞利仍为公司控股股东,韩力仍为公司实际控制人。

图 19：定增完成后公司股权结构



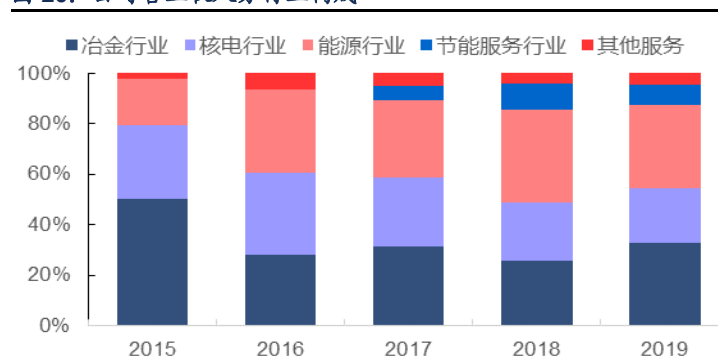
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产业资本助力，公司冶金阀门业务预计高增长。冶金阀门产品是公司的技术领先业务，2019 年冶金行业实现营业收入 4.39 亿元，占比为 32.58%。如前所述，借助津西钢铁的产业资源，以及钢铁行业超低排放的政策推动，我们预计公司未来 3 年冶金阀门业务将保持 30%以上的年化复合增长。

核电机组审批重启，乏燃料后处理助力，核电业务弹性显著。核电行业优势突出，公司已成为我国核电阀门的主要供应商，公司的核级蝶阀和球阀的市场份额超过 90%，2019 年核电行业实现营业收入 2.96 亿元，占比为 21.98%。考虑“十四五”期间每年新批 4-6 台核电机组（不含核电出口），且乏燃料后处理项目建设持续推进，公司核电阀门业务最具爆发力。

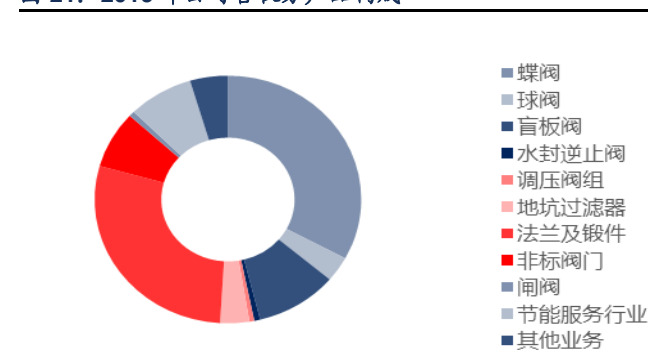
能源化工领域，公司有望获得超越行业的增速。在能源装备领域，公司在化工、电力和煤化工的阀门产品应用于国内化工龙头企业项目，2019 年能源行业实现营业收入 4.45 亿元，占比为 32.97%，但其中阀门业务占比较低仅 1.4 亿元。但是公司产品较为特色，伴随着国内炼化投资的持续，公司新产品的持续推进，能源化工板块有望获取超越行业的稳步增长。

图 20：公司营业收入分行业构成



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 21：2019 年公司营收分产品构成



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

表 10: 公司营业收入预测 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
冶金	2.77	4.39	5.92	7.81	10.16
核电	2.53	2.96	3.95	5.93	8.00
能源	4.01	4.44	5.33	6.29	6.92
节能服务	1.09	1.06	1.10	1.20	1.30
其他	0.45	0.62	0.80	1.00	1.20
营业收入总计	10.85	13.47	17.10	22.23	27.58

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测

不考虑增发股份情况下, 我们预计公司 2020-2022 年实现净利润 2.30 亿元、3.15 亿元和 4.12 亿元, 相对应的 EPS 分别为 0.47 元/股、0.65 元/股和 0.85 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 25 倍、19 倍和 14 倍。

估值与投资评级

我们选取阀门行业规模以上企业纽威股份、中核科技、川仪股份和密封件企业中密控股作为可比公司, 上述公司 2019/2020 年平均 PE 为 31/28 倍。公司 2019 年业绩对应 PE 为 34 倍, 公司冶金、核电和能源业务齐发力, 业绩具备成长性, 2020/2021 年业绩对应估值仅 25/19 倍。首次覆盖, 予以“买入”评级。

表 11: 相关公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	市值	PE				EPS (元)			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603699.SH	纽威股份	16.00	120.00	26.35	20.18	14.84	11.89	0.61	0.79	1.00	1.24
000777.SZ	中核科技	14.31	54.87	40.41				0.35			
603100.SH	川仪股份	10.26	40.53	17.39				0.59			
300470.SZ	中密控股	45.29	89.08	40.34	34.87	16.35	13.05	1.15	1.30	1.67	2.02

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

风险因素

国内炼化投资不及预期、核电投资进展不及预期、定增进度不及预期、行业竞争加剧等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,126.21	2,264.53	2,642.42	3,208.61	3,869.26
货币资金	233.97	240.14	380.42	552.10	869.39
应收票据	149.86	171.20	217.17	282.38	350.26
应收账款	478.22	586.45	743.94	967.31	1,199.83
预付账款	50.28	64.14	81.43	105.18	129.05
存货	776.05	750.56	767.42	849.60	868.69
其他	437.84	452.05	452.05	452.05	452.05
非流动资产	1,170.19	1,093.97	1,130.64	1,170.69	1,218.70
长期股权投资	86.22	28.56	28.56	28.56	28.56
固定资产(合计)	623.58	621.80	657.91	724.21	771.15
无形资产	127.80	121.58	116.07	109.48	103.02
其他	332.59	322.03	328.11	308.44	315.96
资产总计	3,296.41	3,358.50	3,773.07	4,379.30	5,087.96
流动负债	1,390.32	1,304.73	1,514.02	1,805.27	2,102.39
短期借款	347.00	335.78	335.78	335.78	335.78
应付票据	108.99	95.37	121.09	156.40	191.90
应付账款	418.80	362.85	460.70	595.04	730.09
其他	515.52	510.73	596.45	718.05	844.61
非流动负债	102.79	83.51	83.51	83.51	83.51
长期借款	38.68	26.68	26.68	26.68	26.68
其他	64.11	56.83	56.83	56.83	56.83
负债合计	1,493.10	1,388.24	1,597.53	1,888.77	2,185.89
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,803.30	1,970.26	2,175.54	2,490.53	2,902.07
负债和股东权益	3,296.41	3,358.50	3,773.07	4,379.30	5,087.96

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,087.46	1,348.22	1,710.28	2,223.81	2,758.36
同比(%)	43.91%	23.98%	26.85%	30.03%	24.04%
归属母公司净利润	103.34	172.03	229.56	314.99	411.54
同比(%)	65.62%	66.47%	33.44%	37.21%	30.65%
毛利率(%)	32.13%	35.95%	35.90%	36.33%	37.01%
ROE%	5.87%	9.12%	11.07%	13.50%	15.26%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.35	0.47	0.65	0.85
P/E	56	34	25	19	14
P/B	3.23	2.96	2.68	2.34	2.01
EV/EBITDA	27.90	21.14	17.07	13.25	10.57

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,087.46	1,348.22	1,710.28	2,223.81	2,758.36
营业成本	738.11	863.47	1,096.31	1,416.00	1,737.39
营业税金及附加	10.68	13.22	16.76	21.79	27.03
销售费用	112.18	133.90	167.61	214.60	266.18
管理费用	65.62	69.63	76.96	96.96	120.26
研发费用	49.68	63.41	80.38	104.52	129.64
财务费用	14.39	18.96	17.82	16.36	15.05
减值损失合计	13.83	37.07	30.91	35.61	38.51
投资净收益	13.97	23.31	18.04	18.94	19.89
其他	0.09	19.51	10.00	10.00	10.00
营业利润	97.03	191.39	251.56	346.91	454.17
营业外收支	21.21	-0.75	3.51	3.08	3.10
利润总额	118.23	190.64	255.07	349.99	457.27
所得税	14.89	18.61	25.51	35.00	45.73
净利润	103.34	172.03	229.56	314.99	411.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	103.34	172.03	229.56	314.99	411.54
EBITDA	223.15	293.42	363.44	468.13	586.75
EPS(当年)(元)	0.21	0.35	0.47	0.65	0.85

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	144.19	114.08	288.52	307.41	471.10
净利润	103.34	172.03	229.56	314.99	411.54
折旧摊销	86.45	82.64	89.01	98.99	110.23
财务费用	18.47	20.14	19.36	19.15	19.26
投资损失	-13.97	-23.31	-18.04	-18.94	-19.89
营运资金变动	-67.18	-170.58	-58.79	-138.43	-84.30
其它	17.08	33.15	27.42	31.65	34.25
投资活动现金流	-224.87	-31.97	-104.60	-116.58	-134.54
资本支出	-113.46	-57.24	-122.63	-135.52	-154.43
长期投资	1,054.45	1,320.30	18.04	18.94	19.89
其他	-1,165.87	-1,295.02	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	99.42	-54.40	-43.65	-19.15	-19.26
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	129.41	-22.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	29.40	32.32	43.65	19.15	19.26
现金流净增加额	18.34	27.69	140.28	171.68	317.30

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020 年 3 月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017 年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020 年 6 月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。