

2020年09月16日

# 纽威股份 (603699.SH)

## 深度分析

### 工业阀门龙头，下游景气助力公司高速发展

机械 | 基础件 III

投资评级

**买入-A(维持)**

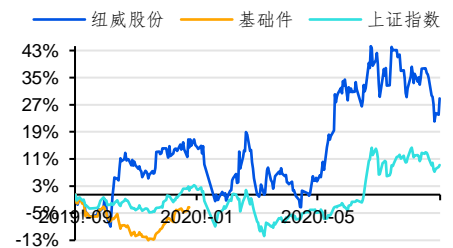
股价(2020-09-15)

15.30 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	11,475.00
流通市值(百万元)	11,475.00
总股本(百万股)	750.00
流通股本(百万股)	750.00
12个月价格区间	10.83/17.78 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.26	-13.59	20.78
绝对收益	-2.17	0.45	29.5

分析师

刘荆

SAC 执业证书编号: S0910520020001

liujing1@huajinsec.com

#### 相关报告

纽威股份：业绩稳健增长，看好公司发展前景 2020-08-31

#### 投资要点

- ◆ **国内工业阀门龙头，业绩稳健增长。**公司是全球先进的阀门制造商之一，年销售阀门超过 55 万套，营业收入超过 30 亿元，是国内工业阀门龙头企业。2017 年起，国内阀门市场景气度高启，公司国内营收快速增长，2017-2019 年公司来自中国大陆的营收占总营收的比重分别为 24.54%、39.08%、44.20%。国内市场毛利率较高，在国内市场的拉动下，公司进入营收和利润率双升的阶段。2020 年 H1 在疫情和全球形势存在较多不确定的情况下，公司业绩表现依旧稳健，实现营业收入 16.98 亿元，同比增长 24.12%，实现归母净利润 2.59 亿元，同比增长 19.55%。
- ◆ **阀门行业增长稳定，自主可控为国内企业带来机遇。**阀门是重要的机械基础件，主要用于改变流道面积大小，控制流体流量、压力和流向，应用极为广泛。全球阀门市场增长较为平稳，中国、印度等新兴市场在经济和工业快速发展的拉动下，逐步成为阀门市场增长的“新引擎”。我国阀门市场规模庞大，但在中高端领域却存在较高的进口依赖度，在外部形势、内部政策引导、以及技术进步的推动下，我国中高端阀门市场的自主化进程有望加快，国内相关企业有望迎来发展机遇。
- ◆ **多个环节景气度向上，油气阀门需求旺盛。**（1）在油价企稳以及国内能源保供政策的推动下，勘探开采支出有望增长，勘探环节阀门需求有望稳定增长；（2）随着国家管网公司成立，油气管网建设有望加快，管道阀门需求旺盛，有望成为公司未来几年的业绩增长点；（3）超低温阀门需求旺盛，但国产化程度较低，公司正逐步取得技术突破，有望引领超低温阀门的国产化进程；（4）在建项目支撑下，炼化环节阀门需求有望保持稳定。民营炼化更加注重产品的性价比，其产能占比的提升有望加快炼化阀门国产化的进程。同时一体化项目对阀门品类的需求更为齐全，对质量的要求更高，公司是国内品类最为齐全的工业阀门龙头，有望充分受益。
- ◆ **核电建设稳步推进，公司市占率快速提升。**2016-2018 年连续三面核电零审批后，2019 年我国核准了 5 台机组，标志着核电审批的重启，预计未来每年有望获批 4-6 台核电机组。根据 Ofweek 工控网数据进行测算，假设每年新建 4 台核电机组，对应阀门需求约为 31 亿元，叠加维修需求，预计核电阀门的市场规模为 47 亿元。公司于 2019 年获得核一级资质，并获得了国际核聚变阀门订单，预计公司在核电阀门市场的份额将逐步提升，有望形成新的业绩增长点。
- ◆ **国产替代引领者，长期成长可期。**公司在品牌、营销、质量管理体系、成本控制等方面均具备较强实力，获得了多个大型跨国企业集团的认可。同时，公司重视研发，在多项技术上处于行业领先水平，有望逐步引领阀门国产化的进程。根据海关总署数据，2019 年中国进口阀门金额为 71.54 亿美元，我国阀门行业国产空间较大，公司长期成长可期。
- ◆ **投资建议：**我们预计 2020-2022 年公司的营业收入为 35.74 亿元、43.96 亿元、53.08 亿元，对应归母净利润为 5.31 亿元、6.64 亿元、8.24 亿元，对应每股收益为 0.71

元、0.89 元、1.10 元，给予买入-A 建议。

- ◆ **风险提示：**油气产业景气度下滑的风险；海外疫情持续发酵，导致公司国外的营收增长不及预期；油气管网建设进度不及预期；竞争加剧导致产品价格下降的风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,781	3,057	3,574	4,396	5,308
YoY(%)	16.1	9.9	16.9	23.0	20.7
净利润(百万元)	274	455	531	664	824
YoY(%)	31.0	66.2	16.6	25.1	24.1
毛利率(%)	34.5	36.2	37.5	37.9	38.4
EPS(摊薄/元)	0.37	0.61	0.71	0.89	1.10
ROE(%)	9.8	17.2	18.0	19.9	21.5
P/E(倍)	41.9	25.2	21.6	17.3	13.9
P/B(倍)	4.2	4.4	4.0	3.5	3.0
净利率(%)	9.9	14.9	14.9	15.1	15.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、国内工业阀门龙头，业绩稳健增长 .....	6
(一) 公司是国内工业阀门龙头 .....	6
(二) 公司产品系列全，应用于多个下游行业 .....	7
(三) 2017 年起业绩回升，国内营收占比提高 .....	8
(四) 盈利能力回升，费用率呈下降趋势 .....	9
二、阀门行业增长稳定，自主可控为国内企业带来机遇 .....	10
(一) 阀门是重要的机械基础件，应用十分广泛 .....	10
(二) 全球阀门稳定增长，新兴市场成为“新引擎” .....	12
(三) 我国阀门行业大而不强，自主可控为企业带来机会 .....	13
三、油气阀门：多个环节景气度向上，油气阀门需求旺盛 .....	14
(一) 公司产品在油气领域应用广泛 .....	14
(二) 油价企稳叠加能源安全，勘探开采阀门需求有望回升 .....	15
(三) 管道建设有望加快，阀门需求旺盛 .....	19
(四) 超低温阀门需求旺盛，公司逐步实现技术突破 .....	22
(五) 大炼化扩产，一体化趋势利于公司发展 .....	25
四、核电阀门：核电建设稳步推进，公司市占率快速提升 .....	27
(一) 核电审批重启，我国核电建设有望稳步推进 .....	28
(二) 国内核电阀门的市场规模约为 47 亿元 .....	29
(三) 公司属于后起之秀，市场份额有望快速提升 .....	30
五、公司综合实力强劲，有望迎来发展机遇 .....	31
(一) 注重品牌建设和营销，拥有完善的质量管理体系 .....	31
(二) 国产替代排头兵，募资加码特种阀门 .....	33
六、盈利预测和估值 .....	34
(一) 盈利预测 .....	34
(二) 估值分析 .....	35
七、风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司股权结构 .....	6
图 3：2019 年公司分产品营收情况（百万元） .....	7
图 4：公司部分阀门产品 .....	7
图 5：公司营业收入及其同比变化情况（百万元） .....	8
图 6：公司归母净利润及其同比变化情况（百万元） .....	8
图 7：公司来自国外的营业收入及其变化情况（百万元） .....	9
图 8：公司分地区营业收入占比及其变化情况（百万元） .....	9
图 9：2013-2018 年公司分地区销售占比情况 .....	9
图 10：2010-2019 年公司国内外毛利率变化情况（%） .....	9
图 11：废钢价格变化情况 .....	10
图 12：电解镍价格变化情况 .....	10
图 13：公司销售毛利率和销售净利率变化情况（%） .....	10
图 14：公司期间费用占营业收入比重的变化情况 .....	10

图 15: 阀门产品在现代工业中应用的示例.....	11
图 16: 阀门的主要功能与作用.....	11
图 17: 2019 年全球阀门行业下游应用领域占比.....	12
图 18: 2018 年中国阀门行业下游应用领域占比.....	12
图 19: 全球工业阀门产量变化情况 (万吨).....	12
图 20: 全球工业阀门市场规模变化情况 (亿美元).....	12
图 21: 2018 年全球各地工业阀门需求占比.....	13
图 22: 2014-2018 年中国工业阀门市场规模 (亿元).....	13
图 23: 我国阀门行业企业数量变化情况.....	13
图 24: 我国部分工业阀门企业 2019 年营收情况 (百万元).....	13
图 25: 中国进口阀门金额变化情况 (亿美元).....	14
图 26: 中国进口阀门均价变化情况 (万美元/套).....	14
图 27: 公司产品在油气行业应用广泛.....	15
图 28: 2019 年全球一次能源结构.....	15
图 29: 未来 20 年油气仍然是主要的能源.....	15
图 30: 油气钻采设备梳理.....	16
图 31: 公司采油树和井口装备.....	16
图 32: 全球钻机数量和原油价格变化情况.....	16
图 33: 全球钻井平台数量变化情况.....	16
图 34: 中国原油产量和消费量变化情况 (百万吨).....	17
图 35: 中国原油进口数量和对外依存度变化情况.....	17
图 36: 中国天然气产量和消费量变化情况 (百万吨).....	17
图 37: 中国天然气进出口数量和对外依存度变化情况.....	17
图 38: 三桶油储采比变化情况.....	18
图 39: 三桶油勘探开发支出及其变化情况 (百万元).....	19
图 40: 三桶油资本性支出及其变化情况 (百万元).....	19
图 41: 2019 年中国油气管道里程明显低于美、俄 2017 年水平.....	20
图 42: 2017 年全球油气管道分布情况 (万千米).....	20
图 43: 2014-2019 年我国油气管道里程及其变化情况 (万千米).....	20
图 44: 2014-2019 年新建油气管道里程情况 (万千米).....	20
图 45: 我国油气管网改革发展历程.....	21
图 46: 我国管网建设有望加快.....	22
图 47: 中国 LNG 和管道气进口量变化情况 (亿立方米).....	23
图 48: 2019 年三桶油 LNG 进口数量合计占比为 95%.....	23
图 49: LNG 接收站工艺流程示意图.....	24
图 50: 珠海 LNG 接收站.....	24
图 51: 公司低温阀门产品.....	25
图 52: 2018 年主要国家和地区原油加工能力占比.....	26
图 53: 2019 年我国炼厂平均规模远低于世界平均水平 (万吨/年).....	26
图 54: 民营炼化企业长期资产投资变化情况.....	27
图 55: 中石化长期资产投资变化情况.....	27
图 56: 2010-2019 年我国核电发电量及占总发电量比例情况.....	28
图 57: 2010-2019 年我国核电装机量及其同比变化情况.....	28
图 58: 2019 年核电发电大国的核电发电量与占比.....	28
图 59: 中国大陆核电厂分布图 (截至 2020 年 4 月 27 日).....	28

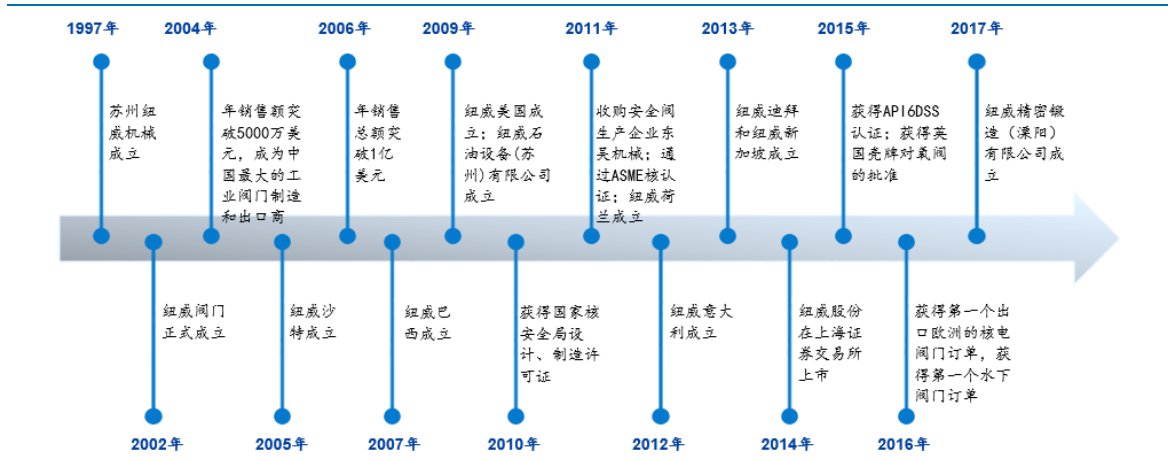
图 60: 2005-2019 年我国核准、开工及投入商运的核电机组数量 (台) .....	29
图 61: 核电站由核岛、常规岛和电站辅助设施组成 .....	29
图 62: 典型压水堆核电站阀门分布情况 .....	29
图 63: 核电阀门每年的市场空间约为 47 亿元 .....	30
图 64: 2020 年 7 月 ITER 计划重大工程安装在法国马诺斯克正式启动 .....	31
图 65: 纽威股份获得多个大客户认可 .....	32
图 66: 纽威股份的海外子公司和售后服务站分布情况 .....	32
图 67: 纽威股份和机械基础件 PE 变化情况 .....	35
图 68: 纽威股份 ROE 变化情况 .....	35
表 1: 公司产品在多个领域取得了较好的应用业绩 .....	7
表 2: 部分常见类型阀门的工作原理和特点 .....	11
表 3: 2018 年起我国能源保供政策持续加码 .....	17
表 4: 三桶油七年行动计划内容 .....	18
表 5: 中俄东线天然气管道黑河—长岭段主要核心设备汇总 .....	21
表 6: 中国 LNG 接收站接受能力汇总表 .....	23
表 7: 在建石化项目情况统计 .....	25
表 8: 七大石化基地代表项目介绍 .....	26
表 9: 我国核电阀门市场主要企业情况 .....	30
表 10: 公司在多个产品上进一步取得突破 .....	33
表 11: 公司公开发行可转债募投项目情况 .....	34
表 12: 纽威股份与可比公司估值对比 .....	35

## 一、国内工业阀门龙头，业绩稳健增长

### (一) 公司是国内工业阀门龙头

**国内工业阀门龙头。**纽威阀门正式成立于2002年，2004年公司年销售额突破5000万美元，成为中国最大的工业阀门制造和出口商，2009年12月公司整体变更为股份公司，2014年1月在主板上市。公司是全球先进的阀门制造商之一，取得多个大型跨国企业集团的认可，年销售阀门超过55万套，营业收入超过30亿元。公司营业收入在国内企业中连续多年排名第一，是国内工业阀门龙头。

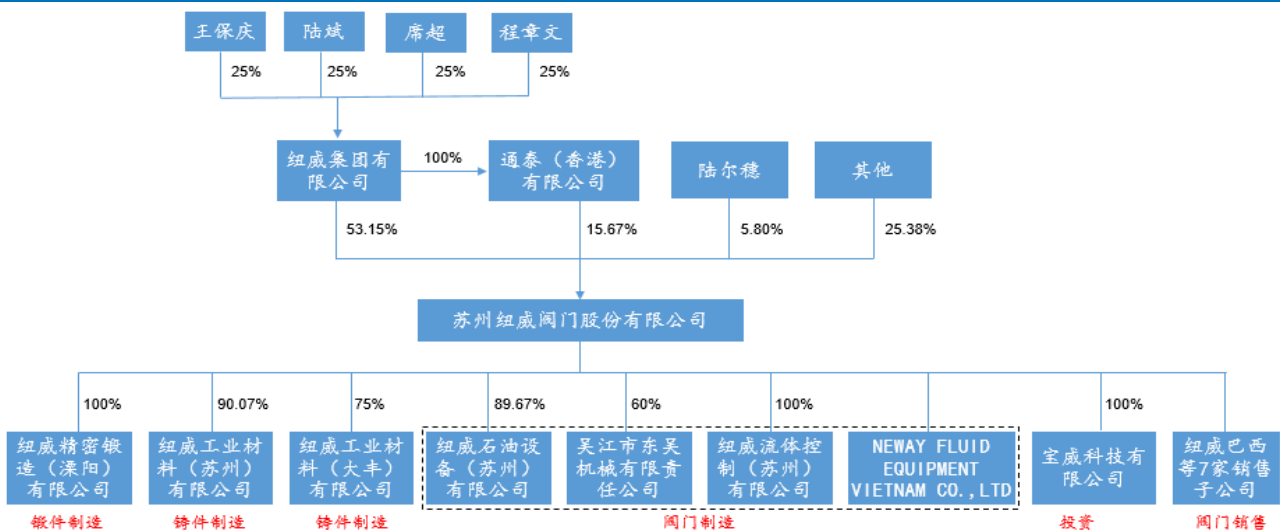
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司实际控制人为四位创始人。公司创始人为王保庆、陆斌、席超和程章文，四位创始人均具备深厚的产业背景，并在公司担任重要的领导职务。四位创始人通过纽威集团直接和间接控制公司68.82%的股权，是公司的实际控制人。公司参控16家子公司，其中7家子公司从事锻件、铸件和阀门制造业务，8家子公司从事销售业务，1家从事投资业务。

图 2：公司股权结构

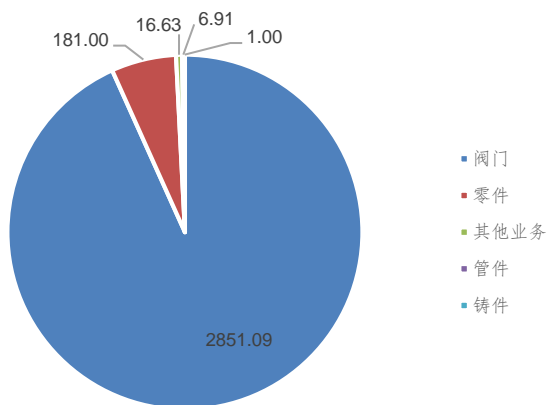


资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 公司产品系列全，应用于多个下游行业

公司主营中高端阀门，产品涵盖十大系列。公司的主营业务为阀门的设计、制造和销售，2019年公司来自于阀门的营业收入为 28.51 亿元，占总营收的比重为 93.28%，同时零件、管件、铸件贡献小部分收入。公司的阀门定位于中高端，产品覆盖闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、API6A 阀、水下阀、安全阀和核电阀等十大系列，规格型号达到 5000 多种。

图 3：2019 年公司分产品营收情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：公司部分阀门产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司产品在多个下游行业取得了较好的应用。公司产品广泛应用于石油天然气开采与运输、炼化与化工、船舶海工、煤化工、空分、核电、电力、矿业等领域，并且在多个领域取得了较好的应用业绩。同时公司具备为石油天然气、化工、电力等行业提供基本覆盖全行业系列产品组合的能力。

表 1：公司产品在多个领域取得了较好的应用业绩

应用行业	应用产品	部分典型业绩
陆地勘探&生产行业	石油天然气上游领域的 API 6A 阀门、井口装置；烃类流体收集、分离及处理的全系列阀门解决方案	PTTEP F12 GAS DEVELOPMENT PROJECT (泰国)
浮式生产储存单元	专门用于海上油气行业 FPSO 及 FLNG 系统的球阀、蝶阀、闸阀、截止阀、止回阀	巴西石油 FPSO MV24, MV26, MV29 项目 (巴西)；壳牌 Stone FPSO Project (墨西哥湾)
深海开采行业	水下闸阀和水下球阀	中海油文昌 9-2/9-3/10-3 气田群项目；中海油渤南天然气回收利用项目
液化天然气行业	超低温闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀及调节阀	新奥(舟山) LNG 接收站项目(中国)；QGC QCLNG (澳大利亚)
油气管线输送行业	降低管路压损的管线阀门，如固定球阀、平板闸阀、全开式止回阀等	中油物装--中俄东线天然气管道项目(中国)；巴林国家天然气公司管道扩建项目(巴林)
装卸&存储系统	公司能够为原油、精炼、化工等行业的装卸&存储系统的所有装置提供专业的阀门解决方案	Dialog 基地储油项目(马来西亚)；中石化文 23、文 96 储气库(中国)
精炼和石油化工行业	公司能够生产几乎所有应用于石化及化工行业的阀门类型，可提供全套石油化工系统的阀门解决方案	浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目(中国)；壳牌 PUGET SOUND 项目(美国)
化工行业	公司能提供满足多种标准的化工行业解决方案	巴斯夫 Lemongrass 项目(马来西亚)；博大化工项目(中国)；
煤化工行业	公司的供货范围已扩展至煤炭的直接液化、间接液化、煤	神华鄂尔多斯直接液化项目(中国)；兖矿榆林 100 万吨煤

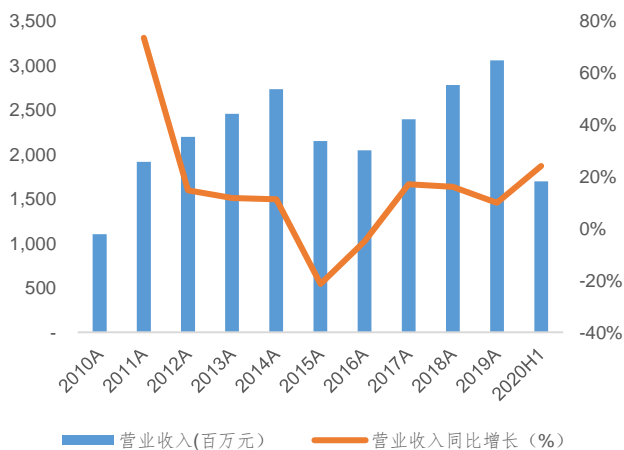
应用行业	应用产品	部分典型业绩
	制天然气及多种化学品等全产业链	制油（中国）；神华宁煤 400 万吨煤制油（中国）
电力行业	公司生产的电力行业阀门已获得防火、低泄露、SIL、4500TS 等证书，能够满足电力行业客户的各类需求。	Southern Power Generation SdnBhdTrack 4A(马来西亚)；CELSE UTE Porto de Sergipe – I（巴西）
核电行业	公司取得了国家核安全局批准的核 2、3 级民用核级设备设计与制造许可证，以及 ASME N&NPT 全范围核 1、2、3 级阀门证书，能够供应满足不同核安全等级要求的闸、截、止、球、蝶阀	法电 NNB 辛克立角 C 项目（英国）；中广核 防城港核电项目（中国）；中广核 台山核电站项目（中国）
矿业行业	公司可提供用于矿业行业的硬密封球阀、偏心蝶阀、角阀、刀闸阀、特材阀门等	QSTEC 多晶硅厂项目（卡塔尔）；阿尔塔维拉氧化铝精炼厂全球铝项目（阿联酋）
空分行业	公司能够为空分行业提供全套阀门解决方案，同时可提供阀门设计选型复核、人员培训等增值服务	恒力石化-林德 6 套 8 万空分（中国）；阿拉伯-美国石油公司 JAZAN IGCC Project（沙特阿拉伯）

资料来源：公司官网，华金证券研究所

### （三）2017 年起业绩回升，国内营收占比提高

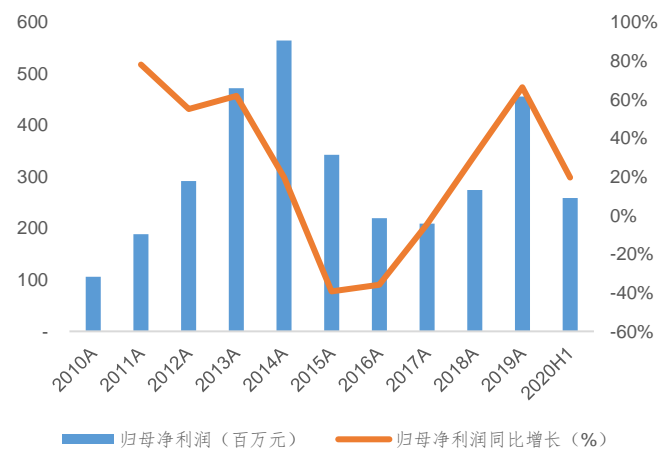
2017 年起公司业绩开始回升。2015-2016 年，受国际油价低迷等因素影响，公司业绩连续两年下滑，2017 年起下游景气度回暖，公司业绩回升。2019 年公司实现营业收入 30.57 亿元，同比增长 9.92%；实现归母净利润 4.55 亿元，同比增长 66.18%。2020 年 Q1，在疫情的背景下公司业绩保持稳定增长，实现营业收入 7.01 亿元，同比增长 13.74%，实现归母净利润 0.98 亿元，同比增长 12.74%。

图 5：公司营业收入及其同比变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：公司归母净利润及其同比变化情况（百万元）

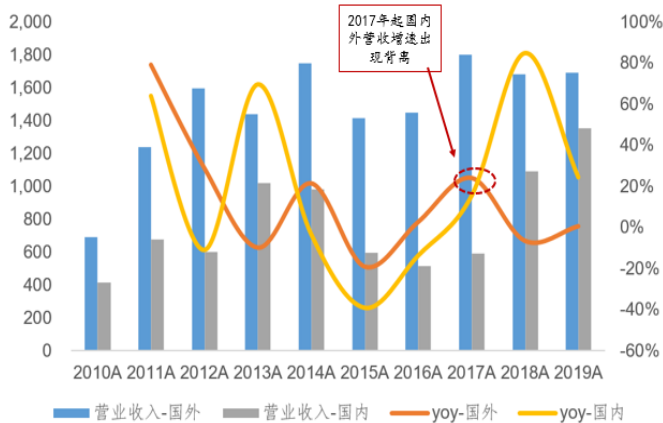


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司业绩回升主要受益于国内市场营业收入的快速增长。2017 年起民营炼化投资大幅上升，国内工业阀门市场需求旺盛，同时随着中高端阀门产品的国产化，公司来自国内的营业收入迅速增长。在国外市场营收增速相对较慢的情况下，公司国内营收占总营业收入的比重快速提升，2017-2019 年国内营业收入由 5.88 亿元增长至 13.51 亿元，年均复合增长率为 62.51%，国内营收占总营业收入的比重由 24.54% 提升至 44.20%。

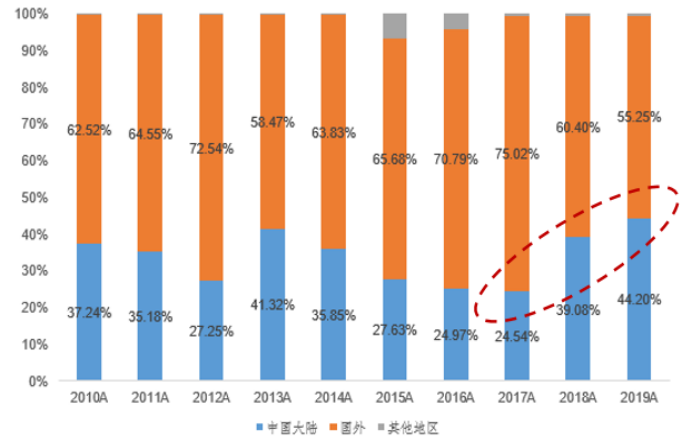


图 7：公司来自国外的营业收入及其变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

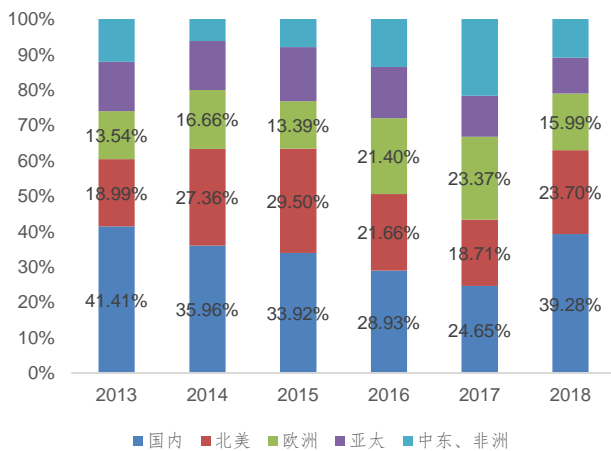
图 8：公司分地区营业收入占比及其变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

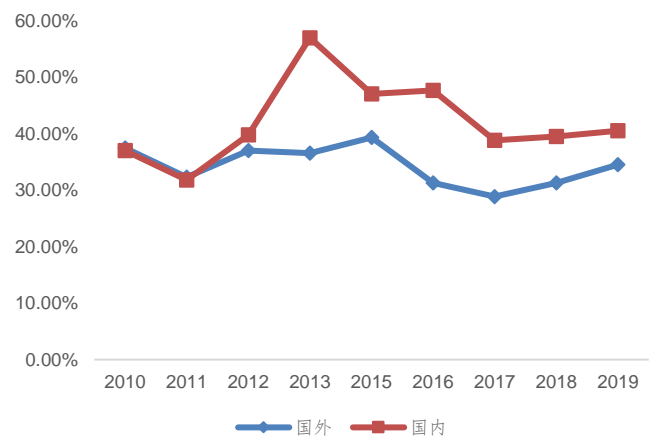
分地区看，国外营收占比较高，但盈利能力低于国内市场。2010-2019 年公司国外营业收入占比始终高于国内，2019 年公司来自国外的营收占比为 55.25%。在海外市场上，北美、欧洲地区营收占比较高，2018 年公司来自国内、北美和欧洲地区的营业收入占比分别为 39.28%、23.70%、15.99%。从盈利能力上看，由于销售模式和销售产品的不同，国外市场的毛利率相对较低，2012 年起公司在国外地区的毛利率始终低于国内。

图 9：2013-2018 年公司分地区销售占比情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：2010-2019 年公司国内外毛利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

#### （四）盈利能力回升，费用率呈下降趋势

毛利率回升，费用率整体呈下降趋势。阀门的主要原材料为铸件和锻件，二者的价格变化主要取决于钢铁价格的变化情况，2016 年起废钢和不锈钢的基本元素镍的价格上行，对阀门的生产成本造成了一定压力。但 2017 年起随着炼化等下游行业的复苏，以及高毛利国内业务营收占比的提升，公司毛利率呈上升趋势，2017-2019 年公司毛利率由 31.32% 提升至 36.24%。费用方面，2015 年起公司销售费用率和管理费用率整体呈下降趋势，表明公司具备较强的费用管控能力。

图 11: 废钢价格变化情况



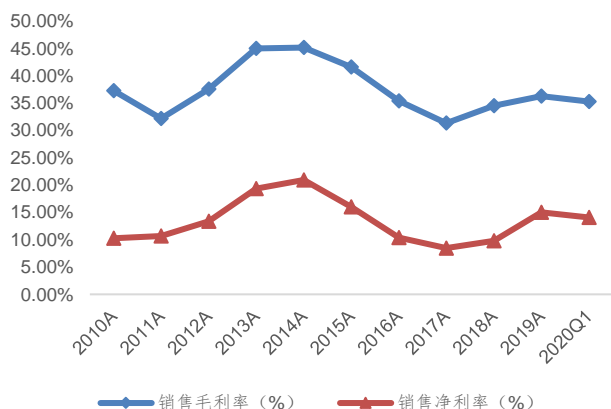
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 电解镍价格变化情况



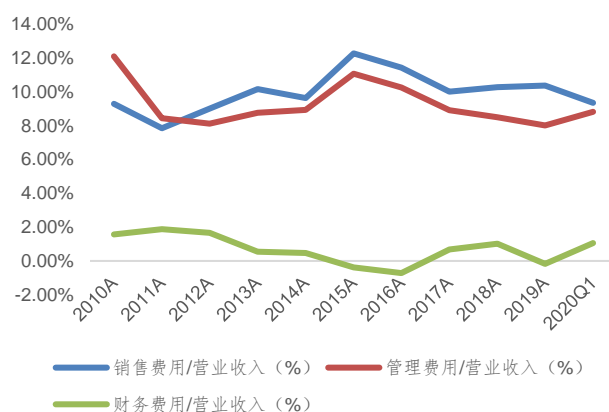
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 公司销售毛利率和销售净利率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 14: 公司期间费用占营业收入比重的变化情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 二、阀门行业增长稳定，自主可控为国内企业带来机遇

### (一) 阀门是重要的机械基础件，应用十分广泛

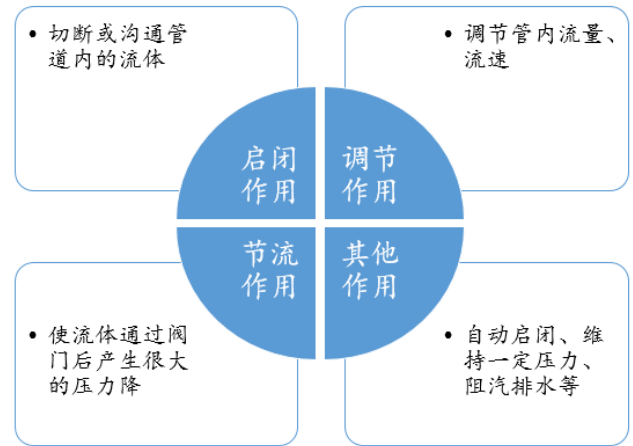
**阀门是重要的机械基础件。**阀门是指通过改变其流通面积的大小，控制流体流量、压力和流向的装置，是流体输送系统中的控制部件，其功能包括启闭作用、调节作用、节流作用等。阀门广泛应用于石油、化工、电站、长输管线、造船、核工业、宇航以及海洋采油等领域，是国民经济各部门不可缺少的流体控制设备。

图 15: 阀门产品在现代工业中应用的示例



资料来源: 公开资料整理, 华金证券研究所







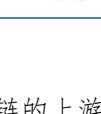
图 16: 阀门的主要功能与作用



资料来源: 百度文库, 华金证券研究所

阀门工作环境差异大, 产品种类和规格较多。阀门应用广泛, 工作环境差异较大, 其工作压力可涵盖从 0.0013MPa 的超低压到 1000MPa 的超高压, 工作温度区间可涵盖从-270℃的超低温到 1430℃的超高温, 不同的工作环境对阀门的性能和质量标准提出了不同的要求, 因此阀门的品种和规格繁多。根据国内最常用的通用分类法, 阀门可分为闸阀、蝶阀、调节阀、止回阀、节流阀、排污阀、球阀、柱塞阀、减压阀、旋塞阀、蒸汽疏水阀、安全阀等类别。

表 2: 部分常见类型阀门的工作原理和特点

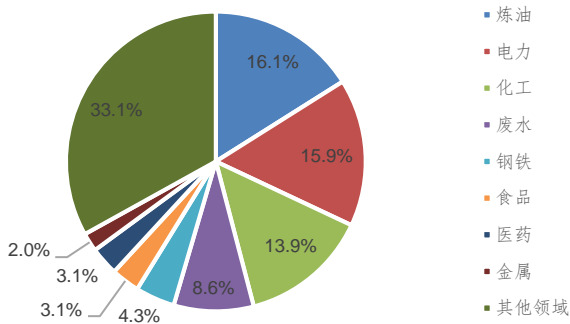
阀门种类	工作原理	特点和应用领域	外观
闸阀	闸阀是一种最常见的启闭阀, 利用闸板来接通(全开)或截断(全关)管路中的介质, 闸板沿通路中心线的垂直方向移动, 在管路中主要作切断用	结构简单、紧凑, 启闭省力, 流动阻力小, 可以在介质双向流动的情况下使用, 没有方向性, 全开时密封面不易冲蚀, 结构长度短, 常用于清水和污水管道及水利工程	
截止阀	依靠阀杠压力, 使阀瓣密封面与阀座密封面紧密贴合, 阻止介质流通	开闭过程中密封面之间摩擦力小, 比较耐用, 开启高度不大, 制造容易, 维修方便, 但长期运行时, 密封可靠性不强	
蝶阀	又名翻板阀, 其关闭件(阀瓣或蝶板)为圆盘, 是通过围绕阀轴旋转来达到开启与关闭的一种阀	轻巧, 制造时节省材料, 结构简单, 开闭迅速, 可用于切断和截流, 流体阻力小, 操作省力	
球阀	依靠旋转阀来使阀门畅通或闭塞	开关轻便, 体积小, 密封可靠, 结构简单, 维修方便, 密封面与球面常在闭合状态, 不易被介质冲蚀	
调节阀	又名控制阀, 通过接受调节控制单元输出的控制信号, 借助动力操作去改变流体流量, 一般由执行机构和阀门组成	主要用于调节介质的流量、压力和液位等参数	
止回阀	又称单向阀或逆止阀, 启闭件靠介质流动和力量自行开启或关闭, 以防止介质倒流	主要用于介质单向流动的管道上, 只允许介质向一个方向流动, 以防止发生事故	
旋塞阀	依靠旋塞体绕阀体中心线旋转, 以达到开启与关闭的目的	结构简单, 外形尺寸小; 缺点是开关费力, 密封面容易磨损, 高温时容易卡住, 不适宜于调节流量	

资料来源: 百度百科, 华金证券研究所

阀门产业链上游为铸件等原材料, 下游油气、电力和化工应用占比较高。阀门产业链的上游包括铸件、锻件等原材料, 上游竞争较为充分。阀门下游应用十分广泛, 其中石油天然气、能源电力和化工占比较高。2019 年全球工业阀门行业的前三大下游应用领域为炼油、电力、化工,

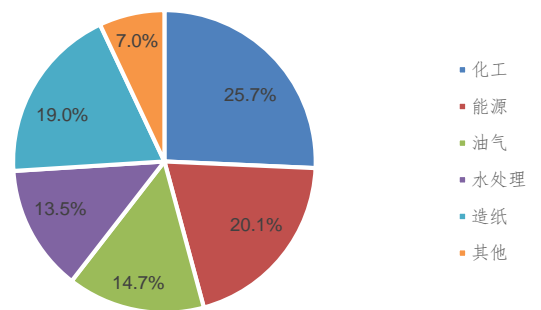
其占比分别为 16.1%、15.9%、13.9%，合计占比为 45.9%。2018 年中国工业阀门行业下游中化工、能源和石油天然气的占比分别为 25.7%、20.1%、14.7%，合计占比为 60.5%。

图 17: 2019 年全球阀门行业下游应用领域占比



资料来源: 亚一阀门公司官网, 华金证券研究所

图 18: 2018 年中国阀门行业下游应用领域占比

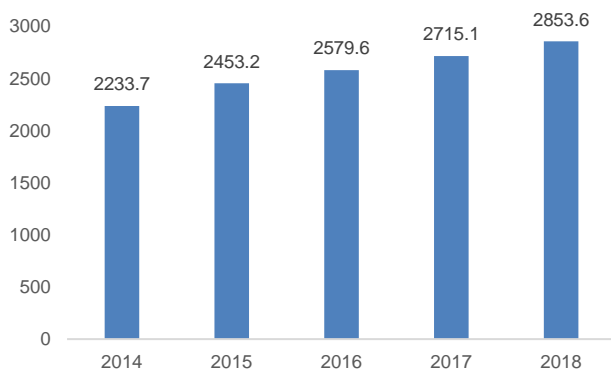


资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

## (二) 全球阀门稳定增长, 新兴市场成为“新引擎”

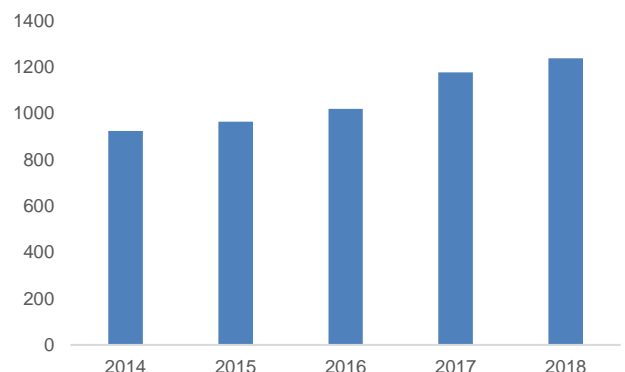
阀门行业市场空间大, 增速较为平稳。阀门广泛应用于国民经济的各个主要领域, 是能源、石化、冶金、电力等行业固定资产中的关键装备之一, 根据中国产业信息网数据, 2018 年全球工业阀门的产量达到 2853.6 万吨, 市场规模为 1235.6 亿美元。阀门属于消耗品, 大约 3-5 年需要更换, 根据智研咨询数据, 全球工业阀门约 80% 的需求来自于更新替换和维修。高比例的更新替换需求使全球对于工业阀门的需求较为稳定, 2014-2018 年全球工业阀门的年均复合增长率为 7.55%, 增速较为平稳。

图 19: 全球工业阀门产量变化情况 (万吨)



资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

图 20: 全球工业阀门市场规模变化情况 (亿美元)



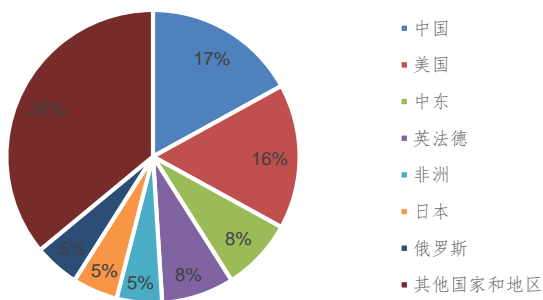
资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

阀门行业有望稳定增长, 新兴市场增速更快。在全球经济稳步增长的背景下, 石油天然气、电力、化工等阀门下游行业对阀门的需求有望保持稳定。根据 Research & Markets 发布的数据, 预计 2019-2024 年全球工业阀门市场复合增速为 5.33%。随着发展中国家经济和工业的快速发展, 新兴市场逐渐取代欧盟和北美成为全球阀门行业增长的新引擎, Research & Markets 预计 2019-2024 年中国、印度和日本等经济体对石油和天然气行业投资活动的增加以及对水处理需求的持续上升将使亚太地区成为全球增长最快的市场。

### （三）我国阀门行业大而不强，自主可控为企业带来机会

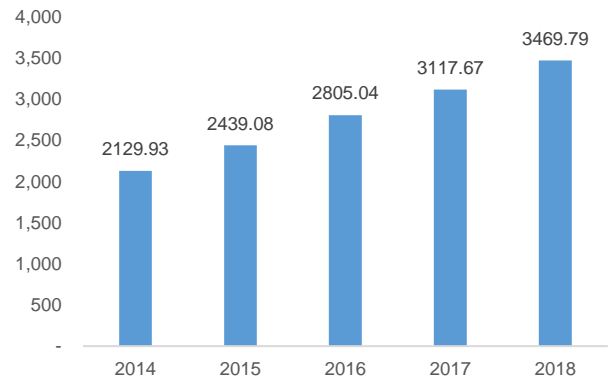
我国阀门市场规模大，并且增速较快。我国市场庞大，且经济增长快速，工业阀门的需求十分旺盛，根据 Mclivaine 数据，2018 年中国对阀门的需求占全球总需求的 17%，是世界最大的阀门需求市场，美国占比为 16%，位居第二。根据常辅股份公开发行说明书《申报稿》，2014-2018 年我国工业阀门的市场规模由 2129.93 亿元增长至 3469.79 亿元，年均复合增长率为 12.98%，增速快于全球。

图 21：2018 年全球各地工业阀门需求占比



资料来源：Mclivaine，华金证券研究所

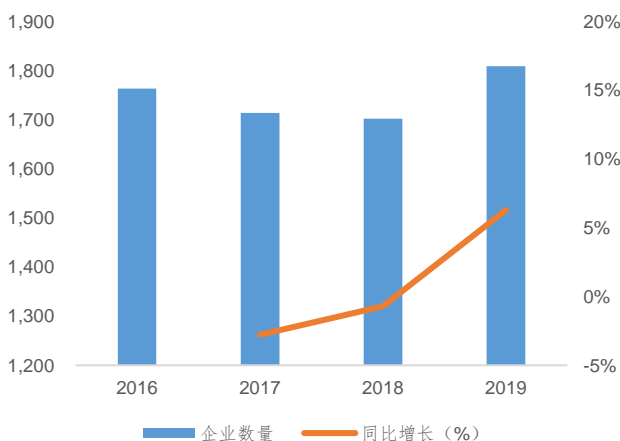
图 22：2014-2018 年中国工业阀门市场规模（亿元）



资料来源：常辅股份公开发行说明书《申报稿》，华金证券研究所

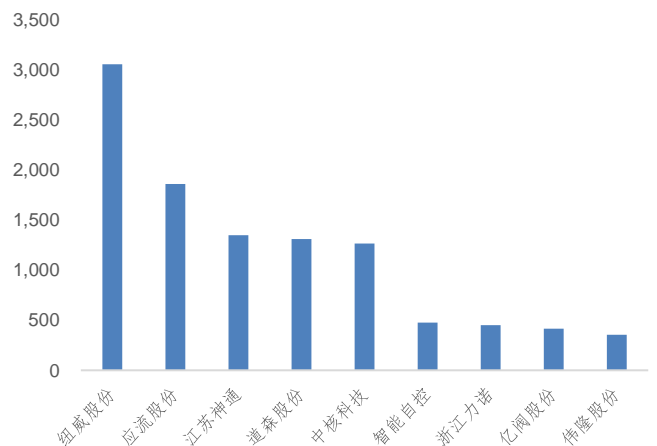
我国阀门行业企业数量多，市场集中度低。我国阀门市场格局较为分散，中国通用机械工业协会数据显示 2019 年我国阀门行业规模以上企业的数量为 1809 家。2018 年我国阀门行业龙头企业纽威股份的营业收入为 27.81 亿元，根据我国阀门市场规模进行简单估算，2018 年我国工业阀门龙头的市场占有率不足 1%。

图 23：我国阀门行业企业数量变化情况



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

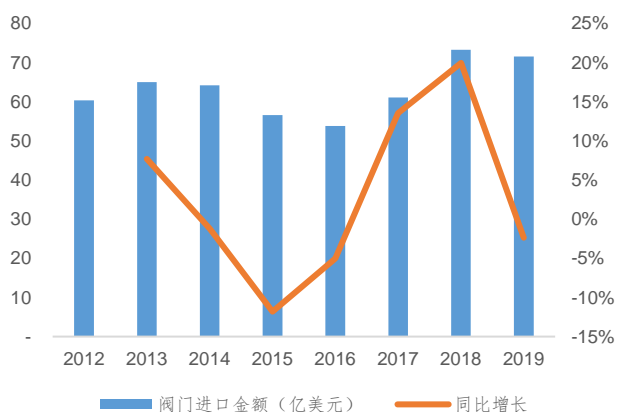
图 24：我国部分工业阀门企业 2019 年营收情况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

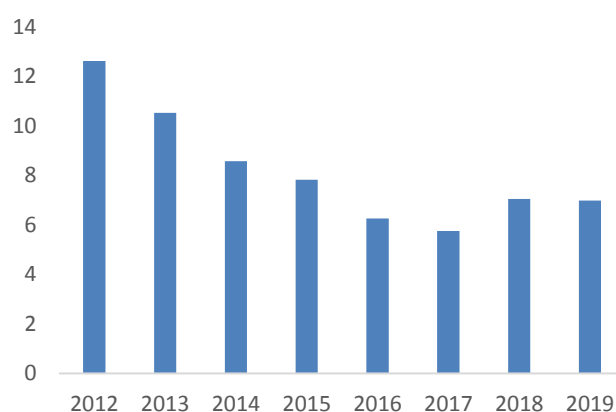
高端阀门进口依赖度较高。我国阀门行业起步相对较晚，阀门的设计、制造、生产和实验测试能力同发达国家相比存在一定的差距，尤其是高端阀门市场，一些高温、高压、耐蚀阀门和关键设备上的特种阀门仍存在一定的进口依赖。根据海关总署数据，2019 年中国进口阀门金额为 71.54 亿美元，存在较大的国产化空间。根据海关总署披露的进口金额和数量计算，2019 年中国进口阀门的均价为 6.99 万美元/套，表明进口阀门主要集中于中高端市场。

图 25: 中国进口阀门金额变化情况 (亿美元)



资料来源: 海关总署, 华金证券研究所

图 26: 中国进口阀门均价变化情况 (万美元/套)



资料来源: 海关总署, 华金证券研究所

**自主可控为国内企业带来增长机遇。**阀门作为重要的机械基础件，对于装备制造业的振兴十分重要，随着《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》等指导性文件的发布，我国中高端阀门市场的自主化有望持续进行。同时核心基础零部件的自主保障也是工业强基的重要内容之一，工信部发布的《工业强基工程实施指南（2016-2020年）》中提出目标，到2020年我国40%的核心基础零部件、关键基础材料要实现自主保障，在中美贸易摩擦的背景下，关键设备阀门的自主可控变得尤为重要，我国中高端阀门市场的自主化进程有望加快。

### 三、油气阀门：多个环节景气度向上，油气阀门需求旺盛

#### （一）公司产品在油气领域应用广泛

**公司产品在油气领域应用广泛。**在勘探开采环节，公司产品包括 API6A 阀门、井口装置、海上油气行业的多种阀门（闸阀、截止阀、止回阀等）、以及应用于深海开采行业的水下阀门。在存储运输环节，公司产品包括超低温阀门、管线阀门等。在炼化加工环节，公司基本能生产石化行业的全品类阀门，并可以提供全套石油化工系统的阀门解决方案。

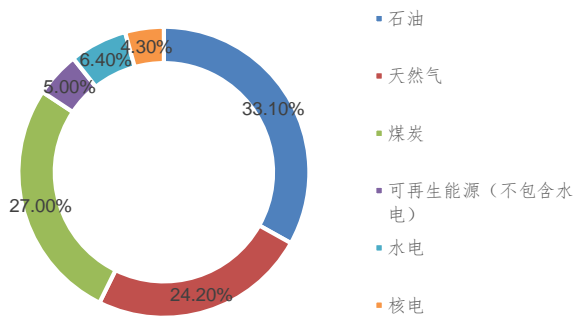
图 27：公司产品在油气行业应用广泛



资料来源：公司官网，华金证券研究所

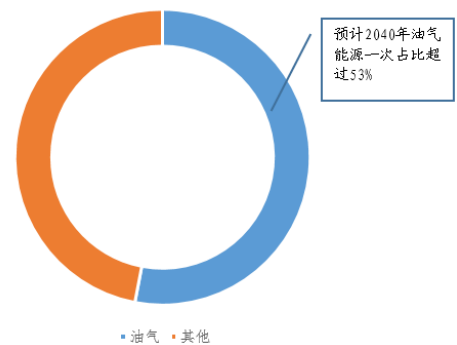
油气在未来 20 年仍是主要的能源，油气领域阀门的长期需求具备支撑。根据 OPEC 发布的《世界石油展望 2040》，预计 2040 年石油仍将是能源结构的最大组成部分，占比超过 28%，2040 年天然气有望成为第二大能源来源，占一次能源的总量达到 25%。根据 OPEC 数据推算，预计 2040 年石油和天然气占一次能源的比例超过 53%，石油和天然气仍是主要的能源，因此油气领域阀门的长期需求具备支撑。

图 28：2019 年全球一次能源结构



资料来源：BP，《世界能源统计年鉴 2020》，华金证券研究所

图 29：未来 20 年油气仍然是主要的能源



资料来源：OPEC，华金证券研究所

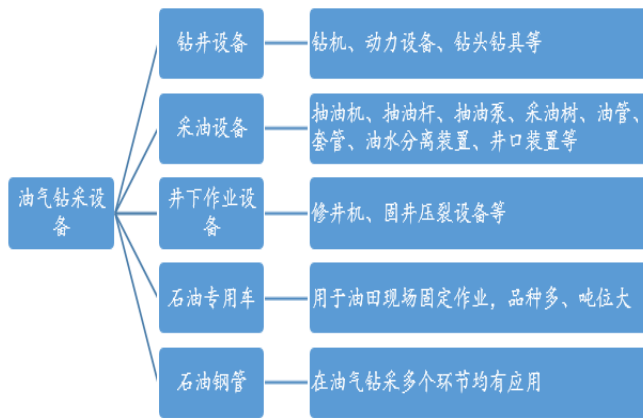
## （二）油价企稳叠加能源安全，勘探开采阀门需求有望回升

### 1、油价企稳，油气开采阀门需求有望保持稳定

采油设备对工业阀门的需求较大。油气钻采设备一般包括钻井设备（钻机、动力设备、钻头钻具等）、采油设备（抽油机、抽油杆、抽油泵、采油树、油管、套管、油水分离装置、井口装置等）、井下作业设备（修井机、固井压裂设备等）、石油专用车和石油钢管等，其中采油设备中

的采油树和井口装置对工业阀门的需求较大。井口采油设备广泛采用的技术标准是美国石油协会（API）的 6A 标准，纽威股份于 2009 年已获得井口装置和采油树的 API6A 标准。

图 30：油气钻采设备梳理



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

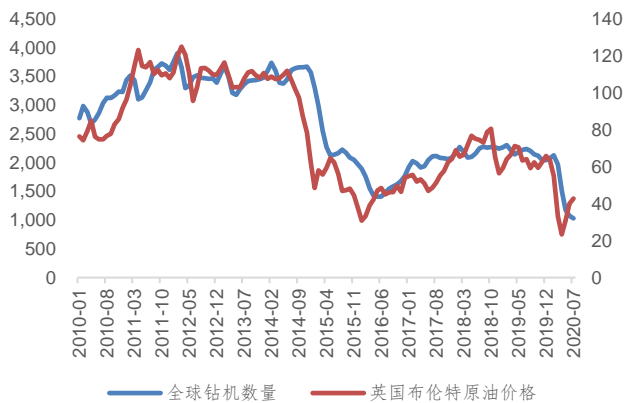
图 31：公司采油树和井口装置



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

油价企稳，全球油气开采阀门需求有望保持稳定。采油树和井口装置是每一口新井必须安装的生产设施，因此开采环节的阀门需求与钻机数量和新增井口数量相关。2016 年起受益于油价回升，全球钻机数量开始增加，2019 年油价开始回落。随着 OPEC+ 的减产以及全球范围内经济活动的逐步恢复，油价有望企稳，预期全球油气开采领域的阀门需求有望保持稳定。

图 32：全球钻机数量和原油价格变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 33：全球钻井平台数量变化情况



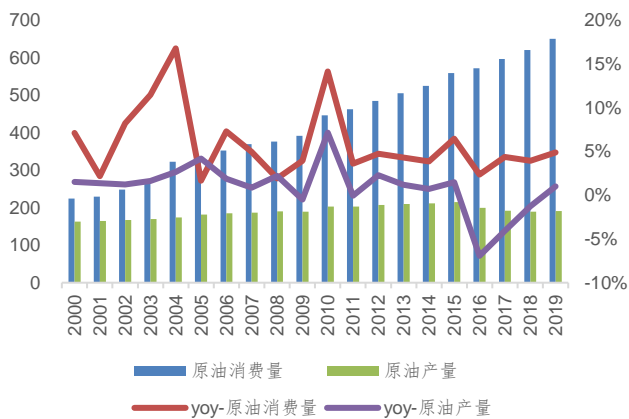
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2、油气保供政策持续加码，三桶油提出“七年行动计划”

我国能源对外依赖度高，需要加大油气勘探开发力度。我国经济和工业的快速发展增加了对石油和天然气的需求，但产量增速慢于消费量增速，原油和天然气的自给率持续下滑。2000-2019 年我国原油消费量 CAGR 为 5.47%，原油产量 CAGR 为 0.81%；2000-2019 年我国天然气消费量 CAGR 为 13.41%，天然气产量 CAGR 为 9.61%；在石油和天然气消费量增速明显快于产量增速的情况下，我国原油和天然气进口数量持续攀升，对外依存度也呈现持续提升的趋势。2019 年我国原油和天然气的对外依存度分别为 72.63%和 42.94%，为保障我国能源安全，加大油气勘探开发力度十分重要。

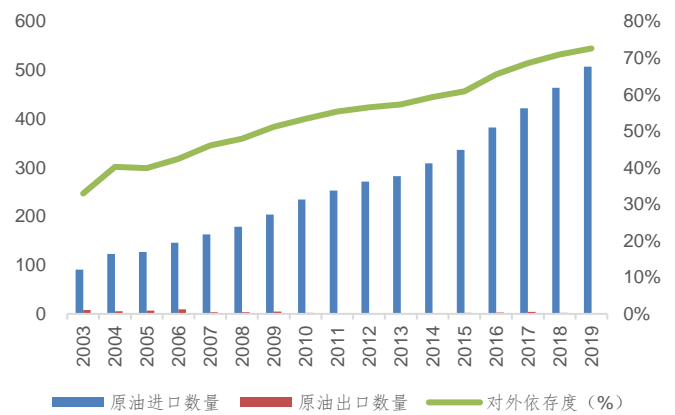


图 34：中国原油产量和消费量变化情况（百万吨）



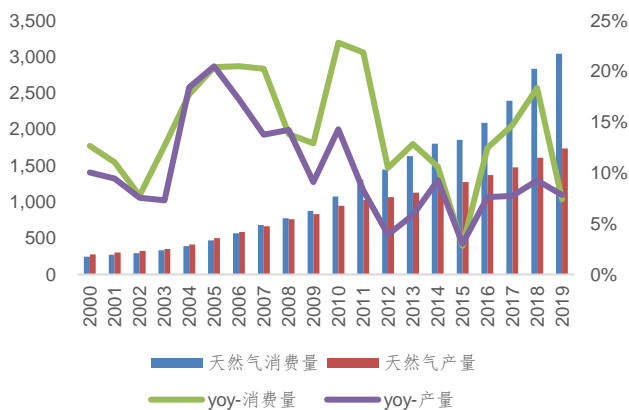
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 35：中国原油进口数量和对外依存度变化情况



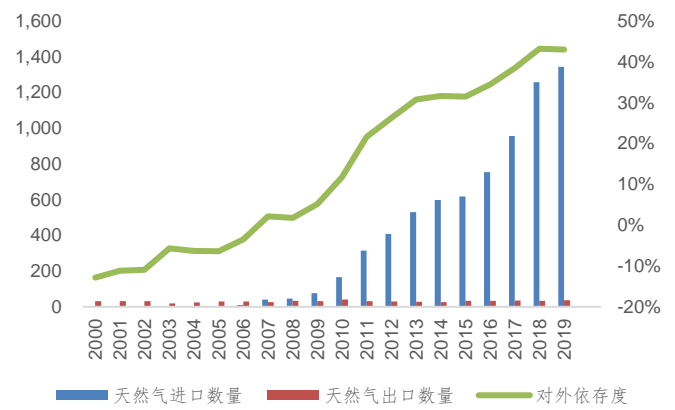
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 36：中国天然气产量和消费量变化情况（百万吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 37：中国天然气进出口数量和对外依存度变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

能源保供政策持续推进，三桶油提出“七年行动计划”。在能源对外依存度不断上升的背景下，2018年起我国能源保供政策持续加码。2020年6月，国家能源局印发的《2020年能源工作指导意见》，明确要求2020年我国石油产量达到1.93亿吨，增产幅度为200万吨；天然气产量达到1810亿立方米，增产幅度为48亿立方米。三桶油积极响应能源保供政策，并提出了保供增产的“七年行动计划”，对加大勘探开发力度提出明确的规划和目标，旨在加大油气的勘探开发力度，以实现油气增储上产，保障我国能源局安全。在政策的支持和指引下，看好“七年行动计划”的持续性，预计三桶油将加大勘探开发力度。

表 3：2018年起我国能源保供政策持续加码

时间	政策/会议	内容
2018/5/18	全国生态环境保护大会	要加快天然气产供储销体系建设，优化天然气来源布局，加强管网互联互通，保障气源供应。
2018/7/1	习近平总书记作出重要批示	提升国内油气勘探开发力度，努力保障国家能源安全。
2019/5/24	大力提升油气勘探开发力度的工作推进会	为进一步把2019年和今后若干年大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成2019-2025七年行动方案工作要求。
2019/12/31	《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》	全面开放勘探开采市场：在中华人民共和国境内注册，净资产不低于3亿元人民币的内外资公司，均有资格按照规定取得油气矿业权。

时间	政策/会议	内容
2020/6/20	《关于做好2020年能源安全保障工作的指导意见》	坚持大力提升国内油气勘探开发力度，支持企业拓宽资金渠道，推动勘探开发投资稳中有增。
2020/6/23	《2020年能源工作指导意见》	明确要求2020年，全国能源消费总量不超过50亿吨标准煤。煤炭消费比重下降到57.5%左右。在供应保障方面，石油产量约1.93亿吨，天然气产量约1810亿立方米，非化石能源发电装机达到9亿千瓦左右。
2020/7/21	大力提升油气勘探开发力度的工作推进会	统筹做好疫情防控和油气稳定生产，不折不扣完成好保障油气供应安全的重大政治任务。下一步，要把大力提升勘探开发力度精神贯彻到“十四五”能源发展规划中。
2020/1	自然资源部出台政策	全面开放勘探开采市场

资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

表 4：三桶油七年行动计划内容

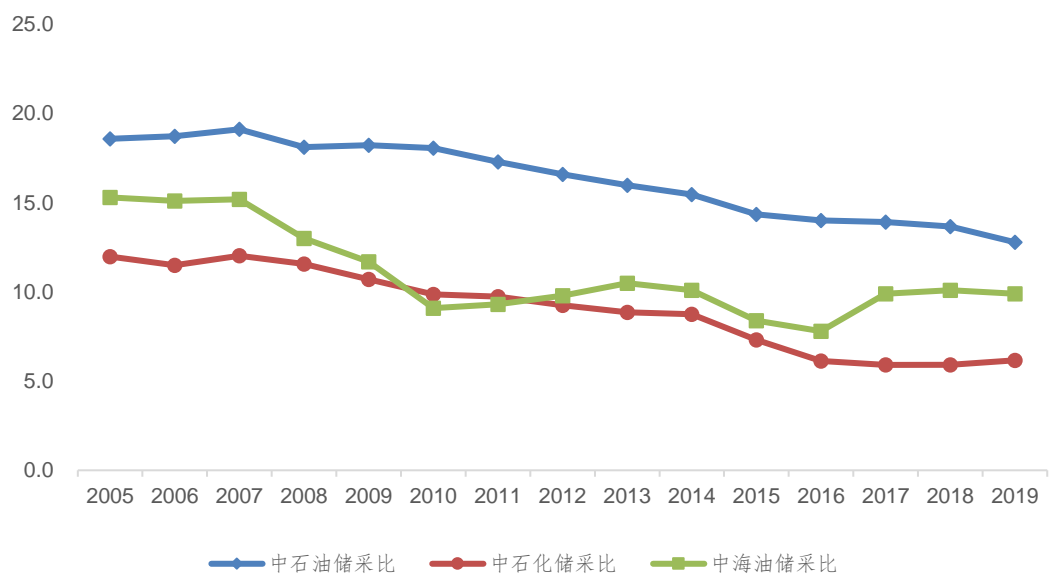
公司名称	计划名称	内容
中石油	《2019-2025年国内勘探与生产加快发展规划方案》	2019-2025年，每年安排50亿元用于风险勘探投资。按照“深化东部、发展西部，海陆并进，油气并重，立足常规、加强非常规”的战略进行布局。
中海油	《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》	到2025年，公司勘探工作量和探明储量翻一番，全面建成南海西部油田2000万方、南海东部油田2000万吨的生产目标。
中石化	未披露	逆转石油进口依赖加剧的趋势，对外依存度有望控制在60%左右

资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

### 3、三桶油储采比处于较低水平，勘探开采支出有望上升

**三桶油储采比处于较低水平。**目前三桶油的储采均处在历史上的较低水平，2019年中石油、中石化、中海油的储采比分别为12.8年、6.2年、9.9年，较2005年分别下降5.8年、5.8年、5.4年，为保证公司的可持续发展，三桶油自身也具备加强勘探开采力度的动力，在储采比持续下滑的背景下，预计三桶油将增大勘探开发力度。

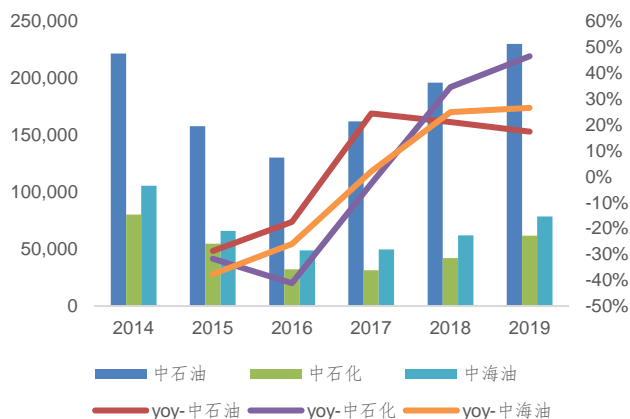
图 38：三桶油储采比变化情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

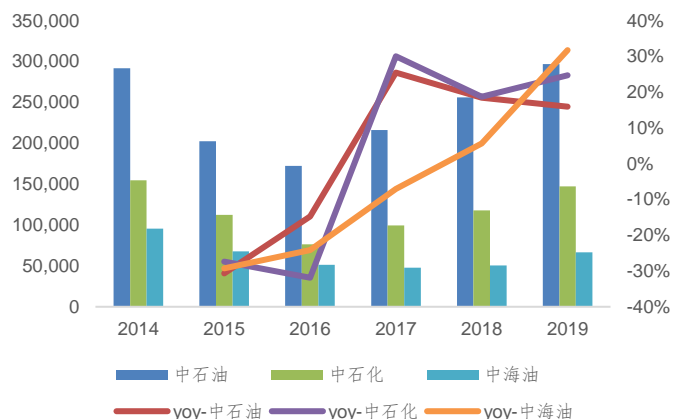
三桶油勘探开发支出上升，阀门需求有望上升。在“七年行动计划”持续推进以及储采比下滑的背景下，三桶油加大勘探开发力度，勘探开发支出逐步上升，2019年中石油、中石化、中海油的资本性支出分别为2967.76亿元、1470.94亿元、663.95亿元，同比增速分别为15.94%、24.68%、31.71%；勘探开采支出分别为2301亿元、617亿元、786亿元，同比增速分别为17.34%、46.46%、26.53%。

图 39：三桶油勘探开发支出及其变化情况（百万元）



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 40：三桶油资本性支出及其变化情况（百万元）



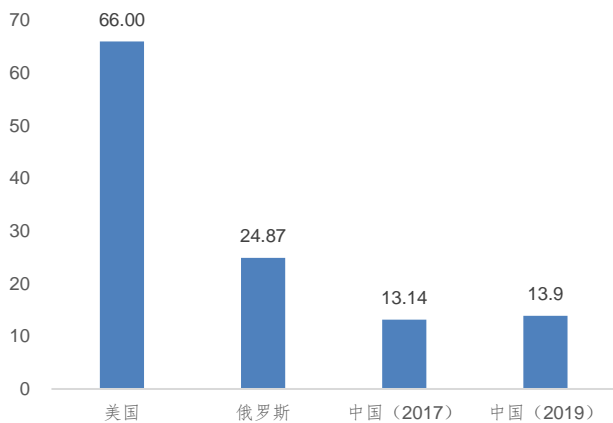
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

### （三）管道建设有望加快，阀门需求旺盛

#### 1、我国管线里程数偏低，近几年建设进度放缓

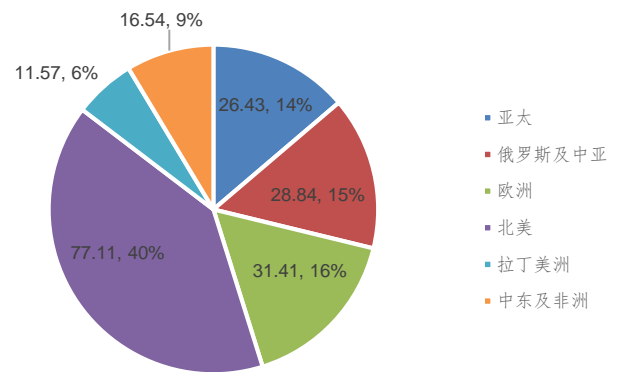
我国油气管网需求量大，但目前总里程偏低。我国石油和天然气资源主要集中于东北、华北、西北等地区，其中塔里木、柴达木、陕甘宁和四川盆地蕴藏的天然气占全国陆上天然气的80%以上，但能源需求则主要集中于东南沿海经济发达地区，庞大的油气运输对管网建设提出需求。根据《油气储运》，2017年全球油气管道总里程为191.9万千米，其中天然气、原油、成品油管道里程分别为124.46、42.29、25.15万千米。2017年全球管道总里程前3的国家分别为美国、俄罗斯、中国，管道总里程分别为66.00、24.87、13.14万千米。中国油气管道总里程虽位列全球第三，但与一二名的差距仍然较大。2019年中国油气长输管道总里程达到13.9万千米，仍明显低于美国和俄罗斯2017年的水平。

图 41: 2019 年中国油气管道里程明显低于美、俄 2017 年水平



资料来源:《油气储运》, 华金证券研究所

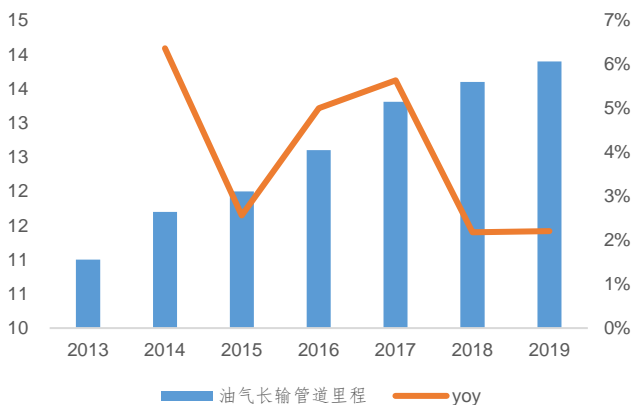
图 42: 2017 年全球油气管道分布情况 (万千米)



资料来源:《油气储运》, 华金证券研究所

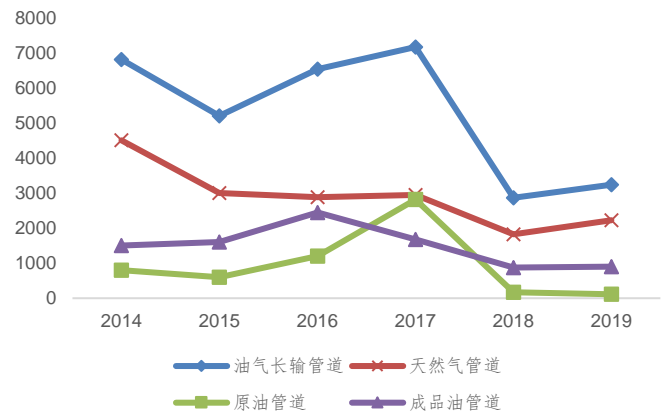
受管网改革等因素影响, 近几年油气管网建设进度放缓。根据《国际石油经济》, 2019 年中国油气长输管道总里程达到 13.9 万千米, 其中天然气、原油、成品油管道里程分别为 8.1 万千米、2.9 万千米、2.9 万千米。2017-2019 年我国油气管网新建里程数分别为 7159、2863、3233 万千米, 2018 和 2019 年受油气管网改革等因素影响, 油气管道建设速度大幅放缓。

图 43: 2014-2019 年我国油气管道里程及其变化情况 (万千米)



资料来源:《国际石油经济》, 华金证券研究所

图 44: 2014-2019 年新建油气管道里程情况 (万千米)

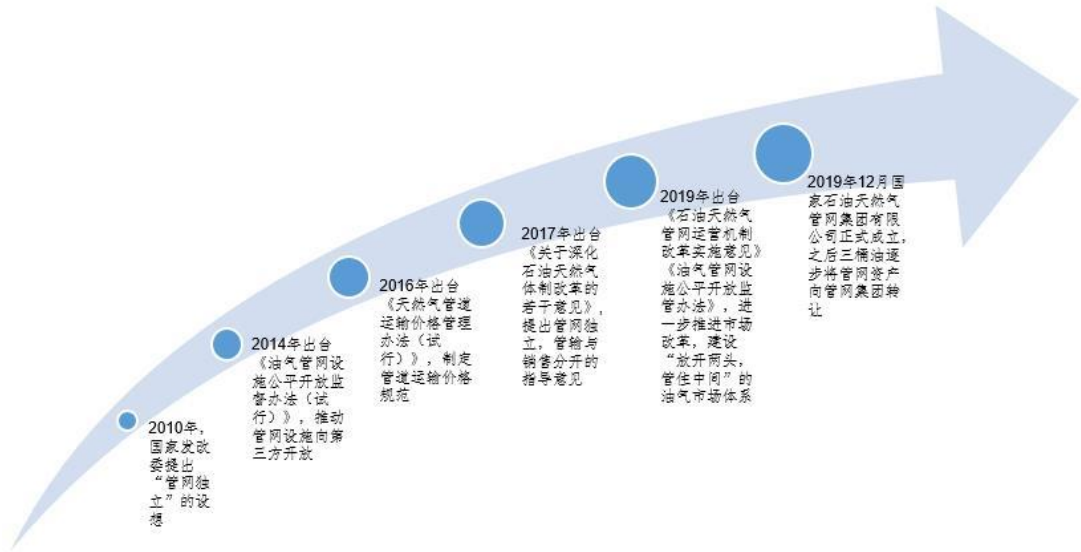


资料来源:《国际石油经济》, 华金证券研究所

## 2、管网公司成立, 管线建设有望加快

管网公司成立, 有助于推进管线建设。2010 年国家发改委提出“管网独立”的设想, 2014 年提出管网设施运营企业应向第三方市场主体平等开放管网设施, 2016 年为天然气管道运输价格制定了规范, 2017 年提出“管网独立, 管输与销售分开”的指导意见, 2019 年进一步提出推动油气管网运营机制改革, 建设“放开两头, 管住中间”的油气市场体系, 2019 年 12 月国家石油天然气管网集团有限公司正式成立。国家管网公司的成立有助于推动全国范围内油气管网的统筹规划, 并促进社会资本进入管网领域, 从而推进我国管线建设。

图 45：我国油气管网改革发展历程



资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

油气管网涉及的阀门包括球阀、调压阀、安全切断阀等。油气管网阀门主要包括球阀、调压阀、安全切断阀等，以 2019 年 10 月建成的中俄东线天然气管道黑河—长岭段为例，该管道采用的阀门包括 50 台 56in、Class900 全焊接球阀和干线调压装置关键阀门。其中 56 in、Class900 全焊接球阀设计的使用寿命为 30 年，全开或全关时可对球阀中腔进行放空和排污。干线调压装置用于调节管道压力，每路调压装置由两台直径 600 mm、Class900 的安全切断阀和一台直径 600 mm、Class900 的电动调压阀串联组成。

目前管道阀门已基本实现国产化。2013 年起，我国开展输油泵机组、关键阀门、执行机构、计量设备、非标设备 5 大类 16 种管道设备的全面国产化工作，并在国家能源局的主持下进行产品的验收和鉴证。目前管道设备已基本实现国产化，以 2019 年 10 月建成的中俄东线天然气管道黑河—长岭段为例，整条管道的国产化率已经达到 98%。

表 5：中俄东线天然气管道黑河—长岭段主要核心设备汇总

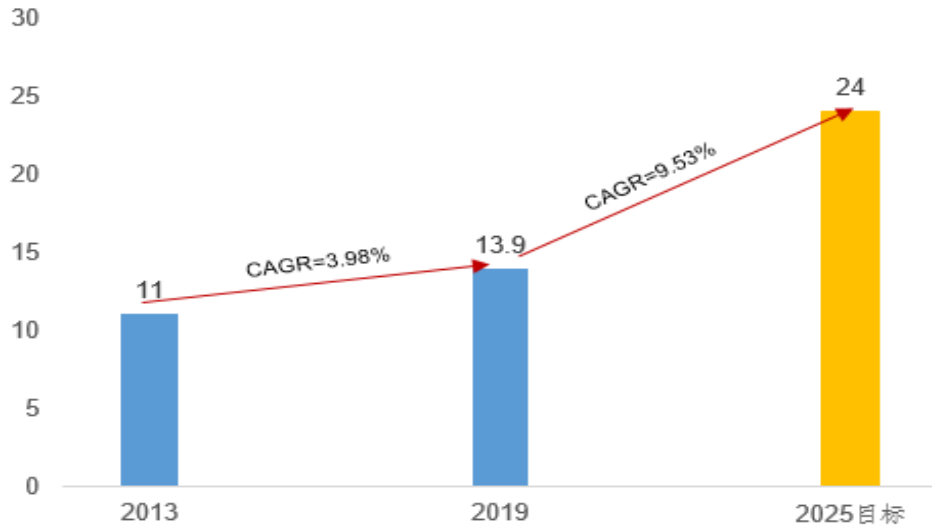
设备名称	主要规格	应用数量 / 台套
压缩机组	20MW 级	14
全焊接球阀	56 in、class900	50
电动执行机构	配套 56in 全焊接球阀	10
气液执行机构	配套 56in 全焊接球阀	40
干线调压装置用安全切断阀	直径 600mm、class900	8
干线调压装置用工作调压阀	直径 600mm、class900	4
PLC	宽温型	10
RTU	宽温型	34
快开盲板（收发球筒配套）	直径 1550mm、12MPa	10
绝缘接头	直径 1400mm、12MPa	10

资料来源：《中俄东线北段关键设备与核心控制系统国产化》，华金证券研究所

管道建设有望加快，公司将充分受益。2013-2019 年我国油气管道里程由 11 万千米增长至 13.9 万千米，CAGR 为 3.98%。根据国家发改委发布的《中长期油气管网规划》，2025 年我国油气管网里程提升至 24 万公里，其中天然气、原油、成品油管道里程数分别为 16.3 万公里、3.7

万公里、4万公里。管网公司的成立将推动油气管道独立，预计“十四五”期间我国管线建设进度有望加快，假设2025年目标能够达成，则2019-2025年管道里程CAGR为9.53%。管道建设加快有望带来大量的阀门需求，目前国内管道阀门市场的主要企业包括纽威股份、渤海卡麦隆、成都成高，竞争格局良好，管道阀门有望成为公司未来几年的业绩增长点。

图 46：我国管网建设有望加快



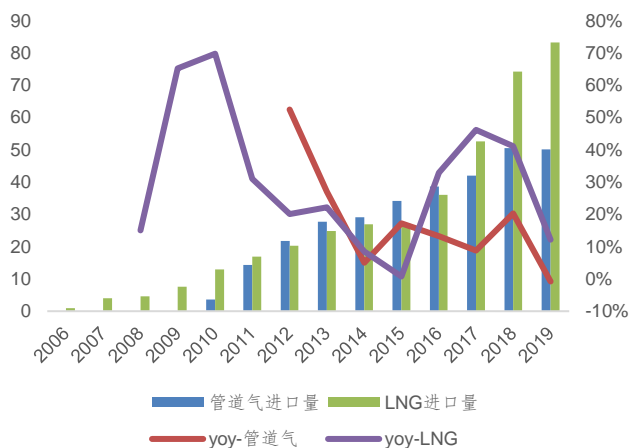
资料来源：《国际石油经济》，《中长期油气管网规划》，华金证券研究所

#### （四）超低温阀门需求旺盛，公司逐步实现技术突破

##### 1、我国 LNG 进口数量快速提升，接收站建设有望加快

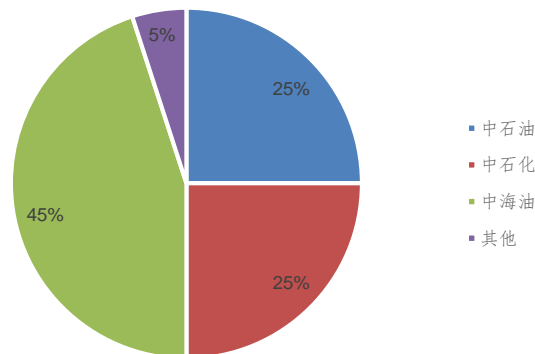
我国 LNG 进口数量快速提升，进口主体以“三桶油”为主。根据运输方式的不同，进口天然气可分为进口管道气和进口 LNG，2006 年我国开始进口 LNG，2010 年开始进口管道天然气。近年来，受“煤改气”工程推进和生态环境保护力度加大等因素的影响，我国天然气需求快速增长，LNG 进口数量快速攀升。2019 年我国 LNG 进口数量为 83.15 亿立方米，同比增长 12.2%，进口管道气 50.11 亿立方米，同比下降 0.8%。“三桶油”是我国进口 LNG 的主体，2019 年中石油、中石化、中海油进口 LNG 的数量占总进口数量的比重分别为 25%、25%、45%，合计占比 95%。

图 47: 中国 LNG 和管道气进口量变化情况 (亿立方米)



资料来源: 海关总署, 华金证券研究所

图 48: 2019 年三桶油 LNG 进口数量合计占比为 95%



资料来源: 《天然气工业》, 华金证券研究所

我国 LNG 接收能力亟待提升, LNG 接收站建设有望加快。截至 2019 年, 我国共建设投产了 22 座 LNG 接收站, 年接收能力约为 7665 万吨/年。在投运的接收站中, 三桶油控股的有 16 座, 接收能力占比约为 85.7%, 其余 6 座为地方国企和民企控股。2019 年, 全国 LNG 接收站利用率达到 83% 的历史高位, 而同期日韩等亚洲国家 LNG 接收站利用率不到 60%, 我国 LNG 接受能力亟待提升。根据《天然气技术与经济》数据, 目前有 9 座 LNG 接收站处于扩容改造中, 预计改造完成后将提升 3100 万吨/年的接收能力, 此外还有 20 余座在建和规划建设的 LNG 接收站工程, 预计未来几年 LNG 接收站建设有望加快。

表 6: 中国 LNG 接收站接受能力汇总表

序号	接收站	业主	投产时间	接受能力 ( $10^4 \cdot a^{-1}$ )	备注
1	广东大鹏	中海石油	2006	680	
2	福建莆田	中海石油	2008	630	
3	上海五号沟	上海燃气	2008	150	
4	上海洋山港	上海申能	2009	300	扩容中
5	辽宁大连	中国石油	2011	600	
6	江苏如东	中国石油	2011	650	扩容中
7	浙江宁波	中海石油	2012	300	扩容中
8	天津南疆	中海石油	2013	220	扩容中
9	东莞九丰	九丰集团	2013	150	
10	珠海金湾	中海石油	2013	350	
11	河北京唐	中国石油	2013	650	扩容中
12	青岛董家口	中国石化	2014	600	扩容中
13	海南洋浦	中海石油	2014	300	
14	海南中油深南	中国石油	2014	30	储备中
15	广西北海	中国石化	2016	300	
16	广东粤东	中海石油	2017	200	
17	江苏启东	广汇能源	2017	115	扩容中
18	天津南港	中国石化	2018	600	扩容中
19	深圳迭福	中海石油	2018	400	

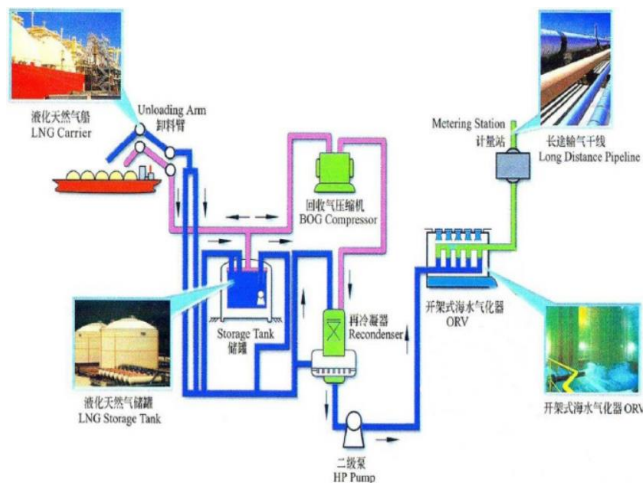
序号	接收站	业主	投产时间	接受能力 ( $10^4 \cdot a^{-1}$ )	备注
20	浙江舟山	新奥集团	2018	300	扩容中
21	深圳华安	深圳燃气	2019	80	
22	广西防城港	中海石油	2019	60	
接受能力合计				7665	

资料来源：《2019 年中国天然气发展评述及 2020 年展望》，华金证券研究所

## 2、低温阀门需求快速增长，但进口依赖度较高

**低温阀门需求快速增长。**LNG 接收站的低温管道系统中，运用到的低温阀门包括闸阀、球阀、止回阀、截止阀、蝶阀，阀门的压力等级介于 150Lb-1500Lb，口径介于 0.5”-42”。根据《低温阀门在 LNG 领域的应用现状及关键性设计要求》，一般液化工厂用低温阀门数量约占整个工厂阀门总量的 30%。在接受能力 200 万吨/年以上的大型站场中，低温阀门数量在 2000 个左右，占全部阀门的 90%以上，其中小尺寸阀门数量约 700 个。随着 LNG 接收站的快速建设，配套低温阀门的需求量也与日俱增。

图 49：LNG 接收站工艺流程示意图



资料来源：《液化天然气低温储存的安全与经济性研究》，华金证券研究所

图 50：珠海 LNG 接收站



资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

**LNG 用低温阀门进口依赖度较高。**LNG 具有易燃易爆超低温的特点，并且 LNG 工厂通常处于海边盐雾环境，因此对低温阀门的品质提出了十分严苛的要求。目前超过 90%的超低温阀门仍依赖进口，超低温阀门的进口依赖度较高。

**公司在超低温阀门上逐步实现技术突破。**2019 年，公司自主研发的用于中石油江苏 LNG 接收站气化外输能力改造项目的超低温开关球阀，通过了超低温测试与低泄露实验，项目顺利通过验收。这是国内液化天然气的大口径高压上装式气动超低温开关球阀首次实现国产化，标志着公司在超低温阀门上逐步实现技术突破。公司目前在超低温阀门的研发上处于国内前列，有望引领超低温阀门的国产化进程。



图 51: 公司低温阀门产品



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

## (五) 大炼化扩产, 一体化趋势利于公司发展

### 1、炼化景气度有望延续, 阀门需求保持稳定

在建项目较多, 炼化环节景气度具备支撑。根据统计, 目前仍有大量的石化项目正在建设, 2023 年有望迎来产能投放的高峰, 这一部分增量产能对应的阀门产品需求, 有望在 2023 年之前释放出来。我们认为, 在大量在建项目的支撑下, 炼化环节的阀门需求有望保持稳定。

表 7: 在建石化项目情况统计

地点	项目名称	炼能 (万吨)	预计投产时间
2019	大连市长兴岛经济区	恒力石化项目	2000 2019Q2
	浙江省宁波市舟山绿色石化基地	浙江石化一期	2000 2019Q2
	文莱大摩拉岛石化产业基地	恒逸文莱一期	800 2019Q4
2019 年合计			4800
2020	福建省泉州市湄洲湾石化基地	中化泉州扩建	300 2020Q2
	广东省湛江市茂湛经济技术开发	中科炼化一期	1000 2020Q2
	河南省洛阳	洛阳炼化扩建	200 2020Q2
2020 年合计			1500
2021	江苏省连云港徐圩新区	盛虹炼化项目	1600 2021
	广东省揭阳市大南海石化工业	广东石化炼化项目	2000 2021Q4
2021 年合计			2000
2022	海南岛西北海岸洋浦半岛经济开发区	海南炼化扩建	100 2022
	浙江省宁波市镇海化学工业园	大榭石化扩建	420 2022Q1
	浙江省宁波市舟山绿色石化基地	浙江石化二期	2000 2022
	文莱大摩拉岛石化产业基地	恒逸文莱二期	1400 2022
2022 年合计			3920
2023	河北省唐山市曹妃甸石化产业基地	旭阳炼化项目	1500 2023Q2
	浙江省宁波市镇海化学工业园	镇海炼化扩建	1500 2023Q3

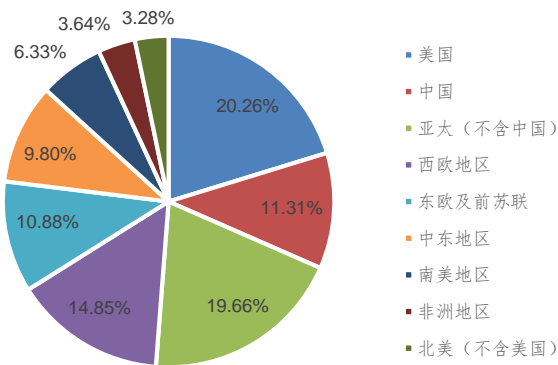
地点	项目名称	炼能（万吨）	预计投产时间
福建省漳州市古雷石化产业园	古雷炼化二期	1600	2023Q3
山东烟台龙口人工	裕龙岛项目	2000	2023Q1
辽宁省盘锦市辽东湾新	华锦阿美炼化项目	1500	2023Q4
<b>2023 年合计</b>		<b>9100</b>	

资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

## 2、炼化一体化成发展趋势，公司有望充分受益

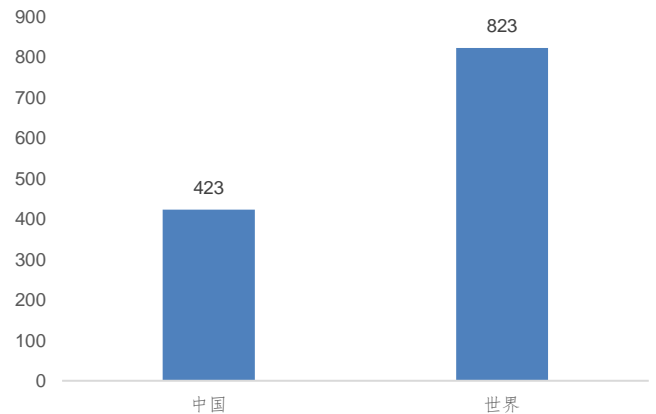
我国炼油整体规模大，但单体平均规模较小，一体化水平不高。根据《国际石油经济》数据，2018 年我国原油加工能力为 5.19 亿吨，占全球原油加工能力的 11.31%。根据中国石油集团经济技术研究院发布《2018 年国内外油气行业发展报告》，2018 年全国炼油能力为 8.3 亿吨/年，较上年净增了 2225 万吨/年，增幅为 2.72%，超过全球净增能力的一半。我国炼油整体规模虽大，但单体平均规模较小，2019 年国内炼厂平均规模仅 423 万吨/年，与世界炼厂平均规模 823 万吨/年仍有较大差距。

图 52：2018 年主要国家和地区原油加工能力占比



资料来源：国际石油经济，华金证券研究所

图 53：2019 年我国炼厂平均规模远低于世界平均水平（万吨/年）



资料来源：国际石油经济，华金证券研究所

炼化一体化、装置大型化是石化行业的发展趋势。2015 年国家发改委发布的《石化产业规划布局方案》提出了推动石化产业绿色、安全、高效发展，并且按照炼化一体化、装置大型化的要求对新建项目的相关指标提出了明确要求。中国石油化工行业“十三五”的主导方向是以炼化一体化开启产业升级。2016-2020 年，我国将淘汰技术落后、规模不经济、环保不达产的产能，并重点发展规划大连长兴岛（西中岛）、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。在炼化一体化、装置大型化的趋势下，石油化工业集中度将逐步提升。

表 8：七大石化基地代表项目介绍

基地	代表项目
大连长兴岛（西中岛）	中石油炼化一体化项目：项目一期工程为 1500 万吨/年俄油炼油装置及相应的化工装置，并在 2018 年 1 月中俄签署的对华新增俄油到位后正式投产；二期将再利用 3-4 年时间建成第二套炼油装置，到 2022 年，在西中岛形成 2500 万吨/年或更大的炼化能力。
上海漕泾	中石化高桥石化漕泾炼油化工一体化项目：2000 万吨/年炼油（1500 万吨/年炼油工程+500 万吨/年润滑油搬迁工程）、100 万吨/年乙烯及其下游配套加工装置

基地	代表项目
广东惠州	中海油惠州炼化二期项目：在一期 1200 万吨/年炼油装置的基础上，新建 1000 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯装置
福建古雷	中国石化古雷炼化一体化项目：1600 万吨/炼油、120 万吨/年乙烯及下游 27 套化工装置
河北曹妃甸	中石化曹妃甸千万吨级炼油项目
江苏连云港	中石化连云港炼化一体化项目：分二期建设总规模为 3200 万吨/年炼化一体化工程，其中一期项目为中国石化连云港炼化一体化一期工程，包括 1200 万吨/年炼油，二期再扩大 2000 万吨/年炼油能力
浙江宁波	中石化镇海炼化一体化项目：年产 1500 万吨炼油、120 万吨乙烯扩建工程

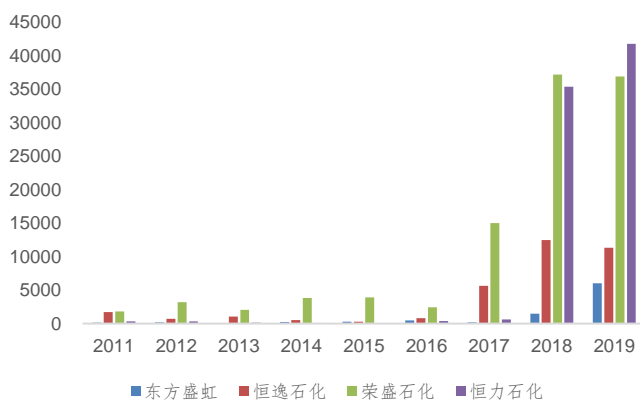
资料来源：海川化工论坛，华金证券研究所

公司将充分受益于炼化一体化趋势。(1) 大型炼化项目阀门品类和数量增多，在招标时对阀门企业产品的多样性提出更高要求。纽威股份是国内阀门品类最为齐全的企业，能够生产几乎所有应用于石化及化工行业的阀门类型，并提供全套石油化工系统的阀门解决方案，在大型炼化项目的招标中将充分受益。(2) 大型一体化项目对于阀门的安全性、环保性要求更高，公司作为行业龙头且产品质量过硬，有望充分受益。在炼化朝一体化方向的趋势下，公司将充分受益，炼化领域的营收有望稳定增长。

### 3、民营炼化产能占比提升，国产化进程有望加快

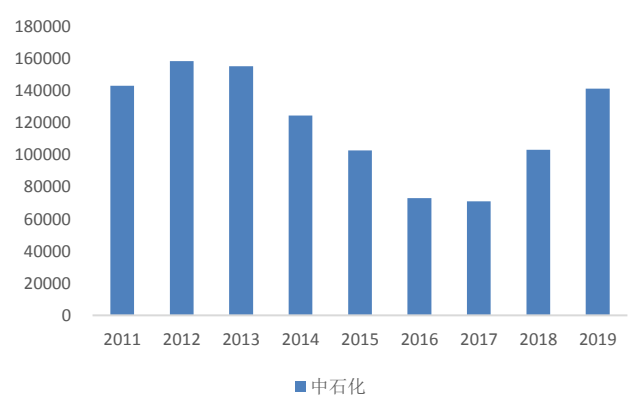
民营炼化投资迅速上升，未来几年民营炼化产能占比将逐步提升。2015 年炼化行业政策改革，一是进口原油使用权对民企放开，二是国内炼化投资项目审批权下降至地方，炼化行业投资的门槛对民营资本大幅降低。改革后民营炼化企业投资发力，2017 年开始民营炼化投资开始大幅增长，预计未来几年民营炼化项目将逐步建成，民营炼化产能占比将逐步提升。

图 54：民营炼化企业长期资产投资变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 55：中石化长期资产投资变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

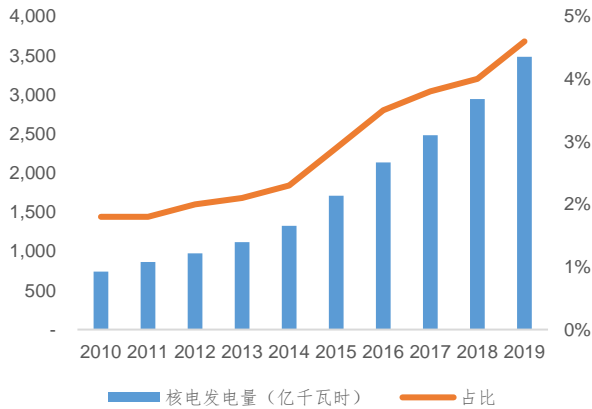
民营炼化占比提升，国产化进程有望加快。民营企业对于产品的性价比更为敏感，公司产品的品质与进口阀门接近，但价格却为进口的一半甚至更低，并且公司能够提供更加及时的售后服务，因此更加容易收到民营企业的认可。随着民营炼化投资占比的提升，国产化进程有望加快，公司有望受益。

### 四、核电阀门：核电建设稳步推进，公司市占率快速提升

## （一）核电审批重启，我国核电建设有望稳步推进

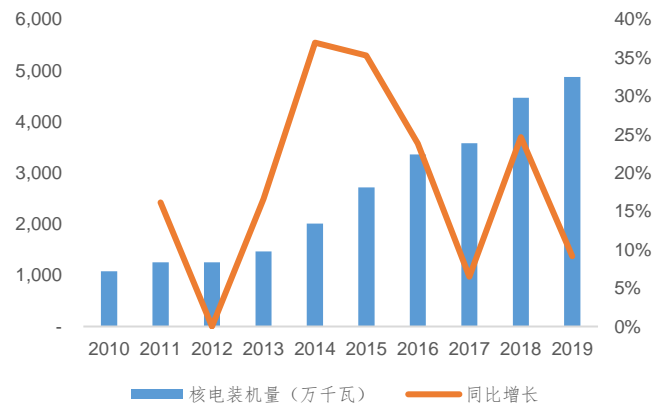
中国核电发电量和装机量稳步上升。2010-2019年我国核电发电量由739亿千瓦时增长至3483.5亿千瓦时，占总发电量的比例由1.8%提升至4.6%。2019年我国核电装机量达到4874万千瓦，同比增长4.1%。截至2019年底，我国在建核电机组13台，总装机容量1387.1万千瓦，在建机组装机容量继续保持全球第一。

图 56：2010-2019 年我国核电发电量及占总发电量比例情况



资料来源：国家统计局，中电联，华金证券研究所

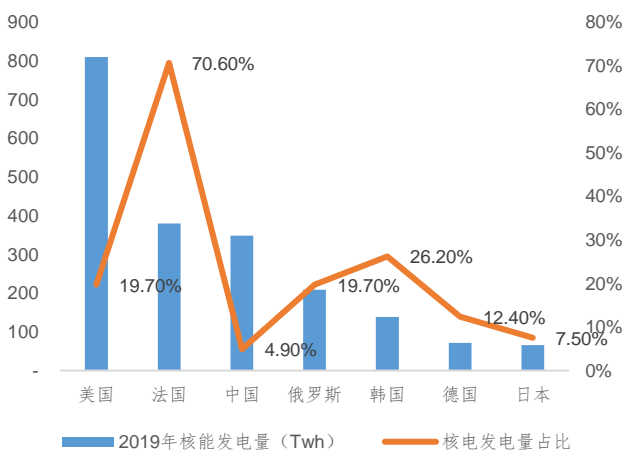
图 57：2010-2019 年我国核电装机量及其同比变化情况



资料来源：《中国能源大数据报告（2020）》，华金证券研究所

中国核电发电量大，但发电量占比仍明显低于世界水平。2019年我国核能发电量为3483.5亿千瓦时，居世界第三位。但我国核电发电量占比处于较低水平，2019年中国核电发电量占总发电量的比例为4.90%，低于其他国家。表明我国现有的核电规模在庞大的用电需求前仍然不足，存在较大的增长空间。

图 58：2019 年核电发电大国的核电发电量与占比



资料来源：世界核能协会，华金证券研究所

图 59：中国大陆核电厂分布图（截至 2020 年 4 月 27 日）

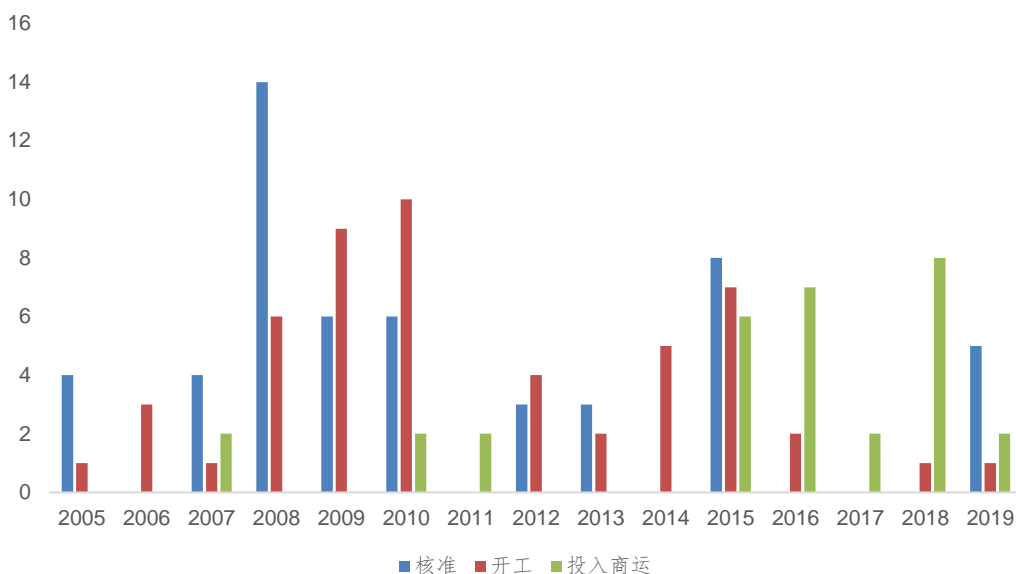


资料来源：国家核安全局，华金证券研究所

核电审批重启，未来每年有望获批4-6台核电机组。根据中国核能行业协会发布的《中国核能发展报告（2020）》，预计2020年底我国核电在运机组将达到51台，装机量为5200万千瓦，在建机组达17台以上，装机达1900万千瓦，预计到2025年中国核电在运装机达7000万千瓦，在建3000万千瓦，在运和在建装机量合计达1亿千万，较2019年提高约六成。2016-2018年

连续三面核电零审批后，2019 年我国核准了 4 台机组，标志着核电审批的重启，预计未来每年有望获批 4-6 台核电机组。

图 60：2005-2019 年我国核准、开工及投入商运的核电机组数量（台）

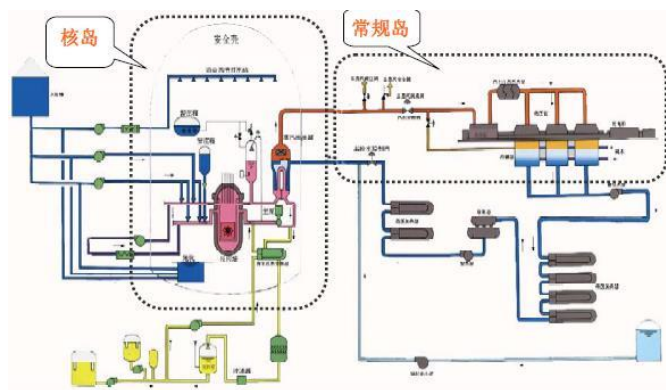


资料来源：中国产业信息网，国家核安全局，华金证券研究所

## （二）国内核电阀门的市场规模约为 47 亿元

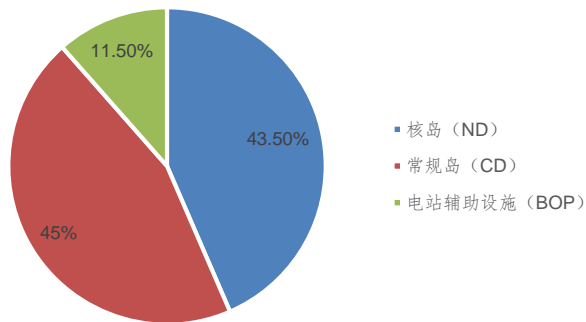
阀门是核电机组的重要组成部分，每百万千瓦机组需求量约为 1.5 万台。核电阀门是指在核电站中核岛 N1、常规岛 CI 和电站辅助设施 BOP 系统中使用的阀门。从安全级别上分为核安全 I 级、II 级、III 级、非核级，其中核安全 I 级要求最高。核电阀门在核电站中是使用数量较多的介质输送控制设备，是核电站安全运行中的必不可少的重要组成部分。一座有 2 套百万 kW 级核电机组的核电站需各类阀门 3 万台，其中核岛(NI)用阀门 1.3 万台，常规岛(CI)用阀门 1.35 万台，电站辅助设施(BOP)用阀门 0.35 万台。

图 61：核电站由核岛、常规岛和电站辅助设施组成



资料来源：江苏神通招股说明书，华金证券研究所

图 62：典型压水堆核电站阀门分布情况



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

核电阀门的需求包括新增项目和维修两部分，国内的市场规模约为 47 亿元。根据 ofweek 工控网数据，一般情况下核电阀门新增需求占核电设备总投资的 5.2%左右。辽宁红河核电厂目前在运的 4 台机组合计约 486 亿元的投资规模，2020 年国常会批准的 4 个机组，预计总投资为 700 亿元。取平均值后，按照每个百万千瓦机组总投资为 150 亿元计算，对应核电阀门的投资约为 7.8 亿元。假设未来每年新建 4 台机组，对应市场空间约为 31 亿元。

同时，阀门维修费占核电站维修总额的 50%以上，一座具有两台百万千瓦机组的核电站每年总维修费用约为 1.35 亿元，则每个百万千瓦机组对应的阀门维修费用约为 3400 万元，目前我国在运核电机组共 47 台，对应的维修市场空间约为 16 亿元。综上，核电阀门对应的市场空间约为 47 亿元。

图 63：核电阀门每年的市场空间约为 47 亿元



资料来源：ofweek 工控网，华金证券研究所

### （三）公司属于后起之秀，市场份额有望快速提升

公司属于后期之秀，有望改变核电阀门市场竞争格局。目前国内核电阀门市场上的主要企业有中核科技、江苏神通和大连大高，其中中核科技和江苏神通是上市公司，大连大高尚未上市。2019 年纽威取得了核一级资质，同时公司加强了与中广核、国核的合作，联合开发了关键阀门样机。公司技术实力强劲，随着核电资质落地以及与中广核、国核合作的加强，公司在核电阀门市场的份额有望快速提升。

表 9：我国核电阀门市场主要企业情况

公司名称	上市与否	2019 年营收 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)	公司简介
中核科技	已上市	12.66	1.36	国内阀门行业首家上市公司，拥有六十多年的发展底蕴，是国内核电阀门领域领先企业之一，2019 年核电阀门营收为 1.23 亿元。
江苏神通	已上市	13.48	1.72	国内阀门行业细分龙头，自 2008 年以来，公司已成为我国核电阀门的主要供应商，获得了已招标核级蝶阀、核级球阀 90%以上的订单，2019 年来自核电行业的营收为 2.96 亿元。
大连大高	未上市	/	/	公司具有核 I 级、核 II 级、核 III 级阀门设计和制造许可证，具有年产各类锻钢阀门 80 万套、铸钢阀门 10 万套、核级及常规锻造件 3 万吨的生产能力，年产值达 6 亿元，是我国石化、石油、海油、电力、军工及核电系统的定点阀门供应厂商。

纽威股份	已上市	30.57	4.55	国内阀门行业龙头，核电阀门领域的后起之秀，2019 年获得核电阀门一级资质，并获得海外核电项目订单，率先进入核聚变市场。
------	-----	-------	------	--

资料来源: Wind, 公司官网, 华金证券研究所

**进军海外核电项目，接轨国际市场。**公司在布局国内市场的同时，积极参与国际核能项目，2019 年公司凭借技术优势和品质保障能力，获得了国际热核聚变实验堆（ITER）计划的订单。ITER 装置是一个能产生大规模核聚变反应的超导托克马克，俗称“人造太阳”，该项目是目前全球规模最大、影响最深远的国际科研合作项目之一，2020 年 7 月该项目安装启动仪式在法国该组织总部举行。公司成为 ITER 项目的阀门供应商之一，表明公司的核电阀门收到行业认可，也标志着公司率先进入核聚变阀门市场。

图 64：2020 年 7 月 ITER 计划重大工程安装在法国马诺斯克正式启动



资料来源: 北京日报, 华金证券研究所

## 五、公司综合实力强劲，有望迎来发展机遇

### （一）注重品牌建设和营销，拥有完善的质量管理体系

**注重品牌建设，获得多个大型跨国企业集团的认可。**公司成立以来注重自有品牌的建设，凭借持续的研发和严格的质量管理体系，已树立起公司自身的品牌地位。公司已取得全球十大石油公司合格供应商资格批准或者成为其战略供应商，是国内阀门行业获得大型跨国企业集团批准最多的企业。

图 65: 纽威股份获得多个大客户认可



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

重视营销, 已形成覆盖全球的营销体系。公司在北美洲、南美洲、欧洲、东南亚、中东等国家或地区设立了销售子公司或办事处, 直接进行当地市场的开拓和运营; 并且在部分需求旺盛的地区设立了库存中心用以储存公司的阀门产品, 从而为客户他提供更加及时和优质的服务。通过直销和经销相结合的方式, 公司已形成了覆盖全球的多层次营销网络体系。

图 66: 纽威股份的海外子公司和售后服务站分布情况



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

**质量管理体系完善。**公司建立了高标准的内部质量管理体系, 实施全面、全程质量管理。为提升产品质量水平, 公司成立了工艺研究部门对阀门生产工艺进行研究, 并开发了全套先进的检验和测试设备对产品生产过程的各个环节进行把控, 良好的质量管理体系对阀门的生产质量提供了保障。可靠的产品质量赢得了多项认证, 公司已成为我国少数几家同时获得民用核安全机械设备设计/制造许可证及 ASME 认证的阀门制造企业。

**产业链垂直整合, 成本控制能力强。**公司拥有两家专业的阀门铸件生产配套企业, 可以生产各种碳钢、不锈钢、合金钢铸件, 铸造技术在国内阀门铸造行业中处于领先水平, 高质量的铸件



产品为公司阀门的生产质量提供保证。同时，通过产业链的垂直整合，公司能够降低成本，并且减少受原材料价格波动的影响。

## （二）国产替代排头兵，募资加码特种阀门

公司重视研发，在多项技术上处于行业领先水平。公司致力于走自主创新之路，重视研发投入，引入先进的模拟仿真技术和研发设计管理系统，并已建成配备一流设备的世界级阀门材料实验室和工程实验室，为公司高端阀门的研发提供了良好的科研环境。目前，公司在阀门的高端铸件生产技术、逸散性（低泄漏）控制技术、防火技术、高温高压技术、产品大型化、超低温技术、耐腐蚀技术、抗硫技术、智能控制技术、安全阀技术等方面在行业内居于领先水平。

公司在多个产品上进一步取得突破，继续引领高端阀门的国产化进程。2019 年公司继续加强研发，在核电、海工、超低温、低泄露环保等应用领域取得突破，其中核电阀门取得了核一级民用核安全设备设计/制造许可证，同时在国内外核电项目上均有所斩获；深海阀门技术不断进步，获取多个订单，进一步打破国外垄断；天然气长输管线用 56 寸 900 磅高压大口径全焊接球阀样机通过鉴定和各项试验；液化天然气用大口径高压上装式气动超低温开关球阀顺利通过验收。公司不断在研发上取得突破，有望持续引领高端阀门的国产化进程。

表 10：公司在多个产品上进一步取得突破

时间	产品	进展情况
2019	核电阀门	获得核一级民用核安全设备设计/制造许可证；获得中国核电工程有限公司福建漳州核电厂等项目订单；成为国际热核巨变实验计划供应商，进军核聚变市场。
	深海水下阀门	技术进一步突破，获得多个深海水下阀门订单，进一步打破了国外垄断地位；正在研发极端苛刻条件水下阀门，致力于进一步推动深海水下阀门国产化。
	天然气长输管线 56 寸 900 磅高压大口径全焊接球阀	样机通过鉴定，并一次性通过中石油西部管道国产阀门试验场进行模拟苛刻应用工况规定的所有各项试验。
	液化天然气用大口径高压上装式气动超低温开关球阀	产品通过了超低温测试与低泄漏实验，顺利通过项目验收。
2020H1	三偏心蝶阀	2019 年成功向中石油、恒力石化等客户批量性交货；超低温三偏心蝶阀通过了 Shell 专家的试验见证；
	乙烷低温储罐用上装式三偏心蝶阀	成功向国内某乙烷低温储罐工程交付 40 寸超低温上装式三偏心蝶阀，该阀门一次性通过了严苛的低温阀试验；
	液化天然气用低温阀门	公司的低温阀门获得 CMIF 和 CGMA 的一致认可。
	丙烷脱氢行业三通控制阀	公司产品在国内某全球单套产能最大的丙烷脱氢项目上通过实验并顺利交付，实现该产品的国产化。
	核电阀门	在欧洲 ITER 热核聚变反应堆项目中，纽威股份获得核级阀门订单，供货范围包含截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、控制阀。
	石油设备产品	公司自主设计开发的 5-1/8 15M 液动压裂阀和平台用紧急卸荷阀设计方案得到客户的认可。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

募资加码特种阀门，推进公司产品向中高端转型。2020 年 6 月，公司发布公开发行可转债预案，拟募集资金不超过 7 亿元，并计划投资 3.5 亿元用于纽威流体通安特殊阀工厂项目，2 亿元用于阀门零部件生产项目，1.59 亿元用于补充流动资金，通安特殊阀工厂项目主要用于生产

适用于严苛工况和特殊应用领域的蝶阀及其他特殊阀种，项目建成后将实现年产 6 万台的特殊阀产能，进一步实现公司产品向中高端阀门的转型。

表 11：公司公开发行可转债募投项目情况

项目名称	投资总额（万元）	项目意义
纽威流体通安特殊阀门工厂项目	35,000.00	1.把握行业国产化机遇，迅速占领中高端特殊阀门市场；2.拓展应用领域，降低石油天然气周期波动对公司的影响；3.提高公司盈利能力，促进公司向中高端阀门市场转型。
阀门零部件生产项目	20,000.00	上游垂直整合，降低生产成本，提高阀门产品品质。
补充流动资金项目	15,869.14	满足公司日常经营需要。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 六、盈利预测和估值

### （一）盈利预测

国内外市场存在较大差异：。由于国内外阀门行业在增长的驱动因素、毛利率等方面存在较大差异，我们分国内外的口径对公司进行盈利预测。

#### 1.收入端：

**国内市场：**（1）在政策推动和三桶油自身储采比下滑的背景下，预计三桶油将逐步加大勘探开发支出，油气开采环节的阀门需求有望保持稳定；（2）我国管网里程数偏低，随着管网公司成立，管网建设投资打开，建设有望加快；（3）LNG 阀门需求旺盛，但国产化程度不高，2020 年上半年公司在超低温阀门上取得多项技术突破，预计低温阀门收入将保持稳定增长；（4）目前仍有较多在建的炼化项目，炼化环节未来几年的景气度具备支撑，炼化一体化大型化对龙头企业有利，同时注重性价比的民营炼化产能占比的提升有望推进炼化阀门的国产化进程；（5）预计公司企业领域的阀门营收将保持稳定。综上，预计 2020-2022 年公司在国内市场的营收增速分别为 18.30%、29.18%、23.80%。

**国外市场：**国外疫情较为严重且持续时间长，对经济产生较为严重的冲击，国外市场阀门需求受到较大影响。但我们认为，公司来自国外市场的营业收入有望保持稳健，原因如下：（1）国外阀门市场存量需求占比较高，行业需求相对较为稳定；（2）国外阀门企业的生产受到较为严重的影响，而纽威股份在国内疫情控制得力的背景下，产能迅速恢复。在国外部分阀门企业供应收到较大影响的背景下，预计公司在海外市场的市场份额将有所提升。预计 2020-2022 年公司在海外市场的营收增速分别为 17%、18%、18%。

#### 2.毛利率

在工业强基以及国际形势存在不确定性的背景下，预计未来几年阀门国产化进程有望加快，由于阀门国产化初期具备较高毛利率，公司国内市场的毛利率有望稳步提升；考虑到国外阀门市场较为平稳，且公司与客户的合作关系比较稳定，预计未来几年国外市场毛利率保持平稳。我们预计 2020-2022 年公司在国内市场的毛利率分别为 41.20%、41.80%、42.50%；在国外市场的毛利率分别为 34.50%、34.50%、34.50%；

### 3.费用率

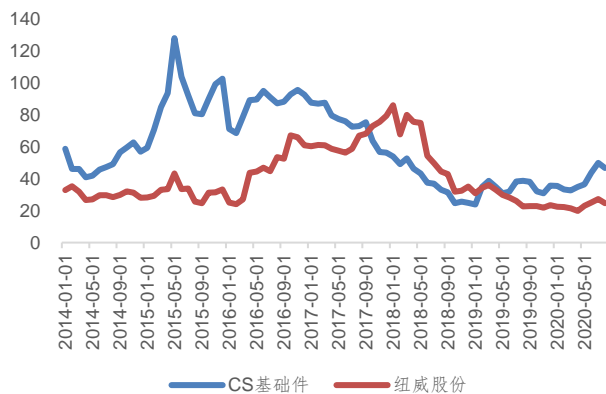
预计 2020-2022 年公司的销售费用率为 10.30%、10.20%、10.20%；管理费用率为 4.52%、4.47%、4.45%；研发费用率为 3.55%、3.60%、3.65%。

综上，我们预计 2020-2022 年公司的营业收入为 35.74 亿元、43.96 亿元、53.08 亿元，对应归母净利润为 5.31 亿元、6.64 亿元、8.24 亿元，对应每股收益为 0.71 元、0.89 元、1.10 元。

## (二) 估值分析

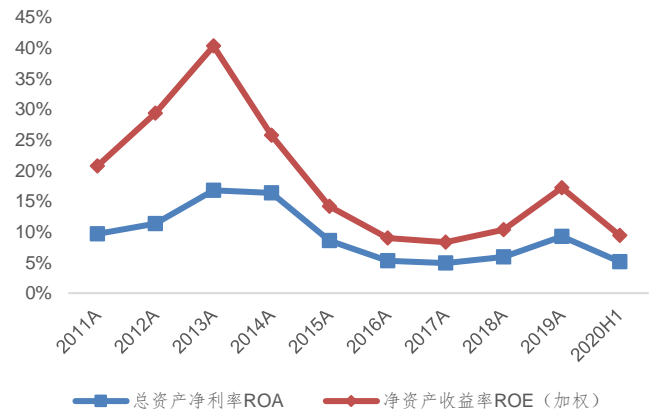
2020 年 8 月底，纽威股份的 PE (TTM) 为 24.64，处于历史上较低位置，同期机械基础件板块的整体 PE 为 46.76，公司的估值也低于机械基础件板块的整体估值。考虑到公司是国内阀门行业龙头，综合实力强劲，同时在国内营收占比持续提升的趋势下，公司盈利能力有望持续提升，并有望推动 ROE 的提升，我们认为目前公司的估值水平存在一定的低估。

图 67：纽威股份和机械基础件 PE 变化情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 68：纽威股份 ROE 变化情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

我们选取江苏神通、中密控股和恒立液压作为可比公司进行估值对比，对比结果显示，公司估值水平明显偏低。综上，我们认为公司目前的估值水平存在低估，给予公司“买入-A”评级。

表 12：纽威股份与可比公司估值对比

代码	简称	股价 (9 月 15 日)	EPS				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002438.SZ	江苏神通	11.9	0.35	0.51	0.72	0.86	33.60	23.22	16.44	13.83
300470.SZ	中密控股	44.73	1.12	1.25	1.62	2.01	39.84	35.83	27.69	22.30
601100.SH	恒立液压*	71.88	1.47	1.38	1.69	1.95	48.90	52.09	42.53	36.86
	平均						40.78	37.05	28.89	24.33
603699.SH	纽威股份	15.3	0.61	0.71	0.89	1.10	25.20	21.60	17.27	13.92

资料来源：Wind, 华金证券研究所，备注：\*公司采用 Wind 一致预期数据

## 七、风险提示

### (1) 油气产业景气度下滑的风险

油气产业是公司阀门产品最大的应用下游，如果宏观经济出现波动或者原油价格持续低迷，可能导致油气产业链景气度下滑，从而降低对于油气阀门的需求，公司的业绩可能会受到一定的影响。

### **(2) 海外疫情持续发酵，导致公司国外的营收增长不及预期**

2019年公司来自海外的营业收入占比为 55.25%，若海外疫情持续发酵，对国外阀门行业产生较大影响，可能会导致公司国外的营收增长不及预期。

### **(3) 油气管网建设进度不及预期**

根据《中长期油气管网规划》，2020-2025 年我国将有大量待建的油气管网，有望带来大量的油气阀门需求，公司作为阀门行业龙头，有望充分受益油气管网的加速建设。但如果油气管网建设进度不及预期，则可能导致公司业绩增长不及预期。

### **(4) 竞争加剧导致产品价格下降的风险**

阀门行业集中度不高，存在较多的竞争对手，若行业竞争加剧可能导致阀门产品价格下降，从而对公司的盈利能力产生不利影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3922	3714	3833	4590	4950	<b>营业收入</b>	2781	3057	3574	4396	5308
现金	453	380	323	220	342	营业成本	1821	1949	2234	2729	3272
应收票据及应收账款	1389	1509	1627	2147	2240	营业税金及附加	30	28	38	44	53
预付账款	30	41	64	65	91	营业费用	286	317	368	448	541
存货	1200	1426	1402	1771	1824	管理费用	131	139	162	197	236
其他流动资产	849	358	417	386	454	研发费用	105	105	127	158	194
<b>非流动资产</b>	1056	1248	1311	1463	1540	财务费用	28	-5	34	36	35
长期投资	16	17	18	20	22	资产减值损失	59	-11	0	0	0
固定资产	684	656	753	922	1036	公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
无形资产	124	114	111	102	94	投资净收益	12	27	21	16	16
其他非流动资产	232	462	429	419	388	<b>营业利润</b>	342	539	639	805	998
<b>资产总计</b>	4978	4961	5144	6053	6491	营业外收入	3	7	5	5	5
<b>流动负债</b>	2135	2230	2191	2705	2621	营业外支出	5	2	0	0	0
短期借款	670	804	650	822	600	<b>利润总额</b>	340	544	644	810	1003
应付票据及应付账款	1030	929	973	1202	1240	所得税	69	86	122	154	185
其他流动负债	435	497	568	681	781	<b>税后利润</b>	272	458	522	656	817
<b>非流动负债</b>	69	61	62	62	62	少数股东损益	-3	3	-9	-9	-7
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	274	455	531	664	824
其他非流动负债	69	61	62	62	62	EBITDA	454	666	756	947	1162
<b>负债合计</b>	2205	2292	2252	2766	2682						
少数股东权益	40	47	38	29	22	<b>主要财务比率</b>					
股本	750	750	750	750	750	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	806	801	801	801	801	<b>成长能力</b>					
留存收益	1159	1117	1378	1738	2188	营业收入(%)	16.1	9.9	16.9	23.0	20.7
归属母公司股东权益	2733	2622	2854	3257	3786	营业利润(%)	33.2	57.5	18.6	26.0	23.9
<b>负债和股东权益</b>	4978	4961	5144	6053	6491	归属于母公司净利润(%)	31.0	66.2	16.6	25.1	24.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	34.5	36.2	37.5	37.9	38.4
						净利率(%)	9.9	14.9	14.9	15.1	15.5
						ROE(%)	9.8	17.2	18.0	19.9	21.5
						ROIC(%)	8.4	14.1	15.4	16.6	19.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	44.3	46.2	43.8	45.7	41.3
						流动比率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.9
						速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	2.2	2.1	2.3	2.3	2.4
						应付账款周转率	2.1	2.0	2.4	2.5	2.7
						<b>估值比率</b>					
						P/E	41.9	25.2	21.6	17.3	13.9
						P/B	4.2	4.4	4.0	3.5	3.0
						EV/EBITDA	26.0	18.0	15.7	12.9	10.2

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn