

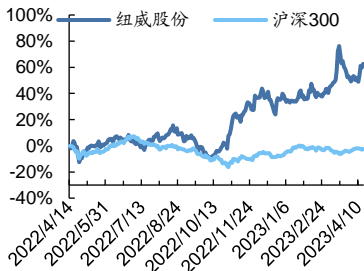
多下游共振上行，工业阀门龙头持续受益

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-04-14

收盘价（元）	13.24
近 12 个月最高/最低（元）	15.2/7.23
总股本（百万股）	749
流通股本（百万股）	749
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	99.2
流通市值（亿元）	99.2

公司价格与沪深 300 指数走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

主要观点：

● 公司简介：工业阀门龙头，规模持续增长

公司是国内工业阀门龙头企业，深耕工业阀门制造，主营中高端阀门产品，覆盖石油、天然气、化工、多晶硅、电力等多个下游行业，已获得全球多家能源公司资格批准或成为其战略供应商。公司营收规模持续增长，2022 年前三季度营收 29.5 亿元，同比+1.77%，2022 年前三季度净利润 3.5 亿元，同比+19.96%。2015 年以来期间费用率持续下降，费用管控良好。2022 年前三季度合同负债 1.9 亿元同比+83.9%，公司在手订单充裕。

● 行业层面：多下游共振恢复，高端市场空间广阔

- 1) 工业阀门是控制介质流动的重要附件，下游应用广泛。2021 年全球市场规模达到 760 亿美元，中国市场占比 17% 是全球第二大阀门市场。2025 年我国工业阀门制造业市场规模有望达到 171 亿美元，21-25 年 CAGR 为 6.1%。
- 2) 目前我国高端工业阀门市场仍主要被欧洲及美国、日本知名厂商占据，中国阀门市场呈现典型“高进低出”特点，高端阀门多采用进口产品，进口阀门在市场中占比基本在 20% 左右，2022 年我国进口阀门及类似装置规模达 82.6 亿美元，高端进口替代市场空间广阔。
- 3) 下游需求共振上行，驱动行业稳步增长。行业层面来看，油气、能源、炼化、化工是工业阀门主要下游，合计占比达到 55%。公司层面来看产品主要应用于化工、海工造船、LNG、多晶硅、管网运输等多个领域。石油、天然气行业需求具备长期支撑，未来 20 年仍为主要一次能源有望提供稳健需求，LNG 船、FPSO 订单持续增长、化工行业产业结构升级等多下游需求上行为公司业务增长提供稳健助力。

● 3. 公司发展：多元布局助力公司长足发展

- 1) 公司持续投入研发，研发费用稳步提升支撑高端产品外拓，公司多领域高端阀门稳步推进。从产品端来看，公司持续扩大高附加值阀门生产能力，突破高端阀门技术；从下游应用端来看，公司持续开拓下游领域高端产品，提升下游覆盖，行业内竞争力持续增强。
- 2) 多点布局+完善资质助力海内外市场双箭齐发：国内外市场同步推进，国内营收持续高增长，海外营收波动恢复，2016-2021 年公司国内营收 CAGR 为 28.6%。公司海外市场持续外拓，2020 年亚太、中东与非洲为主要海外市场，截止目前公司已在荷兰、美国、意大利、新加坡、迪拜、尼日利亚及越南设立分子公司，海外布局完善，多地子公司设立助力海外销售持续增长。
- 3) 产业链延伸提供稳健助力：公司持续向产业链上游延伸开拓，提升上游研发、生产及供货能力。目前已拥有砂铸件、精铸件及精密锻件自供能力，助力公司开拓大口径阀门及风电等领域需求。

● 盈利预测、估值及投资评级

我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 42.5/49.96/58.75 亿元，同比增速分别为 7.28%/17.55%/17.58%，归母净利润分别为 4.72/6.03/7.44 亿元，以当前总股本计算的摊薄 EPS 为 0.63/0.81/0.99 元。公司当前股价对 2022-2024 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 21/16/13 倍，我们选取阀门行业川仪股份、江苏神通及与公司布局相似的迪威尔作为可比公司。考虑公司作为国内工业阀门龙头企业，产能扩张助力公司规模效应持续提升，公司盈利能力持续恢复，在公司工业阀门主要下游需求共振上行背景下有望获得更高竞争优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,962	4,250	4,996	5,875
收入同比 (%)	9.1%	7.3%	17.6%	17.6%
归属母公司净利润	377	472	603	744
净利润同比 (%)	-28.5%	25.1%	27.7%	23.5%
毛利率 (%)	27.8%	28.5%	29.1%	29.6%
ROE (%)	12.9%	17.0%	23.3%	31.7%
每股收益 (元)	0.50	0.63	0.81	0.99
PE	26.48	21.00	16.45	13.32
PB	3.39	3.57	3.84	4.23
EV/EBITDA	18.53	20.59	16.02	14.88

资料来源：Wind，华安证券研究所

● 风险提示

1) 公司下游需求不及预期风险；2) 成本上升风险；3) 汇率波动风险。

正文目录

1. 公司简介：工业阀门龙头，规模持续增长.....	6
1.1 公司是国内工业阀门龙头企业	6
1.2 营收规模持续增长，盈利水平回升	7
1.3 公司实际控制人持股比例高	9
2. 行业层面：多下游共振上升，高端市场空间广阔.....	9
2.1 中国是全球第二大阀门市场	9
2.2 阀门市场竞争分层特点明显，进口阀门规模仍存	11
2.3 下游需求共振上行，驱动行业稳步增长.....	12
2.3.1 石油、天然气及管道运输行业	13
2.3.2 化工行业.....	15
2.3.3 FPSO.....	16
2.3.4 多晶硅	17
2.3.5 LNG	18
3. 公司发展：多元布局助力公司长足发展	19
3.1 研发高投入，持续突破高端产品及下游.....	19
3.2 多点布局+完善资质获取助力海内外市场双箭齐发	21
3.3 产业链延伸提供稳健助力	24
4. 投资建议.....	24
4.1 基本假设与营业收入预测.....	24
4.2 估值和投资建议	25
风险提示	26

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司主要产品	6
图表 3 公司 2017-2021 年营收 CAGR=13.41%	7
图表 4 公司 2022 年前三季度净利润 3.5 亿元, +19.96%	7
图表 5 公司毛利率和净利率变动情况	8
图表 6 公司期间费用率变动情况	8
图表 7 公司分产品收入构成	8
图表 8 公司分产品毛利率情况	8
图表 9 公司 2022 年前三季度合同负债同比增长 83.9%	9
图表 10 公司股权结构	9
图表 11 工业阀门产业链	10
图表 12 全球工业阀门市场规模	10
图表 13 2020 年中国在全球工业阀门市场占比 17%	10
图表 14 工业阀门市场规模	11
图表 15 阀门的市场划分	11
图表 16 阀门出口额约为进口额的 2 倍, 但进口均价约为出口均价的 2.35 倍	12
图表 17 工业阀门市场结构	12
图表 18 工业阀门主要下游	13
图表 19 2045 年石油、天然气在全球一次能源需求中占比合计达 53%	13
图表 20 国际石油价格变动趋势	14
图表 21 2011-2021 年全球石油消耗量	14
图表 22 我国石油产量稳步提升	14
图表 23 我国天然气产量维持增长	14
图表 24 我国管道输油(气)里程(万公里)	15
图表 25 我国油气管网规划情况	15
图表 26 2016-2022 年化学原料和化学制品制造业产成品累计值	15
图表 27 我国化工行业景气度波动	15
图表 28 2025 年后我国规划当中的炼化项目统计	16
图表 29 2019-2022* 年授予全球 FPSO 造船合同	16
图表 30 2022-2027 年 FPSO 项目预测	16
图表 31 2013-2021 年全球新增太阳能光伏装机容量	17
图表 32 2023 年 1-2 月全国电力工业统计数据一览表(摘取)	17
图表 33 2016-2021 年中国多晶硅产量	18
图表 34 2010-2021 年全球 LNG 贸易额	19
图表 35 2010-2021 年 LNG 天然气储运船数量	19
图表 36 公司研发费用率持续增长(%)	19
图表 37 可比公司研发投入及增长	19
图表 38 2021-2022 年公司主要产品突破情况	20
图表 39 公司高压耐磨球阀	20
图表 40 公司低温阀产品	20
图表 41 2021-2022 年公司主要下游高端项目突破情况	21

图表 42 2016-2021 年国内外营收及增速	22
图表 43 2017-2021 年内外销占比变化	22
图表 44 2015-2020 年公司海外营收分布	22
图表 45 公司内外销毛利变化	22
图表 46 公司海外子公司建立情况	23
图表 47 公司资质认证情况	23
图表 48 公司向产业链上游延伸覆盖铸件、锻件生产	24
图表 49 公司收入及毛利预测	25
图表 50 可比公司估值	25

1. 公司简介：工业阀门龙头，规模持续增长

1.1 公司是国内工业阀门龙头企业

深耕工业阀门制造，持续开拓高端化。苏州纽威阀门有限公司成立于 2009 年，其前身为成立于 2002 年的纽威阀门，自成立以来致力于为客户提供全套工业阀门解决方案。公司注重阀门产品技术的自主创新和发展，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、安全阀技术等方面处于行业领先水平。公司已获得全球多家能源公司资格批准或成为其战略供应商。

图表 1 公司发展历程



时间	重要事件
1997 年	苏州纽威机械成立
2002 年	纽威阀门正式成立
2004 年	年销售突破 5000 万美金，成为中国大型的工业阀门制造商 获荷兰皇家壳牌 (Shell) 批准
2007 年	苏州纽威数控装备有限公司成立
2009 年	整体转为股份有限公司
2010 年	纽威阀门获得国家核安全局设计、制造许可证
2011 年	收购吴江东吴机械有限公司，纽威阀门产品范围延伸至安全阀 通过 ASME 核认证，取得 N&NPT 钢印
2014 年	“纽威股份”在上交所成功上市
2016 年	获得国内首个出口欧洲的英国 HPC 项目核级阀门订单 获得首个深海水下阀门订单
2019 年	获得国家核安全局核一级资质
2021 年	中国机械 500 强







资料来源：公司官网，华安证券研究所

主营中高端阀门产品，行业覆盖广泛。

- 公司产品品种覆盖闸阀、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，所用材料包括碳钢、不锈钢合金钢等多种材质，规格型号达 5,000 多种，覆盖石油、天然气、化工、多晶硅、电力等多个下游行业。
- 在保持传统优势行业强大竞争力的同时，公司近年来在深海阀门、核电阀门等高端工业阀门领域也有了一定突破，为提高高端产品的市场占有率打下良好的基础。

图表 2 公司主要产品

产品名称	简介	图例	产品名称	简介	图例
闸阀	闸阀是一种常用的开关阀，广泛应用于双流向要求的场合，通常为常开或常关使用。		截止阀	截止阀属于强制密封阀门，通常作为介质隔离阀使用。	

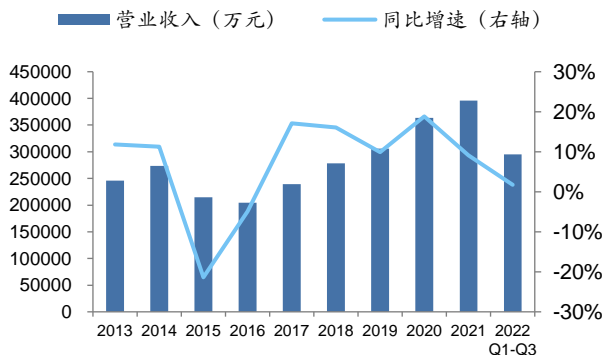
<p>止回阀是依靠介质本身流动而自动启、闭阀瓣，用来防止介质倒流的单流向阀门。</p>		<p>蝶阀</p> <p>公司生产中蝶阀、双偏心蝶阀、三偏心蝶阀</p>	
<p>球阀</p> <p>公司生产浮动球阀、固定球阀、双球阀等</p>		<p>调节阀</p> <p>公司生产单座调节阀、V型调节阀、套筒调节阀、耐冲刷角型调节阀、波纹管调节阀以及多级降压调节阀。</p>	
<p>水下阀</p> <p>水下阀门一般应用于海洋油气水下生产系统中流体输送。</p>		<p>核电阀</p> <p>纽威公司核级闸阀产品可提供核安全2、3级，核规范2、3级，抗震类别I类。</p>	

资料来源：招股说明书，公司官网，华安证券研究所

1.2 营收规模持续增长，盈利水平回升

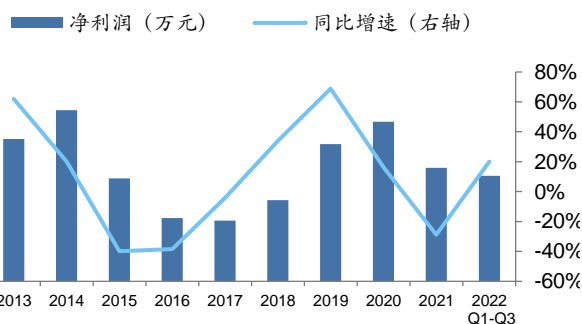
公司营业收入持续增长，净利润水平 2022 年回升。公司 2017-2021 年营业收入复合增速达到 13.41%，2022 年 Q1-Q3 营业收入为 29.5 亿元，同比增长 1.77%。公司 2021 年净利润下降主要是由于接单毛利率下降及原材料运费价格上涨，2022 年已有恢复，公司 2022 年前三季度实现净利润 3.5 亿元，同比增速达到 19.96%。

图表 3 公司 2017-2021 年营收 CAGR=13.41%



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

图表 4 公司 2022 年前三季度净利润 3.5 亿元，+19.96%

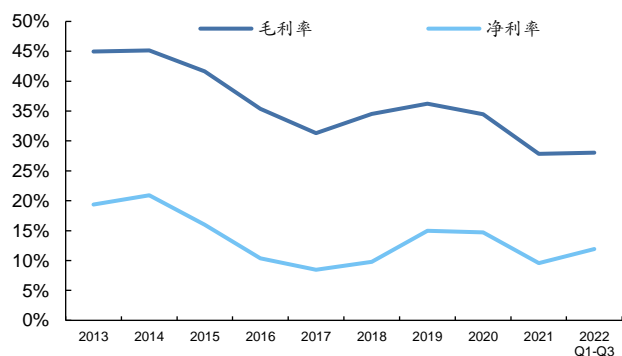


资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

公司利润率于 2022 年回升，期间费用率持续下降。

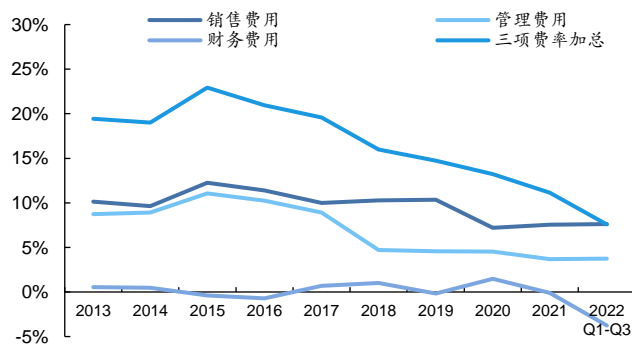
- 2020、2021 年受新冠疫情影响下原材料和运费价格上涨，公司毛利率和净利率有所下降，2022 年 Q1-Q3 有所回升，毛利率为 28.04%，回升 0.19pct，净利率为 11.93%，回升 2.35pct，系公司应对原料价格上涨提价所致。
- 公司销售费用、管理费用及财务费用总体呈现稳步下降趋势，三费占比由 2017 年的 19.57% 下降为 2022Q1-Q3 的 7.58%，5 年时间公司三费比例下降 11.99pct，体现公司良好的费用管控，提升公司整体盈利能力。

图表 5 公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

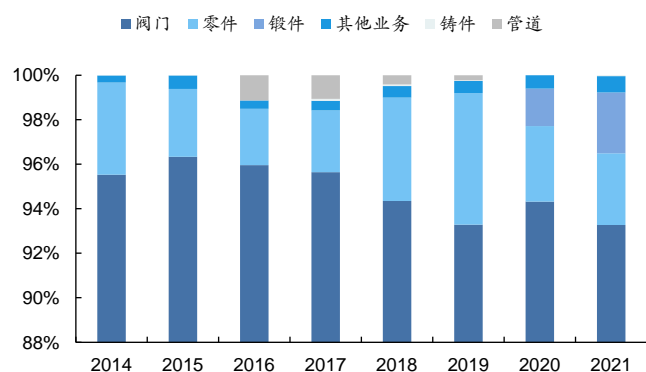
图表 6 公司期间费用率变动情况



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

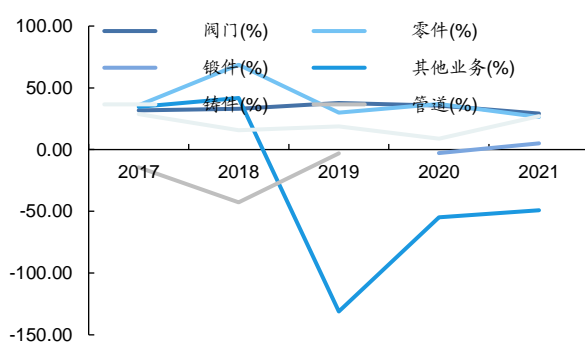
阀门是公司最主要收入来源，营收占比维持 90%以上。工业阀门一直是公司主要的收入来源，占比稳定在 95%以上，2021 年公司阀门营收达到 36.95 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 12.70%；2021 年毛利率为 29.17%。

图表 7 公司分产品收入构成



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

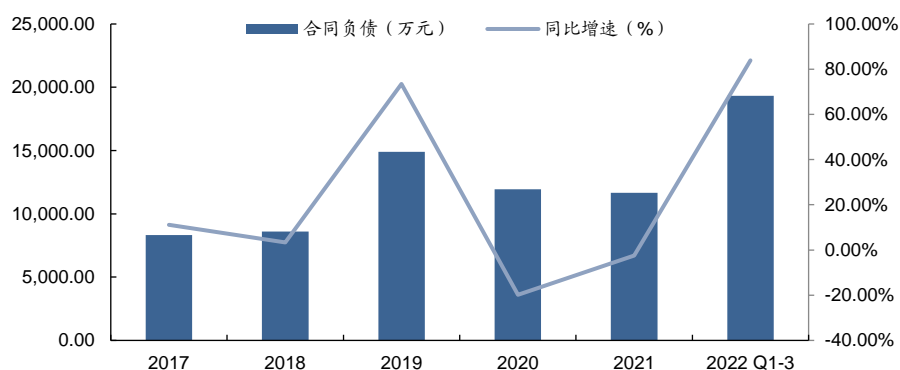
图表 8 公司分产品毛利率情况



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

合同负债高增，公司在手订单充裕。公司主要采取“以销定产、以产定销”相结合的销售方式，由于部分细分领域的阀门产品，技术工艺复杂，个性化程度高，以及储存保养的条件高，所以通常采用订单型的经营模式，通过参与国内外大型工程项目的招标，中标后根据客户需求进行定制生产。根据公司 2022 年三季度报，公司 2022 年前三季度合同负债达到 1.9 亿元，同比增长 83.9%，公司在手订单充裕。

图表 9 公司 2022 年前三季度合同负债同比增长 83.9%

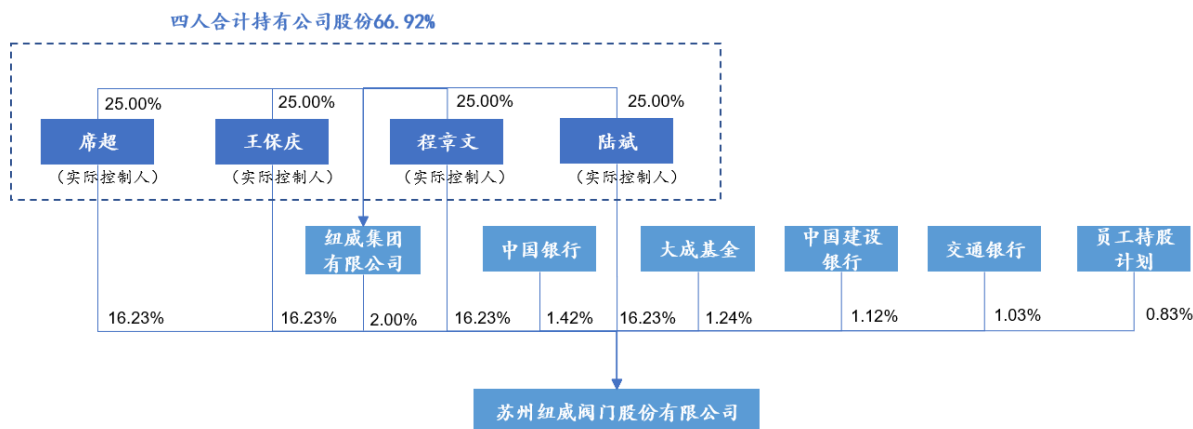


资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

1.3 公司实际控制人持股比例高

公司实际控制人持股比例高，股权分布稳定。公司实际控制人为王保庆、席超、程章文、陆斌，四人为一致行动人，公司实际控制人持股比例总计 66.92%，四人分别直接持股 16.23%，通过纽威集团有限公司持股 2%。

图表 10 公司股权结构



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所 注：截止 2022Q3

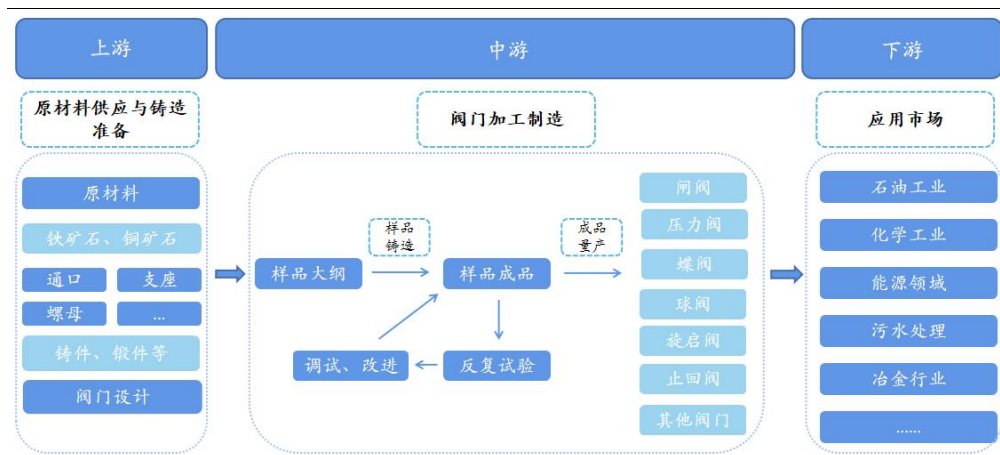
2. 行业层面：多下游共振上升，高端市场空间广阔

2.1 中国是全球第二大阀门市场

工业阀门是工业管路上控制介质流动的重要附件，下游应用广泛。工业阀门可用于控制空气、水、蒸汽、各种腐蚀性介质、泥浆、油品、液态金属和放射性介质等各类流体

的流动。上游主要包括原材料、铸件、锻件及阀门设计，中游按照不同阀门结构分为闸阀、压力阀、蝶阀、球阀、旋启阀等，下游广泛应用于石油工业、化学工业、能源领域、污水处理、冶金行业等多个行业。

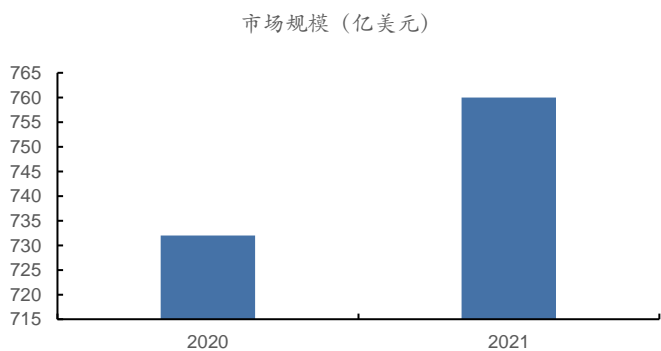
图表 11 工业阀门产业链



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

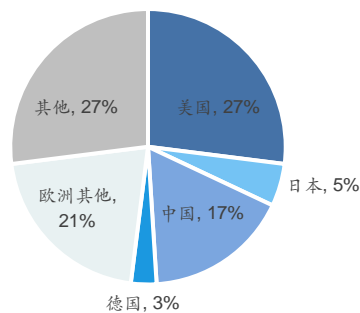
2021 年全球阀门制造行业市场规模达到 760 亿美元，中国在全球阀门制造中占比 17% 位列第二。根据 GIA 数据，2020、2021 年全球阀门制造行业市场规模分别达到 732、760 亿美元，2021 年同比增长 3.8%。截止 2020 年末，中国的阀门制造行业市场规模在全球总市场中占比已跃升至第二位，占比达到 17%，仅次于美国。

图表 12 全球工业阀门市场规模



资料来源：GIA，华安证券研究所

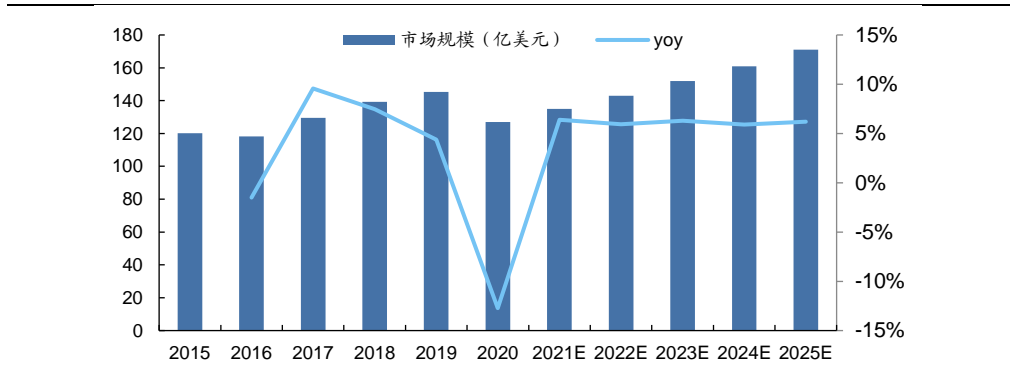
图表 13 2020 年中国在全球工业阀门市场占比 17%



资料来源：前瞻产业研究院，GIA，华安证券研究所

2025 年我国阀门制造业市场规模有望达到 171 亿美元，21-25 年 CAGR 为 6.1%。根据 GIA 公布数据，由于受到新冠疫情影响，我国阀门制造企业 2020 年营收略有下降，2020 年营收规模达到 126.9 亿美元，随下游需求持续稳固，2025 年我国工业阀门市场规模有望达到 171 亿美元，21-25 年 CAGR 为 6.1%，高于 2016-2021 年 2.7% 的复合增速。

图表 14 工业阀门市场规模



资料来源: GIA, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

2.2 阀门市场竞争分层特点明显, 进口阀门规模仍存

阀门是重要的机械基础件, 目前我国高端工业阀门仍被欧洲、美国日本知名厂商占据。从技术角度来看可以将工业阀门分为不同特点的市场层次, 即高、中、低端工业阀门市场及民用阀门市场, 不同市场竞争层次中的竞争程度不同。我国阀门行业的大型企业由于进入国际市场较早, 在生产技术及生产工艺方面较为成熟, 已经在中端阀门市场占有率有较为重要的地位, 在高端领域逐步渗透。

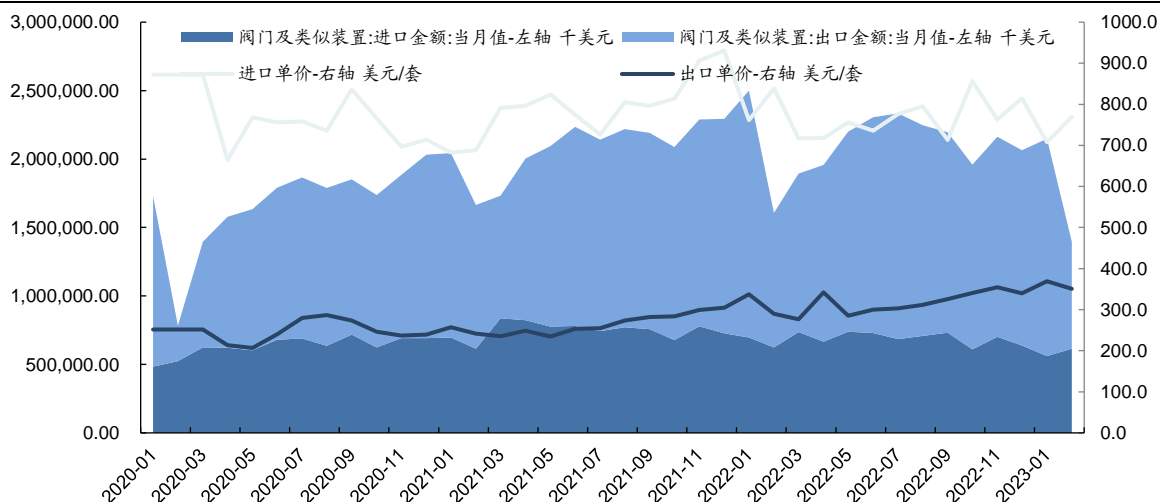
图表 15 阀门的市场划分

市场	阀门类型	市场特征
低端工业阀门及民用阀门	铸铁阀门及青铜阀门	面向这一市场的阀门产品需求量大, 技术含量低, 进入门槛不高, 充斥大量家庭式、作坊式小阀门生产企业, 市场竞争程度最高, 利润水平较低。
中端工业阀门	环境较为宽松的工业阀门, 一般为碳钢或不锈钢阀门	市场需求量大, 需要达到工业级质量要求, 技术含量较高, 且终端客户普遍设定合格供应商资格, 因此存在一定行业进入障碍, 竞争水平低于低端工业阀门和民用阀门市场, 利润水平较高, 我国阀门行业大型企业已经在中端市场占有率有较重要的地位。
高端工业阀门	使用环境非常严苛 (如超高温、超低温、超高压、真空、有核等极端环境) 的高端工业阀门, 多为特殊材料阀门	由大量细分市场组成, 面向这些市场的阀门产品质量要求严格, 技术含量很高, 市场多为垄断竞争局面, 利润水平高, 市场主要由欧洲、美国、日本的国际知名企业占据, 国产行业龙头逐步渗透。

资料来源: 纽威股份招股说明书, 华安证券研究所

我国阀门行业“低出高进”, 高端阀门多采用进口产品。目前我国高端阀门市场主要由欧洲、美国及日本的国际知名企业占据, 而行业中低端产品在世界市场中占据优势。从进出口结构也能反映出市场的结构水平, 根据 iFind 统计数据, 2022 年我国进口阀门及类型装置 82.6 亿美元, 出口 171.6 亿美元, 出口金额约为进口金额的 2 倍。而从进出口均价来看, 进、出口阀门及类似装置均价分别为 758 美元/套、322 美元/套, 进口均价约为出口均价的 2.35 倍, 我国阀门“低出高进”特点明显。

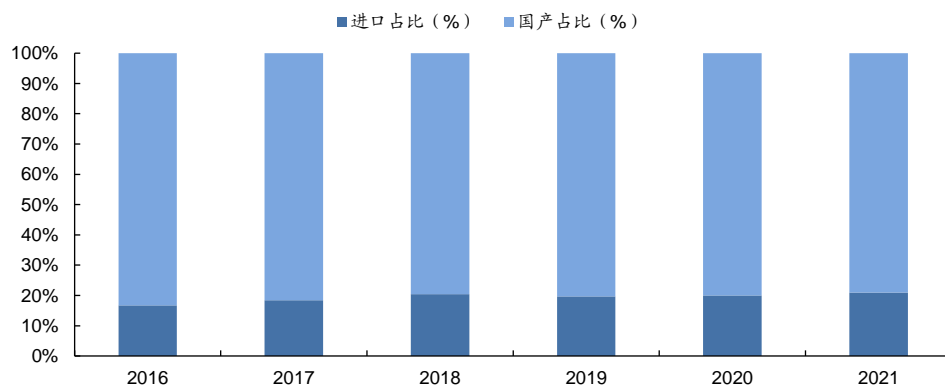
图表 16 阀门出口额约为进口额的 2 倍，但进口均价约为出口均价的 2.35 倍



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

国产厂商稳居阀门市场主力占比 80%左右，进口工业阀门规模仍存。根据赛迪顾问数据，2021 年我国进口阀门在市场中消费占比达到 20.9%，国产阀门占比 79.1%稳居市场主力。

图表 17 工业阀门市场结构



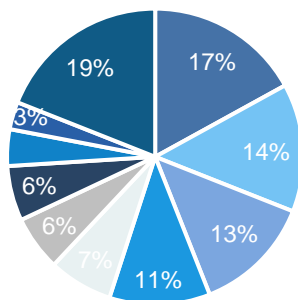
资料来源：赛迪顾问，华安证券研究所

2.3 下游需求共振上行，驱动行业稳步增长

油气、能源、炼化、化工是工业阀门主要下游，合计占比达 55%。工业阀门应用领域广阔，下游分散，根据 Mcllvaine 数据，油气、能源、炼化、化工等是工业阀门的主要下游，占比分别达到 17%、14%、13%及 11%，四个主要下游合计占比近 55%。

图表 18 工业阀门主要下游

■ 油气 ■ 能源 ■ 炼化 ■ 化工 ■ 废水 ■ 造纸 ■ 灌溉 ■ 钢铁 ■ 医药 ■ 其他



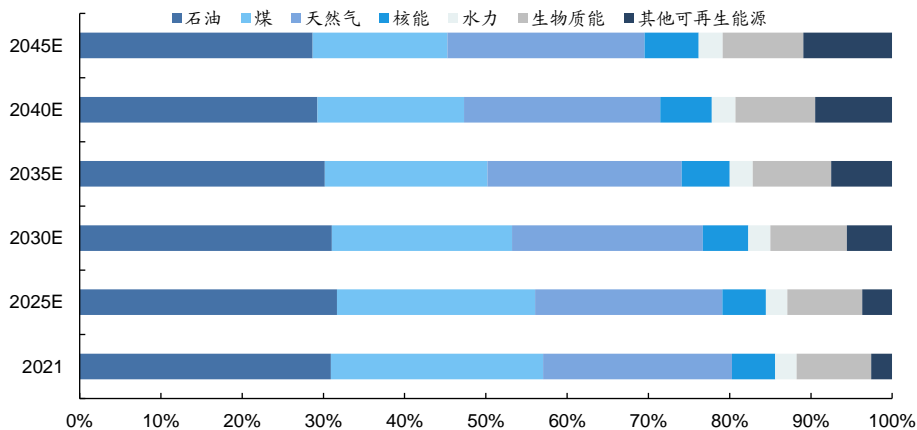
资料来源: Mcilvaine, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

从公司层面看, 公司工业阀门产品主要应用于化工、海工造船、LNG、多晶硅、管网运输等多个领域, 多下游需求共振恢复有望带动公司业绩持续提升。

2.3.1 石油、天然气及管道运输行业

石油及天然气在未来 20 年仍为全球主要一次能源, 预计 2045 年合计占比达 53%, 油气领域阀门需求具备长期支撑。根据 OPEC 发布的《全球石油展望 2045》, 预计到 2045 年石油、天然气仍然是全球占比最大的一次能源, 在一次能源中占比分别达到 28.7%、24.3%, 合计占比达到 53%。

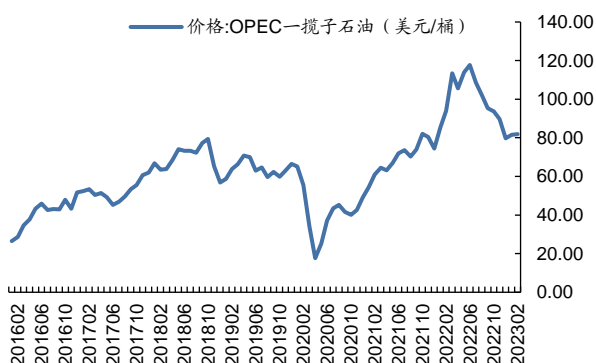
图表 19 2045 年石油、天然气在全球一次能源需求中占比合计达 53%



数据来源: OPEC, 华安证券研究所

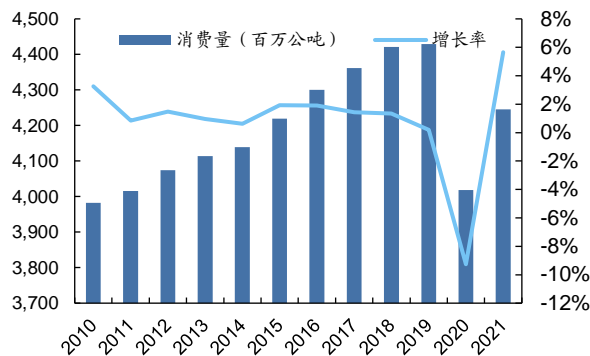
国际油价高位震荡, 需求有望恢复。2020 年受新冠冲击, 全球石油消费量降为 40.2 亿公吨, 同比下降 9.26%。2021 年市场逐步回暖, 全球石油消费量回升至 43.5 亿公吨, 同比增长 5.65%。在俄乌冲突、通货膨胀等多重因素影响下, 2022 年国际油价位于近八年历史高位。2023 年年初油价承压, 受 4 月初 OPEC 国家产量计划调整影响, 收紧供应, 油价有回升趋势。

图表 20 国际石油价格变动趋势



数据来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

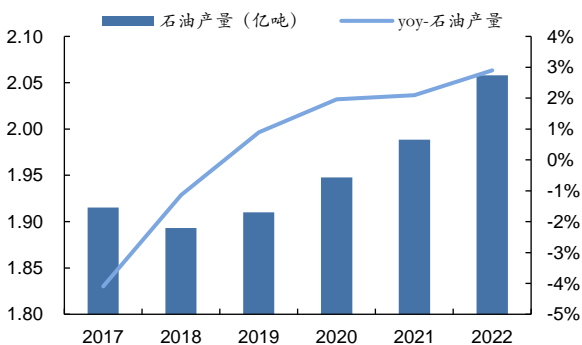
图表 21 2011-2021 年全球石油消耗量



数据来源: BP, Statista, 华安证券研究所

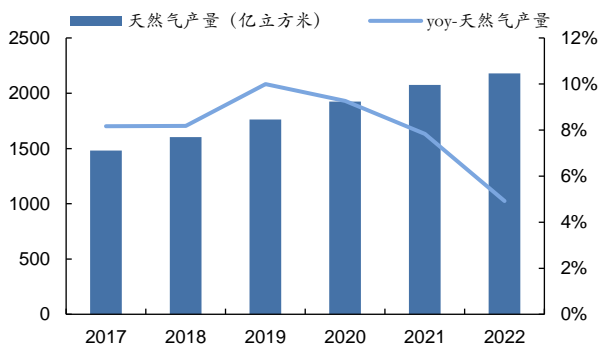
国内石油、天然气产量双增。我国油气产量平稳增长。2022 年原油累计产量 2.05 亿吨, 同比增长 2.9%, 增速加快 0.8pct; 天然气产量 2177.9 亿立方米, 同比增长 4.29%, 增速减缓 2.92pct, 2018-2022 年 CAGR 为 8.0%。

图表 22 我国石油产量稳步提升



数据来源: 国家统计局, 中国石油和化学工业联合会, 华安证券研究所

图表 23 我国天然气产量维持增长

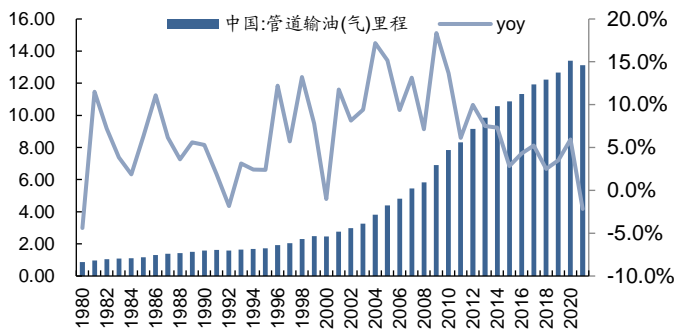


数据来源: 国家统计局, 中国石油和化学工业联合会, 华安证券研究所

油气运输管道建设有望加快, 公司充分受益。

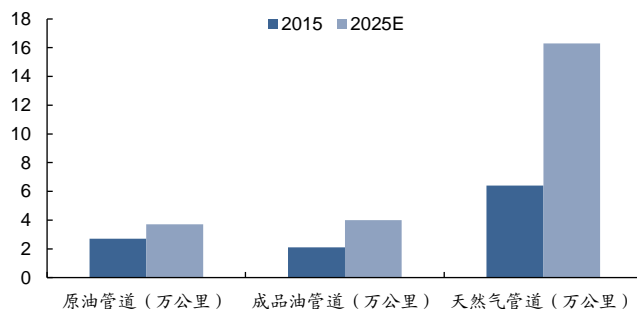
- 根据国家统计局数据, 截止 2021 年, 我国管道输油、输气里程达到 13.12 万公里, 比上年同比回落 2.2%, 2011-2021 年十年间复合增速达到 4.6%。
- 从中长期来看, 我国对油气管网有明确规划。根据国家发改委发布的《中长期油气管网规划》, 预计到 2025 年我国油气管网里程提升至 24 万公里, 其中原油、成品油、天然气管道里程数分别达到 3.7、4、16.3 万公里, 10 年间三类管网里程数复合增速分别达到 3.2%、6.7%、9.8%。油气管网建设持续推进有望带动管道行业阀门需求持续增长。

图表 24 我国管道输油(气)里程(万公里)



数据来源: wind, 国家统计局, 华安证券研究所

图表 25 我国油气管网规划情况



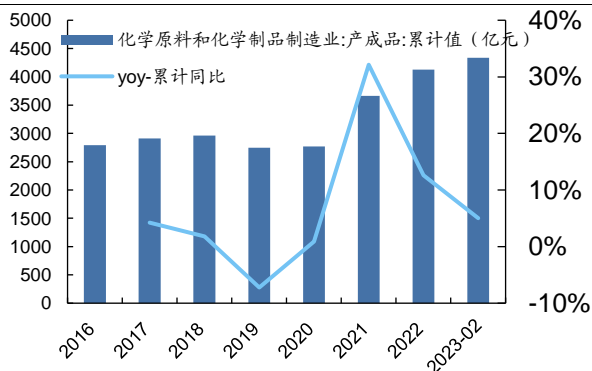
数据来源: 《中长期油气管网规划》, 华安证券研究所

2.3.2 化工行业

2022 年化学产成品累计同比增速下降, 行业景气度波动。

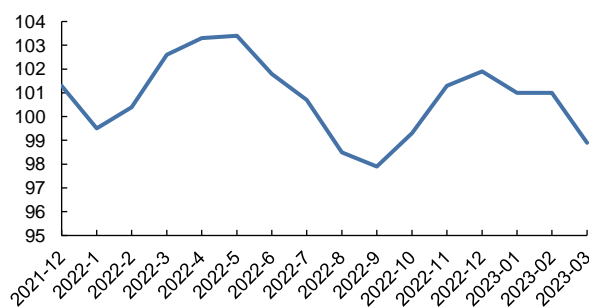
- 受新冠冲击, 我国化工累计产成品在 2019-2020 年间有所下滑, 2021 年加快生产恢复, 累计同比达到 32.13%。2022 年我国化学原料和化学制品制造业产成品累计值达 4125.7 亿元, 累计值同比增长 12.6%, 较 2021 年下降 19.51pct, 系油价高位、宏观经济增速放缓, 化工行业下游需求疲软所致。
- 从中国化工行业景气指数 (PCPI) 看, 2 月份, 我国化工行业综合景气指数终值为 101.0, 与 1 月份持平, 3 月化工需求改善未达到预期, 综合景气指数初值仅为 98.9 点, 较 2 月份下降 2.1 点。

图表 26 2016-2022 年化学原料和化学制品制造业产成品累计值



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 27 我国化工行业景气度波动



资料来源: 中国石油和化学工业联合会化工数据网, 华安证券研究所

远期化工行业扩产动力仍存, 产业结构升级推动阀门需求增长。

- 2007 年以来中国化工经历三轮扩产周期, 第一轮是 2008 年“四万亿”经济刺激计划, 30%以上; 第二轮是 2011-2012 年, 主要以新型煤化工为代表的带动投资热潮; 第三轮从 2018 年开始, 由炼化一体化的快速发展、龙头企业扩增产及低成本原材料

驱动等。

- 未来五年（2023-2027年），中国主要化工品将延续产能增长势头。根据卓创资讯统计，2025年及之后的5年左右，依然存在众多大型炼化项目在规划，对于行业扩产起到较强的推动作用。整体来看未来5-10年中国化工行业产能将维持增长态势，产能增速大概率呈现两头高中间低的趋势。
- 在产能提升背景下行业竞争加剧，新增产能将更加注重创新驱动、科学布局及绿色低碳，同时产品向高端化、差异化及多元化发展，有望持续带动阀门行业需求增长。

图表 28 2025 年后我国规划当中的炼化项目统计

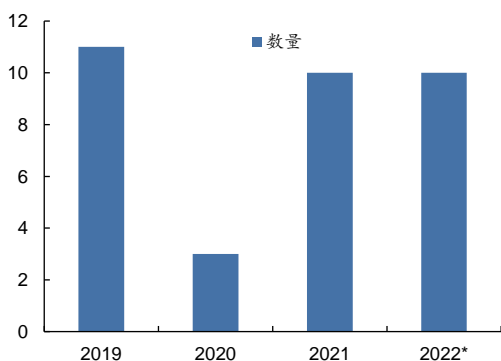
企业名称	装置名称	产能 (万吨)	预计投产日期	项目进展
中科炼化	常减压	1500	待定	规划
福建联合	常减压	1000	待定	规划
中化泉州	常减压	2000	待定	规划
古雷石化二期	常减压	1600	待定	规划
浙江石化三期	常减压	2000	待定	规划
岳阳炼化一体化	常减压	1500	待定	规划
东营炼化一体化	常减压	1000	待定	规划
延长集团	常减压	1000	待定	规划
总计		13600 万吨		

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

2.3.3 FPSO

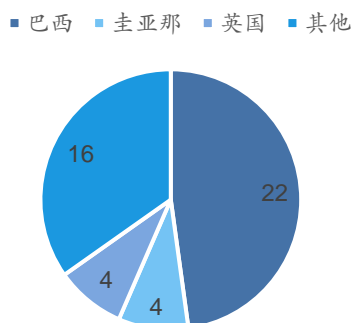
FPSO 项目订单数回升，未来预期乐观。 FPSO (Floating Production Storage and Offloading) 是集生产、储油、卸油为一体的海上浮式生产储卸油装置。2019 年全球 FPSO 订单为 11 个，2020 年受新冠疫情爆发影响 FPSO 订单量大幅下降仅为 3 个，2021 年市场迅速恢复，全球订单回升至 10 个。根据 GlobalData 测算，预计 2022-2027 年全球将有 56 个 FPSO 项目订单落地。FPSO 项目的大幅落地将持续支持此市场阀门需求高增。

图表 29 2019-2022* 年授予全球 FPSO 造船合同



数据来源：RystadEnergy, Statista, 华安证券研究所

图表 30 2022-2027 年 FPSO 项目预测

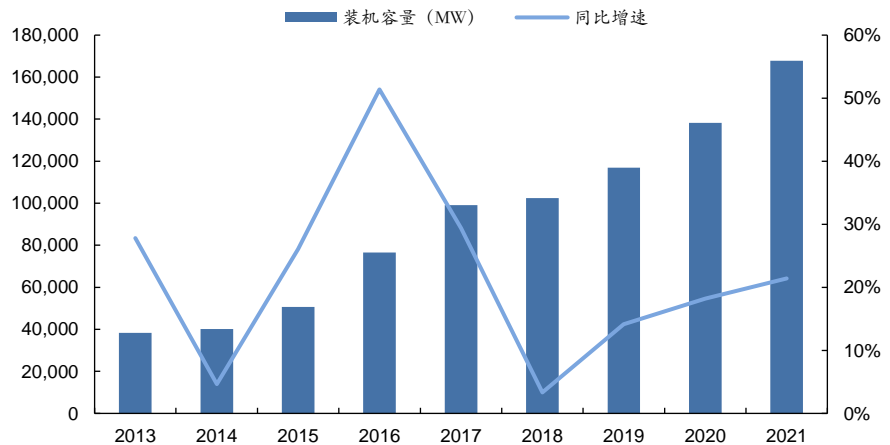


数据来源：GlobalData, Statista, 华安证券研究所

2.3.4 多晶硅

全球光伏市场持续增长，预计 2021-2026 年复合增速达到 15.9%。PV 是当今公认的有前途的可再生能源技术。过去十年，光伏从小规模利基市场发展成为主要可再生电力来源之一。2021 年，全球新增光伏装机容量为 167.8GW，同比增速为 21.42%。根据 SolarPowerEurope 预计，2026 年新增太阳能光伏装机容量将达到 351.2GW，2021-2026 年复合增速达到 15.9%。

图表 31 2013-2021 年全球新增太阳能光伏装机容量



资料来源: SolarPowerEurope, Statista, 华安证券研究所

国内市场需求旺盛，光伏装机量高增长。根据国家能源局发布 1-2 月份全国电力工业统计数据，我国 1-2 月光伏新增装机容量 20.37GW，同比增长 952%。截至 2 月底，全国累计发电装机容量约 26.0 亿千瓦，同比增长 8.5%。其中，风电装机容量约 3.7 亿千瓦，同比增长 11.0%；太阳能发电装机容量约 4.1 亿千瓦，同比增长 30.8%。中国光伏行业协会预计，2023 年全球光伏新增装机量将达到 280 至 330GW，我国光伏新增装机量将达到 95 至 120GW。

图表 32 2023 年 1-2 月全国电力工业统计数据一览表 (摘取)

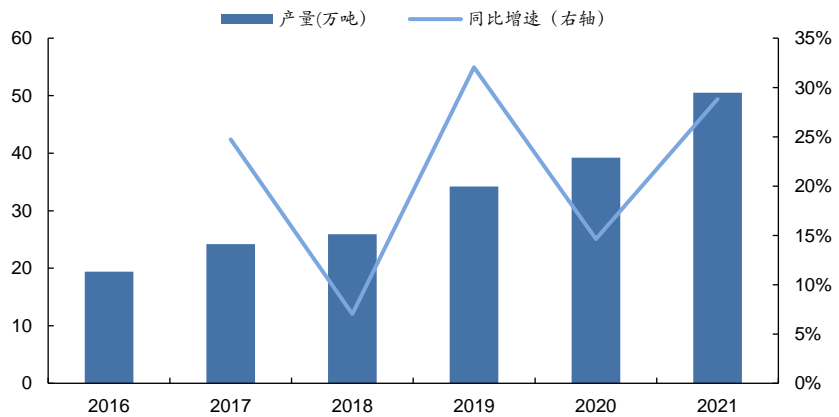
指标名称	单位	1-2 月累计	同比增长 (%)
全国发电装机容量	万千瓦	259993	8.5
其中: 水电	万千瓦	41425	5.5
火电	万千瓦	133786	3
核电	万千瓦	5557	4.3
风电	万千瓦	37126	11
太阳能发电	万千瓦	41304	30.8
新增发电装机容量	万千瓦	319	1162
其中: 水电	万千瓦	3511	-70
火电	万千瓦	570	97
核电	万千瓦	0	0

风电	万千瓦	584	10
太阳能发电	万千瓦	2037	952

资料来源：国家能源局，华安证券研究所

光伏扩张拉动多晶硅产品产量持续走高。我国多晶硅产业 2005 年以来在政策推动下起步，一路历经产能过剩、淘汰兼并，行业集中度不断提高。据中国光伏协会统计数据显示，2012 年以来，我国多晶硅产量持续增长，2021 年我国多晶硅产量提升至 50.5 万吨，同比增长 28.8%，2016-2021 年产量 CAGR 为 21.08%。

图表 33 2016-2021 年中国多晶硅产量



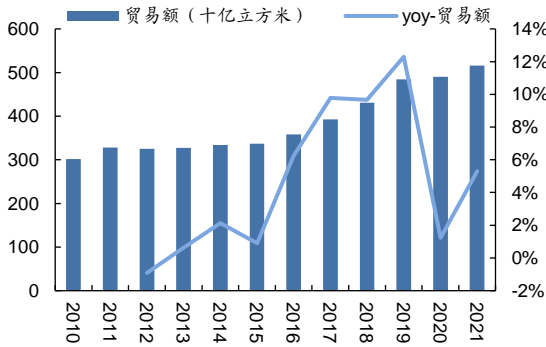
资料来源：AskCI Consulting, NetEase, Statista, 中国光伏产业协会, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

2.3.5 LNG

多种因素叠加下，全球 LNG 船需求“井喷”。在全球碳中和趋势下，天然气作为清洁能源，消费需求持续增长，LNG 贸易额增长拉升液化天然气储运船存量，促进了 LNG 船队大幅扩张。2022 年俄乌危机加剧了全球天然气市场的紧缺性，市场对 LNG 海运的需求进一步激增。

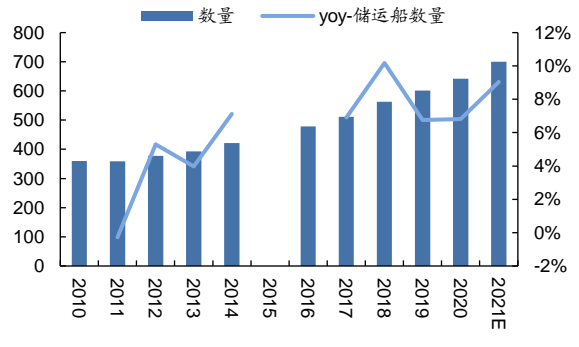
- 全球液化天然气贸易额持续增长，我国是 LNG 主要进口国。除 2020 年受新冠疫情冲击 LNG 贸易额增速有所下滑，全球液化天然气贸易额总体上呈现加速上行的趋势，2015-2021 年 GACR 为 7.36%。2021 年全球液化天然气贸易量达 5160 亿立方米，同比增速为 5.31%。澳大利亚是世界主要 LNG 出口国，出口量达 1080 亿立方米，中国是 LNG 的主要进口国，进口量超过 1090 亿立方米。
- LNG 贸易额增长拉升液化天然气储运船存量。2010-2021 年，全球液化天然气储运船数量稳增长，截至 2021 年达到 700 艘，较往年同期增加了 9.03%。液化天然气贸易量的上升拉动了邮轮数量的上升。
- 根据挪威 ParetoSecurities 短期预测，2023 年全球将需要大概 800 艘 LNG 运输船，从目前已签订的船舶建造订单来看，大部分订单交付时间集中于 2023-2024 年。全球 LNG 贸易市场远期发展需要，LNG 运力配套将有巨大空间。

图表 34 2010-2021 年全球液化天然气贸易额



资料来源: BP, Statista, 华安证券研究所

图表 35 2010-2021 年 LNG 天然气储运船数量



资料来源: GIIGNL, Statista, 华安证券研究所

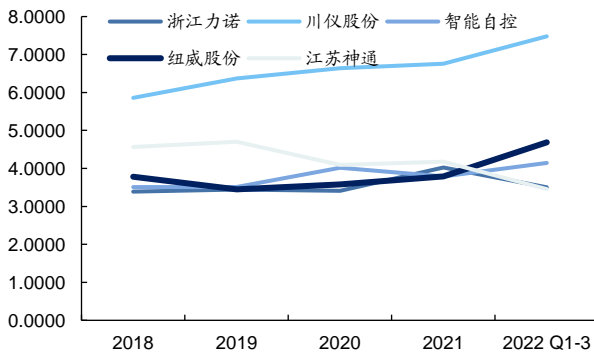
3. 公司发展: 多元布局助力公司长足发展

3.1 研发高投入, 持续突破高端产品及下游

研发持续高投入, 研发费用率稳步增长, 2022 年研发费用增长率位于可比公司首位。

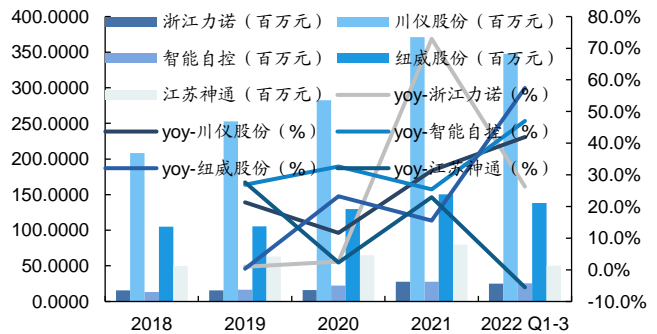
- 公司是国内工业阀门龙头企业, 我们选取国内阀门行业主要上市公司川仪股份、江苏神通、浙江力诺及智能自控为可比公司进行对比。
- 从研发费用来看, 公司研发费用率持续增长, 2022 年前三季度研发投入达 1.38 亿元, 同比增长 57.4%, 研发费用增速位于可比公司首位; 2022 年前三季度研发费用率达 4.68%, 相比 2021 年提升 0.9pct, 研发费用率位于可比公司第二位。

图表 36 公司研发费用率持续增长 (%)



数据来源: iFind, 华安证券研究所

图表 37 可比公司研发投入及增长



数据来源: iFind, 华安证券研究所

多领域高端阀门稳步推进, 公司行业竞争力持续增强。

- 从产品端来看, 公司持续扩大高附加值阀门生产能力, 突破高端阀门技术。公司致力于为客户提供全套工业阀门解决方案, 产品品种覆盖闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、API6A 阀、水下阀、安全阀及核电阀等十大系列, 规格型号达到 5000 多种, 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。公司于 2020 年投资新建的纽威流体控制（苏州）有限公司主要生产各类蝶阀等高性能、高附加值产品，新工厂在加工、装配、压力试验、油漆等工序引进先进设备，提高加工质量、加工精度及生产能力。

图表 38 2021-2022 年公司主要产品突破情况

产品及技术	项目	具体描述
球阀	完成首批大口径硬密封全焊接球阀国产化	天然气介质中不可避免会混入颗粒物或杂质，阀门软密封材料被硬质颗粒物损伤而导致内漏的情况时有发生，而拆卸检修已安装的全焊接球阀需要停线放空，并对多条焊缝进行切割，作业困难且安全风险高。2021 年公司研制的首批大口径硬密封全焊接管线球阀顺利通过功能测试并交付业主使用，为有防颗粒磨损要求的天然气管线客户提供了新的国产解决方案。
	公司程控高频球阀产品再突破	自 2018 年高频程控球阀 3x2BSM6 成功替代进口产品以来，纽威股份已连续为国内某个炼化装置供货 5 批多台高频程控球阀且运行良好，得到了客户认可。为了满足市场需求，2021 年纽威成功研发了 4BSK15 样机，并已通过壳体试验和密封试验(8MPa)，目前送至客户项目现场。
	公司高温高压浮动球阀成功通过劳氏认证	2021 年 7 月纽威股份研发的高温高压浮动球阀样机在英国劳氏船级社的见证下，成功通过 550℃、650℃ 高温循环试验，试验过程严格按照 API 6D (ISO 5208) 进行，并顺利通过 ISO 5208 A 级要求。
蝶阀	大口径高温蝶阀填补国内空白	公司成功交付 40" 300LB 大口径高温吹扫三偏心蝶阀。该阀门设计温度高达 683℃，常用于高温蒸汽，丙烷脱氢，火电等高温工况。针对客户特殊的密封面及阀杆吹扫要求，设计上采用理论计算、有限元分析、热立场分析，流体分析等，生产上通过对过程中的关键尺寸把控及各部门通力协作，实现高温下双向密封。 此项目打破了进口厂家在高温蝶阀领域上的垄断，填补了国内空白。
调节阀	高粘度角式调节阀业绩突破	该产品应用于高性能苯乙烯装置，其介质粘度高，易结晶，对阀门的流通、调节和防卡性能要求极高。经过和设计院、用户、制造商等多方面反复交流，最终形成完善的技术方案。经过产品详细设计、制造、装配、试验等环节，最终保质保量的为客户提供了相应的调节阀产品， 实现这一高性能调节阀的国产化问题。
	硬化涂层技术	在高温、颗粒、腐蚀等苛刻工况，金属硬密封阀门球阀广泛应用，HVOF（超音速火焰喷涂）技术是金属涂层制备的关键技术，经过艰苦卓绝的探索与研究， 纽威实现了从外购为主，到内部制备与外部采购相结合的历史目标。 在高端喷涂领域积累了很多成熟经验，实现了硬密封喷涂球座自主成套的伟大目标。成本降低，质量提升等举措也进一步推动纽威实现降本增效的总方针。

数据来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 公司高压耐磨球阀



数据来源：苏高新科技，华安证券研究所

图表 40 公司低温阀产品



数据来源：苏高新科技，华安证券研究所

- 从下游应用端来看，公司持续开拓下游领域高端产品，提升下游覆盖。工业阀门下游应用领域众多，广泛应用于海工造船、LNG、核电、石油等多个下游，公司针对不同下游持续拓展产品供给，拓展下游应用。

图表 41 2021-2022 年公司主要下游高端项目突破情况

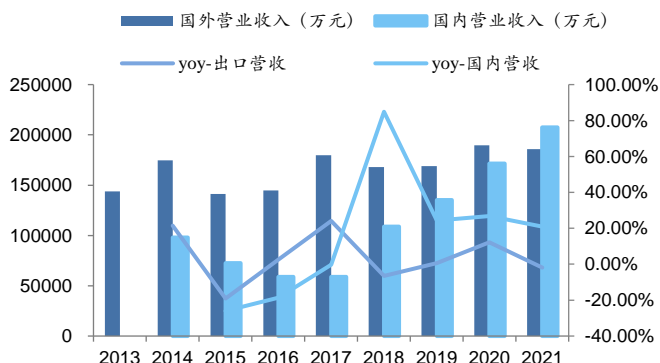
行业	项目
核电	<p>高精尖核电阀门持续输出海外核聚变项目。2022 年上半年，公司承接的英国 HPC 项目顺利完成验收与发运，成为国内首个成功给欧洲提供核级阀门的中国厂家。公司再次与国际热核实验反应堆组织(ITER Organization)签订了一系列新的供货合同，供货范围由之前的气动球阀与电动截止阀又增加了气动蝶阀。另外，公司今年 6 月初，也正式收到了英国某重要客户的项目供货邀请函，继 HPC 项目之后，有机会再次进军国际核电市场。</p>
海工	<p>2022 年上半年，纽威石油设备在海工领域获得新突破。一方面，由纽威石油设备独立研制的 3000 米水深级别水下阀门被客户正式批准。该项国际批准意义重大，将纽威水下阀门的覆盖水深扩展至 3000m 超深水级别，温度覆盖范围扩大到 -46 °C ~150 °C，可覆盖现阶段全球所有水下工况，同时也标志着中国自主研发制造的深水阀门首次获准进入国际市场，是我国阀门行业发展的又一重要里程碑。另一方面，在 FPSO 领域，石油设备成功接到巴西某重要客户的 FPSO 项目，将纽威自主研发生产的高压自力式控制阀门推向国际市场。</p>
天然气	<p>天然气压缩机所配套的超高压先导式安全阀开发。2022 年初公司开始研发超高压先导式安全阀，并于近期通过了最终试验，完成了该产品的研发工作。目前该先导式安全阀已完成交付，运用于往复活塞式压缩机组的工艺管路，属于四级排气安全阀，连接方式为 ZY-LOC 卡兰连接，具有回流保护功能，并且可以达到 44Mpa.G 的整定压力。</p>
LNG	<p>公司向国内某 LNG 项目顺利交付了多台侧装式超低温三偏心蝶阀,其中最大规格到 NPS 30 CLASS 150。产品通过了常温试验、-196°C 的超低温密封及低泄漏试验、回常温高压气体密封等试验，所有技术指标符合客户要求。公司现已形成包含球阀、蝶阀、闸截止阀在内的全套超低温阀门系列，在国内外天然气、空分领域得到了广泛应用与客户认可。</p>
氢能	<p>公司首批液氢阀门已通过第三方测试并获得客户订单。公司设计的截止阀通过了第三方机构的液氢测试，并获得首笔订单。该批液氢阀门将被安装在全球首个高真空绝热薄膜式液氢储存模拟舱中。与常规的低温阀门不同的是，液氢阀门的材料、生产、工艺、检验和工艺流程都更加严格，且设计结构存在着明显的差异。</p>
石油	<p>公司自力式阀门在中原储气库项目上实现了业绩突破，并以此开拓了塔里木和川西南市场。水下产品在 2021 年内实现多个首次突破，如：首台液动阀门应用、球阀齿轮箱自主化、干式采油树设计、国外 EPC 批准认可等。</p>

数据来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 多点布局+完善资质获取助力海内外市场双箭齐发

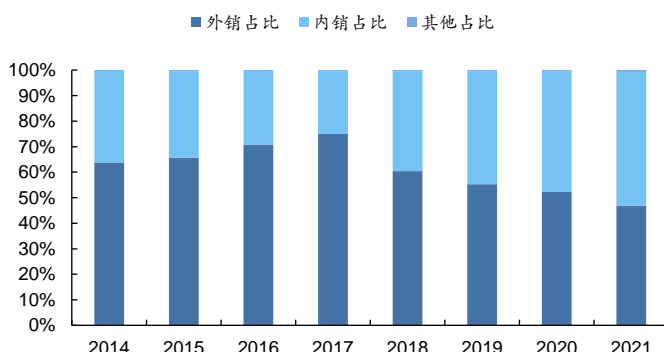
国内外市场同步推进，国内营收持续高增长，海外营收波动恢复。公司国内营业收入由 2016 年的 5.9 亿元增长到 2021 年的 20.7 亿元，占收入比从 28.82% 升至 53.35%，CAGR 为 28.6%，国内市场受益于政策支持等因素实现高速增长。受海外关税政策及疫情等多重影响，公司海外营收呈现波动态势，2021 年出口营收为 18.6 亿元，较往年同期下降 1.98%。随公司海外市场拓展不断加深，公司海外营收有望企稳恢复。

图表 42 2016-2021 年国内外营收及增速



资料来源: 同花顺 ifind, 华安证券研究所

图表 43 2017-2021 年内外销占比变化

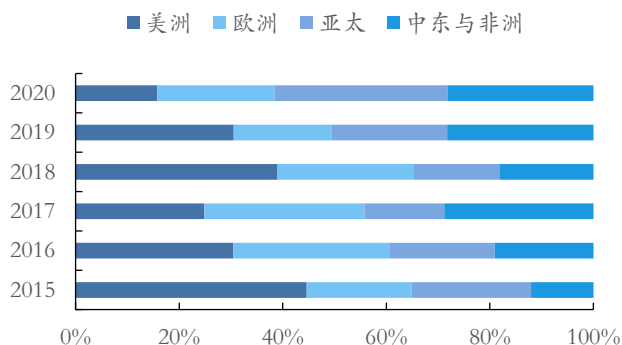


资料来源: 同花顺 ifind, 华安证券研究所

海内外因产品结构不同利润水平有所差别, 亚太、中东与非洲为主要海外市场。

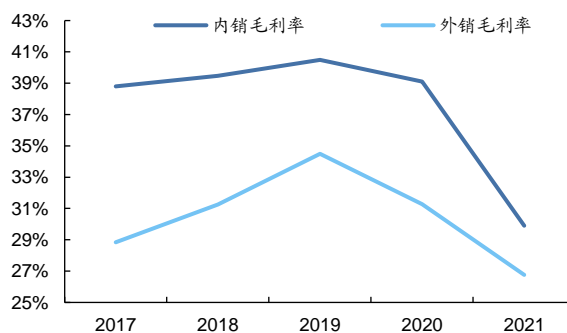
- 公司海外营收区域分布变动较大, 2018 年中美贸易摩擦加剧, 公司部分出口美国产品被加征关税导致公司北美业务受到一定影响, 公司美洲区域收入下滑。公司加大对其他出口区域开拓, 2019、2020 年亚太区、中东与非洲区收入持续增长, 成为公司出口主要区域。2020 年亚太区域、中东与非洲区域营收分别达到 6.3 亿元、5.3 亿元, 在四个海外区域中占比分别达到 33.4%、28.1%。
- 因产品结构差异, 公司内销毛利率高于外销毛利率。随产品结构的不断调整, 公司内外销毛利差有所下降, 2021 年内销毛利率为 29.90%, 外销毛利率为 26.76%, 毛利差相较往年下降 4.69pct。

图表 44 2015-2020 年公司海外营收分布



资料来源: 同花顺 ifind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 45 公司内外销毛利变化



资料来源: 同花顺 ifind, 华安证券研究所

海外布局完善, 多地子公司设立助力海外销售延续。根据公司官网披露, 截止目前公司已在荷兰、美国、意大利、新加坡、迪拜、尼日利亚及越南设立分子公司, 全面覆盖北欧、美洲、南欧、东南亚、澳大利亚、新西兰、中东、印度、西非、东非等多个市场, 本地化团队建设有利于发展和维护健康的销售渠道, 扩宽公司服务网络, 维持海外市场的稳定销售。

图表 46 公司海外子公司建立情况

公司海外分子公司	覆盖区域	成立时间	业务范围
纽威阀门 (荷兰)	北欧	2011	公司致力于为欧洲的业主、工程公司提供本地化的工业阀门解决方案。
纽威阀门 (美国)	美洲	2009	公司致力于为石油天然气、化工、管线、电力等行业提供专业的工业阀门解决方案。公司已经与南美和北美的主要业主和工程公司开展合作,并持续提供服务支持。
纽威阀门 (意大利)	南欧	2012	主要负责南欧和北非市场的品牌推广和阀门销售,为石油天然气、化工、管线、电力等行业提供服务和支持。
纽威阀门 (新加坡)	东南亚&澳大利亚&新西兰	2013	公司位于以上区域的中心地带,其地理优势帮助纽威能够为时间为该区域的客户提供高效的服务。
纽威阀门 (迪拜)	中东&印度	2013	中东地区石油天然气储量丰富,业主不断开发新的油田气田,下游设施也在持续建造。纽威迪拜为当地业主、工程公司提供了全套的工业阀门解决方案,致力于帮助客户实现项目建设和运行的目标。
纽威阀门 (尼日利亚)	西非&东非	2019	分公司立足于从尼日利亚,定标非洲市场的石油天然气、化工、管线和 FPSO 行业,旨在为石油巨头、当地石油天然气业主和 EPC 提供全套工业阀门的解决方案。
纽威阀门 (越南)	-	-	仅销售 API 6A 阀门产品

资料来源:公司官网,华安证券研究所

公司相关资质进一步完善。公司上市前即已获得阀门行业 API4D、API6A、欧盟 CE-PED 证书、NORSOK 等多项认证。近年来公司资质认证进一步完善,于 2019 年获得核级截止阀、蝶阀、闸阀、球阀等证书,资质及认证的完善持续助力公司长足开拓市场。

图表 47 公司资质认证情况

时间	资质及认证
2014 年及之前	挪威船级社 (DNV) 的 ISO9001 认证;美国石油学会的 API 6D、API 6A 认证;美国 ABS 船级社和法国 BV 船级社的船用阀门设计和制造批准;欧盟 CE-PED 证书 (第四类, HE 模式,法国船级社 B.V.颁发) 和 TA-Luft 认证
2014 年及之前	通过 TA-Luft 阀门低泄漏认证,并通过壳牌石油公司的现场测试和批准;产品获得法国国家试验室 CETIM 颁发的 ISO15848 低泄漏证书
2014 年及之前	通过 NORSOK 认证
2014 年及之前	ASME 认证核电阀门 N 钢印及 NPT 钢印资格
-	API6DSS 及 API17D 证书
2015	已完成 (Shell) PR11 DNV 认证
2017	试验已通过 DNV 认证
2019	一级民用核安全机械设备设计/制造许可证
2019	核 1 级截止阀、止回阀的证书,核 2 级蝶阀证书
2019	核 1 级闸阀证书、核 2 级球阀证书
2020	获得了 NPS24Class600 以内超低温球阀供货资质
2020	通过 SHELLDVT 认证
2020	ISO15848, API607 防火,低温球阀 TS 扩证

2021	API 6D (ISO 5208)
2021	通过 SHELL TAT 认证

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 产业链延伸提供稳健助力

公司持续向产业链上游延伸开拓，提升上游研发、生产及供货能力。公司向阀门产业链上游进行延伸，新投建的纽威精密锻造（溧阳）有限公司一期与二期工程已全面竣工并投产运行，公司的阀门铸件和锻件的供货能力将进一步提升的同时成功开发出大口径阀盖异形环锻件、球体异形辗环锻件、风电偏航制动盘、风电异形轴承环锻件等难度较大且市场需求较大的产品。

图表 48 公司向产业链上游延伸覆盖铸件、锻件生产

公司名称	占地面积	产能	产品	业务性质
纽威工业材料（苏州）有限公司	112500 平方米	25000 吨/年	砂铸件	铸件制造
纽威工业材料（大丰）有限公司	48000 平方米	7000 吨/年	精铸件	铸件制造
纽威精密锻造（溧阳）有限公司	45500 平方米	5 万吨/年	精密锻件	锻件制造

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4. 投资建议

4.1 基本假设与营业收入预测

核心假设：

- 阀门业务：**2022 年上半年受疫情影响，公司营业收入增速有所放缓，2023 年受益于行业需求恢复及公司产能释放的搭配，公司阀门营业收入增长有望提速。由此我们预测公司阀门业务 2022-2024 年营收增速分别为 7.5%/18%/18%，毛利率分别为 29.7%/30.2%/30.7%。
- 零件业务：**零件业务有望随与主营阀门业务增长扩大规模，我们预测 2022-2024 年公司零件业务增速分别达到 4%/10%/10%，毛利率分别为 26.9%/27.4%/27.9%。
- 锻件及铸件业务：**公司在产业链角度持续提升铸件及锻件上游产业链配套能力，随铸件及锻件产能释放，未来有望平稳增长，我们预测 2022-2024 年锻件业务增速分别为 3%/10%/10%，铸件业务增速分别为 4%/10%/10%。

基于以上预测逻辑，我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 42.5/49.96/58.75 亿元，同比增速分别为 7.28%/17.55%/17.58%，公司整体毛利率分别为 28.5%/29.11%/29.64%。公司营收及毛利拆分情况见下表。

图表 49 公司收入及毛利预测

项目	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
阀门业务	营收 (百万元)	3426	3695	3973	4688	5531
	同比增速 (%)	20.2%	7.9%	7.5%	18.0%	18.0%
	毛利率 (%)	35.6%	29.2%	29.7%	30.2%	30.7%
零件业务	营收 (百万元)	124	128	133	146	161
	毛利率 (%)	36.8%	26.4%	26.9%	27.4%	27.9%
锻件业务	营收 (百万元)	61.0	107.6	110.9	122.0	134.2
	毛利率 (%)	-2.8%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
铸件业务	营收 (百万元)	0.2	1.5	1.5	1.7	1.9
	毛利率 (%)	6.7%	27.5%	28.0%	28.5%	29.0%
公司总体情况	公司总营收 (百万元)	3632.2	3961.7	4250.2	4996.3	5874.8
	同比增速 (%)	18.8%	9.1%	7.3%	17.6%	17.6%
	公司总毛利率 (%)	34.5%	27.8%	28.5%	29.1%	29.6%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

4.2 估值和投资建议

我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 42.5/49.96/58.75 亿元, 归母净利润分别为 4.72/6.03/7.44 亿元, 以当前总股本计算的摊薄 EPS 为 0.63/0.81/0.99 元。

公司当前股价对 2022-2024 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 21/16/13 倍, 工业阀门行业主要可比上市公司为川仪股份、江苏神通、浙江力诺、智能自控, 由于浙江力诺与智能自控暂无一致预期, 我们新增迪威尔为公司可比公司, 迪威尔主营进口及采油树专用件含采油树阀、油管头、深海设备专用件含深海采油树、连接器、管汇、阀体等产品, 业务布局与公司具有相似性。

考虑公司作为国内工业阀门龙头企业, 产能扩张助力公司规模效应持续提升, 公司盈利能力持续恢复, 在工业阀门主要下游国内外需求恢复背景下有望获得更高竞争优势, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 50 可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 PE		
				22E	23E	24E	22E	23E	24E
603100.SH	川仪股份	163.29	41.34	1.37	1.68	2.02	30	25	20
002438.SZ	江苏神通	64.41	12.69	0.51	0.71	0.92	25	18	14
688377.SH	迪威尔	62.12	31.91	0.70	1.31	1.88	45	24	17
平均值		-	-	-	-	-	33	22	17
603699.SH	纽威股份	99.18	13.24	0.63	0.81	0.99	21	16	13

资料来源: iFind, 华安证券研究所, 截止 2023 年 4 月 14 日
除纽威股份外, 其他公司来源于 ifind 一致预期。

风险提示

1. 公司下游需求不及预期风险。公司以石油天然气领域的全球工业阀门市场为切入点，历经多年发展已形成独特竞争优势，公司产品主要应用于石油开采与炼制、油气运输管线等石油天然气相关行业，石油天然气行业的周期波动对公司产品销售有重要影响。公司积极开展电力、化工、新能源等应用领域，且已进入核电阀门领域，如果公司核心下游需求不及预期，则会对公司业绩产生较大影响。

2. 成本上升风险。受国际宏观经济影响及上游原材料成本波动影响，再叠加国内整体人工成本上升等因素的综合影响，将会对公司未来的毛利润产生一定的影响。

3. 汇率波动风险。公司产品出口占比比重较大，由于公司出口以美元结算，人民币升值将使公司外币资产换算为人民币时数额减小，产生汇兑损失，汇率风险将直接导致公司以人民币币种反映的资产及收入减少。

财务报表与盈利预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,161	6,586	6,356	8,194	营业收入	3,962	4,250	4,996	5,875
现金	439	462	543	638	营业成本	2,858	3,039	3,542	4,133
应收账款	1,614	2,597	2,544	3,291	营业税金及附加	27	30	35	41
其他应收款	16	17	20	24	销售费用	300	332	389	456
预付账款	59	63	73	85	管理费用	146	166	189	222
存货	1,541	2,949	2,673	3,565	财务费用	(4)	(128)	(150)	(176)
其他流动资产	38	85	100	117	资产减值损失	(2)	(5)	(6)	(7)
非流动资产	1,747	1,914	1,857	1,976	公允价值变动收益	1	1	1	1
长期投资	14	14	14	14	投资净收益	(25)	(2)	(1)	(1)
固定资产	1,245	1,183	1,158	1,222	营业利润	434	546	686	847
无形资产	158	305	368	467	营业外收入	0	1	1	1
其他非流动资产	31	30	35	41	营业外支出	1	14	8	11
资产总计	5,908	8,500	8,214	10,170	利润总额	433	533	679	837
流动负债	2,850	5,543	5,446	7,636	所得税	54	57	72	89
短期借款	813	2,203	1,854	3,398	净利润	380	477	606	748
应付账款	824	1,556	1,814	2,116	少数股东损益	2	4	3	4
其他流动负债	89	204	176	245	归属母公司净利润	377	472	603	744
非流动负债	75	120	120	120	EBITDA	555	566	701	852
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.63	0.81	0.99
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2,925	5,663	5,566	7,756					
少数股东权益	56	60	63	67					
股本	749	749	749	749					
资本公积	807	807	807	807					
留存收益	1,000	809	566	265					
归属母公司股东权益	2,927	2,776	2,584	2,347					
负债和股东权益	5,908	8,500	8,214	10,170					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	692	(680)	1,178	(350)
净利润	380	477	606	748
折旧摊销	125	147	165	181
财务费用	(4)	(128)	(150)	(176)
投资损失	2	1	1	0
营运资金变动	189	(1,177)	555	(1,103)
其他经营现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(479)	(237)	(103)	(293)
资本支出	183	183	104	143
长期投资	(135)	72	(1)	(1)
其他投资现金流	(528)	(492)	(206)	(435)
筹资活动现金流	(167)	940	(994)	739
短期借款	186	1,390	(349)	1,544
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	(1)	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他筹资现金流	(362)	(450)	(645)	(805)
现金净增加额	46	23	81	95

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	9.07%	7.28%	17.55%	17.58%
营业利润	-29.93%	25.78%	25.48%	23.60%
归属于母公司净利润	-28.46%	25.15%	27.66%	23.45%
获利能力				
毛利率(%)	27.85%	28.50%	29.11%	29.64%
净利率(%)	9.58%	11.21%	12.13%	12.74%
ROE(%)	12.90%	17.02%	23.34%	31.72%
ROIC(%)	14.61%	18.33%	11.68%	8.27%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.51%	66.63%	67.77%	76.26%
净负债比率(%)	9.02%	61.39%	49.33%	116.05%
流动比率	1.46	1.19	1.17	1.07
速动比率	0.92	0.66	0.68	0.61
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.59	0.60	0.64
应收账款周转率	2.61	2.02	1.94	2.01
应付账款周转率	5.10	3.57	2.97	2.99
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.63	0.81	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	(0.91)	1.57	(0.47)
每股净资产(最新摊薄)	3.91	3.71	3.45	3.13
估值比率				
P/E	26.5	21.0	16.4	13.3
P/B	3.4	3.6	3.8	4.2
EV/EBITDA	18.53	20.59	16.02	14.88

资料来源: Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。