# 纽威阀门（603699）

机械设备

证券研究报告　新股询价报告

发布日期：2014 年 01 月 06 日 星期一


爱建证券有限责任公司

研究发展总部

研究员：刘孙亮

Tel: 021-32229888-25517

E-mail: liusunliang@ajzq.com

执业编号：S0820513120002


## 建议询价区间：

**15.31-18.4 元**

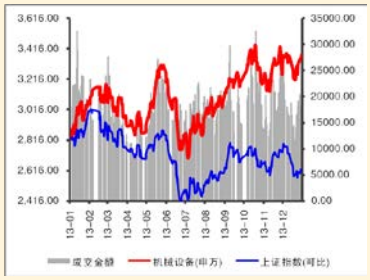
**发行数据**

| | |
|---|---|
| 发行前总股本 | 70,000 万股 |
| 本次发行不超过 | 12,000 万股 |
| 发行后总股本不超过 | 75,000 万股 |
| 发行时间 | 2014-01-09 |

| 发行后主要股东 | 比例 |
|---|---|
| 苏州正和 | 56.030% |
| 通泰香港 | 27.597% |
| 大通机械 | 0.373% |
| 流通 A 股 | 6.67% |

**数据来源：**公司招股说明书，爱建证券研究发展总部

**行业趋势**




数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

## 龙头企业，募投旨在产能扩充

### 报告要点

❑**国内是国内获得权威机构认证最多的企业。**目前公司年设计配套生产能力达 25 亿人民币左右，占细分市场份额的 30%，排名国内同行业首位。

❑**公司拟在 A 股上市而变更股权结构。**公司本次公开发行不超过 12,000 万股股份，其中预计公司公开发行新股的数量为 5,000 万股（根据本次发行的定价结果，公开发行新股的数量可能需要进行相应调整），预计公司股东公开发售股份的数量上限为 7,000 万股。

❑**行业集中度较低，高端市场呈现垄断竞争格局。**当下我国是全球阀门生产企业最多的国家，总数超过 2,500 家，对阀门的年需求总量接近 100 亿美元。但是行业集中度较低，排名前 10 名的企业只占到总行业的 10%。

❑**能源的需求将促使国内阀门市场需求量增长。**由于石油化工和能源领域的快速增长，阀门市场将引来新的增长点。对于发展中国家，特别是中国来说，巨大的能源需求与消耗量只有通过开采和利用各种燃料来满足，催生阀门市场进入高速需求的时代。

❑**公司是国内阀门生气领域的龙头企业，市场竞争力强大。**2013 年 1-9 月公司销售收入位居国内生产阀门企业的第一位。公司的核心竞争力在于其领先的阀门生产技术，其中包括闸阀、截止阀、球阀、蝶阀、锻钢阀、止回阀等产品。

❑**公司毛利率与原材料挂钩，汇率变化成为最大盈利风险。**公司海外销售收入的占比正在逐年增加，海外销售额占到总销售额的 70%以上、公司 50%的订单来自海外市场。但是值得关注的是，由于受到人民币不断升值的影响，公司外汇汇兑存在损失风险。

❑我们预计公司 2013、2014 年公司的 EPS 分别为 **0.60** 元、**0.67** 元。结合行业平均估值水平，我们给予 2014 年行业平均 PE 为 25.52-30.67 倍为估值标准，预计新股发行的目标位为 **15.31-18.4** 元。

❑ **风险提示。**1、受到原材料价格波动的影响，公司毛利率出现大幅下滑；2、受到汇率波动的影响，海外业务利润贡献率降低；3、阀门需求疲弱，市场需求减少。

**财务和估值数据摘要**

| 单位:百万元 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1916.75 | 2198.25 | 2545.58 | 2931.74 |
| *增长率(%)* | 73.54% | 14.69% | 15.80% | 15.17% |
| 归属母公司股东净利润 | 188.21 | 291.56 | 418.05 | 470.96 |
| *增长率(%)* | 0.78 | 0.55 | 0.43 | 0.13 |
| 每股收益(EPS) | 0.27 | 0.42 | 0.60 | 0.67 |
| 净资产收益率(ROE) | 20.90% | 28.26% | 30.43% | 26.77% |
| 市盈率(P/E) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 市净率(P/B) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

数据来源：爱建证券研究发展总部

## 一、公司介绍

### 1.1 国内是国内获得权威机构认证最多的企业

公司于2002年在苏州成立，是中国最大的阀门制造商和出口商，前身是苏州纽威阀门有限公司。2009年公司拟在境内A股市场首次公开发行股票并上市，因此进行了股权结构的调整，自此更名为苏州纽威阀门股份有限公司。目前公司主营产品主要覆盖闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、安全阀、核电阀、井口设备以及各种特殊阀，广泛应用于石油天然气、化工、电力、船舶、采矿、水处理、工业系统等领域。目前公司年设计配套生产能力达25亿人民币左右，占细分市场份额的30%，排名国内同行业首位。同时，公司所生产的阀门通过了API 、ISO、美国ASME、欧盟CE–PED、ATEX、TA LUF，以及俄罗斯GOST认证，也是国内阀门行业获得国际权威机构认证数最多的企业。

### 1.2 公司拟在A股上市而变更股权结构

公司本次公开发行不超过12,000 万股股份，其中预计公司公开发行新股的数量为5,000 万股（根据本次发行的定价结果，公开发行新股的数量可能需要进行相应调整），预计公司股东公开发售股份的数量上限为7,000 万股。

公司前身“苏州纽威阀门有限公司” 是由纽威国际集团出资设立的外商独资企业，注册资本为210 万美元。2009年，苏州纽威阀门有限公司拟在境内A 股市场首次公开发行股票并上市，因此对公司的股权结构进行了调整，公司的控股股东变更为境内企业，而公司则整体变更为外商投资股份公司；另一方面，公司引进九家创投公司和大通机械作为公司新晋股东，同时为了完全去除英属维尔京群岛企业持股的架构而将部分转让给通泰香港，从而优化了公司整体的股东结构。

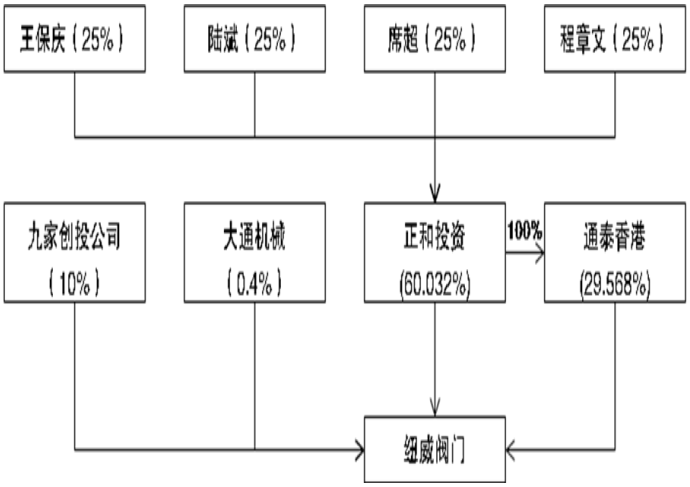
图表 1 纽威阀门股东出资金额与比例

| 名称 | 出资额（万美元） | 出资比例 |
|---|---|---|
| 苏州正和投资有限公司 | 1978.51 | 60.0320% |
| 通泰（香港）有限公司 | 974.49 | 29.5680% |
| 苏州高新国发创业投资有限公司 | 59.1556 | 1.7949% |
| 苏州吴中国发创业投资有限公司 | 56.3377 | 1.7949% |
| 吴江东方国发创业投资有限公司 | 42.2549 | 1.2821% |
| 苏州工业园区辰融投资有限公司 | 42.2549 | 1.2821% |

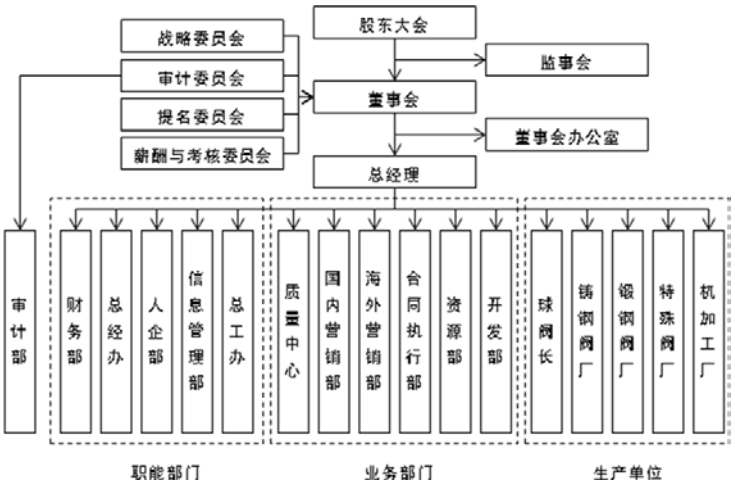
| | | |
|---|---|---|
| 苏州合融创新资本管理有限公司 | 38.0265 | 1.1538% |
| 苏州恒融创业投资有限公司 | 28.1689 | 0.8547% |
| 上海盛万投资顾问有限公司 | 28.1689 | 0.8547% |
| 苏州国润创业投资有限公司 | 21.1258 | 0.6410% |
| 苏州蓝壹创业投资有限公司 | 14.0827 | 0.4273% |
| 大丰市大通机械有限责任公司 | 13.183 | 0.0400% |
| **合计** | **3295.7589** | **100%** |

数据来源：公司招股说明书，爱建证券研究发展总部

图表 2 公司股东结构图




图表 3 公司内部组织结构图



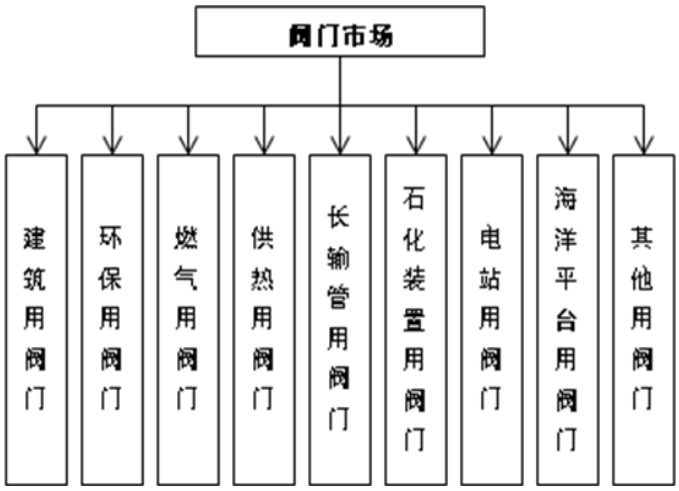

数据来源：公司招股说明书，爱建证券研究发展总部

## 二、行业现状

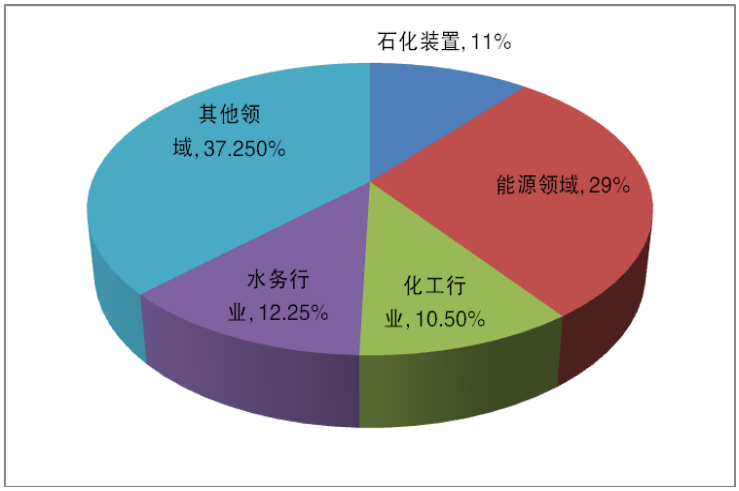
### 2.1 行业集中度较低，高端市场呈现垄断竞争格局

阀门是工业成套装备中的重要组成部分，主要用于介质间的切断、节流、调压和改变流动方向。目前阀门主要应用于石油、化工、电站、长输管线、燃气开采等领域。因此，阀门的优劣等级直接影响到运输装备的工作效能、环境安全、传输效果。目前阀门品种市场可细分为：城市建筑用阀门、环保用阀门、燃气用阀门、供热用阀门、长输管用阀门、石化装置用阀门、电站用阀门、海洋平台用阀门等；阀门应用领域则分为：高端市场、中端市场、低端市场。

图表 4 阀门行业细分领域




图表 5 国内阀门市场需求占比




数据来源：国家统计局，爱建证券研究发展总部

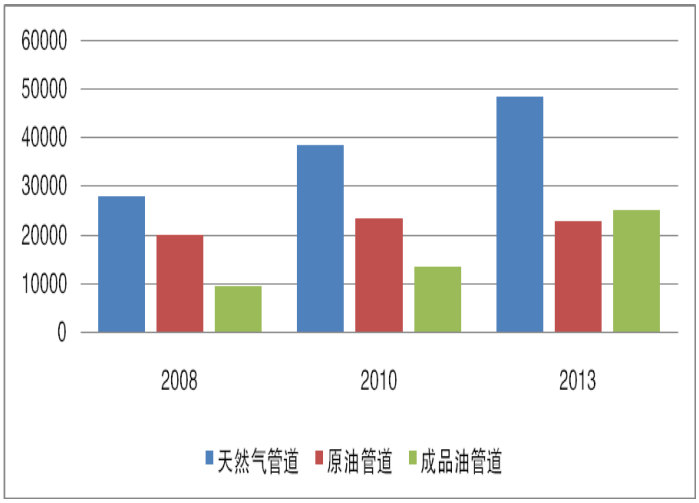
当下我国是全球阀门生产企业最多的国家，总数超过2,500家，对阀门的年需求总量接近100亿美元。但是行业集中度较低，排名前10名的企业只占到总行业的10%，且营业收入总额不足100亿人民币。大部门企业主要集中在低端工业阀门和民用阀门市场。虽然该市场产品的市场需求量庞大，进入门槛低；同时行业竞争激烈、利润水平也较低，是属于完全竞争市场。而高端阀门市场则有着较高的进入壁垒，主要原因在于苛刻的工业需求、工艺复杂性、以及对材质特殊性。另一方面，由于阀门涉及到特殊行业的安全问题，因此在相关领域对阀门的需求有着生产许可的制度，没有资质的企业不能随意生产和销售相关阀门。因此高端市场

呈现的是垄断竞争的局面。

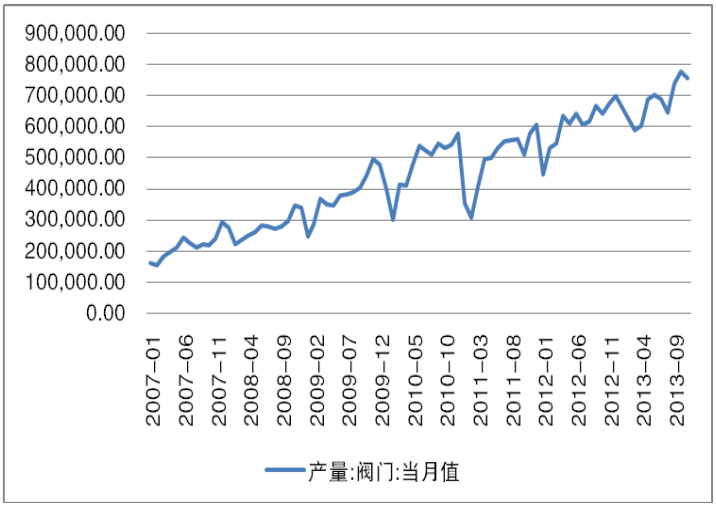
### 2.2 能源的需求将促使国内阀门市场需求量增长

由于石油化工和能源领域的快速增长，阀门市场将引来新的增长点。对于发展中国家，特别是中国来说，巨大的能源需求与消耗量只有通过开采和利用各种燃料来满足。2007年至2012年，国内原油消耗量的年复合增长率为7.3%，产量的年复合增长率则仅为3.1%。供大于求的局面促使国内对进口原油的依赖度越来越高。2011年和2012年，我国原油进口量为25,378万吨和27,102万吨，较上年同期分别增长17.5%、6.0%和6.8%；液化天然气进口量为1,221 万吨和1,468 万吨，较上年同期分别增长30.4%和20.3%。因此，我国将逐步形成以东北中俄油气管线，西北中哈油气管线以及西南中缅油气管线为主的油气进口管道运输格局来替代海运，届时对阀门的需求量将激增。此外，国内的南水北调工程、电力输送、老工业基地改造、城市管网建设、民居工程、污水处理、农田水利等诸多项目都将催生阀门市场进入高速需求的时代。

图表 6 中国输油管道长度（单位：公里）




图表 7 国内阀门月产量（单位：吨）




数据来源：Wind，国家统计局，爱建证券研究发展总部

## 三. 公司主要经营分析

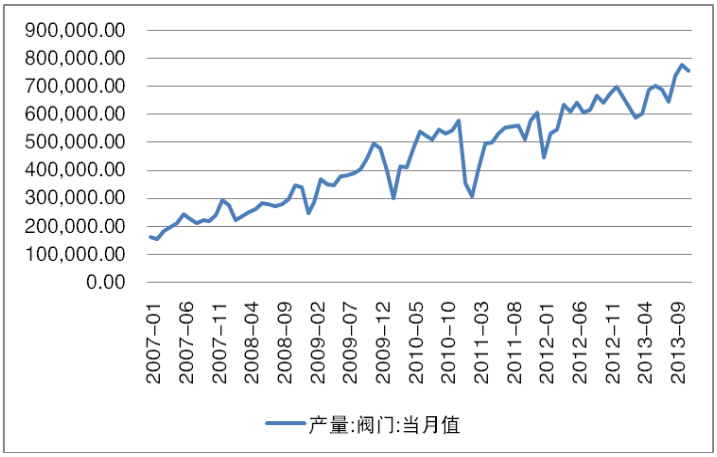
### 3.1 公司是国内阀门生气领域的龙头企业，市场竞争力强大

公司处在成套设备的中游，上游为铸件、锻件、密封件等工业原材料生产行业，下游行业主要包括石油天然气、电力、化工、自来水和污水处理等方面。2013年1-6月公司销售收入位居国内生产阀门企业的第一位。公司的核心竞争力在于其领先的阀门生产技术，其中包括闸阀、截止阀、球阀、蝶阀、锻钢阀、止回阀等产品。公司在阀门的逸散性（低泄漏）控制、高温高压技术、防火技术、超低温技术、耐腐蚀技术、抗硫技术、核电阀技术、LNG超低温固定球阀技术、管道输送高压大口径全焊接球阀技术、井口采油设备技术、产品大型化、产品抗硫技术等方面在行业内居于领先水平。阀门产品规格型号众多，材料、性能千差万别，各类阀门产品的价格差异较大。由于公司主要客户多为国际石化领域的领军企业，亦是国内阀门行业获得跨国企业合作最多的公司。目前公司95%以上的阀门产品为公司自主研发的产品。充足的订单是的公司部分产品的产能利用率已经超过100%，意味着公司急需扩大产能来满足市场需求。

图表 8 国内生产阀门企业排名

| 排名 | 公司名称 |
|---|---|
| 1 | 苏州纽威阀门股份有限公司 |
| 2 | 河南开分高压阀门有限公司 |
| 3 | 远大阀门集团有限公司 |
| 4 | 中核苏阀科技实业股份有限公司 |
| 5 | 北京市阀门总厂（集团）有限公司 |
| 6 | 江南阀门有限公司 |
| 7 | 山东益都阀门集团股份有限公司 |
| 8 | 大众阀门集团有限公司 |
| 9 | 浙江盾安阀门有限公司 |
| 10 | 河南省高山阀门有限公司 |

图表 9 国内阀门月产量（单位：吨）




数据来源：Wind，国家统计局，爱建证券研究发展总部

### 3.2 公司毛利率与原材料挂钩，汇率变化成为最大盈利风险

公司近三年的综合毛利率维持在30%以上的水平，在阀门行业中属于较高水平。报告期内，2013年1-6月公司综合毛利率为46.18%，主要原因是用于生产阀

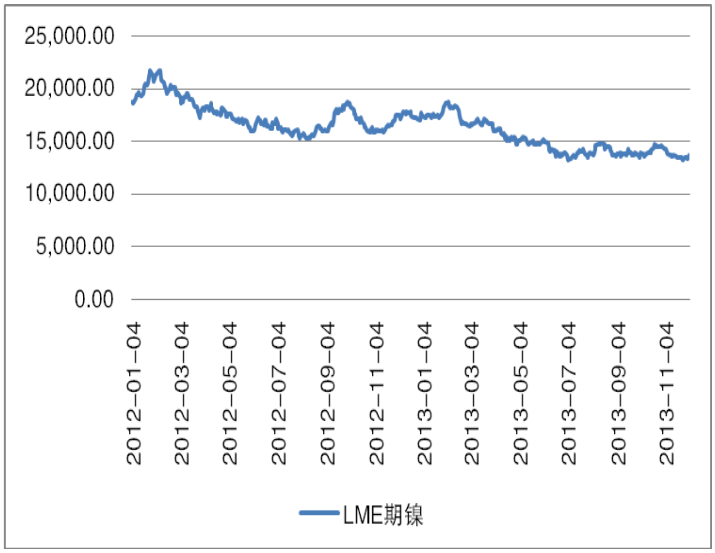
门的原材料废钢和镍的采购价格持续呈现下跌的格局，导致2012年度公司生产所需原材料成本有较大幅度下降。

图表 10 公司原材料消耗量

| 项目 | 2013 年 1-6 月 | 2012 年度 | | 2011 年度 | | 2010 年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 数量 | 数量 | 增幅 | 数量 | 增幅 | 数量 |
| 废钢（吨） | 15395 | 34730 | 1.12% | 34316 | 31.74% | 26049 |
| 用电量（万千瓦） | 3693 | 7897 | 1.19% | 7805 | 26.54% | 6168 |
| 燃气用量（万立方米） | 267 | 552 | 3.40% | 534 | 47.36% | 363 |

数据来源：公司招股说明书，爱建证券研究发展总部

图表 11 LME 镍价走势




图表 12 国内镍现货价格走势

数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

公司海外销售收入的占比正在逐年增加，海外销售额占到总销售额的70%以上、公司50%的订单来自海外市场。但是值得关注的是，由于受到人民币不断升值的影响，公司外汇汇兑存在损失风险。

从公司流动比率逐年增长，且均维持在1以上。另一方面，目前公司报告期内负债率稳定，报告期内公司预收款减少其他负债类，例如应付账款则较为稳定。总体来看，公司的资产负债率结构较为合理，偿债能力较强。

图表 13 公司主要财务比率

| 指标名称 | 2013 年 1-6 月 | 2012 年 | 2011 年 | 2010 年 |
|---|---|---|---|---|
| 流动比率（次） | 1.49 | 1.3 | 1.25 | 1.48 |
| 速动比率（次） | 0.87 | 0.8 | 0.69 | 0.72 |
| 资产负债率（母公司） | 50.61% | 59.24% | 57.95% | 46.63% |
| 归属于母公司的基本每股收益（元） | 0.29 | 0.41 | 0.26 | 0.12 |

数据来源：公司招股说明书，爱建证券研究发展总部

## 四. 募投项目分析

本次公司拟通过公开发行股票募集资金约8.3亿元，主要用于阀门的研发以及产能扩张，募集资金到位后将对本公司的财务状况及盈利能力带来如下影响：

1、年产35,000台大口径、特殊阀项目。该项目是在现有项目基础上的产能扩大，所涉及大口径阀是指24寸以上的闸阀、止回阀、球阀、全焊接球阀；特殊阀是指偏心蝶阀、蝶式止回阀、调节阀。

2、年产10,000台（套）石油阀门及设备项目。在该项目中，4,500 台产能为API 6A 阀门，是在现有API 6A 阀门产能基础上的扩张。另外，5,000 套产能为高低压井口及采油/气装置，属于成套设备，主要由油管挂、阀门和三通或四通组成。

3、年产10,000吨各类阀门铸件项目。该项目将进提高公司高质量铸件的生产能力，提高公司的铸件供应保障。

## 盈利预测与估值

综合考虑公司未来具体发展情况和行业景气度，我们认为公司各项财务指标均处在行业的领先水平。而且国家的产业政策，以及需求量的增长都将为公司未来的业绩提供了一定的保障。我们预计公司2013、2014年公司的EPS分别为**0.60**元、**0.67**元。结合行业平均估值水平，我们给予2014年行业平均PE为25.52-30.67倍为估值标准，预计新股发行的目标位为**15.31-18.4**元。

## 风险提示：

1、受到原材料价格波动的影响，公司毛利率出现大幅下滑；2、受到汇率波动的影响，海外业务利润贡献率降低；3、阀门需求疲弱，市场需求减少。

# 附:财务预测表

| 资产负债表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 162.22 | 159.70 | 363.82 | 25.46 | 244.28 |
| 应收和预付款项 | 473.43 | 825.10 | 865.27 | 1056.14 | 1157.80 |
| 存货 | 657.73 | 817.69 | 814.45 | 1079.38 | 1134.59 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 5.77 | 5.77 | 5.77 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 1.99 | 2.18 | 2.18 | 2.18 |
| 投资性房地产 | 20.51 | 31.98 | 11.55 | 10.28 | 9.00 |
| 固定资产和在建工程 | 391.13 | 446.42 | 457.42 | 389.80 | 322.19 |
| 无形资产和开发支出 | 74.62 | 117.99 | 121.76 | 110.50 | 99.24 |
| 其他非流动资产 | 1.15 | 5.49 | 1.22 | 1.22 | 1.22 |
| **资产总计** | 1780.79 | 2406.36 | 2643.44 | 2680.72 | 2976.26 |
| 短期借款 | 324.88 | 631.66 | 709.30 | 324.17 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 536.66 | 788.18 | 820.73 | 879.72 | 1088.84 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 13.51 | 14.54 | 16.10 | 15.06 | 15.06 |
| **负债合计** | 875.04 | 1434.39 | 1546.13 | 1218.96 | 1103.91 |
| 股本 | 700.00 | 700.00 | 700.00 | 700.00 | 700.00 |
| 资本公积 | 84.37 | -0.47 | -0.32 | -0.32 | -0.32 |
| 留存收益 | 105.35 | 200.93 | 332.00 | 674.10 | 1059.51 |
| **归属母公司股东权益** | 889.72 | 900.46 | 1031.68 | 1373.78 | 1759.19 |
| 少数股东权益 | 16.03 | 71.52 | 65.63 | 87.99 | 113.17 |
| **股东权益合计** | 905.75 | 971.98 | 1097.30 | 1461.77 | 1872.36 |
| 负债和股东权益合计 | 1780.79 | 2406.36 | 2643.44 | 2680.72 | 2976.26 |

| 利润表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1104.51 | 1916.75 | 2198.25 | 2545.58 | 1104.51 |
| 减：营业成本 | 692.88 | 1300.39 | 1372.68 | 1504.69 | 692.88 |
| 营业税金及附加 | 16.54 | 17.54 | 30.03 | 25.96 | 16.54 |
| 营业费用 | 102.50 | 150.15 | 197.86 | 258.89 | 102.50 |
| 管理费用 | 133.39 | 161.66 | 178.30 | 208.74 | 133.39 |
| 财务费用 | 17.21 | 35.95 | 36.44 | 29.17 | 17.21 |
| 资产减值损失 | 7.54 | 10.67 | 23.70 | 0.00 | 7.54 |
| 加：投资收益 | 0.00 | -0.24 | 1.65 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 2.11 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 134.45 | 240.14 | 363.01 | 518.13 | 134.45 |
| 加：其他非经营损益 | -1.55 | 4.79 | 4.28 | 0.00 | -1.55 |
| **利润总额** | 132.90 | 244.93 | 367.28 | 518.13 | 132.90 |
| 减：所得税 | 19.72 | 40.49 | 73.58 | 77.72 | 19.72 |
| **净利润** | 113.18 | 204.45 | 293.71 | 440.41 | 113.18 |
| 减：少数股东损益 | 7.42 | 16.23 | 2.15 | 22.36 | 7.42 |
| **归属母公司股东净利润** | 105.75 | 188.21 | 291.56 | 418.05 | 105.75 |

| 现金流量表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营性现金净流量 | -18.68 | 68.37 | 451.35 | 146.81 | 634.12 |
| 投资性现金净流量 | 0.38 | -213.24 | -94.12 | -1.03 | 0.00 |
| 筹资性现金净流量 | -73.76 | 176.06 | -249.04 | -484.14 | -415.30 |
| **现金流量净额** | -92.92 | 18.47 | 105.53 | -338.37 | 218.82 |

| 业绩和估值指标 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 184.16 | 318.46 | 447.33 | 621.34 | 669.43 |
| 净利润 | 105.75 | 188.21 | 291.56 | 418.05 | 470.96 |
| EPS | 0.15 | 0.27 | 0.42 | 0.60 | 0.67 |
| BPS | 1.27 | 1.29 | 1.47 | 1.96 | 2.51 |
| PE | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| PB | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 1.03 | 1.77 | 0.96 | 0.66 | -0.16 |
| 股息率 | - | - | - | - | - |

数据来源：爱建证券研究发展总部

# 注册证券分析师简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上
推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%～15%
中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内
回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）
电话：021-32229888　邮编：200122
网站：www.ajzq.com