

2014年1月6日

证券研究报告·新股研究·机械行业



纽威股份（603699）新股定价报告

合理价值区间：14.75-17.7元 纽威股份（603699）：国内领先的工业阀门制造商

发行数据	2014.01.06
发行规模	不超过 12,000(万股)
发行后总股本	不超过 75,000(万股)
发行方式	网上发行与网下配售结合
发行日期	20140109
主承销商	中信建投证券
主要股东	苏州正和投资有限公司

募股资金投向

项目名称	金额(万元)
35,000 台大口径、特殊阀项目	33,520
10,000 台(套)石油阀门项目	33,549
10,000 吨各类阀门铸件项目	16,850
总金额	83,920

分析师

郭敏

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 22062987

邮件：guomin@tfzq.com

地址中国湖北省武汉市江宁区唐家墩32号国资厦B座

电话：027-87618889

天风证券股份有限公司

请阅读最后一页信息披露和重要声明

投资要点：

- **公司是国内阀门领域领先制造商。**公司成立以来，主要从事工业阀门的设计、制造和销售，目前已形成以闸阀、球阀、截止阀、止回阀、蝶阀、调节阀、安全阀、核电阀及井口设备为主的九大产品系列。其自主研发的高科技阀门产品已广泛应用于高温、高压、深冷、深海、核电、军事等领域，在阀门的逸散性（低泄漏）控制技术、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。
- **从全球阀门需求结构来看，我们认为石油天然气和能源电力领域值得重点关注。**目前，这一领域阀门市场需求占全球工业阀门市场需求的 40%以上，在中国，石油和天然气领域拥有第三大工业阀门市场，占中国工业阀门市场的 14.70%。同时，公司 70%以上的产品最终应用于石油化工、油气管线等石油天然气相关行业，石油天然气行业的周期性波动对公司产品销售具有重要影响。
- **募投资项目定位高端，前景广阔。**公司此次募集资金用于三个项目：年产 35000 台大口径、特殊阀门，年产 10000 台(套)石油阀门，年产 10000 吨各类阀门铸件项目。从以上三个项目来看，能够满足公司未来产能要求，提升其在高端阀门市场的竞争力。
- **盈利预测及估值：**按发行 5000 万股计算，我们预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.59 元、0.65 元、0.77 元。根据可比上市公司的 PE 情况，同时考虑到高端阀门行业及公司的成长前景，我们认为给予公司 13 年 25-30 倍估值比较合理，对应的股价区间 14.75-17.7 元。

风险提示：

- 1、原材料价格大幅波动带来的盈利风险；2、人民币升值的风险；3、石油天然气行业的周期性波动对本公司产品销售具有重要影响。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2198.25	2466.91	2895.58	3463.75
同比(%)	14.69%	12.22%	17.38%	19.62%
归属母公司净利润	291.56	440.40	488.56	580.92
同比(%)	54.91%	51.05%	10.94%	18.90%
毛利率(%)	37.56%	42.60%	41.25%	41.33%
ROE(%)	26.77%	29.80%	25.30%	23.58%
每股收益(元)	0.42	0.59	0.65	0.77
P/E	95.26	0.00	0.00	0.00
P/B	26.92	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	62.64	0.52	0.24	0.40

数据来源：WIND 天风证券

目录

1	国内领先的工业阀门制造商	3
1.1	公司概况	3
1.2	公司股权结构	4
2	全球阀门市场危机过后，维持稳速增长.....	5
2.1	立足于公司发展，下游石油天然气及能源电力领域值得重点关注.....	6
3	公司是国内工业阀门领域领先企业.....	7
3.1	公司的核心竞争力分析	8
4	募投项目：定位高端，前景可期.....	9
4.1	年产 35000 台大口径、特殊阀门.....	10
4.2	年产 10000 台（套）石油阀门.....	10
4.3	年产 10000 吨各类阀门铸件.....	11
5	盈利预测与估值情况.....	11
6	风险提示	12
7	信息披露	1
8	重要声明	1
9	天风证券评级说明：	2

图表目录

图表 1：历年收入、净利润及其增速情况（万元）	3
图表 2：公司历年毛利率、净利率情况.....	错误！未定义书签。
图表 3：2013H 公司收入构成	4
图表 4：公司收入主要来源于境外.....	4
图表 5：公司股权结构	4
图表 6：2008 年-2015 年全球工业阀门收入及增长情况.....	5
图表 7：2012 年中国市场阀门消费量居世界第一.....	6
图表 8：全球工业阀门市场需求结构.....	6
图表 9：我国工业阀门市场需求结构.....	6
图表 10：历年来我国天然气消费量.....	7
图表 11：2011 年全球阀门主要企业市场份额.....	8
图表 12：2011 年中国阀门主要企业市场份额.....	9
图表 13：公司募投项目总体情况	10
图表 14：可比上市公司的 PE	11
图表 15：盈利预测表：	12

1 国内领先的工业阀门制造商

1.1 公司概况

苏州纽威阀门有限公司成立于2002年11月14日，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。

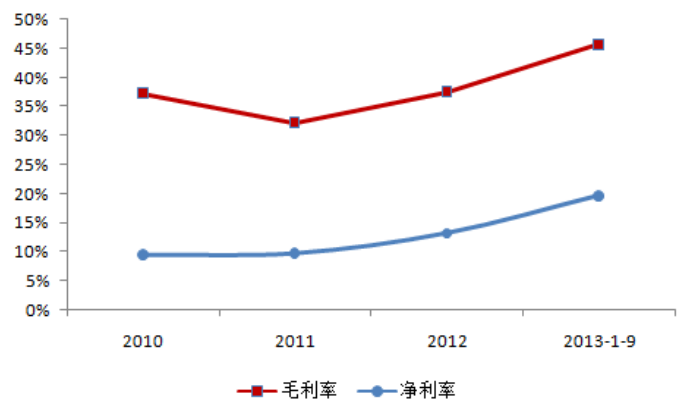
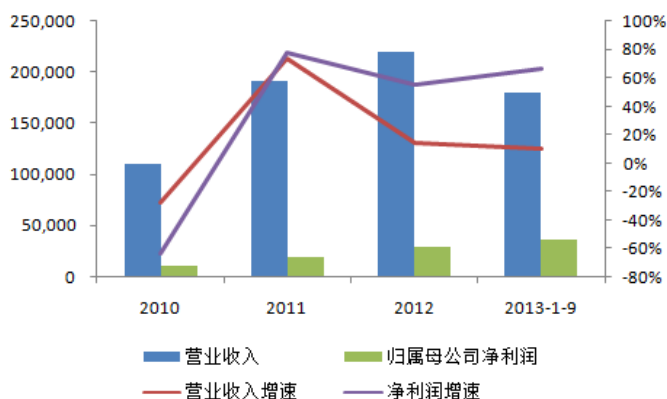
公司成立以来，主要从事工业阀门的设计、制造和销售，目前已形成以闸阀、球阀、截止阀、止回阀、蝶阀、调节阀、安全阀、核电阀及井口设备为主的九大产品系列。其自主研发的高科技阀门产品已广泛应用于高温、高压、深冷、深海、核电、军事等领域，在阀门的逸散性（低泄漏）控制技术、高温高压技术、防火技术、超低温技术、耐腐蚀技术、抗硫技术、核电阀技术、LNG超低温固定球阀技术、管道输送高压大口径全焊接球阀技术、井口采油设备技术、产品大型化、产品抗硫技术等方面在行业内居于领先水平。

公司产品凭借可靠的产品性能取得众多大型跨国企业集团的认可，已经成为众多国际级最终用户的合格供应商。公司获得了中国石油、中国石化、壳牌石油、埃克森美孚公司、委内瑞拉国家石油公司、英国石油公司、沙特阿拉伯国家石油公司、雪佛龙等国内外主要石油公司的批准，获得杜邦公司、陶氏化学等国际级化学公司的批准，是国内阀门行业获得大型跨国企业集团批准最多的企业。

公司近年来，收入、净利润保持了快速增长。截至到2013年前三季度，公司实现营业收入18亿元，实现归属母公司净利润3.54亿元，分别同比增长9.78%和66.98%。毛利率与净利率亦保持稳速提升，分别为45.74%和19.64%，其主要原因：一是，2012年以来，公司生产所需主要原材料废钢和镍的价格持续下跌；二是，公司完成了部分大型管线球阀项目，在大口径、抗高压、耐腐蚀、低泄露等技术性能上要求很高，经济效益良好，因而球阀产品的毛利率水平及收入占比均得以显著提高。

图表 1：历年收入、净利润及其增速情况（万元）

图表 2：公司历年毛利率、净利率情况



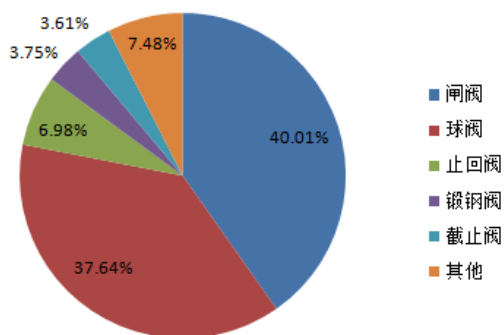
资料来源：公司招股书 天风证券

资料来源：公司招股书 天风证券

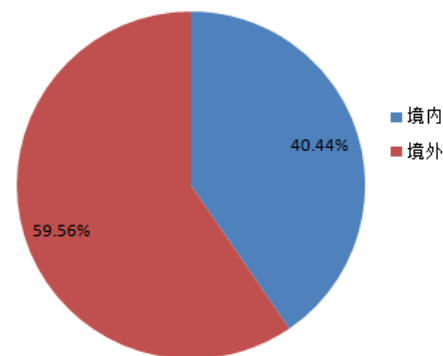
目前，公司收入的主要来源于各类阀门业务，2013年中期，闸阀与球阀占收入比重接近80%，

其产品销售主要集中在境外市场，2010 年度、2011 年度、2012 年度和2013 年1-6 月，境外销售收入占公司主营业务收入的比例分别为62.67%、64.72%、72.70%和59.56%，对外的依存度逐年下降。

图表 3：2013H 公司收入构成



图表 4：公司收入主要来源于境外



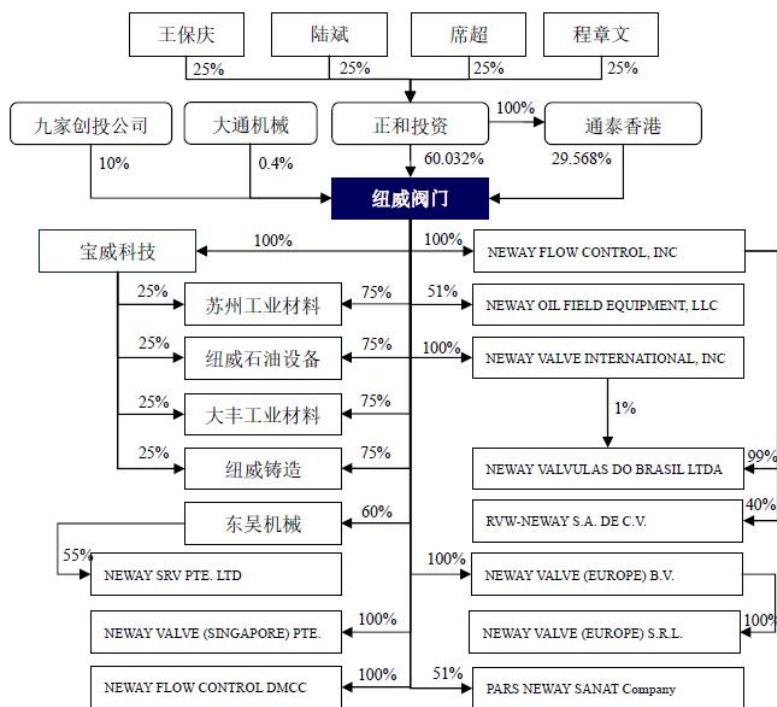
资料来源：公司招股书 天风证券

资料来源：公司招股书 天风证券

1.2 公司股权结构

公司的发起人为正和投资、通泰香港等十二家企业，公司的控股股东为正和投资，实际控制人为王保庆、陆斌、程章文和席超等四名自然人。公司下属5 家境内控股子公司、11 家境外全资或控股子公司和1 家墨西哥参股公司。

图表 5：公司股权结构



资料来源：招股说明书 天风证券

2 全球阀门市场危机过后，维持稳速增长

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、电力等行业装备、机械与管线等固定资产中的关键设备之一。因此，阀门行业的发展与宏观经济周期以及固定资产投资情况紧密相关。

从全球范围来看，2008 年金融危机导致的全球经济的迅速降温对阀门下游行业的固定资产投资产生了一定的负面影响。根据市场调研公司 McIlvaine 的统计，全球工业阀门行业 2009 年度的收入为 474.36 亿美元，增长率仅为 0.56%，并且，在随后的几年内，仍未达到 2000-2007 年间复合增长率 5.6% 的增速水平。

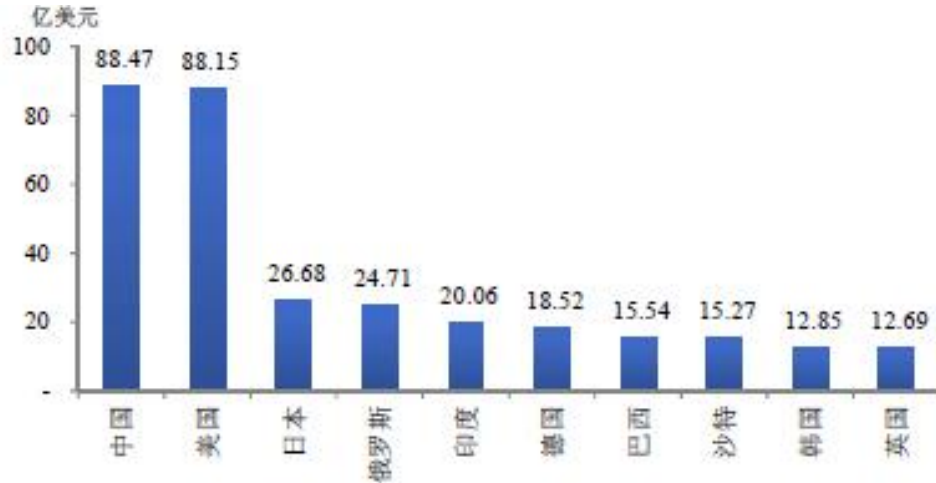
图表 6：2008 年-2015 年全球工业阀门收入及增长情况



资料来源：招股说明书 天风证券

发展中国家和中东地区阀门需求快速增长，开始替代欧盟和北美成为全球阀门行业增长的新引擎。根据 McIlvaine 的预测数据，到 2015 年，巴西、俄罗斯、印度和中国（“金砖四国”）的工业阀门市场规模将分别达到 17.89 亿美元、27.67 亿美元、28.60 亿美元和 109.38 亿美元，合计为 183.54 亿美元，较 2012 年增长 23.35%，总市场规模占全球市场规模的比例将达到 30.45%。中东国家作为传统的原油出口国，近年来也在通过新建石油炼化项目，向石油天然气行业下游延伸，催生了大量的阀门产品需求。

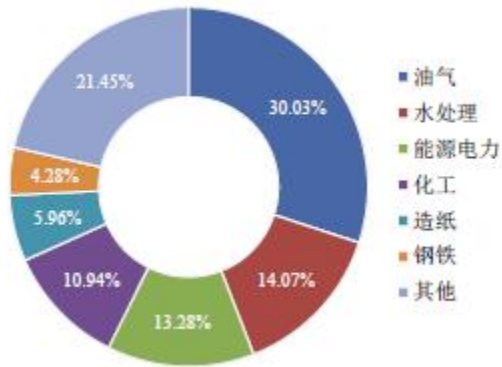
图表 7：2012 年中国市场阀门消费量居世界第一



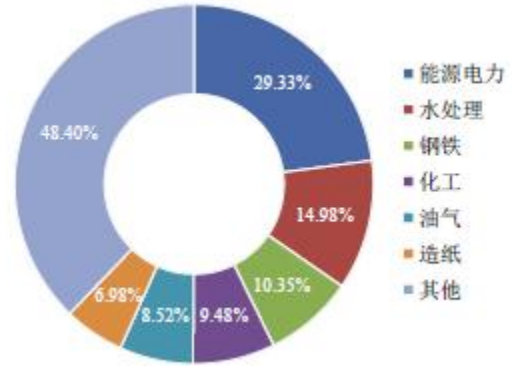
资料来源：招股说明书 天风证券

从市场需求结构来看，能源石化领域占比最高。据 McIlvaine 的统计，2012 年全球工业阀门的市场需求中，包含钻采、运输和石化在内的石油天然气领域占比最高，达到 30.03%，其次是水处理和能源电力的需求，分别占全球工业阀门市场需求的 14.07%和 13.28%，前三大领域的市场需求合计占全部市场需求的 57.38%。而在国内工业阀门的应用领域中，2012 年能源电力、水处理和钢铁行业是最重要的三个阀门市场，其阀门的市场需求分别占国内工业阀门市场总需求的 29.33%、14.98%和 10.35%，合计为 54.66%。

图表 8：全球工业阀门市场需求结构



图表 9：我国工业阀门市场需求结构



资料来源：招股说明书 天风证券

资料来源：招股说明书 天风证券

2.1 立足于公司发展，下游石油天然气及能源电力领域值得重点关注

从全球阀门需求结构来看，我们认为石油天然气和能源电力领域值得重点关注。目前，这一领域阀门市场需求占全球工业阀门市场需求的 40%以上，在中国，石油和天然气领域拥有第三大工业阀门市场，占中国工业阀门市场的 14.70%。同时，公司 70%以上的产品最终应用于石油化工、油气管线等石油天然气相关行业，石油天然气行业的周期性波动对公司产品销售具有重要影响。

石油天然气阀门市场具备强支撑：

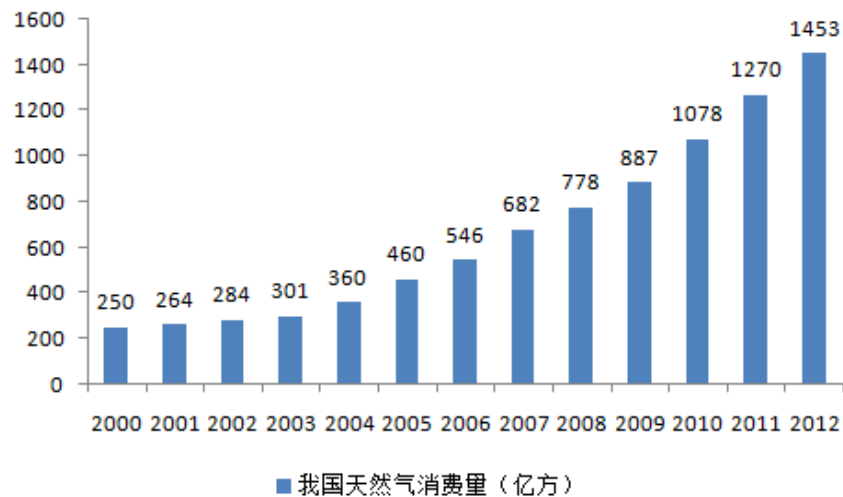
1、新型能源在短时间内尚不能完全替代传统的化石能源，因此，全球范围内的原油需求和开采将保持基本稳定的态势。

2、石油和天然气产量和需求的不断增长将有助于油气管线基础设施投资维持在较高水平。

3、中国经济的持续快速增长推升了中国的能源需求，供求缺口的逐年扩大造成中国经济增长对国外石油和天然气的依赖程度越来越高。

4、随着常规石油天然气资源的日益紧张，页岩气作为一种非常规天然气资源，已逐渐成为新一代替代能源之一。随着页岩气开采在我国的起步和快速发展，页岩气的净化及输送将带来大量的阀门需求。

图表 10：历年来我国天然气消费量



资料来源：天风证券

能源电力阀门市场向多个领域拓展

根据国际能源署发布的《世界能源展望·2012》，2012 年到 2035 年，要满足预计的能源需求，所需的资金投入累计 37 万亿美元，年均投资额占全球 GDP 预计为 1.5%。从结构上看，电力行业的投资额达 17 万亿美元。从区域上看，全球超过一半的能源投资需求来自发展中国家。

作为新能源发展方向的核电领域，也将产生大量的工业阀门需求。

3 公司是国内工业阀门领域领先企业

全球范围内，阀门行业从业企业数量众多，总体上看竞争较为激烈。根据 McIlvaine 的统计，2011 年全球阀门行业集中度 CR5 (Concentration Ratio 5) 仅为 13.88%，CR10 (Concentration Ratio 10) 仅为 21.24%，属于竞争型市场。《中国通用机械工业年鉴 (2012)》的数据显示，2011 年国内阀门行业集中度 CR5 为 3.17%，CR10 为 4.87%。

3.1 公司的核心竞争力分析

在高端阀门产品领域，与国外先进水平相比，我国阀门技术在阀体材料水平、软密封材料水平、阀门机加工水平、检验设备水平等方面还存在一定的差距。而高端工业阀门市场的主要产品为使用环境非常严苛（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。高端工业阀门市场是由大量的细分市场组成，面向这些市场的阀门产品，质量要求严格，技术含量很高，市场多为垄断竞争的局面，利润水平很高，市场主要由欧洲、美国、日本的国际知名企业占据。

公司经过多年的努力，在阀门产业向国内转移的背景下，产品逐步向高端领域渗透。目前，公司在国内阀门领域处地第一的地位，成为全球 10 大石油公司的合格供应商。

从阀门行业来看，虽然处于充分竞争的状态，但是在高端领域仍有较高的进入门槛，主要是在以下几个方面：（1）前置生产许可；（2）国际质量认证；（3）合格供应商资格；（4）技术壁垒；（5）产品安全使用业绩；（6）资金壁垒。

公司的主要竞争对手情况：

图表 11：2011 年全球阀门主要企业市场份额

排名	公司简称	国家	销售收入（亿美元）	市场份额
1	Tyco International	美国	21.60	4.21%
2	Emerson Electric	美国	17.50	3.41%
3	Flowserve	美国	14.00	2.73%
4	Kitz	日本	9.31	1.81%
5	IMI plc	美国	8.84	1.72%
6	Cameron	英国	8.75	1.70%
7	GE	美国	8.50	1.66%
8	Crane Company	英国	8.25	1.61%
9	Metso	美国	6.19	1.21%
10	Rotork	美国	6.10	1.19%

资料来源：招股说明书 天风证券

图表 12：2011 年中国阀门主要企业市场份额

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

资料来源：招股说明书 天风证券

公司的核心竞争力表现在：

(1) **强大的品牌影响力和广泛的高端客户资源。**公司的阀门产品凭借可靠的产品性能取得众多大型跨国企业集团的认可，已经成为众多国际级最终用户的合格供应商。

(2) **全套工业阀门解决方案供应商。**公司以为客户提供全套工业阀门解决方案为己任，生产的阀门产品覆盖闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、安全阀和核电阀等多个系列，所用材料包括碳钢、不锈钢等材质，规格型号达 5,000 多种，具备为石油天然气、化工、电力行业提供基本覆盖全行业系列产品组合的能力。

(3) **雄厚的技术研发力量。**公司自主研发的高科技阀门产品已广泛应用于高温、高压、深冷、深海、核电、军事等领域，在阀门的逸散性（低泄漏）控制技术、高温高压技术、防火技术、超低温技术、耐腐蚀技术、抗硫技术、安全阀技术、核电阀技术、LNG 超低温固定球阀技术、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。

(4) **覆盖全球的多层次营销网络体系。**

(5) **原材料生产的垂直整合。**公司拥有两家专业的阀门铸件生产配套企业——苏州工业材料和大丰工业材料，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，为公司的阀门产品提供高质量的铸件产品。

4 募投项目：定位高端，前景可期

公司拟公开发行不超过 12,000 万股人民币普通股，其中公司股东公开发售股份所得资金不归公司所有，归出售股份的公司股东所有；公司公开发行新股的募集资金扣除发行费用后，将按轻重缓急顺序投资于以下项目：

图表 13：公司募投项目总体情况

项目名称	项目总投资
年产 35000 台大口径、特殊阀门	33510.39
年产 10000 台（套）石油阀门及设备项目	33549.33
年产 10000 吨各类阀门铸件项目	16850.64
合计	83910.36

资料来源：招股说明书 天风证券

4.1 年产 35000 台大口径、特殊阀门

该项目所涉及大口径阀是指 24 寸以上的大规格闸阀、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。

该项目实施的背景是：阀门应用环境大型化、自动化趋势明显。作为流体控制的关键设备，阀门在下游行业工业系统的重要性较高。应用环境的大型化和自动化，迫使相关阀门产品越来越大，控制方式也开始向自动化方向发展。

根据 McIlvaine 的统计和预测数据，2012 年工业阀门领域最主要的阀种为控制阀、球阀、闸阀（含截止阀）和蝶阀，分别占工业阀门市场的 24%、22%、18%和 10%，并且以上阀种在工业应用领域的重要性还在不断提高。

大口径、特殊阀门具备良好的市场前景：大口径阀门主要应用于各类气、液的长管线运输领域。伴随着经济快速发展导致油气资源需求的激增，中国油气管线建设得到迅猛发展，在建或将建西气东输四线、五线、中亚、中缅、川气东送、中俄和海气登陆等一系列干线管道并带动了地方油气管线的建设热潮。公司凭借在大口径阀门上先进的制造技术和可靠的质量水平，在西气东输项目及地方油气管线建设项目中，获得了大量的大口径阀门订单，与国内主要石油公司以及地方油气公司建立起良好的合作关系。在境外，公司已获得全球主要石油公司的合格供应商资格，大口径阀门广泛销往北美、欧洲和中东等地区。特殊阀广泛应用于现代工厂中液体和气体的自动化控制，随着在工业自动化的更广泛应用，控制阀、调节阀已经成为工业阀门的最大市场。公司根据行业的发展趋势，重点发展偏心蝶阀、碟式止回阀和调节阀等产品，目前特殊阀产品已广泛销往国内外化工、电力、造船等企业。项目属于原有产品品种的产能扩大项目，所涉及产品均已实现大批量生产，积累了成熟的市场开发经验及广泛的客户资源，取得良好的销售业绩。

4.2 年产 10000 台（套）石油阀门

石油天然气领域拥有全球最大的工业阀门市场包括油气钻采、运输和炼化在内的石油和天然气领域拥有最为重要的工业阀门市场。根据行业权威机构 Valve World 的统计，石油和天然气领域工业阀门需求占全部工业阀门需求的 37.40%。在中国，石油和天然气领域拥有第三大工业阀门市场，占中国工业阀门市场的 14.70%。因此，石油和天然气阀门市场是包括本公司在内的工业阀门生产企业不能忽视的重要市场。

同时，新型能源在短时间内尚不能完全替代传统的化石能源。因此，全球范围内的原油需求和开采将保持基本稳定的态势。国内外油气能源需求的稳定增长将带动相关设备投资的增长，为 API 6A 阀门及设备创造更大的市场空间。

4.3 年产 10000 吨各类阀门铸件

铸件是工业阀门主要原材料之一，也是影响阀门质量的主要因素之一。

2012 年公司铸件实际需求约 3.52 万吨，其中：从大丰工业材料和苏州工业材料采购 3.02 万吨（包括砂铸铸钢件 1.51 万吨，精铸铸钢件 1.51 万吨），外购铸件 0.5 万吨。公司预计 2013 年-2014 年期间对铸件的需求分别为：3.9 万吨、4.1 万吨和 4.1 万吨。另外，预计本次募集资金运用拟投向的 3.5 万台大口径、特殊阀项目以及 1 万台（套）石油阀门及设备项目将新增铸件需求 2.2 万吨。新项目全部达产后，公司将产生合计约 6 万吨的各类铸件需求。

5 盈利预测与估值情况

关键假设一：公司募投项目如期达产；

关键假设二：公司所处下游行业稳速增长；

关键假设三：公司产品毛利率及费用率保持相对稳定；

关键假设三：公司所得税率保持在 20%水平；

根据上述假设，我们预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.59 元、0.65 元、0.77 元（按发行 5000 万股计算）。根据可比上市公司的 PE 情况，同时考虑到高端阀门行业及公司的成长前景，我们认为给予公司 13 年 25-30 倍估值比较合理，对应的股价区间 14.75-17.7 元。

图表 14：可比上市公司的 PE

代码	简称	股价	EPS			PE		
		(元)	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
000777	中核科技	17.33	0.28	0.38	0.43	61.89	45.61	40.30
002438	江苏神通	12.88	0.31	0.36	0.42	41.55	35.78	30.67
002554	惠博普	13.3	0.31	0.32	0.6	42.90	41.56	22.17
002353	杰瑞股份	79.69	1.4	1.71	2.6	56.92	46.60	30.65
平均						50.82	42.39	30.95
603699	纽威股份	0	0.59	0.65	0.77			

资料来源：WIND 天风证券

图表 15: 盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2113.27	3416.27	3834.57	4843.97	营业收入	2198.25	2466.91	2895.58	3463.75
现金	426.60	1464.02	1663.00	1970.03	营业成本	1372.68	1415.91	1701.22	2032.29
应收账款	802.65	922.06	1038.18	1375.82	营业税金及附加	30.03	31.07	34.17	43.94
其它应收款	20.42	31.50	19.90	44.66	营业费用	197.86	214.74	246.50	302.72
预付账款	15.61	21.14	17.12	26.20	管理费用	178.30	199.82	234.54	280.56
存货	814.45	967.65	1060.10	1403.76	财务费用	36.44	44.63	57.83	65.90
其他	33.54	9.91	36.27	23.50	资产减值损失	23.70	13.97	16.12	17.93
非流动资产	629.00	674.91	990.05	1217.06	公允价值变动收益	2.11	0.70	0.94	1.25
长期投资	2.18	2.18	2.18	2.18	投资净收益	1.65	0.54	0.71	0.95
固定资产	413.47	421.24	470.87	542.68	营业利润	363.01	547.99	606.84	722.61
无形资产	95.19	108.96	125.49	130.33	营业外收入	9.60	6.44	7.65	7.90
其他	118.17	142.53	391.52	541.87	营业外支出	5.32	3.93	3.79	4.35
资产总计	2742.27	4091.17	4824.62	6061.03	利润总额	367.28	550.50	610.70	726.16
流动负债	1631.00	2600.29	2880.03	3584.15	所得税	73.58	110.10	122.14	145.23
短期借款	709.30	1723.72	1767.37	2245.91	净利润	293.71	440.40	488.56	580.92
应付账款	433.38	549.51	566.51	785.66	少数股东损益	2.15	0.00	0.00	0.00
其他	488.31	327.07	546.14	552.59	归属母公司净利润	291.56	440.40	488.56	580.92
非流动负债	13.97	12.96	13.73	13.55	EBITDA	449.09	647.77	737.37	881.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.42	0.59	0.65	0.77
其他	13.97	12.96	13.73	13.55					
负债合计	1644.97	2613.25	2893.76	3597.71	主要财务比率				
少数股东权益	65.63	65.63	65.63	65.63	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1031.68	1412.30	1865.23	2397.69	成长能力				
负债和股东权益	2742.27	4091.17	4824.62	6061.03	营业收入增长率	14.69%	12.22%	17.38%	19.62%
					营业利润增长率	51.16%	50.96%	10.74%	19.08%
					归属于母公司净利润增长率	54.91%	51.05%	10.94%	18.90%
					获利能力				
					毛利率	37.56%	42.60%	41.25%	41.33%
					净利率	13.36%	17.85%	16.87%	16.77%
					ROE	26.77%	29.80%	25.30%	23.58%
					ROIC	18.12%	15.13%	14.68%	13.61%
					偿债能力				
					资产负债率	59.99%	63.88%	59.98%	59.36%
					净负债比率	64.64%	116.63%	91.53%	91.17%
					流动比率	1.30	1.31	1.33	1.35
					速动比率	0.80	0.94	0.96	0.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.72	0.65	0.64
					应收账款周转率	2.79	2.86	2.95	2.87
					应付账款周转率	3.09	2.88	3.05	3.01
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.59	0.65	0.77
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.55	0.30	0.83	0.33
					每股净资产 (最新摊薄)	1.47	1.88	2.49	3.20
					估值比率				
					P/E	95.26	0.00	0.00	0.00
					P/B	26.92	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	62.64	0.52	0.24	0.40
					永续增长率	5.00%		WACC	5.24%
					终值	12169.42		Ke	6.96%
					企业价值	12880.32		Kd	4.80%
					非核心资产价值	1491.21		t	20.00%
					债务价值	1734.54		Rf	6.00%
					股权价值	12571.36		Rm	6.80%
					股本	750.00		Rm-Rf	0.80%
					每股价值	16.76		Beta	1.20

资料来源:WIND 天风证券 股本按发行 5000 万股新股计算

6 风险提示

- 1、原材料价格大幅波动带来的盈利风险;
- 2、人民币升值的风险;

3、公司 70%以上的产品最终应用于石油化工、油气管线等石油天然气相关行业，石油天然气行业的周期性波动对本公司产品销售具有重要影响。

7 信息披露

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；2）分析师所得报酬无论过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告的具体建议和观点相联系。

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。

8 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券有限责任公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“天风证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。请天风证券的客户正确使用研究报告，不要将研究报告转发给他人，避免研究报告使用不当造成的纠纷。

本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，天风证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，天风证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

9 天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉	上海
地址：中国湖北省武汉市东湖新技术开发区 关东园路2号高科大厦四楼（430074）	上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼 （201204）
电话：027-87618889	021-50155650
网址： http://www.tfzq.com	