

日期: 2014年1月7日

行业: 普通机械制造业



赵冰

021-53519888*1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

潘贻立

021-53519888-1909

Panyili@shzq.com

执业证书编号: S0870112110005

IPO 询价区间 RMB 15.18-18.21

首日定价区间 RMB 19.97-23.96

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	120
发行后总股本 (百万股)	750
发行方式	网下询价发行 50% 网上定价发行 50%
保荐机构	中信建投

主要股东 (IPO 前)

苏州正和投资有限公司	60.03%
通泰(香港)有限公司	29.57%
苏州高新国发创业投资有限公司	1.79%
苏州吴中国发创业投资有限公司	1.71%
吴江东国发创业投资有限公司	1.28%

收入结构 (MRQ)

闸阀	43.66%
球阀	31.69%
其他阀门	6.54%
止回阀	6.34%
截止阀	4.66%
锻钢阀	3.63%
零件	3.25%

报告编号:PYL14-NSP01

首次报告日期: 2014年1月7日

国内阀门产业龙头

■ 投资要点:**募资项目主要用于扩大阀门产能并保障铸件供应**

募集资金将全部投资于提高大口径、特殊阀、石油阀门以及各类阀门铸件的年产能,计划投资总额 83,920.36 万元。实际募集资金将全部用于满足募集资金项目的资金需求。项目完成后预计实现年产 35,000 台大口径、特殊阀、年产 10,000 台(套)石油阀门及设备以及年产 10,000 吨各类阀门铸件。前两个项目用于扩大公司阀门产品的产能,提高控制阀、蝶阀、石油阀门及设备等高端产品的产能;第三个项目用于解决原材料铸件的产能供应,降低生产成本。按照发行 5,000 万股新股计算,每股需募集资金约 16.78 元。

公司竞争优势突出

阀门产品广泛应用于石油天然气、电力、化工等行业,不同的行业、不同的应用领域对阀门的质量、性能要求存在较大的差异。高端工业阀门市场的主要产品质量要求严格,技术含量和利润水平都很高。国内以纽威阀门为代表的行业龙头企业正随着技术水平、工艺水平以及材料技术的不断提高,逐步渗透到高端阀门市场领域。与同行业相比,公司的重要竞争优势有:1)自主品牌影响力和高端客户资源优势;2)研发优势;3)全套产品组合优势等。

上市 6 个月内的估值区间为 19.97-23.96 元

预计 2013-2015 年公司可分别实现每股收益(按最新股本摊薄)0.57 元、0.63 元和 0.68 元。以正负 20% 为公司合理估值区间,预期未来 6 个月内公司股价对应 2013 年动态市盈率可达 35-42 倍,对应合理估值为 19.97-23.96 元/股。由于新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 5000 万股新股,则公司总股本为 7.5 亿股,公司本次募集资金金额为 83,920.36 万元,据此推算发行价格为 16.78 元,其相对于 13 年每股市盈率为 29.44 倍,折扣率为 76%。我们建议公司的询价区间为 15.18-18.21 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,198.25	2,465.30	2,984.83	3,465.64
年增长率	14.69%	12.15%	21.07%	16.11%
归属于母公司的净利润	291.56	399.34	441.96	474.43
年增长率	54.91%	36.97%	10.67%	7.35%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.42	0.57	0.63	0.68

注: 有关指标按最新总股本计算

一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

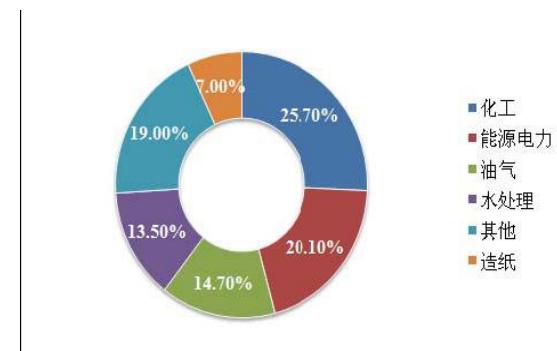
公司的产品或服务：公司的主营业务为工业阀门的设计、制造和销售，目前已形成以闸阀、球阀、截止阀、止回阀、蝶阀、调节阀、安全阀、核电阀及井口设备为主的九大产品系列，广泛应用于石油、天然气、炼油、化工、船舶、电厂以及长输管线等工业领域。本公司自设立以来，主营业务未发生过变化。

行业分类：根据国家统计局制定的《国民经济行业分类与代码》，我国把阀门制造归入通用设备制造（国家统计局代码 35）中的泵、阀门、压缩机及类似机械的制造（C354）。根据中国证监会制定的《上市公司行业分类指引》，阀门制造属于机械、设备、仪表（C7）中的轴承、阀门制造业（C7115）。

1.2 行业增长前景

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。其中，石油天然气和能源电力领域的阀门市场需求占全球工业阀门市场需求的 50% 以上，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。从中长期来看，影响阀门行业的下游行业扩张的主要因素，包括不断增长的能源需求、全球人口的持续增加以及发展中国家的城市化、工业化进程并没有因金融危机而发生根本性改变。

图 1 国内工业阀门市场需求结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

全球阀门市场主要集中于经济和工业较为发达的国家和地区。从区域市场来看，东亚、北美和西欧目前是全球最大的区域阀门市

场。近年来，以中国为代表的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。发展中国家阀门市场扩张迅速的主要原因是，这些国家经济总量的高速增长带动了石油天然气、电力、化工等阀门下游行业的发展，进而刺激了相关阀门需求。中国经济自 2003 年起保持长期高速增长的发展态势，平均 GDP 增长率为 10.74%，全社会固定资产投资完成额增长率为 26.72%。中国经济的持续快速增长提升了中国的能源需求，已于 2003 年成为世界第二大石油消耗国，石油的消耗量已经逼近美国。在此条件下，中国石油和天然气消耗量的增长明显超过产量增幅，供求缺口不断扩大，国内阀门行业整体上保持持续增长的态势，景气程度高于全球水平。国际领先阀门企业大多已经登陆资本市场，经历了利用资本市场推动和实现行业整合的过程，相比之下，国内阀门企业整体规模偏小，即便排名前列的行业领先企业也大多没有登陆资本市场，缺少长期资金支持，以实现行业整合。公司石油天然气领域的阀门产品在公司产品结构中的比重较高，核电阀门产品亦是公司业务未来重点发展的领域。

图 2 国内阀门行业市场规模



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司地位

阀门产品广泛应用于石油天然气、电力、化工等行业，不同的行业、不同的应用领域对阀门的质量、性能要求存在较大的差异。就目前全球的阀门市场来看，从技术角度可以分为高端、中端和低端三个不同特点的市场层次，不同市场层次中的竞争程度是不同的。其中，民用阀门和低端工业阀门领域，行业进入门槛很低；而一些应用于高温、高压、深冷、高真空、强腐蚀、放射性、剧毒、易燃易爆等高参数复杂工况的中高端阀门领域，则存在较高的行业进入壁垒。

阀门行业从业企业数量众多，总体上看竞争较为激烈。以全球视角来看，国际领先阀门企业大多已经登陆资本市场，经历了利用资本市场推动和实现行业整合的过程。相比之下，国内阀门企业整体规模偏小，即便排名前列的行业领先企业也大多没有登陆资本市场，缺少长期资金支持，以实现行业整合。高端工业阀门市场的主要产品为使用环境非常严苛，由大量的细分市场组成，产品质量要求严格，技术含量和利润水平都很高，市场多为垄断竞争的局面，主要由欧洲、美国、日本的国际知名企業占据。

国内以纽威阀门为代表的行业龙头企业正随着技术水平、工艺水平以及材料技术的不断提高，逐步渗透到高端阀门市场领域。公司与众多大型跨国企业集团建立了长期合作关系，已经形成了具有全球影响力的“纽威”自主品牌，是中国最大的工业阀门出口商。自 2006 年至 2012 年（2010 年除外），公司阀门产品的销售收入一直保持行业第一的地位；2010 年，由于受到全球经济危机影响，国外市场需求不足，本公司的销售收入出现较大幅度的下滑，行业排名下降为第二名。

工业阀门应用领域十分广泛，国内外大多数的阀门制造企业一般都选择某一个或某几个工业领域作为市场开拓重点，目前在市场定位上与公司存在重合并形成一定竞争关系的国内外阀门企业主要包括日本 KITZ 公司、加拿大 VELAN 公司、成都成高阀门有限公司、上海耐莱斯·詹姆斯伯雷阀门有限公司以及中核苏阀科技实业股份有限公司等。

与同行业相比，公司的重要竞争优势体现在：1、自主品牌影响力和广泛的高端客户资源：是目前中国唯一一家获得全球 10 大石油公司合格供应商资格批准或成为其战略供应商的阀门制造商，也是国内阀门行业获得大型跨国企业集团批准最多的企业。2、全套工业阀门解决方案供应商：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。3、雄厚的技术研发力量：多年来致力于阀门产品技术的自主创新和发展，现已建成世界级的阀门实验研发中心，配置了世界一流的实验设备。经过长期的科研积累，现已拥有 40 余项专利技术，其中有 7 项产品被评为高新技术产品。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司是由苏州纽威阀门有限公司整体变更而设立的。公司的控股股东为苏州正和投资有限公司，直接持有公司发行前 60.03%，发行后 49.80% 的股份。实际控制人为王保庆、陆斌、程章文和席超等四名自然人，分别持有正和投资各 25% 的股权。

表 1：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	苏州正和投资有限公司	42,022	60.03%	37,353	49.80%
2	通泰（香港）有限公司	20,698	29.57%	18,398	24.53%
3	苏州高新国发创业投资有限公司	1,256	1.80%	1,256	1.68%
4	苏州吴中国发创业投资有限公司	1,197	1.71%	1,197	1.60%
5	吴江东东方国发创业投资有限公司	897	1.28%	897	1.20%
6	苏州工业园区辰融投资有限公司	897	1.28%	897	1.20%
7	苏州合融创新资本管理有限公司	808	1.15%	808	1.08%
8	苏州恒融创业投资有限公司	598	0.86%	598	0.80%
9	上海盛万投资顾问有限公司	598	0.86%	598	0.80%
10	苏州国润创业投资发展有限公司	449	0.64%	449	0.60%
11	苏州蓝壹创业投资有限公司	299	0.43%	299	0.40%
12	大丰市大通机械有限责任公司	280	0.40%	249	0.33%
13	社会公众股	-	-	12,000	16.00%
合计		70,000	100%	75,000	100%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入、利润结构变化

生产模式

公司的通用阀门产品，针对客户非标准化的阀门产品需求，采取以销定产的生产模式，根据客户订单对产品规格、标准的具体要求组织生产，同时，本公司根据销售预测情况，有计划地组织生产一定批量的通用阀门产品，并为了控制关键生产环节和工序的质量水平，通过下属子公司苏州工业材料和大丰工业材料供应了 70% 以上的铸件毛坯，通过机加工部门提供了约 30% 的关键零件加工服务，通过生产车间提供全部的阀门装配、试验、返修服务；小零件、辅料通过外部采购供应；部分锻件毛坯及零件的机加工服务则通过外协方式提供。

销售模式

公司的阀门产品销售模式包括直销模式和经销商模式。在国际市场，公司的产品销售主要采取经销模式，在国内市场，产品的销售则主要采取直销模式对于很多大型的最终用户或工程承包商，不论通过直销或经销商模式，都需取得其合格供应商资格方能对其供应产品。

收入确认及产品定价方式

根据公司业务特点，公司对阀门销售业务的收入确认制定了标准：国内产品销售，如需要检验或安装的，在购买方接受商品并且检验或安装完毕时确认销售收入；无需检验或安装的，在产品出库且对方确认收到产品时确认销售收入。对于境外市场的阀门销售业务，公司所销售货物在指定的装运港装船即完成交货，这意味着买方必须从该点起承担货物灭失或损坏的一切风险。

公司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。总体上，公司以产品的成本为基础，考虑影响产品成本的各种因素，如特殊技术要求、特殊质量管理要求、特殊商务因素等，加上合理的毛利确定销售指导价格，在此基础上根据市场需求情况与客户协商确定最终销售价格，并根据原材料价格的变化情况，定期调整销售指导价格，以保证公司的盈利空间，并保持公司产品的竞争优势。

2.3 报告期内公司主营业务收入构成情况

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

项目	2012		2011		2010	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
阀门	212,187.99	96.73%	186,794.58	97.72%	107,347.68	97.43%
零件	7,151.65	3.26%	4,255.62	2.23%	2,744.85	2.49%
铸件	10.40	0.01%	106.73	0.06%	91.81	0.08%
合计	219,350.03	100%	191,156.93	100%	110,184.34	100%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司产品主要集中在境外市场销售，2009 年度、2010 年度和 2011 年度，境外销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 66.23%、62.67% 和 64.72%，保持相对稳定的境内外市场销售结构。

表 3：公司报告期内主营业务收入按地区划分

项目	2012	2011	2010
----	------	------	------

	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
境外	159,456.91	72.70%	123,724.75	64.72%	69,053.46	62.67%
境内	59,893.13	27.30%	67,432.18	35.28%	41,130.88	37.33%
合计	219,350.03	100%	191,156.93	100%	110,184.34	100%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 4：公司主要产品的产销率

时间	产品类别	产能(套)	产量(套)	销量(套)	产能利用率	产销率
2012	闸阀	220,000	200,552	207,140	91.16%	103.28%
	截止阀	27,000	26,373	28,558	97.68%	108.28%
	止回阀	50,000	40,574	38,232	81.15%	94.23%
	球阀	150,000	145,723	154,456	97.15%	105.99%
	蝶阀	13,000	12,364	11,240	95.11%	90.91%
	锻钢阀	350,000	253,168	245,998	72.33%	97.17%
	井口设备	27,000	19,768	19,160	73.21%	96.92%
2011	安全阀	30,000	8,202	9,296	27.34%	113.34%
	闸阀	220,000	185,929	166,957	84.51%	89.80%
	截止阀	27,000	24,229	22,867	89.74%	94.38%
	止回阀	50,000	37,623	33,093	75.25%	87.96%
	球阀	150,000	132,043	125,172	88.03%	94.80%
	蝶阀	13,000	11,421	9,162	87.85%	80.22%
	锻钢阀	350,000	221,139	195,775	63.18%	88.53%
2010	井口设备	27,000	23,900	16,380	88.52%	68.54%
	安全阀	20,000	7,843	6,044	39.22%	77.06%
	闸阀	160,000	91,492	86,599	57.18%	94.65%
	截止阀	25,000	11,513	10,853	46.05%	94.27%
	止回阀	50,000	15,480	14,462	30.96%	93.42%
	球阀	115,000	103,096	91,382	89.65%	88.64%
	蝶阀	13,000	9,044	9,458	69.57%	104.58%
	锻钢阀	350,000	131,913	127,085	37.69%	96.34%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 5：公司主要产品毛利率

项目	2012	2011	2010
1、营业收入(单位：万元)			
阀门	212,187.99	186,794.58	107,347.68
零件	7,151.65	4,255.62	2,744.85
铸件	10.40	106.73	91.81
其他业务收入	475.15	518.11	266.69
合计	219,825.18	191,675.04	110,451.03
2、营业成本(单位：万元)			
阀门销售成本	130,233.96	125,803.15	67,506.36
零件销售成本	6,333.50	3,900.09	1,536.78

铸件销售成本	8.87	97.44	79.59
其他业务成本	691.21	238.54	165.15
营业成本	137,267.54	130,039.23	69,287.89
3、毛利率			
阀门业务	38.62%	32.65%	37.11%
零件业务	11.44%	8.35%	44.01%
铸件业务	14.67%	8.70%	13.30%
其他业务毛利率	-45.47%	53.96%	38.07%
综合毛利率	37.56%	32.16%	37.27%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.4 募资项目

募集资金将全部投资于扩大大口径、特殊阀、石油阀门以及各类阀门铸件的年生产项目，计划投资总额 83,920.36 万元。实际募集资金将全部用于满足募集资金项目的资金需求。

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

项目名称	预计投资额(万元)	募集资金使用量(万元)	建设期	新增营业收入(万元/年)	新增净利润(万元/年)
1 年产 35,000 台大口径、特殊阀项目	33,520.39	33,520.39	29,480.83	66,244.62	15,308.76
2 年产 10,000 台(套)石油阀门及设备项目	33,549.33	33,549.33	29,016.93	62,692.50	11,343.03
3 年产 10,000 吨各类阀门铸件项目	16,850.64	16,850.64	11,959.52	13,531.33	1,363.22
合计	83,920.36	83,920.36	70,457.28	142,468.45	28,015.01

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

按照发行 5,000 万股，每股需募集资金约 16.78 元。

年产 35,000 台大口径、特殊阀项目

本项目是在现有项目基础上的产能扩大，所涉及大口径阀和特殊阀在工业阀门产品序列中属于高端产品，在技术参数、工艺流程和阀体材料等方面要求严格。因此，产品的市场竞争程度较低，利润水平较高。而且大口径阀和特殊阀门产品属于相关领域的关键设备，不仅符合阀门行业大型化和自动化的发展趋势，而且得到我国装备制造业国产化政策的有力支持，未来市场空间广阔。公司将大口径阀和特殊阀门产品列为未来产品发展的重点方向，重点发展市场前景较好的阀门品种。目前，这些阀门品种均已实现了量产，销

售情况良好，但生产能力还有待提高。本项目的实施将有利于公司进一步完善公司产品构成，优化阀门产品结构，把握行业发展趋势和市场脉搏，发挥公司在生产技术和产品工艺领域的优势，更为全面和可靠地满足客户成套阀门需求。

项目主要经济效益指标：项目全部达产后，可实现新增年产35,000台大口径、特殊阀的生产能力，预计新增销售收入将达66,244.62万元，投资利润率为45.67%，项目内部收益率为34.70%，增量投资回收期为4.58年。

本项目现有进度：本项目拟在苏州高新区泰山路666号，公司的泰山厂区实施。

年产10,000台（套）石油阀门及设备项目

国内外油气能源需求的稳定增长带动相关设备投资的增长，为石油阀门及设备创造更大的市场空间。公司的石油设备产品已形成初步的规模化生产，但是由于市场需求十分旺盛，呈现出明显的供不应求局面，亟需扩大石油阀门产品的生产能力。

本项目包括4,500台API 6A阀门、5,000套高低压井口及采油/气装置和500套钻采配件装置。项目全部达产后，可实现新增年产10,000台（套）石油阀门及设备的生产能力。预计公司新增销售收入将达62,692.50万元，投资利润率为33.81%，项目内部收益率为33.11%，增量投资回收期为4.64年。

年产10,000吨各类阀门铸件项目

随着募投项目的实施，公司高质量的铸件供应将出现缺口，年产10,000吨阀门铸件项目将进一步提高公司高质量铸件的生产能力并提高铸件供应保障。公司预计2012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。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。预计达产后年新增销售收入为13,531.33万元，投资利润率为8.09%，项目内部收益率为20.38%，增量投资回收期为5.77年。

三、财务状况分析及盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

产品盈利能力趋于稳定，毛利率水平高于同业

报告期内，2010~2013年1-6月，公司主营业务毛利率水平处于同行业上市公司的平均水平之上，主要原因是公司的产品应用领域、产品结构和生产经营模式与上述公司存在差异。

表7：公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12
纽威股份	38.08	37.27	32.16	37.56
中核科技	28.10	24.98	24.66	28.33
洪城股份	28.88	28.41	30.56	22.67
江苏神通	39.94	42.21	39.18	40.61

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表8：公司和相关公司的销售净利润率比较（单位：%）

证券简称	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12
纽威股份	19.08	10.25	10.67	13.36
中核科技	7.36	8.55	7.38	6.83
洪城股份	3.48	3.58	3.30	-21.65
江苏神通	14.32	14.62	13.47	14.58

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

原材料价格持续上涨，毛利率下降幅度较大

受益于报告期内销售情况的持续回暖，本公司2011年度和2012年度的营业收入与上年同期相比增幅分别为73.54%和14.69%，因受原材料成本上升以及人民币汇率升值等因素的影响，产品提价无法完全抵消成本上升的影响，造成公司毛利率出现持续下滑。

表9：公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2011年同比增 长率	2012年同 比增长率	2012年相对于2011的年复 合增长率
纽威股份	73.54%	14.69%	41.08%
中核科技	22.51%	11.57%	16.91%
洪城股份	1.40%	-33.45%	-17.85%
江苏神通	25.19%	18.02%	21.55%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表10：公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2011年同比增长率	2012年同比增长率	2012年相对于2011的年复合增长率
纽威股份	77.97%	54.91%	66.04%
中核科技	10.52%	4.62%	7.53%
洪城股份	-6.45%	-537.73%	-
江苏神通	15.34%	27.79%	21.41%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

营运能力表现高于行业平均水平

与同行业上市公司的平均水平相比，公司应收账款周转率率、存货周转率和总资产周转率均高于同行业上市公司的平均水平。2011年度，本公司的销售规模快速增长，营业收入较2010年度增长73.54%，应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率得到大幅提升，分别由2010年度的2.58倍、1.32倍和0.64倍上升至2011年度的3.21倍、1.76倍和0.91倍。2012年，本公司的销售收入进入平稳增长期，增幅为14.69%，应收账款和存货等资产余额在2012年初和2012年末均处于与经营规模相当的水平，2012年度应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率小幅回落，分别为2.79倍、1.68倍和0.85倍。

表11：公司和相关公司的存货周转天数比较（单位：天）

证券简称	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12
纽威股份	148.45	272.25	204.23	214.03
中核科技	142.03	148.08	170.86	224.29
洪城股份	206.55	206.30	248.05	457.67
江苏神通	138.17	148.20	196.61	255.86

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表12：公司和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12
纽威股份	101.80	139.55	112.22	128.84
中核科技	83.55	128.94	143.27	141.29
洪城股份	248.21	234.10	257.44	373.75
江苏神通	140.38	174.00	183.64	204.69

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表13：公司和相关公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12
纽威股份	0.92	0.64	0.91	0.85
中核科技	0.63	0.49	0.49	0.49
洪城股份	0.27	0.28	0.26	0.16
江苏神通	0.84	0.47	0.38	0.39

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 各产品的产能利用率维持高位，各种产品的销量受益于全球经济复苏和固定资产投资的增长而有不同幅度的增长；
- 2) 在核电、煤化工等新领域开拓市场进展顺利；
- 3) 募投项目进展顺利，按时投产、达产；
- 4) 业务的毛利率处于稳定状态，产品不出现大范围、大幅度的降价。

3.3 公司盈利预测

基于以上假设，初步预计 2013-2015 年公司可分别实现营业收入 2,465.30 百万元、2,984.83 百万元和 3,465.64 百万元，同比增长 12.15%、21.07% 和 16.11%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 399.34 百万元、441.96 百万元和 474.43 百万元，同比增长 36.97%、10.67% 和 7.35%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.57 元、0.63 元和 0.68 元。

表 14：公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	2,198.25	2,465.30	2,984.83	3,465.64
增长率	14.69%	12.15%	21.07%	16.11%
毛利率	37.56%	40.00%	36.00%	35.60%
二、营业总成本	1,839.00	2,093.28	2,658.88	3,090.66
营业成本	1,372.68	1,479.18	1,910.29	2,231.87
营业税金及附加	30.03	18.00	41.79	55.45
销售费用	197.86	224.84	272.22	316.07
管理费用	178.30	298.79	361.76	420.04
财务费用	36.44	61.63	59.70	51.98
资产减值损失	23.70	10.85	13.13	15.25
三、主营业务利润	359.25	372.01	325.94	374.98
增长率	49.45%	28.33%	10.07%	6.55%
收入比	16.34%	18.70%	17.00%	15.60%
公允价值变动净收益	2.11			
投资净收益	1.65	14.81	19.25	25.02
汇兑净收益				
四、营业利润	363.01	386.82	345.19	400.00
营业外净收益	4.28	10.00	11.00	11.50
五、利润总额	367.28	396.82	356.19	411.50
减：所得税	73.58	82.59	91.40	98.12

六、净利润	293.71	314.23	264.79	313.39
少数股东损益	2.15	3.89	4.30	4.62
归属于母公司所有者的净利润	291.56	399.34	441.96	474.43
增长率	54.91%	36.97%	10.67%	7.35%
收入比	13.26%	16.20%	14.81%	13.69%
七、每股收益：				
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.42	0.57	0.63	0.68
增长率	54.91%	36.97%	10.67%	7.35%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

四、风险因素

4.1 全球经济复苏不确定性风险

报告期内，公司 50%以上的营业收入来自于境外市场。受全球经济危机的影响，自 2008 年至 2009 年下半年，公司来自境外市场的订单规模出现较大幅度的下滑，并由此导致公司 2010 年度来自境外的营业收入同比下滑 31.75%。2009 年第四季度以来，随着全球经济的逐步复苏，公司承接的订单量触底回升，呈现良好的增长态势。2011 年度和 2012 年度，公司实现营业收入 191,675.04 万元和 219,825.18 万元，分别较上年同期增长 73.54% 和 14.69%，已经超过公司在全球金融危机爆发前的收入水平。随着各主要国家非常规经济刺激政策的逐步退出，全球经济复苏仍存在较大的不确定性，如果全球经济未能实现有效复苏，阀门下游行业固定资产投资增长乏力，则阀门行业的市场需求将再度出现疲软的局面，公司来自境外的营业收入可能面临下滑的风险。

4.2 对石油天然气行业依赖度较高的风险

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会对公司产品销售业绩产生较大的影响。

4.3 市场竞争加剧的风险

国内阀门企业众多，市场集中度较低，2011 年国内前五名阀门企业销售收入占全行业收入的比重仅为 3.17%，前十名阀门企业销售收入占比也仅为 4.87%，阀门市场特别是中低端阀门市场竞争较为激烈。另外，国际主要阀门制造商在高端阀门领域具有较强的竞争力。随着国内阀门企业整体技术水平和产品质量的不断提升，品牌意识的不断增强，公司可能面临更加激烈的市场竞争，影响本公司

司的盈利水平。

4.4 原材料价格上涨及毛利率下降的风险

不锈钢价格的波动对以不锈钢为原材料的阀门产品生产成本产生重要影响。如在承接销售订单后原材料价格短期内大幅上涨，公司可能无法通过提高产品销售价格完全抵消或转嫁产品成本的上涨，之前所承接订单的毛利率水平下降，从而对经营业绩产生不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应2012-2015年的动态市盈率均值分别为-116倍、39倍、30倍和25倍。

表 15：同行业上市公司估值比较（单位：元/股）

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
000777	中核科技	16.79	0.28				59			
600566	洪城股份	20.83	-0.05	0.49	0.65	0.84	-450	43	32	25
002438	江苏神通	13.07	0.31	0.38	0.48	0.51	42	35	27	25
		样本均值					-116	39	30	25

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

5.2 股票估值

预计2013-2015年公司可分别实现营业收入同比增长12.15%、21.07%和16.11%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长36.97%、10.67%和7.35%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.57元、0.63元和0.68元。

5.3 询价估值

公司的竞争优势有：1) 品牌影响力和高端客户资源优势；2) 研发优势；3) 全套产品组合优势等。

预计2013-2015年公司可分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.57元、0.63元和0.68元。以正负20%为公司合理估值区间，预期未来6个月内公司股价对应2013年动态市盈率可达35-42倍，对应

合理估值为 19.97-23.96 元/股。由于新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 5000 万股新股，则公司总股本为 7.5 亿股，公司本次募集资金金额为 83,920.36 万元，据此推算发行价格为 16.78 元，其相对于 13 年每股市盈率为 29.44 倍，折扣率为 76%。我们建议公司的询价区间为 15.18-18.21 元。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

分析师承诺

分析师 赵冰、潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。