

日期: 2014年07月25日

行业: 通用机械



潘贻立

021-53519888\*1909

Panyili@shzq.com

执业证书编号: S0870514060001

基本数据 (2014Q1)

报告日股价 (元)	18.52
12mth A 股价格区间 (元)	25.42/17.14
总股本 (百万股)	750.00
无限售 A 股/总股本	11.00%
流通市值 (亿元)	1,527.90
每股净资产 (元)	2.62
PBR (X)	7.08
DPS (Y13, 元)	0.35

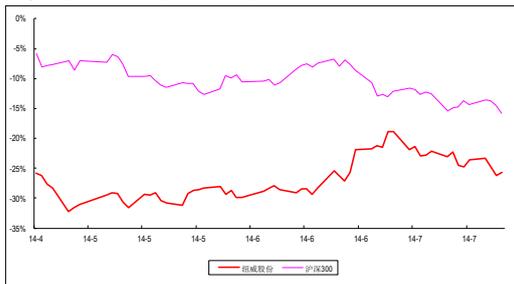
主要股东 (2014Q1)

苏州正和投资有限公司	53.15%
通泰(香港)有限公司	26.18%
苏州高新国发创业投资有限公司	1.68%
苏州吴中国发创业投资有限公司	1.60%
吴江东方国发创业投资有限公司	1.20%

收入结构 (Y2013)

阀门	95.18%
零件	4.62%
铸件	0.00%

最近 6 个月股价与沪深 300 比较



报告编号: PYL14-SR03

首次报告日期: 2014年01月07日

# 稳步进军核电等新应用领域

■ 投资摘要:

积极开拓核电新领域, 抓住我国核电发展扩容机遇

核电作为公认的清洁能源, 随着核电技术的发展, 其安全性与经济性得以提升, 逐渐受到人们推崇。伴随着政府高层对我国核电发展的积极态度以及国内核电重大项目的启动, 如以目前国内百万千瓦核电机组综合造价 150 亿元计算, 预计到 2020 年, 新增核电设备市场规模将达到 2700 亿元, 核电产业链也将被全面带动。核电阀门是核电项目中用量最大的设备, 随着行业的快速发展, 核电阀门的需求规模将不断扩大。公司作为国内能提供多品种中高端核电阀门的企业, 已将核电阀门作为未来业务重点发展新领域, 率先与中广核签订项目合作协议, 抢占中核科技等强劲对手市场份额, 也正面临激烈的市场竞争和挑战。公司自主研发的安全 I 级阀门产品获得 API、挪威船级社等多项国际认证, 在超低温、高温、高压等高端阀门领域技术优势明显, 在多个海内外重大项目中皆收获订单, 并得到市场的广泛认可。

天然气管道项目拉动公司主营业务需求

随着环境污染问题日趋严重, 天然气已然成为一种优质、高效、清洁、低碳的煤炭、汽油可替代能源。随着中俄天然气管道、西气东输等重大能源通道建设的规划和推进, 我国的油气管道市场正迎来黄金发展期。公司主营产品应用依赖度最高的石油化工领域需求未来两到三年的行业增速有望保持在 10-20%, 为满足增量, 公司为扩大大口徑、特殊阀、石油阀门以及各类阀门铸件年产量的募投项目进展顺利。

■ 投资建议:

预计 2014-2016 年公司可分别实现每股收益 0.63 元、0.76 元和 0.93 元, 目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 29.58、24.28 和 19.86 倍。公司具备行业竞争优势, 自主研发的中高端阀门产品正积极进军核电、天然气、水务等应用领域, 各类新品种不断实现技术突破。考虑到现阶段政府高层对我国核电发展态度积极, 国内核电项目启动以及海外市场出口同时推动。随着公司产品应用领域和海内外市场的不断拓宽, 公司主营业务有望保持良好增长。维持对公司未来 6 个月“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	2,458.06	2,898.05	3,526.93	4,320.49
年增长率 (%)	11.82	17.90	21.70	22.50
归属于母公司所有者的净利	471.53	469.54	572.11	699.23
年增长率 (%)	61.73	-0.42	21.85	22.22
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.63	0.63	0.76	0.93
PER (X)	29.46	29.58	24.28	19.86

数据来源: Wind 上海证券研究所 (对应股价为 2014-07-17 日收盘价)

## 目录

一、主营工业阀门广泛应用于各大领域 .....	4
1.1 国内阀门制造业的龙头 .....	4
1.2 公司股权结构 .....	4
1.3 阀门应用领域市场前景广阔 .....	5
二、高端阀门产品进军核电领域 .....	7
2.1 核电发展备受推崇，我国自主阀门助力四代核电站....	7
2.2 公司积极开拓核电新领域，发展前景广阔 .....	8
2.3 天然气管道项目拉动工业阀门需求 .....	9
三、全系列产品模式进军海外市场 .....	10
3.1 主营业务增速稳定，具备产品议价能力 .....	10
3.2 公司主要阀门产品介绍 .....	10
3.3 海外市场拓展前景广阔 .....	11
3.4 向产品全系列推进，有望实现新业务增量 .....	13
3.5 原材料价格决定企业利润水平 .....	13
四、公司价值分析 .....	14
4.1 财务状况分析 .....	14
4.2 盈利预测假设 .....	15
4.3 盈利预测 .....	16
五、维持未来 6 个月 “谨慎增持”评级 .....	16
六、风险提示 .....	16
6.1 全球经济复苏不确定性风险 .....	16
6.2 对石油天然气行业依赖度较高的风险 .....	17
6.3 市场竞争加剧的风险 .....	17
6.4 原材料价格上涨及毛利率下降的风险 .....	17
七、附表 .....	18

图

图 1 公司上市前股东结构 .....	5
图 2 国内工业阀门市场需求结构 .....	5
图 3 2008 年-2015 年全球工业阀门行业收入及其增长情况	6
图 4 国内工业阀门行业市场规模 .....	6
图 5 近年来公司销售订单承接情况 .....	13
图 6 公司近年来的收入、利润变化 (%) .....	15
图 7 公司近年来盈利能力变化 (%) .....	15
图 8 公司近年来的产品收入构成变化 (%) .....	15
图 9 公司近年来的产品毛利率变化 (%) .....	15

## 一、主营工业阀门广泛应用于各大领域

### 1.1 国内阀门制造业的龙头

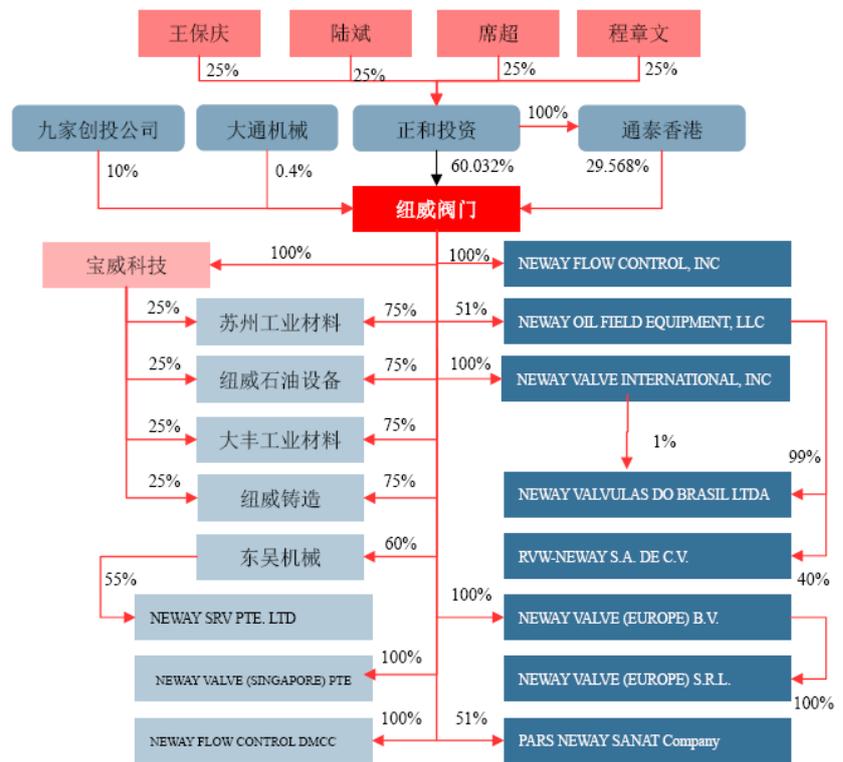
纽威股份是目前国内最大的阀门制造商，长期致力于为客户供应全套工业阀门解决方案，专业从事工业阀门的生产、研发、销售和服务。公司已形成以闸阀、球阀、截止阀、止回阀、蝶阀、调节阀、安全阀、核电阀及井口设备为主的九大产品系列，广泛应用于石油天然气、化工、电力、船舶、采矿、水处理、工业系统等领域，各领域可根据工况不同选择适用的产品种类，其中应用于石油天然气领域的阀门产品占公司产品结构的比重较高，核电阀门产品亦是公司业务未来重点发展的领域。

公司的技术研发实力雄厚，现已建成世界级的阀门实验研发中心，专门从事阀门产品技术的自主创新和发展。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。公司通过挪威船级社(DNV)的 ISO9001 认证、美国石油学会的 API6D、API6A 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，并成为中国第一家获得欧盟 CE-PED 证书和 TA-Luft 认证的阀门制造商，同时也是我国极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。无论是在材料还是制造工艺的安全性标准上，公司都是国内阀门业的领先品牌。与同行业相比，公司拥有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。

### 1.2 公司股权结构

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，直接持有公司上市前 60.03%，上市后 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。

图 1 公司上市前股东结构

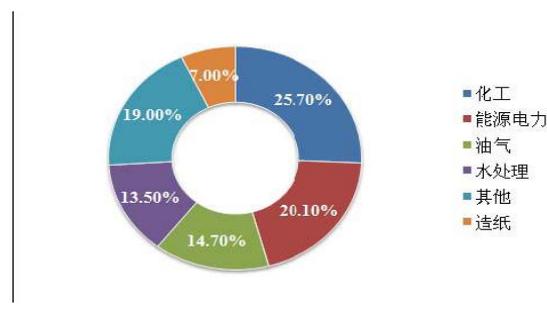


数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 1.3 阀门应用领域市场前景广阔

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，石油化工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 2 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。根据 McIlvaine 数据统计，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%。近年来，以中国为首的发展中国家或地区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。相比之下国际领先的阀门制造商，国内阀门企业整体规模偏小，即便排名前列的行业龙头也大多缺少长期资金支持来实现行业整合。

图 3 2008 年-2015 年全球工业阀门行业收入及其增长情况



数据来源：McIlvaine: Industrial Valves World Markets，上海证券研究所

图 4 国内工业阀门行业市场规模



数据来源：McIlvaine: Industrial Valves World Markets，上海证券研究所

## 二、高端阀门产品进军核电领域

### 2.1 核电发展备受推崇，我国自主阀门助力四代核电站

从电力行业整体发展趋势来看，由于大气污染等环境问题越来越被人们所重视，相比火电烧煤所产生的腐蚀性污染和粉尘扩散，核电、风电、太阳能等较为环保的供电方式逐渐受到人们推崇，从高效节能环保等多方面综合考虑，火电的未来增量将趋于减小，取而代之的核电则发展的潜力较大。关于技术安全上的问题，之前的核泄漏事故一度让多个核电项目暂停的福岛核电站为较早期建设的技术淘汰性的核反应堆，现今的核电发展在世界范围内已属成熟技术，只要保证地震灾害等安全控制措施，实际还是相当安全的。

2014年中国国际核电工业及装备展将于7月29-31日举行，中国核电可持续发展高峰论坛也将同期召开。近期有关核电发展的标准制定等政策密集出台，政府今年的工作报告中还提出要开工一批新的核电项目。4月18日李克强主持召开的国家能源委员会首次会议决定，适时在东部沿海地区启动新的核电重点项目建设。6月中旬习近平专门召开中央财经领导小组会议，研究我国能源安全战略，提出要在采取国际最高安全标准、确保安全的前提下，抓紧启动东部沿海地区新的核电项目建设，2014年规划新增核电装机同比增长达300%以上。可见政府高层对我国核电发展的态度积极，对核电建设速度已提出明确要求。从装机容量来看，核电仍将是未来重要发展方向，“十三五”规划放开内陆核电审批的可能性较大。在国内核电项目启动以及海外市场出口的推动下，核电、常规岛和辅助设备市场或将迎来扩容机遇。

阀门产品被广泛应用于能源、石化、冶金、电力等行业，其中以核电领域应用的阀门制造技术准入门槛为最高，对产品质量和稳定性上也会提出更高的要求。随着核电重大项目重启，如以目前国内百万千瓦核电机组综合造价150亿元计算，预计到2020年，新增核电设备市场规模将达到2700亿元，核电产业链也将被全面带动。核电阀门是核电项目中用量最大的设备，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级对技术工艺要求最高。据统计一座具有两台100万千瓦机组的核电站有各类阀门3万台。

随着今后一段时期内我国工业转型升级规划和战略性新兴产业发展规划的落实，核电领域国产化程度不断提高，对解决阀门配套能力有利。为降低核电造价，国家在核电产业政策上，积极推动各项重要设备的国产化，核电阀门生产企业在争取国家产业政策支

持的基础上，加大自主研发的力度，可以在阀门驱动装置、控制装置和传动装置等方面取得突破，解决制约阀门整机性能提高的瓶颈问题，进口替代趋势明显，国内阀门行业迎来重要的发展机遇。

## 2.2 公司积极开拓核电新领域，发展前景广阔

核电作为公认的清洁能源，随着核电技术的发展，其安全性与经济性将得以提升。随着核电行业的快速发展，核电阀门的需求规模将不断扩大，核电在能源领域中所占比例的持续提高，核电阀门的应用也将成为阀门业发展的又一突破口，为产业发展提供了更加广阔的平台。

纽威股份作为国内为数不多的能提供多品种中高端核电阀门的企业，多年来致力于阀门产品技术的自主创新和发展，自主研发的高科技阀门产品广泛应用于高温、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、井口采油设备技术等方面居于行业领先水平。

公司于 2010 年取得国家核安全局颁发的民用核安全机械产品设计、生产制造许可证，2011 年取得美国 ASME 协会 N、NPT 证书，是国内极少数几家同时获得民用核电安全机械产品设计、制造许可证及 ASME 认证的阀门制造企业。作为国内能提供多品种核电阀门的企业，将核电阀门作为未来业务重点发展新领域，率先与中广核签订项目合作协议，抢占中核科技等强劲对手市场份额，也正面临激烈的市场竞争和挑战。公司研发的安全 I 级阀门产品获得 API、挪威船级社等多项国际认证，在超低温、高温、高压等高端阀门领域技术优势明显，在核电站核岛、常规、BOP 管线系统、核电大型设备配套系统、三代核电站 AP1000、CAP1400 示范堆项目、中国四代核电站高温气冷堆试验堆项目以及 ASME N 钢印核级阀门出口等皆收获订单，并得到市场的广泛认可。

在核电新品的开发过程中，公司建立起一套完整的分析评估体系，以确保开发的每一个产品可靠性、安全性符合第三代核电站的要求。此外，公司与中广核设计院、国核上海核工程研究院以及相关高校，在第三代核电站高端阀门开发、阀门基础研究方面开展全面合作，全面开发具备满足二代加、三代技术要求的完整核电阀门系列产品。

公司斥资近 4000 多万开发了一套超临界参数的大排量安全阀全性能测试装置，可满足百万千瓦级核电主蒸汽安全阀及稳压器安全阀的热态全性能试验，为百万千瓦级核电站稳压安全阀、主蒸汽

安全阀的国产化打下坚实的基础。同时，公司还具备完整的核电阀门应力计算、流体分析、抗震分析、压力和温度瞬态分析和疲劳分析技术。公司自主的核电级阀门的抗震分析、疲劳分析均已得到国家核安全局认可批准。

### 2.3 天然气管道项目拉动工业阀门需求

由于中国各城市污染问题日趋严重，天然气已然成为一种优质、高效、清洁、低碳的煤炭、汽油可替代能源。但由于我国天然气资源相对稀缺，总产量增长仍低于消费量增长，缺口长期依赖进口增量弥补，需要多气源供应来满足消费需要增长。近期中俄签订的天然气协议有利于天然气供应，以长期缓解我国天然气供需缺口，满足清洁能源的需求增长。供气的目标市场主要是我国东北、京津冀和长三角地区，并将通过管道联网，平衡全国供气格局、改善大气环境、优化能源利用结构、促进能源进口多元化等需求，并带动沿线地区相关产业发展，订单签订后，预计中国段管线建设规模将超过 1200 亿元。此外，经阿尔泰至新疆的中俄西线管道谈判将进入最后阶段，届时中俄管线年输气有望达 700 亿立方。

西气东输工程作为中国西部大开发的标志性工程，已建成投产的西气东输 1 线 2 线项目此前每年平均可给阀门供应商之一的纽威阀门带来 1-2 亿元的订单；2012 年底开工的 3 线工程计划总投资 1,250 亿元，建设期约 3 年，全线包括 1 千 8 支，干线、支线总长度为 7,378 公里；4 线工程总投资 360 亿元，目前已开展前期工作，建设将全部优先采用国产设备和材料。随着西气东输项目工程已进行到了 7 线 8 线的设计规划阶段，将持续稳定的带动后续更大规模的油气钻井、管线运输及下游化工产业的阀门总体需求。作为大口径阀门长输管道关键设备国产化的依托工程，西气东输项目预计每年可带来 1-2 亿的阀门订单，加上其他管线项目，公司预计每年可以承接 2-3 亿元的阀门订单。

中亚天然气管道 D 线项目今年年底开建，预计 2016 年通气。D 线途经中亚四国，从南疆乌恰县进入我国，与西气东输五线相接。届时，新疆将有霍尔果斯和乌恰县两处进口气入境口，届时，中亚天然气管道将成为中亚地区规模最大的输气系统。据中石油中亚天然气管道有限公司副总经理孟繁春在中吉“丝绸之路经济带”研讨会上介绍，中亚天然气管道 D 线设计输量 300 亿立方米/年，D 线投产 after，中国从中亚进口气输气规模将达到 850 亿立方米/年，达到中亚地区规模最大。

根据《天然气发展“十二五”规划》，“十二五”期间将新建天然气管道 4.4 万公里，其中干线长度 3.6 万公里，相比目前的存量管网规

模接近翻倍，年均新建管道长度接近9千万公里。随着国内重大能源通道建设的推进，我国的油气管道市场正迎来黄金发展期。。

### 三、全系列產品模式进军海外市场

#### 3.1 主营业务增速稳定，具备产品议价能力

公司是全球领先、国内综合实力最强的全套工业阀门解决方案供应商，是国内目前取得国际石油、化工行业认证许可最多的阀门企业，通过了行业内大多数的主要资质认证。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。

公司主营业务增速较快的阀门品种为闸阀、止回阀、截止阀，产品应用依赖度最高的石油化工领域需求未来两到三年的行业增速有望保持在10-20%。由于闸阀的广泛使用前途，其增速仍有望保持20-30%的增长；止回阀、截止阀则能保持不低于20%的增速。

为满足行业需求增量，公司为扩大大口径、特殊阀、石油阀门以及各类阀门铸件年产量的募投项目进展顺利，厂房建设现已完工，部份已投入正常使用。2013年国内的阀门市场年容量约为500-600亿人民币，国外市场约为500-600亿美金。由于阀门行业市场集中度较低，公司虽属行业第一，但目前国内市场占有率只有5%，因此扩大生产加工规模后的前景空间依然广阔。

#### 3.2 公司主要阀门产品介绍

闸阀的启闭件是闸板，闸板的运动方向与流体方向相垂直，闸阀只能作全开和全关，不能作调节和节流。闸板有两个密封面，最常用的模式闸板阀的两个密封面形成楔形。楔式闸阀的闸板可以做成一个整体，叫做刚性闸板；也可以做成能产生微量变形的闸板，以改善其工艺性，弥补密封面角度在加工过程中产生的偏差，这种闸板叫做弹性闸板。闸阀关闭时，密封面可以只依靠介质压力来密封，即依靠介质压力将闸板的密封面压向另一侧的阀座来保证密封面的密封，这就是自密封。大部分闸阀是采用强制密封的，即阀门关闭时，要依靠外力强行将闸板压向阀座，以保证密封面的密封性。闸阀的优点主要是，密封性能比截止阀好，流体阻力小，开闭较省力，全开时密封面受介质冲蚀小，不受介质流向的限制，具有双流向，结构长度较小，适用范围广。其缺点主要是，外形尺寸高，开

启需要一定的空间，开闭时间长，在开闭时密封面容易冲蚀和擦伤，两个密封副给加工和维修带来困难。闸阀一般用于口径 DN15-1800mm 的管道和设备上，它的用量很大，主要是切断作用，不允许作节流用。

止回阀又称止逆阀、单流阀、单向阀或逆止阀，其作用是保证管路中的介质定向流动而不致倒流的功能。水泵吸水管的底阀也属于止回阀类。止回阀属于自动阀门，主要用于石油、化工、制药、化肥、电力行业等各种工况的管路上，适用介质为水、油品、蒸汽、酸性介质等，是控制管道内介质单向流向的阀门，用来防止管路中的介质倒流。

截止阀又称截门阀，属于强制密封式阀门，所以在阀门关闭时，必须向阀瓣施加压力，以强制密封面不泄漏。当介质由阀瓣下方进入阀门时，操作力所需要克服的阻力，是阀杆和填料的摩擦力与由介质的压力所产生的推力，关阀门的力比开阀门的力大，所以阀杆的直径要大，否则会发生阀杆顶弯的故障。按连接方式分为三种：法兰连接、丝扣连接、焊接连接。根据用途，截止阀又可分为：衬氟截止阀（适用在-50~150℃的各种浓度的王水、硫酸、盐酸、氢氟酸和各种有机酸、强酸、强氧化剂，还适用于各种浓度的强碱有机溶剂以及其它腐蚀性气体，液体介质的管路上）、针型阀（小口径仪表阀门，在仪表测量管道系统中起启闭和精确的流量控制作用）、低温截止阀（工作温度低于 -110℃的阀门，广泛应用于液化天然气，液化石油气体和其它低温行业）、柱塞阀、保温夹套截止阀、锻钢截止阀、氧气专用截止阀、波纹管截止阀等。

### 3.3 海外市场拓展前景广阔

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起了长期合作关系，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。

公司长期作全球战略部署，以平衡地域性经济影响所带来的风险。公司来自于境外市场的收入一直占据公司总收入的 50% 以上，近年来持续上升，2012 年高达 72.7%。公司作为国内极少数获得了几乎所有国内外阀门工业的相关制造资格证书和质量认证的阀门制造企业之一，也是国内阀门行业获得壳牌、埃克森美孚等国际石油巨头和大型跨国企业集团最终用户批准最多的阀门供应商，相比国内同业，更先进入海外市场，具备更强的海外石油和天然气长输管线领域的竞争优势，在欧美中东等国拥有广泛的高端客户资源。

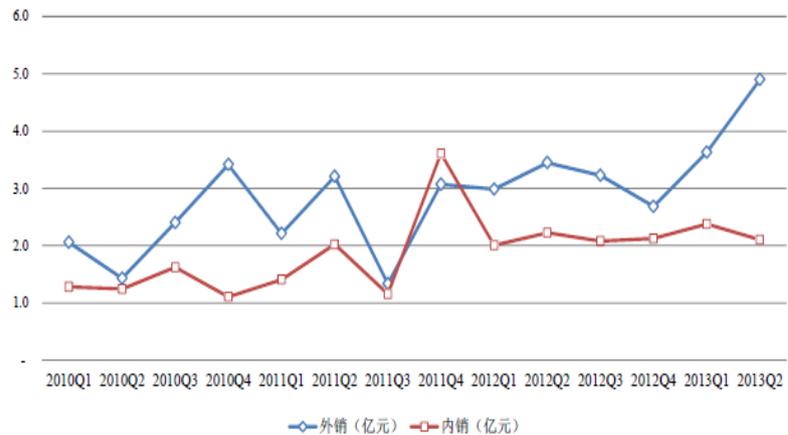
近年来，随着业务范围不断扩大，公司境外销售订单逐步上升

并保持良好的增长态势，同比增长分别为 5.57%、25.66% 和 32.58%。我们研究了公司的收入与利润构成可以发现，虽然公司产品在海外销售的毛利率低于国内，但海外市场的收入与利润对公司整体的贡献超过 50%，直到 2013 年下半年，海外市场增速才被国内市场超越。目前公司的出口产品包含运输费用后的报价离欧美当地同类阀门产品供货价格大约存在 20% 左右的市场差价，离高端系列产品则有 40% 左右的距离。而技术质量上已基本达到用户要求的严格标准，因此在一定的汇率波动风险下，仍具备价格竞争空间。

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。目前国内阀门的制造工艺相比德国、日本等国高端阀门制造企业的差距主要体现在一些细节美观方面，但在实用性和耐用性上已达到基本相同的质量标准。

公司已成立多个海外分支机构市场营销部，负责开发、维护和健全国外产品销售市场，建立国外营销体系，完成公司国外营销计划；建立公司海外市场营销组织，直接聘用当地员工以更好的满足因地制宜的市场开拓需求，制定公司国际市场的价格政策，产品的市场准入批准，负责公司宣传及企业文化推广工作。公司现已建立起覆盖全球的多层次营销网络体系。公司在北美洲、南美洲、欧洲、东南亚、中东等国家或地区直接设立销售子公司或办事处，负责当地市场的开拓，主要是针对新开工工程承包商进行的直销和经销模式，约占公司销售总量 70%；在若干市场需求旺盛的地区直接或通过经销商设立地区库存中心，长期储存公司的阀门产品，已满足对常用客户的日常采购和及时替换更新需求，占销售总量 30% 左右。而且，公司广泛地与各个国家的主要阀门经销商建立起合作关系，通过当地经销商获得源源不断的订单。随着海外市场的不断拓展，以及全球能源需求的不断扩张，各地管道建设投入加速，预计公司的海外市场的收入、利润贡献占比仍有望保持在 50% 左右。

图 5 近年来公司销售订单承接情况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 3.4 向产品全系列推进，有望实现新业务增量

公司依靠完善的质量管理体系、高品质的产品、一流的生产线，以及高效西化的企业文化赢得了世界能源巨头的认可。为开拓和渗透更多新的产品种类，扩充品种全系列化以打开销售增量，公司长期以来致力于技术创新和发展，注重技术人才培养，拥有研发团队 200 人；2 个设计部和 3 个开发部负责原有各类阀门及调节阀等新产品的研发；专门设立核电办负责核电阀的设计和开发；有机加工厂技术部负责新材料、新产品的焊接、加工方法、夹具工装及形式实验等研发项目的实施；公司子公司纽威石油设备技术部负责井口设备的研发；东吴机械技术部负责安全阀的开发；公司开发了全套先进的检验测试设备来控制从毛胚铸件和锻件到成品的整个过程的质量，包括：射线探伤、着色探伤、磁粉探伤、光谱分析、材料鉴别、冲击实验、拉伸实验、硬度实验、防火实验、超低温实验、高温实验、真空实验、低泄露实验、高压气体实验、超声波探伤和水压实验，以达到零缺陷的目标；先进的计算机技术也被广泛应用于生产制造的各个环节。公司通过一系列厂房仓库的建设和收购，不断强化生产装备能力，垂直整合原材料生产，最大限度的满足全行业应用的生产制造需求，为客户提供全套的工业阀解决方案。

### 3.5 原材料价格决定企业利润水平

公司阀门成品的主要组成部份为铸件和锻件，铸件自 2004 年以来主要由公司下属子公司生产自足，锻件则全部从外部采购。铸件和锻件的价格变化主要取决于钢铁价格的变化情况。2009 年以来，废钢及不锈钢的基本元素镍价格呈现较大的波动，均于 2011 年达到

阶段性高点，而后一路走低。目前废钢及镍的价格自高点下跌幅度已分别超过 40% 和 50%。废钢及镍价格的持续走低有利于公司阀门产品生产成本低，毛利率水平上升，对公司的盈利水平产生积极影响；反之，若废钢及镍价格攀升，将导致生产成本提高，毛利率下降，对公司的盈利水平产生不利影响，但由于行业内存在一定的成本转价空间，原材料成本大幅上涨也可能成为推动产品提价的一个重要条件，因此短期内的原材料价格波动对公司盈利能力影响有限。

2010 年 10 月，公司曾对阀门产品的报价进行调整，全面提价 5%，但由于闸阀、截止阀、止回阀等阀种的主要原材料为铸件，铸件原材料上涨幅度较大，产品提价无法完全抵消成本上升的影响，导致公司 2011 年度的毛利率下降幅度较大。

## 四、公司价值分析

### 4.1 财务状况分析

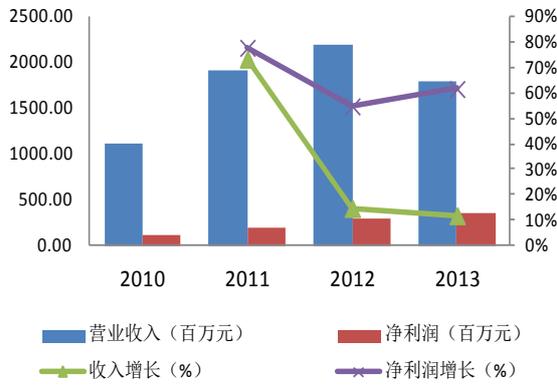
#### 高利润增速将逐渐回归，期间费用率保持平稳

2008 年的全球金融危机带来的经济降温对阀门行业产生了一定的不利影响，自欧美经济危机影响减弱以后，近年来公司经营保持平稳回升。从收入增速上看，2011 年-2013 年分别为 73.54%、14.69% 和 11.82%；同期公司的净利润增速分别为 77.97%、54.91% 和 61.73%，利润增长显著快于收入增长。公司认为，净利润水平持续快速增长的主要原因包括：一方面，随着全球经济复苏、阀门行业景气度提升，公司阀门业务销售额持续增加；另一方面，由于公司的阀门产品 70% 应用于投入较大且利润水平较高的石油天然气管道建设，受产品提价、主要原材料价格下降、工艺改造、项目结构变化等因素的影响，2012 年度以来公司毛利率水平不断攀升至 2013 年度的 44.98%，直到 2014 年才开始逐渐回归到行业正常水平。

2014 年一季度，公司毛利率回落到 38% 的行业平均水平；归属于母公司所有者的净利润为 1.3 亿元，较上年同期增 19.52%；营业收入为 6.01 亿元，较上年同期增 15.99%。公司净利润水平持续快速增长的主要原因包括：一方面，随着全球经济复苏、阀门行业景气度提升，公司阀门业务销售额持续增加；另一方面，公司阀门成品的主要原材料为铸件和锻件，铸件自 2004 年以来主要由公司下属子公司生产自足，锻件则全部从外部采购；从期间费用率来看，公司的期间费用率随着收入增长保持平稳；2013 年以来公司完成的项

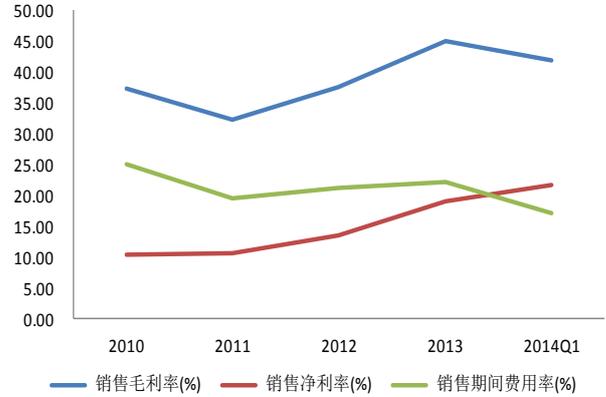
目订单比例有所提高，导致销售服务费用仍维持在较高水平。

图 6 公司近年来的收入、利润变化 (%)



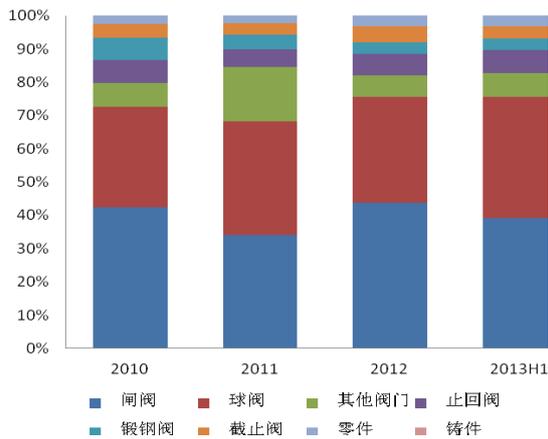
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 7 公司近年来盈利能力变化 (%)



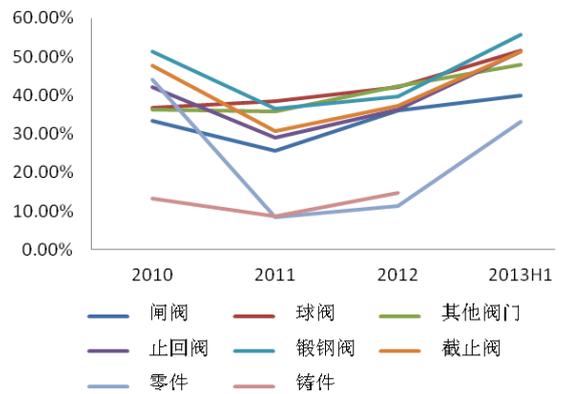
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 公司近年来的产品收入构成变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 9 公司近年来的产品毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

## 4.2 盈利预测假设

- 1、产品的主要原材料价格稳中有升，而公司主导产品能维持稳步提价；
- 2、海外市场拓展顺利；
- 3、向在核电、处理等新应用领域和产品全系列目标顺利推进；
- 4、募投项目进展顺利，按时投产、达产；
- 5、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。

### 4.3 盈利预测

基于上述假设，我们判断公司收入将保持平稳增长，结合公司的发展战略规划，预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入同比增长 17.90%、21.70%和 22.50%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长-0.42%、21.85%和 22.22%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.63 元、0.76 元和 0.93 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 29.58、24.28 和 19.86 倍。

#### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	2,458.06	2,898.05	3,526.93	4,320.49
年增长率 (%)	11.82	17.90	21.70	22.50
归属于母公司所有者的净利润	471.53	469.54	572.11	699.23
年增长率 (%)	61.73	-0.42	21.85	22.22
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.63	0.63	0.76	0.93
PER (X)	29.46	29.58	24.28	19.86

数据来源：Wind 上海证券研究所（对应股价为 2014-07-17 日收盘价）

## 五、维持未来 6 个月 “谨慎增持” 评级

公司 13 年实现每股收益 0.63 元，预计 14 年实现每股收益为 0.63 元，以 7 月 17 日收盘价 18.52 元计算，静态与动态 PE 分别为 29.46 倍和 29.58 倍，低于机械基础件行业上市公司平均水平。公司具备行业竞争优势，自主研发的中高端阀门产品正积极进军核电、天然气、水务等应用领域，各类新品种不断实现技术突破。考虑到现阶段政府高层对我国核电发展态度积极，国内核电项目启动以及海外市场出口同时推动。随着公司产品应用领域和海内外市场的不断拓宽，公司主营业务有望保持良好增长。维持对公司未来 6 个月 “谨慎增持” 评级。

## 六、风险提示

### 6.1 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。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。

## 6.2 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。

## 6.3 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，影响本公司的盈利水平。

## 6.4 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。

## 七、附表

附表 1 纽威股份损益简表及预测 (单位:百万元人民币)

指标名称	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	<b>2,458.06</b>	<b>2,898.05</b>	<b>3,526.93</b>	<b>4,320.49</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,899.75</b>	<b>2,326.56</b>	<b>2,845.17</b>	<b>3,532.86</b>
营业成本	1,352.52	1,680.87	2,052.67	2,540.45
营业税金及附加	24.69	34.20	44.79	54.87
销售费用	249.19	298.50	370.33	466.61
管理费用	215.09	246.33	299.79	367.24
财务费用	13.54	31.88	45.85	64.81
资产减值损失	44.72	34.78	31.74	38.88
<b>三、其他经营收益</b>	<b>8.41</b>	<b>8.74</b>	<b>26.21</b>	<b>78.64</b>
公允价值变动净收益	4.04	-	-	-
投资净收益	4.37	8.74	26.21	78.64
<b>四、营业利润</b>	<b>566.72</b>	<b>580.23</b>	<b>707.97</b>	<b>866.27</b>
加: 营业外收入	15.79	8.50	8.50	8.50
减: 营业外支出	2.55	4.00	4.00	4.00
<b>五、利润总额</b>	<b>579.96</b>	<b>584.73</b>	<b>712.47</b>	<b>870.77</b>
减: 所得税	104.11	111.10	135.37	165.45
<b>六、净利润</b>	<b>475.85</b>	<b>473.63</b>	<b>577.10</b>	<b>705.32</b>
减: 少数股东损益	4.32	4.09	4.99	6.10
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>471.53</b>	<b>469.54</b>	<b>572.11</b>	<b>699.23</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.63</b>	<b>0.63</b>	<b>0.76</b>	<b>0.93</b>

资料来源: Wind 上海证券研究所; 每股收益按股本750.00百万股摊薄

附表 2 纽威股份历年财务指标

指标名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
销售毛利率(%)	37.27	32.16	37.56	44.98
EBIT/主营业务收入(%)	12.73	13.97	17.97	24.07
销售净利率(%)	10.25	10.67	13.36	19.36
净资产收益率(全面摊薄)(%)	12.63	21.03	30.18	41.31
流动比率	1.48	1.25	1.30	1.39
速动比率	0.72	0.69	0.80	0.87
资产负债率(%)	49.24	60.10	59.99	55.33
存货周转率	1.32	1.76	1.68	1.64
应收账款周转率	2.58	3.21	2.79	2.78
总资产周转率	0.64	0.91	0.85	0.87
净利润同比增长率(%)	-63.57	77.97	54.91	61.73

数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。