

## 国内领先的控制阀供应商

—— 新三板挂牌公司研究

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 公司是国内领先的控制阀供应商，控制阀产品与工业自动化装备有较高的关联度。公司下游客户覆盖造纸、石化、煤化工、生化、环保等领域。凭借较高的性价比和服务优势，公司已顺利取得海外市场的入网资质。
- 公司所处阀门行业增长稳定，市场容量大。其中控制阀细分市场国内销售规模超过 250 亿元，但主要被外资品牌主导，外资市占率将近 7 成。公司有望凭借较大的价格优势，以及更好的服务，在市场需求最大的能源行业、环保行业以及造纸装备行业的控制阀市场中占据一定的市场的份额。
- 早期公司客户主要集中在造纸装备行业，而国内造纸行业近几年来呈下滑态势，公司前瞻性的市场布局，顺利开拓石化、煤化工、环保、生化等行业的市场，成功规避了造纸行业下滑给公司带来的影响，同时，积极的全行业布局，为公司下一步的发展奠定较好的市场基础。另外，海外市场的逐步开拓，一方面为公司觅得新的增长点，另一方面也为公司产品品牌形象树立提供更好的平台和机会。
- 展望 14-16 年，尽管公司新市场开拓较为顺利，但是今年公司新厂区搬迁，加上宏观经济环境不佳等客观因素的存在，我们预计 14 年公司整体经营业绩将保持平稳，但经历过渡期后，我们预计公司将从 15 年开始营收及净利增速有望出现较大幅度的提升。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.71、0.90、1.04 元，参照 A 股二级市场可比公司以及所属行业 14 年动态 PE 区间为 25-30 倍，考虑到新三板市场交易流动性因素，在此基础上给予 40% 的流动性折扣，我们认为公司的合理估值区间为 15-18 倍 PE，按 14 年预测 EPS 为 0.71 元，对应合理价格区间为 10.65-12.78 元。

## 风险提示

- 公司国内新市场以及海外市场开拓可能存在不确定性。
- 宏观经济因素可能导致公司下游投资存在不确定性。

## 公司主要财务信息

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	208	234	248	297	344
同比增长	-	12.6%	6.0%	19.5%	16.0%
营业利润 (百万元)	38	39	41	51	59
同比增长	-	3.4%	4.5%	26.2%	15.8%
归属母公司净利润 (百万元)	32	33	36	45	52
同比增长	-	2.1%	9.0%	25.8%	15.7%
每股收益 (元)	0.64	0.65	0.71	0.90	1.04
毛利率	40.9%	39.3%	39.3%	39.5%	38.9%
净利率	15.4%	13.9%	14.3%	15.1%	15.0%
净资产收益率	38.6%	17.9%	16.5%	17.5%	17.0%
市盈率 (倍)	-	-	-	-	-
市净率 (倍)	-	-	-	-	-

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

合理价格区间

10.65 - 12.78 元

行业

机械

报告发布日期

2014 年 08 月 14 日

证券分析师

王东冬

021-63325888\*5098

wangdongdong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513020002

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目录

阀门行业需求稳定，国产品牌机遇挑战并存 .....	4
全球阀门行业需求稳定，发展中国家市场快速增长 .....	4
石油天然气引领全球阀门市场需求 .....	5
工业控制阀，符合国内装备制造业升级趋势 .....	7
外资控制阀占据绝对优势，国产品牌渐显规模 .....	9
公司概况及发展分析 .....	10
公司概况 .....	10
公司股权结构 .....	10
公司是国内领先的控制阀供应商 .....	11
前瞻性调整符合国内发展趋势 .....	13
公司竞争优势及未来发展分析 .....	14
技术研发与细分市场品牌具有一定优势 .....	14
公司业务发展具备成长空间 .....	14
知名度与资金问题有望缓解 .....	14
公司发展有望提速 .....	15
盈利预测与投资建议 .....	15
盈利预测 .....	15
投资建议 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 2005 年-2015 年全球工业阀门行业收入及其增长情况 .....	4
图表 2: 2015 年金砖四国阀门市场规模、占全球比重 .....	5
图表 3: 中国阀门市场规模及其增长率 .....	5
图表 4: 2012 年全球阀门收入来源及其下游占比 .....	5
图表 5: 2012 年中国阀门收入来源及其下游占比 .....	5
图表 6: 造纸和纸制品业主营业务收入 .....	6
图表 7: 中国环境污染治理投资总额 .....	6
图表 8: 全球原油炼化产能 .....	6
图表 9: 全球天然气消费量 .....	6
图表 10: 全球油气阀门市场空间 .....	7
图表 11: 中国控制阀市场排行前 50 公司销售数据 .....	7
图表 12: 中国控制阀市场 Top50 国产、进口品牌销售总额 .....	7
图表 13: 近年来颁布的相关政策法规 .....	8
图表 14: 国内控制阀中终端用户比例 .....	9
图表 15: 国内外阀门品牌企业 .....	9
图表 16: 国内控制阀门生产相关企业 .....	10
图表 17: 公司股权结构图 .....	11
图表 18: 公司主要产品及应用和特点 .....	11
图表 19: 控制阀应用领域 .....	13
图表 20: 公司专利情况 .....	14
图表 21: 可比公司估值 .....	17

## 阀门行业需求稳定，国产品牌机遇挑战并存

阀门作为流体输送系统中的控制部件，具有导流、截流、调节、防止倒流、分流或溢流卸压等功能。阀门被广泛应用于制浆造纸、化工、石化、环保、生化、医药、矿山、冶金、能源等领域。

中国在阀门领域与国外大品牌存在一定的差距，国内的中小企业未来机遇、挑战并存，领先的国产品牌在行业整体需求稳步增长的基础上，可以利用显著的成本优势，不断提升的品质，存在较大的进口替代空间。

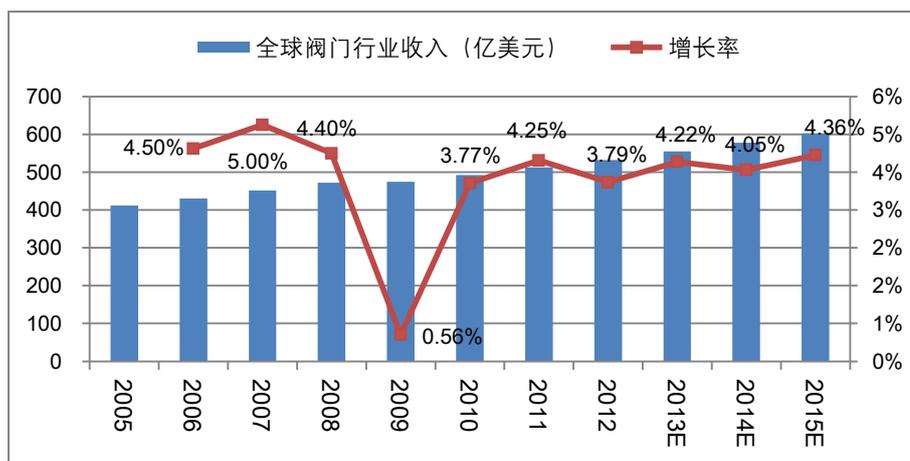
中高端阀门是国内阀门企业的发展方向，而在中低端市场，随着竞争的不断加大，生存环境预计将更加恶劣。而在产品方面，伴随国内自动化程度的不断提升，我们认为符合未来装备制造业发展趋势的自动化控制相关的产品，如控制阀等，具备更广阔的市场空间。

纵观全球阀门市场，呈现全球总体需求稳定，发展中国家增长速度更快。同时下游需求结构呈现不同的发展态势。

## 全球阀门行业需求稳定，发展中国家市场快速增长

**伴随能源需求的不断增长、全球人口的持续增加以及发展中国家现代化进程的推进，预计 2015 年全球阀门行业收入突破 600 亿美元。**阀门行业自金融危机之后开始复苏，于 2012 年全球工业阀门行业收入达到 532.61 亿美元，根据 Mcllvaine 预测，2013、2014、2015 年全球工业阀门行业收入分别达到 555.09 亿美元、577.57 亿美元、602.75 亿美元，销售增长率将分别达到 4.22%、4.05% 和 4.36%，呈现稳步上升的增长态势。

图表 1：2005 年-2015 年全球工业阀门行业收入及其增长情况

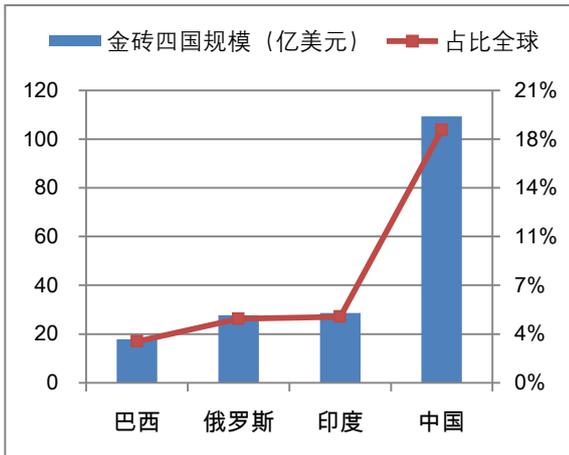


资料来源：Mcllvaine 东方证券研究所

阀门市场迅速扩张，发展中国家成为全球最大市场。2012 年排名前三位的中国、美国和日本的阀门市场规模分别为 88.47 亿美元、88.15 亿美元和 26.68 亿美元。近年来，以中国为代表的发展中国家阀门需求快速增长，正替代欧盟和北美成为全球阀门行业增长的新引擎，根据 Mcllvaine 预测，到 2015 年“金砖四国”占全球阀门市场比重达 30.45%，到 2017 年，预计中国阀门市场规模将

达到 113 亿美元，东亚、中东和非洲阀门市场规模占全球市场的比例将 45.72%，而北美和西欧等传统阀门需求占全球的比重降至 13.52%。

图表 2：2015 年金砖四国阀门市场规模、占全球比重



资料来源：Mcllvaine 东方证券研究所

图表 3：中国阀门市场规模及其增长率

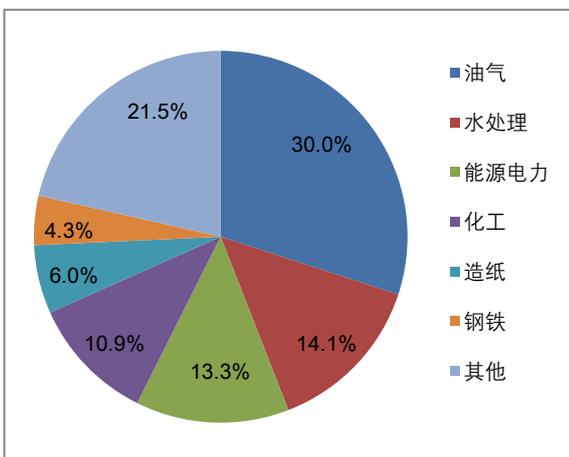


资料来源：Mcllvaine 东方证券研究所

## 石油天然气引领全球阀门市场需求

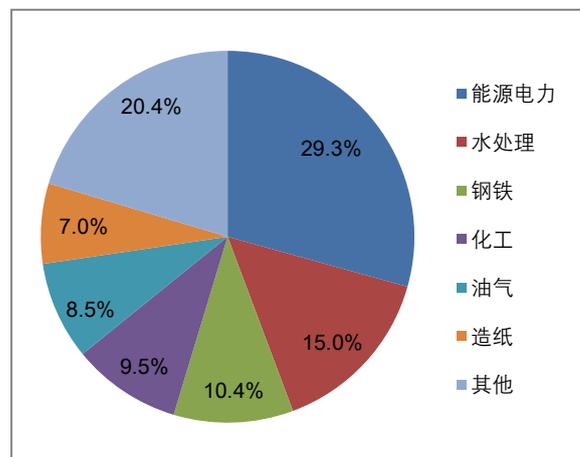
**石油天然气、化工与能源电力是全球阀门市场最重要的应用领域。**根据 Valve World，全球工业阀门的市场需求前三大领域分别是石油天然气、水处理以及能源电力领域，其合计占全部市场需求的 57.38%。2012 年我国能源电力、水处理和钢铁行业分别占国内工业阀门市场总需求的 29.33%、14.98%和 10.35%，合计为 54.66%。

图表 4：2012 年全球阀门收入来源及其下游占比



资料来源：Valve World 东方证券研究所

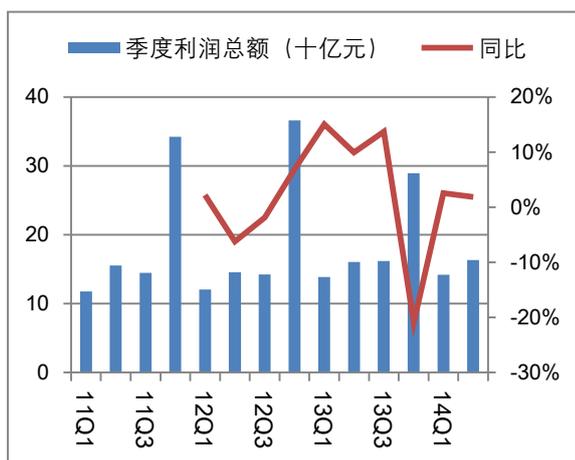
图表 5：2012 年中国阀门收入来源及其下游占比



资料来源：Mcllvaine 东方证券研究所

**造纸行业需求放缓，环保、石油气市场将刺激阀门市场需求。**2010年以来，我国造纸和纸制品行业收入增速放缓，固定资产投资额近年来增速有所下降，促使国内阀门生产商转向发展趋势更加稳定、需求更加开阔的石油气、环保以及能源电力领域，与全球阀门市场布局看齐。

图表 6：造纸和纸制品业主营业务收入



资料来源：国家统计局 东方证券研究所

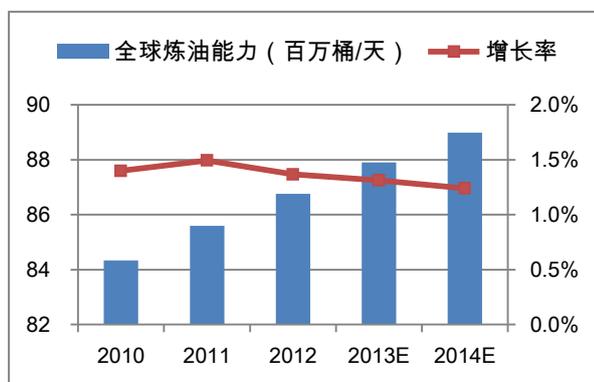
图表 7：中国环境污染治理投资总额



资料来源：国家统计局 东方证券研究所

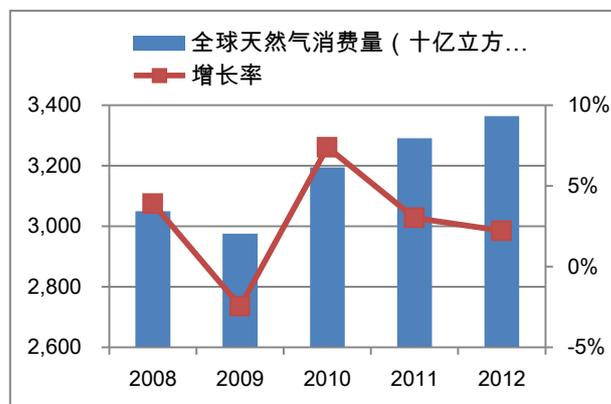
**石油天然气行业将带动全球阀门需求增长。**全球阀门需求市场中，石油天然气行业占比为 30%。其中，无论是油气的勘探开采、还是油气的炼化和处理，都需要运用油气阀门。全球油气勘探开采仍将维持高水平，根据 EIA 估计，全球能源消耗量于 2008-2035 年间将增加约 53%，且在 2035 年之前，石油和天然气合计仍将占整个能源消耗量的 52%，新型能源在短时间内尚不能完全替代传统的化石能源，这将对油气采集领域阀门需求的增长起到较强的支撑作用。全球原油的炼化能力逐年提升，预计 2014 年将达到日均 88.99 百万桶。天然气的处理量也呈现稳步回升势头，根据 BP2013 的数据，2012 年全球天然气消耗量为 3364 亿立方米，增长 2.21%。

图表 8：全球原油炼化产能



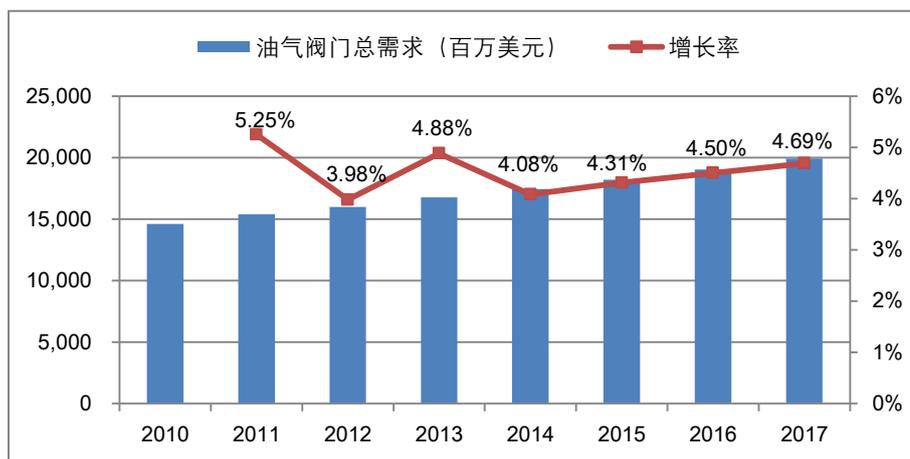
资料来源：IEA Medium Term Oil Market Report 东方证券研究所

图表 9：全球天然气消费量



资料来源：BP2013 东方证券研究所

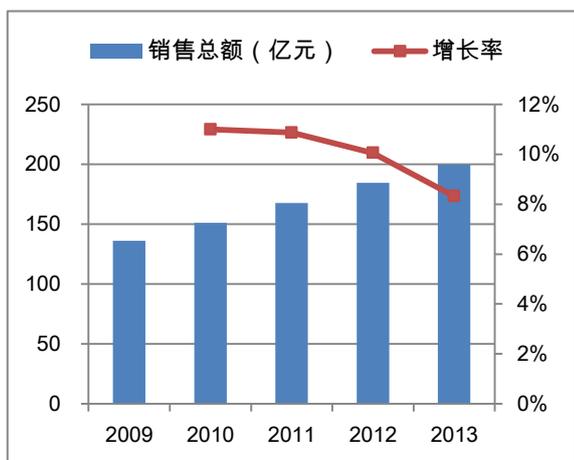
**全球石油天然气阀门市场需求逐年攀升。据 McIlvaine 数据，2014 年全球油气领域阀门需求较上一年度增加 4.09%，达到 174.58 亿美元，到 2017 年将达到近 200 亿美元的规模**

**图表 10：全球油气阀门市场空间**


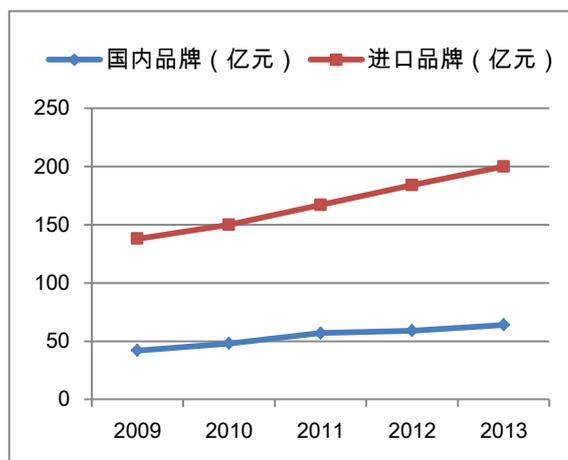
资料来源：Mcllvaine 东方证券研究所

## 工业控制阀，符合国内装备制造业升级趋势

根据功能的不同，阀门分为截断阀、控制阀、止回阀、分流阀以及安全阀等。作为复杂的高科技产品，工业控制阀大大提高了控制系统的稳定性、精确度和自动化程度。截止 2013 年，我国控制阀行业总规模超过 250 亿元，国内高速成长的市场机会带动众多国外品牌进驻，根据《控制阀信息》杂志的统计，截止 2013 年底，国内控制阀市场销售收入前 50 名企业销售额为 184.41 亿元人民币，进口控制阀品牌销售占比达到 67.74%。

**图表 11：中国控制阀市场排行前 50 公司销售数据**


资料来源：公司公开转让说明书 东方证券研究所

**图表 12：中国控制阀市场 Top50 国产、进口品牌销售总额**


资料来源：公司公开转让说明书 东方证券研究所

更高的生产工艺和品质要求，造成中国控制阀与国外高端品牌之间的差距较为明显。但随着中国装备制造能力的提升，中国品牌已经逐步出现一批具备在中低端控制法领域与外资分庭抗礼的企业，

如吴忠仪表、川仪股份、浙江三方、浙江力诺等。由于中国人口红利的逐步缺失，装备往高端化以及自动化的方向发展是大势所趋。我们认为控制阀行业的需求将超越阀门行业整体发展。同时，具备优秀技术储备能力的国产品牌在未来将率先在高端控制阀领域与外资直接竞争。国产控制阀品牌具备很大的进口替代空间。

#### 政策陆续出台，强化装备制造业升级，控制阀国内发展受扶持

自动控制阀制造行业归属于智能装备制造业。智能装备制造业是为国民经济各行业提供技术装备的战略性新兴产业，关联度高、吸纳就业能力强、技术资金密集，是产业升级、技术进步的重要保障和国家综合实力的集中体现。因此，国家对智能装备制造业的发展非常重视，将在较长时期内对行业采取鼓励和扶持的政策措施。

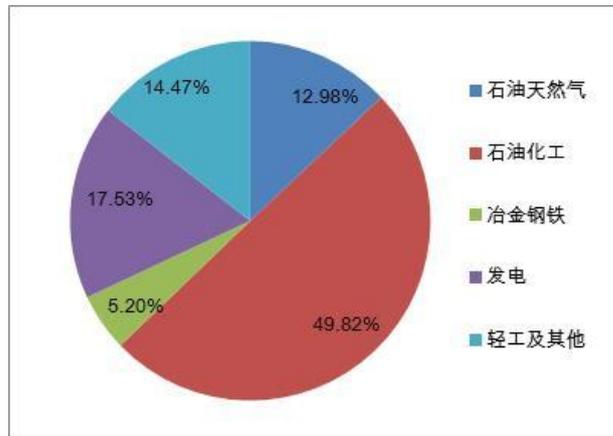
国务院、发改委及工信部等国家部门陆续推出各类规划，政策明确指出对高端装备制造的支持与鼓励，以推动我国工业的转型升级；而控制阀是提高工业自动化水平、突破高端装备制造能力的基础，控制阀行业受到国家政策的大力支持与鼓励。

图表 13：近年来颁布的相关政策法规

年份	颁发部门	政策文件	相关摘要
2006	国务院	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006~2020年）》	重点鼓励研究开发“流程工业的传感器、智能化检测控制技术、装备和调控系统。”
2011	国家发改委、科技部、工信部、商务部、知识产权局	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	将工业自动化中“智能化工业控制部件、控制器和执行机构”列为当前优先发展的先进工业自动化制造产业。
2011	国务院	《工业转型升级规划（2011—2015年）》	“提出“智能制造装备发展工程”作为重大技术装备创新发展及示范应用工程。并鼓励研究开发关键执行设备。
2012	国务院	《十二五国家战略性新兴产业发展规划》	在重点发展项目“高端装备制造产业”下“智能装备制造产业”中提出“要突破自动控制系统中执行零部件等核心关键技术，提高成套系统集成能力，推进制造、使用过程的自动化智能和绿色化。”
2012	国家工信部	高端装备制造业“十二五”发展规划	大力推进智能仪表、自动控制系统、工业机器人、关键执行和传动零部件的开发和产业化。
2013	国家发改委	战略性新兴产业重点产品和服务指导目录	智能仪器仪表，包括智能电动执行机构和阀门定位器以及调节阀。

资料来源：公司公开转让说明书，东方证券研究所

国内控制阀的主要应用行业为石化化工、电力、石油天然气领域，上述领域的应用合计占比79.87%。随着近年来工业控制技术的升级，控制阀在环保、食品、制药等领域的应用发展速度越来越快。

**图表 14：国内控制阀中终端用户比例**


资料来源：公司公开转让说明书 东方证券研究所

## 外资控制阀占据绝对优势，国产品牌渐显规模

巨大的控制阀市场空间吸引了众多国外品牌进驻国内市场。如美国费希尔、美国泰科、日本工装、美国福斯、德国萨姆森、芬兰美卓等。由于资金实力强、技术投入大，经验丰富，外资品牌在控制阀市场，特别是高端控制阀市场处于主导地位。国内控制阀生产企业数量较多，普遍规模不大，产业集中度很低。在生产能力、技术水平、产品质量、品牌建设上和国外竞争对手存在明显差距。随着“十二五”期间，工业转型升级、智能装备国产化的趋势，不少国内控制阀企业在技术水平上有所突破，通过不断加强技术能力和售后服务水准，提高主打产品的市场占有率，积极拓展细分行业的应用，并已经在部分细分领域建立起领先优势。

但可喜的是，国内控制阀领域已出现一批如吴忠、川仪、三方、力诺等具备在某些产品领域与外资分庭抗礼的企业，伴随这些企业通过不同的平台走向公众市场，进一步扩大品牌影响力之后，我们认为在不久的将来，国产品牌有望打破外资品牌在高端控制阀领域的垄断。

**图表 15：国内外阀门品牌企业**

企业类别	2013 年度 (亿元)	市场份额	具体情况
国产品牌企业	64.44	32.26%	国产品牌较国际品牌企业在控制阀市场竞争中处于劣势，其中吴忠仪表 2013 年销售额突破 10 亿元，跻身全球控制阀销售第四名，重庆川仪、上海开维喜销售额超过 3 亿元，其他国产品牌销售额均在 3 亿元以下。
国际品牌企业	135.30	67.73%	外资品牌竞争也比较激烈，其中 FISHER、日本工装(KOSO)、美国福斯(FLOWSERVE)、萨姆森(SAMSON)、美卓(METSO)等品牌企业依靠多年的研发、技术、资金、品牌优势，已在控制阀领域特别是高端控制阀市场处于主导地位。

资料来源：公司公开转让说明书，东方证券研究所

目前，国内实力较强的控制阀生产企业主要为吴忠仪表有限责任公司（以下简称“吴忠仪表”）、重庆川仪调节阀有限公司（以下简称“川仪调节阀”）、浙江三方控制阀股份有限公司（以下简称“三方控制阀”）、无锡智能自控工程有限公司（以下简称“无锡智能”）、中核苏阀科技实业股份有限公司（以下简称“中核科技”）和江苏神通阀门股份有限公司（以下简称“江苏神通”）等上市公司也有控制阀产品，在制浆造纸领域与公司存在竞争的国内控制阀生产企业主要为温州市利普自控设备有限公司（以下简称“温州利普”），

**图表 16 国内控制阀门生产相关企业**

名称	主要产品与市场
吴忠仪表	我国流程工业自动化控制领域中控制阀行业的龙头企业，生产各类控制阀，公司产品服务于（石油、天然气、煤、盐、碱）化工、冶金、电站、油气储运、轻工、船舶、水系统等领域
重庆川仪	专业生产高性能的 CV3000 系列调节阀及配件，主要产品包括直通类调节阀、旋转类调节阀、特殊类调节阀等各类调节阀，应用于石油、化工、化肥、冶金、轻工、电站等行业
三方控制阀	专业从事调节阀制造、研发、销售和服务，产品广泛应用于原油开采、天然气输送、火力发电、生物制药、炼油、冶金、造纸、空分、食品酿造、城市供热、污水处理等项目
无锡智能	专业生产各类电动、气动控制阀、控制装置，主要应用于石油、化工、钢铁、冶金、建材、轻工、电力、环保、食品等行业
中核科技	工业阀门研发、设计、制造及销售为一体的科技型制造企业，公司产品广泛应用于国内外石油、石油天然气、炼油、核电、电力、冶金、化工、造船、造纸、医药等十几个行业及国家有关科研部门
江苏神通	主要生产蝶阀、球阀、闸阀、截止阀、止回阀、调节阀、特种专用阀，应用于冶金、核电、火电、煤化工、石油和天然气集输及石油炼化等领域
温州利普	生产各种电动、气动、手动阀门 58 个系列，600 多个规格品种。广泛应用于造纸、化纤、石化、食品、冶金、电力、制药、污水处理等行业的自动化控制系统。

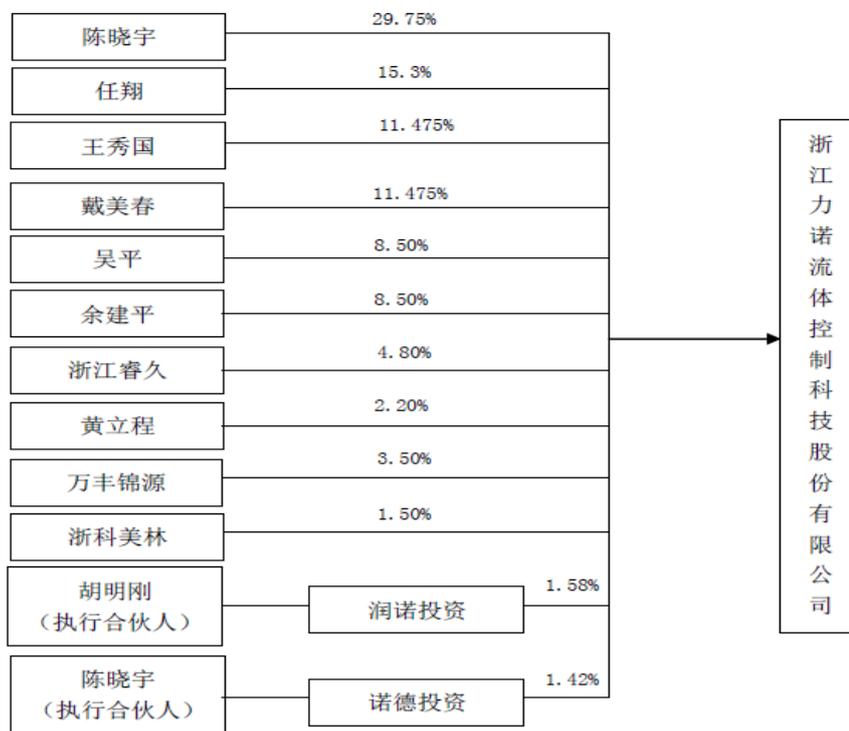
资料来源：公司公开转让说明书 东方证券研究所

## 公司概况及发展分析

### 公司概况

#### 公司股权结构

公司共有 12 位股东，公司的第一大股东陈晓宇仅持有公司 29.75% 的股份，公司股权较为分散，并未形成对公司的绝对控制，陈晓宇、任翔、王秀国、戴美春、吴平、余建平直接持有公司的股份合计 4,250 万股，占本次挂牌公司总股本的 85%，其中王秀国、戴美春系公司董事长陈晓宇的姐夫，三人为公司的一致行动人，合计持股比例达 52.75%

**图表 17：公司股权结构图**


资料来源：公司公开转让书 东方证券研究所

### 公司是国内领先的控制阀供应商

公司主营业务是从事控制阀的研发、生产和销售。主要产品为气动、电动控制阀，主要包括 V 型调节球阀、O 型切断球阀、调节阀、高性能蝶阀、刀闸阀等五大类别 20 个系列、400 多个规格的控制阀产品，广泛应用于制浆造纸、化工、石化、环保、生化、医药、矿山、冶金、能源等工业企业的自动控制系统中，起到调节压力、流量、温度、液位等参数的关键作用。公司生产的代表性产品如下：

**图表 18 公司主要产品及应用和特点**

产品	样图	用途和特点
V 型调节球阀		带有特殊形状的 V 型缺口，使阀门具有近似等百分比的流量特性。阀芯和密封座之间在运动过程中会产生很大的剪切力和自洁功能，对含纤维的介质具有切断作用，对含固体颗粒介质具有自洁功能。流道为直流式，流通阻力小，流通能力大且密封性能优越达到严密级切断，具备了调节和切断双重功能，是一种多功能经济型控制阀。该阀特别适合浆料，纤维及含固体颗粒介质的控制。

O型切断球阀球阀



其结构采用可动硬密封座双向密封设计。双向密封阀座之间无间隙回转时具有很大的剪切力及自洁功能，球阀采用通径设计当阀全开时，其流通直径与管道直径基本相当，压力损失极小。其特点是密封性能好，流向不受限制，适用于各种气体、液体及含纤维和细小颗粒的介质尤其适用于控制纤维和微小固体颗粒的悬浊液及粘性介质的通断。

蝶阀



蝶阀采用了三维偏心原理设计，使密封面的空间运动轨迹达到理想化，解决了传统偏心蝶阀在启闭 $0^{\circ} \sim 10^{\circ}$ 瞬间密封面仍处于滑动接触摩擦的弊病，实现蝶板在开启瞬间密封面即分离，关闭接触即密封的效果，由于蝶阀自身构造及结构特点相对于其他阀门，具有结构长度短，体积小，耗用材料省更具有经济性。

刀闸阀



其结构采用刀形闸板紧密贴合阀座其之间无间隙直行程切断运动，具有很大的剪切及自洁功能，特别适用于矿浆和含有纤维介质的控制。该阀采用超薄设计，外形美观轻巧结构紧凑，便于安装使用是一种经济型控制阀。

调节阀



阀体优化设计，拥有多种阀内件组合满足不同控制要求，具有调节，切断功能。可选用多弹簧薄膜执行机构、气动活塞执行机构、电动、液动等多种驱动方式，实现对工艺参数的调节和控制。产品广泛用于化工、石油、生化、制药、电力、冶金等工业部门的自控系统。

资料来源：公司公开转让书 东方证券研究所

公司在中低端控制阀领域已经具备较好的市场基础。相比国外品牌，公司在产品定价方面远低于外资品牌，通常同等规格的产品，外资品牌价格是公司产品的3-5倍，尽管在绝对质量上，与外资品牌尚有较大的差距，但是利用更大的成本优势，公司在国内造纸、石化、环保等领域已经成功获得一席之地。

除此之外，公司售后服务方面，也有较大的领先优势。公司对质保期内因生产质量问题导致的故障公司免费提供配件及服务；公司产品在超过质保期后，依然为客户提供全面而优惠的技术服务和备件供应；公司还根据项目的需求免费派遣专业工程师到现场进行安装指导和开车调试，并负责对客户的技术人员进行技术培训；公司销售部门也会不定期对客户进行随访，及时了解客户使用产品的情况以及对产品改进的建议，以期为客户提供更加符合要求的产品。

## 前瞻性调整符合国内发展趋势

控制阀行业的需求与其下游行业的固定资产投资密切相关。随着我国产业升级进程的不断深入，产业集中度的不断提升，国民经济各领域不断进行生产系统、生产设备的改造升级，同时产业整合也导致固定资产投资不断增加。下游行业的需求扩大，给自动控制阀行业带来广阔的市场空间。另外，下游行业的结构调整、转型升级也对自动控制阀产品提出了更高的技术、质量要求，控制阀制造企业的技术水平因此需要随着下游行业的要求提高而不断升级，以保持行业内的竞争力。控制阀主要产品对应下游行业及主要用途如下：

**图表 19：控制阀应用领域**

主要产品	应用领域	主要用途
V 型球阀	化工、石油、生化、制药、造纸、化纤、电力、冶金、环保	高级调节阀、开关阀，适用于含有纤维或微小固体颗粒状介质的控制
O 型球阀	化工、石油、生化、制药、造纸、冶金、电力、环保、轻工	切断阀，适用于控制纤维和微小固体颗粒的悬浊液及粘性介质的通断
蝶阀	化工、石油、生化、制药、造纸、污水处理、电力、轻工	高级调节阀、开关阀，体积小耗用材料省更具有经济性
刀闸阀	采矿、造纸、污水处理、制糖、化纤	具有剪切力及自洁功能，适用于浆料和含有纤维介质的控制
调节阀	化工、石油、生化、制药、电力、冶金	高级调节阀调节介质的压力、流量、温度等参数，是工艺环路中最终的控制元件，适用适用于空气、水、蒸汽、各种腐蚀性介质、泥浆、油品等介质
API 系列阀门	石油、天然气、化工	球阀、闸阀、止回阀

资料来源：公司公开转让说明书，东方证券研究所

从以上产品类型而言，V 型阀和刀闸阀在造纸行业应用较为广泛，而 O 型阀和蝶阀通用型较强，在石化、环保等领域需求量更大。

公司生产的控制阀属于工业企业生产设备的组成部分，而非经常性消费物资。从销售模式来看，公司产品以向终端客户直接销售为主，以向系统集成客户、设备配套客户等渠道客户为辅。从终端客户需求来看，单个客户对阀门的需求通常与生产建设周期相适应，具备一定的周期性，直销模式和客户需求的周期性反映在公司的客户结构上，表现为客户较为分散，以及客户变动较大。此外，为了降低对造纸装备行业的依赖，公司不断开拓环保、化工、石化、冶金等其他行业的市场

近几年，由于宏观经济不景气，造纸行业的控制阀需求逐渐出现下滑趋势，公司于前几年已积极布局下游客户市场，不断开拓环保、化工、石化、冶金等其他行业的市场，来应对以往对造纸行业依赖度过高的风险。并从 12、13 年开始已经展现较为明显的效果。2013 年，公司造纸行业的下游需求已经从 2012 年的 60.6% 下降到 38.2%。目前在，石化、环保、生化、矿山等领域已获得一定的客户基础。

参照图表 14 中，国内控制阀将近 63% 的需求集中在石化以及天然气领域，而造纸轻工行业的下游需求只占不到 15%，公司将市场从以往的单一造纸行业调整到全行业覆盖，不仅大幅扩大了下游客户的市场空间，同时也很大程度上规避了单一行业依赖度过高带来的行业风险。

2014 年上半年，公司新厂区完全投入使用，大幅提高产能，同时在石化、环保、生化等领域的产品认证已获的通过，经过近期的培育，加上公司在新三板市场公开交易后可以带来一定程度上品牌影响力的提升，我们预计公司在经历 13-14 年的短暂停歇后，有望从 15 年开始以较快的速度增长。

## 公司竞争优势及未来发展分析

### 技术研发与细分市场品牌具有一定优势

公司自 2003 年成立，经过多年发展，在技术以及细分市场品牌方面已有一定的积累。

2010 年公司被认定为国家高新技术企业，并于 2013 年通过复审，2011 年公司被浙江省科学技术厅认定为“省级高新技术企业研究开发中心”，2012 年被科技部火炬高技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。公司巩固制浆造纸控制阀领先地位的同时，加大化工、石化、生化、环保、能源、冶金、轻工、矿山等领域产业链延伸的投入，掌握了包括球阀、蝶阀、刀闸阀及调节阀等产品的核心技术。公司目前拥有拥有专利 25 项、在申请专利 2 项；获得浙江省名牌产品。公司凭借着长期以来的技术积累、良好的产品性能和服务，相关产品在行业内具有较高的知名度。在竞争激烈的市场竞争中，赢得了较高的品牌优势，尤其在制浆造纸行业取得了领先的竞争优势。

图表 20：公司专利情况

类型	数量 (项)	授权状态	保护期限
实用新型	20	已授权	10 年
外观设计	5	已授权	10 年
发明专利	2	申请中	—

资料来源：公司公开转让说明书，东方证券研究所

### 公司业务发展具备成长空间

综合行业政策、市场规模以及自身状况，公司将着重加强能源、化工、石化等重点领域的开拓。2013 年公司已经成功取得中石化、中海油的供应商入网资质；2014 年公司协办了全国化工自动控制设计技术中心站、全国石油和化工勘察设计协会自动控制设计专业委员会的年会，为公司在石化行业的开拓打下基础。目前，公司已取得委内瑞拉国家石油公司的入网资质，有望在海外市场再迎突破。结合公司在生化、环保、冶金、化工、多晶硅、轻工等行业已有的市场地位，以及国际分销商订单的增长，公司在国内、国外的市场增长前景较大，公司业务发展具有一定的成长空间。

### 知名度与资金问题有望缓解

公司目前虽然在制浆造纸行业中形成了一定的知名度以及品牌效应，但在其他行业的竞争中仍处于劣势，其知名度远不及国际品牌及同行业的上市公司。而随着公司业务的拓展，市场的扩大以及技术的更新换代，其资金需求越来越大，原有的资金规模无法完全支撑公司的快速发展。

我们认为以上两点瓶颈公司将通过良性循环来突破，首先，公司的品牌影响力有望通过 1、三板市场的公开上市交易有望为公司带来积极的品牌影响；2、委内瑞拉石油公司的入网资质基础上，公

司如果能够顺利进入海外市场的供应体系,有望利用海外市场的成功来推动公司在国内市场的品牌影响力。

而品牌影响力又是公司目前突破市场限制的一大关键,品牌影响力提升之后,公司如能顺利开拓市场更大的石化、天然气等领域,凭借公司较为稳定的销售体系,有望为公司带来稳定的现金流。而公司在产能方面刚刚经历厂房的搬迁,设计产能产值从原来的 3 亿左右提升到 4-5 亿,短期内将不需要有过大的资本开支。

## 公司发展有望提速

综合对阀门行业,尤其是控制阀行业的分析,以及公司最近几年的发展特性,我们认为 14 年上半年由于公司厂区搬迁、以及宏观经济不佳等客观因素的存在,可能拖累 14 年全年的增速,但公司在市场开拓、布局方面稳步进行,且渐显成效,因此,我们认为在经历多年的国内市场布局以及海外市场开拓之后,公司有望从 15 年开始,再次步入成长期,营收、净利的增速均可提升。

# 盈利预测与投资建议

## 盈利预测

我们对公司 2014-2016 年盈利预测做如下假设:

- 1) 收入的增长主要来自于传统造纸设备行业以外的新市场的开拓,其中,石化、环保、生化市场的需求是公司未来主要的增长点。

公司产品中 V 型阀和刀闸阀与造纸行业相关度较高,其余品类阀门通用型更强。2013 年受造纸行业需求下滑影响,V 型阀和刀闸阀产品需求受不同程度的影响,其中刀闸阀产品已积极推广到矿山冶金行业,因此 13 年刀闸阀收入总体持平。

14 年上半年,公司经历新厂区搬迁的原因,一定程度影响公司正常的生产经营,同时加上上半年宏观经济运行状况一般,石油石化反腐影响石化行业需求;同时,造纸行业需求仍处于下滑态势中。我们认为这些客观因素的存在,将导致公司 14 年经营仍将处于盘整期。但公司目前在海外市场已有突破性进展,如:顺利进入委内瑞拉石油公司的入网资质,石化、生化、环保、冶金等领域的市场开拓也有条不紊,再加上公司下半年的新厂区产能磨合之后,我们预计公司 15 年开始,公司将以较快的速度发展。

结合公司各个产品的特性及行业分布,我们对公司 14-16 年的各产品收入增长作如下表预测。

- 2) 公司 14-16 年毛利率分别为 39.30%, 39.55%和 38.91%。公司的生产经营模式较为固定,客户拓展模式也相对成熟,考虑到成本端总体保持稳定,我们预测公司未来三年的毛利率基本稳定,15 年随着收入的较大幅度的提升,带来一定的规模效应。
- 3) 公司 14-16 年销售费用率为 9.5%, 9.5%和 9.3%,管理费用率为 9.0%, 8.8%和 8.6%。公司的市场开拓和销售模式总体稳定,但考虑到近几年公司在新领域的市场开拓仍在进行中,我们认为公司 14、15 年的销售费用率仍处于高位,16 年开始预计将逐步改善。

14 年因公司厂区搬迁、三板公开交易等因素，预计管理费用率将小幅提升，后续随着收入规模的上升，预计可逐步摊薄。

- 4) 公司 14-16 年的所得税率维持高新技术企业 15% 的优惠税率, 实际所得税率维持 13 年 13.6% 的水平。

#### 收入分类预测表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>O 型球阀</b>					
销售收入 (百万元)	64.0	79.8	87.8	105.4	121.2
增长率		24.8%	10.0%	20.0%	15.0%
毛利率	41.9%	39.7%	39.7%	40.0%	40.0%
<b>V 型球阀</b>					
销售收入 (百万元)	78.1	63.6	60.4	69.5	76.4
增长率		-18.6%	-5.0%	15.0%	10.0%
毛利率	40.1%	40.0%	40.0%	40.0%	38.0%
<b>蝶阀</b>					
销售收入 (百万元)	20.9	29.5	33.9	42.4	52.9
增长率		40.8%	15.0%	25.0%	25.0%
毛利率	44.9%	46.4%	46.0%	46.0%	45.0%
<b>刀闸阀</b>					
销售收入 (百万元)	27.6	27.2	28.6	34.3	39.4
增长率		-1.4%	5.0%	20.0%	15.0%
毛利率	37.3%	29.3%	29.0%	30.0%	29.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	17.7	34.4	37.8	45.3	54.4
增长率		94.5%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	41.7%	38.9%	39.0%	39.0%	39.0%
合计	208.3	234.5	248.5	296.8	344.4
增长率		12.6%	6.0%	19.5%	16.0%
综合毛利率	40.9%	39.3%	39.3%	39.5%	38.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

由此，我们预测公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.71、0.90 和 1.04 元。

## 投资建议

参考 A 股二级市场同类行业 14 年整体动态 PE 27.3 倍，可比公司平均估值区间 25-30 倍，考虑新三板因交易流动性因素，在此基础上给予 40% 的流动性折扣，我们认为公司的合理估值区间为 15-18 倍，按 14 年预测 EPS 为 0.71 元，对应合理价格为 10.65-12.78 元。

公司主要生产产品为工业控制阀，根据中国证监会《上市公司行业分类指引》，公司生产的主要产品属于 C40 “仪器仪表制造业”。以 8 月 6 日收盘价为基础，证监会行业分类的“仪器仪表制造业” 2014 年行业动态 PE27.3 倍。

同时，考虑到公司的产品特点以及下游客户的行业分特点，我们选取了泵、阀以及油气管道中的典型上市公司做为可比公司进行估值对比。7 家上市公司调整后（剔除最大、最小 PE）的平均 PE 为 28.6 倍。与仪器仪表行业整体估值水平相当。

三家阀门类上市公司中，江苏神通、中核科技尽管产品类型与公司接近，但下游客户中有较大比例的核电领域，二级市场给予了这两家公司较高的溢价。剔除核电因素后，再结合其他泵、阀、管道类上市公司的估值水平，我们认为可比公司在二级市场的合理估值区间为 25-30 倍，

图表 21：可比公司估值

	公司	最新价格	每股收益 (元)				市盈率			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
阀	中核科技	15.74	0.17	0.23	0.27	0.30	93.86	67.47	57.83	52.47
	江苏神通	16.09	0.32	0.38	0.52	0.73	50.79	42.34	31.14	22.02
	纽威股份	19.58	0.63	0.68	0.81	0.97	31.14	29.01	24.17	20.19
泵	新界泵业	11.29	0.38	0.47	0.59	0.71	29.81	24.02	19.14	15.90
	南方泵业	20.50	0.61	0.78	1.01	1.32	33.80	26.35	20.25	15.53
管道	玉龙股份	13.19	0.46	0.62	0.82	1.00	28.38	21.43	16.02	13.17
	常宝股份	10.13	0.57	0.64	0.72	0.82	17.85	15.95	14.15	12.34
最大值							93.86	67.47	57.83	52.47
最小值							17.85	15.95	14.15	12.34
平均							40.81	32.37	26.10	21.66
调整后平均							34.78	28.63	22.14	17.36

资料来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 1、 尽管经过这几年的开拓和布局，公司国内的下游已经摆脱对造纸设备行业的依赖问题，但新市场的客户基础仍不牢固，公司未来成长的基础均是建立在石化、生化、环保等新市场的顺利开拓基础上，如果后续国内新市场开拓不利，公司成长将面临较大的压力。
- 2、 海外市场尽管近几年发展趋势较好，公司也顺利取得了委内瑞拉石油公司的入网资质，但海外市场存在较大的不确定因素，公司出口业务如果不达预期，也将对公司造成较大的影响。
- 3、 公司 13 年底新厂区竣工转股，从 14 年开始，我们测算公司将在 13 年 370 万折旧额的基础上新增 300-350 万左右的折旧额，如果公司收入水平无法顺利跟进，将对公司的盈利能力造成一定的影响。
- 4、 宏观经济发展的不确定性，导致国内固定资产投资存在较大不确定性，如果经济增速继续下行，将可能对公司所处行业产生不利影响。



## 信息披露

---

就发布本证券研究报告中涉及具体证券可能存在潜在利益冲突的情况向客户披露本公司与该证券有关的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券做市业务部门拟在全国股份转让系统开展与浙江力诺（830985）相关的做市业务。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

### 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)