

日期: 2014 年 12 月 15 日

行业: 专用设备

中核旗下高端阀门制造企业



潘贻立

021-53519888*1909

Panyili@shzq.com

执业证书编号: S0870514060001

王昊

021-53519888-1957

Wanghao@shzq.com

执业证书编号: S0870513070002

基本数据 (2014Q3)

报告日股价 (元)	30.30
12mth A 股价格区间 (元)	34.68/10.28
总股本 (百万股)	383.42
无限售 A 股/总股本	99.98%
流通市值 (百万元)	11,615.54
每股净资产 (元)	2.75
PBR (X)	11.03
DPS (Y2013, 元)	0.10

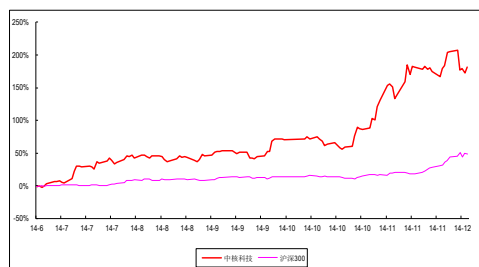
主要股东 (014Q3)

中国核工业集团公司苏州阀门	17.92%
中国核工业集团公司	9.33%
陈潮钊	6.23%
中信证券股份有限公司约定购	2.71%
施明家	0.37%

收入结构 (2014H1)

其他特阀	61.04%
水道阀门	15.48%
核电阀门	10.68%
铸锻件	4.53%
核化工阀门	8.01%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZXSZ14-CR03

首次报告日期: 2014 年 12 月 15 日

投资摘要

特阀业务稳定增长, 借助核电优势业绩拉升有待显现

伴随核电项目重启和政策信号和我国核电领域关键设备自主化程度的不断提高, 公司作为中核集团下属企业, 在中石油中石化等其他业务板块市场能够保持稳定发展的前提下, 期望发挥自身优势在核电阀门市场有进一步发展。我们认为即使 2014 年底核电新项目开工, 由于其产品交付周期较长, 对公司的业绩拉动作用可能更多体现在两年后, 而近一两年, 公司收入增长更多的依赖于其他特阀业务收入的稳步增长上。鉴于对公司产品结构优化和高端核电关键阀门国产化按计划推进的信心, 我们对其产品盈利空间的提升持谨慎乐观的态度。

估值与投资建议

公司不断加大高端阀门设计制造研发投入, 提升市场竞争优势。公司目前正密切关注核电市场变化及项目开工和招投标信息, 前期募投项目中专门针对核电发展需求建设的核电关键阀门生产能力扩建项目, 也于去年建成投产。初步预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入同比增长 15.20%、15.50% 和 16.20%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 23.89%、16.64% 和 19.14%; 分别实现每股收益 0.21 元、0.24 元和 0.29 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 145.88、125.06 和 104.97 倍, 估值偏高。但同时考虑到国家核电“走出去”战略可能给公司带来的发展机遇, 给予公司未来 6 个月“谨慎增持”评级。

主要风险

- (1) 经济复苏不确定性风险;
- (2) 核电行业发展受政策影响的风险;
- (3) 市场竞争加剧的风险;
- (4) 原材料价格上涨及毛利率下降的风险。

数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	941.62	1,084.74	1,252.88	1,455.84
年增长率	15.94	15.20	15.50	16.20
归属于母公司的净利润	64.28	79.64	92.89	110.67
年增长率	6.27	23.89	16.64	19.14
每股收益 (元)	0.17	0.21	0.24	0.29
PER (X)	180.73	145.88	125.06	104.97

数据来源: Wind 上海证券研究所

目 录

一、公司概况.....	4
1.1 历史悠久的阀门生产厂商.....	4
1.2 公司控股股东及历史变革介绍.....	4
1.3 公司业务及发展状况.....	5
1.4 公司近年来经营状况.....	6
二、阀门行业现状和公司竞争力.....	11
2.1 我国沿海核电发展任务紧迫.....	11
2.2 阀门市场分类和竞争情况.....	12
2.3 公司密切关注核电市场变化及项目开工和招投标信息.....	14
三、公司价值分析.....	14
3.1 盈利预测与估值.....	14
3.2 给予未来 6 个月“谨慎增持”评级.....	15
四、风险提示.....	15
4.1 经济复苏不确定性风险.....	15
4.2 核电行业发展受政策影响的风险.....	15
4.3 市场竞争加剧的风险.....	16
4.4 原材料价格上涨及毛利率下降的风险.....	16
五、附表.....	17

图

图 1 公司产品种类齐全 满足下游多行业需求	5
图 2 收入增速明显快于利润增长	7
图 3 毛利率明显下滑 净利率小幅波动	8
图 4 期间费用总体呈现回落之势	8
图 5 公司专注于各类阀门的生产	9
图 6 近三年一期公司收入构成	10
图 7 其他特阀收入总体呈现增长	10
图 8 其他特阀毛利率比较稳定	10
图 9 核电阀门收入连续下滑后今年由降转增	10
图 10 核电阀门毛利率震荡上行	10
图 11 核化工业务收入波动较大	10
图 12 各年核化工阀门毛利率差异较大	10
图 13 公司不断加大研发投入	11
图 14 我国已成为全球最大的工业阀门市场	13
图 15 国内阀门需求未来仍将稳中有增	13

表

表 1 中核科技公司 2011 年和 2012 年主要销售客户前五名	6
--	---

一、公司概况

1.1 历史悠久的阀门生产厂商

中核科技自 1997 年成立后，专注于工业阀门的研发、设计、制造和销售，经多年发展后已成为国内阀门行业中品种最多、规格最齐全、技术含量最高的专业化工业阀门生产基地，产品包括闸阀、截止阀、球阀、调节阀等，品种规格达到 12,000 个，广泛应用于石油、天然气、化工、冶金、医药、电力、造船，以及核能建设等领域。

公司前身为苏阀厂，始建于 1952 年 7 月。1962 年初因国家国防工业建设需要，划归国家中央第二机械工业部（后改为核工业总公司），成为部属军工企业。1979 年，贯彻“军转民”方针原苏阀厂产品开始由军品转为民品，生产各类工业阀门，1988 年后产品开始出口；1996 年出口创汇 2,512 万美元。阀门产品远销 50 多个国家和地区，并且在中东阿联酋的迪拜设立了中东苏阀公司（原苏阀厂占 50%），作为原苏阀厂在中东的一个窗口。

公司的综合实力，包括经营规模、科技研发能力、产品制造水平、质量保证等长期处于国内领先地位。目前，公司承担了一系列关键阀门国产化项目的科研开发任务。包括为适应核电项目技术新的要求，进行的核电建设专用阀门主蒸汽隔离阀、爆破阀等核电项目关键阀门国产化项目研发，如 DN800 核二级主蒸汽隔离阀。该项目于 2014 年 7 月 25 日通过中国机械工业联合会组织的样机鉴定。

1.2 公司控股股东及历史变革介绍

中国核工业集团苏州阀门厂于 1997 年 7 月 19 日在深圳证券交易所挂牌上市。中国核工业集团苏州阀门厂持有公司的 4,500 万股（国有法人股），占公司总股本的 60%，为公司的控股股东和实际控制人。2006 年 5 月 11 日，中国核工业集团苏州阀门厂将所持有股份中的 5880 万股无偿划给中核集团后，持股 4200 万股，占总股本的 25%。中核集团直接持有 5880 万股，占公司总股本的 35%，转为公司的控股股东。截至 2013 年 5 月，经过股权分置等事件，中核集团持股比例为 9.33%，中核集团苏州阀门厂持股为总股本的 17.92%。因其仍为中核集团下属的全资企业，中核集团直接持有和间接持有股份之和占总股本的 27.25%，仍为控股股东。

中核集团系由中央直接管理、国资委直接监管的特大型国有独资企业，现有 100 多家企事业单位和科研设计院所，目前主要承担核动力、核材料、核电、核燃料、乏燃料和放射性废物的处理和处

置、铀矿勘查采冶、核仪器设备、同位素、核技术应用等核能及相关领域的科研开发、建设与生产和经营任务。主要包括核动力、核电、核燃料、天然铀、核技术应用、核环保工程等八大业务板块。公司为中核集团唯一的阀门生产制造单位。

1.3 公司业务及发展状况

中核科技目前生产的阀门品种有闸阀、平板闸阀、截止阀、止回阀、球阀、旋转阀、蝶阀、隔膜阀、调节阀、保温夹套阀、高温高压电场阀、仪表阀和真空阀以及其他各种特殊要求的阀门，品种规格达 12,000 个，不同材质的有 30 多种，口径规格为 1/8-36 英寸、阀门压力等级为 150 磅级-2500 磅级，公司阀门产品广泛应用于石油、天然气、化工、冶金、医药、电力、造船，以及核能建设等行业的工程项目与市场领域。

图 1 公司产品种类齐全 满足下游多行业需求



数据来源：公司网站 上海证券研究所

公司的主营产品为阀门和铸锻件。其中工业阀门约占公司主营业务收入的 81%。公司为中石油、中石化的战略供应商，其 70% 的工业阀门收入来源于此。但受中石油石化项目放缓，公司特种阀门的订单将会受到影响。同时受海外工程的减少，石油石化特种阀门的出口也会相应减少。但是，有关于水道阀门的出口订单未来有望保持稳定。近日，中核苏阀科技实业股份有限公司顺利完成了外贸订单 UV-SUFA 产品的生产任务。这是中核科技与 Utilities Valves Ltd-UK 公司（简称“UV 公司”）的首次合作，订单的顺利完成为公司日后进一步拓展欧洲市场打下基础。

公司工业阀门产品中的核电阀门和核化工阀门约占公司主营业务的 10%。核电阀门是核电建设项目配套设备部分，而核化工阀门主要应用于核燃料循环系统装置设备。公司现阶段有关核阀门的销售主要为前期承接的订单和部分增补订单，截至今年无较大变化。

公司订单主要集中于耐高温、耐高压、耐腐蚀、大口径、高磅级、不同材质、技术加工要求高的特种阀门，客户集中度不高。2011 年受日本核电站事故影响，国内核电项目放缓。公司新增核电项目订单并未达到原有预期。但由于公司之前承接的核电订单和核电站存量市场空间，且核电建设周期较长，整个合同执行过程约 2-3 年，因此占公司主要销售前 5 名的客户仍多为核电公司。对比 2011 年，2012 年公司销售主体略有变化。占居主要销售前 5 位的客户中，核电公司比例下降，但涉及石油石化公司较前一年有所增多。特别是针对中石化的石油石化特种阀门增加，销售额约占 2012 年全年的 7.33%，中石化也跃居为主要销售客户的第一位。

表 1 中核科技公司 2011 年和 2012 年主要销售客户前五名

客户名称	占 2012 年度销售额比例	客户名称	占 2011 年度销售额比例
中国石油化工股份有限公司南京阀门供应储备中心	7.33%	中国核电工程有限公司	6.68%
中核新能核工业工程有限公司设备分公司	6.97%	中国石油化工股份有限公司南京阀门供应储备中心	6.46%
中国核电工程有限公司	6.57%	中核新能核工业工程有限公司设备分公司	5.41%
S.A IBERICA DE DISTRIBUCIONES INDUSTRIALES	4.16%	中广核工程有限公司	5.40%
惠生工程（中国）有限公司	3.03%	海南逸盛石化有限公司	4.47%
总计	28.06%		28.69%

数据来源：Wind 上海证券研究所

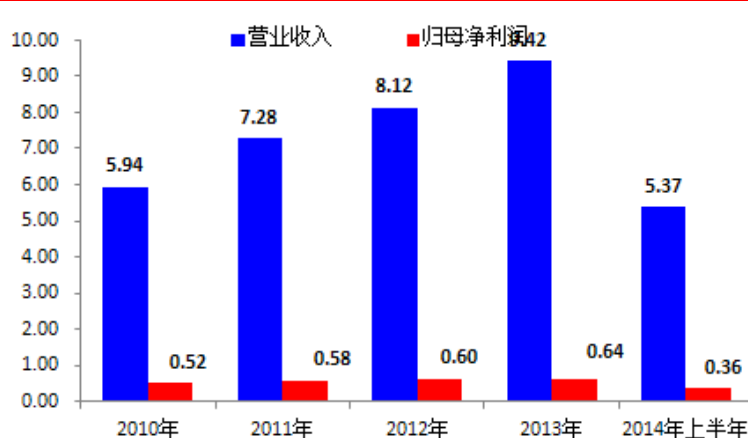
1.4 公司近年来经营状况

从公司自身发展来看，近年来承受了较大的经营压力：2011 年福岛核电站事故发生后，国内暂停了核电项目的审批，截至目前仍未重启；同时 2013 年以来，国内外经济增长放缓的压力逐步增加，

下游化工、冶金等行业均面临严峻的去产能过程，石油石化体系进行了前所未有的反腐行动，导致阀门行业的市场竞争更加激烈，对公司的生产经营提出了更高的要求。中核科技通过技术创新、提供差异化产品，优化产品结构、提高产品附加值；加大营销力度，提高品牌影响力等方式，尽量弱化下游行业低迷带来的负面影响，取得了较好的经营成果。2014 年上半年实现营业收入 5.37 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 0.36 亿元，分别同比上升 10.26%和 16.12%。

回顾近几年经营数据，我们发现，虽然行业竞争持续加剧，但公司收入总体上仍保持增长态势，2011-2013 年分别实现营业收入 7.28 亿元、8.12 亿元和 9.42 亿元，实现同比 22.56%、11.54%和 16.10%的增长；然而净利润的增长还是明显受抑于行业竞争的加剧，同期实现归母净利润 0.58 亿元、0.60 亿元和 0.64 亿元，同比增幅分别仅 11.54%、3.45%和 6.67%，增收难增利的现象比较明显。

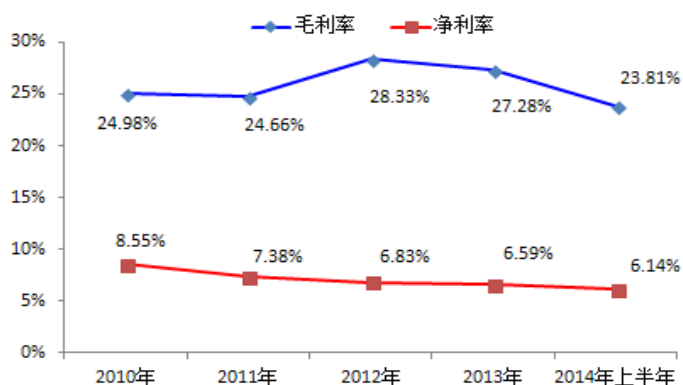
图 2 收入增速明显快于利润增长



数据来源：Wind 上海证券研究所

一般来说，下游需求下滑、行业竞争加剧带来的直接影响就是产品价格的下降和费用水平的提升，进而侵蚀公司的利润空间。数据显示，公司近三年毛利率整体呈现下滑的态势，分别为 2012 年 28.33%、2013 年 27.28%和 2014 年上半年 23.81%。然而与毛利率明显下滑相对应的是净利率的窄幅波动，同期三年净利率维持在 6.83%、6.59%和 6.14%，我们认为主要原因在于：1、公司利用自身技术优势，放弃部分过度竞争的低端市场，将精力集中在具备竞争优势的中高端产品上，提升产品的附加值；2、公司和中核集团内多数企业仍然依靠计划指令性生产不同，其市场化程度较高，能够及时根据市场需求调整生产，同时能有效的进行资源配置和预算管理，对成本和费用进行了较好的控制。

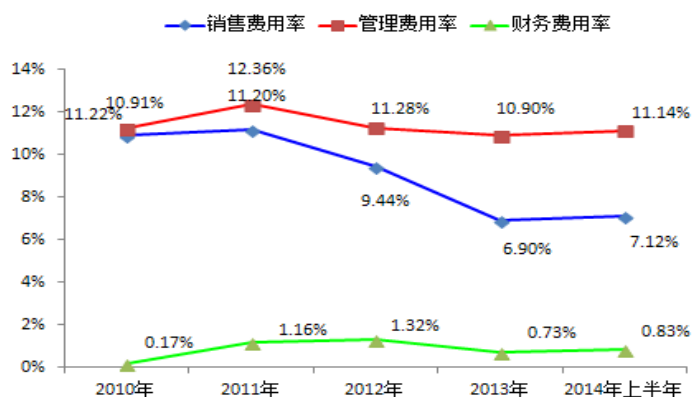
图 3 毛利率明显下滑 净利率小幅波动



数据来源: Wind 上海证券研究所

公司严控费用的成果体现在近三年期间费用率的持续降低,从细分构成看,销售费用率、管理费用率和财务费用率分别从 2011 年的 11.20%、12.36%和 1.16%降低至 2013 年的 6.90%、10.90%和 0.73%,其中销售费用率下滑幅度最大。

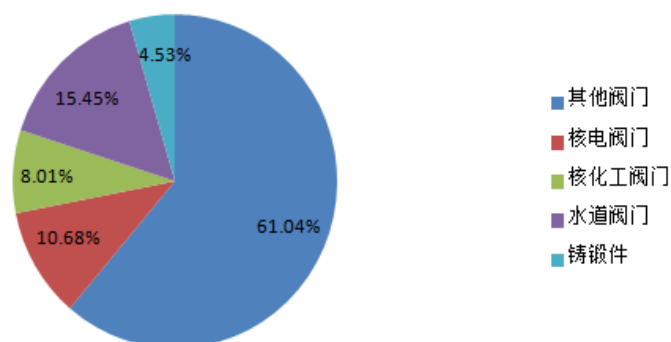
图 4 期间费用总体呈现回落之势



数据来源: Wind 上海证券研究所

从业务构成看,公司目前业务主要分为两大板块,分别为阀门和铸锻件,2014 年上半年分别实现营业收入 5.12 亿元和 0.24 亿元,占营业收入的比重分别达到 95.21%和 4.53%。其中阀门板块又可以细分为其他特阀、核电阀门、核化工阀门和水道阀门,2014 年上半年分别实现营业收入 3.28 亿元、0.57 亿元、0.43 亿元和 0.83 亿元,营收占比分别达到 61.04%、10.68%、8.01%和 15.45%,其中前三类工业阀门不仅是公司的核心产品,也是公司收入的主要来源,合计贡献了总收入的近八成。

图 5 公司专注于各类阀门的生产



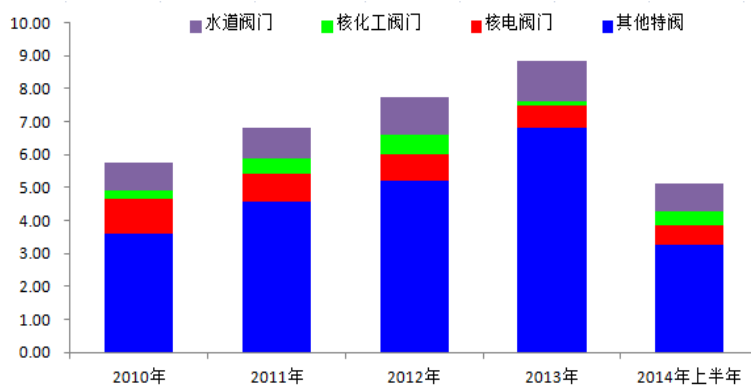
数据来源: Wind 上海证券研究所

细分板块来看,近年其他特阀收入保持稳定增长的态势,从2010年的3.60亿元增加到2013年的6.83亿元,2011-2013年分别实现了26.85%、13.86%和31.54%的增长;受近年核电审批暂停的影响,核电阀门收入从2010年的1.05亿元,持续下滑到2013年的0.64亿元,但今年上半年实现了较大幅度的增长;核化工业务受项目交付和核电暂缓的双重影响,各年收入波动较大。

毛利率方面,公司产品毛利率受订单阀种不同而造成的生产工艺、制造难度及批量多少的不同,相对制造成本也有所不同,同时还受生产组织、市场竞争等多种方面因素影响。公司其他特阀业务毛利率稳定在28%左右的水平;核电阀门业务毛利率整体呈现上升趋势,截止2013年底达到30.03%。由于核电项目建设周期较长,因此配套的阀门从订单开始签订到实现营收,整个合同执行过程大约需要2-3年时间,也相对增加了生产制造成本;至于核化工阀门业务,其毛利率和收入规模呈现类似的宽幅波动的态势,就全年情况分析,核化工阀门毛利率应基本保持在30%左右的水平。

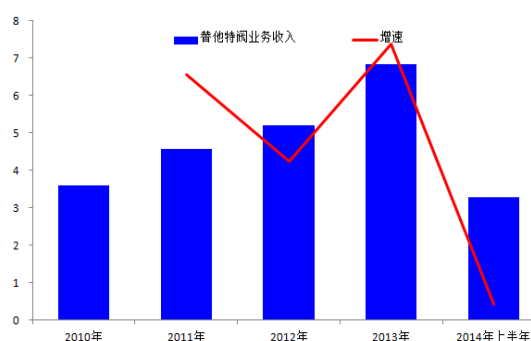
我们认为即使2014年底核电新项目开工,由于其产品交付周期较长,对公司的业绩拉动作用可能更多体现在两年后,而近一两年,公司收入增长更多的依赖于其他特阀业务收入的稳步增长上。鉴于对公司产品结构优化和高端核电关键阀门国产化按计划推进的信心,我们对其产品盈利空间的提升持谨慎乐观的态度。

图 6 近三年一期公司收入构成



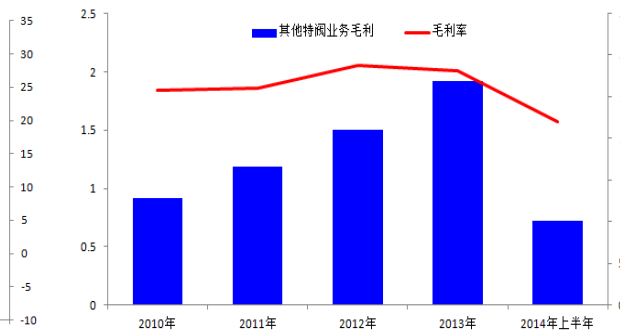
数据来源：Wind 上海证券研究所

图 7 其他特阀收入总体呈现增长



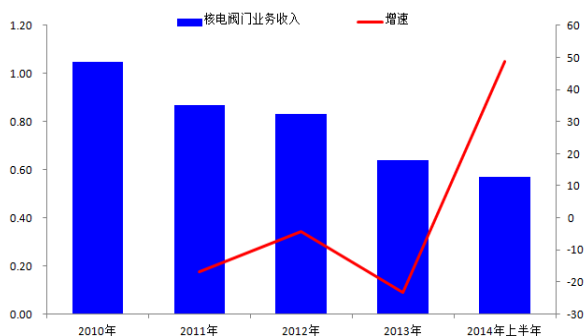
数据来源：Wind 上海证券研究所

图 8 其他特阀毛利率比较稳定



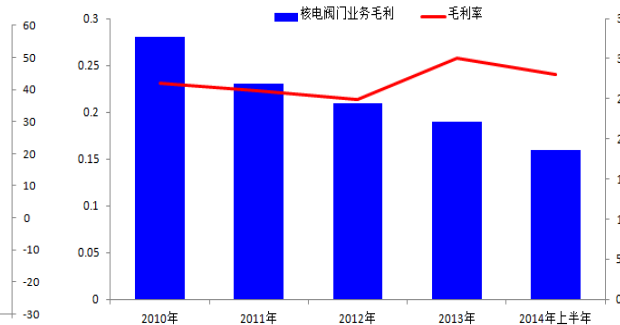
数据来源：Wind 上海证券研究所

图 9 核电阀门收入连续下滑后今年由降转增



数据来源：Wind 上海证券研究所

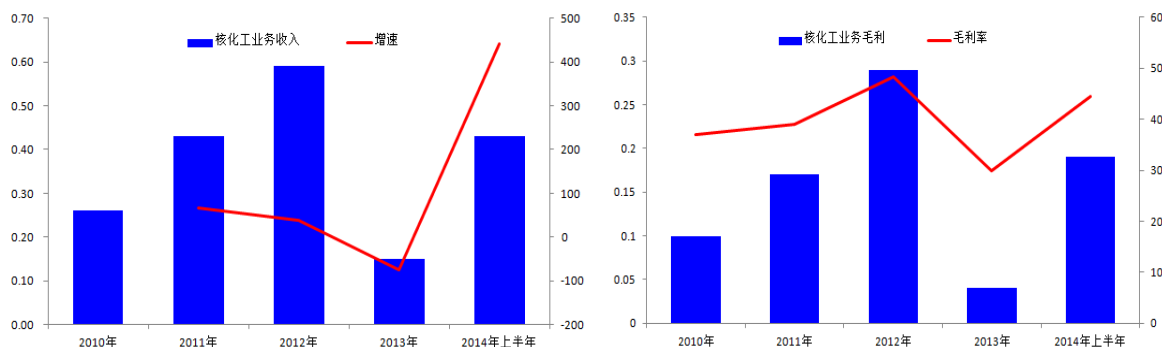
图 10 核电阀门毛利率震荡上行



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 11 核化工业务收入波动较大

图 12 各年核化工阀门毛利率差异较大

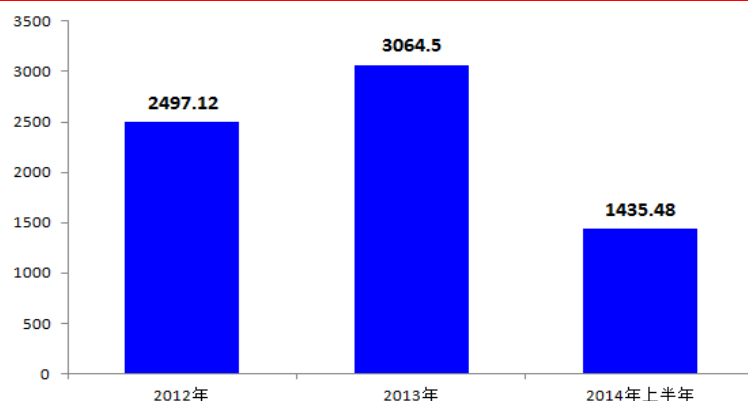


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

公司重视企业的核心竞争力,致力于提高产品在高端关键阀门市场的地位,不断加大研发投入,组织关键阀门国产化相关技术的研发,近两年一期分别投入研发费用 2,497.12 万元、3,064.50 万元和 1,435.48 万元,约占全年收入 3%,为公司下一步技术发展奠定了良好的基础。

图 13 公司不断加大研发投入



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、阀门行业现状和公司竞争力

2.1 我国沿海核电发展任务紧迫

受国家大力发展核电的政策影响,我国把沿海核电工程列入国家重大工程建设包,在确保安全的前提下,将会启动一批沿海核电站。截至目前国内未批待建的沿海核电项目包括福建福清 5 号机组、辽宁红沿河二期、辽宁葫芦岛徐大堡一期、广东陆丰一期、广西白龙核电项目等。中国核工业集团苏州阀门厂的核电阀门产品在国内三代核电关键阀门研发制造领域处于领先地位,具备极高技术含量的主蒸汽隔离阀、AP1000 爆破阀、CAP1400 系列关键阀门等核心产品研发进展顺利,未来有望顺利实现三代核电关键阀门的国产化。

特别是用于核燃料提纯设备的核化工阀门,公司处于国内领先地位。

近两年以来,随着海外核电业已逐渐复苏,国内核电项目重启的呼声日渐高涨。一方面,能源需求量持续增长,能源消费结构调整势在必行;另一方面,雾霾天气步步逼近,控制二氧化碳排放也进入攻坚战。在这种背景下,核电作为我国能源消费结构调整中非化石能源的主力军,受到中央高层的重视。从习近平在能源安全战略会议上的讲话,到李克强向国际原子能大会致贺信,高层频频释放“在确保安全基础上高效发展核电”的信号。

目前我国已投运核电机组 21 台,装机容量 1902 万千瓦,在建的核电机组有 27 台,装机容量 2953 万千瓦。每年的核电阀门的维修、更换费用约为 16.25 亿元。近日根据国务院发布的《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》中明确指出,到 2020 年,我国核电装机容量达到 5800 万千瓦,在建容量达 3000 万千瓦以上。与该任务目标相比,我国核电发展任务紧迫,国家能源局计划在 2015 年开工八台机组来完成目标。

今年 10 月,发改委已正式核定了沿海 4 个核电站新建项目的开工计划,这标志着核电新项目重启正式开闸,也是对于“年底前开工一批沿海核电项目”作为经济稳增长重要抓手的政策信号的落实。据了解,首批 4 个项目超过 1,000 万千瓦的装机规模,若以当前三代核电综合造价 16 元/瓦计算,投资规模或达 1,600 亿元,若以设备造价占比 52%核算,这批新增项目将给国内核电设备制造商带来至少 800 亿元的设备订单。

就技术上而言,近期批准的“华龙一号”和 AP1000 技术相对核电建设项目不同的设计方案、机组堆型所需配套的核电阀门可能会存在对阀门口径尺寸、技术要求、工艺、数量等的不同,但总体对公司订单承接和生产供货影响不大。

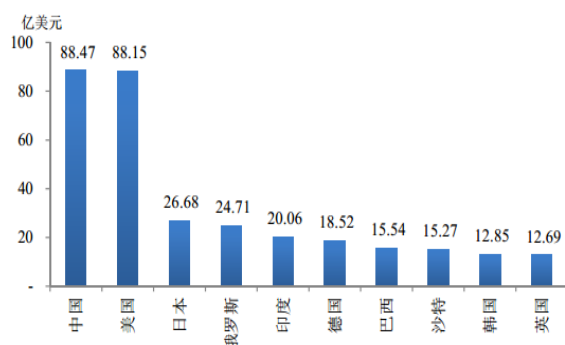
2.2 阀门市场分类和竞争情况

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,核电领域关键设备自主化程度不断提高,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实现进口替代,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,高端阀门国产化迎来重要的发展

机遇。

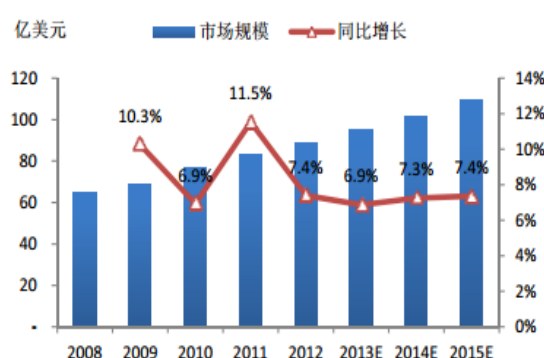
近年来全球阀门市场总体保持稳步增长的态势，主要集中在经济和工业较为发达的国家和地区，特别是近年来以中国为代表的发展中国家需求快速增长，成为行业增长的新引擎，2012 年的数据显示，中国和美国的工业阀门市场规模分别达到 88.47 亿元和 88.15 亿元，位居世界第一和第二位。展望未来，虽然近年国内经济增长的压力有所增加，但下游石油天然气、能源电力和化工市场仍有增长潜力，带动工业阀门需求平稳增长。

图 14 我国已成为全球最大的工业阀门市场



数据来源：纽威股份招股说明书 上海证券研究所

图 15 国内阀门需求未来仍将稳中有增



数据来源：纽威股份招股说明书 上海证券研究所

国内的阀门市场主要分为低端、中端和高端市场，其竞争程度差异很大：低端市场主要包括低端工业阀门市场和民用阀门市场，需求大、技术含量低，国内多数阀门企业集中在在该领域进行激烈竞争，利润水平低；中端工业阀门市场的主要产品为使用环境较为宽松的工业阀门，存在一定的行业进入障碍，竞争水平低于低端工业阀门和民用阀门市场，利润水平较高；高端工业阀门市场的主要产品为使用环境非常严苛的高端工业阀门，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，多为国外企业占据。目前，像中核科技、江苏神通、纽威股份等国内领先阀门制造企业已逐步渗透进高端市场。

公司为国内阀门市场最大客户中石化、中石油的战略合作供应商，最早取得中石化、中石油资源市场供应商网络成员资格证书和中国电力系统阀门供应成员入网证。但阀门市场竞争激烈，今年，中石油石化项目放缓，势必对公司特种阀门订单承接造成一定影响。此外，公司还利用自身研发优势，加强对 LNG 市场、煤化工市场、调节阀市场、海洋石油平台等新兴市场的开拓力度，重点关注市场动态，找准定位，提高公司可持续发展能力。公司在中石油中石化等其他业务板块市场能够保持稳定发展的前提下，期望能在核电阀门市场会有进一步发展。

2.3 公司密切关注核电市场变化及项目开工和招投标信息

中核科技作为我国核电建设的设备配套供应商，与江苏神通同为核电建设项目阀门供应商。公司承接的核阀品种主要集中于核级截止阀、闸阀和止回阀等阀种，从以往订单承接情况来看，该三类产品需求方在招标中，公司中标的项目有的比例达到 70-80% 左右。近期，受核电重启等相关利好信息刺激下，公司受到市场及投资者广泛关注，作为核电建设项目设备配套供应商，核阀作为公司主要业务板块之一，近年来始终保持平稳发展。从目前公司销售订单情况来看，核电业务销售收入占公司全年销售收入占比基本保持 10-20% 的比例，变化不大。随着国家大力发展核电的政策引导，公司作为设备配套商龙头企业，也期待核电建设项目关键阀门国产化率的比例能逐步提高。但目前核电机组堆型情况各有不同，阀门招投标国产化率尚未见权威部门统计的确切数据。

公司目前正密切关注核电市场变化及项目开工和招投标信息，前期募投项目中专门针对核电发展需求建设的核电关键阀门生产能力扩建项目，也于去年建成投产。公司承担的一系列核电关键阀门国产化研发项目，目前也按进度有序推进中。核电阀门将成为公司未来业绩的增长点。同时，公司也密切关注着国家核电“走出去”战略可能给公司带来的发展机遇。

核电阀门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。而核电阀门是核电站建设的重要零部件，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，约占总投资比例的 2.8%。

由于核电站建设期通常要 5 年左右，因此核电阀门订单的交货期也会较长。根据公司以往的供货经验，核电站建设过程中一般是以第一灌混凝土的浇灌时间为核电站开工时间，无论主辅机、核岛常规岛零部件还是配套设备等都会同期开展招标工作通常情况在开工半年之内陆续开始阀门设备的招标。通常阀门设备供应商在签订订单后，根据订单约定陆续分批分次交货，一般集中在项目开工后的两到三年，成正态分布形式，因此配套的阀门从订单开始签订到实现营收，整个合同执行过程大约需要 2-3 年时间。由于核电关键阀门因安全性等特殊要求，更新周期也较长。

三、公司价值分析

3.1 盈利预测与估值

初步预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入 1,084.74 百万

元、1,252.88 百万元和 1,455.84 百万元，同比增长 15.20%、15.50% 和 16.20%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 79.64 百万元、92.89 百万元和 110.67 百万元，同比增长 23.89%、16.64% 和 19.14%；分别实现每股收益 0.21 元、0.24 元和 0.29 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 145.88、125.06 和 104.97 倍，估值偏高。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	941.62	1,084.74	1,252.88	1,455.84
年增长率 (%)	15.94	15.20	15.50	16.20
归属于母公司所有者的净利润	64.28	79.64	92.89	110.67
年增长率 (%)	6.27	23.89	16.64	19.14
每股收益 (元)	0.17	0.21	0.24	0.29
PER (X)	180.73	145.88	125.06	104.97

数据来源: Wind 上海证券研究所 (对应股价为 2014-12-12 日收盘价)

3.2 给予未来 6 个月“谨慎增持”评级

公司不断加大高端阀门设计制造研发投入,提升市场竞争优势。公司目前正密切关注核电市场变化及项目开工和招投标信息,前期募投项目中专门针对核电发展需求建设的核电关键阀门生产能力扩建项目,也于去年建成投产。虽然公司目前估值偏高,但同时考虑到国家核电“走出去”战略可能给公司带来的发展机遇,给予公司未来 6 个月“谨慎增持”评级。

四、风险提示

4.1 经济复苏不确定性风险

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,制造业和固定资产投资增长乏力,将导致阀门产业的整体市场需求将再度出现疲软的局面,公司新增订单和营业收入确认可能面临下滑的风险。

4.2 核电行业发展受政策影响的风险

公司未来作为主营业务发展的核电阀门产品订单主要依赖于核电站的开工建设。而核电产业的发展进度受国家政策导向明显,项目开工进度不确定性较强,因政策不确定性导致工程开工延迟而延期交货将直接影响企业的收入确认,对业绩可能产生较大影响。

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。

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、附表

附表 1 中核科技公司损益简表及预测 (单位:百万元人民币)

指标名称	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	941.62	1,084.74	1,252.88	1,455.84
二、营业总成本	912.66	1,047.10	1,204.64	1,396.88
营业成本	684.72	808.13	933.39	1,084.60
营业税金及附加	5.34	4.66	5.64	6.55
销售费用	98.69	81.36	100.23	116.47
管理费用	109.78	124.75	144.08	167.42
财务费用	9.67	8.68	6.26	4.37
资产减值损失	4.47	19.53	15.03	17.47
三、主营业利润	28.96	37.64	48.24	58.96
投资净收益	32.52	39.02	46.83	56.19
四、营业利润	61.47	76.66	95.06	115.15
营业外净受益	8.36	9.90	9.90	9.90
五、利润总额	69.84	86.56	104.96	125.05
减: 所得税	7.74	10.39	12.07	14.38
六、净利润	62.09	76.18	92.89	110.67
减: 少数股东损益	-2.19	-3.46	-	-
归属于母公司所有者 的净利润	64.28	79.64	92.89	110.67
七、摊薄每股收益(元)	0.17	0.21	0.24	0.29

数据来源: Wind 上海证券研究所; 每股收益按股本383.42百万股摊薄

附表 2 中核科技历年财务指标

指标名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
销售毛利率(%)	24.98	24.66	28.33	27.28
EBIT/主营业务收入(%)	9.13	7.59	8.65	8.25
期间费用率	18.14	21.05	24.12	23.17
销售净利率(%)	8.55	7.38	6.83	6.59
净资产收益率(全面摊薄)(%)	6.93	6.20	6.26	6.41
流动比率	2.85	2.85	2.69	2.42
速动比率	2.24	1.97	1.66	1.40
资产负债率(%)	34.65	37.77	40.94	42.08
存货周转率	2.43	2.11	1.61	1.56
应收账款周转率	2.79	2.51	2.55	3.25
总资产周转率	0.49	0.49	0.49	0.53
净利润同比增长率(%)	19.99	10.52	4.62	6.27
每股收益(全面摊薄)	0.25	0.27	0.28	0.30
每股经营性现金流量	0.16	-0.21	-0.01	0.82
每股未分配利润	1.30	1.42	1.56	1.71
每股资本公积金	1.67	1.67	1.67	1.67

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 潘贻立 王昊

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。