

纽威股份 (603699)

国内最强的工业阀门整体解决方案供应商

投资评级: 推荐 (首次)

投资要点

■ 公司是国内工业阀门行业龙头, 同时也获得最多的国际认证的阀门企业。

公司主营的工业阀门广泛应用于能源电力、油气、化工等行业, 在国内外客户中享有良好口碑和知名度。目前公司已经获得了中国石油、中国石化、壳牌石油、埃克森美孚、委内瑞拉国家石油公司等公司的批准, 还得到了美国杜邦公司、陶氏化学等国际知名化学公司批准, 是国内阀门行业中获得国际市场认可度最高的企业。

■ 全球阀门业完全竞争, 公司在全球市场脱颖而出

全球阀门行业处于完全竞争状态, 行业集中度非常低, CR5 仅为 13.88%。集中度低的背后是竞争导致的分化非常明显: 低端市场竞争激烈, 而高端市场由于技术要求高, 行业壁垒高, 新企业进入困难。

公司通过的各项认证有利于公司进一步开拓国际市场, 获得更多国际大客户认可, 这种模式也是公司的核心竞争力之一。目前公司大客户采购订单比例正在不断提高, 前五大客户的营业收入占比从 2010 年的 18.9% 达到了 2013 年的 22.4%。

■ 公司运营能力强, 产品盈利高

公司产品的毛利率远高于行业平均水平, 费用率则低于行业平均水平, 说明公司盈利能力非常良好。同时公司近三年来的订单复合增长率达 26%, 远高于下游产业增速。未来, 公司在做好传统石化阀门业务的基础上, 将布局高附加值带有垄断性质的核电 (核电阀门的毛利率比其他阀门要高 5%)、LNG 特种阀门。

■ 技术研发实力雄厚, 未来将加大油气阀门开发力度

公司在阀门业务的技术积累来自于长期的自主创新, 目前已经拥有 60 项专利技术, 其中 11 项产品被评为高新技术产品。在阀门低泄漏控制、高温高压控制、耐低温控制等方面居于行业领先水平。

受益于石油石化的全产业链发展以及全球油气勘探热, 公司将继续深耕石油石化行业阀门。目前石油石化业务占比公司整体业务的 70%。同时, 公司未来计划将产品布局到全产业链, 并逐步向增速较快的上游倾斜。

■ 募投资项目用于扩充产能, 继续完善产品结构

公司计划将募投资金 3.35 亿元用于建设三个项目, 分别是年产 35000 台大口径特殊阀项目, 年产 10000 台石油阀门项目和年产 10000 台阀门铸件项目。新产能将完善阀门产品结构, 保障原材料供给。

■ 盈利预测

目前, 整个阀门行业销售已经开始回暖。公司属于高端阀门整体解决方案供应商, 2014 年业绩良好, 我们对公司未来的前景也看好。预计公司 2014/15/16 年的 EPS 为 0.77, 0.93, 1.07 元, 按照行业平均 30-40 倍市盈率计算, 对应目标价格 23.10 元-42.80 元。

■ 风险提示:

- 1、市场开拓不足, 产能消化效果水平偏低。
- 2、原材料价格大幅上涨。
- 3、目前毛利率处于历史高位, 未来钢镍价格上调会引起毛利下滑。

2015 年 1 月 27 日

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码: S0600511010016

0512-62938653

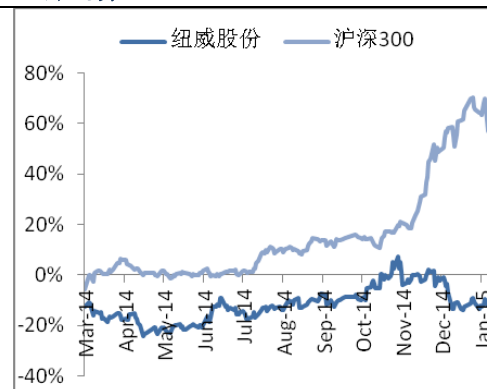
huanghf@gsjq.com.cn

研究助理 周尔双

0512-62936113

zhoues@gsjq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	20.24
一年最高价/最低价	17.14/24.05
流通 A 股市值 (百万元)	3137.2

基础数据

每股净资产 (元)	2.97
资产负债率	44.69
总股本 (百万股)	750.00
流通 A 股 (百万股)	155.00

1. 国内工业阀门行业绝对龙头，也是获得最多认证的阀门企业

纽威股份自 2006 年成立以来，一直处于行业龙头地位。近十年来公司的自主研发能力和品牌形象显著提升，从成立初期 95% 的产品为其他厂商贴牌生产，到如今的 95% 的产品是公司自主研发、自主生产的，经历了将近十年的稳步发展的过程。

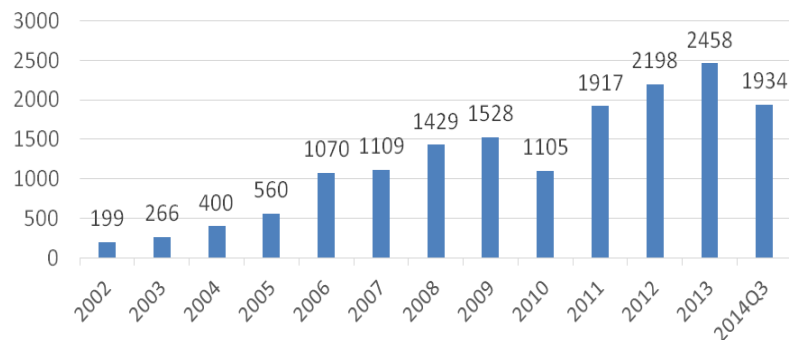
公司成立至今的年复合增长率一直保持在 26% 左右，公司 2013 年的销售收入是 24.58 亿元，净利润 4.76 亿，盈利能力良好，公司的业务规模、毛利率、收入增速都远高于行业平均水平。

公司已经成为众多国际级最终用户的合格供应商，也是是目前中国唯一一家获得全球十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。

公司主营的工业阀门广泛应用于能源电力、油气、化工等行业，在国内外客户中享有良好口碑和知名度。目前公司已经获得了中国石油、中国石化、壳牌石油、埃克森美孚、委内瑞拉国家石油公司等公司的批准，还得到了美国杜邦公司、陶氏化学等国际知名化学公司批准，是国内阀门行业中获得国际市场认可度最高的企业。最近，公司又通过了美国 ABS 船级社和法国 BV 船级社的船用阀设计制造资格。

图表 1 纽威股份成立以来的销售收入情况（单位：百万元）

纽威股份成立以来的销售收入情况（百万元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2 纽威股份获得供应商资质的大客户名单

序号	客户名称	客户行业地位
1		沙特阿拉伯国家石油公司是世界最大的石油生产公司，2009 年石油行业综合排名及营业收入均居全球第一
2		伊朗国家石油公司代表政府主管伊朗石油工业各方面的业务活动，天然气储量居全球第一
3		埃克森美孚是美国最大的石油公司，是世界上最大、历史最悠久的石油公司之一，炼油能力和油品销量居全球第一
4		中国石油天然气股份有限公司是中国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商
5		英国石油集团公司由前英国石油、阿莫科、阿科和嘉实多等公司整合重组形成，是世界上最大的石油和石化集团公司之一，油品销量居全球第三
6		壳牌石油公司是国际上主要的石油、天然气和石油化工的生产商，2009 年度营业收入居全球第三
7		雪佛龙是美国第二大石油公司，业务遍及全球 180 个国家和地区，涉足于油气产业的每一个领域
8		康菲石油公司由美国康纳和石油公司和菲利普斯石油公司合并成立，是全球十大石油公司之一
9		道达尔是全球第五大石油与天然气一体化上市公司，业务遍及 130 多个国家
10		巴斯夫公司是全球最大的化学公司
11		陶氏化学是全球第三大化学公司
12		沙特基础工业公司是全球第四的化工公司
13		杜邦公司是全球第九大化学公司

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 公司海外战略布局成功，在全球市场脱颖而出。

2.1 公司拥有多层次的营销网络体系。

公司成立之初就开始走覆盖全球的营销战略。公司在北美洲、南美洲、欧洲等国家或地区直接设立销售子公司或办事处，其营销网络遍布全球 60 多个国家的超过 80 个销售点。公司主要招聘当地员工负责当地市场的开拓，事实证明，公司的海外市场本土化战略可以充分深入当地市场，帮助公司获取更多的海外订单。

同时，公司在海外市场特别是需求旺盛的地区直接或通过经销商设立地区库存中心，储存公司的阀门产品，及时满足客户的日常采购需求。

公司通过各个地区的当地员工，和各个地区的阀门经销商建立合作关系，从而通过当地的经销商获得更多的长期订单。

图表 3 纽威股份的全球营销网络图



资料来源：公司官网

2.2 全球能源需求不断增长,公司在油气阀门领域深耕多年,有望获益。

根据石油输出国组织（欧佩克）最近发布的《石油市场月度报告》中指出，2015 年全球的石油需求将继续增长，增幅将从 2014 年的每天 110 万桶提高到 120 万桶，需求的总量也是会将突破每天 9230 万桶。

英国的巴克莱银行预测，未来五年内，全球油气勘探开发投资年均复合增速是 12%，同时根据 spears and associates 预计，到 2035 年全球油气勘探以及开采资本支出将要高达 1.3 万亿美元，是 2013 年的 200%。目前全球各主要经济体都已经进入经济复苏周期（根据国际货币基金组织的统计和预测数据，2010 年和 2011 年全球经济增长实现恢复性增长，增长率分别为 5.2% 和 3.8%，2012 年-2013 年全球经济年增长速度预计将保持在 3% 以上）。

阀门行业与经济周期紧密相关，自 2010 年全球经济开始走向复苏，根据 McIlvaine 的调查和预测数据，2010 年和 2011 年，全球阀门行业的收入分别 492.30 亿美元和 510.66 亿美元，增长率恢复至 3.78% 和 3.73%，2012 年-2015 年全球阀门行业的预计销售增长率将分别达 4.16% 和 3.93%、3.94% 和 4.18%，呈现稳步上升的增长态势。

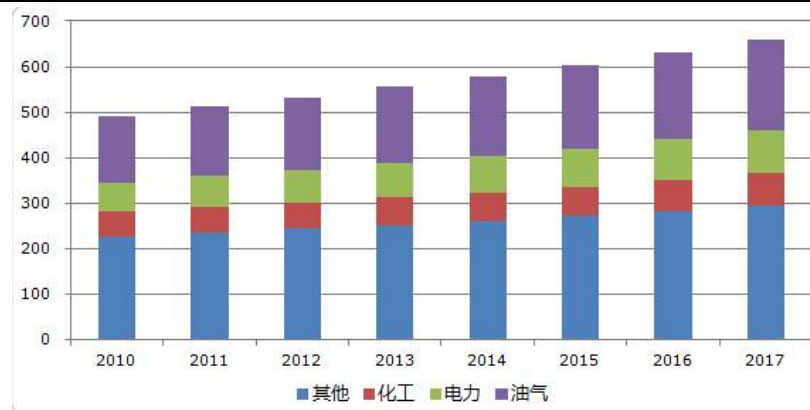
纽威股份生产的阀门产品中，70% 左右应用于石化行业，与全球油气勘探开发紧密相关。根据 McIlvaine 的数据显示（如图 5），石油化工领域对于阀门的需求也正在逐年递增。

图表 4 2005 年-2015 年全球阀门行业收入以及增速



资料来源: McIlvaine, 东吴证券研究所

图表 5 2010 年-2017 年全球阀门行业需求情况 (分行业)



资料来源: McIlvaine, 东吴证券研究所

3. 阀门行业整体竞争激烈，行业集中度低，公司大客户采购订单逐年稳步提高。

3.1 全球阀门行业整体竞争格局激烈，小厂商机难

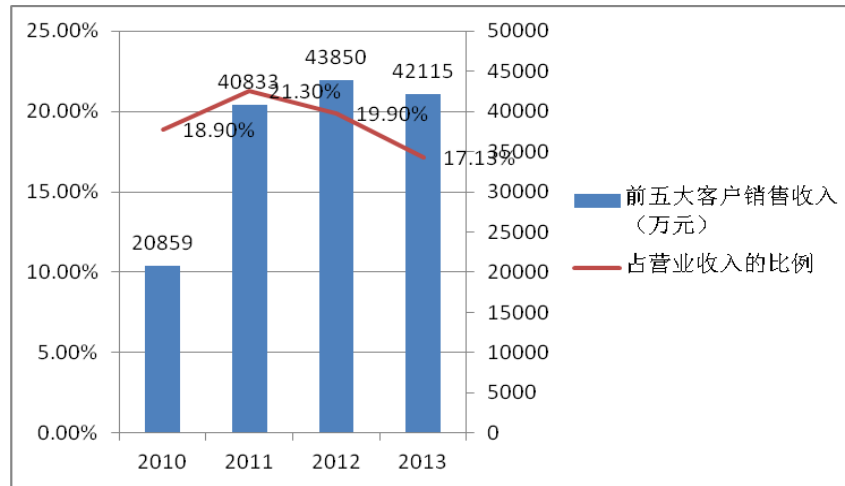
全球阀门行业从业企业数量众多，总体上看竞争较为激烈。根据 McIlvaine 的统计,2009 年全球阀门行业集中度 CR5(Concentration Ratio 5) 仅为 13.75%，CR10 仅为 20.13%，属于竞争型市场。《中国通用机械工业年鉴（2011）》的数据显示，2010 年国内阀门行业集中度 CR5 为 3.09%，CR10 为 5.14%。

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。

同时，纽威股份通过资质认证的途径获得了埃克森美孚、中国石油、中国石化、英国石油等高端客户的认可，这种经营模式不但毛利率高，而且客户资源稳定，是公司的核心竞争力之一。

图表 6 近四年公司前五大客户销售收入金额以及占比情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2 公司布局成为阀门行业全套解决方案供应商

公司在阀门行业发展多年，积累了大量的技术人才，研发优势明显。公司在阀门业务上的技术积累来自于长期的自主创新，目前公司已经拥有了 60 项专利技术，其中的 11 项产品被评为高新技术产品。

公司研发的产品不仅帮助公司做大做强石油化工用阀门，目前石油化工用阀门业务占比公司整体业务的 70%；同时公司也布局了 LNG 和核电阀门等特种阀门，特种阀门虽然其总的体量不大，但是毛利率和附加值较高，也有很强的技术壁垒。公司未来的发展方向就是致力于成为“国内最大、综合实力最强的全套工业阀门解决方案供应商”。

图表 7 公司主要的技术能力

技术类型	主要成就
高温高压技术	下属铸造企业可以提供 C12A 等超高温阀门铸件
耐腐蚀技术	国内第一家通过 NORSOK 认证的公司，双相钢、超级双相钢阀门技术国内领先
安全阀技术	高密封压力技术、高温高压技术、防火技术、核电主蒸汽安全阀技术、核电辅助系统安全阀技术、阻尼器安全阀技术国内领先

核电阀技术	已获得国家核安全局的核电阀门设计制造许可证;并获得美国 ASME 核电阀门 N 钢印及 NPT 钢印资格
LNG 超低温固定球阀技术	国内第一家生产 LNG 超低温固定球阀的厂家,产品已用于 LNG 接收站,国家发改委能源局 LNG 阀门研制单位
管道输送高压大口径全焊接球阀技术	产品已用于西气东输国家重点工程
井口采油设备成套技术	通过 API 6A PR2 性能试验,能够制造 PSL1-4, L-Y, AA-HH 压力等级最高 138MPa 的井口装置和采油树成套设备
产品大型化	56 英寸超大球阀是球阀产品里的“巨无霸”,具备批量生产大型阀门的技术力量、高科技分析手段、全套生产检测设备

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

我国众多阀门生产厂商的现状是,在常规阀门产品领域,国内外产品质量水平已经基本一致,但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。

公司的“全面解决方案”战略使公司在满足各类能源工程的全套工业阀门解决方案的基础之上,继续以制造为核心,形成全面的设计、制造、集成能力。

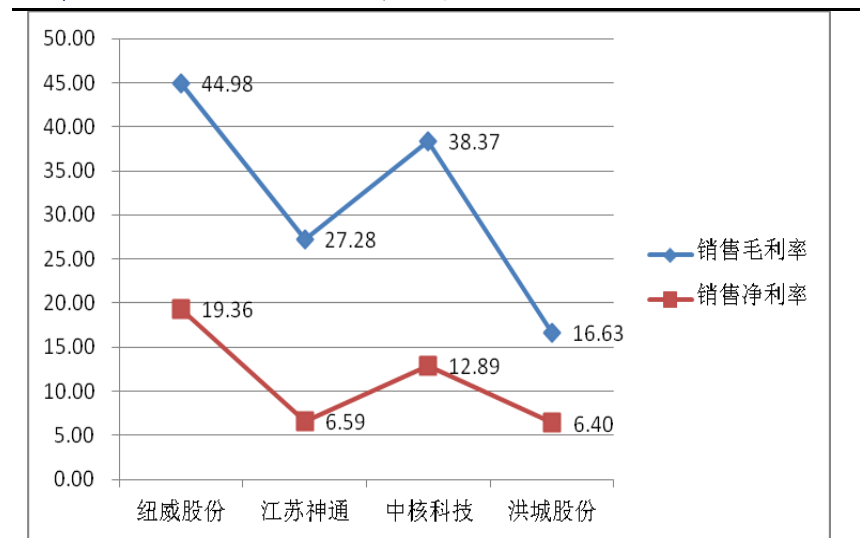
4. 公司经营财务状况分析

4.1 稳健经营, 盈利能力优于同类型阀门上市公司

根据公司 2013 年年报显示,营业收入为 24.58 亿元,净利润为 4.76 亿元,销售毛利率约为 44.98%,盈利能力较好。

我们与行业内另外三家同类型阀门类上市公司江苏神通(000777)、中核科技(002438)、洪城股份(600560)进行对比发现,公司的毛利率、净利润率均高于同类型上市公司水平,经营状况良好。

图表 8 纽威股份与同类型上市公司盈利能力比较



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.2 重视海外市场的销售定位准确，已有成效

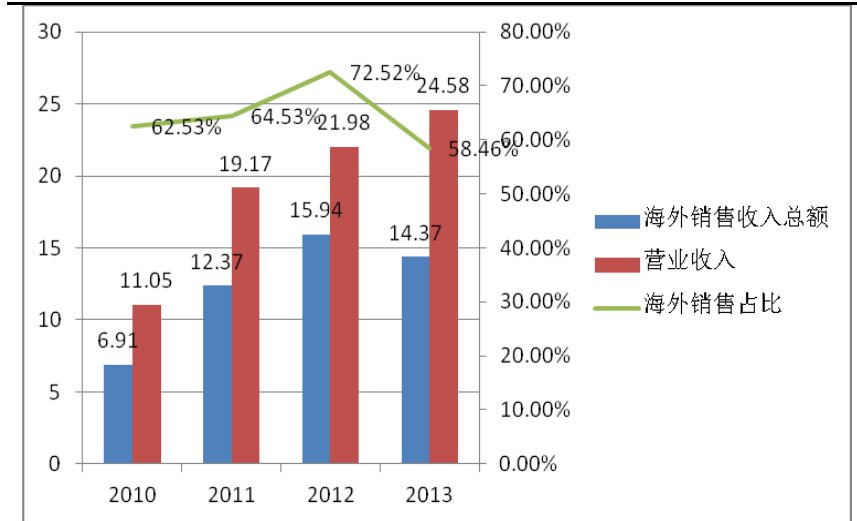
纽威的质量和持续创新能力已经得到全球行业内各主要最终用户和工程公司的认可。“NEWAY”品牌获得了 Shell、Exxon-Mobile、Total、Aramco 和 Chevron 等全球各大石油公司、化学公司及电力公司的认证，拥有稳定的、高质量的客户群。

公司的海外销售战略已经具有相当程度的效果，根据公司年报显示，公司海外销售收入逐年提高，已经从 2010 年的 6.91 亿元增长至 2013 年的 14.37 亿元，长期站稳占公司总销售收入的 60% 左右。同时，我们预计公司 2014 年海外销售将会达到 16 亿元左右。

公司的海外客户多为荷兰壳牌 (shell)、英国石油 (BP)、埃克森美孚 (Exxon Mobil) 等国际石油巨头的优质客户，对阀门产品质量高的同时，信用风险很低，还款付款也非常及时。

同时，工业阀门领域的整体毛利率水平比其他工业品高也是显而易见的事实，在石油、化工、天然气领域的固定资产投资中，阀门的投资支出相比其他投资数额较小，重要性又很高。因此，下游客户对于阀门的价格并不敏感，对质量要求更高。

图表 9 公司海外销售情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

4.3 募投项目用于扩充产能，继续完善产品结构

公司计划将募投资金 3.35 亿元用于建设三个项目，分别是年产 35000 台大口径特殊阀项目，年产 10000 台石油化工阀门项目和年产 10000 台阀门铸件项目。新产能将完善阀门产品结构，保障原材料供给。

根据公司 2014 年半年报显示，石油化工阀门项目进度为 79%，预计 2015 年初可以完工投产。阀门铸件项目也已经完工转入固定资产。

我们预计公司募投项目全部达产后，新产能将进一步完善阀门产品结构，保障原材料供给，公司产品的自制比率也将会进一步提高。

5. 风险提示

- 1、市场开拓不足，产能消化效果水平偏低。
- 2、原材料价格大幅上涨。
- 3、目前毛利率处于历史高位，未来钢铁钢镍价格上调会引起毛利下滑。
- 4、受经济周期影响，下游固定资产投资放缓。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2238.9	2597.5	3031.8	3556.4	营业收入	2458.1	2703.9	3109.4	3575.9
现金	350.6	472.6	606.9	767.8	营业成本	1352.5	1514.2	1710.2	1966.7
应收款项	1022.9	1185.3	1363.0	1567.5	营业税金及附加	24.7	27.0	31.1	35.8
存货	839.3	912.6	1030.8	1185.4	营业费用	249.2	243.3	279.9	321.8
其他	26.0	27.0	31.1	35.8	管理费用	220.2	251.9	283.0	324.9
非流动资产	692.7	784.1	748.9	709.7	财务费用	13.5	29.1	28.1	23.6
长期股权投资	3.5	3.5	3.5	3.5	投资净收益	4.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	494.8	589.3	557.2	521.1	其他	-35.5	3.1	3.1	3.1
无形资产	93.0	89.9	86.8	83.7	营业利润	566.7	641.4	780.3	906.1
其他	101.3	101.3	101.3	101.3	营业外净收支	13.2	11.0	11.0	11.0
资产总计	2931.6	3381.6	3780.7	4266.1	利润总额	580.0	652.4	791.3	917.1
流动负债	1605.7	1841.1	1980.7	2165.3	所得税费用	104.1	116.1	142.4	165.1
短期借款	653.7	752.0	750.0	750.0	少数股东损益	4.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	678.1	788.2	890.2	1023.8	归属母公司净利润	471.5	536.3	648.9	752.0
其他	273.8	300.9	340.5	391.6	EBIT	616.6	670.6	808.5	929.7
非流动负债	16.4	16.4	16.4	16.4	EBITDA	671.5	723.9	870.5	996.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	16.4	16.4	16.4	16.4	重要财务与估值				
负债总计	1622.0	1857.5	1997.1	2181.7	指标	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	58.2	58.2	58.2	58.2	每股收益(元)	0.67	0.77	0.93	1.07
归属母公司股东权益	1251.3	1465.9	1725.4	2026.2	每股净资产(元)	1.79	2.09	2.46	2.89
负债和股东权益总计	2931.6	3381.6	3780.7	4266.1	发行在外股份(百万股)	700.0	700.0	700.0	700.0
					ROIC(%)	27.0%	26.6%	29.4%	31.9%
					ROE(%)	37.7%	36.6%	37.6%	37.1%
					毛利率(%)	44.0%	43.0%	44.0%	44.0%
现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	EBIT Margin(%)	25.1%	24.8%	26.0%	26.0%
经营活动现金流	412.0	438.3	552.5	639.1	销售净利率(%)	19.2%	19.8%	20.9%	21.0%
投资活动现金流	-96.4	-92.8	-26.8	-27.1	资产负债率(%)	55.3%	54.9%	52.8%	51.1%
筹资活动现金流	-220.3	-223.5	-391.3	-451.2	收入增长率(%)	11.8%	10.0%	15.0%	15.0%
现金净增加额	90.2	121.9	134.3	160.9	净利润增长率(%)	61.7%	13.7%	21.0%	15.9%
折旧和摊销	54.9	53.3	62.0	66.3	P/E	30.09	26.46	21.87	18.87
资本开支	-67.5	-100.0	-26.8	-27.1	P/B	11.34	9.68	8.22	7.00
营运资本变动	-173.6	-151.4	-158.4	-179.1	EV/EBITDA	23.55	22.17	18.59	16.44
企业自由现金流	424.2	353.2	539.7	622.4					

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>