



纽威股份 (603699)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2015-07-29

当前价格 (元) 22.83

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	750.00
A 股股本(百万股)	750.00
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值 (亿元)	182
A 股流通比例(%)	20.7
第一大股东	苏州正和投资 有限公司
第一大股东持股比例	53.15
12 个月最高/最低(元)	36.34/17.71

杨宗星

S0010513110002

电话: 021-60956116

邮箱: yangzongxing@vip.163.com

阀门强者, 稳健前行

主要观点:

国内阀门龙头企业

公司是国内工业阀门领域的龙头企业。公司一直致力于为客户提供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。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。公司产品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。公司完善的产品体系, 再加上覆盖全球的营销网络, 形成明显的规模效应, 构筑公司的关键壁垒之一。众多权威认证, 以及与多家跨国公司的长期合作, 反映了公司强劲的技术实力, 这是公司在阀门这一市场的另一关键壁垒。

静待行业反转, 中国有支撑, 国际看油价

国际油价大幅下跌, 导致原油巨头资本支出下降, 直接影响阀门需求。目前, 国际原油巨头仍在观察, 资本支出显著放缓, 导致阀门行业在全球范围内需求低迷。从趋势上看, 美国乃至全球经济的逐步复苏, 带动投资回升, 将给能源产业带来一定支撑, 其中, 来自中国的投资支撑十分重要。考虑到新一届政府促进投资的各项举措, 特别实在能源、水务等领域的增量投资, 我们判断未来国内工业阀门市场仍较保持比较稳健的增长。据 McIlvaine 统计与预测, 近三年国内工业阀门行业收入增速总体上维持在 7% 左右, 我们预计未来 3 年仍有望保持这一速度。另外, 国内阀门市场集中度较低。随着国内市场标准化程度的提升, 以及国内龙头企业实力的增强, 我们认为未来国内阀门市场集中度将有非常大的提升空间。并假设国内工业阀门市场 2020 年前保持 6%~7% 的复合增速, 则可以给前 5 的公司带来接近 100 亿的增量。

国产龙头, 积极进取

公司本身也在积极开发新产品, 开拓新市场, 不断提升技术水平与产品毛利, 强化龙头地位。凭借领先的技术实力, 公司陆续向客户交付高端新品, 参与国家部委主导的产品研制, 并持续研制储备新产品, 近期一些代表性案例包括为中集来福士提供的全套阀门方案、为壳牌提供的严苛氧气工况阀门等等。

同时, 油气管线建设国产化将可能给公司带来新的增长点。到 2020 年以前, 我国都将处于油气管线建设的高峰时期。目前我国高端油气阀门产品多为外资厂商占领; 未来设备国产化趋势将是大概率事件。作为已经有为国内外大型企业集团、大型项目供货优秀历史业绩的国产厂商, 将明显受益。

另外, 公司在 5 月中标中广核红沿河项目, 具有里程碑式意义。核电产品除了开辟新市场以外, 更重要的是其将进一步彰显公司技术实力, 有利于公司与同业的竞争。



盈利预测与估值

公司整体业绩与下游石化、能源等行业关系密切。随着国际油价企稳，我们判断公司海外收入增速有望保持稳定。国内油气行业基础设施建设与海洋油气开发，将给公司带来新的增长点。公司对产品结构的调整，加强球阀、蝶阀、深水阀等等新产品的开发生产，是保障公司业绩持续增长的重要支撑之一。

国内油气建设与产品结构调整支撑公司业绩稳健增长，我们预计2015~2016年营收分别为28.76、35.09、40.39亿元，同比增5%、22%、15%；归母净利润6.21、7.19、8.49亿元，同比增10%、16%、18%；EPS为0.83、0.96、1.13元，对应PE为29.18、25.22、21.43倍，首次覆盖并给予“增持”评级。

风险提示

国际原油价格进一步下跌或长期低迷，新产品开发低于预期。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2734	2876	3509	4039
收入同比(%)	11%	5%	22%	15%
归属母公司净利润	564	621	719	849
净利润同比(%)	20%	10%	16%	18%
毛利率(%)	45.1%	45.0%	45.2%	45.0%
ROE(%)	23.3%	22.6%	23.1%	23.9%
每股收益(元)	0.75	0.83	0.96	1.13
P/E	30.36	27.58	23.82	20.17
P/B	7.17	6.32	5.57	4.89
EV/EBITDA	20	23	21	19

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 公司已是国内工业阀门龙头.....	5
1.1 阀门产品整套方案提供者.....	5
1.2 公司组织结构.....	5
1.3 规模、技术实力构筑双重壁垒.....	7
2 行业与宏观经济关系密切，静待行业反转.....	10
2.1 工业阀门应用广泛，能源相关领域是重头.....	10
2.2 静待行业反转，中国有支撑，国际看油价.....	11
2.2 集中度提升给龙头公司带来 100 亿空间.....	13
2.3 国内市场进口替代空间存在数百亿空间.....	15
3 国产龙头，积极进取.....	16
3.1 面向中高端，持续推出新品.....	16
3.2 油气管线建设国产化龙头.....	18
3.3 中标核电彰显实力.....	19
4 盈利预测与估值.....	19
附录：财务报表预测.....	21

图表目录

图表 1 公司主要股东.....	6
图表 2 公司全资、控股与参股子公司结构.....	7
图表 3 公司阀门产品种类.....	8
图表 4 公司分支机构覆盖了全球主要经济区域.....	8
图表 5 公司获得合格供应商资格的主要大型跨国企业集团客户.....	9
图表 6 收购东吴机械（2011 年）以来营收平稳增长.....	10
图表 7 毛利率维持在较高水平.....	10
图表 8 国际工业阀门市场按行业需求结构.....	10
图表 9 2012 年工业阀门国别需求.....	11
图表 10 2012 年工业阀门需求国别结构.....	11
图表 11 国际原油价格在去年出现大幅下跌（美元/桶）.....	11
图表 12 油气、石化、钢铁等行业投资显著下滑.....	12
图表 13 能源电力与水务投资逆势上升.....	12
图表 14 中国工业阀门行业有望维持稳健增长.....	13
图表 15 中国工业阀门市场行业需求结构.....	13
图表 16 中国工业阀门市场与国际市场集中度对比.....	14

图表 17 中国工业阀门公司营收规模明显小于国际巨头.....	14
图表 18 中国进口阀门增速总体维持在 20%以上.....	15
图表 19 阀门进口数量	16
图表 20 目前我国阀门市场进口产品比重较大.....	16
图表 21 公司近期具代表性的产品.....	16
图表 22 公司近期具代表性的产品.....	17
图表 23 中国天然气管线建设及规划情况（2020 年）	18
图表 24 公司在研核电产品情况	19

1 公司已是国内工业阀门龙头

1.1 阀门产品整套方案提供者

公司成立于 2002 年，经过十几年的发展，公司已成长为国内工业阀门领域的龙头企业。公司一直致力于为客户提供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。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。公司产品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。在中国，公司拥有 1 个技术研发中心，2 大阀门生产基地和 4 家专业铸件厂，销售网点遍布全国各地；在海外，公司设立多家销售公司及生产工厂，并与近 80 家代理商建立了长期战略合作伙伴关系，满足国际市场对纽威产品日益增长的需求。

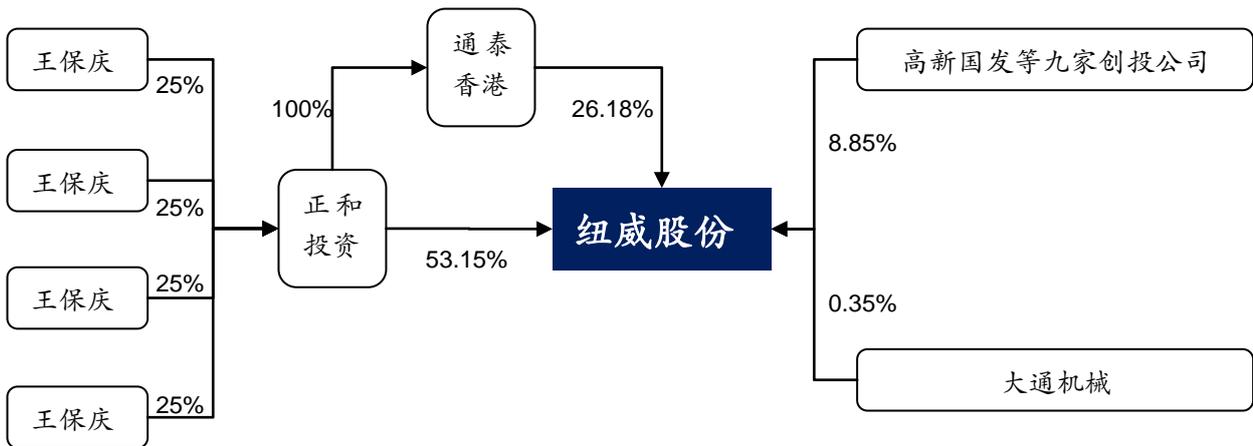
公司在阀门产品技术方面保持领先。目前，公司及子公司现已拥有 60 项专利技术，其中 11 项产品被评为高新技术产品，自主研发的高科技阀门产品已广泛应用于高温、高压、深冷、深海、核电、军事等领域，在阀门的逸散性（低泄漏）控制技术、高温高压技术、防火技术、超低温技术、耐腐蚀技术、抗硫技术、安全阀技术、核电阀技术、LNG 超低温固定球阀技术、管道输送高压大口径全焊接球阀技术、井口采油设备技术、产品大型化、产品抗硫技术等方面在行业内居于领先水平。

除了单纯的产品以外，公司也注重为工业系统用户提供整套解决方案。由于在工业项目中，阀门应用广泛，数量较多，因此大多数最终用户青睐于由一家阀门制造商提供一揽子的产品组合，以便于保持产品质量一致性，并方便日常的维修保养。凭借涵盖广泛的产品体系，全球化的营销网络，完善的质量管理体系，先进的工厂配套能力及丰富的技术经验，纽威阀门为世界范围内的最终用户提供优质的整套阀门产品与方案服务。

1.2 公司组织结构

公司实际控制人是王保庆、陆斌、席超、程章文等四人，通过苏州正和投资实际持有公司 79.33% 的股份（上市后）。另外主要股东包括高新国发等九家创投公司以及大通机械。

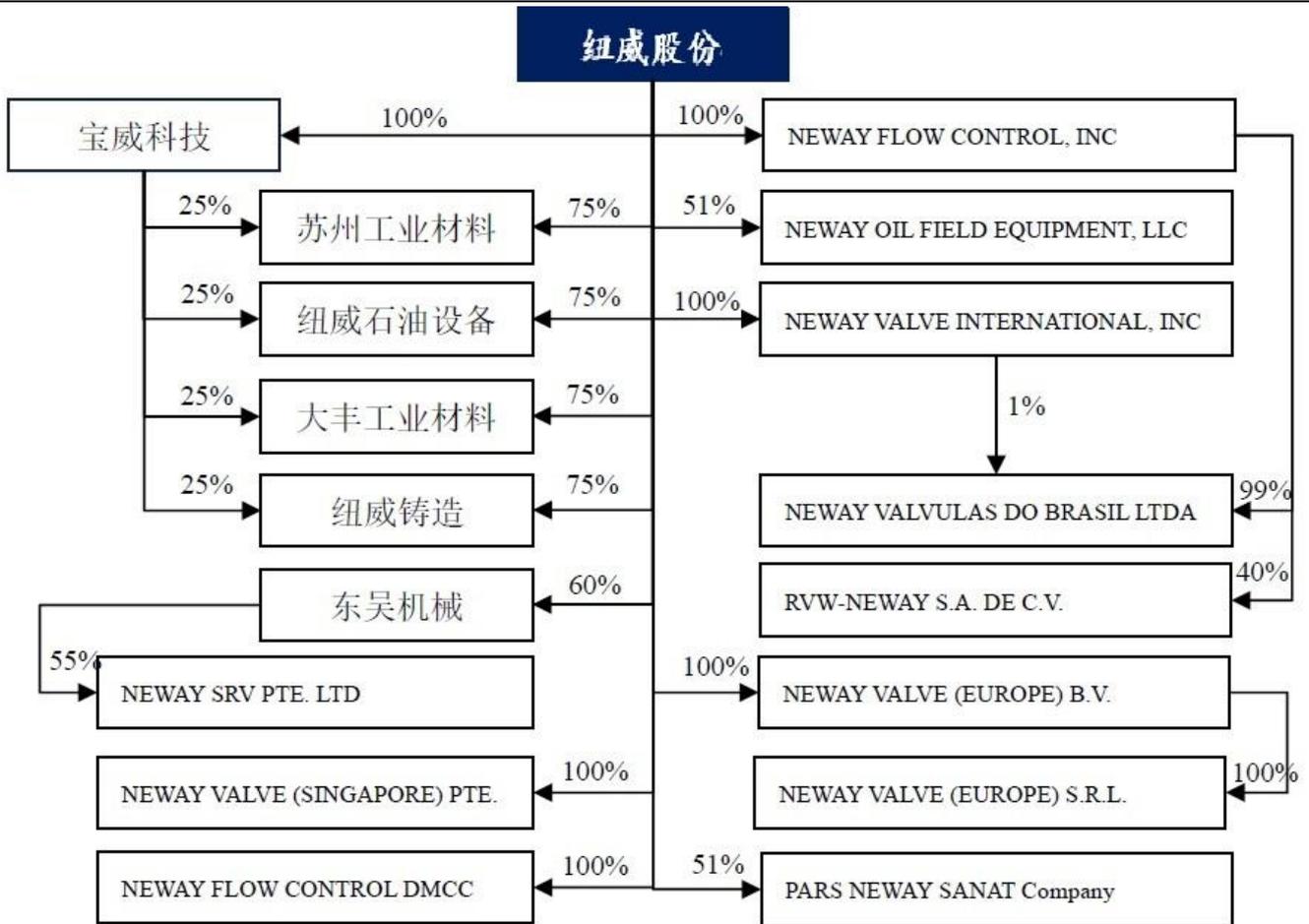
图表 1 公司主要股东



资料来源：华安证券研究所

为了更加全面的覆盖国内外市场，公司在国内外全资、控股或参股了多家公司。这些公司涵盖了阀门制造、销售、相关上游零部件、材料生产加工公司、技术与服务公司、相关石油设备公司等。控股、参股公司有助于覆盖当地市场，增强纽威为客户提供优质整体解决方案的能力。而上游的材料、设备子公司可以有效协调原材料、设备供应，能够令公司发挥全产业链优势。

图表 2 公司全资、控股与参股子公司结构

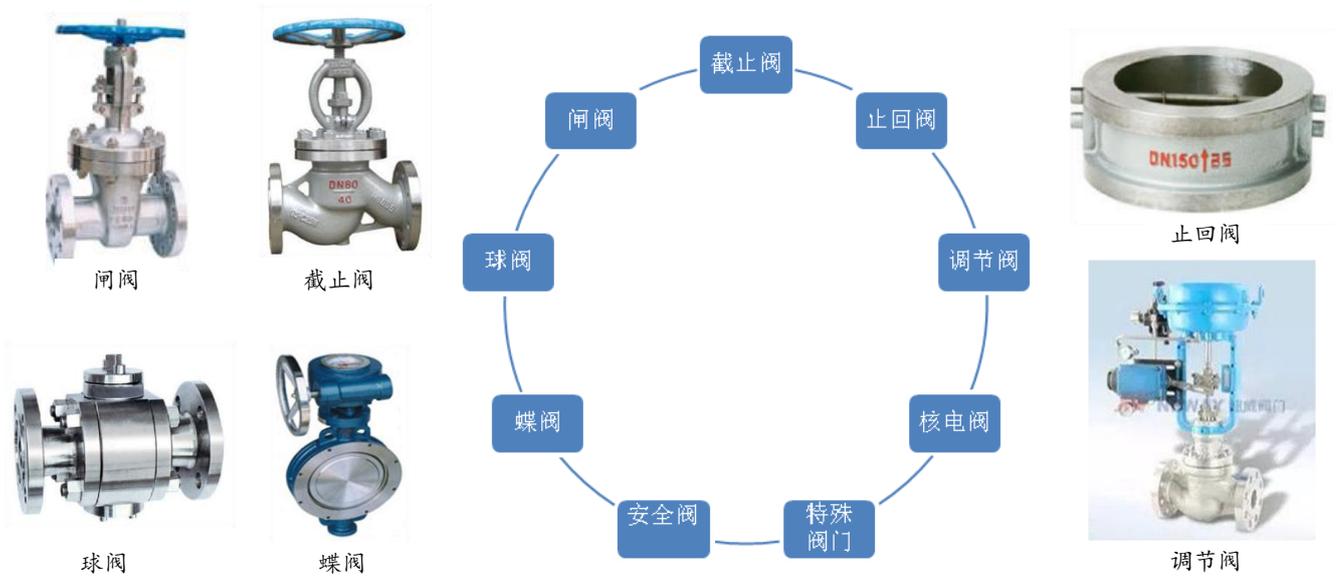


资料来源：华安证券研究所

1.3 规模、技术实力构筑双重壁垒

公司阀门产品主要涵盖手动阀门、仪表阀门、核电阀门和特殊阀门四大类；包括闸阀，截止阀，止回阀，球阀，蝶阀，核电阀，调节阀，安全阀，特殊阀门等等。完善的产品体系，再加上覆盖全球的营销网络，形成明显的规模效应，构筑公司的关键壁垒之一。

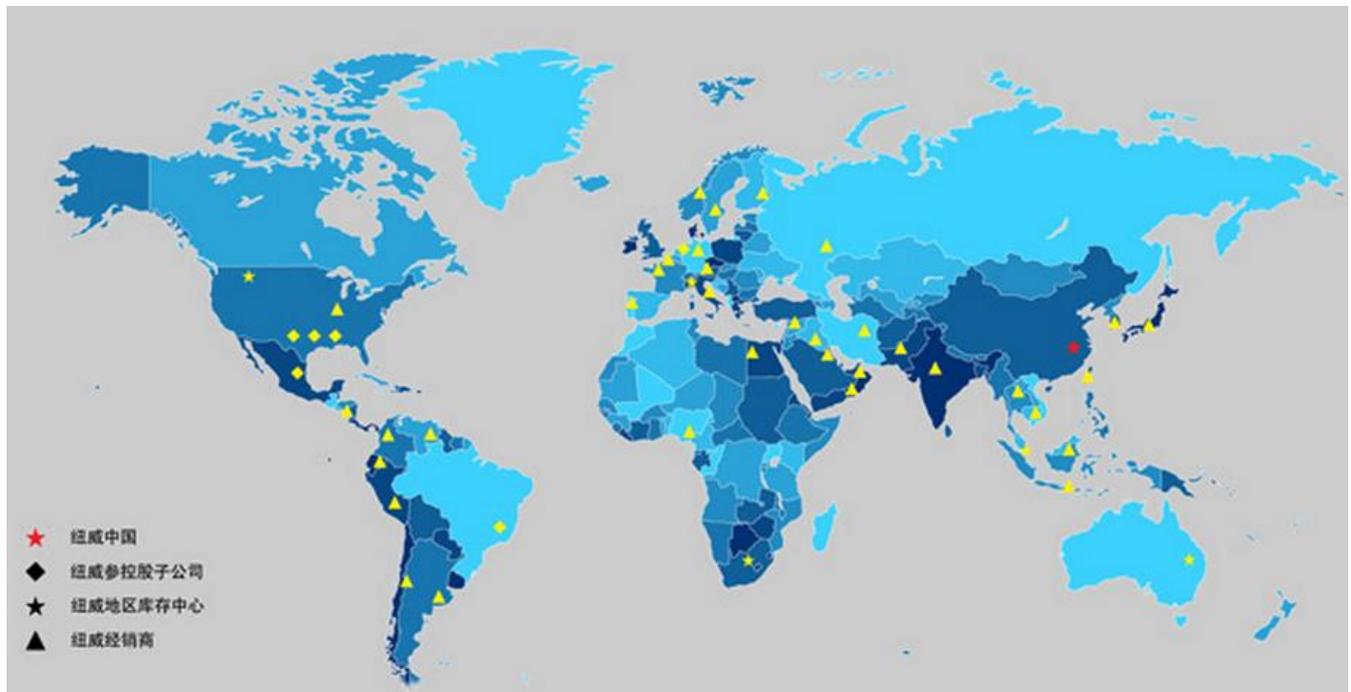
图表 3 公司阀门产品种类



资料来源：公司网站，华安证券研究所

目前，公司全球分支机构主要位于欧洲、北美、南美、东南亚、中亚、东亚，以及澳洲、非洲部分地区等地区。可以说，全球大部分主要区域都已经实现了覆盖。

图表 4 公司分支机构覆盖了全球主要经济区域



资料来源：公司网站，华安证券研究所

公司已通过挪威船级社 (DNV) 的 ISO9001 认证、美国石油学会的 API 6D、API 6A 认证；已通过美国 ABS 船级社和法国 BV 船级社的船用阀门设计和制造

批准；是中国第一家获得欧盟 CE-PED 证书（第四类，HE 模式，法国船级社 B.V.颁发）和 TA-Luft 认证的阀门制造商。公司所有软密封浮动式及固定式球阀的防火试验都已经获得英国劳氏（LR）的见证与批准。公司已成为我国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。

第一家双相钢通过挪威石油标准化组织（NORSOK）审核的中国公司，是第二家通过 NORSOK 审核的中国公司。劳氏在中国见证热处理炉温均匀性测试的第二家公司。

众多权威认证，以及与多家跨国公司的长期合作，反映了公司强劲的技术实力，这是公司在阀门这一市场的另一关键壁垒。

目前，公司产品已经获得了国内外许多知名客户认可，已经成为许多国际大型企业集团的合格供应商，包括中国石油、中国石化、壳牌石油公司、埃克森美孚公司等等。通过长期合作建立的信任，公司已有多项产品成为壳牌的主要供应商。

图表 5 公司获得合格供应商资格的主要大型跨国企业集团客户

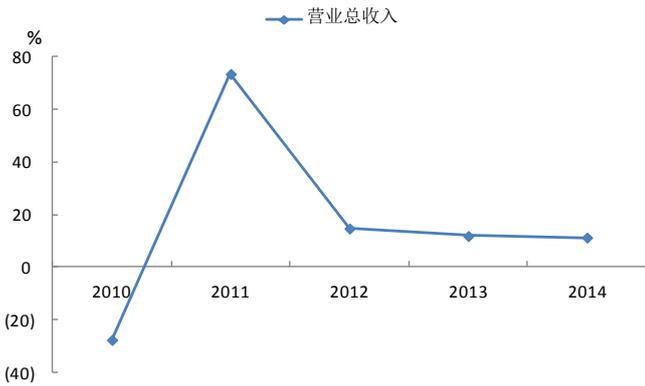


资料来源：华安证券研究所

行业特征决定，进入这些大型跨国集团供应商列表有较大难度，往往需要长期的努力，然而一旦获得这些集团认可，尤其是进入主要供应商列表，则表明公司在质量稳定性、品牌上的优势。

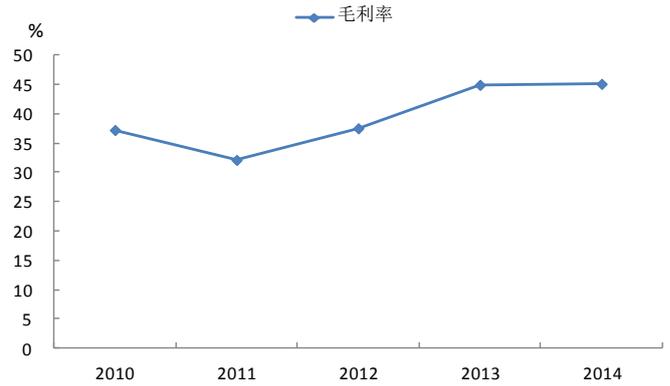
规模与技术实力的双重优势，令公司营收持续保持平稳较快增长，同时毛利维持在高于行业平均的水平。

图表 6 收购东吴机械（2011 年）以来营收平稳增长



资料来源：华安证券研究所

图表 7 毛利率维持在较高水平



资料来源：华安证券研究所

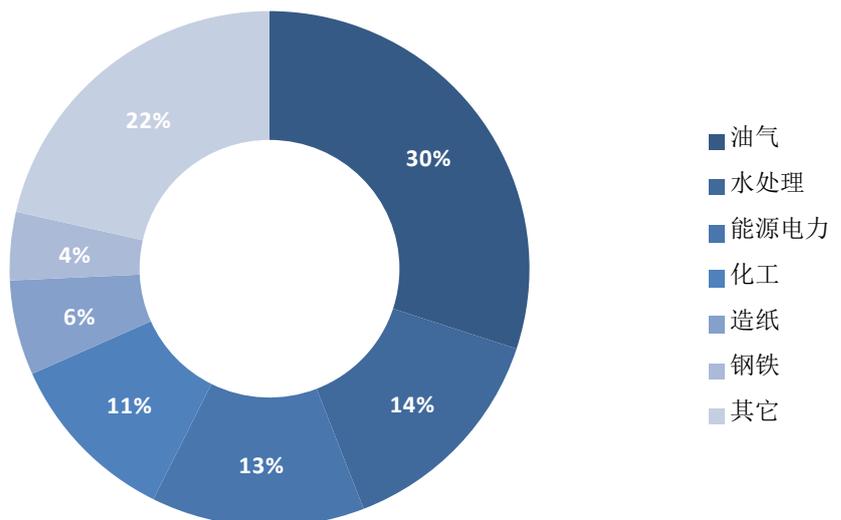
2 行业与宏观经济关系密切，静待行业反转

2.1 工业阀门应用广泛，能源相关领域是重头

阀门用途十分广泛，几乎在各个行业均有使用，因此受宏观经济，特别是投资增速影响明显。一般而言能源、石油石化、电力、冶金等行业是最主要的阀门需求行业，在这些行业中，阀门是行业设备的关键零部件。

从全球来看，油气开采运输是最主要的工业阀门需求行业，占比超过 30%；其次是水处理、能源电力、化工、造纸和钢铁等等，这几个行业对阀门需求占比接近总需求的 80%。

图表 8 国际工业阀门市场按行业需求结构



资料来源：网络整理，华安证券研究所

从国别来看，阀门需求的主要市场在中国和美国。据 2012 年的数据，这两个国家需求量远远高于其它国家，在全球总需求中的占比均达到 17%。中美对阀门

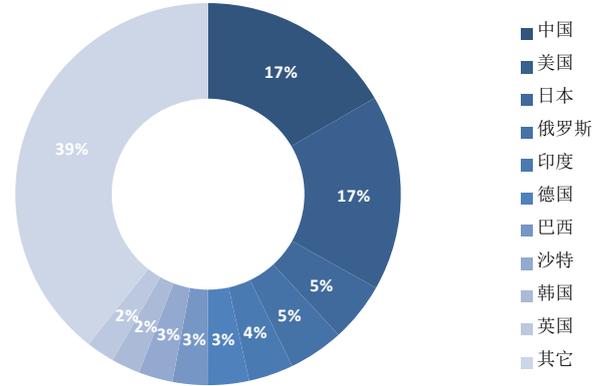
的需求量之和，超过了前十大市场中其它 8 个国家的总和。

图表 9 2012 年工业阀门国别需求



资料来源：华安证券研究所

图表 10 2012 年工业阀门需求国别结构



资料来源：华安证券研究所

因此，可以说全球能源、石化、冶金等等行业的投资，特别是中美两国在这些领域的投资，将成为行业增长的主要动力。2008 年金融危机冲击全球经济，导致行业增速下滑至接近 0，而在 2009 年，得益于全球，特别是中国的刺激政策，阀门需求在此后一年迅速恢复至 3%~4%，并在随后若干年平稳增长。

2.2 静待行业反转，中国有支撑，国际看油价

国际油价大幅下跌，导致原油巨头资本支出下降，直接影响阀门需求。2014 年下半年，国际油价大幅下跌，最低跌到 60 美元/桶以下。过去半年来，国际油价总体上呈现企稳趋势，但仍然没有回到重要临界关口上方。因此，国际原油巨头仍在观察，资本支出显著放缓，导致阀门行业在全球范围内需求低迷。

图表 11 国际原油价格在去年出现大幅下跌 (美元/桶)



资料来源：网络整理，华安证券研究所

然而，从趋势上看，美国乃至全球经济的逐步复苏，带动投资回升，将给能

源产业带来一定支撑，其中，来自中国的投资支撑十分重要。中国的固定资产投资完成额虽然连年下滑，但随着新一届政府“稳增长”措施的逐步推进和落实，预计中国投资增速也将逐渐稳定并回升。在这样的宏观大背景下，预计全球的能源、化工、冶金等行业投资仍将稳步增长，带动工业阀门需求稳步增长。据 Mcllvaine 统计，阀门需求在过去几年基本保持了 4% 左右的增速。

全球范围来看，工业阀门行业需求仍然要看国际原油价格情况。结合 Mcllvaine 统计与原油实际情况来看，我们预计 15 年工业阀门需求将在 14 年下滑的基础上保持稳健。

国内工业阀门市场将稳步扩大。我们可以看到，在 2009 年我国经济刺激政策带动投资高速增长以后 2 年，随着投资项目的开工，阀门进口增速迅速上升，最高达到 35% 左右。

近 2、3 年来，我国投资增速逐步下滑，特别是与工业阀门需求密切相关的石油石化、冶金等行业投资增速下滑明显，对进口阀门需求产生了一定影响。然而，能源与水务投资却逆势上升，起到了对冲作用。

图表 12 油气、石化、钢铁等行业投资显著下滑



资料来源：华安证券研究所

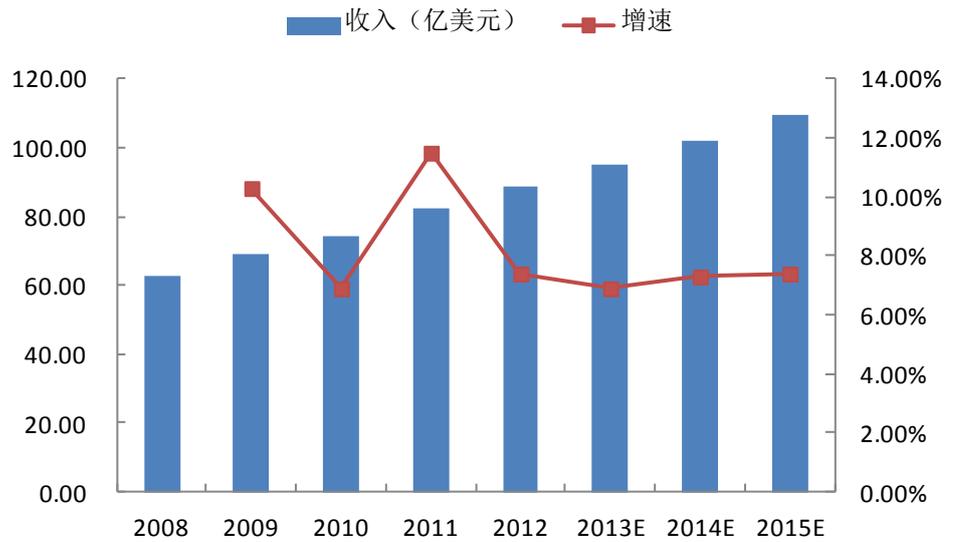
图表 13 能源电力与水务投资逆势上升



资料来源：华安证券研究所

考虑到新一届政府促进投资的各项举措，特别实在能源、水务等领域的增量投资，我们判断未来国内工业阀门市场仍较保持比较稳健的增长。据 Mcllvaine 统计与预测，近三年国内工业阀门行业收入增速总体上维持在 7% 左右，我们预计未来 3 年仍有望保持这一速度。

图表 14 中国工业阀门行业有望维持稳健增长

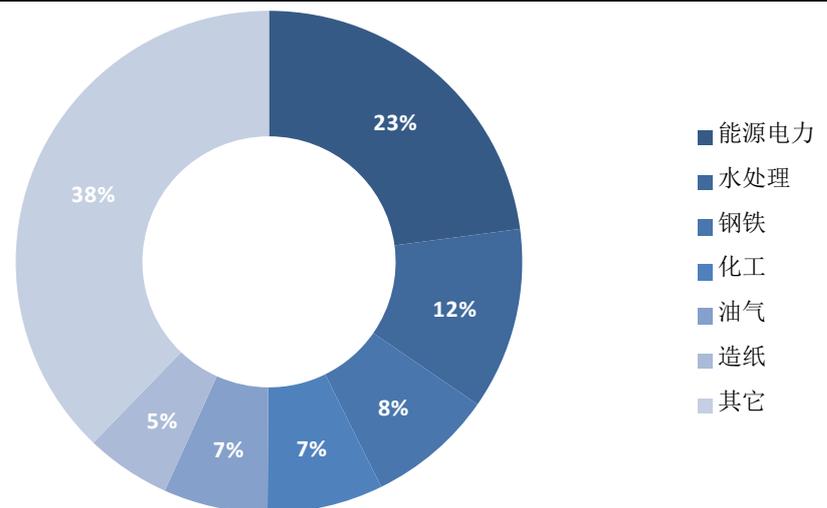


资料来源：网络整理，华安证券研究所

2.2 集中度提升给龙头公司带来 100 亿空间

国内阀门市场集中度较低。国内工业阀门市场行业需求与国际市场情况就有比较明显的差别。首先，从 2012 年的数据来看，国内能源电力是贡献需求最大的行业，而不似国际市场以油气开采运输为首。其次，国内前六大需求行业在总体需求中的占比明显低于国际市场。

图表 15 中国工业阀门市场行业需求结构

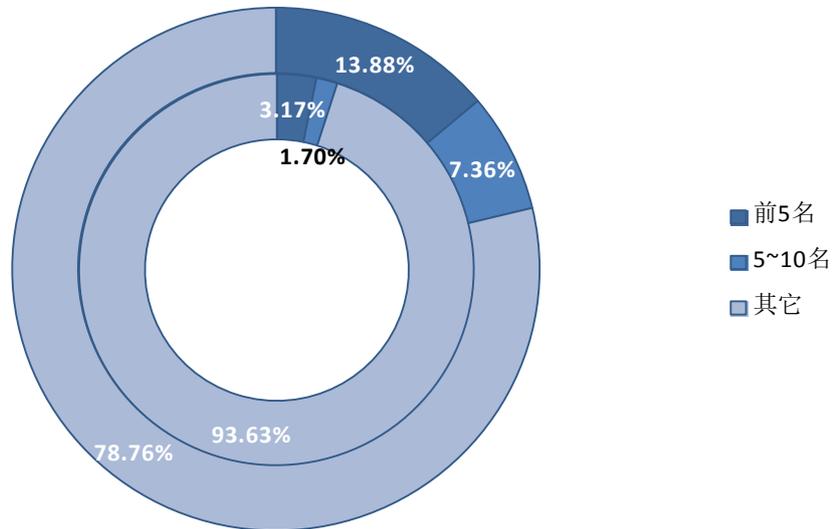


资料来源：网络整理，华安证券研究所

另外，从企业的市场份额来看，我国工业阀门龙头企业的占比较国际水平更低。由于阀门应用范围非常广泛，并且各个行业对阀门质量、规格要求各异，事实上使得在相当多的领域，阀门的竞争门槛并不高。这是阀门行业总体上市场较

为分散的重要原因。从 2013 年的数据来看，全球排名前 5 的阀门企业市占率之和仅 13.88%，5~10 名之和仅为 7.36%。然而，从中国市场的角度来看，龙头企业的市占率更低。2013 年中国排名前 5 的阀门企业国内市占率仅 3.17%，5~10% 的仅 1.70%，远低于国际水平。

图表 16 中国工业阀门市场与国际市场集中度对比



资料来源：网络整理，华安证券研究所

分散的行业结构与更低的市场集中度，令中国国内工业阀门龙头企业规模显著小于国际巨头。作为国内最大的工业阀门企业纽威股份，其 2012 年收入仅为国际排名第 10 的 Rotork 公司大约 60%，不及全球排名第 1 的泰科国际的零头。

图表 17 中国工业阀门公司营收规模明显小于国际巨头

排名	国际公司	国家	2012 年收入 (仅包含阀门业务, 按当年平均汇率)	国内公司	2012 年收入 (仅包含阀门业务)
1	Tyco International	美国	138	苏州纽威阀门	22
2	Emerson Electric	美国	113	河南开封高压阀门	12
3	Flowserve	美国	88	远大阀门	-
4	Kitz	日本	63	中核苏阀科技	8
5	IMI plc	美国	56	北京市阀门总厂	-
6	Cameron	英国	56	江南阀门	-
7	GE	美国	56	山东益都阀门	-
8	Crane Company	英国	50	大众阀门	-
9	Metso	美国	38	浙江盾安阀门	-
10	Rotork	美国	38	河南省高山阀门	-

资料来源：网络整理，华安证券研究所

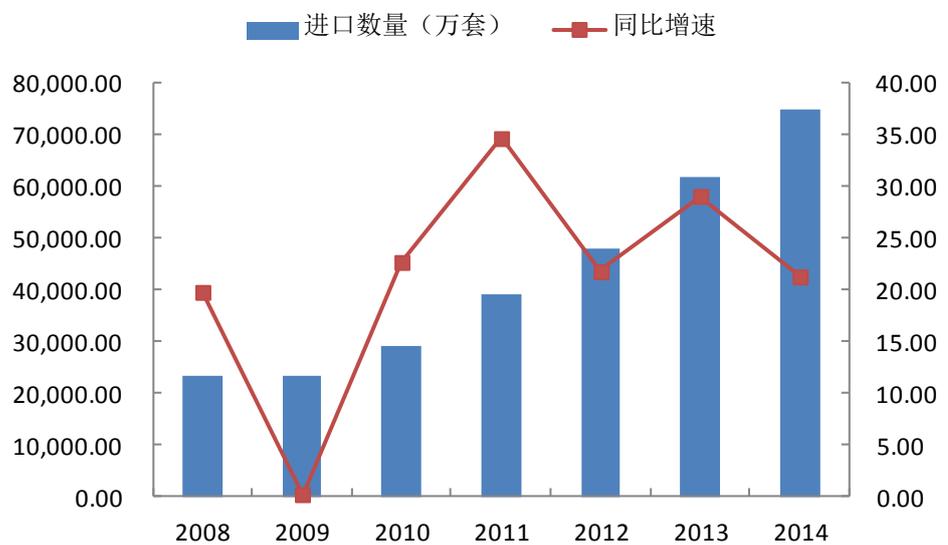
所以，随着国内市场标准化程度的提升，以及国内龙头企业实力的增强，我们认为未来国内阀门市场集中度将有非常大的提升空间。技术力量雄厚以及销售规模靠前的公司将显著受益于这一过程。

比对国际市占率以及国际巨头收入，假设国内排名前 5 的公司市占率与国际水准对齐，参考 2015 年国内工业阀门市场预估，则可以给这些公司带来大约 65 亿元的增量收入，并假设国内工业阀门市场 2020 年前保持 6%~7% 的复合增速，则可以给前 5 的公司带来接近 100 亿的增量；按照这样的估计，并考虑纽威股份在国内的地位，集中度提升在 2020 年可以给公司带来至少 30~40 亿的增量收入。

2.3 国内市场进口替代空间存在数百亿空间

国内工业阀门行业的另一个重要特点，是本土企业产品大多集中在中低端阀门市场，一些重要领域所需的高端阀门，多数仍需进口。从最近若干年的数据来看，我国每年阀门进口数量仍然维持在 20% 以上，最高时同比增速可超过 30%

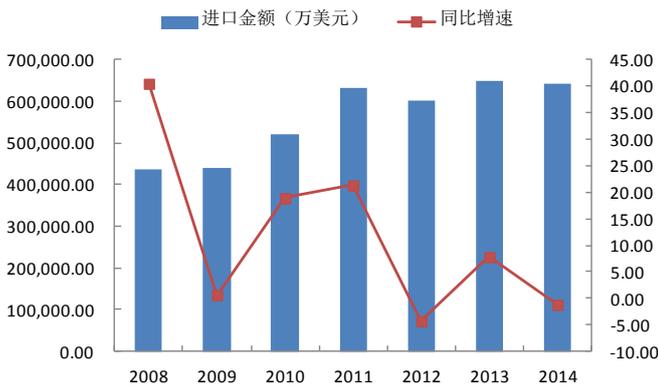
图表 18 中国进口阀门增速总体维持在 20% 以上



资料来源：网络整理，华安证券研究所

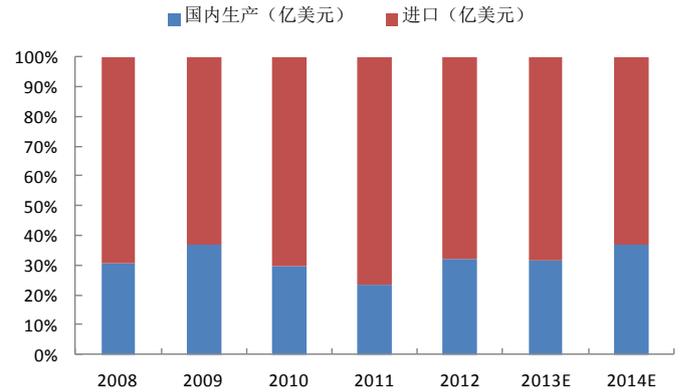
随着国内工业阀门市场的逐步扩大，中国龙头公司技术实力的提升，及其产能的扩张，我们认为国内阀门进口替代的空间较大。事实上，近三年已经出现进口替代的征兆。我国进口阀门平均单价出现明显下降，我们认为主要是因为国内对进口阀门需求结构出现了一些变化，以及国内产品的竞争所致。反映在进口数据上，表现为数量稳定的同时，金额增速明显下降。

图表 19 阀门进口数量



资料来源: 华安证券研究所

图表 20 目前我国阀门市场进口产品比重较大



资料来源: 华安证券研究所

目前我国进口阀门产品占比较大。近年来进口阀门所占比重大致在 70% 左右。假设到 2020 年, 这一比重下降到 30%, 并且仍假设行业复合增速保持 6%~7%, 则将会给中国本土企业带来近 300~500 亿元的空间。

3 国产龙头, 积极进取

3.1 面向中高端, 持续推出新品

公司产品主要面向高端工业阀门应用领域。这些应用领域使用环境严苛, 例如超高温、超低温、超高压、真空、有核等极端环境。应用于这些领域的阀门, 质量要求高, 技术含量也较高, 因此带来的产品毛利水平也比较高。传统上, 这些高端工业阀门市场多为国际巨头占领, 但经过不断努力, 纽威股份产品已不断渗透到这一市场中, 凭借更高的性价比与更全面的服务与产品体系, 获得市场认可。这也是公司近年来毛利率维持较高水平甚至有所上升的主要原因。

相比国际竞争对手, 公司产品一般较进口产品便宜 15%, 而相比国内同类企业, 公司的产品质量、整套阀门产品系统服务能力、全面的产品体系形成了相对优势。

作为目前国内领先的阀门生产商, 公司持续不断的进行技术创新, 推出新产品; 凭借不断增强的技术实力与持续推出的新产品, 公司。目前国内阀门企业产品大量为铸铁阀门和青铜阀门。而中高端阀门, 特别是使用环境非常严苛的高端阀门市场大多为外资厂商占据。公司已有对许多国内外大型能源、化工行业客户的长期供货记录。同时, 凭借领先的技术实力, 公司陆续向客户交付高端新品, 参与国家部委主导的产品研制, 并持续研制储备新产品。近期一些代表性案例包括为中集来福士提供的全套阀门方案、为壳牌提供的严苛氧气工况阀门等等。公司大量在研产品也保证了新产品的持续推出, 有利于公司保持竞争优势。

图表 21 公司近期具代表性的产品

日期	项目	产品
2015-10	中集来福士 North Dragon 项目(预计交付)	全套阀门解决方案
2015-06	中集来福士为 Frigstad Offshore 公司设计	全套阀门解决方案

	的 FrigstadD90 超深水半潜式钻井平台	
2015-05	中海油工程	(工信部水下阀门技术研究及工程样机研制课题) 交付水下闸、球阀, 其中包括国内第一台 500 米深水下球、闸阀
2015-04	壳牌	交付 106 台严苛氧气工况阀门
2015-03	轴流式止回阀国产化项目	通过工业性试验

资料来源: 华安证券研究所

图表 22 公司近期具代表性的产品

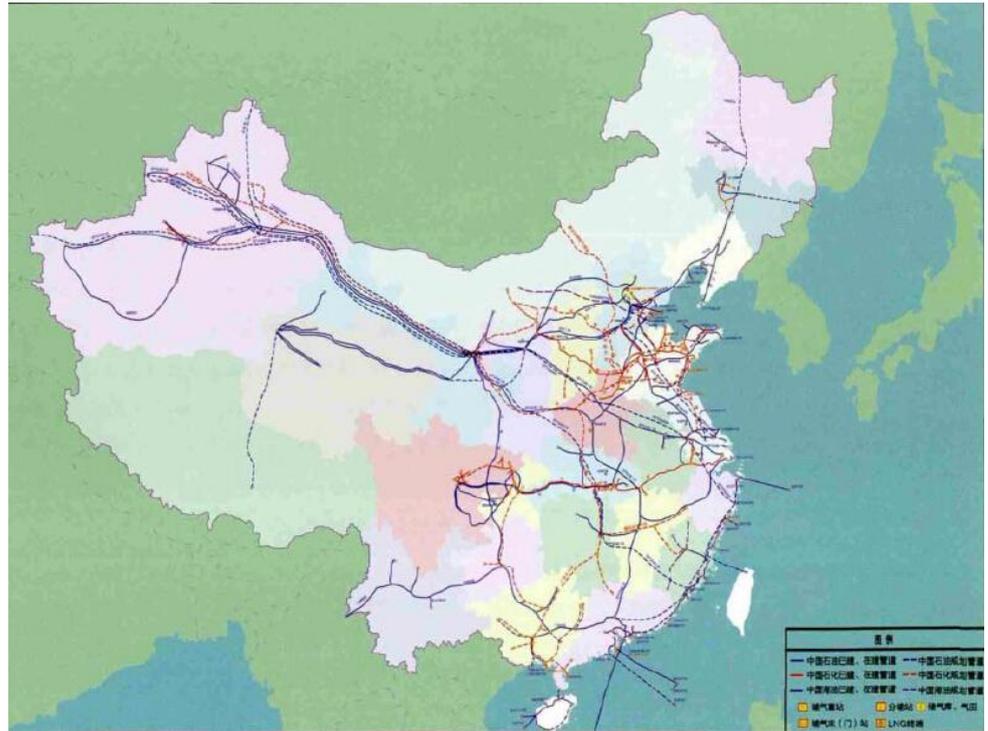
研发项目	进展情况	拟达到的目标
超低温上装式双活塞球阀的研发	部分样机已完成制造和超低温测试, 各项性能指标均满足标准要求, 个别规格已取得 ISO15848-1 认证和防火认证。	开发出适用于零下 196 度的超低温上装式双活塞固定球阀, 可在线更换, 形成批量生产能力, 替代进口阀门
高磅级超低温上装式浮动球阀的研制	样机已完成超低温测试及寿命试验, 各项性能指标均满足标准要求, 已取得 ISO15848-1 认证和防火认证, 取得发明专利 1 项。	开发出 LNG 接收站、LNG 液化工厂用高压力超低温球阀, 逐步取代进口阀门
中石油输气管道轴流式止回阀国产化研制	样机制造已完成, 在开展各类测试	开发出适用油气长输管线用的高性能轴流式止回阀, 逐步替代进口阀门
水下阀门技术研究及工程样机研制——水下球阀	样机已经通过了工厂测试和高压舱试验, 正在准备进行 PR2 试验	国家工信部“十二五”规划子课题项目, 完成 500 米水下 12-2500LB 球阀样机研制, 并完成 PR2 型式试验及高压舱试验, 通过终端用户的海底试验, 达到水下采油系统的使用要求, 取代国外同类型产品, 为实现水下阀门国产化打好基础
水下阀门技术研究及工程样机研制——水下闸阀	样机已经通过工厂测试、高压舱、内部 PR2 试验, 目前正在进行 PR2 认证试验。	国家工信部“十二五”规划子课题项目, 完成 500 米水下 5-1/8-5000psi 闸阀样机研制, 并完成 PR2 型式试验及高压舱试验, 通过终端用户的海底试验, 达到水下采油系统的使用要求, 取代国外同类型产品, 为实水下阀门国产化打好基础
超高压压裂阀	工厂测试完成, 已交付客户性能测试	开发出适用于 15000Psi, 压裂树用阀门, 力争达到 3 至 5 口井清砂一次的目标; 打破国外此领域垄断情况;
海底管道双级排气阀	工厂测试及 CCS 认证完成, 已交付客户现场测试;	开发出满足水下 70 米水深输气管道用排气阀, 要求单级泄压压差为 0.1MPa; 打破国外此领域垄断情况;
稠油热采抽油杆防喷器	样机制造已完成, 工厂测试完成, 已交付客户现场测试	开发出适用于稠油热采的简易 BOP, 满足稠油热采工艺需求;
超低温套筒调节阀的研制	已完成产品结构设计和评审, 目前在绘制零件图	研发一种可以应用于-196°C的超低温套筒调节阀产品, 拓展公司超低温调节阀产品的阀种范围, 为客户提供更多选择。
V 型调节球阀开发	完成产品结构设计和评审, 目前在绘制零件图	研发一种新结构的 V 型调节球阀, 和常规 V 型球阀产品相比, 其具有更高的泄漏等级, 更少的泄漏点, 从而拓展公司调节阀产品竞争力。

资料来源: 华安证券研究所

3.2 油气管线建设国产化龙头

到 2020 年以前，我国都将处于油气管线建设的高峰时期。其中，海陆天然气管道、地下储气库，LNG 管线建设等等，均处于高速发展时期。按照目前比较普遍的预期，到 2020 年以前，全国长输管线长度将达到 15 万公里。到 2014 年，投产管道长 8.3 万公里。

图表 23 中国天然气管线建设及规划情况 (2020 年)



资料来源：网络整理，华安证券研究所

按照主管线占比大约 50% 计算，每年主管线建设阀门需求大约 10 亿元左右。

另外，目前我国正在积极进行海上油气勘探开采，以及陆上天然气，特别是页岩气和煤层气开采。

按照《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，到 2020 年，我国页岩气和煤层气产量将力争分别达到 300 亿立方米，按照 2014 年两者产量分别为 13 亿立方米和 36 亿立方米估算，意味着到 2020 年平均每年页岩气与煤层气复合增速分别达到 69%、42%。油气管线暨阀门设备需求必将受益于这一高速增长。

《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》也明确将海上油气开发列为重点。海上油气开发也将带来大量各型深海阀门需求。

作为国内阀门龙头企业，公司将显著受益于我国能源基础设施建设。正如前文所述，目前我国高端工业阀门产品多为外资厂商占领；未来设备国产化趋势将是大概率事件。作为已经有为国内外大型企业集团、大型项目供货优秀历史业绩的国产厂商，将明显受益。公司为中集来福士、中海油等等相关项目提供产品，以及成功完成中海油工程课题，均有利于公司在未来国内油气相关设备市场的竞争。另外，公司在研产品也为抢夺油气建设新市场提供了保障。

3.3 中标核电彰显实力

公司在 5 月中标中广核红沿河项目，具有里程碑式意义，是公司在与中广核签署合作协议后，第一次实际中标国内核电建设项目。目前公司具备核二、三级资质，并计划申请一级资质。

核电产品将进一步彰显公司技术实力，有利于公司与同业的竞争。核电产品往往具有生产周期较长、检验严格、技术门槛高等要求。目前国内核电阀门产品的主要厂商为中核苏阀与江苏神通。公司本身与下属吴江机械均具备核级阀门生产能力。中标红沿河项目将直接为公司本身带来核电产品供货业绩，弥补公司此前在核电阀门产品方面的短板，进一步拓展公司在高端阀门类产品的市场，同时提升整体技术实力形象。

另外，公司目前在研多项核电产品，后续储备充足。

图表 24 公司在研核电产品情况

研发项目	进展情况	拟达到的目标
核二级气动上装式硬密封球阀样机研制	通过专家设计评审，完成设计；目前处于制造前期准备中。	开发满足 CAP1000 三代核电技术要求的核 2 级上装式硬密封球阀，带限位开关及位置指示，属国核设计院联合开发的高端阀门研发项目
核一级旋启式止回阀样机研制	通过专家设计评审，完成设计；目前处于制造前期准备中。	开发满足 CAP1000 三代核电技术要求的核一级旋启式止回阀，带限位开关及位置指示，满足低压差开启要求
核一级电动闸阀样机研制	通过专家设计评审，完成设计；目前处于制造前期准备中。	开发出核一级电动闸阀，电动闸阀完全满足 CAP 系统所有核一级电动闸阀的技术要求，实现设备的国产化
核一级电动平行闸阀样机研制	样机制造过程中	按照设计院的技术规格书要求，研制出满足 CPR1000 超设计基准严重事故工况泄压要求闸阀，并进行试验验证和鉴定。
核一级电动角式截止阀样机研制	样机制造过程中	按照设计院的技术规格书要求，研制出满足 CPR1000 超设计基准严重事故工况泄压要求截止阀，并进行试验验证和鉴定。
CAP1400 核电站主蒸汽安全阀的研发	项目专家设计评审完成，样机制造阶段	为国家科技重大专项，适用于大型先进压水堆核电站
ACP1000 百万千瓦核电站主蒸汽安全阀的研发	项目专家设计评审完成，样机制造阶段	适用于百万千瓦先进压水堆核电站

资料来源：华安证券研究所

4 盈利预测与估值

公司整体业绩与下游石化、能源等行业关系密切。随着国际油价企稳，我们判断公司海外收入增速有望保持稳定。国内油气行业基础设施建设与海洋油气开发，将给公司带来新的增长点。公司对产品结构的调整，加强球阀、蝶阀、深水阀等等新产品的开发生产，是保障公司业绩持续增长的重要支撑之一。

国内油气建设与产品结构调整支撑公司业绩稳健增长，我们预计 2015~2016

年营收分别为 28.76、35.09、40.39 亿元，同比增 5%、22%、15%；归母净利润 6.21、7.19、8.49 亿元，同比增 10%、16%、18%；EPS 为 0.83、0.96、1.13 元，对应 PE 为 29、25、21 倍，首次覆盖并给予“增持”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3,259	3,936	6,062	7,647	营业收入	2,734	2,876	3,509	4,039
现金	257	575	702	808	营业成本	1,500	1,582	1,923	2,222
应收账款	1,225	1,220	1,530	1,737	营业税金及附加	24	27	32	38
其他应收款	26	23	30	34	销售费用	263	288	351	364
预付账款	31	40	53	66	管理费用	244	262	351	386
存货	806	938	1,087	1,286	财务费用	13	5	18	41
其他流动资产	916	1,141	2,660	3,716	资产减值损失	34	0	0	0
非流动资产	816	736	709	682	公允价值变动收益	0	4	(0)	(1)
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	19	19	19	19
固定资产	525	492	458	425	营业利润	675	736	853	1,008
无形资产	96	89	83	78	营业外收入	13	10	10	10
其他非流动资产	193	152	164	176	营业外支出	3	5	5	5
资产总计	4,076	4,673	6,771	8,328	利润总额	685	741	858	1,013
流动负债	1,565	1,822	3,473	4,532	所得税	113	111	129	152
短期借款	522	806	2,307	3,271	净利润	572	630	729	861
应付账款	553	588	712	824	少数股东损益	8	9	10	12
其他流动负债	490	427	454	437	归属母公司净利润	564	621	719	849
非流动负债	59	69	145	201	EBITDA	748	780	910	1,087
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.75	0.83	0.96	1.13
其他非流动负	59	69	145	201					
负债合计	1,624	1,891	3,619	4,732					
少数股东权益	62	71	81	93					
股本	750	750	750	750					
资本公积	789	789	789	789					
留存收益	868	1,172	1,532	1,964					
归属母公司股东权	2,390	2,711	3,071	3,503					
负债和股东权益	4,076	4,673	6,771	8,328					

主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	11.24%	5.20%	22.00%	15.10%
营业利润	19.12%	8.97%	15.91%	18.20%
归属于母公司净利润	19.60%	10.07%	15.79%	18.12%
获利能力				
毛利率(%)	45.15%	45.00%	45.20%	45.00%
净利率(%)	20.63%	21.58%	20.48%	21.02%
ROE(%)	23.34%	22.63%	23.13%	23.94%
ROIC(%)	37.02%	23.53%	20.93%	16.52%
偿债能力				
资产负债率(%)	39.85%	40.46%	53.44%	56.82%
净负债比率(%)	29.02%	18.94%	12.13%	14.01%
流动比率	2.08	2.16	1.75	1.69
速动比率	1.57	1.65	1.43	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.66	0.61	0.54
应收账款周转率	2.52	2.40	2.60	2.52
应付账款周转率	5.16	5.04	5.40	5.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.83	0.96	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.40	(1.35)	(0.56)
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.62	4.10	4.67
估值比率				
P/E	30.4	27.6	23.8	20.2
P/B	7.2	6.3	5.6	4.9
EV/EBITDA	19.89	23.03	21.39	18.80

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	426	300	(1,016)	(421)
净利润	572	621	719	849
折旧摊销	60	40	39	39
财务费用	18	5	18	41
投资损失	(19)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	(1,058)	(359)	(1,783)	(1,342)
其他经营现金	853	13	10	11
投资活动现金流	(962)	16	18	20
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	(0)	0
其他投资现金	(962)	16	19	20
筹资活动现金流	428	(37)	1,123	506
短期借款	(132)	284	1,500	964
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0
资本公积增加	790	0	0	0
其他筹资现金	(280)	(322)	(377)	(458)
现金净增加额	(108)	279	126	105

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。