

下游持续低迷，保持活力度寒冬

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2016 年前三季度实现营业收入 15 亿元, 同比下降 11%; 实现归属上市公司股东扣非后净利润 1.8 亿元, 同比下降 32.8%。
- **1、下游行业低迷导致业绩下滑:** 受全球经济不景气及油价低迷影响, 从 2015 年起公司业绩出现了下滑, 是公司自 2008 年全球金融危机后经历的又一次重大考验。从收入端来看, 下滑幅度在 10-20% 左右, 但由于下游市场空间萎缩、竞争加剧, 公司产品平均毛利率从 40% 以上下降到了现在的 35% 左右, 从而导致净利润端出现 40% 左右下滑。从三费来看, 公司期间费用基本维持稳定, 表明在行业低迷大环境下公司生产、销售及人员的投入依旧稳定, 以保证公司正常运营节奏从而度过低谷。
- **2、生产经营保持活力:** 作为业内质地优良的龙头企业, 公司也积极创新及优化生产管理保持活力。2015 年产品已切入核电领域获得核二、三级产品供货资质, 核一级证书有望明年落地, 未来随着海外市场开拓也有望有所突破。同时, 在国内基础零部件提升国产化率的政策导向下, 公司在海工高端阀门等长期被外资品牌占领的领域也有实现进口替代的空间。此外, 目前公司产品所需铸件均为自产, 但锻件仍需外购, 未来锻件部分也有望做自产的尝试, 从而在成本及质量控制方面进一步优化。
- **3、外延方面有潜力:** 公司 2014 年上市至今还未曾运用资本平台进行过增发或并购, 在 2015 年年报中公司提到了“挖掘行业内潜在的并购对象”的想法, 我们认为, 在行业低迷期进行并购有利于公司形成产品、销售等方面的优势互补, 不失为一个高性价比、有利长远发展的战略。此外, 在定期报告中公司也提到了“积极探索新兴产业, 通过不断拓展新的业务平台, 从现有业务结构向多元化发展, 增强企业抵御风险的能力”, 表明了管理层对公司打造新业务板块和新业绩支柱的积极态度。
- **盈利预测与投资建议:** 仅考虑目前的业务, 我们预计, 公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25 元、0.28 元、0.31 元。公司目前股价 18.61 元/股为历史低位, 考虑到公司质地良好, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 全球经济剧烈波动的风险, 油价大幅下滑的风险, 毛利率持续下降的风险等。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2149.88	1840.52	1932.55	2122.18
增长率	-21.37%	-14.39%	5.00%	9.81%
归属母公司净利润 (百万元)	342.14	190.54	209.89	230.99
增长率	-39.33%	-44.31%	10.15%	10.05%
每股收益 EPS (元)	0.46	0.25	0.28	0.31
净资产收益率 ROE	13.82%	7.64%	8.07%	8.49%
PE	41	73	66	60
PB	5.61	5.60	5.37	5.13

数据来源: Wind, 西南证券

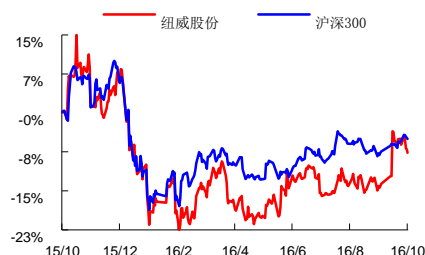
西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 刘瑜
 电话: 010-57638602
 邮箱: liuyu@swsc.com.cn

联系人: 王志琦
 电话: 021-68415130
 邮箱: wzz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.50
流通 A 股(亿股)	1.55
52 周内股价区间(元)	15.79-23.59
总市值(亿元)	139.58
总资产(亿元)	40.27
每股净资产(元)	3.26

相关研究

关键假设：

公司阀门业务 2016 年基本筑底，全年收入下滑 15%左右，后续随着油价回暖及新领域开拓企稳回升，实现 5-10%左右增速；同时产品毛利率受激烈竞争影响 2016 年维持低位（36%左右），后续保持稳定。公司零件和铸件业务保持稳定，毛利率由于业务体量太小有较大波动。

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	2150	1841	1933	2122
增速		-14%	5%	10%
毛利率	42%	36%	36%	36%
阀门				
收入	2084.3	1771.6	1860.2	2046.2
增速		-15.0%	5.0%	10.0%
毛利率	42.8%	36.3%	36.0%	36.0%
零件				
收入	65.4	68.6	72.1	75.7
增速		5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	9.1%	40.0%	40.0%	40.0%
铸件				
收入	0.23	0.24	0.25	0.27
增速		5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	15.9%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2149.88	1840.52	1932.55	2122.18	净利润	344.05	190.54	209.89	230.99
营业成本	1255.20	1169.91	1233.99	1355.21	折旧与摊销	70.26	116.73	116.73	116.73
营业税金及附加	21.00	18.41	19.33	21.22	财务费用	-8.21	4.91	-4.56	-6.19
销售费用	263.42	226.38	237.70	261.03	资产减值损失	47.75	20.00	15.00	15.00
管理费用	237.74	202.46	212.58	233.44	经营营运资本变动	350.16	230.52	-76.18	-140.53
财务费用	-8.21	4.91	-4.56	-6.19	其他	-521.84	-13.66	-18.17	-14.47
资产减值损失	47.75	20.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	282.17	549.05	242.71	201.52
投资收益	32.63	0.00	0.00	0.00	资本支出	-159.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	386.95	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	227.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	365.63	198.45	218.51	242.47	短期借款	-166.80	-355.26	0.00	0.00
其他非经营损益	54.13	32.50	35.91	37.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	419.76	230.95	254.42	280.28	股权融资	3.91	0.00	0.00	0.00
所得税	75.71	40.40	44.53	49.30	支付股利	-300.00	-182.00	-101.36	-111.65
净利润	344.05	190.54	209.89	230.99	其他	-21.96	-21.48	4.56	6.19
少数股东损益	1.91	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-484.85	-558.74	-96.80	-105.46
归属母公司股东净利润	342.14	190.54	209.89	230.99	现金流量净额	47.18	-9.70	145.91	96.06
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	329.62	319.92	465.83	561.89	成长能力				
应收和预付款项	1080.08	908.15	961.22	1055.23	销售收入增长率	-21.37%	-14.39%	5.00%	9.81%
存货	1010.01	935.04	989.77	1086.79	营业利润增长率	-45.84%	-45.72%	—	10.97%
其他流动资产	535.83	458.72	481.66	528.93	净利润增长率	-39.86%	-44.62%	—	10.05%
长期股权投资	3.65	3.65	3.65	3.65	EBITDA 增长率	-42.83%	-25.16%	—	6.75%
投资性房地产	9.33	9.33	9.33	9.33	获利能力				
固定资产和在建工程	765.72	664.93	564.14	463.35	毛利率	41.62%	36.44%	36.15%	36.14%
无形资产和开发支出	135.96	120.02	104.08	88.14	三费率	22.93%	23.57%	23.06%	23.01%
其他非流动资产	91.40	91.40	91.40	91.40	净利率	16.00%	10.35%	10.86%	10.88%
资产总计	3961.60	3511.16	3671.08	3888.70	ROE	13.82%	7.64%	8.07%	8.49%
短期借款	355.26	0.00	0.00	0.00	ROA	8.68%	5.43%	5.72%	5.94%
应付和预收款项	762.41	692.52	730.94	804.69	ROIC	10.59%	6.86%	7.89%	8.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.89%	17.39%	17.11%	16.63%
其他负债	354.45	326.19	339.16	363.69	营运能力				
负债合计	1472.13	1018.71	1070.10	1168.38	总资产周转率	0.53	0.49	0.54	0.56
股本	750.00	750.00	750.00	750.00	固定资产周转率	3.57	2.93	3.66	4.97
资本公积	793.11	793.11	793.11	793.11	应收账款周转率	2.00	2.10	2.35	2.39
留存收益	883.68	892.22	1000.75	1120.09	存货周转率	1.38	1.20	1.28	1.30
归属母公司股东权益	2432.35	2435.33	2543.86	2663.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.16%	—	—	—
少数股东权益	57.12	57.12	57.12	57.12	资本结构				
股东权益合计	2489.47	2492.45	2600.98	2720.32	资产负债率	37.16%	29.01%	29.15%	30.05%
负债和股东权益合计	3961.60	3511.16	3671.08	3888.70	带息债务/总负债	24.13%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.14	2.82	2.96	3.00
					速动比率	1.41	1.82	1.95	1.99
					股利支付率	87.68%	95.52%	48.29%	48.34%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.25	0.28	0.31
					每股净资产	3.32	3.32	3.47	3.63
					每股经营现金	0.38	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.40	0.24	0.14	0.15
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	427.68	320.09	330.68	353.01					
PE	40.79	73.25	66.50	60.43					
PB	5.61	5.60	5.37	5.13					
PS	6.49	7.58	7.22	6.58					
EV/EBITDA	32.44	42.23	40.44	37.61					
股息率	2.15%	1.30%	0.73%	0.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn