

# 国内工业阀门龙头拐点已现，稳步进入成长新轨道

——纽威股份深度研究

首次覆盖报告

郭泰(分析师)

021-68865595

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

何宇超(分析师)

021-68865595

heyuchao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518080001

陈皓(分析师)

010-83561000

chenhao1@xsdzq.cn

证书编号: S0280518110001

## ● 中长期发展潜力大，2019-2021年业绩复合增速34%，给予“推荐”评级

公司作为国内工业阀门龙头，在经历了2015-2017年行业低谷和战略调整后，2018H2已出现业绩拐点，未来随着新领域新客户的突破、产品智能化的升级和维修更新市场的加大拓展，我们判断公司将进入新的成长轨道。预计2019-2021年净利润为3.79、5.07、6.60亿元，同比增长38%、34%、30%，考虑到公司中长期发展潜力较大，首次覆盖给予“推荐”评级。

## ● 预计2019年全球工业阀门市场640亿美元，未来三年复合增速3%-5%

根据McIlvaine数据，预计2019年全球工业阀门市场640亿美元，更新维修市场占比80%，中长期来看，行业基本处于平稳增长状态，2011-2019年复合增速约3%。我们认为行业具备稳定增长的属性，单个领域的投资周期对整个行业的景气度影响有限，未来3年或仍将保持3%-5%的复合增速。中国是全球最大的阀门市场，预计份额占比从2010年的15%增长到2019年的20%，2019年市场规模达130亿美元，其中进口替代空间超过75亿美元。

## ● 下游行业需求回暖，多重因素叠加，判断公司2018H2已出现业绩拐点

2019年国内三桶油用于油气勘探资本支出计划增长21%，未来油气管道、七大炼化基地建设推进，行业景气度边际向上。公司新签订单2018年增长约10%、2019Q1增长5%-10%，截止2019Q1末存货/预收账款同比增长16%/51%并创历史新高，保障后续营收持续增长。公司在行业低谷时承接的低毛利订单在2018H1已经消化完，利润率自2018Q3开始回升，随着核电化工领域、智能化产品、更新市场等业务占比提升，盈利水平或将继续提高。

## ● 形成多重壁垒，新领域&智能化升级&后市场发力助公司进入成长新轨道

公司深耕阀门领域多年，在资质认证、大客户合格供应商资格获取、营销网络建设、原材料垂直整合等方面已建立较深护城河。新领域不断突破、非油气领域占比从2014年不到30%提升到2018年的35%-40%，产品均价及附加值提升、单价从2014年3万/台提升到2018年4.3万/台，后市场收入目前仅占10%，未来新领域&智能化&后市场将助公司进入成长新轨道。

## ● 风险提示：原材料价格大幅上涨，中美贸易关系不确定性增加

### 财务摘要和估值指标

| 指标        | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,395 | 2,781 | 3,264 | 3,891 | 4,626 |
| 增长率(%)    | 17.1  | 16.1  | 17.4  | 19.2  | 18.9  |
| 净利润(百万元)  | 209   | 274   | 379   | 507   | 660   |
| 增长率(%)    | -4.7  | 31.0  | 38.2  | 33.7  | 30.3  |
| 毛利率(%)    | 31.3  | 34.5  | 36.0  | 37.3  | 38.5  |
| 净利率(%)    | 8.7   | 9.9   | 11.6  | 13.0  | 14.3  |
| ROE(%)    | 7.8   | 9.8   | 14.2  | 16.6  | 18.4  |
| EPS(摊薄/元) | 0.28  | 0.37  | 0.51  | 0.68  | 0.88  |
| P/E(倍)    | 44.8  | 34.2  | 24.7  | 18.5  | 14.2  |
| P/B(倍)    | 3.7   | 3.4   | 3.6   | 3.1   | 2.7   |

## 推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.07.02

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元):     | 12.5       |
| 一年最低/最高(元): | 9.85/14.91 |
| 总股本(亿股):    | 7.5        |
| 总市值(亿元):    | 93.75      |
| 流通股本(亿股):   | 7.5        |
| 流通市值(亿元):   | 93.75      |
| 近3月换手率:     | 16.64%     |

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

| 类型 | 一个月    | 三个月   | 十二个月  |
|----|--------|-------|-------|
| 相对 | -11.13 | 0.88  | -24.8 |
| 绝对 | -2.7   | -0.08 | -12.7 |

## 相关报告

## 目 录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 1、 公司 2018H2 业绩拐点已现，2019 年进入新一轮增长周期.....           | 4  |
| 1.1、 国内产品种类最齐全的中高端工业阀门供应商，实控人持股 79% .....          | 4  |
| 1.2、 海外收入占比超 60%，收入结构逐步优化将淡化业绩周期性 .....            | 5  |
| 1.3、 多重因素叠加迎来业绩拐点，2018/2019Q1 净利润增长 31%/105% ..... | 6  |
| 2、 全球工业阀门具备成长属性，预计 2019 年国内占比 20%.....             | 9  |
| 2.1、 预计 2019 年全球工业阀门市场 640 亿美元，80% 来自更新维修 .....    | 9  |
| 2.2、 预计 2019 年国内工业阀门市场 130 亿美元，进口超过 75 亿美元.....    | 10 |
| 2.3、 2019 年三桶油勘探资本支出增长 21%，电力环保等领域值得期待 .....       | 11 |
| 3、 新领域&智能化升级&后市场发力助公司进入成长新轨道.....                  | 13 |
| 3.1、 深耕多年形成资质、营销等多重壁垒，新领域突破具备坚实基础.....             | 13 |
| 3.2、 经营质量持续有升，智能化升级和 MRO 业务成助力中长期成长.....           | 16 |
| 3.3、 高管增持&员工持股&股票回购彰显信心，利益绑定利好长远发展.....            | 17 |
| 4、 盈利预测与投资评级.....                                  | 18 |
| 4.1、 预计 2019-2021 年公司营业收入复合增速约 19% .....           | 18 |
| 4.2、 新一轮成长周期开启，首次覆盖给予“推荐”评级.....                   | 18 |
| 5、 风险提示 .....                                      | 19 |
| 5.1、 原材料价格大幅上涨 .....                               | 19 |
| 5.2、 中美贸易关系不确定性增加 .....                            | 19 |
| 附：财务预测摘要.....                                      | 20 |

## 图表目录

|                                             |   |
|---------------------------------------------|---|
| 图 1: 公司阀门产品广泛覆盖油气、化工、电力、采矿、船舶、一般工业等领域 ..... | 4 |
| 图 2: 公司十大系列阀门产品.....                        | 4 |
| 图 3: 公司拥有各行业优质的客户资源 .....                   | 4 |
| 图 4: 公司股东结构及主要下属子公司 .....                   | 5 |
| 图 5: 公司海外收入占比基本维持在 60%-75%之间 .....          | 5 |
| 图 6: 2018 年公司海外收入占比约 60%（北美占 24%） .....     | 5 |
| 图 7: 公司 2018 年国内收入创历史新高.....                | 6 |
| 图 8: 公司 2014-2018 年海外收入整体较为平稳.....          | 6 |
| 图 9: 2012-2014 年公司油气领域收入超过 70% .....        | 6 |
| 图 10: 2018 年公司油气领域收入约 60%-65% .....         | 6 |
| 图 11: 布油价格 2014H2 暴跌后长时间低于 55 美元/桶 .....    | 7 |
| 图 12: 2017-2018 年公司营收增长 17%/16% .....       | 7 |
| 图 13: 2017-2018 年公司新签订单金额恢复增长.....          | 7 |
| 图 14: 2019Q1 公司存货和预收账款创历史新高 .....           | 7 |
| 图 15: 公司毛利率/净利率自 2018Q3 开始企稳回升 .....        | 8 |
| 图 16: 公司整体费用率自 2015 年起持续下降 .....            | 8 |
| 图 17: 公司单季度业绩从 2018Q2 开始拐头向上 .....          | 8 |
| 图 18: 2019Q1 公司净利润增长 105%.....              | 8 |
| 图 19: 预计 2019 年全球工业阀门市场规模 640 亿美元 .....     | 9 |
| 图 20: 预计 2019 年全球工业阀门各下游领域占比 .....          | 9 |
| 图 21: 全球工业阀门分类型占比（2014 年） .....             | 9 |
| 图 22: 全球工业阀门各区域占比（2014 年） .....             | 9 |

|       |                                           |    |
|-------|-------------------------------------------|----|
| 图 23: | 2017 年全球工业阀门竞争格局较为分散.....                 | 10 |
| 图 24: | 全球部分工业阀门公司阀门收入情况 (亿美元) .....              | 10 |
| 图 25: | 2014 年全球工业阀门前十大消费国合计占比约 60% .....         | 10 |
| 图 26: | 预计 2019 年中国工业阀门市场规模 130 亿美元 .....         | 11 |
| 图 27: | 2018 年中国进口阀门金额达到 73 亿美元 .....             | 11 |
| 图 28: | 三桶油计划 2019 年勘探生产资本支出增长 21% .....          | 12 |
| 图 29: | 中石油&中石化计划 2019 年炼化支出增长 43% .....          | 12 |
| 图 30: | 国家未来重点发展的七大石化产业基地 .....                   | 12 |
| 图 31: | 七大炼化项目部分代表项目 .....                        | 12 |
| 图 32: | “十三五”国内油气管道建设目标 .....                     | 12 |
| 图 33: | 2018 年中石油油气管道长度完成情况 .....                 | 12 |
| 图 34: | 国内用于电力生产的固定资产投资维持高位 .....                 | 13 |
| 图 35: | 2014-2017 年污水治理固投复合增速为 24% .....          | 13 |
| 图 36: | 公司研发投入显著高于国内同行 (单位: 亿元) .....             | 14 |
| 图 37: | 公司技术人员&高学历员工占比逐步提升 .....                  | 14 |
| 图 38: | 公司已建立多层次的全球营销网络体系 .....                   | 15 |
| 图 39: | 公司已成为多家大型跨国企业的合格供应商 .....                 | 15 |
| 图 40: | 公司在大丰和苏州的铸件厂已投入生产 .....                   | 15 |
| 图 41: | 公司在溧阳投资的锻件生产基地 (建设中) .....                | 15 |
| 图 42: | 2016 年起公司经营性现金净流/净利润高于 1 .....            | 16 |
| 图 43: | 公司营运质量较高且稳中有升 .....                       | 16 |
| 图 44: | 公司毛利率高于国内竞争对手 (%) .....                   | 16 |
| 图 45: | 公司净利率高于国外巨头企业 (%) .....                   | 16 |
| 图 46: | 公司部分带执行器的自动控制阀门产品 .....                   | 17 |
| 图 47: | 2015-2018 年公司产品价格稳步提升 .....               | 17 |
| 表 1:  | 国内部分工业阀门生产企业 2018 年营收及市占率情况 .....         | 11 |
| 表 2:  | 公司取得的阀门行业国内外产品权威认证与生产资质 .....             | 14 |
| 表 3:  | 公司 2019-2021 年国内外收入及毛利率预测 (单位: 百万元) ..... | 18 |

# 1、公司 2018H2 业绩拐点已现，2019 年进入新一轮增长周期

## 1.1、国内产品种类最齐全的中高端工业阀门供应商，实控人持股 79%

深耕工业阀门领域，十大系列产品保证各行业全套解决方案。公司成立于 2002 年，致力于工业阀门的生产和研发，持续为石油天然气、化工、电力、核电、采矿冶金、船舶、水处理及一般工业领域（空气分离、食品饮料、造纸等行业）的客户提供全套阀门解决方案。公司目前产品种类包括闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、API6A 阀、水下阀、安全阀和核电阀等十大系列，年产阀门超过 50 万台，员工接近 3500 人，是国内综合实力领先的工业阀门供应商。

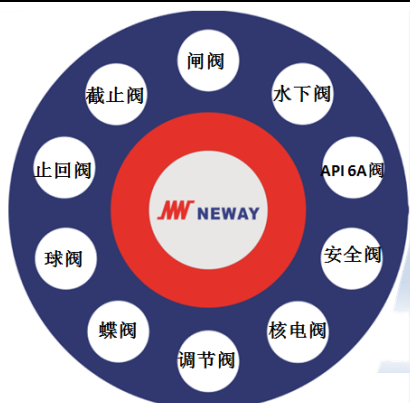
图1：公司阀门产品广泛覆盖油气、化工、电力、采矿、船舶、一般工业等领域



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司产品市场认可度较高，客户资源优质稳定。公司产品性能突出、服务质量高，覆盖全球 80 多个国家和地区，拥有各行业优质的客户资源。全球各大油气巨擘（皇家壳牌、埃克森美孚、雪佛龙、道达尔、英国石油、沙特阿美石油公司、中石油、中石化、恒力石化等）、化工巨头企业（杜邦、陶氏、巴斯夫、万华化学等）以及国内外核电工程巨头（阿海珐、中广核等）均是公司长期战略合作伙伴。

图2：公司十大系列阀门产品



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图3：公司拥有各行业优质的客户资源



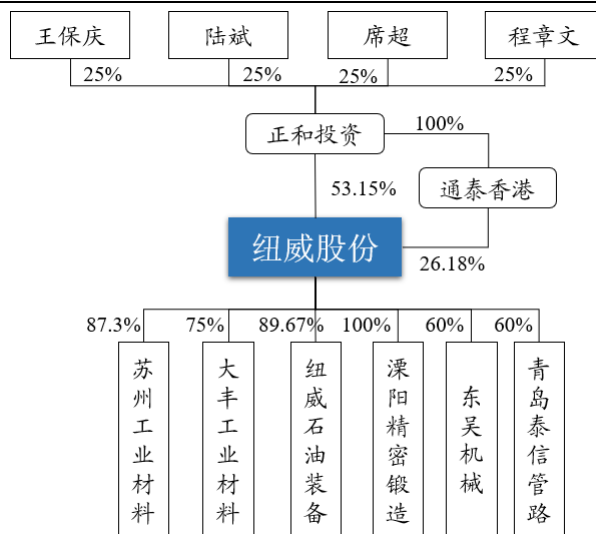
资料来源：公司官网、新时代证券研究所



公司实控人持股比例高，创始人从未减持且都仍在公司担任高管。公司4位创始人通过正和投资及通泰（香港）合计持有上市公司79.33%的股份，目前都仍在公司担任董事长、总经理、副总等重要高管岗位。此外，公司2014年上市、2017年大股东解禁之后，实控人从未减持过公司股票，并且在2015年7月-2018年9月多次以个人名义进行增持，彰显实控人对公司未来发展的信心。

下属6个制造子公司，贯穿各个制造环节。公司共有10多家海外销售子公司以及6家制造类子公司：苏州工业材料和大丰工业材料负责阀门铸件生产、溧阳精密锻造负责阀门锻件生产、东吴机械主营安全阀、纽威石油装备主要生产井口设备、青岛泰信管路系统主管管道连接件。公司持续完善研发、铸造、锻造、高端组装及测试的各项能力，产业链的地位和综合实力稳步提升。

图4： 公司股东结构及主要下属子公司

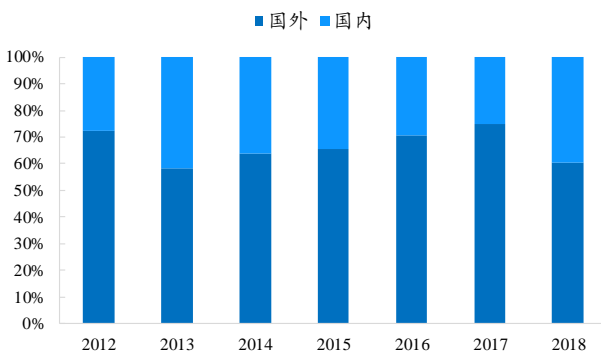


资料来源：公司公告、新时代证券研究所（注：此处均为直接持股比例，上市公司直接+间接持有苏州工业材料、大丰工业材料及纽威石油装备的股份均为100%）

### 1.2、海外收入占比超60%，收入结构逐步优化将淡化业绩周期性

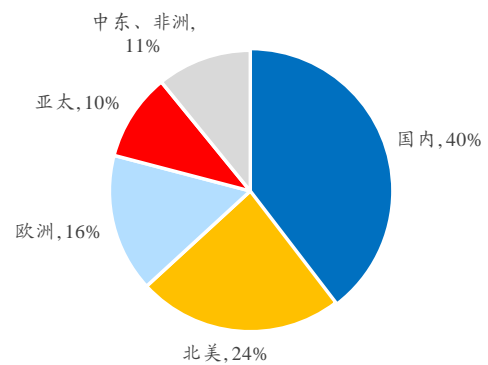
销售网络遍布全球，海外收入占比超过60%。公司在北美、欧洲、亚太、中东、非洲等国家或地区均设立了销售子公司或办事处，负责当地市场的开拓和售后服务。由于各区域下游客户投资周期的不同，每年各地区占比波动较大，但海外收入整体占比维持在60%-75%之间。2018年由于国内大炼化项目的开展和北美地区复苏，海外占比下降但北美占比提升，海外收入占比约60%，北美地区占比24%。

图5： 公司海外收入占比基本维持在60%-75%之间



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

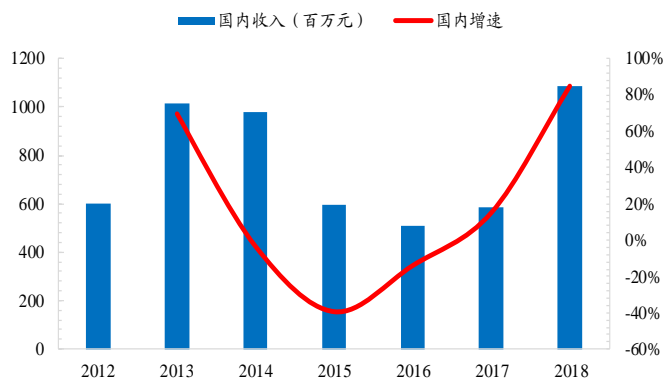
图6： 2018年公司海外收入占比约60%（北美占24%）



资料来源：公司年报、新时代证券研究所

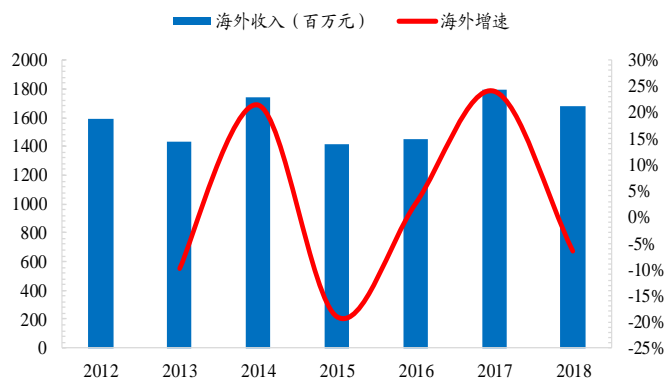
**2018年国内收入增长85%创历史新高，海外收入整体平稳、区域差别较大。**公司国内业务收入在2013年首次超过10亿元后持续下滑，2017年恢复增长，2018年受益于行业需求提升和产品突破升级，收入增长85%达到10.9亿元，创历史新高。海外业务2014-2018年较为平稳，由于区域经济发展和投资阶段的不同，每年各地区占比波动较大，由于公司海外客户大多是行业巨头企业，目前经济较为发达的北美和欧洲仍然是最大的两个海外市场，2018年分别占比24%和16%。

图7：公司2018年国内收入创历史新高



资料来源：Wind、新时代证券研究所

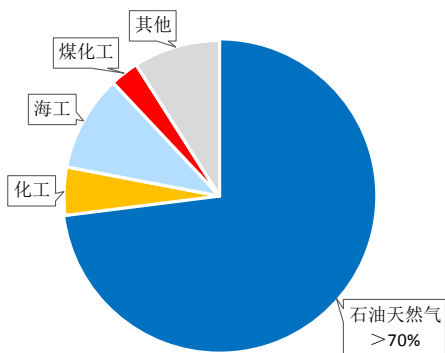
图8：公司2014-2018年海外收入整体较为平稳



资料来源：Wind、新时代证券研究所

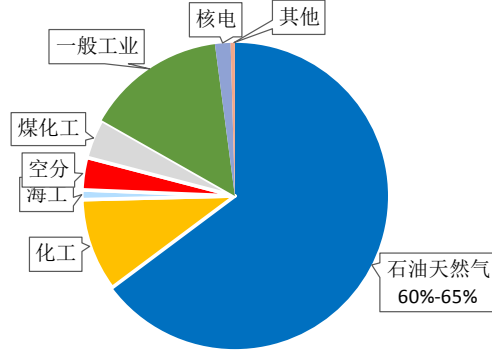
**石油天然气领域占比约60%-65%，未来多领域发展或将减弱周期性。**公司做油气领域的闸阀、截止阀和止回阀起家，后来不断拓宽产品的种类以及其他下游领域的突破，逐步发展成拥有3个研发中心、4个锻铸件厂、5个阀门生产基地、5000种产品型号的国内工业阀门龙头。特别是上市之后，公司在煤化工、核电、一般工业等领域进展顺利，**油气行业收入占比从2014年超过70%减少到2018年的不到65%**。虽然现阶段石油天然气仍然是公司产品最大的下游领域，但我们认为未来随着电力、化工、海工等领域的持续发力，**公司对单一领域的依赖程度将会继续减弱，收入结构将进一步优化，多行业齐头发展也将淡化公司业绩的周期性。**

图9：2012-2014年公司油气领域收入超过70%



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所预计

图10：2018年公司油气领域收入约60%-65%



资料来源：公司年报、新时代证券研究所

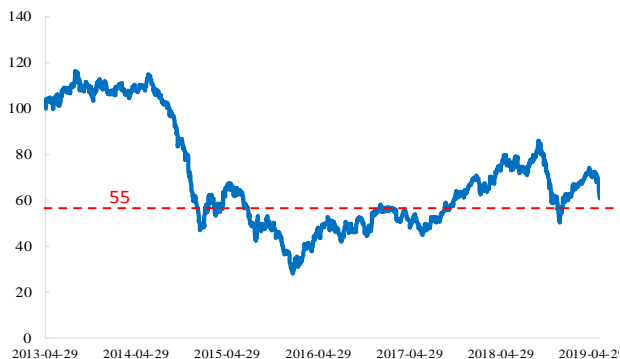
### 1.3、多重因素叠加迎来业绩拐点，2018/2019Q1净利润增长31%/105%

**2015-2017H1行业景气度较低，公司经营面临较大压力。**受下游需求旺盛和公司竞争力不断提升的共振，2010-2014年公司业绩保持快速增长，营收GAGR达到25.4%、净利润GAGR达到52.0%。2014年下半年国际原油价格暴跌，布油价格2015-2017H1基本一直低于55美元/桶，极大地影响了全球油气产业链相关公司的资本支出力度及阀门采购需求，加之公司当时油气领域收入占比较高，导致公司

2015-2017H1 整体销量及订单情况受较大影响。

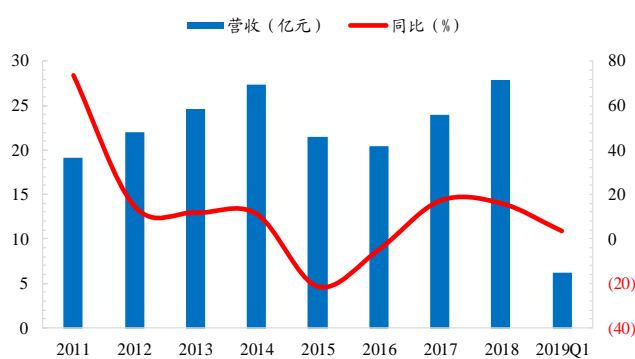
**2017H2-2018 年油气订单逐步回暖，其他领域屡有突破，公司营收恢复增长。**2017 年国际油价企稳回升，布油价格 2017H2 开始回到 55 美元/桶以上，加上公司在非油气领域业务逐步开始突破，总体订单开始逐步回暖。2017 年营收重回上升通道，2017-2018 年营业收入分别增长 17%/16%，2018 年营收 27.8 亿元更是创历史新高。我们认为公司在行业低谷时能够踏实修炼内功，持续加大投入、提升各领域的产品竞争力，在行业回暖时能够迅速恢复增长，体现出极高的战略规划水平和极强的执行力。2019 年公司营收继续增长，2019Q1 实现营收 6.2 亿元 (+4%)。

图11: 布油价格 2014H2 暴跌后长时间低于 55 美元/桶



资料来源: wind、新时代证券研究所

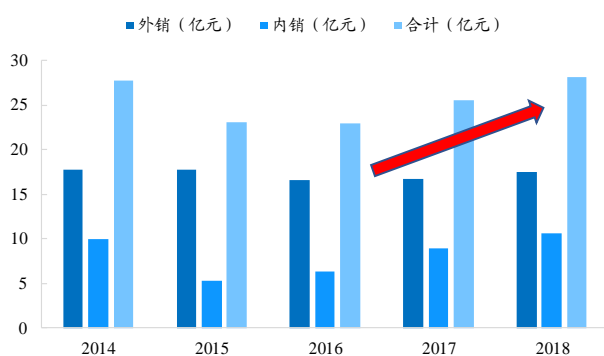
图12: 2017-2018 年公司营收增长 17%/16%



资料来源: Wind、新时代证券研究所

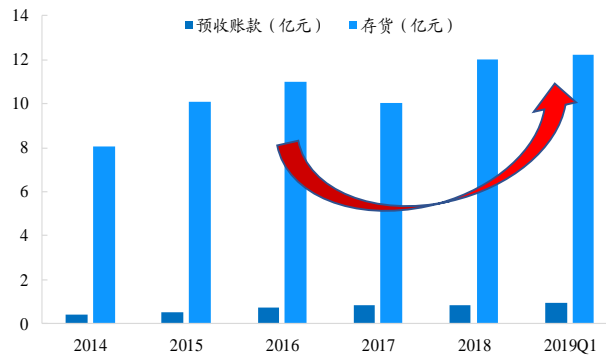
**新签订单金额持续增加，预收账款和存货创历史新高，有力保障后续营收增长。**受益于全球下游回暖及国内大炼化项目的推进，公司 2017 年新签订单恢复增长，2018 年增长接近 10% (外销增长约 5%、内销增长 15%-20%)，2019Q1 同比依然有 5%-10% 的增长。此外，公司参与大型项目招标基本采用以销定产的模式，存货和预收账款一定程度也能反映其新签和在手订单情况。截止 2019Q1 公司存货及预收账款均创历史新高，综合新签订单情况，参考公司内销 5-6 个月、外销 6-8 个月的平均交货周期，我们认为 2019-2020 年公司营收持续增长的确定性较高。

图13: 2017-2018 年公司新签订单金额恢复增长



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图14: 2019Q1 公司存货和预收账款创历史新高

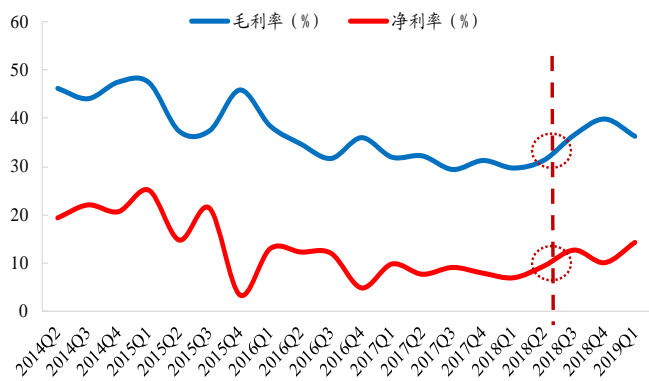


资料来源: Wind、新时代证券研究所

**2018H2 毛利率企稳回升，精益管理确保费用率控制到位。**2015-2016 年公司为了尽可能减少营收和产能利用率下滑幅度，在行业需求放缓的时候，被迫承接了一些毛利率较低的中低端产品，导致盈利水平有所下滑。绝大部分此类中低端订单已经在 2018H1 完成交付，公司单季度毛利率从 2018Q3 开始同比提升。另一方面，公司经营稳健，各项费用控制到位，在行业不景气时在集团内部大力推行信息化管理、合理调配相关资源，综合费用率自 2015 年开始持续下降。

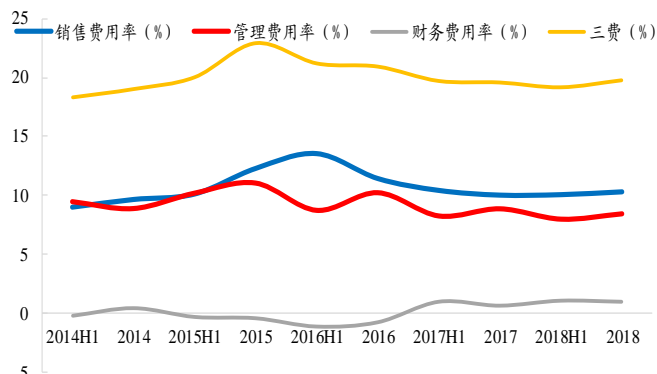
行业需求回暖、高毛利领域突破叠加产品智能化升级，公司盈利能力或持续提升。公司毛利率/净利率 2018 年回升到 34.5%/9.8%、2019Q1 回升到 36.4%/16.2%，与 2014 年的 45.2%/20.9%和 2015Q1 的 47.5%/25.0%的历史高点还有较大提升空间。我们认为公司消化完中低端订单后，随着下游行业需求回暖、核电化工等高毛利领域订单占比提升、阀门的智能化升级、维修更换市场逐步开展共同作用，产品毛利率将逐步恢复，而费用率也有望保持稳中有降的趋势，盈利水平或将持续提升。

图15: 公司毛利率/净利率自 2018Q3 开始企稳回升



资料来源: Wind、新时代证券研究所

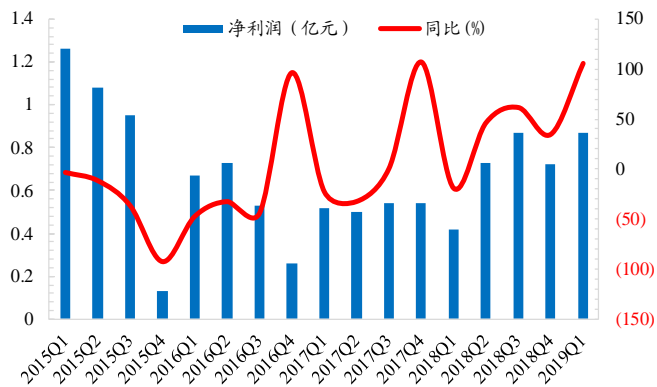
图16: 公司整体费用率自 2015 年起持续下降



资料来源: Wind、新时代证券研究所

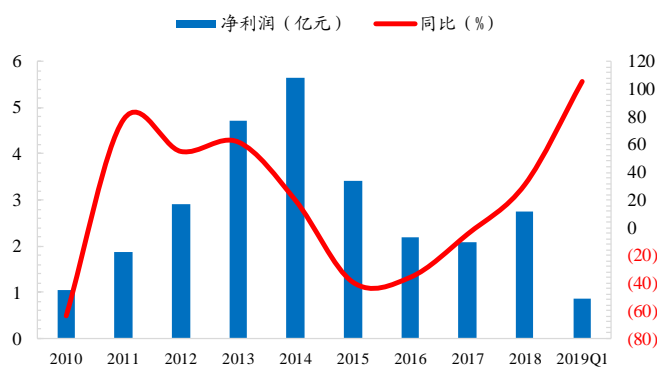
至暗时刻已过，利润拐点已现，我们认为公司业绩将进入新一轮增长周期。在经历了 2015-2017 三年的行业低迷和战略调整后，公司产品覆盖领域增加、收入结构持续优化，并且通过锻铸件厂建设、信息化系统推广、产品智能化升级等方面的努力，竞争力和行业地位得到了极大提升，业绩也从 2018Q2 开始重回上升通道，2018 年净利润增长 31%、2019Q1 净利润增长 105%。我们认为从公司中长期发展角度来看，最艰难的阶段已经过去，在行业低谷苦炼内功后的竞争优势也更加明显，未来对油气领域的倚重会持续减弱，整体将呈现多元化发展的状态，加上阀门更换维修等后市场的布局，判断公司 2019 年开始进入新一轮的增长周期。

图17: 公司单季度业绩从 2018Q2 开始拐头向上



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图18: 2019Q1 公司净利润增长 105%



资料来源: Wind、新时代证券研究所

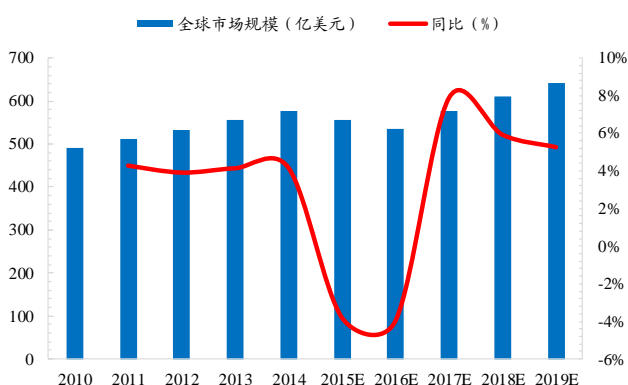


## 2、全球工业阀门具备成长属性，预计 2019 年国内占比 20%

### 2.1、预计 2019 年全球工业阀门市场 640 亿美元，80%来自更新维修

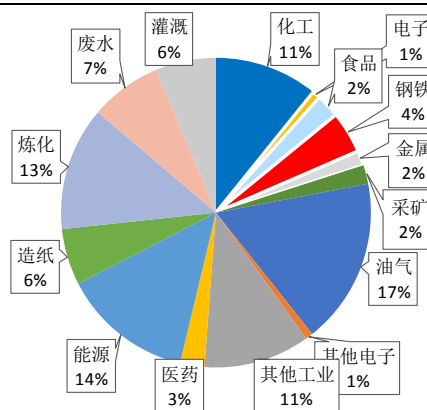
全球工业阀门应用领域广泛，2019 年约 80%来自更新市场，行业具备成长属性。根据 McIlvaine 统计数据，2014 全球工业阀门市场 578 亿美元、同比增长 4%，2015-2016 年由于全球油气、化工、能源等领域投资有所放缓导致整体阀门需求略有下滑，2017 年开始恢复增长。McIlvaine 预计 2019 年全球工业阀门市场达到 640 亿美元、其中 500 亿美元来自维修更换需求，长期来看，全球工业阀门市场规模保持平稳增长的状态，2011-2019 年市场规模复合增速约 3%。我们认为，由于 80%需求来自更新市场，行业具备稳定成长的属性，单个领域的投资周期对整个行业的景气度影响有限，预计未来 3 年仍将保持 3%-5%的复合增速。

图19: 预计 2019 年全球工业阀门市场规模 640 亿美元



资料来源: McIlvaine 预测、新时代证券研究所预测 (2015-2018)

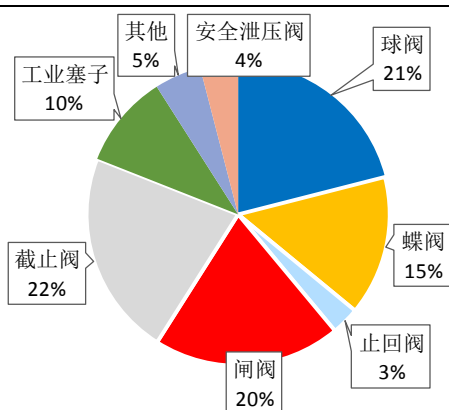
图20: 预计 2019 年全球工业阀门各下游领域占比



资料来源: McIlvaine 预测、新时代证券研究所

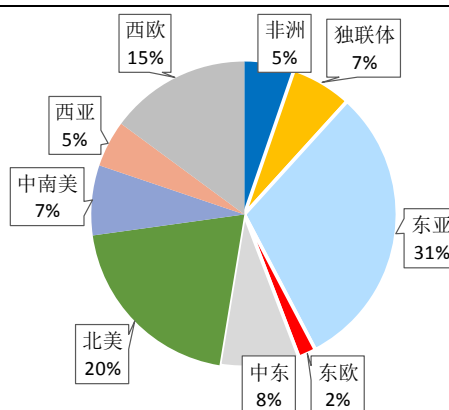
闸阀、截止阀和球阀各占 20%，东亚、欧洲和北美需求相对旺盛。按照工业阀门种类来看，闸阀、截止阀和球阀应用范围最广、适用下游领域最多，经过多年的发展，各类阀门的占比相对比较稳定。按照区域划分，工业阀门的需求与当地的经济水平、工业化进程及投资体量高度相关，东亚、欧洲（东亚+西亚+独联体）和北美需求相对旺盛，分别占全球市场的 31%、24%和 20%。

图21: 全球工业阀门分类型占比 (2014 年)



资料来源: McIlvaine、新时代证券研究所

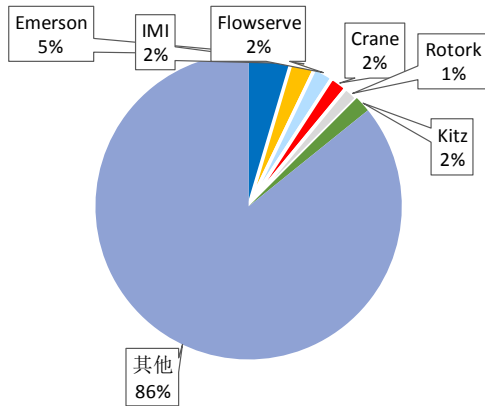
图22: 全球工业阀门各区域占比 (2014 年)



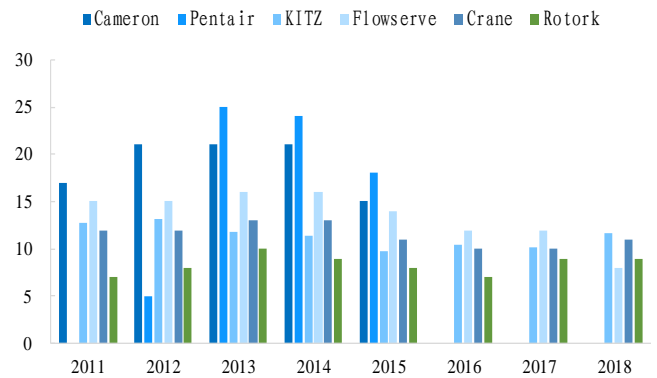
资料来源: McIlvaine、新时代证券研究所

2017 年全球工业阀门 CR6 为 14%，国际巨头迎来行业整合。由于工业阀门下游比较分散，每个领域的产品特性、质量要求、行业标准、客户结构等方面均有差异，所以整个行业集中度较低，根据 Freedonia 的数据，2017 年前六大工业阀门企业（美国 Emerson、英国 IMI、美国 Flowserve、英国 Crane、英国 Rotork、日本 KITZ）

合计市占率仅 14%。此外，2015-2017 年的低油价背景下，以石油天然气为主要业务的国际巨头频繁进行并购，以整合相关资源、削减各项成本。比如 2012 年 Pentair 以 47 亿美元收购 Tyco 阀门业务、2016 年 Emerson 以 31.5 亿美元收购 Pentair 阀门业务，2016 年斯伦贝谢 127 亿美元收购 Cameron，2016 年法国 Technip 与美国 FMC Technologies 合并等。

**图 23: 2017 年全球工业阀门竞争格局较为分散**


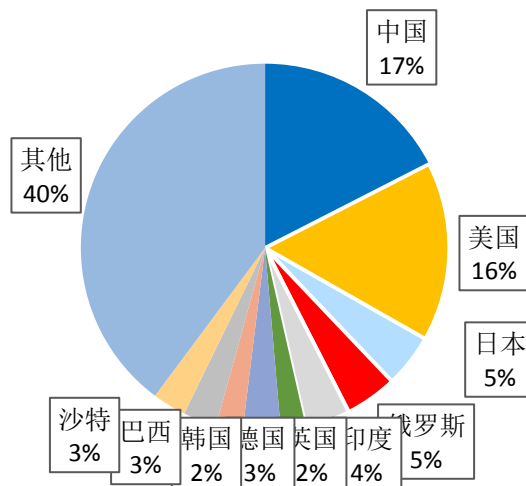
资料来源: Freedonia、新时代证券研究所(注: Emerson 包括 Fisher 和收购 Pentair, Cameron 被斯伦贝谢收购后未单独披露)

**图 24: 全球部分工业阀门公司阀门收入情况(亿美元)**


资料来源: Wind、新时代证券研究所(注: 此处为公司单独披露的阀门板块收入, 2016 年 Cameron 和 Pentair 被收购后未披露)

## 2.2、预计 2019 年国内工业阀门市场 130 亿美元，进口超过 75 亿美元

中国是全球工业阀门最大的消费国，全球占比稳步提升。2014 年全球前十大工业阀门消费国为中国、美国、日本、俄罗斯、印度、德国、巴西、沙特阿拉伯、韩国和英国，中国占全球的份额也从 2010 年的 15.6% 提升到 2014 年的 17.6%。

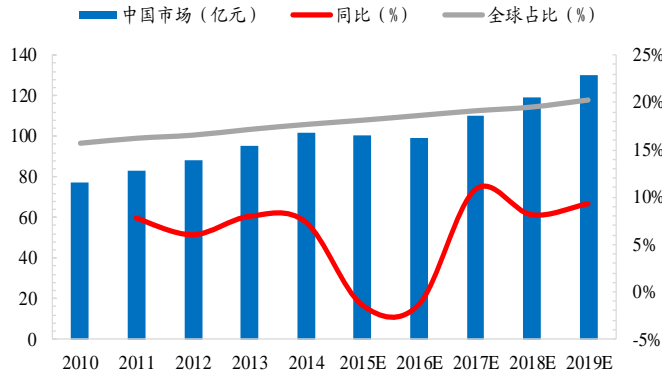
**图 25: 2014 年全球工业阀门前十大消费国合计占比约 60%**


资料来源: McIlvaine、新时代证券研究所

预计 2019 年国内工业阀门市场约 130 亿美元，进口替代空间超过 75 亿美元。根据 McIlvaine 的数据，2014 年国内工业阀门市场规模为 102 亿美元、全球占比 17.6%，并且预计 2019 年全球工业阀门市场规模约 640 亿美元。我们判断 2015-2019 年随着国内各行业发展速度和投资力度快于全球平均水平，国内工业阀门市场规模占全球的比重正稳步提升（假设每年提升 0.5pct），2019 年占比将达到 20%-21%，则 2019 年国内市场规模约 128-135 亿美元。另一方面，根据海关总署数据，2014 年进口阀门金额为 64 亿美元、进口阀门金额/国内工业阀门市场规模约为 62.7%，2010 年该比例为 67.5% 且逐年下降；2018 年进口阀门金额为 73 亿美元，我们认为

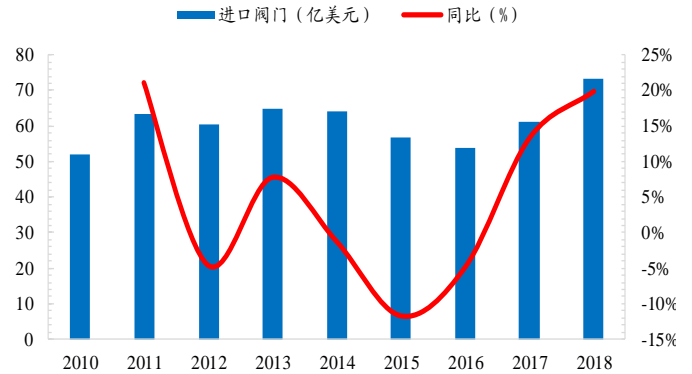
绝大部分为高端工业阀门，且 2014 年后进口替代持续推进、进口比例继续逐年下降（假设每年下降 1pct），2018 年下降到 58%-59%，则 2018 年工业阀门规模约 124-126 亿美元。综上，我们预计 2019 年国内工业阀门市场规模约 130 亿美元、同比增长 9%、其中进口超过 75 亿美元。

图26: 预计 2019 年中国工业阀门市场规模 130 亿美元



资料来源: McIlvaine、新时代证券研究所预测

图27: 2018 年中国进口阀门金额达到 73 亿美元



资料来源: 海关总署、新时代证券研究所

国内阀门行业加速洗牌，大型阀门制造商未来或将脱颖而出。2015 年以来，由于油气、化工、电力等下游需求增速有所放缓，加上环保督查、供给侧改革等因素叠加，国内阀门产业正加速经历淘汰和整合，2015 到 2018 年，国内阀门总产值从 2500 亿元下滑到 2000 亿元、阀门企业数量从 1800 家减少到 1700 家。经营欠规范、核心竞争力较低的小微企业逐步退出市场，而国内大型阀门企业的市占率反而稳中有升。另一方面，国内阀门企业体量对标国际巨头仍有较大提升空间（仅纽威营收超过 20 亿元，约 7-8 家在 10-20 亿元），我们认为随着下游市场的回暖和企业国际竞争力的提升，未来以纽威为代表的国内龙头市占率将会继续提升，有望诞生全球中高端工业阀门领军企业。

表1: 国内部分工业阀门生产企业 2018 年营收及市占率情况

| 公司名称 | 所在城市 | 2018 年营收 (亿元) | 国内市占率 |
|------|------|---------------|-------|
| 纽威股份 | 江苏苏州 | 27.8          | 3.20% |
| 中核科技 | 江苏苏州 | 12.2          | 1.40% |
| 道森股份 | 江苏苏州 | 11.7          | 1.35% |
| 江苏神通 | 江苏启东 | 10.9          | 1.25% |
| 永和智控 | 浙江台州 | 6.4           | 0.73% |
| 浙江力诺 | 浙江温州 | 4.6           | 0.53% |
| 铜都阀门 | 安徽铜陵 | 4.1           | 0.47% |
| 智能自控 | 江苏无锡 | 3.8           | 0.44% |
| 永盛科技 | 浙江杭州 | 3.0           | 0.34% |
| 中德科技 | 浙江湖州 | 2.4           | 0.28% |

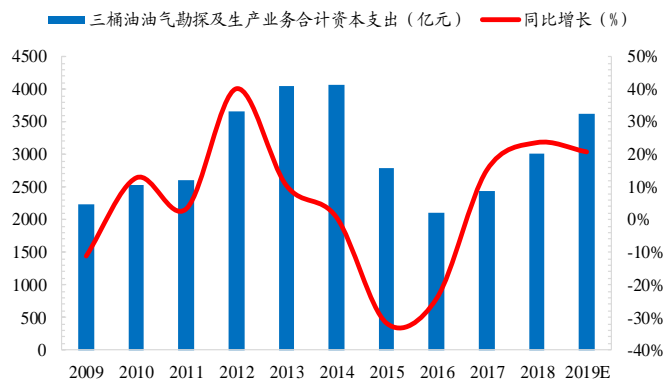
资料来源: Wind、新时代证券研究所（注 1: 远大阀门、通海流体、苏盐阀门、北京阀门 2014 年收入突破 10 亿元，2015 年后没有详细披露）

### 2.3、2019 年三桶油勘探资本支出增长 21%，电力环保等领域值得期待

预计 2019 年国内“三桶油”用于油气勘探及生产资本性支出合计增长 21%，中石油&中石化用于炼化资本性支出合计增长 43%。国内油气领域的投资计划，不仅跟油价高低和企业盈利水平相关，跟国家能源结构、政策规划、发展阶段等因素也有较大关系，中石油、中石化、中海油作为行业绝对对龙头，资本支出的完成情况

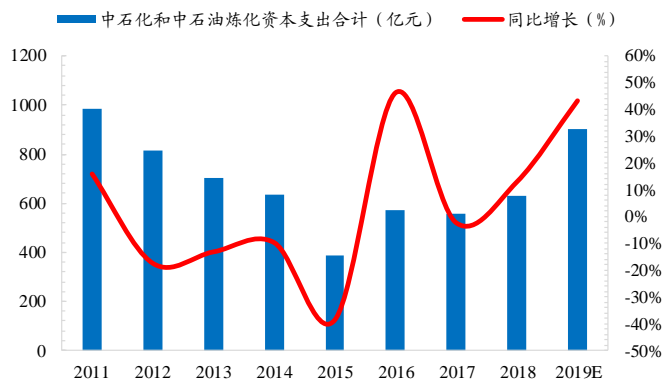
和计划能够较大幅度地反映出整个行业投资力度的趋势。“三桶油”用于油气勘探及生产的资本支出从2017年开始回升，2018年保持24%的增长，2019年计划完成3628亿元、同比增长21%；中石油和中石化用于炼化资本支出2018年企稳回升，2019年计划完成900亿元、同比增长43%。

图28: 三桶油计划2019年勘探生产资本支出增长21%



资料来源: Wind、新时代证券研究所、三桶油年报预测

图29: 中石油&中石化计划2019年炼化支出增长43%



资料来源: Wind、新时代证券研究所、中石油&中石化年报预测

大炼化时代开启，大型项目对阀门供应商资质要求提高，利好龙头企业。为解决国内炼化产业集约化、规模化、一体化水平偏低，高端石化产品发展滞后，供给存在结构性短缺等问题，2015年国家发改委提出了发展七大石化产业基地的规划，包括大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷。2018年底，恒力石化建设完成的2000万吨/年炼化一体化项目于大连长兴岛正式投料开车，宣告着中国首个大型民营炼化项目加快进入项目调试运行与投产倒计时阶段。我们认为大炼化时代的到来，不仅保证了未来行业投资的需求，同时大型化、一体化项目将对阀门性能、环保、安全性提出更高的要求，将利好产品种类齐全、服务质量好、全套方案解决能力强的龙头企业。

图30: 国家未来重点发展的七大石化产业基地



资料来源: 国家发改委、新时代证券研究所

图31: 七大炼化项目部分代表项目

| 序号 | 基地         | 代表项目                                                                                                                    |
|----|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 大连长兴岛(西中岛) | 中石油炼化一体化项目:项目一期工程为1500万吨/年炼油装置及相应的化工装置,并在2018年1月中俄签署的对华新增俄油到位后正式投产;二期将再利用3-4年时间建成第二套炼油装置,到2022年,在西中岛形成2500万吨/年或更大的炼化能力。 |
| 2  | 上海漕泾       | 中石化高桥石化漕泾炼油化工一体化项目:2000万吨/年炼油(1500万吨/年炼油工程+500万吨/年润滑油搬迁工程)、100万吨/年乙烯及其下游配套加工装置                                          |
| 3  | 广东惠州       | 中海油惠州炼化二期项目:在一期1200万吨/年炼油装置的基础上,新建1000万吨/年炼油、100万吨/年乙烯装置                                                                |
| 4  | 福建古雷       | 中国石化古雷炼化一体化项目:1600万吨/年炼油、120万吨/年乙烯及下游27套化工装置                                                                            |
| 5  | 河北曹妃甸      | 中石化曹妃甸千万吨级炼油项目                                                                                                          |
| 6  | 江苏连云港      | 中石化连云港炼化一体化项目:分二期建设总规模为3200万吨/年炼化一体化工程,其中一期项目为中国石化连云港炼化一体化一期工程,包括1200万吨/年炼油,二期再扩大2000万吨/年炼油能力                           |
| 7  | 浙江宁波       | 中石化镇海炼化一体化项目:年产1500万吨炼油、120万吨乙烯扩建工程                                                                                     |

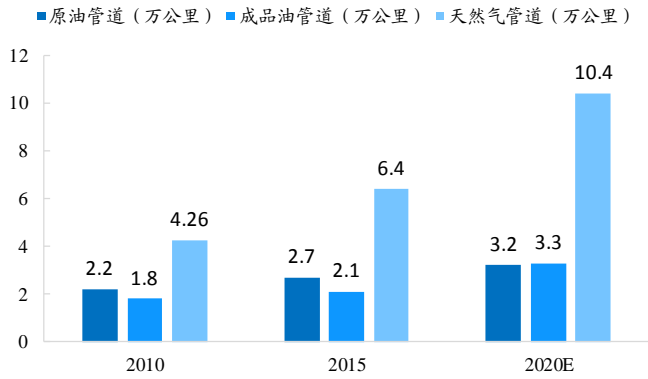
资料来源: 化工网、新时代证券研究所

运输管道建设高景气将维持，预计2019-2020年原油和天然气管线将加大投入。根据石油和天然气“十三五”规划，2016-2020年，我国计划建成原油管道约5000公里，与“十二五”期间持平；新建成品油管道1.2万公里，较“十二五”期间增长3倍；新建天然气主干及配套管道4万公里，较“十二五”期间增长87%。参考2018年底中石油的油气管道长度和2016-2018年建成的长度，我们判断2019-2020年原油和天然气管道的建设将提速，投资力度将加大，相关阀门的需求将显著提升。

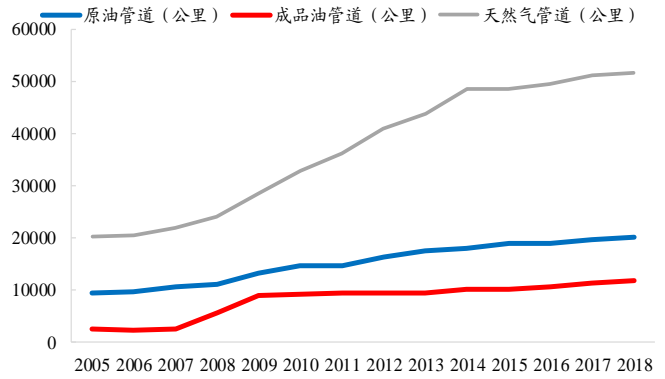
图32: “十三五”国内油气管道建设目标

图33: 2018年中石油油气管道长度完成情况





资料来源:《石油发展十三五规划》、新时代证券研究所

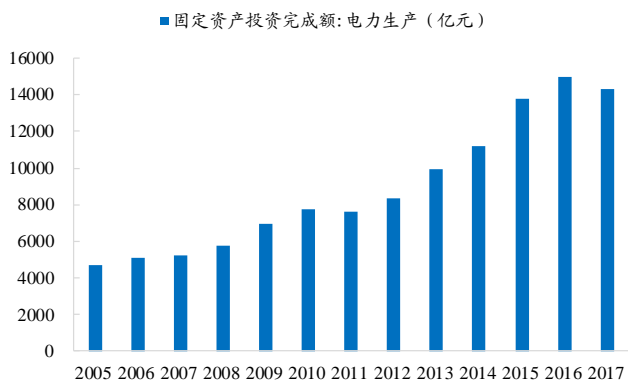


资料来源:中石油年报、新时代证券研究所

**国内电力行业多元化发展带来阀门需求新动力。**电力行业作为我国国民经济的基础性支柱行业,在我国经济持续稳定发展的前提下,工业化进程的推进必然产生日益增长的电力需求,《电力发展“十三五”规划》中预期,2020年全社会用电量6.8-7.2万亿千瓦时,年均增长3.6%-4.8%,全国发电装机容量20亿千瓦,年均增长5.5%。此外,随着核电、风电、光伏等多种发电方式的发展,新技术、新领域对阀门综合性能的要求将会越来越高,也将成为行业需求持续增长的新动力。

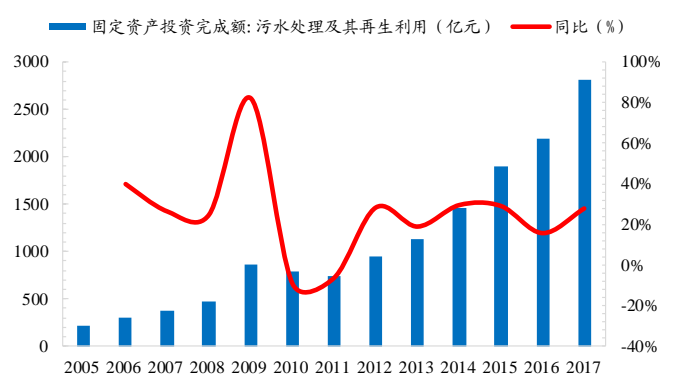
**国内污水处理能力亟待提升,投资持续增加提升阀门需求。**2018年国务院发布了《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》,特别指出着力打好碧水保卫战。在国内污水排放总量持续增加的背景下,各城市、县城的污水处理厂的数量及年污水处理量有所增加,但依然无法满足污水排放量需求。污水处理能力的增加迫在眉睫,相应的固定资产投资需求也会持续增加,2014-2017年国内污水处理固定资产投资完成额复合增长率达到24%。我们认为未来国家会继续加大污水处理的投资力度,水流域治理带来的阀门市场空间将更为广阔。

图34: 国内用于电力生产的固定资产投资维持高位



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图35: 2014-2017年污水治理固投复合增速为24%



资料来源: Wind、新时代证券研究所

### 3、新领域&智能化升级&后市场发力助公司进入成长新轨道

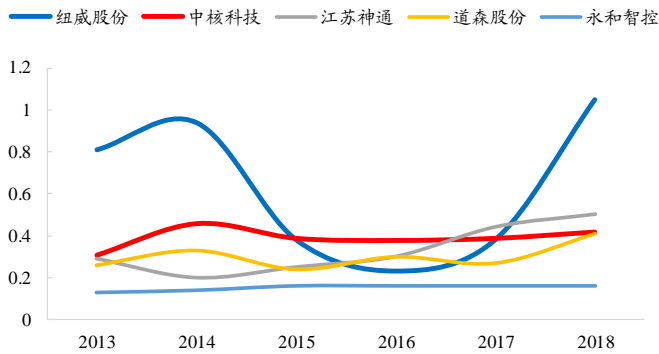
#### 3.1、深耕多年形成资质、营销等多重壁垒,新领域突破具备坚实基础

公司深耕工业阀门多年,在研发生产能力、各类资质认证、大客户合格供应商资格获取及已有项目经验、营销网络建设、原材料垂直整合等方面均建立了较深的护城河,为后续在新领域、新客户、新产品等方面的拓展奠定了坚实基础。

研发能力突出,已建立世界级研发中心,人才队伍持续优化。公司产品定位中

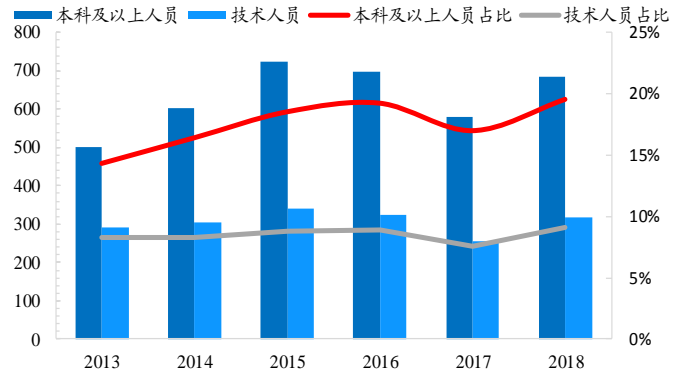
高端，多年来致力于阀门产品技术的自主创新和发展，引入先进的模拟仿真技术和研发设计管理系统，并已建成世界级的阀门材料实验室和工程实验室，配置了世界一流的实验设备，研发一系列高科技阀门产品。在 2015-2017 年面临较大经营压力时，保持较高金额的技术研发和人才队伍建设的投入，目前已建立超过 300 人的研发团队，拥有 60 项专利技术，为产品的升级换代提供较强的技术保障。

图36: 公司研发投入显著高于国内同行(单位: 亿元)



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图37: 公司技术人员&高学历员工占比逐步提升



资料来源: Wind、新时代证券研究所

**制造工艺品质过硬, 取得多项权威认证, 是进入大客户合格供应商清单的必要条件。**公司生产能力突出, 产品质量过硬, 阀门产品在逸散性(低泄漏)控制、高温高压、防火、超低温、耐腐蚀、抗硫性能方面取得了众多国际权威机构的质量认证; 核电阀门同时具备国内(民用核安全设计/制造许可证)及国际生产资质(美国 ASME N 钢印); 水下阀门于率先通过 API 6DSS 和 API 17D 认证, 领先于国内同行。各类权威认证的获取, 也为公司进入大客户的合格供应商清单奠定坚实基础。

表2: 公司取得的阀门行业国内外产品权威认证与生产资质

| 阀门行业质量认证                      | 认证类型     | 认证机构      |
|-------------------------------|----------|-----------|
| DNV ISO 9001                  | 阀门       | 挪威船级社     |
| API 6A                        | 井口设备与采油树 | 美国石油行业学会  |
| API 6D                        | 油气管道阀门   | 美国石油行业学会  |
| API 6DSS                      | 海底管道阀门   | 美国石油行业学会  |
| CE-PED                        | 压力指标     | 欧盟        |
| TA-Luft                       | 低泄露技术    | 德国        |
| LR                            | 防火技术     | 英国劳氏      |
| NORSOK                        | 耐腐蚀技术    | 挪威石油标准化组织 |
| ABS                           | 船用阀门     | 美国船级社     |
| BV                            | 船用阀门     | 法国船级社     |
| ASME N/NPT 钢印                 | 核电阀门     | 美国机械工程师协会 |
| 民用核安全设计/制造许可证(核 II 级、核 III 级) | 核电阀门     | 国家核安全局    |

资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

**公司已建立多层次的全球营销网络体系, 不断提升响应速度和服务质量。**公司已经形成了覆盖全球的多层次营销网络体系, 在北美洲、南美洲、欧洲、东南亚、中东等国家或地区直接设立销售子公司或办事处, 负责当地市场的开拓和运营; 在若干市场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, 提供更好的售后服务。

公司是国内阀门行业获得大型跨国企业集团批准最多的企业。工业阀门作为传统行业，中高端客户都是大型公司，对供应商的规模、企业信誉、产品质量、生产能力、售后服务等诸多领域都有严格考核要求，考核周期至少需要3-5年。只有考核通过后，阀门企业才能取得客户的合格供应商资格，后续才可以项目的招投标。公司与壳牌、道达尔、万华化学等多家跨国企业均是战略合作关系，也是国内获得大型跨国集团合格供应商资格最多的阀门企业。

图38: 公司已建立多层次的全球营销网络体系



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

图39: 公司已成为多家大型跨国企业的合格供应商

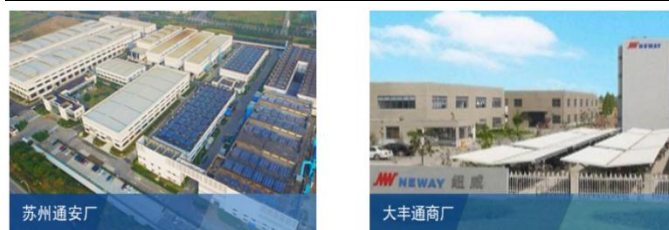


资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

多年产品安全使用业绩，积累的大客户项目经验已成为重要竞争优势。客户在选择阀门供应商的时候，对相关产品以往的安全使用业绩较为重视，特别是核电设备、油气管线等领域，出于产品质量和耐用性方面的考虑，一般对相关产品以往的安全使用业绩做明确要求，通常不会选用没有使用纪录的产品。公司在工业阀门领域经营时间较长，各种品类的产品已广泛应用在很多国际知名客户的重大项目中，随着时间积累，已经成为公司未来参与招标、承接订单的重要竞争优势。

原材料生产垂直整合利于品控提升。公司具备出色的产业链垂直整合能力，在苏州和大丰已设立3家阀门铸件厂(目前产能4.2万吨，计划2020年达到5万吨，纯内供)，可以生产各种碳钢、不锈钢、合金钢铸件，铸造技术在国内阀门铸造行业中处于领先水平；2017年公司在溧阳投资设立了锻件厂，总投资5亿元，规划产能5万吨、产值8亿元(内供外销都有)。铸件、锻件实现自主供应有利于公司从源头端严格把控产品质量和生产节奏。

图40: 公司在大丰和苏州的铸件厂已投入生产



铸造厂名称: 通安厂  
地址: 中国苏州  
建立时间: 2003  
一次扩建时间: 2008  
二次扩建时间: 2015  
占地面积: 112,500平方米  
年产量: 19,200吨/年

铸造厂名称: 通商厂  
地址: 中国大丰  
建立时间: 2004  
占地面积: 50,000平方米  
年产量: 12,000吨/年  
主要产品: 精铸件(熔模铸造)

资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

图41: 公司在溧阳投资的锻件生产基地(建设中)



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

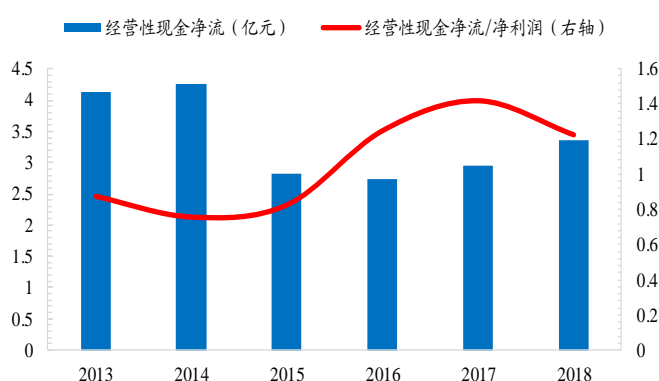
新产品拓展、多领域应用已取得突破，多点开花有望进入收获期。公司立足油气及化工阀门，不断拓展产品种类和和应用领域，已经在核级阀门、500米水下球

阀/闸阀、超低温阀门等新产品领域取得突破，迅速取得相关资质和认证，并逐步实现产业化。我们认为公司深耕阀门领域多年后形成的多重壁垒，将为后续在新领域、新客户、新产品等方面的拓展奠定坚实基础，随着项目的不断推进和时间积累，未来或将呈现多点开花的状态。

### 3.2、经营质量持续有升，智能化升级和 MRO 业务成助力中长期成长

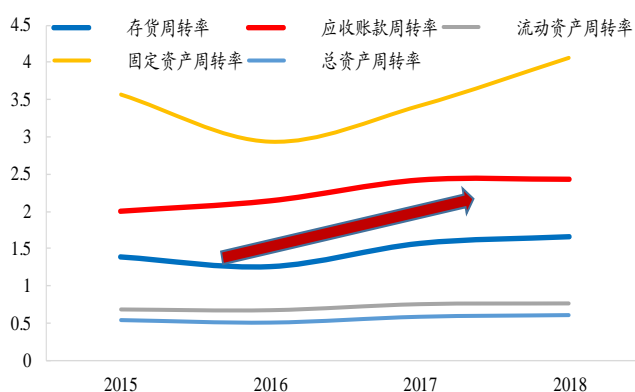
国内外高端客户深度绑定，产业链地位和经营质量持续提升。公司持续加深与壳牌、BP、恒力石化、万华化学等行业巨头战略合作，借力公司的强大研发、生产与质保能力，不仅提升了产品市占率，也逐步为客户提供价值量、利润率更高的全套阀门解决方案，在产业链中的地位也稳步提升。公司现金流常年保持健康，存货、应收账款、资产周转率等各项营运指标也逐步向好。

图42： 2016年起公司经营性现金净流/净利润高于1



资料来源：Wind、新时代证券研究所

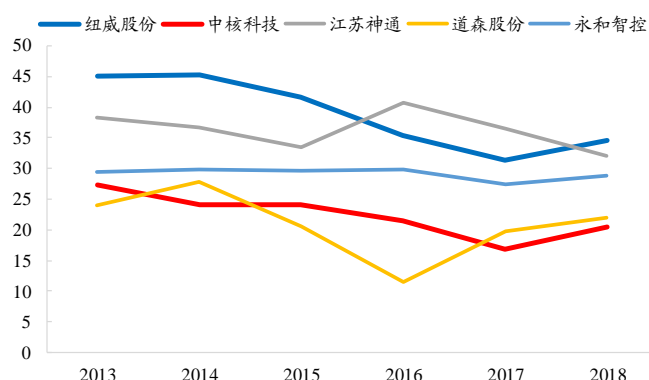
图43： 公司营运质量较高且稳中有升



资料来源：Wind、新时代证券研究所

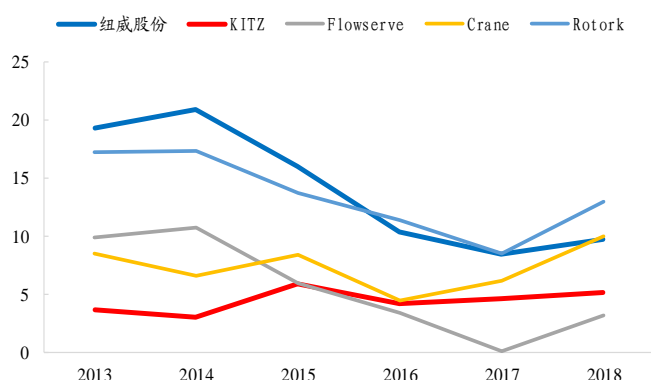
产业链地位较高，注重内部经营效率，盈利水平高于行业竞争对手。公司拥有各领域最优质的客户资源，在产业链中具有较强的议价能力，毛利率显著高于国内竞争对手（江苏神通主要产品为核电阀门，毛利率较高）。此外，公司注重内部的经营效率和信息化水平，SAP、APS、MES、CRM、PDM等制造信息系统已经覆盖全公司的生产管理，各项费用控制到位，盈利水平始终处于行业较高水平。

图44： 公司毛利率高于国内竞争对手（%）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图45： 公司净利率高于国外巨头企业（%）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

智能化升级或将持续提升公司产品单价及附加值。随着全球智能化应用普及趋势，带电动、气动或液动执行器的自动控制阀门逐渐取代传统手动阀门，在各类工程项目中的应用占比越来越大，并且单位价值量远高于传统阀门。近年来，公司智能化产品也屡有突破，2018年连续获得了多个国际项目中超亿元的自动控制阀



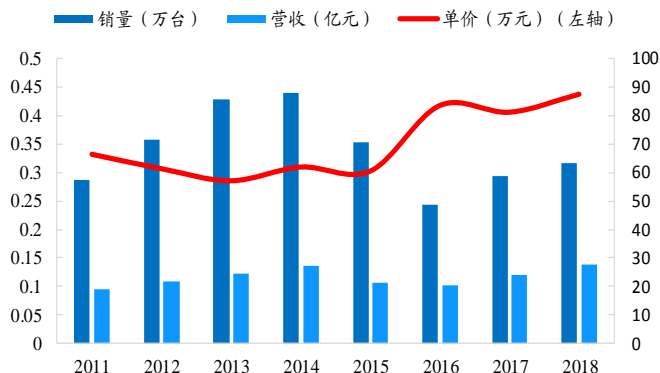
门订单，蝶阀和球阀智能化比例接近 40%，标志着公司优化产品结构、提升高端阀门占比的可持续发展战略获得阶段性的成功。随着公司智能化产品占比提升和其他高附加值领域的不断突破，公司产品的单价也从 2011-2015 年的 3 万元/台稳步提升至 2018 年的 4.3 万元/台。

图46: 公司部分带执行器的自动控制阀门产品



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

图47: 2015-2018 年公司产品单价稳步提升



资料来源: 公司年报、新时代证券研究所

**MRO 业务市场规模大，利润水平高，将为公司长期成长带来新动能。** MRO 业务主要包括阀门产品在运营过程中的维护、维修及更换业务，根据 McIlvaine 预测，2019 年全球工业阀门市场规模为 640 亿美元，其中 500 亿美元来自更换和维修。此外，MRO 客户（运营商）相比新增项目客户（EPC 承包商等），对阀门的质量性能和交货周期更比价格更敏感，所以综合毛利率和单位价值量较高。公司产品种类齐全、生产能力强、原材料自供比例高、销售网络覆盖全球，能够很好的满足 MRO 业务的需求，但 2018 年来自维修更换的收入仅占 10% 左右，目前公司已经在重点区域设立专项团队，未来将给公司长期成长带来新动能。

### 3.3、高管增持&员工持股&股票回购彰显信心，利益绑定利好长远发展

**员工持股均价 19.037 元/股，存续期延长至 2020 年 3 月。** 2015 年公司实施了第一期员工持股计划，购买数量为 472 万股，均价（除息后）为 19.037 元/股，此计划存续期已于 2019 年 3 月 11 日到期，但基于公司目前稳定增长的生产经营状况以及良好的发展前景，公司决定将此计划存续期延长 1 年至 2020 年 3 月 11 日。

**实控人&公司高管三年累计增持 2200 万元，均价约 14.3 元/股。** 实际控制人及高管在 2015 年 7 月-2018 年 9 月期间多次增持，合计增持约 160 万股，总金额超过 2200 万元，均价约为 14.3 元/股。此外，控股股东 2017 年 1 月 IPO 限售股解禁，自愿延长 1 年至 2018 年 1 月，到期后从未减持过，也彰显出对公司未来的信心。

**公司拟回购 0.8-2 亿元（实际完成 8500 万元），均价为 11.89 元/股。** 2018 年 12 月，公司发布回购计划，拟使用 0.8-2 亿元的自筹资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购价格不超过人民币 15 元/股。截止 2019 年 6 月 5 日，公司已用 8500 万元完成回购 715 万股，均价为 11.89 元/股。

我们认为，公司实控人自上市之后从未减持，并且在 2015-2018 年持续增持，彰显对公司未来发展的信心。另一发面，高管和核心骨干通过增持和员工持股，与公司的利益进行深度绑定，利好长远发展。

## 4、盈利预测与投资评级

### 4.1、预计 2019-2021 年公司营业收入复合增速约 19%

考虑到公司销售到各区域的产品为 10 大种类的阀门及配套件(管件、零件等),并且下游较为分散,故此处将按照**国内市场**和**国外市场**进行拆分和预测。

**国内市场:**综合考虑到公司 2018 年新签订单增长情况、三桶油 2019 年资本支出计划、未来七大炼化基地建设持续推进以及电力环保等行业的拓展,预计 2019-2021 年营收增长 35%/28%/22%;由于未来新项目大型化、一体化的趋势,对产品性能和服务能力要求提升,加上公司 2018 年已经消化完低质量的订单,预计产品毛利率将会稳步提升,预计 2019-2021 年毛利率为 41%/42%/43%。

**国外市场:**公司深耕国外市场多年,随着项目经验的积累,对于新行业、新区域、新客户、新产品种类的拓展将会持续推进,智能化产品的大力发展也将提升整体毛利率;此外,公司 2018 年已经在成熟市场专门成立 MRO 团队,未来阀门更换维修业务将打开新的成长空间,预计 2019-2021 年营收增长 7%/12%/16%,毛利率逐步提升为 32%/33%/34%。

表3: 公司 2019-2021 年国内外收入及毛利率预测(单位:百万元)

|             | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>国内市场</b> |              |              |              |              |              |
| 营业收入        | 588          | 1087         | 1467         | 1878         | 2291         |
| YOY         | 15.1%        | 84.9%        | 35.0%        | 28.0%        | 22.0%        |
| 毛利率         | 38.8%        | 39.5%        | 41.0%        | 42.0%        | 43.0%        |
| <b>国外市场</b> |              |              |              |              |              |
| 营业收入        | 1797         | 1680         | 1797         | 2013         | 2335         |
| YOY         | 24.1%        | -6.5%        | 7.0%         | 12.0%        | 16.0%        |
| 毛利率         | 28.9%        | 31.3%        | 32.0%        | 33.0%        | 34.0%        |
| <b>合计</b>   |              |              |              |              |              |
| 营业总收入       | <b>2385</b>  | <b>2767</b>  | <b>3264</b>  | <b>3891</b>  | <b>4626</b>  |
| YOY         | <b>21.7%</b> | <b>16.0%</b> | <b>18.0%</b> | <b>19.2%</b> | <b>18.9%</b> |
| 综合毛利率       | <b>31.3%</b> | <b>34.5%</b> | <b>36.0%</b> | <b>37.3%</b> | <b>38.5%</b> |

资料来源: Wind、公司年报、新时代证券研究所预测

### 4.2、新一轮成长周期开启,首次覆盖给予“推荐”评级

**未来三年净利润符合增速约 34%。**基于我们对公司营业收入和毛利率的预测,以及各项费用控制能力稳中有升的假设,预计公司 2019-2021 年净利润为 3.79、5.07、6.60 亿元,同比增长 38%、34%、30%。我们认为公司作为国内工业阀门领域的龙头,在行业低谷时苦练内功,竞争力进一步提升,2018 年和 2019Q1 新签订单、存货、预收账款、利润率等数据均表明业绩拐点已经出现,随着未来油气领域的回暖和各其他领域的突破,看好公司开启新一轮的成长周期。同时,考虑到公司高管增持、员工持股及回购的价格,当前股价具备一定安全边际。

**综上,首次覆盖给予“推荐”评级。**

## 5、风险提示

### 5.1、原材料价格大幅上涨

公司成本构成中 85% 来自原材料，而工业阀门作为传统工业零部件行业，在整个产业中的议价能力较弱，比较难将成本端的压力转嫁到客户端，如果原材料价格大幅上涨，可能将影响公司部分产品的毛利率，进而影响盈利水平。

### 5.2、中美贸易关系不确定性增加

北美市场是公司重要的市场之一（2018 年收入占比约 24%），中美贸易关系如果持续恶化，贸易往来减弱将影响公司向北美销售工业阀门的大环境，此外公司产品有可能会被增加关税从而影响北美区域毛利率。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)     |             |             |             |             |             | 利润表(百万元)        |             |             |             |             |             |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                | 2017A       | 2018A       | 2019E       | 2020E       | 2021E       |                 | 2017A       | 2018A       | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
| <b>流动资产</b>    | <b>3269</b> | <b>3922</b> | <b>5923</b> | <b>7105</b> | <b>8199</b> | <b>营业收入</b>     | <b>2395</b> | <b>2781</b> | <b>3264</b> | <b>3891</b> | <b>4626</b> |
| 现金             | 212         | 453         | 2089        | 2510        | 3007        | 营业成本            | 1645        | 1821        | 2088        | 2438        | 2847        |
| 应收票据及应收账款合计    | 1091        | 1389        | 1592        | 2145        | 2548        | 营业税金及附加         | 29          | 30          | 35          | 42          | 51          |
| 其他应收款          | 81          | 33          | 98          | 43          | 111         | 营业费用            | 239         | 286         | 326         | 381         | 453         |
| 预付账款           | 55          | 30          | 67          | 47          | 85          | 管理费用            | 213         | 131         | 144         | 167         | 194         |
| 存货             | 1003        | 1200        | 1256        | 1530        | 1599        | 研发费用            | 0           | 105         | 127         | 152         | 185         |
| 其他流动资产         | 827         | 817         | 820         | 830         | 850         | 财务费用            | 16          | 28          | 42          | 54          | 46          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>958</b>  | <b>1056</b> | <b>1125</b> | <b>1250</b> | <b>1383</b> | 资产减值损失          | 30          | 59          | 62          | 70          | 79          |
| 长期投资           | 2           | 16          | 18          | 21          | 29          | 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 685         | 684         | 762         | 875         | 996         | 其他收益            | 11          | 8           | 3           | 8           | 10          |
| 无形资产           | 115         | 124         | 122         | 121         | 115         | 投资净收益           | 26          | 12          | 18          | 27          | 28          |
| 其他非流动资产        | 155         | 232         | 222         | 234         | 243         | <b>营业利润</b>     | <b>257</b>  | <b>342</b>  | <b>461</b>  | <b>621</b>  | <b>809</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>4226</b> | <b>4978</b> | <b>7048</b> | <b>8355</b> | <b>9582</b> | 营业外收入           | 3           | 3           | 8           | 9           | 10          |
| <b>流动负债</b>    | <b>1553</b> | <b>2135</b> | <b>3554</b> | <b>4091</b> | <b>4491</b> | 营业外支出           | 2           | 5           | 3           | 4           | 4           |
| 短期借款           | 496         | 670         | 2087        | 2235        | 2465        | <b>利润总额</b>     | <b>258</b>  | <b>340</b>  | <b>466</b>  | <b>626</b>  | <b>815</b>  |
| 应付票据及应付账款合计    | 685         | 1030        | 958         | 1277        | 1333        | 所得税             | 55          | 69          | 91          | 125         | 165         |
| 其他流动负债         | 372         | 435         | 510         | 579         | 694         | <b>净利润</b>      | <b>203</b>  | <b>272</b>  | <b>375</b>  | <b>502</b>  | <b>650</b>  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>71</b>   | <b>69</b>   | <b>69</b>   | <b>69</b>   | <b>69</b>   | 少数股东损益          | -7          | -3          | -4          | -5          | -10         |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>209</b>  | <b>274</b>  | <b>379</b>  | <b>507</b>  | <b>660</b>  |
| 其他非流动负债        | 71          | 69          | 69          | 69          | 69          | EBITDA          | 377         | 454         | 592         | 785         | 993         |
| <b>负债合计</b>    | <b>1625</b> | <b>2205</b> | <b>3623</b> | <b>4160</b> | <b>4560</b> | EPS(元)          | 0.28        | 0.37        | 0.51        | 0.68        | 0.88        |
| 少数股东权益         | 43          | 40          | 36          | 31          | 22          |                 |             |             |             |             |             |
| 股本             | 750         | 750         | 750         | 750         | 750         |                 |             |             |             |             |             |
| 资本公积           | 802         | 806         | 806         | 806         | 806         |                 |             |             |             |             |             |
| 留存收益           | 1005        | 1159        | 1320        | 1531        | 1804        |                 |             |             |             |             |             |
| 归属母公司股东权益      | 2559        | 2733        | 3388        | 4164        | 5000        |                 |             |             |             |             |             |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>4226</b> | <b>4978</b> | <b>7048</b> | <b>8355</b> | <b>9582</b> |                 |             |             |             |             |             |

| 现金流量表(百万元)     |             |             |             |             |             |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                | 2017A       | 2018A       | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>296</b>  | <b>335</b>  | <b>430</b>  | <b>526</b>  | <b>660</b>  |
| 净利润            | 203         | 272         | 375         | 502         | 650         |
| 折旧摊销           | 95          | 87          | 80          | 97          | 118         |
| 财务费用           | 16          | 28          | 42          | 54          | 46          |
| 投资损失           | -26         | -12         | -18         | -27         | -28         |
| 营运资金变动         | -36         | -39         | -57         | -97         | -123        |
| 其他经营现金流        | 43          | -1          | 8           | -3          | -2          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-325</b> | <b>-114</b> | <b>-139</b> | <b>-192</b> | <b>-220</b> |
| 资本支出           | 55          | 141         | 74          | 113         | 118         |
| 长期投资           | -298        | -14         | -2          | 0           | -8          |
| 其他投资现金流        | -568        | 12          | -67         | -80         | -110        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-63</b>  | <b>35</b>   | <b>-113</b> | <b>-142</b> | <b>-53</b>  |
| 短期借款           | 71          | 174         | 60          | 40          | 120         |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 4           | 4           | 0           | 0           | 0           |
| 其他筹资现金流        | -138        | -143        | -172        | -182        | -173        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-97</b>  | <b>239</b>  | <b>279</b>  | <b>313</b>  | <b>387</b>  |

| 主要财务比率         |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 17.1  | 16.1  | 17.4  | 19.2  | 18.9  |
| 营业利润(%)        | 6.0   | 33.2  | 34.9  | 34.7  | 30.3  |
| 归属于母公司净利润(%)   | -4.7  | 31.0  | 38.2  | 33.7  | 30.3  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 31.3  | 34.5  | 36.0  | 37.3  | 38.5  |
| 净利率(%)         | 8.7   | 9.9   | 11.6  | 13.0  | 14.3  |
| ROE(%)         | 7.8   | 9.8   | 14.2  | 16.6  | 18.4  |
| ROIC(%)        | 7.6   | 10.0  | 16.0  | 20.6  | 23.8  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 38.4  | 44.3  | 51.4  | 49.8  | 47.6  |
| 净负债比率(%)       | 13.6  | 10.2  | 2.4   | -6.9  | -13.4 |
| 流动比率           | 2.1   | 1.8   | 1.7   | 1.7   | 1.8   |
| 速动比率           | 0.9   | 0.9   | 1.1   | 1.1   | 1.3   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率        | 2.3   | 2.2   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 应付账款周转率        | 2.4   | 2.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.28  | 0.37  | 0.51  | 0.68  | 0.88  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -0.01 | 0.49  | 0.57  | 0.70  | 0.88  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.41  | 3.64  | 3.48  | 3.98  | 4.69  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 44.8  | 34.2  | 24.7  | 18.5  | 14.2  |
| P/B            | 3.7   | 3.4   | 3.6   | 3.1   | 2.7   |
| EV/EBITDA      | 25.9  | 21.4  | 16.0  | 11.7  | 9.0   |



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**郭泰**，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

**何宇超**，机械行业分析师，北京航空航天大学工学学士，同济大学MBA，5年国产大飞机研制经历，2年机械行业研究经验，曾先后就职于中国商飞、光大证券，2018年1月进入新时代证券研究所。

**陈皓**，机械行业分析师，清华大学工学学士及硕士，2年机械行业研究经验，2018年3月进入新时代证券研究所，2017年卖方分析师水晶球奖机械行业第6名团队成员。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

|    |                                              |
|----|----------------------------------------------|
| 北京 | <b>郝颖 销售总监</b>                               |
|    | 固话：010-69004649<br>邮箱：haoying1@xsdzq.cn      |
| 上海 | <b>吕筱琪 销售总监</b>                              |
|    | 固话：021-68865595 转 258<br>邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn |
| 广深 | <b>吴林蔓 销售总监</b>                              |
|    | 固话：0755-82291898<br>邮箱：wulinman@xsdzq.cn     |

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>