

工业阀门龙头，国产替代助力腾飞 买入（首次）

2020年05月22日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,057	3,457	3,977	4,658
同比（%）	9.9%	13.1%	15.0%	17.1%
归母净利润（百万元）	455	555	696	868
同比（%）	66.2%	21.8%	25.6%	24.6%
每股收益（元/股）	0.61	0.74	0.93	1.16
P/E（倍）	22.03	18.10	14.41	11.56

投资要点

■ 纽威股份：国内最大的工业阀门制造商和出口商

纽威股份主营阀门的设计、制造与销售，产品覆盖闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、API6A 阀、水下阀、安全阀和核电阀十大系列，具备为油气、化工、电力等行业提供基本覆盖全行业系列产品组合的能力，产品广泛应用于海内外项目。2017 年伴随下游复苏，公司收入稳步增长，2019 年公司营业收入创历史新高 30.57 亿元/+9.9%，归母净利润达 4.55 亿元/+66.2%，其中海外业务收入占主营业务收入比重达 55.6%。

■ 中高端阀门进口替代提速，大炼化扩产助力行业增长

中国是工业阀门最大消费国，2019 年国内市场规模约 128-135 亿美元，全球占比达到 20%-21%，预计未来三年市场规模增速仍能优于全球，保持 5-7% 的增长。目前，国内一半以上阀门需求仍依赖进口，纽威股份作为国内工业阀门龙头，市占率仅 1.5%，中高端阀门领域国产替代空间广阔。

国内阀门下游需求结构中，石化、能源电力和油气采输合计占比达 60.5%。从目前在建的炼化一体化项目来看，2020-2023 年国内炼化扩产将持续景气，目前在建炼油产能超 2 亿吨/年，乙烯产能超 2000 万吨/年，总投资额超 1 万亿元。根据我们的测算，17-19 年炼化领域阀门新增需求约 115 亿元，而 20-23 年炼化领域阀门新增需求将达 272 亿元。其中，恒力石化、盛虹炼化等民营炼化企业扩产主力，2019 年民营炼化企业炼油能力占比同比提升 5pct。民营企业对于产品性价比更为敏感，国内兼具技术与成本优势的阀门龙头将充分受益。

■ 多年深耕形成资质、技术深厚积淀，大客户战略获份额提升

客户方面，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，产品质量获得 SHELL、BP 等国际巨头认可。研发方面，公司是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，近年来快速获得超低温三偏心蝶阀、水下闸阀、球阀等产品资格认证，产品向国际领先水平靠拢，中高端占比不断提升。先进技术水平+国际客户认可展现了公司在中高端阀门领域的国产替代能力。

同时，公司积极推进大客户战略，提升恒力石化、万华化学等大客户采购占比，收获了优于下游行业的增速。阀门产品属性为工业易耗品，大客户后续更换和维保需求也将有力支撑公司业绩。

■ **盈利预测与投资评级：**公司产品技术与质量得到众多国际巨头认可，有望充分受益工业阀门进口替代提速；大炼化、管网、核电等下游景气延续，公司积极推进大客户战略提升市占率，业绩有望持续增长。预计 20-22 年公司实现归母净利润 5.55/6.96/8.68 亿元，同比增长 21.8%/25.6%/24.6%，对应 PE 分别为 18.1X/14.4X/11.6X，对比可比公司显著低估，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情持续和中美贸易战加剧导致出口收入下滑；民营炼化项目进展不及预期；大股东减持风险

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

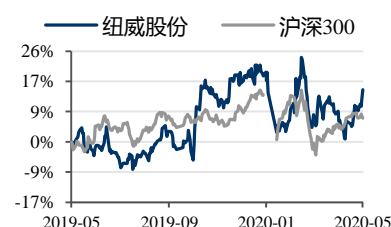
执业证号：S0600515110002
021-60199784

zhouers@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.38
一年最低/最高价	10.64/14.60
市净率(倍)	3.67
流通 A 股市值(百万元)	10035.00

基础数据

每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	45.27
总股本(百万股)	750.00
流通 A 股(百万股)	750.00

相关研究

内容目录

1. 纽威股份：国内最大的工业阀门制造商和出口商	5
1.1. 2017 年起公司业绩明显回暖，净利润大幅度改善	8
1.2. 结构优化+原材料垂直整合稳步提升盈利能力，控费能力稳步加强	9
2. 中高端阀门进口替代提速，大炼化扩产助力行业增长	12
2.1. 中国为工业阀门最大消费国，半数以上阀门仍依赖进口	12
2.2. 国内油气主要受政策驱动，管网公司成立将加快管网建设进程	15
2.3. 炼化扩产景气度延续，民营占比提升利好国内阀门龙头	20
2.4. 核电重启带来高端阀门市场增长机遇	23
3. 多年深耕形成资质、技术深厚积淀，大客户战略获份额提升	26
3.1. 产品广受国外巨头认可，深耕国内大客户推进份额提升	26
3.2. 多年深耕形成资质深厚积淀，中高端产品研发不断获得突破	28
4. 盈利预测与估值	31
4.1. 核心假设与盈利预测	31
4.2. 公司估值	32
5. 风险提示	33

图表目录

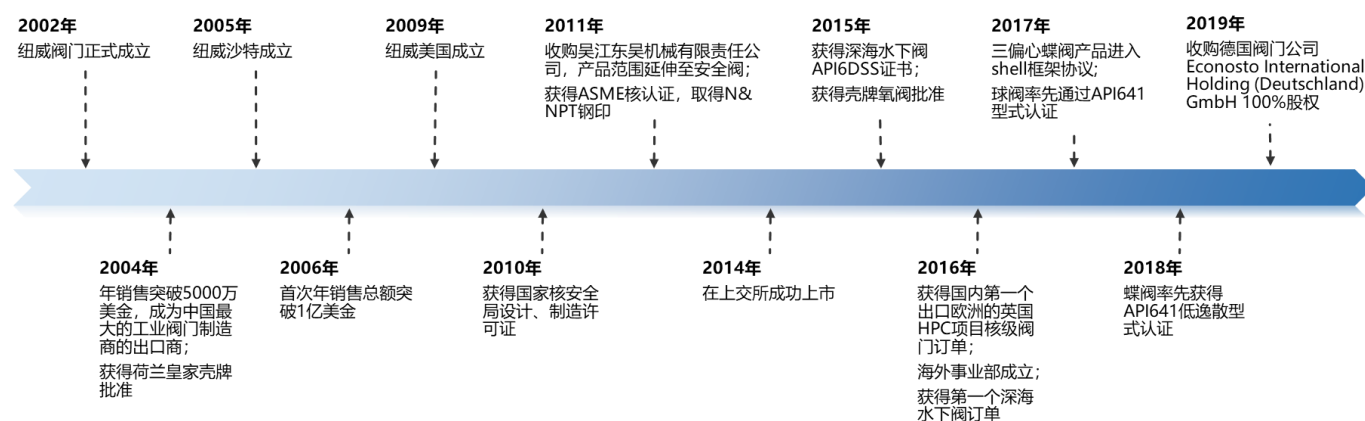
图 1: 纽威股份自 2004 年后便成为中国最大的工业阀门制造商和出口商	5
图 2: 纽威股份股权集中, 旗下拥有 7 家制造子公司 (截至 2020Q1)	5
图 3: 2017 年起公司营收迈入复苏通道	8
图 4: 2017 年起公司归母净利润开始大幅度改善	8
图 5: 2018 年, 海外业务贡献公司 61% 收入	9
图 6: 2019 年, 阀门产品贡献公司 94% 收入	9
图 7: 2017 年起公司盈利能力开始回升	9
图 8: 控费能力良好, 期间费用率整体下行	9
图 9: 国内业务毛利率高于海外业务	10
图 10: 海外业务为主, 17 年起国内收入占比持续提升	10
图 11: 2012 年公司国内订单分布情况	11
图 12: 2012 年公司国际订单分布情况	11
图 13: 16 年以来废钢价格出现回升	11
图 14: 16 年以来镍价格出现回升	11
图 15: 2019 年全球工业阀门市场规模约为 640 亿元	12
图 16: 亚洲市场 2011-2017 年收入增长率居全球首位	12
图 17: 预计 2019 年中国工业阀门市场占全球 20-21%	13
图 18: 纽威股份为我国工业阀门龙头, 市占率仍较低	13
图 19: 近年来阀门进口数量和金额增长放缓	15
图 20: 油气炼油、电力和化工是全球阀门市场重要下游	15
图 21: 化工、能源、油气占据国内 61% 阀门市场需求	15
图 22: 2020 年“三桶油”资本支出短期下挫不改油气行业长期向好	16
图 23: 国内原油、天然气自给化率不断降低	17
图 24: 中石化勘探与开发板块资本开支情况 (亿元)	17
图 25: 中石油勘探与生产板块资本开支情况 (亿元)	17
图 26: 中海油勘探板块资本开支情况 (亿元)	17
图 27: 近年来我国天然气消费量增速加快	18
图 28: 近年来我国油气管道里程趋缓	18
图 29: 全球炼油厂日均产能平稳增长	21
图 30: 中国炼油厂日均产能快速提升 (单位: 百万桶)	21
图 31: 2019 年国内原油加工量快速上涨	21
图 32: 2019 年民营炼化企业炼油能力占比提升 5pct	21
图 33: 全球乙烯产能平稳增长	22
图 34: 我国乙烯产能增速远高于全球	22
图 35: 预计 2020 年我国核电机组装机容量 5800 万千瓦	24
图 36: 预计 2020 年我国核电在建容量 3000 万千瓦	24
图 37: 2005-2019 年核电设备核准与开工台数 (台)	24
图 38: 公司营销网络遍布全球	27
图 39: 2017 年以来国内阀门行业景气度提升	28
图 40: 17-19 年前五大客户销售占比高于 14-16 年	28
图 41: 2017 年以来公司国内收入高速增长	28
图 42: 近两年公司国内收入增速表现优于国内下游企业	28

图 43: 公司通过的主要质量认证情况	28
图 44: 近年来公司获得多个产品认证展现强大研发实力	28
图 45: 近两年公司研发费用率有所提升	30
图 46: 2019 年公司研发费用规模行业居首	30
表 1: 公司实际控制人上市后多次增持公司股票	5
表 2: 公司管理层大多曾任职苏州阀门厂, 具有丰富阀门行业从业经验	6
表 3: 公司产品广泛应用于各工业领域的海内外项目	7
表 4: 纽威股份主要竞争对手情况	13
表 5: 我国中高端工业阀门产品进口替代空间广阔	14
表 6: 预计 2025 年我国油气管网里程将达 24 万公里	18
表 7: 我国天然气在建干线管道情况	19
表 8: 目前在建(扩建) LNG 接收站 3380 万吨/年, 规划 LNG 接收站 5550 万吨/年	19
表 9: 目前在建炼化扩产项目大多为炼化一体化项目	23
表 10: 2019 年核电建设迎来重启	25
表 11: 近年来, 公司在核电领域不断取得重大突破	25
表 12: 公司拥有众多大型跨国企业集团的合格供应商资格	26
表 13: 公司在研项目不断突破, 产品向国际先进标准靠拢	29
表 14: 近年来公司阀门单价稳步提升	30
表 15: 纽威股份分产品收入预测(单位: 百万元)	32
表 16: 可比公司估值	33

1. 纽威股份：国内最大的工业阀门制造商和出口商

苏州纽威阀门股份有限公司成立于2009年，前身为2002年成立的纽威阀门。公司主营阀门的设计、制造和销售，是国内综合实力领先的工业阀门供应商，成立以来始终致力于为客户提供全套工业阀门解决方案，为石油天然气、化工、电力等行业提供覆盖全行业系列的产品。2004年公司年销售突破5000万美金后，便成为中国最大的工业阀门制造商和出口商，于2014年在上交所成功上市。

图1：纽威股份自2004年后便成为中国最大的工业阀门制造商和出口商



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司股权集中稳定，创始人多次增持彰显发展信心。公司实际控制人为4位创始人王保庆、席超、陆斌、程章文，截至2020年Q1合计持有公司76.62%的股份。4位实际控制人目前仍分别在公司担任董事长、总经理、副总经理等职位，并在公司上市后多次增持股票，彰显发展信心。

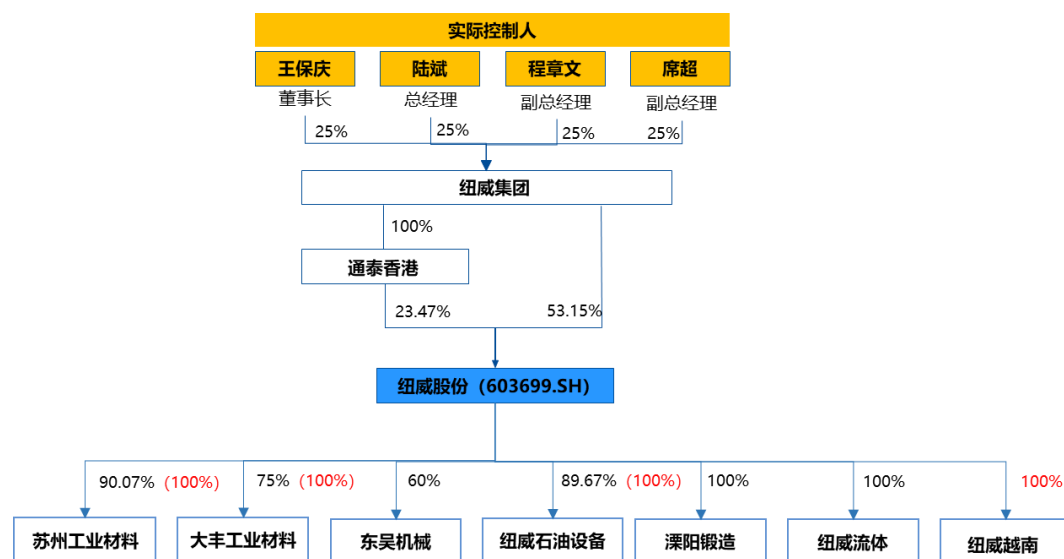
表1：公司实际控制人上市后多次增持公司股票

时间区间	增持情况
2015年7月-2016年2月	王保庆先生累计增持公司股份25.69万股，占总股本0.0343%
2016年1月-2016年7月	陆斌先生累计增持公司股份22.03万股，占总股本0.0294%
2018年6月-2018年12月	公司实际控制人王保庆先生、陆斌先生、程章文先生、席超先生合计增持公司股票70.10万股，占总股本0.0935%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司旗下拥有7家制造子公司，贯穿阀门制造各个环节。苏州工业材料和大丰工业材料主营铸件制造，东吴机械、纽威石油设备、纽威流体和纽威越南主营阀门制造，溧阳锻造负责锻件制造。

图2：纽威股份股权集中，旗下拥有7家制造子公司（截至2020Q1）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所（上图黑色标注均为直接持股比例，红色标注为直接+间接持股比例之和）

公司管理层大多曾任职苏州阀门厂，具有丰富阀门行业从业经验。公司董事长王保庆、总经理陆斌、副总经理程章文、副总经理席超、副总经理邓国川、总工程师高开科等核心管理层人员从公司成立起任职，深度绑定公司利益，核心管理层大多曾任职苏州阀门厂，深耕阀门行业 30 年左右，拥有丰富的从业经验，管理层稳定且产业背景深厚。

表 2：公司管理层大多曾任职苏州阀门厂，具有丰富阀门行业从业经验

姓名	职位	简介
王保庆	董事长	1982-1997 年任苏州阀门厂副厂长，1997 年至今任苏州正和投资董事长，2004 年至今任纽威数控装备（苏州）董事、总经理，2002 年至今历任苏州纽威铸造董事、董事长，2005 年至今任纽威工业材料（苏州）董事长，2006 年至今任纽威工业材料（大丰）董事长，2011 年至今任东吴机械董事长，2002 年至今任纽威股份董事长。
陆斌	董事、总经理	1983-1996 年任苏州阀门厂科长，1997 年至今任苏州正和投资董事、总经理，1997 年至今任纽威数控装备（苏州）董事，2002 年至今任苏州纽威铸造董事，2005 年至今任纽威工业材料（苏州）董事，2006 年至今历任纽威工业材料（大丰）监事、董事，2011 年至今任东吴机械董事，2002 年至今任纽威股份董事、总经理。
程章文	董事、副总经理	1986-1996 年先后供职于沈阳机械设备进出口公司、上海盛京国际贸易公司，1997 年至今任苏州正和投资董事、副总经理，1997 年至今任纽威数控装备（苏州）董事长，2002 年至今任苏州纽威铸造董事，2005 年至今任纽威工业材料（苏州）董事、总经理，2009 年至今任纽威工业材料（大丰）有限公司监事，2002 年至今任纽威股份董事、副总经理。
席超	董事、副总经理	1982-1997 年就职于苏州阀门厂，1997 年至今任苏州正和投资董事、副总经理，1997 年至今任纽威数控装备（苏州）董事，2002 年至今历任苏州纽威铸造董事长、董事，

		2005 年至今任纽威工业材料（苏州）董事，2006 年至今任纽威工业材料（大丰）董事，2002 年至今任纽威股份董事、副总经理。
邓国川	董事、副总经理	高级工程师。1995-1997 年任苏州阀门厂工艺组长，1997-2002 年历任纽威数控装备（苏州）制造部经理、采购部经理，2002-2009 年任苏州纽威铸造副总经理，2009 年至今任纽威股份董事、副总经理。
高开科	董事、总工程师	高级工程师，全国阀门标准化技术委员会委员，全国阀门专家委员会专家委员。1992-1997 年任苏州阀门厂设计工程师，1997-2002 年任纽威数控装备（苏州）设计部经理，2003 年至今任纽威股份总工程师，2009 年至今任纽威股份董事。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品系列全覆盖，广泛应用于各工业领域。公司产品品种覆盖闸阀、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，规格型号达 5,000 多种，具备为石油天然气、化工、电力等行业提供基本覆盖全行业系列产品组合的能力，产品广泛应用于海内外项目。公司由油气领域起家，应用于大油气领域的阀门产品贡献了较多收入，其中以炼化为主。在保持传统优势行业强大竞争力的同时，公司近年来也在不断拓展深海阀门、核电阀门等新型高端阀门领域，这些领域收入占比快速提升，减少了公司对单一领域的依赖。

表 3：公司产品广泛应用于各工业领域的海内外项目

应用领域	提供产品	典型项目
油气采输 储	勘采 API 6A 阀门及井口装置	PTTEP F12 GAS DEVELOPMENT PROJECT（泰国）、 Petronas SAMARANG REDEVELOPMENT PROJECT PHASE 2 EOR（马来西亚）
	液化天然气 超低温闸阀、截止阀、止回阀、 球阀、蝶阀及调节阀	NOVATEKYamal LNG（俄罗斯）、QGC QCLNG（澳 大利亚）、Freeport LNG（美国）
	油气管线运 输 将管路压损降到最低的管线阀 门如固定球阀、平板闸阀、全 开式止回阀等	中石油-西气东输、科威特石油公司 GC 29& GC 31 项目、 Minera Escondida Ltda Escondida Water Supply (EWS) Project、巴林国家天然气公司管道扩建项目
	装卸&储存 系统 浅水海底阀	S.T.T.A Sea Tank Terminals（比利时）、Dialog 基地储 油项目（马来西亚）、中石化文 23、文 96 储气库
化工	精炼与石油 化工 所有应用于石化及化工行业的 阀门类型	壳牌 PUGET SOUND 项目（美国）、BP Cherry Point 项 目（美国）、KNPC CFP 项目（科威特）
	煤化工 供货范围涵盖煤炭的直接液 化、间接液化、煤制天然气及 多种化学品等全产业链	神华鄂尔多斯直接液化项目、兖矿榆林 100 万吨煤制油、 神华宁煤 400 万吨煤制油
	其他化工 提供满足最严格标准（欧洲的 TALuft、SHELL 77/312 低泄漏 标准）的阀门产品	巴斯夫 Lemongrass 项目（马来西亚）、博大化工项目、 桐乡中新项目
能源	核电 满足不同核安全等级要求的 闸、截、止、球、蝶阀门	法电 NNB 辛克立角 C 项目（英国）、中广核防城港核 电项目、中广核台山核电站项目

电力	防火、低泄露的电力行业阀门	Southern Power Generation SdnBhdTrack 4A (马来西亚)、CELSE UTE Porto de Sergipe – I (巴西)
矿业	硬密封球阀、偏心蝶阀、角阀、刀闸阀、特材阀门	QSTEC 多晶硅厂项目 (卡塔尔)、阿尔塔维拉氧化铝精炼厂全球铝项目 (阿联酋)、云南华联锌铟项目
海洋工业	浮式生产装置 专门用于 FPSO 及 FLNG 系统的球阀、蝶阀、闸阀、截止阀、止回阀	巴西石油 FPSO MV24, MV26, MV29 项目、PREMIER OIL UK LIMITED (英国)、壳牌 Stone FPSO Project (墨西哥湾)、壳牌 Prelude FLNG Project (澳大利亚)
	深海开采 水下闸阀和水下球阀	中海油文昌 9-2/9-3/10-3 气田群项目、渤南天然气回收利用项目、Consortio Terminales Mollobamba Project (秘鲁)
一般工业	空气分离 超低温阀门和氧用阀门	阿拉伯-美国石油公司 JAZAN IGCC Project (沙特阿拉伯)、Air Liquide GASAL Project (印度)

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 2017 年起公司业绩明显回暖，净利润大幅度改善

2017 年起公司业绩随下游油气行业转暖回升。公司业绩受到下游油气行业发展影响，2015-2016 年受国际油价持续低位震荡等因素的影响，阀门行业整体市场需求疲软。2017 年起，随着国际原油价格呈恢复性上涨趋势及全球经济延续增长势头，带动了阀门行业需求恢复性增长，公司营业收入和净利润开始复苏。2019 年，公司营业收入创历史新高达 30.57 亿元/+9.9%，归母净利润达 4.55 亿元/+66.2%，扣非归母净利润 4.21 亿元/+62.6%。2020Q1，在新冠疫情影响之下，公司业绩仍延续良好态势，实现营业收入 7.01 亿元/+13.7%，归母净利润 0.98 亿元/+12.7%。

2020 年 4 月，公司在苏州投资的高性能阀门智能工厂正式开工建设，一期产值可达 10 亿元，将于 2021 年 5 月份投产；二期处于规划中，新增产值将达 10-15 亿元。工厂采用智能型柔性生产模式，建成后有望在自动控制类高性能阀门的产品质量和生产效率方面获得提升。我们预计，随着公司持续投资扩产、进口替代+炼化扩产带动阀门需求上扬、公司深耕大客户+新研产品落地提升市占率，公司中长期仍能保持业绩稳健增长。

图 3：2017 年起公司营收迈入复苏通道

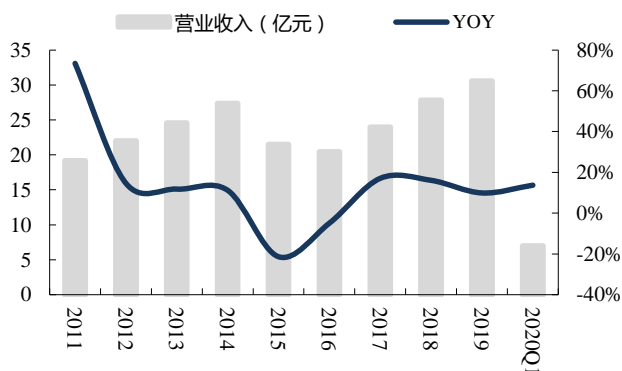
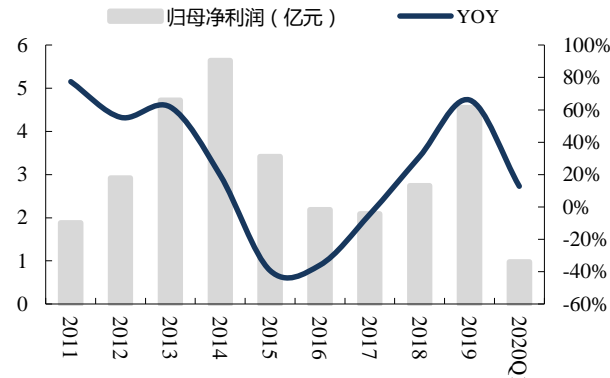


图 4：2017 年起公司归母净利润开始大幅度改善



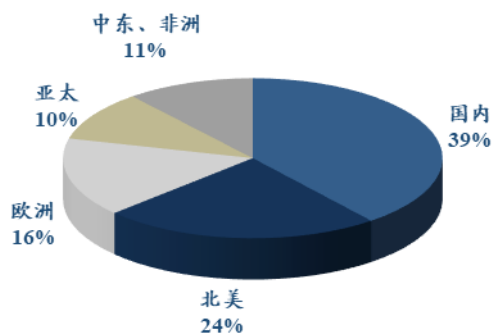
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

分区域来看，公司超过 50% 的收入来源于海外业务。公司销售网络遍布全球，产品远销海外，作为中国最大的阀门出口商，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。从 2018 年年报披露数据来看，海外业务收入占公司总收入 61%，其中北美为海外最大市场，收入占比达 24%，欧洲位列第二，收入占比达 16%。2019 年，由于国内收入高速增长，海外收入占比被大幅压低，但海外收入仍占据主要地位，占主营业务收入比重达 55.6%。

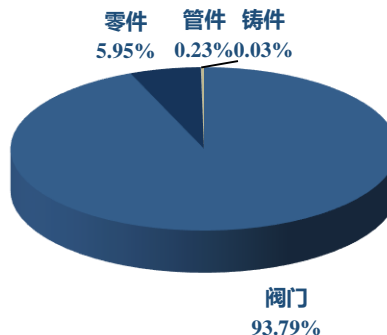
分产品来看，阀门贡献公司绝大部分营收。2019 年，公司阀门产品收入占比达 93.8%，零件产品收入占比达 5.95%，管件、铸件贡献少部分收入。

图 5：2018 年，海外业务贡献公司 61% 收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2019 年，阀门产品贡献公司 94% 收入



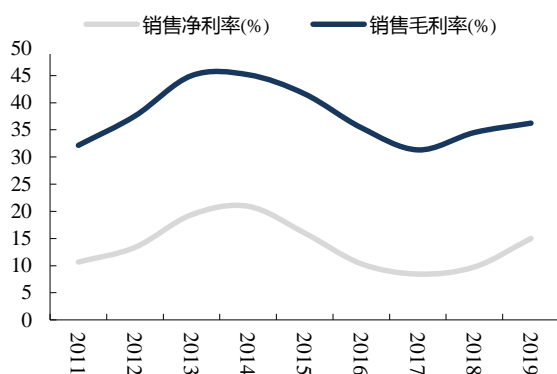
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 结构优化+原材料垂直整合稳步提升盈利能力，控费能力稳步加强

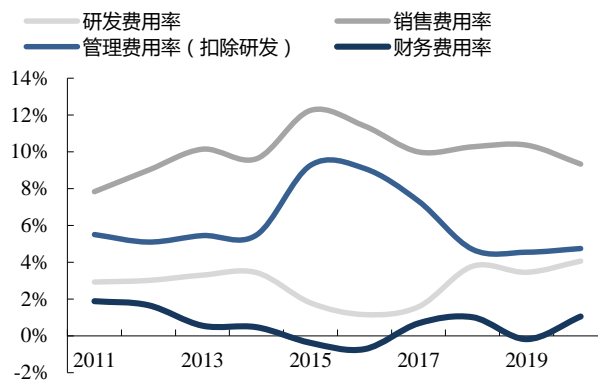
公司盈利能力跟随行业转好稳步提升，期间费用率整体下行。15-16 年，受到行业下行、竞争加剧影响，公司毛利率出现下滑。2017 年起，随着下游油气行业进入景气周期，加上行业底部时期大量落后产能被淘汰，行业竞争格局优化，公司业绩开始回温，毛利率和净利率等盈利能力指标也触底回升。公司净利率变动趋势与毛利率波动基本一致，但由于近年来费用率整体呈下行态势，净利率改善幅度大于毛利率。2019 年，公司毛利率 36.24%，同比增长 1.72pct；净利润 15.00%，同比增长 5.24pct。期间费用率 18.2%，同比下降 1.6pct，控费能力稳步提升。其中，销售费用率 10.4%，同比增长 0.1pct；管理费用率 4.6%，同比下降 0.2pct；财务费用率-0.2%，同比下降 1.2pct；研发费用率 3.4%，同比下降 0.3pct。

图 7：2017 年起公司盈利能力开始回升

图 8：控费能力良好，期间费用率整体下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

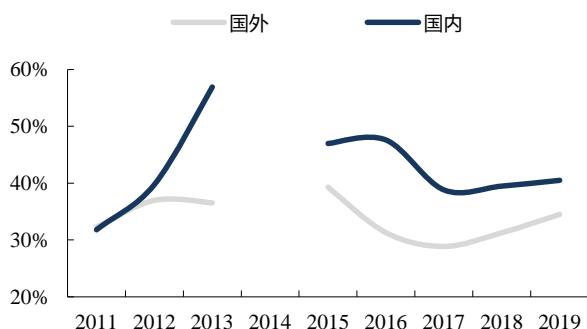


数据来源：Wind，东吴证券研究所

高毛利国内业务增速快于海外，占比提升带动整体毛利率回升。公司毛利率回升也受到收入结构变化的影响。2019年国内营收为13.51亿，占主营业务收入比重为44.4%，占比较2018年提升5.2pct。从盈利能力上看，自2012年起国内订单毛利率就一直高于海外。我们预计，随着国内炼化、管网、核电领域持续景气且公司积极开拓国内市场，国内营收占比有望进一步提升。同时，国内外订单毛利率持续复苏，这将共同拉动公司毛利率回升。

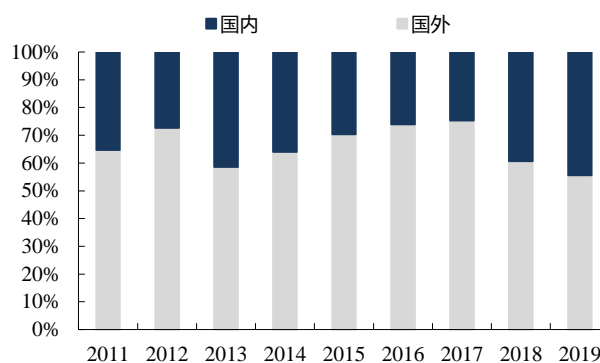
图9：国内业务毛利率高于海外业务

图10：海外业务为主，17年起国内收入占比持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2014年公司未披露国内外业务毛利率数据

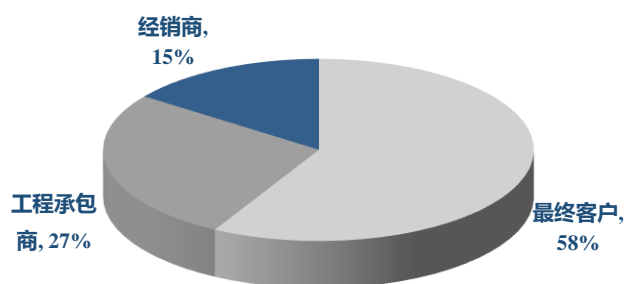


数据来源：Wind，东吴证券研究所

国内订单毛利率高于海外主要是由于公司在国内外采取的销售模式差异导致。在国际市场，公司的产品销售主要采取经销模式，2012年，公司采用经销商模式签订的订单比例约为81%。通常，工业阀门的需求主要分为项目需求和日常维修需求。在国际市场，对于大型项目的阀门需求，一般由最终用户或工程承包商直接与本公司谈判采购；对于小型项目的阀门需求，最终用户或工程承包商则一般采取向经销商采购的模式。对于日

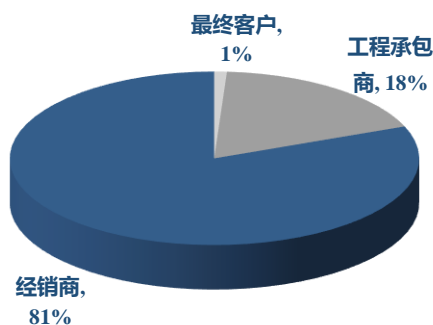
常维修需求，通常由经销商向本公司集中采购，再由经销商销售给最终用户。一些大型跨国企业集团一般采取集中谈判采购的模式，即由集团总部整合集团内部各经营主体的年度需求，集中后集团总部统一与厂商或经销商进行谈判，签订全球价格协议，集团内各经营主体统一按该价格协议进行日常采购。而在国内市场，公司的产品销售则主要采取直销模式，2012 年，公司采用直销模式签订的订单比例约为 85%。

图 11：2012 年公司国内订单分布情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：2012 年公司国际订单分布情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

原材料垂直整合减少了原材料价格波动对公司盈利能力的影响，提升了抗风险能力。阀门成品的主要原材料为铸件和锻件，铸件和锻件的价格变化主要取决于钢铁价格的变化情况。2016 年以来，废钢及不锈钢的基本元素镍价格呈现在历经长达 4 年的下跌后出现回升，目前废钢及镍的价格自低点上涨幅度已分别达到 107% 和 58%。废钢及镍价格的攀升会导致阀门企业生产成本提高，毛利率下降。但公司通过原材料生产的垂直整合减少了原材料价格波动的影响，公司目前拥有纽威工业材料（苏州）和纽威工业材料（大丰）两家专业的阀门铸件生产配套企业，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。公司 2018 年投资新建纽威精密锻造（溧阳）有限公司，2019 年下半年正式试运行投产，这是公司首个锻造工厂，使公司拥有了更加全面的原材料资源，降低了订单执行时由于外在供应商原因导致的交货延期风险。同时，公司启动溧阳二期项目，建设公司第四个铸造工厂，预计 2020 年可以投产试运行，这也将使得公司铸件阀门供货能力进一步提升。

图 13：16 年以来废钢价格出现回升

图 14：16 年以来镍价格出现回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

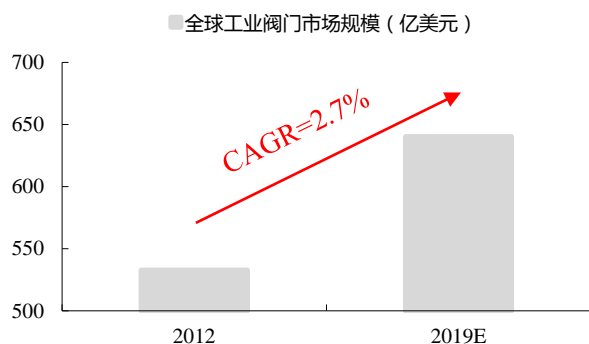
2. 中高端阀门进口替代提速, 大炼化扩产助力行业增长

2.1. 中国为工业阀门最大消费国, 半数以上阀门仍依赖进口

全球工业阀门市场增长平缓, 根据 Mcilvaine 预测, 2019 年全球工业阀门市场空间约为 640 亿美元, 2012-2019 年 CAGR 为 2.7%。其中, 约有 500 亿美元为更新需求, 占比达 78%。行业已经进入平缓增长阶段, 预计未来仍将保持平稳增长态势。根据 markets and markets 预测, 2017-2023 年全球工业阀门市场 CAGR 约为 4.0%, 至 2023 年将达到 852 亿美元左右。

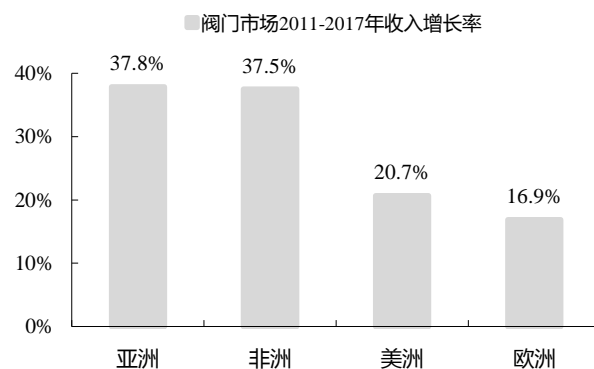
随着阀门产业增长趋缓, 行业发展呈现出向发展中国家逐渐转移的趋势, 亚非市场成为增长新引擎。以中国为代表的发展中国家阀门需求快速增长, 开始替代欧盟和日本成为全球阀门行业增长的新引擎。在全球阀门产业转移的大背景下, 以中国为代表的发展中国家和地区无论在出口规模还是近年来出口额增长方面明显优于全球平均水平, 显示出较强的增长动力。根据 Mcilvaine, 2011 年至 2017 年间全球阀门市场收入平均增长率为 27.16%, 而亚洲地区为 37.84%, 欧洲和美洲分别为 16.89% 和 20.65%。

图 15: 2019 年全球工业阀门市场规模约为 640 亿元



数据来源: Mcilvaine, 东吴证券研究所

图 16: 亚洲市场 2011-2017 年收入增长率居全球首位



数据来源: Mcilvaine, 东吴证券研究所

中国工业阀门市场增速快于全球，消费规模占全球市场 20% 以上，成为最大消费国。根据 Mcilvaine 的数据，2012 年国内工业阀门市场规模为 88 亿元，至 2018 年国内工业阀门市场规模达到 120 亿美元，CAGR 为 5.2%，快于全球增速，市场规模全球占比达到 19.5%，成为全球工业阀门最大消费国。根据国内各行业发展速度和投资力度，国内工业阀门市场规模占全球的比重正稳步提升，预计 2019 年全球工业阀门市场规模约 640 亿美元，我国占比将达到 20%-21%，则 2019 年国内市场规模约 128-135 亿美元。与发达国家阀门需求以更新维保为主不同，目前我国阀门需求约有 90% 仍由新增需求构成，发展马力依然强劲。我们预计，未来三年我国工业阀门行业仍能保持 5-7% 左右的增速，至 2023 年国内市场规模将达 156-177 亿元。

目前，我国工业阀门企业较国外巨头体量仍然很小，市场格局较为分散。目前全球最大的阀门企业主要集中在欧、美、日等发达国家，例如美国艾默生（2019 年阀门营收规模约 267 亿元）、日本 KTIZ 公司（2019 年阀门营收规模约 70 亿元），这些龙头企业往往覆盖整个流体控制领域，因此营收体量较大。由于工业阀门应用领域十分广泛，下游较为分散，而国外阀门龙头覆盖领域较多，纽威股份并不在所有领域与这些公司形成竞争关系。大部分国内阀门企业一般选择某一个或某几个工业领域作为市场开拓重点，因此在销售规模与国外领先企业存在一定的差距。纽威股份作为我国工业阀门龙头，2019 年收入体量为 30.6 亿元，国内业务市占率仅在 1.48% 左右，较国外龙头相比仍有很大提升空间。在市场定位上与纽威股份存在重合并形成较为直接的竞争关系的国内外阀门企业主要包括美国卡麦隆、加拿大 VELAN 公司以及中核苏阀科技实业股份有限公司等，这些公司一般专注于深耕油气或核电领域，目前纽威股份营收体量已经超越加拿大 VELAN、成都成高、中核科技。

图 17：预计 2019 年中国工业阀门市场占全球 20-21%

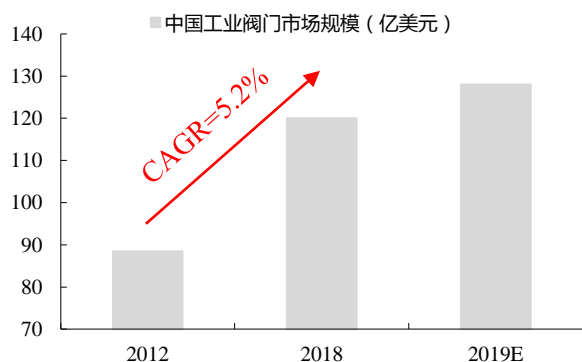
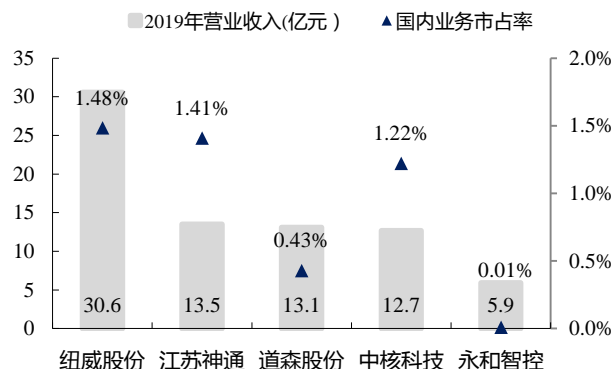


图 18：纽威股份为我国工业阀门龙头，市占率仍较低



数据来源：Mcilvaine，中国泵行业网，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 4：纽威股份主要竞争对手情况

企业名称	简介	主要产品	主要应用领域	阀门业务收入规模
美国艾默生电气公司	多元化全球制造商，提供过程管理、工业自动化、网络	膨胀阀及流体控制器、电磁阀、止回阀等	主要用于采暖、空调或制冷领域	2018 财年 37.69 亿美元，折合人民币约 267

	能源、环境优化技术、商住解决方案等业务			亿元
日本 KITZ 公司	世界知名的流体控制机械综合生产企业	各类材质的闸阀、截止阀、止回阀、蝶阀、球阀和过滤器等	排水、热水供应、天然气管道、空调系统、石化和医药食品等	2019 财年收入 1096 亿日元，折合人民币约 70 亿元
美国卡麦隆阀门公司	全球顶级的油气设备制造商，2015 年被世界最大的油服设备商斯伦贝谢收购	针型阀、球阀、调节阀、隔膜阀、疏水阀、气动球阀、电动球阀、电动蝶阀	油气领域，包括炼油厂、石油化工厂	2019 财年油气相关设备总收入 53 亿美元，折合人民币约 376 亿元
加拿大 VELAN 公司	阀门行业的世界级领导企业之一，拥有十多家专业制造厂，遍及加、韩、美、法、英、葡、中等国家	世界上最大的钢闸阀、截止阀和止回阀制造商，提供工业球阀、高性能不锈钢刀闸阀、特殊焦化设备球阀、全系列低温阀门等	核能、油气、能源等	2019 财年收入 3.67 亿美元，折合人民币约 26 亿元
中核苏阀科技实业股份有限公司	中国核工业集团公司控制的股份公司	闸阀、平板闸阀、截止阀、止回阀、球阀、旋塞阀、蝶阀、隔膜阀以及其他各种特殊要求的阀门	核电领域	2019 财年收入 12.47 亿元

数据来源：公司公告，各公司官网，东吴证券研究所

中高端工业阀门产品进口替代空间广阔，进口阀门占据超过一半市场份额。2019 年，我国阀门进口金额达到 71.54 亿美元，仍然占据国内超过一半的市场份额。截至 2019 年年末，我国阀门和旋塞制造行业规模以上企业数量 1,809 家，同比增长 6.29%；2019 年实现营业收入 1,968.98 亿元，企业数与收入都十分庞大，但其中低端工业阀门企业占比较高。当前，国内阀门行业呈现出低端工业阀门产能过剩、中端阀门市场竞争充分、高端及特殊阀门市场国外企业垄断的格局。

表 5：我国中高端工业阀门产品进口替代空间广阔

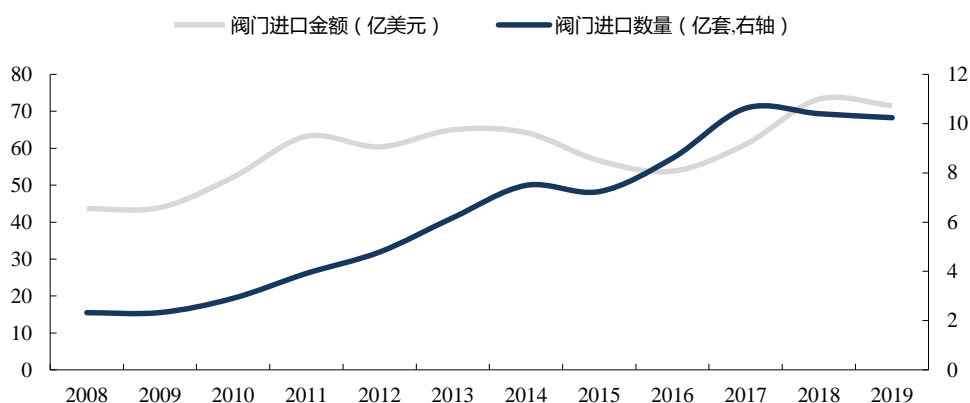
	主要产品	市场格局
低端市场	铸铁阀门和铜制阀门	阀门产品需求量大，技术含量低，进入门槛不高，市场竞争程度最高，利润水平较低。
中端市场	使用环境较为宽松，一般为碳钢或不锈钢阀门	市场需求大，技术含量较高，终端客户普遍设定合格供应商资格，存在一定行业进入障碍。竞争水平低于低端工业和民用阀门市场，利润水平较高。我国阀门业一些大型企业由于进入国际市场较早，生产技术和工艺较为成熟，且与很多国际级客户建立了较为稳定的合作关系，已在中端阀门市场占有较为重要的地位。
高端市场	应用环境非常严苛（如超高温、	质量要求严格，技术含量很高，市场多为垄断竞争的局面，利润

超低温、超高压、真空、有核等 水平很高，市场主要由欧洲、美国、日本的国际知名企业占据。极端环境），多为特殊材料阀门

数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

中高端发力，进口依赖正在减弱。自 2017 年以来，国内阀门市场随下游炼化、油气采输复苏，进口数量和进口金额却呈现增长放缓趋势。这一方面是受到中美贸易战等因素的影响，一方面也是由于国内中高端阀门产品不断获得突破，进口依赖正在逐步减弱，未来以纽威股份为首的阀门企业有望在 70 亿美元市场中占据更多份额。

图 19：近年来阀门进口数量和金额增长放缓



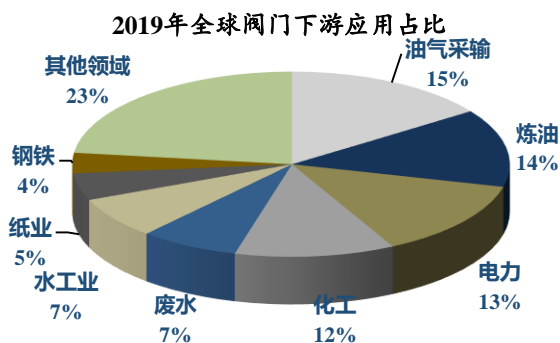
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 国内油气主要受政策驱动，管网公司成立将加快管网建设进程

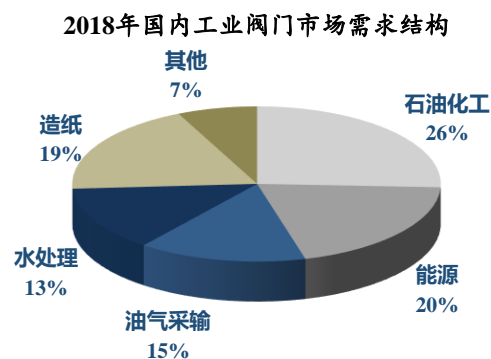
油气炼油、能源与化工是阀门最重要的下游应用。阀门产品广泛应用于油气、能源、化工、环保、钢铁、食品、医药等领域，根据 Mcilvaine 在 2018 年的预测，2019 年全球油气、炼油、电力和化工对工业阀门的需求最大，占比依次为 15.3%、13.6%、13.5% 和 11.8%，上述 4 个领域占比合计约 54.2%。从 2018 年国内需求结构来看，化工、能源电力和石油天然气行业是阀门销售最主要的市场，其阀门的市场需求分别占国内工业阀门市场总需求的 25.7%、20.1% 和 14.7%，合计占全部市场需求的 60.5%。

图 20：油气炼油、电力和化工是全球阀门市场重要下游

图 21：化工、能源、油气占据国内 61% 阀门市场需求



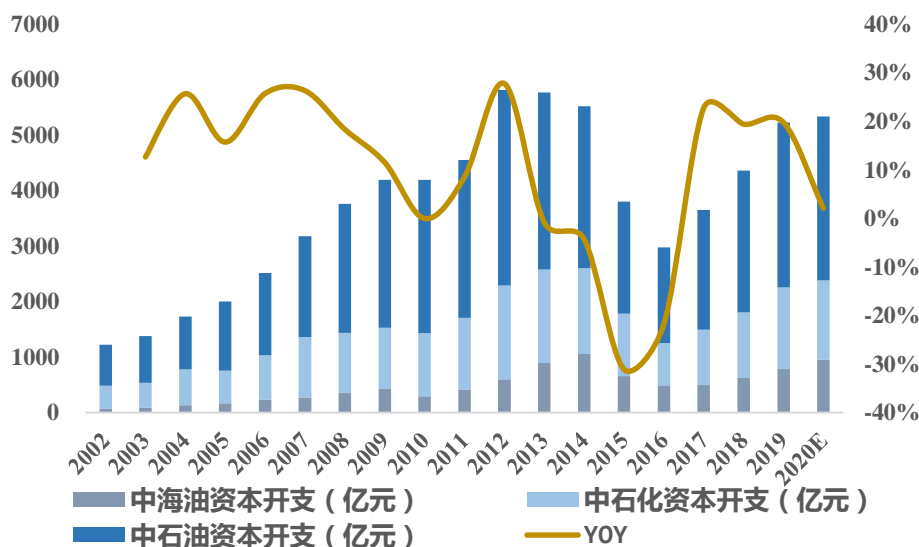
数据来源：Mcilvaine，东吴证券研究所



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

疫情和油价下跌不改行业长期向好趋势。油气采输和炼油相关领域的阀门市场需求贡献了纽威股份主要营业收入。近期受到疫情及国际原油价格下跌影响，油气行业固定资产投资有所放缓。但我国油气行业受到政策驱动影响较大。目前国内油气保供上产压力仍大，政策持续不断加码，2019年，**中石油七年行动计划明确**：(1)风险勘探投资2019-2025年提升到50亿元；(2)页岩气产量2020年达120亿立方米，2025年达240亿立方米；(3)致密气产量2020年调增至320亿立方米，2025年达350亿立方米。**中海油七年行动计划明确**：(1)2025年勘探量和探明储量翻倍，按2017年数据，储量将达50亿桶；(2)到2025年，全面推进建成南海西部油田2000万方、南海东部油田2000万吨的上产目标。2020年是国内油气七年行动计划第二年，仍处于起步阶段，国内原油产量较2亿吨红线仍有差距，天然气也较目标有较大距离，2018-19年天然气产量增速不足以达到2020年产量目标。中海油2020年资本支出预算850-950亿元，同比增长6%-21%，中国石油、中国石化资本支出略有下滑，总体保持平稳。我们预计，疫情和油价下跌短期会对油气行业造成影响，但不改行业长期向好趋势。

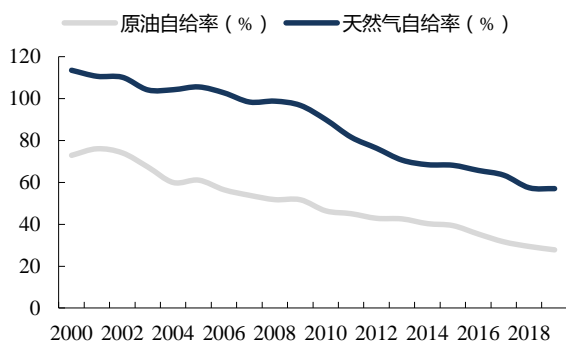
图 22：2020 年“三桶油”资本支出短期下挫不改油气行业长期向好



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

开采方面，能源自主可控需求迫切，油气勘查开采市场全面放开。我国目前仍处于经济快速发展阶段，工业化逐步迈入中后期，能耗较大的汽车、家电等产品在经济中比重快速上升，国内对于石油需求大幅提升，石油消费快速增长。同时，国内石油产量当前还无法满足如此庞大的需求，难以短时间内保障油品供应，导致我国油气自给率持续下滑。2019年，我国原油进口量达5.06亿吨，同比增长9.5%，原油自给率仅28%，远低于国际警戒线的50%；天然气进口量达1,343亿立方米，同比增长6.9%，天然气自给率为57%。原油对外依赖程度高严重威胁到了国家的能源安全，提升油气产量需求依然迫切。针对能源安全问题，“三桶油”也纷纷加大国内油气勘探开发力度，勘探与开发板块资本开支增速屡创新高。2019年，中石化勘探与开发板块资本开支617亿元，同比增长46.2%；中石油勘探与开发板块资本开支创历史新高2,301亿元，同比增长17.3%；中海油勘探与开发板块资本开支186.7亿元，同比增长51.4%。2020年1月9日，自然资源部宣布为更好地保障国内能源供应，中国将首次全面开放油气勘查开采市场，允许民企、外资企业等社会各界资本进入油气勘探开发领域，从今年5月1日起，在我国境内注册，净资产不低于3亿元人民币的内外资公司，均有资格按规定取得油气矿业权。而此前，外资公司只有通过组建合资公司或合作方式才能在华从事勘探开采业务。这次全面放开市场准入，可以激发市场活力，多渠道筹集开发资金，加大油气勘查开采力度，稳步提高国家的油气产量。

图 23：国内原油、天然气自给化率不断降低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：中石油勘探与生产板块资本开支情况（亿元）



图 24：中石化勘探与开发板块资本开支情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：中海油勘探板块资本开支情况（亿元）

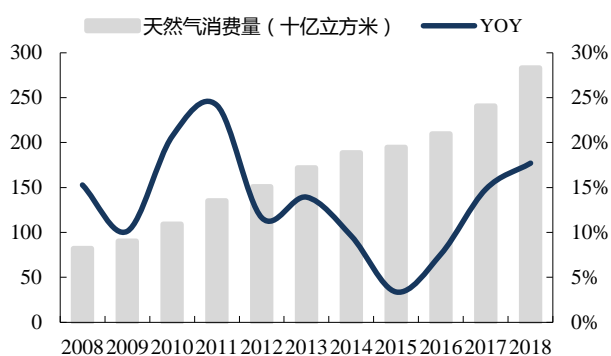


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

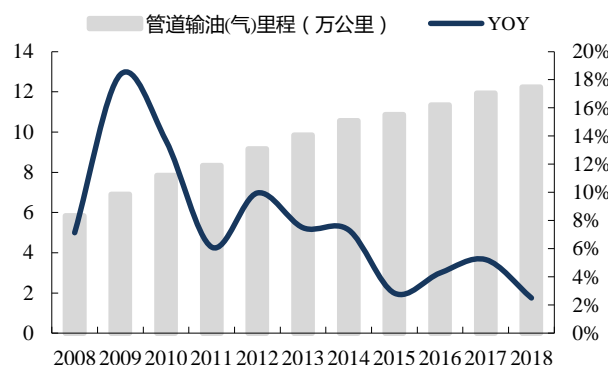
输送方面，清洁能源发展受到重视，管网发展滞后严重制约天然气发展。发展清洁能源是改善能源结构、保障能源安全、推进生态文明建设的重要任务，近年来我国对清洁能源的政策支持和投资力度越来越大，天然气作为一种清洁能源也加快发展。2015年以来，我国天然气消费量增速逐年加快，2015-2018年天然气消费量CAGR达13.3%，2018年我国天然气消费量达2,830亿立方米，同比增长17.7%。与此形成对比的是我国油气管道里程增速趋缓，2015-2018年油气管道里程CAGR仅4.0%，管道运输能力的落后严重制约了我国天然气行业的发展，在持续壮大清洁能源发展的背景下，我国基础管网建设亟待加速。

图 27：近年来我国天然气消费量增速加快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：近年来我国油气管道里程趋缓



数据来源：中长期油气管网规划，东吴证券研究所

油气管网迎政策东风，持续景气助阀门增长。根据国家发改委、国家能源局制定的《中长期油气管网规划》，至2020年我国油气管网总里程将达到16.9万公里，其中天然气管网10.4万公里、原油管网3.2万公里、成品油管网3.3万公里。至2025年我国油气管网总里程将达到24万公里，其中天然气管网16.3万公里、原油管网3.7万公里、成品油管网4万公里。截至2018年底我国油气管道总里程达12.23万公里，距离《中长期油气管网规划》中制定的2020年管网建设目标仍有较大差距。阀门作为油气管网关键部件，将随着油气管网里程快速落地获得广阔的发展空间。

表 6：预计 2025 年我国油气管网里程将达 24 万公里

	原油管道（万公里）	成品油管道（万公里）	天然气管道（万公里）
2017	2.9	2.7	7.7
2018	2.9	2.8	7.9
2020E	3.2	3.3	10.4
2025E	3.7	4	16.3

数据来源：中长期油气管网规划，东吴证券研究所

管网公司成立将加快我国管网投资建设步伐。2019年12月9日，国家石油天然气管网集团有限公司在北京正式成立，标志着深化油气体制改革迈出关键一步。国家管网公司将负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，负责干线管道互联互通及与社会管道联通，形成“全国一张网”，负责原油、成品油、天然气的管道输送，并统一负责全国油气干线管网运行调度，定期向社会公开剩余管输和储存能力，实现基础设施向所有符合条件的用户公平开放。油气市场体系有望更加规范化、系统化，国内供应主体更加多元化，这也有利于加快管网投资建设步伐，管网在建、拟建项目有望更快落地。

表 7：我国天然气在建干线管道情况

	干线里程 (公里)	设计输量(亿 立方米)	建设进度
新粤浙天然 气管道	4159	300	2015/9/30 核准，由南向北、先东后西分期建设。潜江—韶关段输气管道是新-粤-浙天然气管道的末端管道，全长 856km，设计输量 60 亿 m ³ /a，于 2017/9/26 开工建设，计划 2020 年建成投产。
中俄东线天 然气管道	3000	380	按北段（黑河—长岭）、中段（长岭—永清）和南段（永清—上海）分段核准、分期建设，计划 2019 年 10 月北段投产，2020 年底全线贯通。
鄂-安-沧天 然气管道	2293	300	一期工程计划于 2019 年建成
蒙西煤制气 外输管道	1022	300	2019 年一期工程环保验收，将于 2020 年底投产

数据来源：标准天然气，东吴证券研究所

LNG 接收站发展将长期景气，至 2035 年接受能力有望翻倍增长。根据上海石油天然气交易中心统计，截至 2019 年 9 月我国 LNG 接收站接受能力约为 9035 万吨/年，天然气市场的快速发展、国家发改委对上下游储气能力的要求促进了 LNG 接收站建设，根据我们的梳理，目前在建（扩建）LNG 接收站接受能力约 3380 万吨/年，规划 LNG 接收站接受能力约 5550 万吨/年。考虑到现有 LNG 接收站陆续扩建、在建及规划项目计划不断推出，预计未来 5~10 年的时间内，中国 LNG 供应能力有望达到 1.5~1.9 亿吨/年。2019 年 4 月交通部、发改委、能源局联合下发沿海、沿江 LNG 布局发展规划意见，其中规划到 2035 年，沿海及沿江接收站总数在 46 座，总接受能力在 2.6 亿吨左右，目前接受能力仍有很大提升空间，LNG 接收站发展将长期景气。

表 8：目前在建（扩建）LNG 接收站 3380 万吨/年，规划 LNG 接收站 5550 万吨/年

投产时间	企业	LNG 接收站	建设规模（万吨）	当前进度
------	----	---------	----------	------

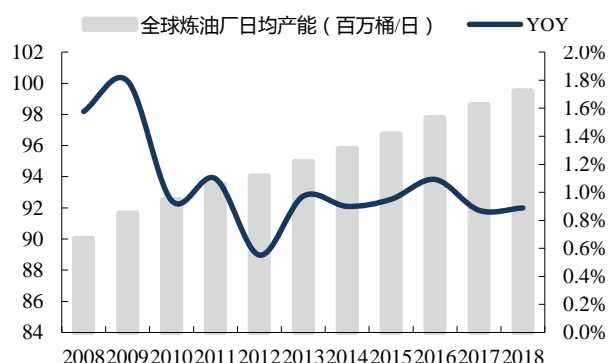
2020	协鑫	浙江独山港 LNG	100	在建
2020	中海油	浙江 LNG	300	扩建
2020	中石油（昆仑能源）	唐山 LNG 接收站	200	扩建
2020	中海油	天津浮式 LNG 接收终端	380	扩建
2020	中石化	天津 LNG	300	扩建
2020	中天能源	江阴液化天然气集散中心 LNG 储配站项目	200	在建
2020	君安能源	浙江大麦屿能源（LNG）中转储运站项目	200	在建
2022	中海油	福建漳州 LNG	300	在建
2022	中海油	江苏盐城	300	在建
2023	中石化	浙江舟山	600	拟建
2023	中海油	福建漳州	300	在建
2023	河北新天	曹妃甸 LNG	300	在建
2023	江苏国信	江苏如东	300	拟建
2023	浙江能源	浙江温州	300	在建
2023	华丰	广东潮州	200	在建
2024	中海油	南山龙口	300	拟建
2024	华电	江苏赣榆	300	拟建
2024	广州燃气	广州南沙	200	拟建
2024	北京燃气	天津 LNG	400	拟建
2025	粤电	惠州 LNG	300	拟建
2025	中能	上海 LNG 接收站	300	拟建
2025	华瀛	广东潮州	150	拟建
2025	协鑫	江苏如东	300	拟建
2025	协鑫	浙江嘉兴 LNG	100	拟建
2026	中石油	广东揭阳	300	拟建
2027	中石化	烟台龙口	300	拟建
2028	中石油	粤西 LNG	300	拟建
2028	中石油	深圳迭福北接收站	300	拟建
2029	中石油	福清 LNG	300	拟建
2029	太平洋油气	山东日照	300	拟建
2037	浙江能源	浙江舟山	300	拟建
2037	浙江能源	山东滨州	200	拟建

数据来源：上海石油天然气交易中心，煤气与热力，东吴证券研究所

2.3. 炼化扩产景气度延续，民营占比提升利好国内阀门龙头

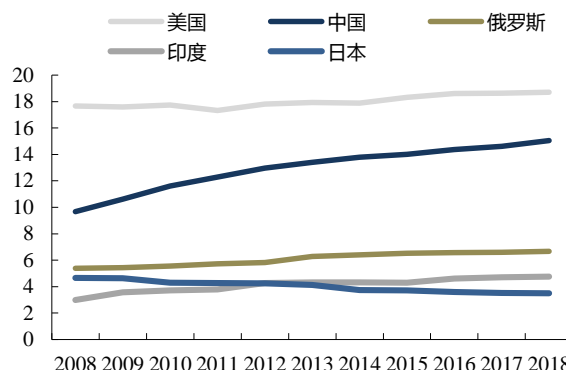
全球炼油能力稳步增长，中国产能快速释放。根据 Wind 数据，全球炼油厂日均产能由 2008 年的 9,004 万桶/日提升至 2018 年的 9,951 万桶/日，CAGR 为 1.0%，基本处于平稳增长。根据国际能源署的统计，2019 年全球炼油长新增能力将达到 260 万桶/日，创 40 年来产能增长新高。国际能源署预计，2019~2021 年，全球炼油产能将会新增 480 万桶/日，平均每年增长 1.6%。中国炼油厂扩产依旧景气，2008~2018 年，美国、俄罗斯、印度、日本等全球其他炼油大国产能基本保持平稳，中国炼油厂产能 CAGR 达 4.1%，全球占比由 10.7% 提升至 15.1%。

图 29：全球炼油厂日均产能平稳增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：中国炼油厂日均产能快速提升（单位：百万桶）

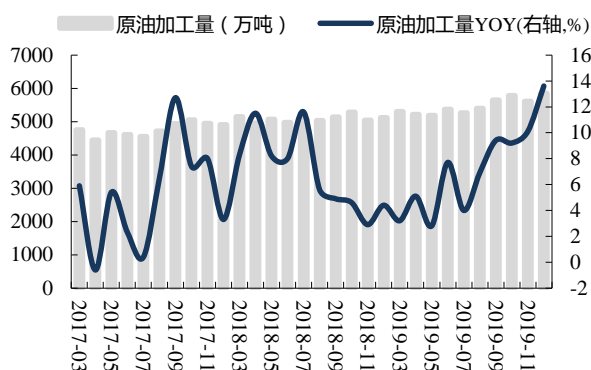


数据来源：Wind，东吴证券研究所

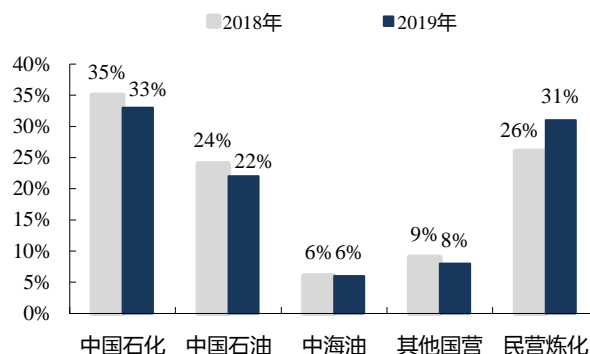
国内新一轮炼油扩能潮袭来，对阀门性价比更敏感的民企占比提升，国内优质阀门龙头将充分受益。2019 年以来，国内原油加工量增速加快，根据目前在建炼化项目的梳理（详细信息参考表 9），未来国内炼化产能快速落地趋势仍将延续，目前炼化在建产能已经超过 2 亿吨/年，预计将在 2020-2023 年陆续投产，在建项目总投资额超过 1 万亿元，以阀门需求占比 2.5% 测算，17-19 年炼化领域阀门新增需求约在 115 亿元，年均约 38 亿元，而 20-23 年炼化领域阀门新增需求将达 272 亿元，年均约 68 亿元。而从近两年的炼能变化来看，2017 年新投产项目仍然是“三桶油”的大型项目为主，到 2018-2019 年，民营炼化正成为新增产能的主力，恒力/浙石化占新增产能的 60.7%，2018-2019 年民营炼化企业炼油能力占比由 26% 提升至 31%，上升了 5pct。民营企业对于阀门产品采购的成本和性价比更加敏感，纽威股份作为国内工业阀门龙头企业，技术水平领先、产品质量得到众多大型跨国企业认可，具有中高端工业阀门的进口替代能力，同时较国外阀门企业相比又更具成本优势，有望与民营炼化龙头深度合作。

图 31：2019 年国内原油加工量快速上涨

图 32：2019 年民营炼化企业炼油能力占比提升 5pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

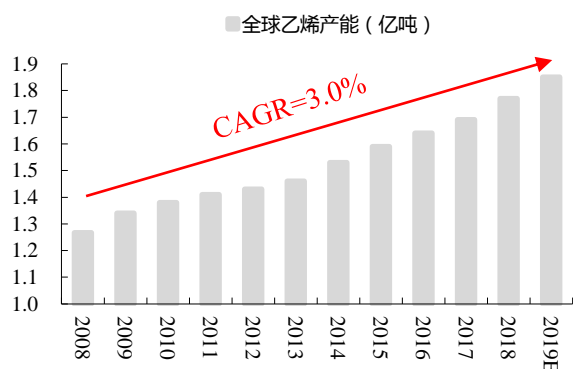


数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

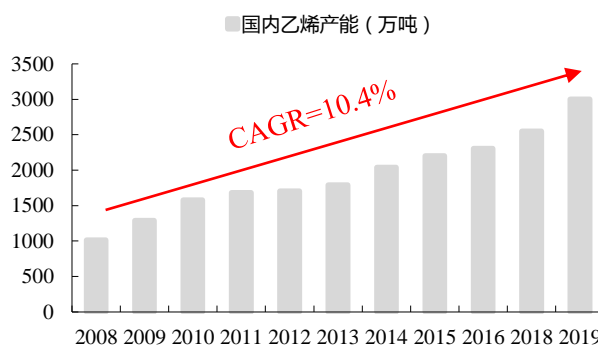
我国乙烯产能增速远高于全球，19 年进入新一轮扩产周期。2008-2019 年，全球乙烯产能由 1.27 亿吨提升至 1.85 亿吨，CAGR 为 3.0%，保持平稳增长；我国乙烯产能由 1,012 万吨提升至 3,000 万吨以上，CAGR 达到 10.4%，远高于全球增速，其中，2019 年我国乙烯新增产能超 450 万吨，增速达到 17.6%，为 8 年来最大涨幅，拉开新一轮乙烯扩产周期。根据我们对目前在建炼化项目的梳理统计（注：详细信息参考表 9），2020-2023 年我国乙烯产能仍能保持高速增长，新投产乙烯产能将超过 2000 万吨。

图 33：全球乙烯产能平稳增长

图 34：我国乙烯产能增速远高于全球



数据来源：Wind，华经情报网，国际石油经济，东吴证券研究所



数据来源：Wind，《2019 年国内外油气行业发展报告》，东吴证券研究所

炼化企业逐步朝一体化、规模化、集群化方向发展，带动阀门需求高端化、成套化。炼化一体化指的是企业将炼油、化工及成品油营销全面一体化的过程。与炼化分立模式相比，炼化一体化能够有效整合资源，实现资源的优化配置，提高利用率，大幅改善收率等经济技术指标，实现公用工程和辅助工程共享，减少投资、节约成本。我国“十三五”期间新规划了大连长兴岛、上海漕泾、广东惠州、福建古雷、河北曹妃甸、江苏连

云港、浙江宁波七大石化产业基地，要求新建项目必须建在产业基地内，预计到 2025 年，七大石化基地的炼油产能将占全国总产能的 40%，这将进一步推动我国炼油行业向装置大型化、炼化一体化、产业集群化方向发展。目前在建的炼化扩产项目大多为炼化一体化项目，兼具提供炼油产品和各类芳烃的能力。我国炼化一体化正从传统的简单一体化向纵深集成一体化发展，在采用以炼厂装置在生产汽柴油基础上继续生产乙烯及聚烯烃产品的炼油乙烯一体化的传统模式之外，陆续发展了炼油芳烃一体化、炼油乙烯芳烃一体化、炼油发电蒸汽一体化等多种一体化模式，炼化企业从大量生产成品油和大宗石化原料，转向多产高附加值油品和优质石化原料。炼化一体化项目应用阀门将更加注重其安全性、稳定性，带动阀门采购向高端化、成套化方向发展，将有利于具有技术优势和成套生产能力的大型阀门企业发展。

表 9：目前在建炼化扩产项目大多为炼化一体化项目

投产年份	企业名称	集团	新增炼油能力 (万吨/年)	乙烯产能 (万吨/年)	投资额 (亿元)
2020 年	中科大炼油	中石化	1000	80	590
2020 年	古雷石化（一期）	古雷石化		80	279
2020 年	大榭石化（改扩建）	中海油	600		199
2020 年	旭阳曹妃甸石化	旭阳、中化	1500	120	578
2020 年	大连福佳	福佳	2000	140	968
2020 年	中化泉州	中化集团	300	100	325
2020 年	洛阳石化	中石油		100	45
2020 年	揭阳石化	中委合资	2000	120	645
2020 年	海南炼化二期	中石化	500	100	417
2020 年	大庆石化	中石化	350	120	44
2020 年	中韩武汉石化	中石化		30	43
2020 年	聚氨酯产业链一体化乙 烯项目	万华化学		100	168
2021 年	盛虹石化	江苏盛虹	1600	110	677
2022 年	浙石化舟山项目（二期）	荣盛、巨化、 桐昆等	2000	150	829
2022 年	镇海炼化（扩建）	中石化	1500	120	500
2022 年	裕龙岛炼化	山东裕龙岛	2000	300	3876
2023 年	华锦石化（新建）	中国兵器	1500	150	700
2023 年	古雷石化（二期）	古雷石化	1600	120	
待定	上海漕泾	中石化	2000	100	
合计			20450	2140	10884

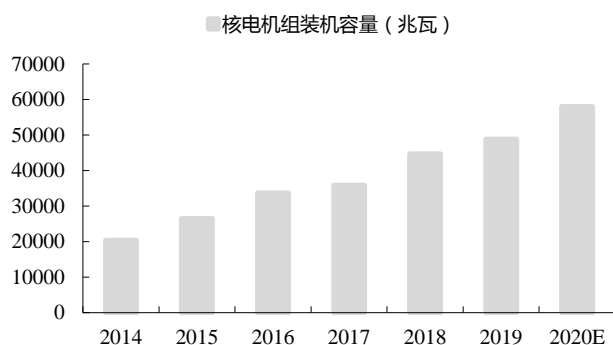
数据来源：中国产业信息网，新浪财经，东吴证券研究所整理（注：灰色部分为民营）

2.4. 核电重启带来高端阀门市场增长机遇

我国核电发展与发达国家相比仍有差距，未来发展空间广阔。中国为全球第二大电

力消费国，作为新能源发展方向的核电领域也将产生大量工业阀门需求。目前我国核电发展与发达国家相比仍有差距，根据国际原子能机构发布的信息，2017 年全球电力结构中核电发电量占比为 10.3%，核电发电量占比超过 10% 的有 20 个国家，超过 25% 的有 13 个国家，超过 50% 的有 4 个国家。《中国核能发展报告 2019》指出，2018 年核电在中国 2018 年发电量中占比 4.22%，预计至 2035 年将达到 10% 左右。根据国务院发布的《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，到 2020 年，我国核电装机容量达到 5800 万千瓦，在建容量达到 3000 万千瓦以上。

图 35: 预计 2020 年我国核电机组装机容量 5800 万千瓦



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

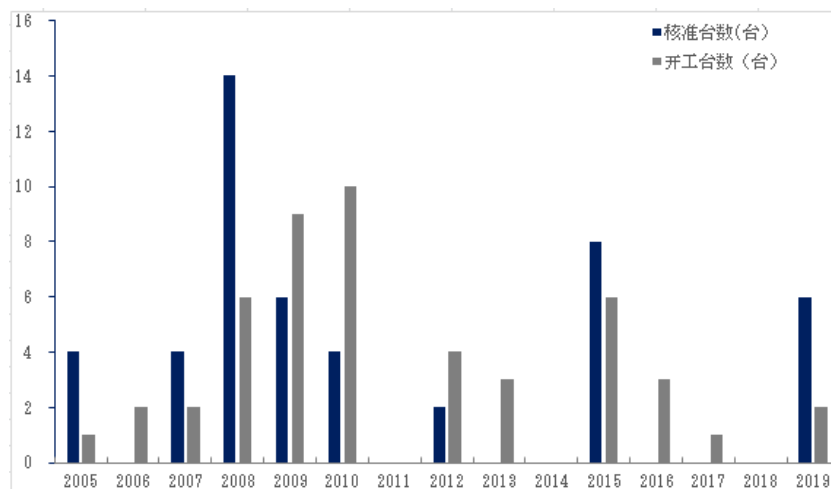
图 36: 预计 2020 年我国核电在建容量 3000 万千瓦



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2019 年，核电行业结束 3 年多“零核准”的困局后迎来复苏，核电重启将为高端阀门增长带来发展机遇。2019 年下半年以来，核电重启有加速迹象，福建漳州核电厂 1、2 号机组等项目获得启动，主要核电企业亦颇多融资与布局的准备。2019 年 7 月，山东荣成、福建漳州和广东太平岭核电项目核准开工，成为 3 年半以来首次有官方消息确认新的核电项目获得开工核准。

图 37: 2005-2019 年核电设备核准与开工台数 (台)



数据来源: 中国核能行业协会, 东吴证券研究所

表 10：2019 年核电建设迎来重启

时间	事件
2019 年 7 月	山东荣成、福建漳州和广东太平岭核电项目核准开工，成为 3 年半以来首次有官方消息确认新的核电项目获得开工核准。
2019 年 10 月	国家核安全局 10 月 9 日为福建漳州核电厂 1、2 号机组颁发了建造许可证，标志着两台机组具备了正式建造的条件，后续将根据现场工程进度按计划有序开展两台机组核岛的第一罐混凝土浇筑工作。
2019 年 11 月	华能昌江核电二期项目全面启动，规划建设两台“华龙一号”压水堆核电机组，总投资 394.5 亿元，2019 年计划投资 18 亿元。

数据来源：新京报，东吴证券研究所

近年来，公司在核电领域不断取得重大突破。近年来，公司在巩固传统大油气领域优势同时也在积极拓展新领域，核电领域是公司重点发展的领域之一。公司在核电阀门领域相较于同行业竞争对手起步较晚，但是公司凭借过硬的技术能力和产品质量，积极参与中广核、中核、国核旗下的核电站项目，获得了客户的广泛认可，在核电阀门领域不断取得重大突破。2019 年 8 月，国家核安全局向公司正式颁发核一级民用核安全设备设计/制造许可证，公司成为国内可以全系列生产核一级阀门的主要阀门厂家之一。

表 11：近年来，公司在核电领域不断取得重大突破

年份	核电领域发展进程
2019 年	国家核安全局于 2019 年 8 月向公司正式颁发核一级民用核安全设备设计/制造许可证，公司成为国内可以全系列生产核一级阀门的主要阀门厂家之一。 公司核电阀全系列样机完成用于民用核安全设备许可范围扩充的鉴定试验。 关键核电阀实现出口，首次获得 ITER 核聚变项目中核级阀门订单。
2018 年	为中核能源承建的具有四代核电技术（高温气冷堆技术）的石岛湾核电站所配套研发的核级排放阀通过鉴定。公司以此项目为依托，已申请扩大核级截止阀合格许可证书的温度范围（由 350℃ 扩大到 576℃）。
2017 年	为具有中国自主知识产权的三代核电技术“华龙一号”项目（防城港 3&4 号机组）配套研制的核级电动波纹管截止阀样机通过鉴定。首次在公司自建热态试验回路上开展“热态可运行试验”、“热态寿命试验”和“流体阻断试验”。 中标英国欣克利角 C 核电项目（HPC 项目）。HPC 项目由法国电力集团和中国广核集团牵头的中方联合体共同投资建设，拟建设 2 台采用 EPR 技术的核电机组，总装机 320 万千瓦，总造价高达 180 亿英镑，建成后可满足英国 7% 的电力需求。中标产品大部分用于核岛的核级阀门，数量超过 2000 台。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 多年深耕形成资质、技术深厚积淀，大客户战略获份额提升

3.1. 产品广受国外巨头认可，深耕国内大客户推进份额提升

公司的阀门产品凭借可靠的产品性能取得众多大型跨国企业集团的认可，已经成为众多国际级最终用户的合格供应商，是国内阀门行业获得大型跨国企业集团批准最多的企业。多年产品安全使用业绩已成为重要竞争优势，近年来公司与 SHELL、BP、TOTAL 等行业巨头实施了深度战略合作，铸就了客户高粘性和高忠诚度的护城河。

表 12：公司拥有众多大型跨国企业集团的合格供应商资格

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，2012 年石油行业综合排名及原油产量均居全球第一
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，2012 年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一，2012 年炼油能力和油品销量居全球第一；同时，埃克森美孚 2011 年是全球第二大化学公司
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，2012 年原油产量和炼油能力居全球第三
5		委内瑞拉国家石油公司是拉美地区最大的跨国企业，2012 年原油储量居全球第一
6		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一，2012 年油品销量居全球第三
7		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，2012 年油品销量居全球第二，2011 年是全球第六大化学公司
8		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
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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外业务方面，公司已经形成了覆盖全球的多层次营销网络体系。公司在北美洲、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。2019 年 12 月，

公司拟以自有资金 1,130 万欧元收购德国 Econosto International Holding (Deutschland) GmbH 100%的股权。本次收购公司及其旗下控股子公司是德国石油、天然气、电力、船舶、空分和石油化工行业的工程总承包解决方案提供商，提供包括德标闸阀、阀门备件及特殊应用阀门。本次收购将进一步帮助公司开拓国际市场、优化产业布局、拓展在国际市场的占有率，为快速进入工业阀门市场规模超 110 亿美元的西欧及俄罗斯市场（Mcilvaine 数据）提供助力。2020 年 4 月，公司发布公告拟以自有资金 1,500 万美元对美国全资子公司 NVI 增资，用于收购关联方 NEWAYMACK, LLC 所持有的办公/仓储/制造大楼，进一步提升企业营运效能与公司治理水平。

图 38：公司营销网络遍布全球



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

国内业务方面，大客户战略持续推进，份额稳步提升，公司收获优于下游行业的业绩增速。2017 年以来，国内阀门行业景气度回升，阀门企业主营业务收入同比增速由 2015-2016 年的-2%~2%提升至 10% 以上。下游景气恢复的同时，公司也在持续深化与万华化学、恒力石化、盛虹石化等国内大客户的战略合作，2019 年 5 月公司与万华化学续签第二个战略合作协议，并签署了万华美国项目阀门集中采购协议，2019 年 9 月与万华-博苏化学在匈牙利签订战略合作协议，为后续万华在欧洲投资化工项目的深入合作奠定了良好的基础，并获得 2019 年万华阀门领域唯一优秀供应商。大客户采购份额的提升带动了国内业务收入的高速增长，前五大客户销售占比也获得提升，2014-2016 年，公司前五大客户销售占比稳定在 18% 左右，2017 年以来，随着大客户采购快速增长，公司前五大客户销售占比达到了 20%-30%，大客户战略成效显著。下游客户采购份额的提升使得公司业绩获得了高于行业的增速，近两年公司国内收入增速表现显著优于万华化学、荣盛石化等国内下游企业。阀门属于工业易耗品，3-5 年后即需要后续维保和更换，目前国内大客户阀门需求仍以新增为主，可以预见的是，和大客户的紧密合作将助

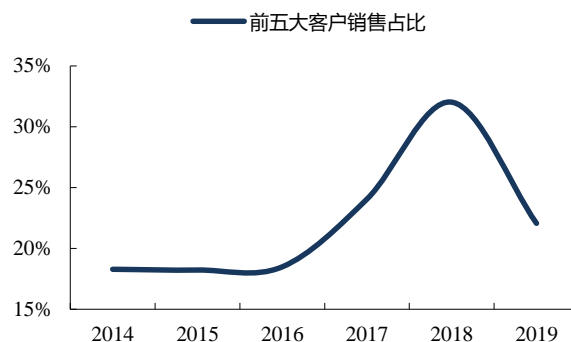
力公司后续切入后市场，在未来 3-5 年存量市场保障一部分固有的营收。

图 39：2017 年以来国内阀门行业景气度提升



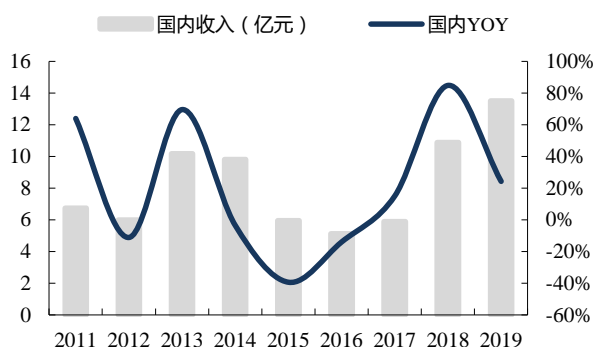
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 40：17-19 年前五大客户销售占比高于 14-16 年



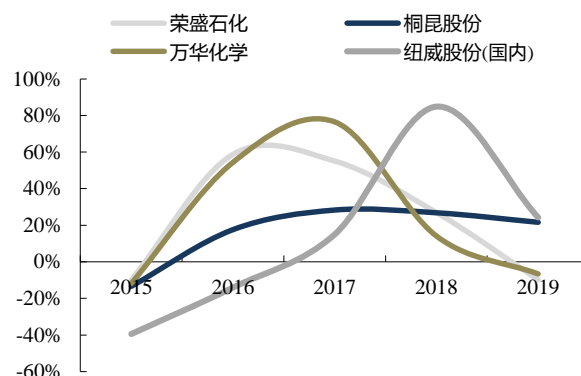
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 41：2017 年以来公司国内收入高速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 42：近两年公司国内收入增速表现优于国内下游企业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 多年深耕形成资质深厚积淀，中高端产品研发不断获得突破

公司产品获得多项质量认证。公司已通过挪威船级社（DNV）的 ISO9001 认证、美国石油学会的 API6D、API6A 认证、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。公司是中国第一家获得欧盟 CE-PED 证书（第四类，H1 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。近年来，公司不断获得超低温三偏心蝶阀、水下闸阀、球阀等产品资格认证，展现了强大的研发实力。

图 43：公司通过的主要质量认证情况

图 44：近年来公司获得多个产品认证展现强大研发实力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

年份	产品	资质认证情况
2019 年	超低温三偏心蝶阀	通过 Shell 专家试验见证，进一步扩大批准范围，成为 Shell 在全球为数不多的蝶阀供应商之一
2018 年	超低温三偏心蝶阀	通过 SHELL 设计验证试验 (DVT)
	蝶阀	率先获得 API641 低逸散型式认证
2017 年	球阀	通过 API 641 型式认证
2015 年	水下闸阀、球阀	通过 FAT 试验、高压舱测试及内部 PR2 测试认证并取得劳氏认证证书

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

研发产品向国际先进水平靠拢，高端阀门领域进展迅猛。公司多年来致力于阀门产品技术的自主创新和发展，已建成世界级的阀门材料实验室和工程实验室，瞄准国际先进水平。在阀门的高端铸件生产技术、逸散性（低泄漏）控制技术、防火技术、高温高压技术、产品大型化、超低温技术等方面在行业内居于领先水平。近年来，公司开展了天然气管线用全焊接阀门、核电、海工、超低温、低泄漏环保等应用领域的研发，项目进展顺利，取得了重大突破。

表 13：公司在研项目不断突破，产品向国际先进标准靠拢

研发项目	进展情况	拟达到目标
56 寸 900LB 全焊接球阀研发	完成 56" 900LB 样机，通过国家鉴定。	56"900LB 全焊接球阀国产化项目通过国家鉴定验收。为以后大口径全焊接球阀接单奠定基础。
32"1500LB 全焊接球阀研发	完成 32"1500LB 订单 3 台顺利交付。	目前国内 1500LB 磅级中最大口径全焊接球阀，填补国内市场空白。
“华龙一号”系列核 1、2、3 级阀门开发	鉴定试验通过，扩大证书范围完成，拥有核 1 级截止阀、止回阀、核 2 级蝶阀的承接、设计、制造资格。形成多项专利结构，获得“华龙一号”系列订单近亿元，包括霞浦示范快堆、漳州核岛隔离阀等项目。	样机通过项目鉴定。获得核 1 级截止阀、止回阀的证书，核 2 级蝶阀的证书，并承接“华龙一号”系列阀门订单。
CAP1400 技术关键位置核级闸阀和球阀样机研制	鉴定试验通过，扩大证书范围完成，拥有核 1 级闸阀、核 2 级球阀的承接、设计、制造资格。	样机通过项目鉴定。获得核 1 级闸阀证书、核 2 级球阀证书，承接 CAP1400 技术应用机组订单。
LNG 卸料臂用 ERS 拉断球阀研发	完成样机设计制造，通过客户验收鉴定。目前样机已经在客户 LNG 卸料臂完成常温、超低温试验。	首次完成 LNG 卸料臂紧急拉断球阀设计、制造，顺利交付客户，打破国外技术垄断。达到客户轻量化、低扭矩要求。
大口径、高磅级顶装	订单样机包括 8in/12in1500LB 超低温顶装	目前生产的压力最高、口径最大的超低温

固定球阀的研发	固定球阀，用于液化天然气（LNG）领域。顺利完成样机研制并通过客户见证试验。	（-196℃）顶装固定球阀产品，填补国内空白，打破国外技术垄断。泄漏量满足 BS6364 要求。
大口径超低温蝶阀双向密封性能研究	完成样机试制，通过内部鉴定	满足 SHELL77-200 要求，通过壳牌型式试验认证（SHELL DVT）
CAP1400 稳压器安全阀研制及试验鉴定	正在生产样机	消化吸收国外先进经验，研制出具有自主知识产权并符合 CAP1400 第三代大型先进压水堆核电站用稳压器安全阀，替代进口。
CAP1400 主蒸汽安全阀的研发	已经通过鉴定	消化吸收国外先进经验，研制出具有自主知识产权并符合 CAP1400 第三代大型先进压水堆核电站用主蒸汽安全阀，替代进口。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中高端产品占比不断提升。2016-2019 年，公司阀门单价逐年提升，从 3,541 元提升至 5,006 元，价格增幅达到 41%，说明公司产品结构中大尺寸、中高端产品占比上升。我们预计，随着公司对产品进一步研发升级，公司中高端产品将进一步放量，推动产品结构不断优化，增强盈利能力。

表 14：近年来公司阀门单价稳步提升

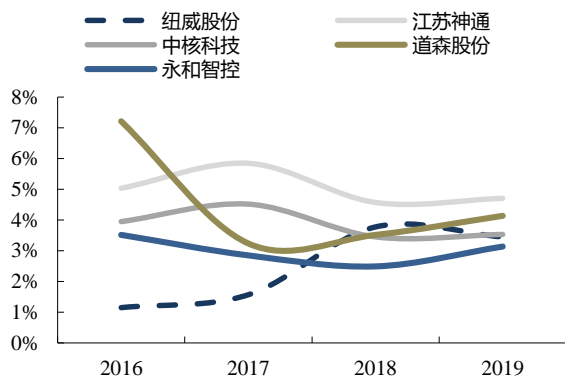
	2016	2017	2018	2019
阀门收入（百万元）	1,963	2,291	2,624	2,851
销售数量（万套）	55.43	59.36	63.5	56.95
YOY		7.1%	7.0%	-10.3%
阀门单价（元/套）	3541	3859	4132	5006
YOY		9.0%	7.1%	21.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

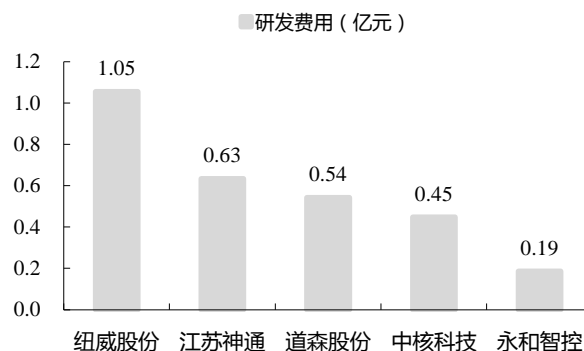
研发费用显著领先国内同行。2017 年以来，在行业竞争对手研发费用率普遍下滑的情况下，公司研发费用率逆势上扬。考虑到公司营收体量领先于行业竞争对手，公司研发费用绝对值要显著高于国内同行。

图 45：近两年公司研发费用率有所提升

图 46：2019 年公司研发费用规模行业居首



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设与盈利预测

我们对公司的整体观点：

公司产品覆盖闸阀、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，具备为石油天然气、化工、电力等行业提供基本覆盖全行业系列产品组合的能力，产品广泛应用于海内外项目，是国内最大的工业阀门制造商和出口商。

中美贸易战背景下阀门进口依赖降低+大炼化领域对产品性价比更敏感的民企占比进一步提升，两大因素带动了国内中高端工业阀门进口替代提速，公司作为国内工业阀门龙头，产品技术水平先进、质量过硬，得到众多国际巨头客户认可，高端阀门研发不断取得突破，有望充分受益进口替代；国内阀门市场格局仍分散，油气、大炼化、核电等下游持续景气背景下，公司积极推进大客户战略提升恒力石化、万华化学等大客户采购占比，收获优于下游行业的增速，阀门产品属性为工业易耗品，大客户后续更换和维保需求也将有力支撑公司业绩。

我们对于公司的各项业务的收入和毛利率预测假设如下：

阀门业务：阀门产品是公司主要收入来源，2019 年收入贡献达到 94%。我们预计，伴随进口替代提速+大炼化等下游应用持续景气，公司深化大客户合作+新研高端产品不断落地提升市占率，阀门业务量价齐升将带动营收继续稳步增长。预计 20-22 年阀门产品收入为 32.0/36.6/42.7 亿元，同比增长 12.2%/14.4%/16.6%。考虑到公司阀门产品结构不断高端化、上游原材料垂直整合不断取得新进展以及高毛利的国内业务占比持续提升，将带动公司毛利率上行，预计 20-22 年阀门产品毛利率为 38.5%/39.0%/39.5%。

零件业务：零件业务目前占比较低，2019 年收入贡献为 5.9%，但同比增长 56.7%，呈现高速增长态势。我们预计，零件业务将跟随阀门业务协同发展，并且随着未来阀门市场不断趋向成熟，维修、更新等需求将占据主导地位，零件业务将继续保持高增长态势，盈利能力不断提升。预计 20-22 年零件业务收入为 2.32/2.90/3.62 亿元，同比增长 28.0%/25.0%/25.0%，毛利率为 32.0%/33.0%/34.0%。

其他业务：主要包含铸件、管件等产品收入，随着公司首个锻件工厂于 2019 年下半年投运生产、新铸造工厂将于 2020 年投产试运行，公司其他业务收入也将平稳增长。我们预计 20-22 年其他业务收入为 0.27/0.28/0.29 亿元，同比增长 8.0%/5.0%/5.0%，毛利率维持在 5%。

我们预计 20-22 年公司实现营收 34.6/39.8/46.6 亿元，同比增长 13.1%/15.0%/17.1%；归母净利润分别为 5.55/6.96/8.68 亿元，同比增长 21.8%/25.6%/24.6%。

表 15：纽威股份分产品收入预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
阀门	2624	2851	3199	3659	4267
YOY	14.6%	8.1%	12.2%	14.4%	16.6%
毛利率	33.2%	37.7%	38.5%	39.0%	39.5%
零件	129	181	232	290	362
YOY	93.7%	56.7%	28.0%	25.0%	25.0%
毛利率	68.7%	30.0%	32.0%	33.0%	34.0%
其他业务	28	25	27	28	29
YOY	-26.8%	-11.5%	8.0%	5.0%	5.0%
毛利率	4.4%	-88.9%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	2781	3057	3457	3977	4658
YOY	16.1%	9.9%	13.1%	15.0%	17.1%
综合毛利率	34.5%	36.2%	37.7%	38.3%	38.8%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 公司估值

估值方法一：PE（市盈率法）

公司主要从事阀门的设计、制造和销售，竞争对手主要有中核科技、江苏神通等阀门制造企业。由于中核科技目前在市场上无一致预测，因此除江苏神通，我们还选取了三家泵阀制造企业恒力液压、应流股份、新莱应材作为可比公司。四家可比公司 2020 年预期 PE 平均值为 34.2 倍。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.74/0.93/1.16 元，对应当前股价动态 PE 为 18.1X/14.4X/11.6X，与可比公司相比仍有较大提升空间。

估值方法二：PB（市净率法）

基于 2019 年年报，恒力液压、应流股份、江苏神通、新莱应材四家可比公司 ROE 分别为 25.6%、4.0%、9.1%、8.1%，纽威股份 ROE 为 17.0%，仅次于恒力液压，且显著高于其余三家可比公司。公司 PB 为 3.7X，低于四家可比公司 PB 平均值 5.0X，仍有较大提升空间。

根据 PE、PB 两种估值方法，公司目前股价与可比公司相比显著低估，考虑到目前国内工业阀门市场空间仍然广阔、进口替代处于提速阶段，公司作为国内工业阀门龙头企业将充分受益集中度提升，大炼化、核电等领域产品快速放量，未来估值仍有较大提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 16：可比公司估值

		2020/5/21	市值 (亿元)	净利润（亿元）			PE			PB	ROE (%)
		股价		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
601100.SH	恒立液压	71.0	625.8	16.0	18.6	20.7	39.1	33.6	30.2	10.6	25.6
002438.SZ	江苏神通	7.5	36.4	2.5	3.3	4.2	14.6	11.1	8.8	1.8	9.1
603308.SH	应流股份	15.8	77.1	1.9	2.7	3.5	40.8	29.0	21.9	2.1	4.0
300260.SZ	新莱应材	21.1	42.5	1.0	1.4	2.3	42.2	30.2	18.4	5.4	8.1
可比公司平均							34.2	26.0	19.8	5.0	11.7
603699.SH	纽威股份	13.4	100.4	5.5	7.0	8.7	18.1	14.4	11.6	3.7	17.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

（数据更新到 2020 年 5 月 21 日收盘价，除恒力液压、纽威股份外均采用 wind 一致预期）

5. 风险提示

疫情持续和中美贸易战加剧导致出口收入下滑。2019 年，公司内销收入增长 24%，而海外收入仅增长 0.54%，但海外收入占比仍占据 55.6%，为公司主要收入来源，其中以北美为主。中美贸易战加剧和海外疫情持续影响可能导致公司出口收入进一步下滑，拖累公司整体业绩增长。

民营炼化项目进展不及预期。民营炼化项目是目前公司产品放量较快的领域，万华化学、恒力石化等民营炼化龙头均为公司大客户，一旦民营炼化项目不及预期，将对公司业绩产生较大影响。

大股东减持风险。2019 年 10 月，公司持股 5% 以上股东通泰香港发布减持计划，至 2020 年 5 月的减持计划实施期间内，通泰香港累计减持 2033 万股，占公司总股本 2.71%。若大股东后续继续减持，将对公司股价造成一定的影响。

纽威股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,714	3,824	4,270	4,854	营业收入	3,057	3,457	3,977	4,658
现金	380	332	543	924	减:营业成本	1,949	2,152	2,456	2,852
应收账款	1,507	1,636	1,823	1,904	营业税金及附加	28	35	40	46
存货	1,426	1,264	1,464	1,388	营业费用	317	346	382	419
其他流动资产	400	592	440	638	管理费用	139	297	338	382
非流动资产	1,248	1,213	1,259	1,280	财务费用	-5	13	1	-16
长期股权投资	17	22	30	35	资产减值损失	-11	-14	-39	-27
固定资产	656	642	634	623	加:投资净收益	27	22	22	23
在建工程	258	286	322	356	其他收益	-2	-1	-1	-1
无形资产	114	105	97	86	营业利润	539	649	821	1,024
其他非流动资产	204	158	176	179	加:营业外净收支	5	2	2	3
资产总计	4,961	5,037	5,528	6,134	利润总额	544	650	822	1,026
流动负债	2,230	2,051	2,159	2,271	减:所得税费用	86	102	129	162
短期借款	804	657	711	724	少数股东损益	3	-6	-3	-3
应付账款	661	774	761	824	归属母公司净利润	455	555	696	868
其他流动负债	765	620	688	723	EBIT	589	691	859	1,063
非流动负债	61	67	66	65	EBITDA	674	764	938	1,147
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	61	67	66	65	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,292	2,119	2,225	2,335	每股收益(元)	0.61	0.74	0.93	1.16
少数股东权益	47	41	38	35	每股净资产(元)	3.50	3.84	4.35	5.02
					发行在外股份(百万股)	750	750	750	750
归属母公司股东权益	2,622	2,877	3,266	3,764	ROIC(%)	14.2%	16.2%	17.9%	19.7%
负债和股东权益	4,961	5,037	5,528	6,134	ROE(%)	17.2%	18.8%	21.0%	22.8%
					毛利率(%)	36.2%	37.7%	38.3%	38.8%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.9%	16.0%	17.5%	18.6%
经营活动现金流	77	427	570	806	资产负债率(%)	46.2%	42.1%	40.2%	38.1%
投资活动现金流	294	-21	-102	-84	收入增长率(%)	9.9%	13.1%	15.0%	17.1%
筹资活动现金流	-458	-455	-256	-341	净利润增长率(%)	66.2%	21.8%	25.6%	24.6%
现金净增加额	-82	-49	211	381	P/E	22.03	18.10	14.41	11.56
折旧和摊销	85	73	78	85	P/B	3.83	3.49	3.07	2.67
资本开支	318	-1	22	14	EV/EBITDA	15.68	13.70	10.99	8.66
营运资本变动	-438	-190	-180	-105					

数据来源: 贝格数据, 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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。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。

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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,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:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 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% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 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>