

纽威股份 (603699)

国产工业阀门龙头，受益中国 EPC 总包商带动油服产业链出海

买入 (维持)

2024 年 09 月 11 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 韦译捷

执业证书: S0600524080006
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4059	5544	6869	7989	9422
同比 (%)	2.46	36.59	23.89	16.30	17.95
归母净利润 (百万元)	466.12	721.80	953.16	1,197.06	1,479.99
同比 (%)	23.49	54.85	32.05	25.59	23.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.61	0.95	1.25	1.57	1.95
P/E (现价&最新摊薄)	30.69	19.82	15.01	11.95	9.66

投资要点

■ 纽威股份：国产工业阀门龙头，产品覆盖下游众多细分行业

纽威股份主营阀门的设计、制造和销售，是国内综合实力领先的工业阀门供应商。阀门行业下游覆盖较多的细分行业，其中油气开采、化工、海工造船等是公司核心业务领域。公司由油气领域起家，应用于油气领域的阀门产品贡献了较多收入，在保持传统优势行业强大竞争力的同时，公司也在不断拓展深海阀门、核电阀门等新型高端阀门领域。

■ “一带一路”合作深化，中国 EPC 总包商带动国产阀门出海中东

中国与中东地区国家为重要的战略合作伙伴，2023 年中国进口原油共计 5.7 亿吨，其中来自 OPEC 成员国原油共计 2.4 亿吨，占中国总进口比例 42.3%，中国进口原油占 OPEC 总出口的 24.3%。根据中国全球投资&建设追踪数据，2020-2024 年 6 月中国对外主要投资&建设项目中能源板块达 1462 亿美元，对沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋、科威特、阿曼、安哥拉（非洲）6 国能源行业投资&建设项目累计达 440 亿美元，其中主要的油气项目为 242.5 亿美元，按 EPC 项目阀门价值量占比 4%-10% 计算，对应 9.7-24.3 亿美元阀门市场空间。受益于“一带一路”合作深化，国内 EPC 总包商出海，海外在手订单能见度高，公司海外营收有望迎来高增速。

■ 海外高端市场&全产业链布局，资本开支高峰期已过业绩释放能力强

(1) 资质齐全+多年产品安全应用经验已成为重要竞争优势，纽威股份与 SHELL、TOTAL、中石油、中石化等全球能源行业巨头建立了长期稳固的合作关系，铸就高忠诚度护城河。纽威股份自创立之初就以海外布局为根基，在国际市场具有较高知名度，海外营收占比长期高于国内。

(2) 公司自上而下实现原料生产、阀门设计、磨具与加工全环节、产品销售覆盖，并产生协同效应。公司拥有三家阀门铸件生产配套企业和一家锻件生产配套企业，可生产各种碳钢、不锈钢、合金钢铸锻件。通过原材料垂直整合，减少原材料价格波动对公司盈利能力的影响，提高质量管理能力。

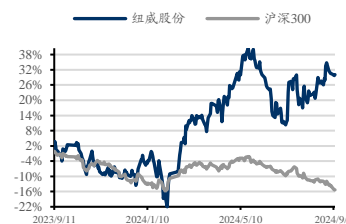
(3) 资本开支高峰期已过，业绩释放能力增强。2023 年公司在建工程仅 700 万，同比-94%；固定资产当期折旧 1.5 亿元，同比略增 0.16 亿元，资本开支高峰期已过业绩释放能力增强。

(4) 公司应用 SAP 软件系统实现信息化管理，销售人员占比极低，人均高创收能力。公司拥有技术支持团队，销售人员智能化办公。2023 年总 3744 名员工中，销售人员仅有 190 人占比 5%，相比于可比行业公司处于较低水平。

■ 盈利预测与投资评级：受益中国 EPC 总包商带动阀门产业出海，叠加海工造船高景气，公司前期布局的产品、资质、积累的口碑开始变现。我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 9.5 (原值 9.5) / 12.0 (原值 11.2) / 14.8 (原值 13.0) 亿元，当前市值对应 PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：原材料价格上涨、汇率波动风险、油气产业周期波动、下游资本开支不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.81
一年最低/最高价	11.25/21.21
市净率(倍)	3.70
流通 A 股市值(百万元)	14,089.86
总市值(百万元)	14,302.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.09
资产负债率(% ,LF)	52.20
总股本(百万股)	760.39
流通 A 股(百万股)	749.06

相关研究

《纽威股份(603699): 2024 年中报点评: 业绩符合预期, 持续受益油气产业链出海+海工造船高景气》

2024-08-25

《纽威股份(603699): 2.2 亿元扩产铸件产能, 看好海外&油气炼化业务持续放量》

2024-08-16

投资案件

1、关键假设、驱动因素：

- 1) 中东地区是全球油气资源最为丰富的区域，拥有全球近 50% 的探明石油储量，天然气储量也占全球的近 40%。资源禀赋优势使中东在全球能源市场中占据着举足轻重的地位，因此中东油服市场也是全世界最高端的市场。
- 2) 油气产业是中东国家的财政支柱产业，为其经济增长和社会发展提供了重要资金支持。在当前油价高位维稳的趋势下，中东国家具备充足的动力加大油气项目建设和维保的投入，以确保其产能扩张并维持稳定的出口收入。
- 3) 受益于“一带一路”倡议的持续深化，中东国家与中国的合作不断加强。中国油服产业链的企业凭借成熟的技术和逐步提升的国际影响力，正成为中东油气项目的重要合作伙伴。中东国家与中国油服企业的合作趋势日益明确，未来双方有望在更大范围内开展深层次的产业合作，共同推动油气产业的发展。

2、我们与市场不同的观点：

- 1) 市场观点：市场认为在全球能源向绿色清洁转型的趋势下，传统油气产业将会受到新能源革命的冲击，随着清洁能源技术的发展和推广，油气的需求和投资前景可能逐渐减弱。
- 2) 我们的观点：我们认为，尽管清洁能源的转型正在加速，全球油气需求在中长期内仍将保持上升趋势。
 - ① 全球各国和各地区的发展水平存在显著差异，只有极少数发达国家具备全面推行清洁能源转型的能力和动力。与此同时，许多发展中国家在中长期内仍将依赖于传统能源，在发展中国家推动工业化和城市化进程的背景下，油气资源的需求量仍然可观。
 - ② 国际油价在高位维稳的情况下，中东各国具有充足的动力将现有的油气资源储备变现，最大化其经济收益，为中国油服产业链带来了深度合作的机遇。随着“一带一路”合作的深化，中国油服企业凭借成熟的技术和不断提升的国际竞争力，有望在中东的油气开发和维护中获得更多机会，成为该地区能源合作的重要参与者。

3、股价驱动因素：

短期：国内外油气项目订单持续释放

中期：中国 EPC 总包商带动油服产业链出海“一带一路”

长期：全球油气需求保持、国际油价高位维稳

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，产品覆盖下游众多细分行业	6
1.1. 股权结构稳定，2023 年创始人退居幕后交任年轻高管团队.....	6
1.2. 公司阀门产品覆盖下游众多细分行业，与大型跨国集团深度合作.....	8
1.3. 公司盈利能力主要受规模效应与原材料价格影响.....	10
2. 工业阀门市场：行业整体“大而散”，油气开采&海工造船高端市场引领增长	12
2.1. 整体竞争格局高度分散，企业绝对市占率较低.....	13
2.2. 高端阀门工况严苛、高技术含量，头部市场相对集中.....	14
2.3. 阀门市场位于油气产业链上游，与油气公司资本开支高度相关.....	16
2.3.1. 我国油气能源对外高依存度，核心产区产量压力大.....	17
2.3.2. 能源安全政策驱动下，“三桶油”资本开支与油价逐步脱钩.....	18
2.3.3. 公司国内营收与“三桶油”资本开支相关联.....	19
2.4. 海工市场加速回暖，FPSO 等高价值量海工订单陆续释放.....	20
3. 阀门出海：“一带一路”合作深化，中国 EPC 总包商有望带动阀门产业链出海中东	23
3.1. “一带一路”合作深化，中国与中东地区互利共惠.....	23
3.2. 国际油价高位维稳下，中东油气市场迎来新机遇.....	24
3.3. 中国投资&建设项目聚焦于能源板块，集中于“一带一路”中东等地区.....	25
3.4. 2022 年后公司海外市场份额实现突破，营收高增可持续.....	29
4. 公司亮点：海外高端市场&全产业链布局，资本开支高峰期已过业绩释放能力增强	30
4.1. 海外高端市场布局：资质齐全&产品多年安全应用经验.....	30
4.2. 全产业链布局：自制机床&铸锻件产能实现产业链协同效应.....	31
4.3. 资本开支高峰期已过，业绩释放能力增强.....	32
4.4. 应用 SAP 软件实现系统信息化管理，销售人员人均高创收能力.....	34
5. 盈利预测与投资建议	35
5.1. 盈利预测.....	35
5.2. 投资建议.....	36
6. 风险提示	36

图表目录

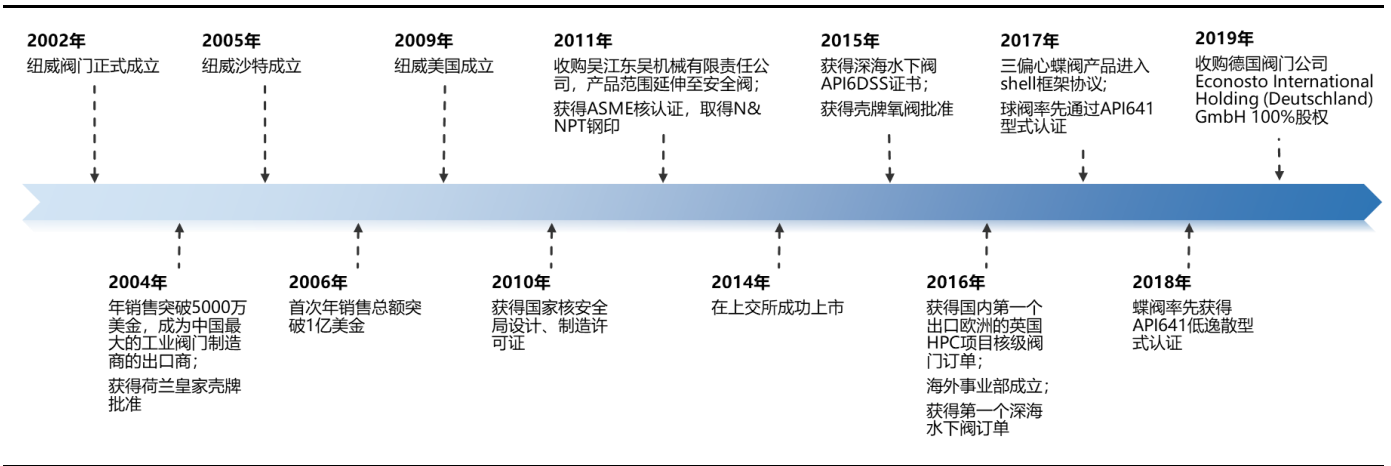
图 1:	纽威股份自 2004 年后便成为中国最大的工业阀门制造商和出口商.....	6
图 2:	公司股权结构图 (截至 2024 年 6 月 30 日)	7
图 3:	公司已获得 50+项国际质量相关认证	9
图 4:	公司全球销售服务网络布局.....	9
图 5:	2009-2024 公司业绩复盘, 毛利率主要受“三桶油”资本开支及原材料价格影响	10
图 6:	公司 2024 年上半年毛利率 35.5%、净利率 17.4%.....	11
图 7:	公司期间费用率随着营收规模增长而下降.....	11
图 8:	公司营业成本拆分情况.....	11
图 9:	直接材料/营业成本主要受废钢价格影响	11
图 10:	2021-2026 年全球阀门制造业市场规模	12
图 11:	2021 年全球工业阀门市场结构.....	12
图 12:	2021-2026 年中国阀门制造业市场规模	12
图 13:	2021 年中国工业阀门市场结构.....	12
图 14:	全球前十大阀门企业市占率.....	14
图 15:	中国阀门制造产业链企业分布热力图.....	14
图 16:	高端工业阀门行业的资质认证壁垒.....	16
图 17:	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.....	16
图 18:	2023 年我国原油进口依存度为 73%	17
图 19:	2023 年我国天然气进口依存度 42%	17
图 20:	大庆市 GDP 走势与布伦特原油价格高度相关.....	18
图 21:	大庆市原油产值与第二产业 GDP.....	18
图 22:	能源安全政策驱动下, “三桶油” 资本开支与油价逐步脱钩.....	18
图 23:	复盘“三桶油”业绩: 当油价稳定于 50 美元/桶以上时, “三桶油” 可实现盈利	19
图 24:	“三桶油” 资本开支一定程度受国际油价影响.....	20
图 25:	公司国内业绩与“三桶油” 资本开支存在关联.....	20
图 26:	全球海洋油气开发资本支出规模.....	20
图 27:	全球海工装备订单成交金额回暖 (亿美元)	20
图 28:	巴西国油上调资本开支计划 (亿美元)	21
图 29:	FPSO (含 FLNG) 订单情况及预期	22
图 30:	14 万方以上 LNG 船历史交付及预期 (艘)	22
图 31:	各船厂 2024-2028 年预计交付 LNG 船订单份额	22
图 32:	中国与 OPEC 国家油气合作持续深化	23
图 33:	2023 年世界原油区域间贸易 (千桶/天)	24
图 34:	中国原油需求量按行业划分 (百万桶/天)	24
图 35:	2023 年中国前十大进口原油国.....	24
图 36:	中东四国 2010-2024 年原油日产量 (千桶/天)	25
图 37:	三大油服巨头在中东&亚洲地区营收 (亿美元)	25
图 38:	2020-2024 年 6 月中国对外主要投资&建设项目热力图、行业分布 (亿美元)	25
图 39:	EPC 工程建设项目基本流程及时间节点	26
图 40:	2020-2024 年 6 月对沙特投资&建设 (亿美元)	26
图 41:	2020-2024 年 6 月对伊拉克投资&建设 (亿美元)	26
图 42:	公司营收分国内外波动情况 (亿元)	29

图 43:	公司营收分地区占比情况.....	31
图 44:	公司各项毛利率情况.....	31
图 45:	纽威股份垂直整合供应链, 实现集约化生产.....	31
图 46:	纽威数控的股权结构 vs 纽威股份的股权结构.....	31
图 47:	四大铸锻造厂.....	32
图 48:	公司在建工程几乎完全转固 (亿元).....	33
图 49:	公司固定资产原值情况 (亿元).....	33
图 50:	公司固定资产历年折旧情况 (亿元).....	33
图 51:	公司固定资产账面余额情况 (亿元).....	33
图 52:	纽威股份应用 SAP 软件系统实现信息化管理.....	34
图 53:	工业阀门龙头纽威股份公司人员情况.....	34
图 54:	仪表行业龙头川仪股份公司人员情况.....	34
图 55:	水泵行业龙头中金环境公司人员情况.....	34
表 1:	新的高管团队偏年轻化为公司注入新鲜活力.....	7
表 2:	公司产品广泛应用于各工业领域的海内外项目.....	8
表 3:	公司拥有众多大型跨国企业集团的合格供应商资格.....	9
表 4:	2021 年全球前 15 大阀门企业阀门销售额.....	13
表 5:	2023 年中国前十大阀门企业.....	14
表 6:	不同工业阀门市场层次的竞争程度.....	15
表 7:	中国船厂 2024 年主要海工装备接单.....	21
表 8:	2020-2024 年 6 月中国对中东地区主要能源行业投资&建设项目.....	27
表 9:	公司主要下游行业资质及认证客户.....	30
表 10:	公司主要产能梳理.....	32
表 11:	纽威股份收入拆分 (2021-2026E).....	35
表 12:	可比公司估值表.....	36

1. 纽威股份：国内最大的工业阀门制造商和出口商，产品覆盖下游众多细分行业

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。上市后公司营收规模增长迅速，2019年营收突破30亿，2022年破40亿，2023年破50亿。

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



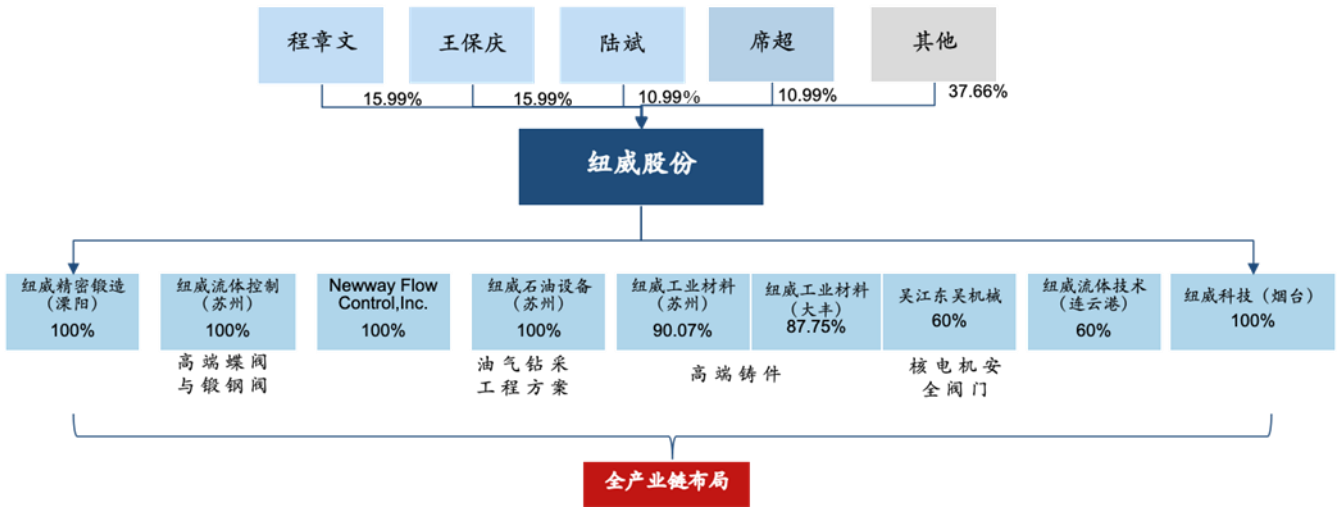
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 股权结构稳定，2023年创始人退居幕后交任年轻高管团队

公司股权集中稳定，创始人退居幕后交任年轻高管团队。截至2024年6月30日，公司四位创始人程章文、王保庆、陆斌、席超分别直接持股15.99%/15.99%/10.99%/10.99%，通过纽威集团分别间接持股0.25%，合计持股54.95%，四位创始人为公司实控人，股权结构稳定。2023年四位创始人退居幕后，新的高管团队平均年龄48岁为公司注入新鲜活力。

公司旗下拥有9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，溧阳工厂主锻造负责锻件制造，东吴机械、纽威石油设备、纽威流体和纽威越南等主营阀门类产品总装制造。

图2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 6 月 30 日)



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 新的高管团队偏年轻化为公司注入新鲜活力

姓名	职务	年龄	持股比例	简介
鲁良锋	董事长	43	0.09%	1982年7月出生, 研究生学历。2006年至2009年担任本公司海外销售工程师;2009年至2011年担任纽威美国公司销售经理;2011年至2016年历任本公司阀门事业部海外营销部经理, 总监;2017年至今历任本公司阀门事业部副总经理兼纽威新加坡公司总经理, 副总经理兼工厂厂长, 阀门事业部总经理。
黎娜	董事, 副总经理	42	0.09%	1983年5月出生, 工商管理专业, 硕士学历。2005年任公司质量工程师, 2007年任公司质量经理, 2009年任公司总经理助理;2012年至2021年任公司副总经理, 分管阀门事业部国内营销工作;2022年至今, 任公司石油设备事业部总经理。
冯银龙	董事, 总经理	38	0.07%	1987年1月出生, 研究生学历。2010年进入本公司研发部, 2011年进入海外营销部, 于2013年至2017年期间担任海外营销部区域销售主管, 大客户经理, 海外营销部总监, 2018年至2020年任纽威新加坡公司总经理, 纽威阀门事业部营销副总经理和海外事业部运营副总经理。2020年10月至今, 担任纽威海外事业部总经理, 2021年08月至今任本公司副总经理。
程学来	副总经理	53	0.06%	1971年9月出生, 毕业于中国农业大学汽车专业, 大学本科学历, 高级工程师。1996年至1999年任张家港友恒汽车有限公司技术员, 2000年至2002年任苏州纽威阀门股份有限公司设计工程师, 2003年至今历任本公司生产主管, 华山厂厂长, 总经理助理, 副总经理。
庄益军	副总经理	58	0.05%	1967年5月出生, 毕业于美国德克萨斯大学阿林顿商学院, 大学硕士学历, 工程师。1989年至1996年任国家电力部苏州热工研究所工程师, 1996年至2008年任斯必克(中国)有限公司流体设备大中华区商务总监, 2008年至2017年任泰科流体控制(中国)有限公司大中华区区域总监, 2017年至2019年任美国迪主雷克公司中国咨询顾问, 2020年至今历任本公司核电事业部总经理, 副总经理。
凌蕾菁	财务总监, 董事会秘书	53	0.05%	1971年10月出生, 毕业于苏州大学会计与审计专业, 大学本科学历, 中级会计师。1997年至2003年任纽威数控装备(苏州)有限公司财务经理, 2002年至2004年任苏州正和投资有限公司监事, 2015年任青岛泰兴管路系统有限公司董事, 2017年至2019年兼任公司董事会秘书, 2003年至今历任本公司财务经理, 财务总监, 2022年10月至今兼任董事会秘书。2017年8月参加上海证券交易所第92期董事会秘书资格培训并取得董事会秘书培训合格证书。
陆建红	副总经理	43	0.05%	1982年1月出生, 毕业于江苏大学, 大学本科学历, 工程师。2004年至2022年4月任苏州纽威阀门股份有限公司工艺工程师, 生产调度, 生产主管, 铸钢阀制造部经理, 球阀制造部经理, 资源部经理, 铸钢阀检验部经理, 球阀厂厂长。2022年4月至今任苏州纽威阀门股份有限公司副总经理, 兼任工业材料(苏州)有限公司总经理。
陈斌	副总经理	55	0.05%	1969年9月出生, 毕业于郑州纺织工学院机械设计与制造专业, 大学本科学历。2015年获西安交通大学高级工商管理硕士学位, 1995年至1996年任昆山纺织机械厂技术员, 1997年至2004年历任苏州纽威机械有限公司设计工程师, 生产部主管, 采购部经理, 2005年至2006年任本公司资源部经理, 2007年至2008年任纽威工业材料(大丰)有限公司厂长, 2009年至2014年任苏州纽威铸造有限公司厂长, 2009年至2022年任纽威工业材料(苏州)有限公司副总经理, 总经理, 2009年至2022年任本公司监事。现任公司副总经理。

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 公司阀门产品覆盖下游众多细分行业，与大型跨国集团深度合作

公司阀门覆盖下游众多细分行业，其中油气开采、化工、能源等是核心业务领域。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，应用于油气领域的阀门产品贡献了较多收入，在保持传统优势行业强大竞争力的同时，公司也在不断拓展深海阀门、核电阀门等新型高端阀门领域。

表2: 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
油气开采	勘探	API 6A 阀门及井口装置
	液化天然气	超低温闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀及调节阀
	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
	装卸&储存系统	浅水海底阀
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
	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
	其他化工	提供满足最严格标准（欧洲的 TALuft、ISO15848、SHELL 77/312 低泄漏标准）的阀门产品
能源	核电	满足不同核安全等级要求的闸、截、止、球、蝶阀
	电力	防火、低泄露的电力行业阀门
海洋工业	矿业	硬密封球阀、偏心蝶阀、角阀、刀闸阀、特材阀门
	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
一般工业	深海开采	水下闸阀和 underwater 球阀
一般工业	空气分离	超低温阀门和氧用阀门

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司作为中国最大的阀门生产企业，获得 50+项国际质量相关认证。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，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。

公司全球销售服务网络布局完整，相比国内其他厂商存在先发优势。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，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。

图3: 公司已获得 50+项国际质量相关认证



数据来源：公司公告，东吴证券研究所


图4: 公司全球销售服务网络布局








数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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3: 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

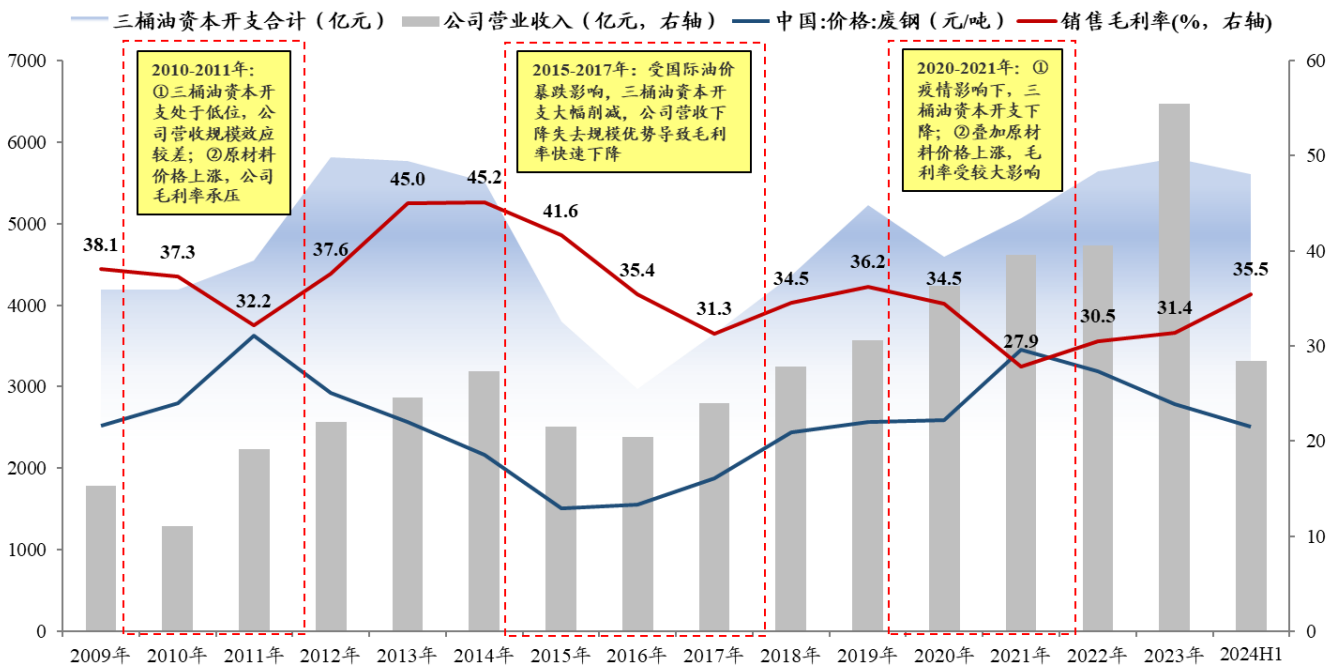
1.3. 公司盈利能力主要受规模效应与原材料价格影响

回顾公司历史业绩，影响公司利润率的因素主要是规模效应及原材料价格，公司营收规模又进一步受“三桶油”资本开支情况影响。

(1) 公司阀门产品深度布局油气开采及石油化工行业，而国内油气行业景气度与“三桶油”资本开支力度存在较大关联性，进而影响公司营收规模。

(2) 公司阀门制造成本中原材料占比常年稳定于80%以上，废钢等原材料价格波动会对公司盈利能力造成较大影响。

图5：2009-2024公司业绩复盘，毛利率主要受“三桶油”资本开支及原材料价格影响

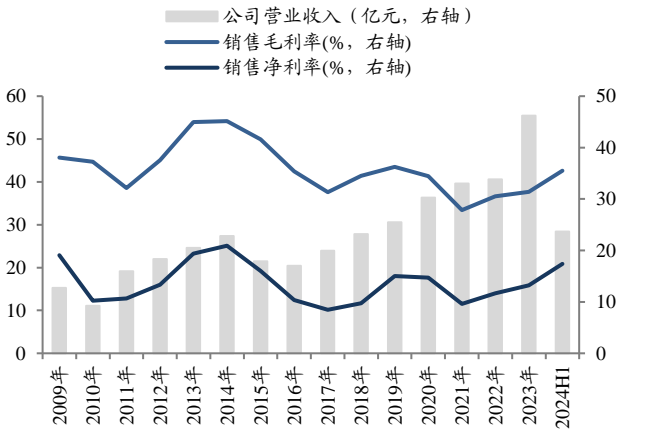


注：三桶油 2024 年资本开支为年初预算总额

数据来源：Wind，东吴证券研究所

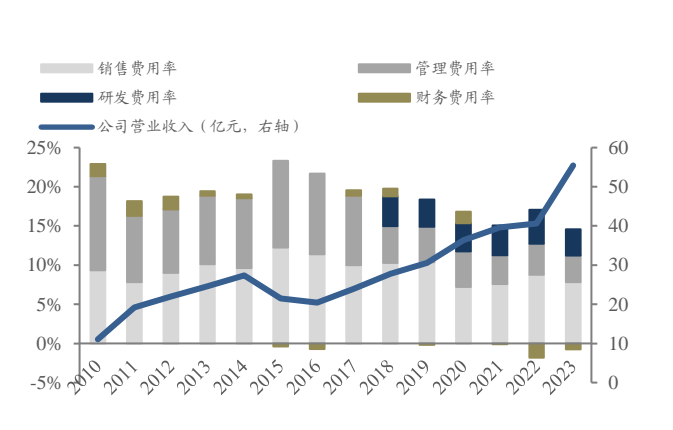
公司盈利能力显著回升，2024年上半年毛利率35.5%、净利率17.4%。公司利润率受营收规模的影响较大，当公司营业收入下降或增长趋缓时，利润率会降低；当公司营收进入增长时期，公司利润率随之增长。当公司收入规模增长时，费用率同样呈下降趋势。2015-2023年，公司期间费用率从22.9%下降至2023年的13.8%，共下降9.1pct，其中销售费用、管理费用率分别下降4.4pct、7.7pct，研发费用率稳定于3.7%左右。

图6：公司2024年上半年毛利率35.5%、净利率17.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

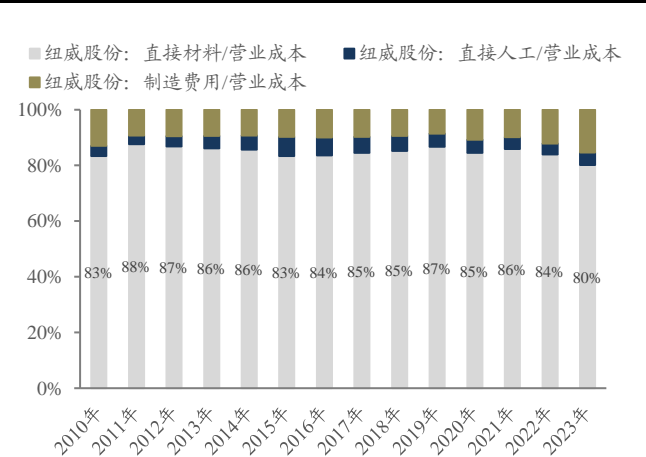
图7：公司期间费用率随着营收规模增长而下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

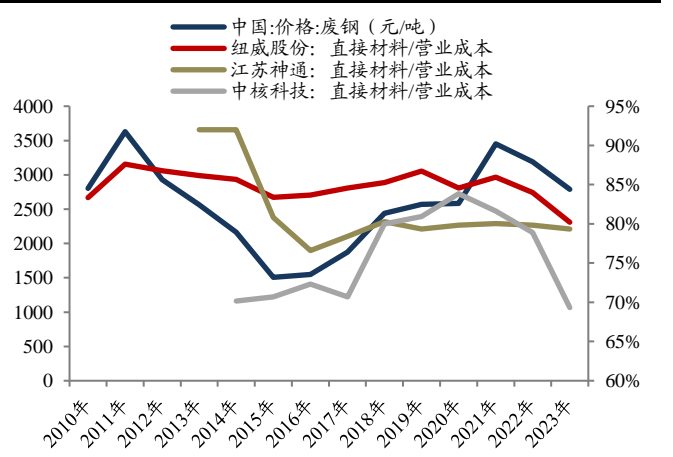
公司直接材料占营业成本比例达80%以上，废钢等原材料价格对公司盈利能力影响较大。公司具备铸锻件厂实现原料加工，通过原材料垂直整合减少了原材料价格波动对公司盈利能力的影响，同时提高了质量管理能力。2023年废钢价格下降致公司直接材料/营业成本下降4pct。公司直接材料/营业成本在同业中处于较高水平，设备折旧、人工费用等在规模效应下得以摊薄。

图8：公司营业成本拆分情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：直接材料/营业成本主要受废钢价格影响

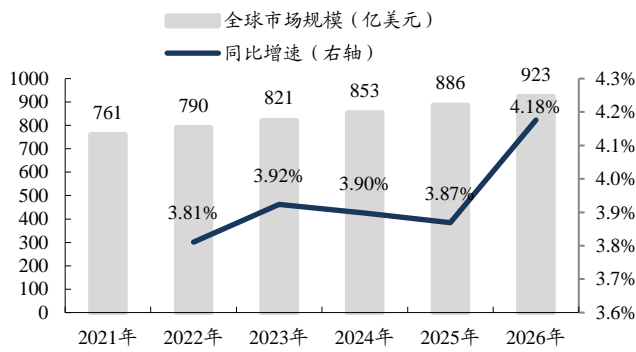


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 工业阀门市场：行业整体“大而散”，油气开采&海工造船高端市场引领增长

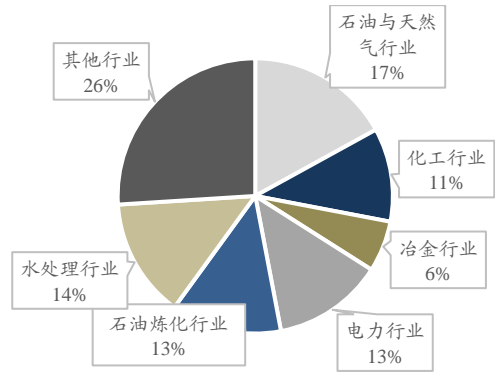
工业阀门应用领域多且分散，市场空间广阔且增长稳定。作为工业管道系统中关键的控制元件，工业阀门承担着调节和控制液体、气体或浆料等流体介质流动的重要功能。其结构通常由阀体、启闭机构和阀盖三部分组成，各部分协同作用，实现流体介质的精确控制与管理。阀门的下游应用领域涵盖了多个行业，主要集中在石油与天然气、化工、电力等重要板块。根据 GIA 数据，预计 2026 年全球阀门制造业市场规模将达 923 亿美元，2021-2026 年 CAGR 达 3.9%；预计 2026 年中国阀门制造业市场规模将达 182 亿美元，2021-2026 年 CAGR 达 6.2%。

图10：2021-2026 年全球阀门制造业市场规模



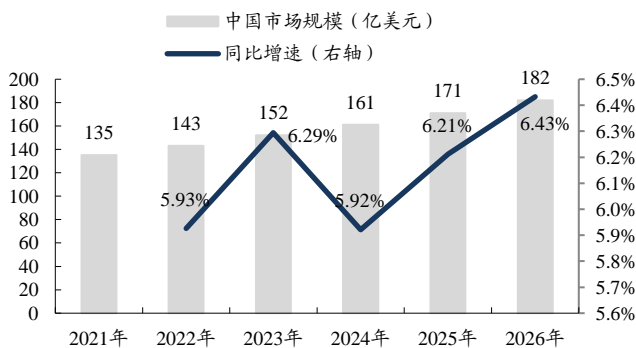
数据来源：GIA，东吴证券研究所

图11：2021 年全球工业阀门市场结构



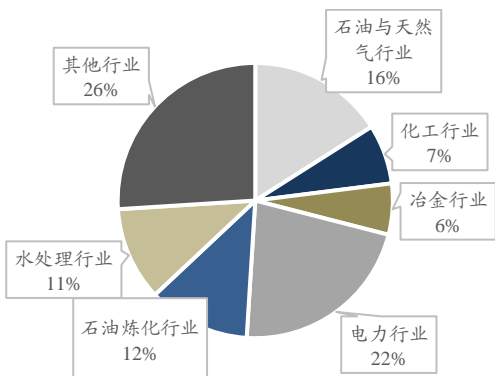
数据来源：Mcilvaine，东吴证券研究所

图12：2021-2026 年中国阀门制造业市场规模



数据来源：GIA，东吴证券研究所

图13：2021 年中国工业阀门市场结构



数据来源：Mcilvaine，东吴证券研究所

2.1. 整体竞争格局高度分散，企业绝对市占率较低

阀门行业市场份额高度分散，全球市场中仅有少数企业能够占据显著份额。即使是行业全球龙头企业艾默生，其市场占有率也仅略超过 5%，其余绝大部分阀门企业的市场占有率则不足 2%，显示出行业内竞争的激烈性和市场格局的分散性。根据 Mcilvaine 数据，2021 年纽威股份公司凭借 4.5 亿美元的销售额跻身全球阀门企业 15 强，成为榜单中唯一的中国企业。中国大部分阀门制造商在全球市场上仍然缺乏足够的竞争力，国内企业普遍存在技术水平和品牌影响力不足的问题。中国阀门企业在提升国际竞争力和扩大市场份额方面，仍有很大的提升空间和发展潜力。

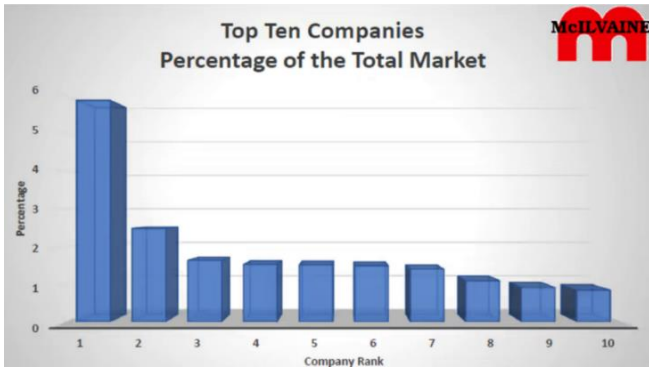
表4: 2021 年全球前 15 大阀门企业阀门销售额

序号	企业名称	所属国家	2021 年阀门销售额(亿美元)	产品主要应用领域
1	艾默生 (Emerson)	美国	37.9	油气、化工、发电、制药、采矿等
2	卡梅隆-斯伦贝谢 (Cameron-Schlumberger)	美国	16	油气、化工等
3	美国福斯阀门(Flowserve)	美国	10.5	油气、化工、发电、水资源等
4	北泽阀门(Kitz)	日本	9.8	石油、化工、制药、能源等
5	克瑞阀门(Crane Company)	美国	9.73	化工、制药、油气、发电等
6	贝克休斯(Baker Hughes)	美国	9.6	油气、化工、火电、核电等
7	埃迈(IMI plc)	英国	9	油气、化工、发电等
8	美卓集团(Metso)	芬兰	7	石化、能源、制浆造纸等
9	萨姆森控制设备 (Samson Controls)	德国	5.9	化工、石油、制药等
10	意阀集团(Valvitalia)	意大利	5.4	油气、管道运输、发电等
11	埃维科 (AVK Group)	丹麦	5.2	水处理、发电、油气、海工、化工等
12	宝德(Birkert)	德国	5	汽车工业、化工、电子、能源、 餐饮、制药等
13	柯蒂斯-怀特公司 (Curtiss-wright)	美国	4.8	油气、化工、发电等
14	维兰(Velan)	加拿大	4.5	油气、核能、化工、制药、LNG 等
15	纽威股份(Neway Valve)	中国	4.5	油气开采、炼化、化工、海工造船、LNG、多晶硅、核电等

数据来源: Mcilvaine, 东吴证券研究所

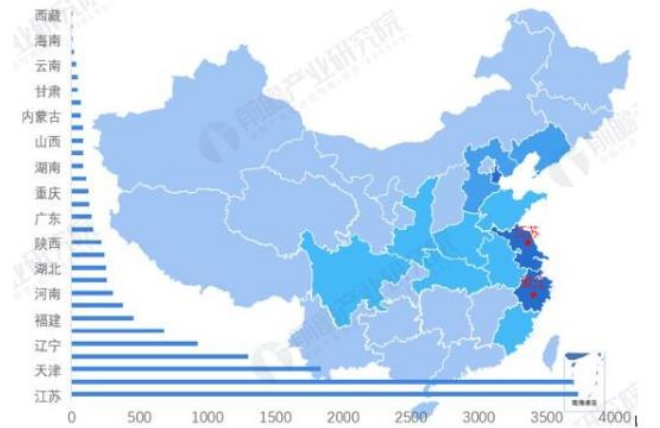
中国阀门市场同样具有集中度低的特点，产业链公司众多。一方面，低端阀门的技术与资金门槛较低，中小企业进入阀门行业相对容易，导致市场竞争激烈；另一方面，阀门定制化需求多样化且分散，中小企业能够凭借其灵活的生产能力，迅速响应市场需求，获得生存和发展的空间。纽威股份凭借不断增长的营收规模稳居国内龙头地位。根据中国阀协的数据，2023 年纽威以 45.6 亿元阀门销售收入排名国内阀门品牌第一。

图14: 全球前十大阀门企业市占率



数据来源: Mcilvaine, 东吴证券研究所

图15: 中国阀门制造产业链企业分布热力图



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

表5: 2023年中国前十大阀门企业

序号	企业名称	阀门销售收入(亿元)	产品主要应用领域
1	苏州纽威阀门股份有限公司	45.6	油气开采、化工、炼油、海工造船、LNG、多晶硅、核电等
2	江苏苏盐阀门机械有限公司	32.2	石油、核电、水利、冶金、化工、电力等
3	远大阀门集团有限公司	26.0	水利、油气、电力、冶金、市政等
4	江苏神通阀门股份有限公司	21.3	核电、冶金、化工等
5	中核苏阀科技实业股份有限公司	18.1	核电、石化、水道
6	重庆川仪调节阀有限公司	16.2	调节阀: 煤化工、石油化工、钢铁、水处理
7	吴忠仪表有限责任公司	15.4	控制阀: 化工、冶金、电站、油气储运、轻工、船舶、水系统
8	超达阀门集团股份有限公司	14.5	石化、煤化工、精细化工、多晶硅、电力、冶金等
9	北京航天石化技术装备工程有限公司	12.3	石化、煤化工、电力等
10	浙江迪艾智控科技股份有限公司	12.2	调水、市政供水、水处理、建筑节能、城市供热等

数据来源: 中国阀协, 东吴证券研究所

2.2. 高端阀门工况严苛、高技术含量，头部市场相对集中

工业阀门需要针对不同客户需求和工况要求对产品进行定制，例如，应用于石油、化工、冶金等行业的工业阀门需适用于高温环境，应用于天然气运输等环节的工业阀门需要适用于超低温环境，而用于给排水领域的工业阀门对工作温度的要求较低，只需适用于常温场合。从技术角度看，工业阀门市场可分为高、中、低端工业阀门市场及民用阀门市场，不同市场竞争层次中的进入门槛和竞争程度不同。

1) **低端工业阀门及民用阀门市场**: 阀门产品需求量大, 技术含量低, 进入门槛不高, 充斥大量家庭式、作坊式小阀门生产企业, 市场竞争程度最高, 利润水平较低。

2) **中端工业阀门市场**: 需求量大, 需要达到工业级质量要求, 技术含量较高, 且终端客户普遍设定合格供应商资格, 因此存在一定行业进入障碍, 竞争水平低于低端工业阀门和民用阀门市场, 利润水平较高。

3) **高端工业阀门**: 为使用环境非常严苛的高端工业阀门, 油气开采、化工、LNG、核电、造船等行业对高端工业阀门的需求量大, 面向这些市场的阀门产品质量要求严格, 技术含量很高, 利润水平高, 市场主要由欧洲、美国、日本的国际知名企业占据(市占率 90%), 国产行业龙头逐步渗透。

表6: 不同工业阀门市场层次的竞争程度

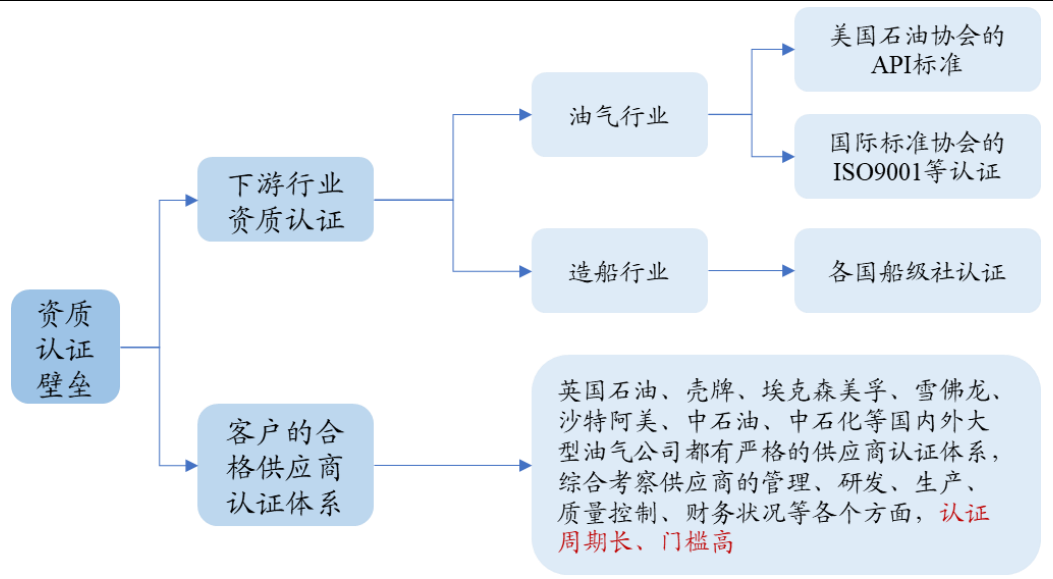
细分市场	市场特点	进入门槛	竞争程度	利润率水平	
工业阀门市场	低端工业阀门及民用阀门市场	需求量大, 技术含量低	低	高, 聚集大量家庭式、作坊式小阀门生产企业	低
	中端工业阀门市场	需求量大, 需要达到工业级质量要求, 技术含量较高	较高, 终端客户普遍设定合格供应商资格	较高, 我国大型阀门企业已占据重要地位	较高
	高端工业阀门市场	下游广泛, 使用环境非常严苛(如超高温、超低温、超高压、真空、有核等极端环境), 技术含量很高	高, 下游行业资质认证+客户的合格供应商资格认证	低, 欧美日国际知名企业主导(市占率 90%), 国产龙头逐步渗透	高

数据来源: 普华有策, 东吴证券研究所

高端工业阀门具有一定的安全性属性, 需具备更高产品性能以获取认证, 获取认证后能够形成较高的客户忠诚度。高端工业阀门通常应用在生产环境恶劣或工艺环境要求较高的工艺环节, 例如在 400℃ 以上的高温或零下 196℃ 以下的超低温环境, 或要求零泄漏的环境, 或介质压力在 40Mpa 以上的高压环境, 或介质具有强腐蚀性的环境, 或通过特殊设计满足现场需求的特种阀门产品。

针对不同的下游应用领域, 工业阀门有不同的资质准入要求。各大下游客户都有严格的供应商认证体系, 供应商还需要满足客户的认证标准, 要求极为严苛。考虑到安全性以及更换供应商潜在的机会成本, 客户在重大项目或重要应用场所更看重过往的工程经验和标杆项目、更倾向于采用现有供应商体系内的一线品牌来保证产品的可靠性。

图16: 高端工业阀门行业的资质认证壁垒



数据来源: Siboss 工业设计, 东吴证券研究所

2.3. 阀门市场位于油气产业链上游, 与油气公司资本开支高度相关

阀门零部件位于油气产业链上游, 终端客户为“三桶油”及海外大型跨国油气公司, 行业景气度与国际油价密切相关。油价的波动直接影响油气开发的经济效益, 石油公司往往根据油价走势来调整其在勘探和开采方面的资本开支。当油价上涨至原油开发成本以上时, 石油公司会加大勘探和开采的力度。油气行业的景气度随之上升, 带动包括阀门制造在内的油服行业进入景气周期。

图17: 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

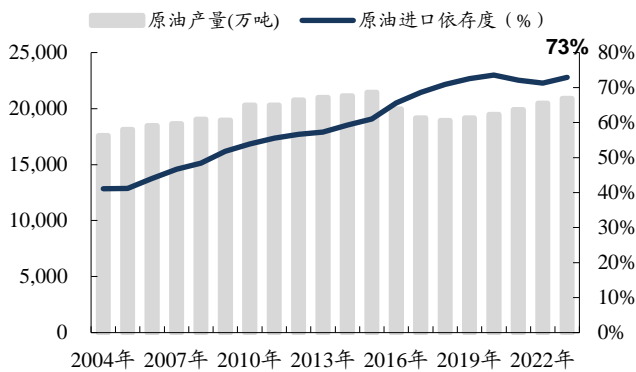


数据来源: 《中国石油钻井》, 公司官网, 东吴证券研究所

2.3.1. 我国油气能源对外高依存度，核心产区产量压力大

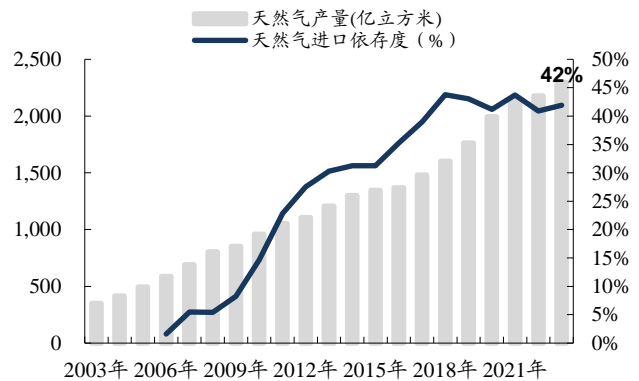
我国能源安全形势严峻，国内油气生产量难以跟进经济实体的高速增长，原油、天然气对外依存度较高。国内石油产量主要依赖于胜利油田和大庆油田等少数大型油田，但这些油田的开采条件并不理想。以大庆油田为例，该油田的油气储藏非常分散，犹如一盆碎裂的陶瓷，难以集中开采，增加了资源开发的复杂性和成本。（1）2009年中国原油对外依存度突破 50%的警戒线；2017年进口依存度达 69%，超越美国成为全球最大的原油进口国；2023年国内原油产量为 2.1 亿吨，进口原油达 5.6 亿吨，进口依存度升至 73%。（2）自 2006年中国开始进口天然气以来，天然气进口依存度持续提升；2023年国内天然气产量为 2297 亿立方米，进口天然气达 1657 亿立方米，进口依存度达 42%。

图18: 2023年我国原油进口依存度为73%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图19: 2023年我国天然气进口依存度42%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

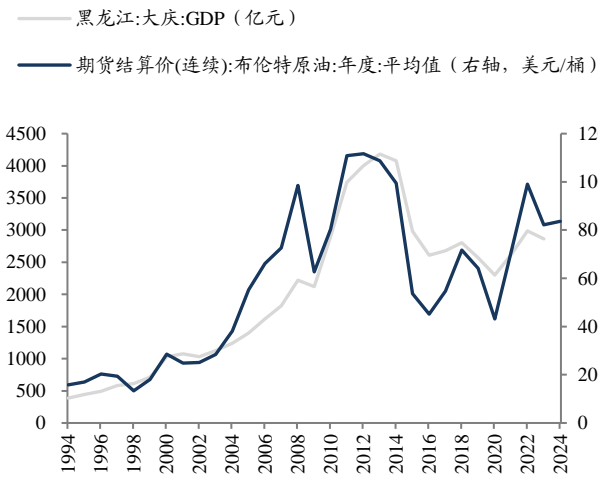
回顾历史，大庆市 GDP 整体走势与国际油价趋势保持高度相关，原油开采为大庆市的支柱产业。大庆市 GDP 数据可一定程度反映大庆油田的生产经营情况。大庆市原油产值在第二产业 GDP 中的占比受美元汇率与国际油价影响，在 50%-80%水平波动。

（1）2009-2014年，原油产量维持在 4 万吨左右，美元汇率从 6.8 下降至 6.2，原油价格从 60 美元涨至 100 美元；

（2）2015-2019年，原油产量逐步下降至 3 万吨，美元汇率从 6.3 回升至 6.9，原油价格暴跌至 40-70 美元水平；

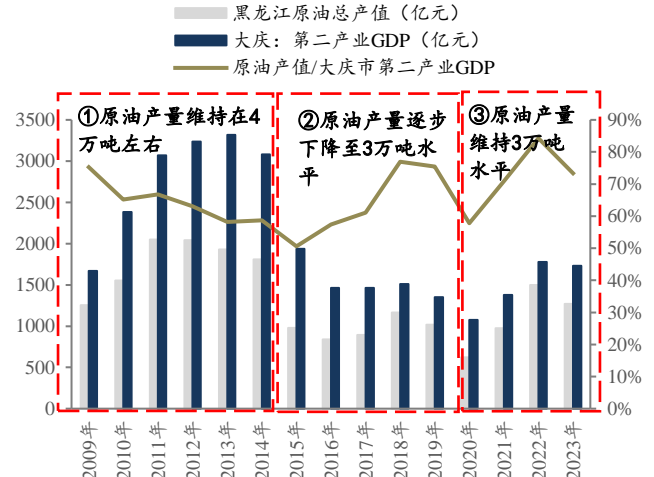
（3）2020-2023年，原油产量维持 3 万吨水平，美元汇率从 6.5 回升至 7.1，原油价格从 40 美元涨至 80 美元以上。

图20: 大庆市 GDP 走势与布伦特原油价格高度相关



数据来源:《全球页岩油资源分布与开发现状——方圆, 2019年》, 东吴证券研究所

图21: 大庆市原油产值与第二产业 GDP

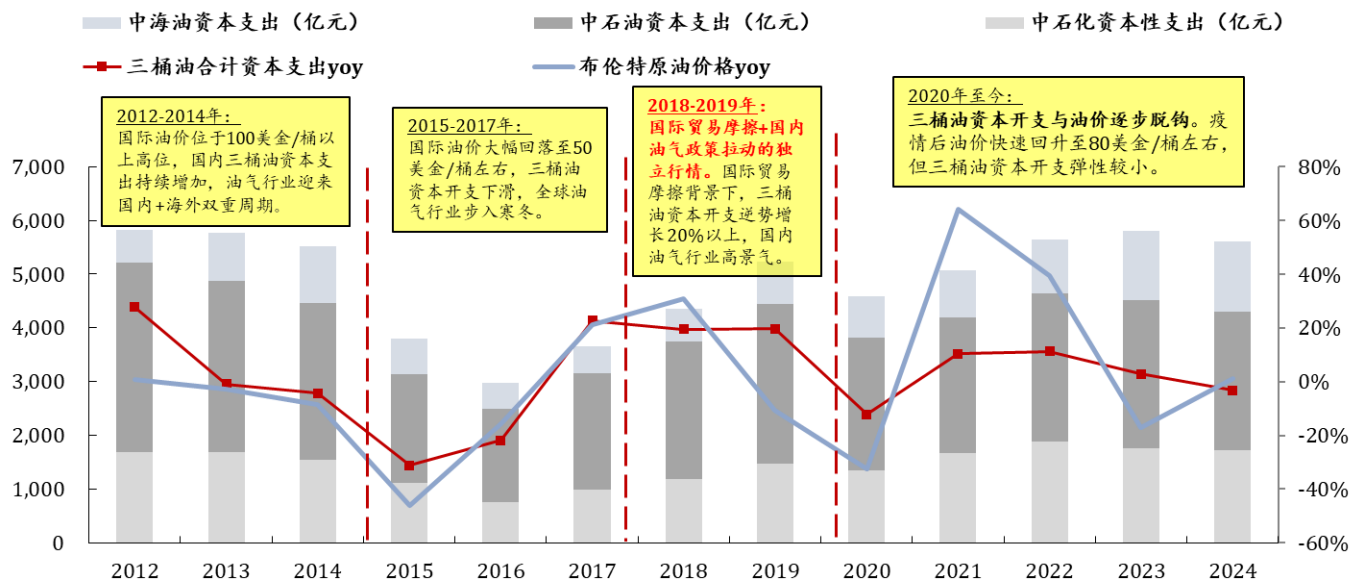


注: 黑龙江原油产值与大庆市原油产值基本一致
数据来源: EIA, 东吴证券研究所

2.3.2. 能源安全政策驱动下, “三桶油” 资本开支与油价逐步脱钩

国内油服行业具有“油价+政策”双重属性。①从经济性看: 历史上三桶油资本开支基本与油价波动走势一致, 高油价时国内油气资本开支具有较大弹性。②从政策性看: 三桶油承担我国能源安全任务, 其资本开支更多围绕国家能源安全及国际关系改变资本开支因素。2024年国内“三桶油”油气资本开支合计约5610亿元, 同比下滑3%。能源事关国家安全, 页岩油气、海油等细分板块成为未来增储上产主力, 2023年我国页岩气产量约250亿方, 近十年复合增速达39%, 未来五年仍有望保持20%-30%复合增速。

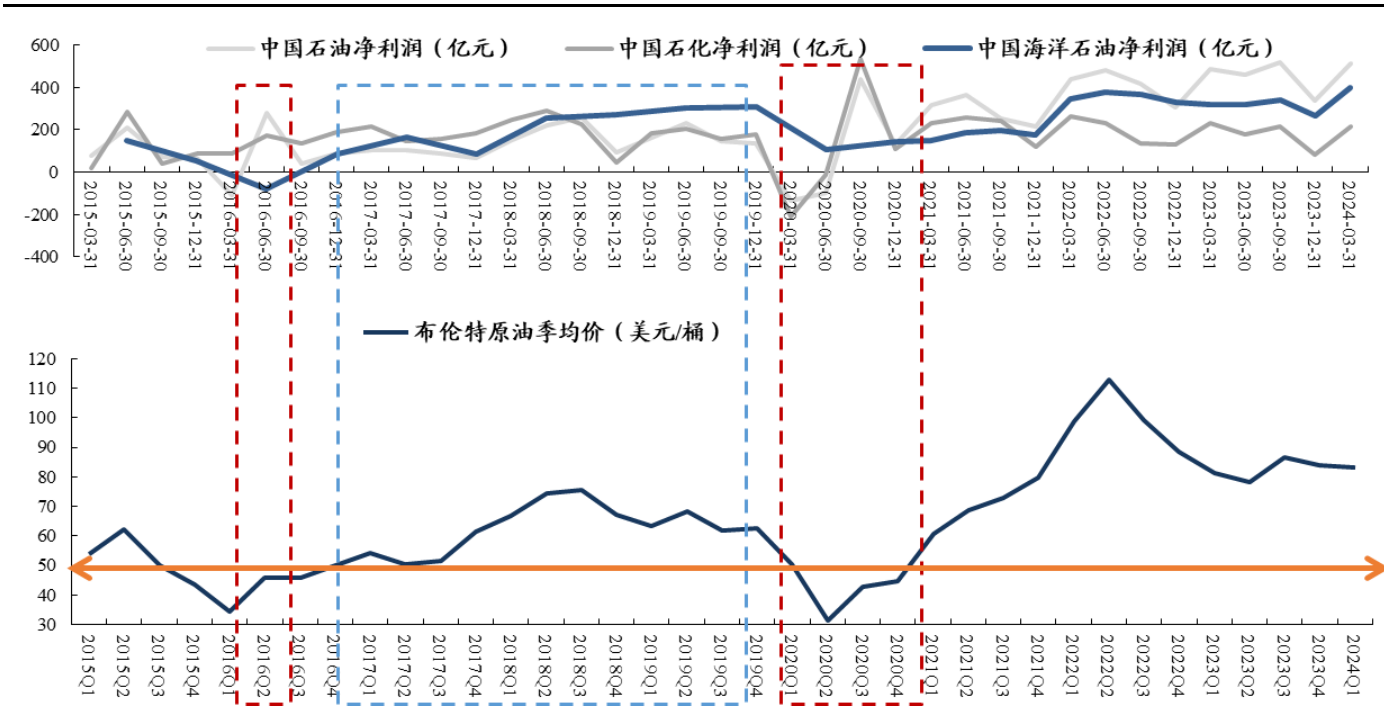
图22: 能源安全政策驱动下, “三桶油” 资本开支与油价逐步脱钩



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

复盘“三桶油”的业绩表现，当国际油价稳定在每桶 50 美元的成本线以上时，“三桶油”能够实现稳定盈利。当油价超过每桶 50 美元时，“三桶油”不仅能够实现盈利，还会因利润空间的扩大而增加资本投入的意愿。油气企业通常会在年初根据油价的基本面制定当年的资本开支计划，并在年内根据实际油价走势和市场状况进行调整。但资本开支的调整通常存在一定的滞后性，通常滞后于油价波动约一年左右。油价的变化对“三桶油”资本支出的影响并非即时显现，而是在后续的开支计划中逐步体现。

图23: 复盘“三桶油”业绩: 当油价稳定于 50 美元/桶以上时, “三桶油”可实现盈利

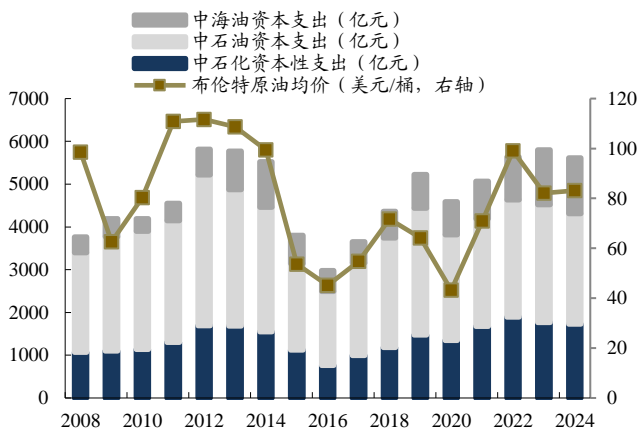


注: 中海油净利润 2021 年前为半年度统计, 2021 年后与中石油、中石化净利润均为单季度统计
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3.3. 公司国内营收与“三桶油”资本开支相关联

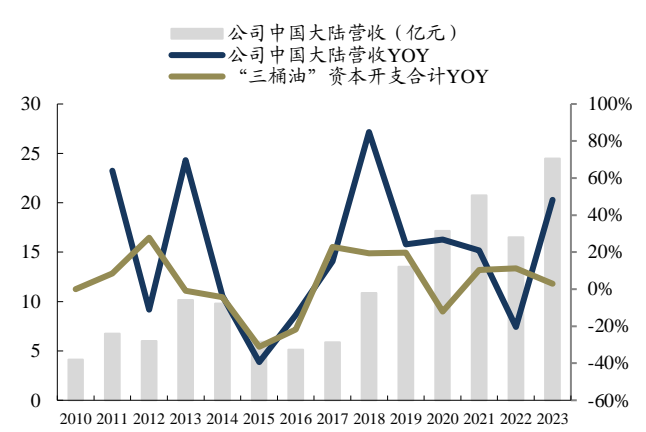
公司作为国内工业阀门龙头, 主要客户为“三桶油”及其相关产业链公司, 国内业绩随三桶油资本开支节奏变化而波动。中石油公布 2024 年资本支出预算总额为 2580 亿元, 较 2023 年实际支出 2753 亿元减少 6.3%; 中海油公布 2024 年资本支出预算总额为 1250-1350 亿元, 较 2023 年预算 1000-1100 亿元增长 14%-35%; 中石化预计 2024 年资本支出为 1730 亿元, 较 2023 年实际支出 1768 亿元微降 2.1%。

图24: “三桶油”资本开支一定程度受国际油价影响



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 公司国内业绩与“三桶油”资本开支存在关联



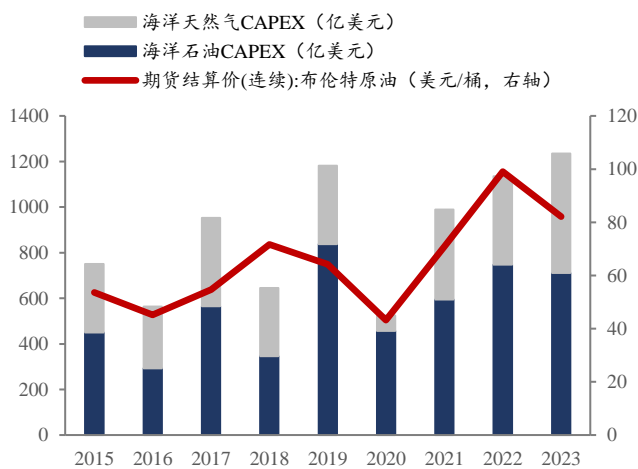
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

2.4. 海工市场加速回暖, FPSO 等高价值量海工订单陆续释放

全球能源供应格局变化, 海洋油气开发呈高景气度。过去几年中全球地缘政治事件频发, 导致全球能源供应格局变化, 国际油价自 2022 年以来高位维稳, 油气公司盈利状况良好, 资本开支意愿明确。2023 年全球海洋油气开发资本支出 1235 亿美元, 创下近十年新高。

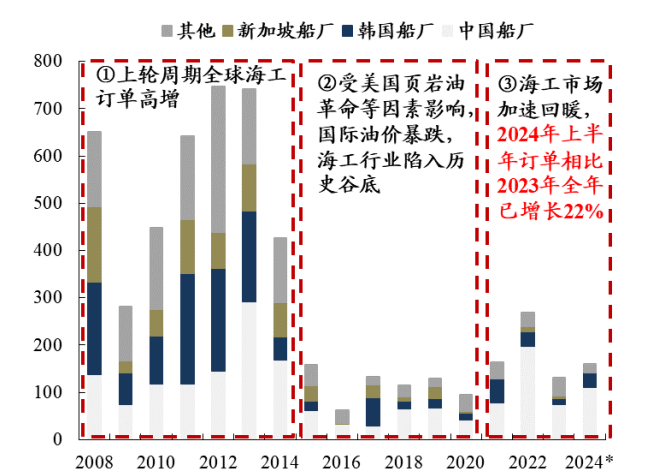
海工装备市场加速回暖, 海洋油气装备为增长主力。据 Clarkson 数据, 2024 年上半年全球海工市场成交金额 157 亿美元 (YOY+59%), 相比 2023 年全年金额已增加 22%。从订单结构看, 海洋油气装备为海工市场复苏的主力: ①巴西国油的 2 艘 FPSO 订单金额达 81.5 亿美元, ②加拿大油气公司 Pembina Pipeline 的 FLNG 订单约 15 亿美元, ③云顶石油天然气有限公司的 FLNG 订单约 10 亿美元。

图26: 全球海洋油气开发资本支出规模



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

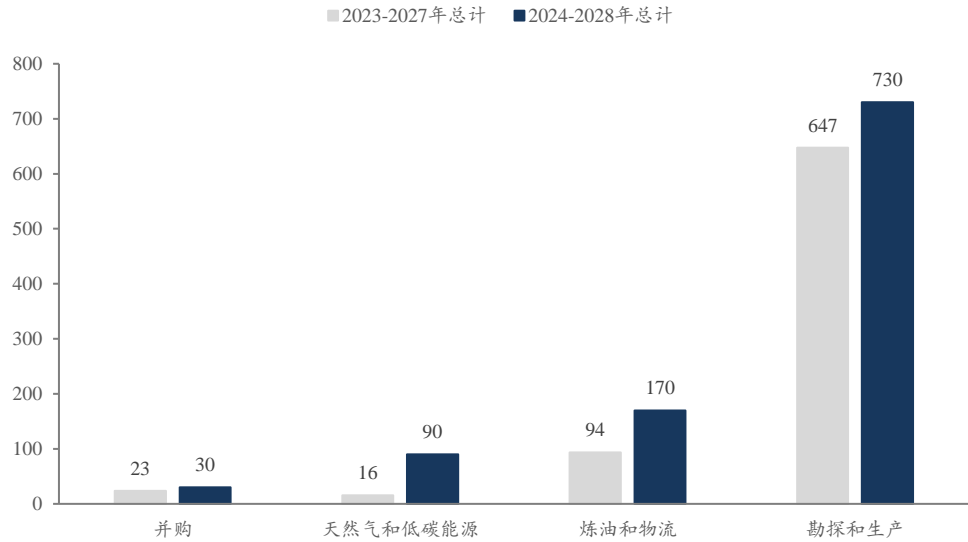
图27: 全球海工装备订单成交金额回暖 (亿美元)



数据来源: Clarkson, 中国船舶工业协会, 东吴证券研究所

巴西国油（全称：巴西国家石油公司）是全球最大的 FPSO 用户，历来是全球海工装备市场的风向标。2022 年以来成交的 12 艘 FPSO 订单中，巴西国油订造了其中 5 艘。巴西国油在年度的战略计划中上调 2024-2028 年间的资本支出达 1020 亿美元，相比此前 2023-2027 年计划的 780 亿美元大幅提升 31%。FPSO 被称为“海上石油加工厂”位于海上石油开采的生产端，单艘价值量在 30-40 亿美元，巴西国油高资本开支信心下后续有望释放更多海工装备大单。

图28：巴西国油上调资本开支计划（亿美元）



数据来源：《巴西国油 2023-2027 战略计划》，东吴证券研究所

中国海工船厂上半年主要接单：（1）2 艘 FPSO：巴西国油的 2 艘 P-84 号和 P-85 号 FPSO 订单由新加坡海工巨头海庭 (Seatrium) 和中集来福士 (中集集团海工板块子公司) 共同承包，中集来福士负责船体、生活楼和部分模块的 EPC (约 15 亿美金)。**（2）1 艘 FLNG：**惠生清洁能源 (中国唯一 FLNG 建造商) 从云顶石油天然气有限公司接获约 10 亿美元 FLNG 合同，建成后将成为印尼第一艘、也是全球第九艘 FLNG。

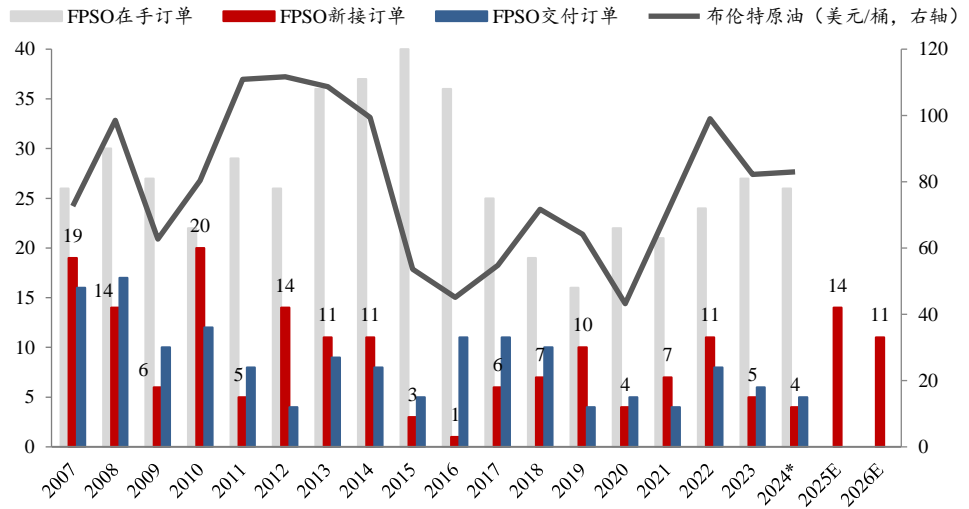
表7：中国船厂 2024 年主要海工装备接单

	船厂	船型	数量	规格	船东
2024/7/10	中集来福士	FPSO 船体/生活楼/模块	2	日产能 22.5 万桶	巴西国家石油公司
2024/6/20	惠生清能	FLNG	1	年产能 120 万吨	云顶集团

数据来源：Clarkson, 龙的船人, 东吴证券研究所

国际油价自 2022 年以来高位维稳，巴西国油等海洋油气公司盈利状况良好，陆续启动 FPSO 建造计划。Clarkson 预计 2024-2026 年新接 FPSO (含 FLNG) 订单将达 9/14/11 艘。海工装备对于阀门的需求量较大门槛较高，单艘 FPSO 的阀门价值量在 5000 万美金左右，对应 2024-2026 年 8/11/14 亿美元的阀门市场空间。

图29: FPSO (含 FLNG) 订单情况及预期



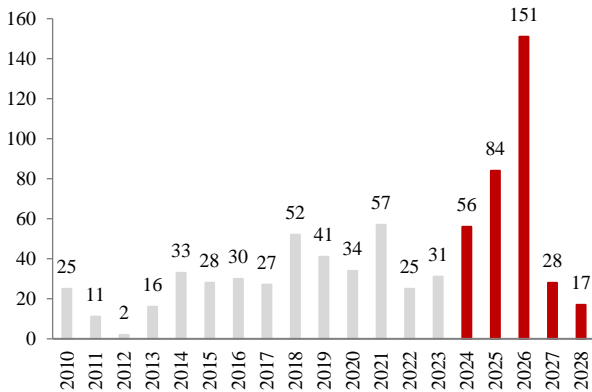
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

2021 年以来俄乌战争等地缘政治冲突带来全球天然气能源供给格局转变, 全世界迎来 LNG 船订单热潮。俄罗斯原先是欧洲地区最大的天然气供应国 (管道运输), 俄乌战争后欧洲需要的天然气只能通过 LNG 船从海外运输。根据 Clarkson 已有订单排期, 2024-2026 年交付的 14 万方以上大型 LNG 运输船将达 56/84/151 艘, 单艘 LNG 船的阀门价值量可达 500 万美元, 对应 3/4/8 亿美元的阀门市场空间。

(1) 中国船厂: 国内 LNG 船以沪东中华为主, 此外大连造船、江南造船等船厂也开始进军高端 LNG 船建造。

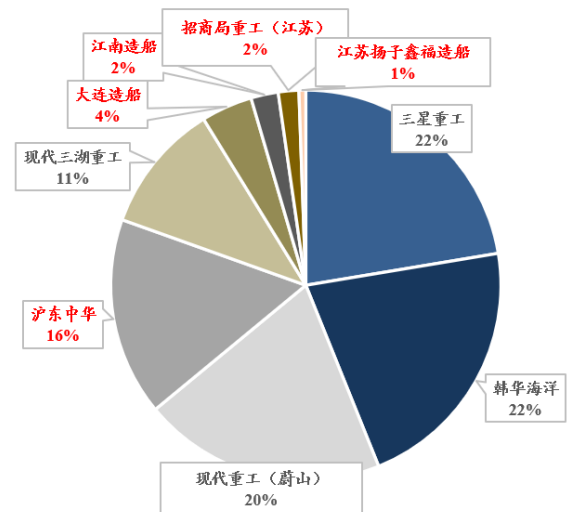
(2) 韩国船厂: LNG 船建造目前仍以韩国三大船厂为主, 公司作为中国工业阀门龙头有望在韩国 LNG 船的供应链体系中占据一定份额。

图30: 14 万方以上 LNG 船历史交付及预期 (艘)



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图31: 各船厂 2024-2028 年预计交付 LNG 船订单份额



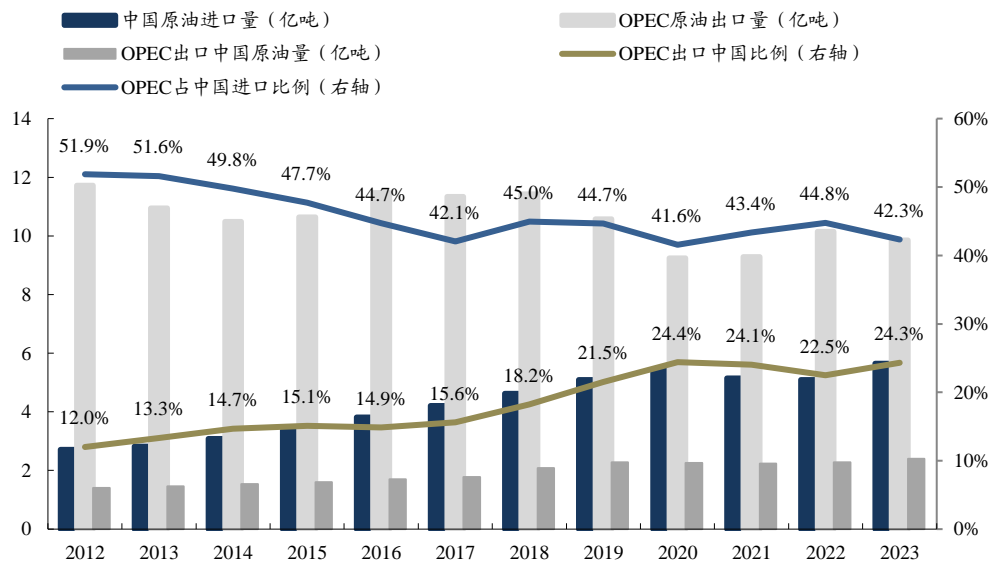
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

3. 阀门出海：“一带一路”合作深化，中国 EPC 总包商有望带动阀门产业链出海中东

3.1. “一带一路”合作深化，中国与中东地区互利共惠

“一带一路”倡议下，油气合作持续深化，中国已经成为 OPEC 国家的重要合作伙伴。2022 年 12 月，习近平主席出席首届中阿国家峰会和首届中国-海湾阿拉伯国家峰会，双方在扩大原油和 LNG 进口及开展人民币结算等方面达成了共识。这些合作将进一步加强中国与 OPEC 国家之间的经济联系，推动双方在能源领域的互利共赢。根据 OPEC 数据，2023 年 OPEC 的全球原油出口总量为 9.9 亿吨，出口至中国原油 2.4 亿吨占总出口的比例达 24.3%。

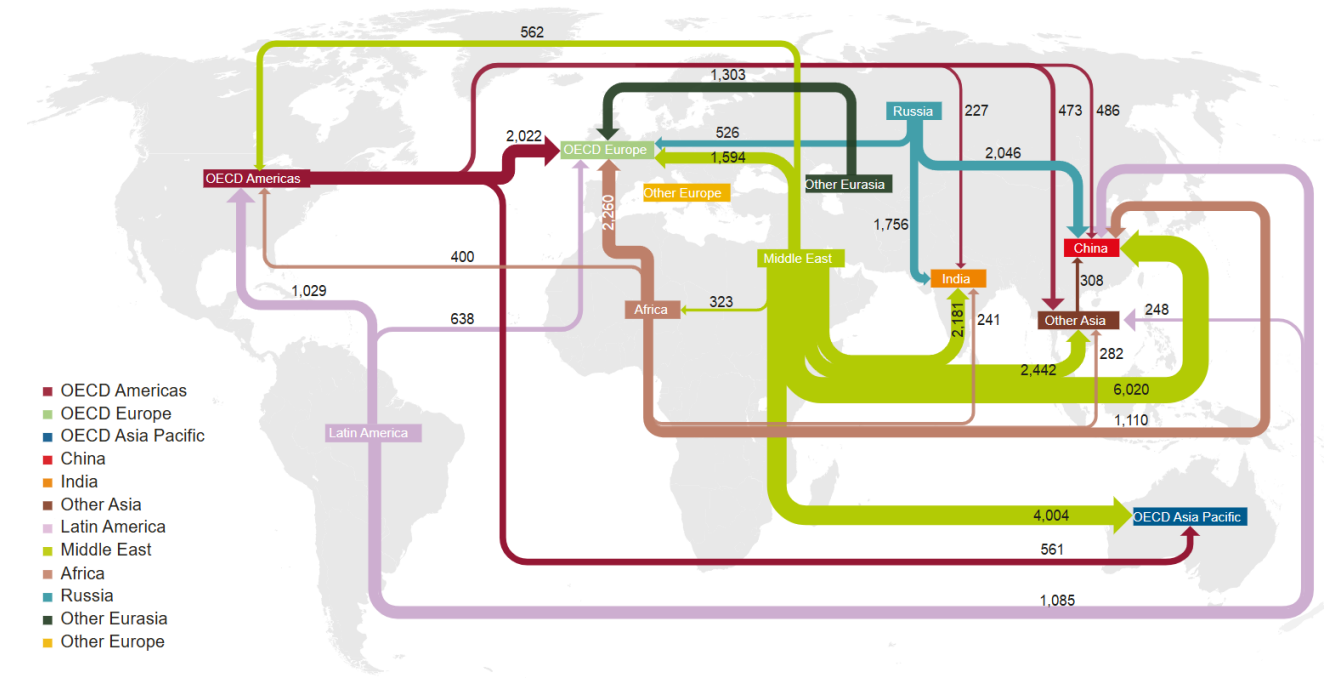
图32: 中国与 OPEC 国家油气合作持续深化



数据来源：OPEC，东吴证券研究所

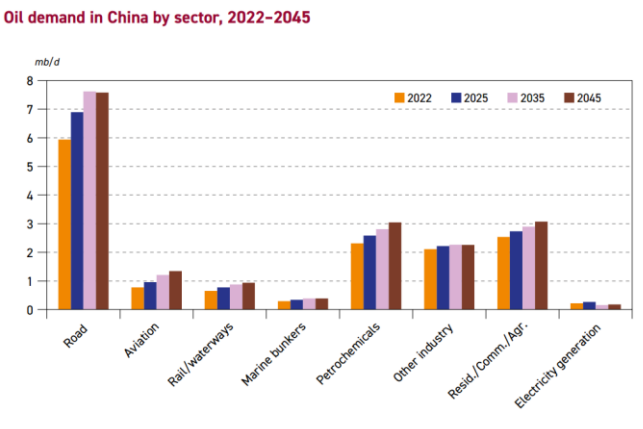
根据 OPEC 数据，中国的石油需求预计将从 2022 年的 1490 万桶/天增长到 2045 年的 1880 万桶/天。其中约 40% 的石油需求来自于公路运输领域，这一领域的需求增长将对未来的石油消费模式产生重要影响。2023 年中国进口原油共计 5.7 亿吨，其中来自 OPEC 成员国的原油量为 2.4 亿吨，占中国总进口量的 42.3%。OPEC 国家在中国原油供应中扮演着关键角色，其中沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋和科威特分别占中国原油进口的 15%、11%、7% 和 4%。

图33: 2023 年世界原油区域间贸易 (千桶/天)



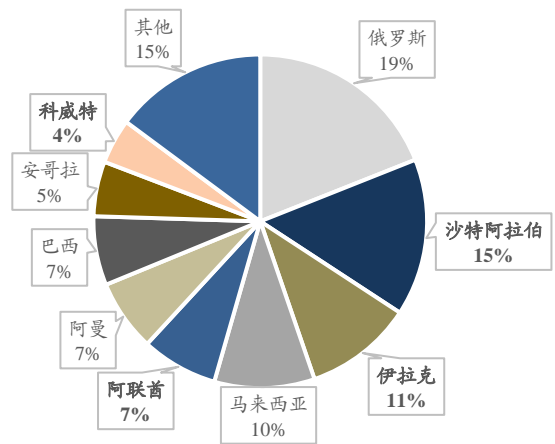
数据来源: OPEC, 东吴证券研究所

图34: 中国原油需求量按行业划分 (百万桶/天)



数据来源: OPEC, 东吴证券研究所

图35: 2023 年中国前十大进口原油国

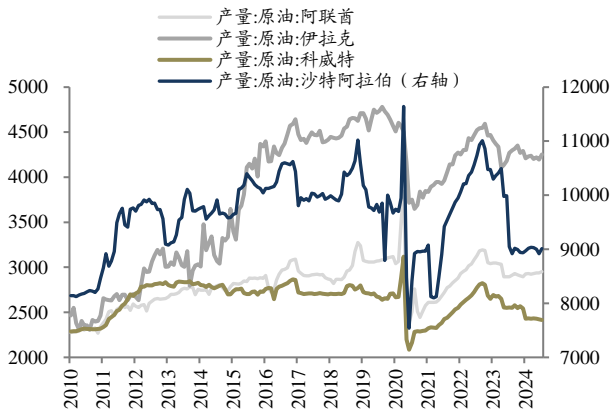


数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

3.2. 国际油价高位维稳下，中东油气市场迎来新机遇

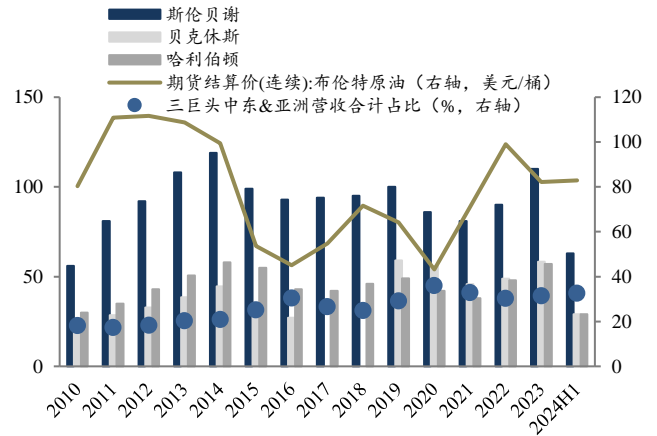
国际油价高位维稳下，中东国家油气扩产意愿加强。沙特阿拉伯正在将其最大持续产能从1200万桶/天提高到1300万桶/天，阿联酋正在将其从400万桶/天扩大到500万桶/天，而卡塔尔正在将其液化天然气产量从7700万吨/年提高到1.27亿吨/年。扩产机遇下，以斯伦贝谢、贝克休斯、哈利伯顿为首的国际油服巨头在中东&亚洲地区营收迎来显著增长，上游油气设备及零部件也将随之受益。

图36: 中东四国 2010-2024 年原油日产量 (千桶/天)



数据来源: OPEC, Wind, 东吴证券研究所

图37: 三大油服巨头在中东&亚洲地区营收 (亿美元)

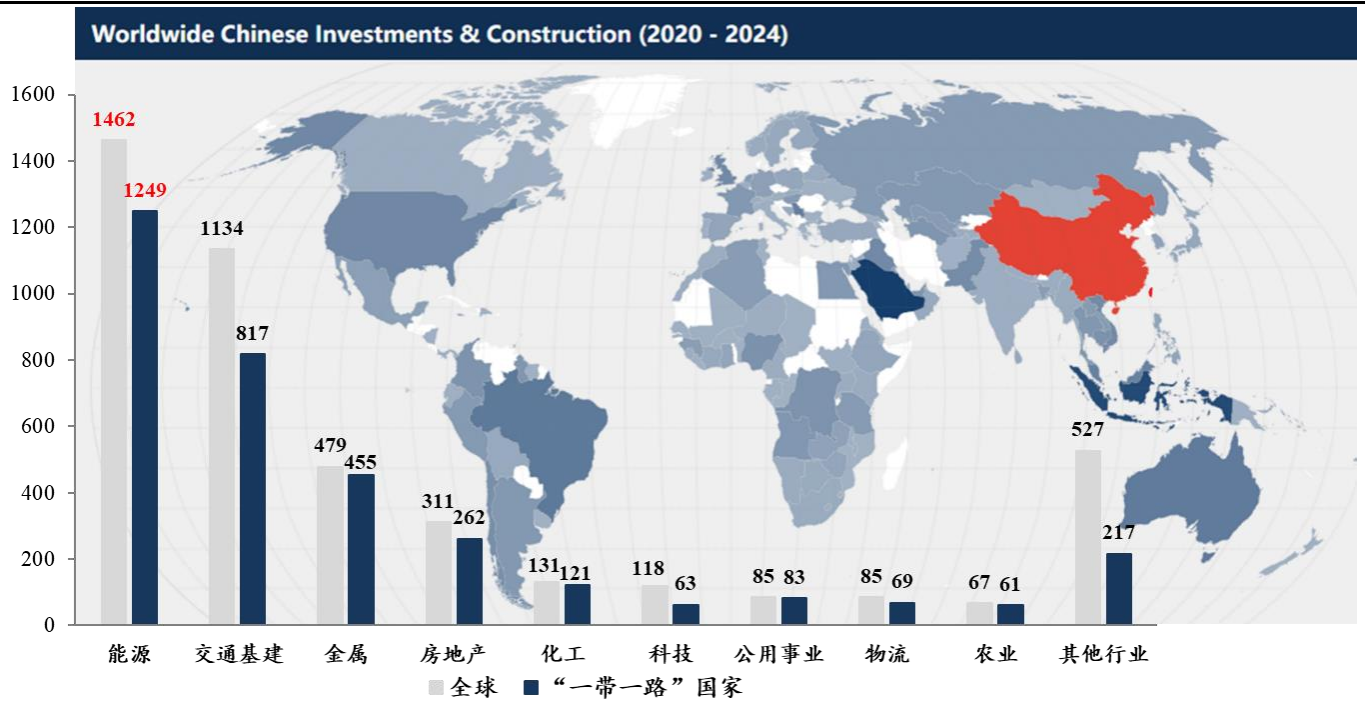


数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 中国投资&建设项目聚焦于能源板块, 集中于“一带一路”中东等地区

根据美国企业研究院的中国全球投资&建设追踪数据, 中国对外主要投资&建设项目聚焦于能源、交通基建、金属等板块, 集中于“一带一路”国家。2020-2024年6月中国对外能源行业投资建设项目达1462亿美元, 其中“一带一路”国家达1249亿美元。

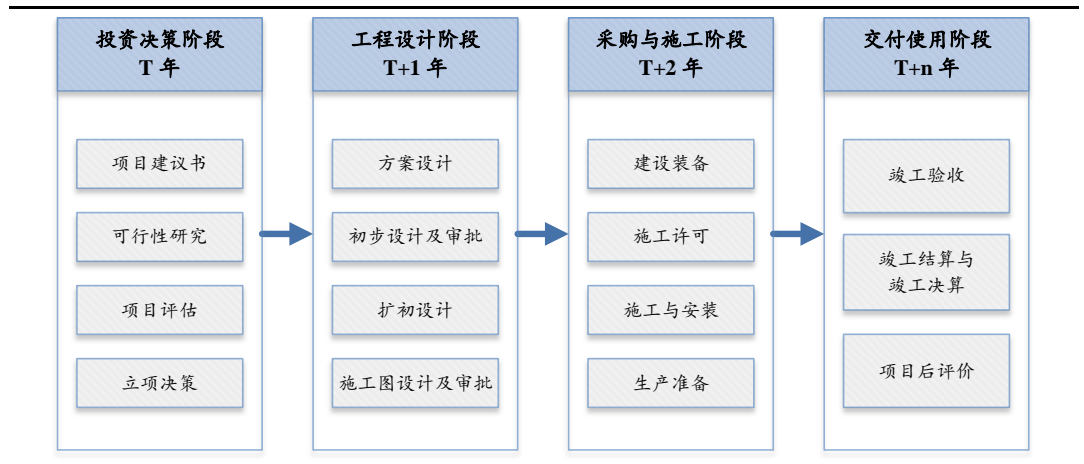
图38: 2020-2024 年 6 月中国对外主要投资&建设项目热力图、行业分布 (亿美元)



数据来源: 美国企业研究院, 东吴证券研究所

EPC 项目:设计(Engineering)、采购 (Procurement)、建设 (Construction), EPC 承包商将处理整个项目,从最初的设计和工程计划到施工和完工,因此这种项目管理方法也称为“交钥匙”工程。**1) 投资决策阶段:**项目从构想到立项,通过建议书、可行性研究等步骤确定项目是否具有可行性并做出决策。**2) 工程设计阶段:**完成项目的详细设计,包括方案设计、初步设计、扩初设计和施工图设计,并经过审批以确保设计符合技术和法规要求。**3) 采购与施工阶段:**在获得施工许可后,采购设备、材料,组织人员进行项目建设,并完成设备安装及调试。**4) 交付使用阶段:**项目竣工验收后,完成生产准备,进行最终的竣工结算,正式交付使用并进行项目后评价。

图39: EPC 工程建设项目基本流程及时间节点

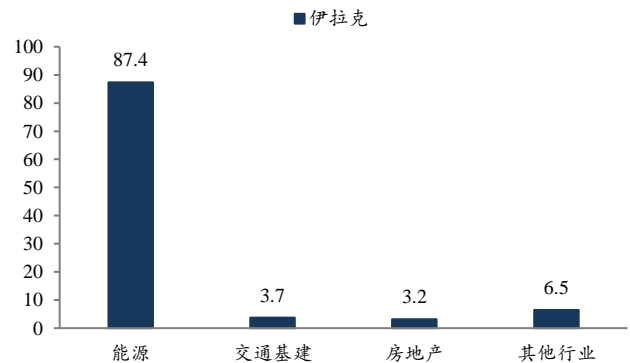
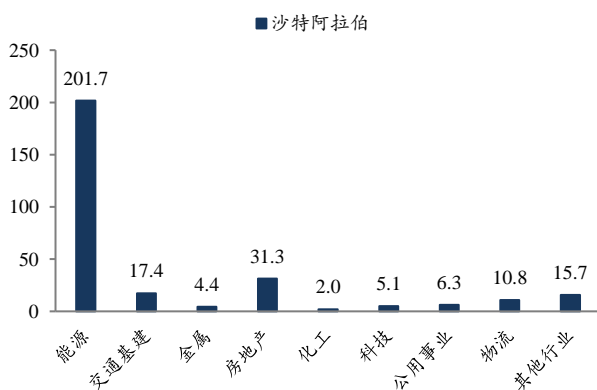


数据来源: 土地情报站, 东吴证券研究所

受益“一带一路”倡议,中国与中东地区合作紧密,中石油、中石化、中国能建、中国电建、杰瑞集团等 EPC 总包商在中东具有大量能源投资&建设项目往来。2020-2024 年 6 月中国对沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋、科威特、阿曼、安哥拉(非洲)6 国能源行业投资&建设项目累计达 440 亿美元,其中主要的油气项目为 242.5 亿美元,按 EPC 项目阀门价值量占比 4%-10%计算,对应 9.7-24.3 亿美元阀门市场空间。中国 EPC 总包商出海趋势下,国内油服产业链有望深度受益。

图40: 2020-2024 年 6 月对沙特投资&建设(亿美元)

图41: 2020-2024 年 6 月对伊拉克投资&建设(亿美元)



数据来源: 美国企业研究院, 东吴证券研究所

数据来源: 美国企业研究院, 东吴证券研究所

表8: 2020-2024年6月中国对中东地区主要能源行业投资&建设项目

签署时间	国家	投资者/建设者	行业	金额(亿美元)	项目类型
2024年					
6月	沙特阿拉伯	中石化	能源(油气)	10.7	建设
6月	沙特阿拉伯	中国能建	能源(光伏)	7.4	建设
6月	卡塔尔	中石油	能源(油气)	1.0	建设
6月	阿曼	海南钧达	能源(光伏)	3.5	投资
4月	沙特阿拉伯	中石油	能源(油气)	14.1	建设
4月	沙特阿拉伯	中石化	能源(油气)	1.6	建设
4月	沙特阿拉伯	中国电建	能源(电力)	14.6	建设
3月	沙特阿拉伯	中国电建	能源(电力)	2.7	建设
2月	卡塔尔	中海油	能源(油气)	9.0	建设
2月	安哥拉(非洲)	中国化学	能源(油气)	57.7	建设
1月	沙特阿拉伯	中石化	能源(油气)	11.6	建设
2023年					
12月	沙特阿拉伯	中国电建	能源(电力)	4.1	建设
11月	沙特阿拉伯	晶科能源	能源(光伏)	3.1	投资
11月	卡塔尔	中石化	能源(油气)	1.9	投资
10月	阿联酋	中石油	能源(油气)	3.0	建设
9月	阿联酋	中石油	能源(油气)	3.3	建设
9月	卡塔尔	博迈科	能源(油气)	2.2	建设
8月	伊拉克	中石油	能源(油气)	1.0	建设
7月	伊拉克	中曼石油	能源(油气)	1.9	建设
6月	沙特阿拉伯	中石化	能源(油气)	7.2	建设
6月	卡塔尔	中石油	能源(油气)	3.8	投资
6月	阿曼	中国能建	能源(光伏)	3.3	建设
5月	沙特阿拉伯	中海油	能源(油气)	2.6	建设
5月	沙特阿拉伯	中石油	能源(油气)	15.1	建设
4月	沙特阿拉伯	中国中化	能源(油气)	1.4	建设
4月	伊拉克	华油惠博普	能源(油气)	2.0	建设
4月	科威特	中石化	能源(油气)	4.0	建设
4月	卡塔尔	中石化	能源(油气)	3.8	投资
1月	沙特阿拉伯	中国电建	能源(电力)	3.5	建设
1月	沙特阿拉伯	国家电网	能源(电力)	4.0	建设
2022年					
11月	沙特阿拉伯	中国能建	能源(光伏)	8.8	建设
11月	伊拉克	中石油	能源(油气)	6.7	建设
11月	科威特	中石化	能源(油气)	8.6	建设
11月	卡塔尔	中国化学	能源(油气)	1.3	建设

10月	伊拉克	中石油	能源(油气)	1.9	建设
10月	科威特	中石油	能源(油气)	3.6	建设
9月	沙特阿拉伯	中石化	能源(油气)	1.6	建设
4月	伊拉克	联合能源	能源(油气)	4.2	投资
4月	伊拉克	中国化学	能源(油气)	5.2	建设
3月	沙特阿拉伯	国家电投	能源(光伏)	1.8	投资
2月	沙特阿拉伯	晶科能源	能源(光伏)	2.1	投资
2月	沙特阿拉伯	外汇管理局、招商局	能源	46.5	投资
2月	沙特阿拉伯	国家电投	能源(光伏)	4.0	投资
2月	伊拉克	中石油	能源(油气)	3.2	建设
1月	伊拉克	联合能源	能源(油气)	6.1	投资
1月	伊拉克	中国能建	能源(光伏)	8.8	建设
2021年					
12月	沙特阿拉伯	中国电建	能源(光伏)	1.5	建设
11月	伊拉克	中信建设	能源(电力)	28.5	建设
11月	科威特	杰瑞集团	能源(油气)	4.2	建设
10月	沙特阿拉伯	中国能建	能源(光伏)	1.2	建设
9月	伊拉克	中信建设	能源(电力)	9.1	建设
7月	伊拉克	中石油	能源(油气)	5.0	建设
6月	沙特阿拉伯	外汇管理局	能源	12.2	投资
5月	沙特阿拉伯	中石化	能源(油气)	2.0	建设
5月	阿联酋	中石油	能源(油气)	1.6	建设
4月	沙特阿拉伯	中海油	能源(油气)	1.0	建设
4月	沙特阿拉伯	中国能建	能源(光伏)	1.9	建设
3月	沙特阿拉伯	中曼石油	能源(油气)	1.2	建设
2月	科威特	中石化	能源(油气)	3.6	建设
1月	阿联酋	国机集团	能源(光伏)	8.9	建设
2020年					
12月	伊拉克	联合能源	能源(油气)	1.8	投资
11月	阿联酋	中石油	能源(油气)	5.2	建设
9月	阿联酋	中石油	能源(油气)	1.4	建设
8月	沙特阿拉伯	中石化	能源(油气)	12.2	建设
8月	阿联酋	上海电力	能源(光伏)	5.6	建设
7月	阿联酋	晶科能源	能源(光伏)	1.8	投资
3月	伊拉克	中石油	能源(油气)	2.0	建设
2月	卡塔尔	中国电建	能源(光伏)	4.6	建设
2月	阿曼	中国电建	能源(光伏)	4.0	建设
主要油气项目合计				242.5	
总计				440.0	

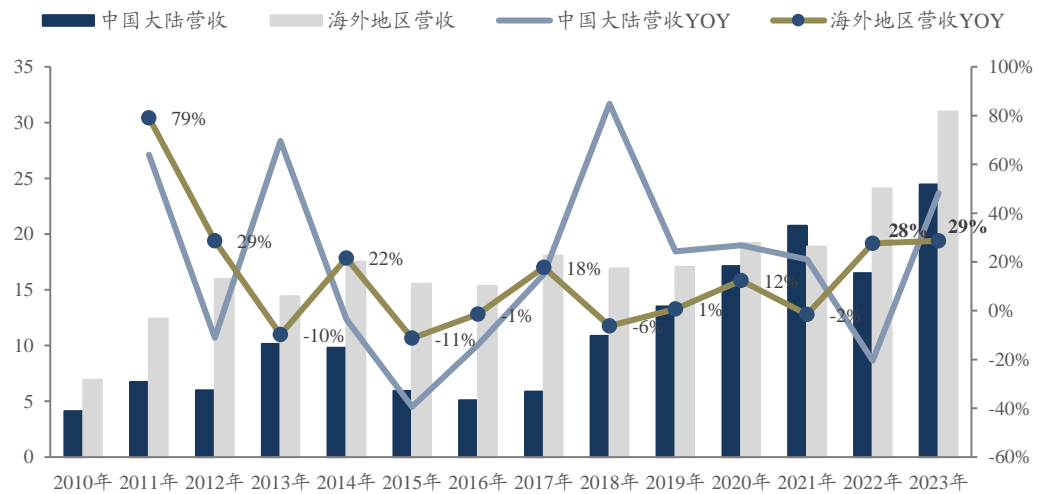
数据来源：美国企业研究院，东吴证券研究所

3.4. 2022年后公司海外市场份额实现突破，营收高增可持续

(1) 中国大陆：①公司作为国内工业阀门龙头，油气为其核心下游领域，受“三桶油”资本开支等行业因素影响波动较大。随能源安全、增储上产被提上日程，国内油气资本开支维持高位，MRO需求可持续。②2021-2023年，受益于国内光伏建设持续推进，多晶硅产能扩张带来大量阀门需求，公司国内营收增长明显。

(2) 海外地区：①海外市场空间广阔客户较为分散，2022年以前公司尚未进入油气行业头部客户的核心供应体系，因此份额较低营收保持平稳增长；②2022年以来，受益于沙特阿美、ADNOC等中东高端客户陆续扩大公司可供应产品范围，公司前期布局的产品、资质、积累的品牌口碑开始变现，海外份额提升，2022-2023年海外营收维持约28%同比增速。受益于中国&中东友好合作增强、国内EPC总包商出海，我们认为公司海外订单能见度高，营收有望维持较高增速。

图42：公司营收分国内外波动情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 公司亮点：海外高端市场&全产业链布局，资本开支高峰期已过业绩释放能力增强

4.1. 海外高端市场布局：资质齐全&产品多年安全应用经验

资质齐全&产品多年安全应用经验是纽威的重要竞争优势，纽威股份与 SHELL、TOTAL、中石油、中石化等全球能源行业巨头建立了长期稳固的合作关系，铸就高忠诚度护城河。纽威股份是国内阀门企业中获得资质最多的企业，公司现已通过所有主要的行业资质认证，主要包括：ISO 9001 证书，API 6A、API 6DSS（国内首家）、API 600 等产品证书，欧盟 CE-PED 证书，英国 UKCA 证书，俄、白、哈 CUTR 市场资格许可，中国、美国、法国、俄罗斯等船级社批准，TA-Luft、API 624、ISO 15848 产品低泄漏证书，以及 API 607、API 6FA 产品防火证书等。

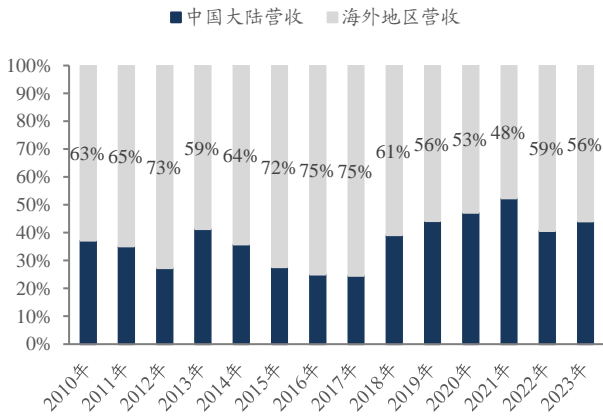
表9：公司主要下游行业资质及认证客户

行业	资质认证	合作客户	内容
石油炼化	API6D、API6DSS、API1594、API1600、API602、API609	沙特阿拉伯国家石油公司、伊朗国家石油公司、埃克森美孚、中石油、委内瑞拉国家石油公司、BP、壳牌石油、雪佛龙、道达尔、俄罗斯天然气公司、浙江石化、康菲石油	美国石油学会(API)制订的油气开采和有关设备标准规范，其标准可作为法律依据
化工	欧盟、德国、加拿大、俄罗斯承压设备	巴斯夫、博大化工	涉及产品有压力锅炉、压力容器、压力管道、承压附件及安全附件
核电	核 1 级闸阀、核 1 级截止阀、核 1 级轴流式止回阀、核 2 级闸阀、核 1 级球阀	英国 HPC、法国 ITER	从安全级别上分为核安全 1 级、2 级和 3 级
造船	中国、美国、劳氏、法国、俄罗斯船级社	中国船舶、扬子江造船、招商局	船级社对于船舶、海上设施和集装箱所用的产品进行检验发证

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

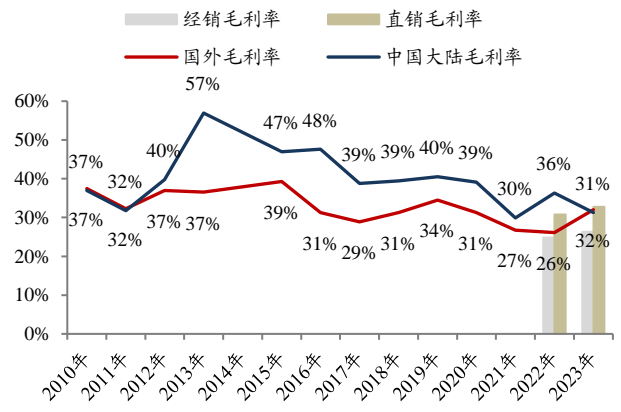
纽威股份自海外业务起家，海外营收占比长期高于国内。海外市场具有相对较高的进入门槛，国内大多阀门厂仅作为海外品牌的代工厂存在，不具备出海能力。但纽威自创立之初就以海外布局为根基，在国际市场具有较高知名度，2023 年海外营收占比为 56%。国内订单毛利率高于海外主要是由于公司在国内外采取的销售模式差异导致。过去在国际市场公司的产品销售主要采取经销模式，国内市场则主要采取直销模式。随着公司海外项目直接参与程度提升，海外直销占比提高，海内外毛利率差距逐渐缩小。

图43: 公司营收分地区占比情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图44: 公司各项毛利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 全产业链布局: 自制机床&铸锻件产能实现产业链协同效应

公司自上而下实现原料生产、阀门设计、磨具与加工全环节、产品销售覆盖, 并产生协同效应。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, 以及纽威精密锻造(溧阳)专业锻造厂。

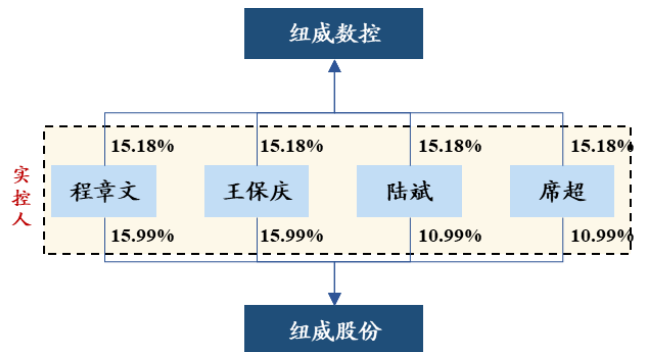
公司与中高端数控机床供应商纽威数控关系密切, 利于公司加深对阀门生产加工底层技术的理解。纽威股份与纽威数控属于同一实控人控制下的关联企业, 后者为公司销售部分数控机床产品, 并提供机床维修服务。此外, 公司计划 2024 下半年从海外花费 2000 万元定制采购 1 台 1.2 米以上的五轴机床来升级工艺, 以满足客户对于密封等级要求的提高。

图45: 纽威股份垂直整合供应链, 实现集约化生产



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图46: 纽威数控的股权结构 vs 纽威股份的股权结构



注: 截至 2024 年 6 月 30 日

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

铸锻件是工业阀门生产过程中的核心零部件，公司拥有自己的铸造厂和锻造厂具备从原材料到最终产品的完整加工能力。公司在具备六大生产基地（总装厂）的同时，拥有三家阀门铸件生产配套企业和一家锻件生产配套企业，可生产各种碳钢、不锈钢、合金钢铸锻件。通过原材料垂直整合，减少原材料价格波动对公司盈利能力的影响，提高质量管理能力。①投资原材料生产环节可以在市场需求较饱和时依旧满足对于铸锻件的采购需求；②其次原材料的生产过程需要严格的质量把控，内部建厂可以对产品质量提供保障；③控制原材料厂在进行客户的项目合作时具备灵活性，避免依赖供应链，及时调配资源以满足客户的定制化需求。

图47：四大铸锻造厂



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.3. 资本开支高峰期已过，业绩释放能力增强

8月14日晚公司公告，拟用2.2亿元将大丰经济开发区现有厂区进行搬迁改造、产能升级，彰显公司长期发展信心。搬迁改造后原大丰经济开发区工厂将升级为碳钢精密铸件5000吨、不锈钢精密铸件5000吨产能，年产值约2.6亿元。本次总投资2.2亿元，其中固定资产投资1.6亿元，流动资金6000万元。预计建设期为2025年3月~2026年4月，建设周期为14个月（以项目动工开始计）。此次新增资本开支侧面反应下游油气开采、海工造船等景气度高，海外订单饱满。

表10：公司主要产能梳理

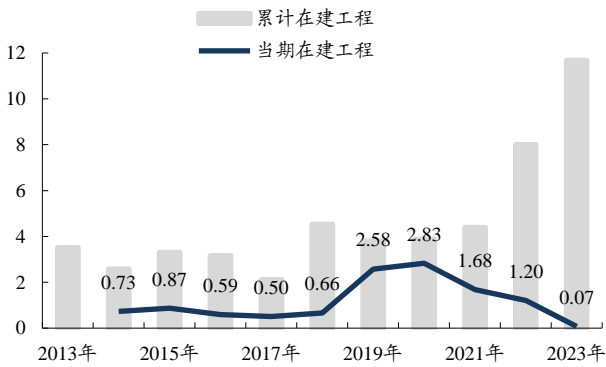
分类	工厂	产能/产值	产品概述
阀门	泰山厂	50 亿元	航母级单体综合阀门等
	石油设备工厂	3 亿元	石油天然气阀门等

装配	东吴机械安全阀厂	1.3 亿元	安全阀等
	流体控制工厂	15 亿元	蝶阀等
铸锻件	大丰通商工厂	1.4 万吨	精铸件等
	大丰开发区工厂	(拟搬迁升级)	精铸件等
	苏州通安	1.9 万吨	砂铸件等
	溧阳锻造工厂	5.0 万吨	自由锻、环形锻等
	溧阳铸造工厂	1.8 万吨	砂铸件等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

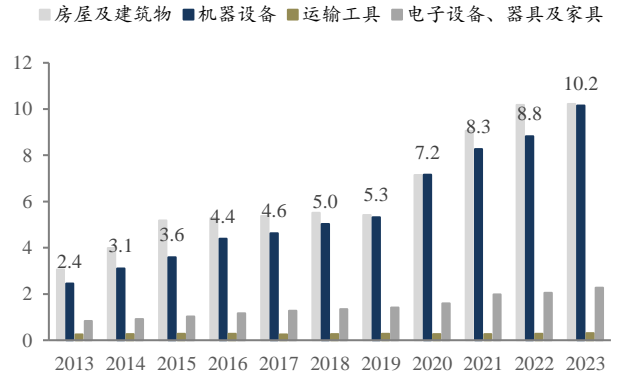
资本开支高峰期已过，业绩释放能力增强。2023 年公司在建工程仅 700 万，同比-94%；固定资产当期折旧 1.5 亿元，同比略增 0.16 亿元。固定资产科目中机器设备账面余额仅 5.7 亿元，资本开支高峰期已过下公司业绩释放能力得到增强。

图48：公司在建工程几乎完全转固（亿元）



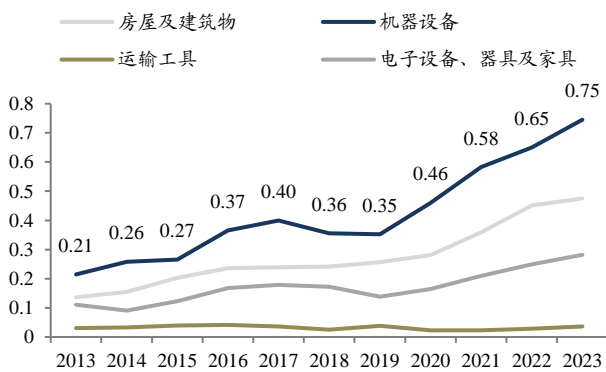
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图49：公司固定资产原值情况（亿元）



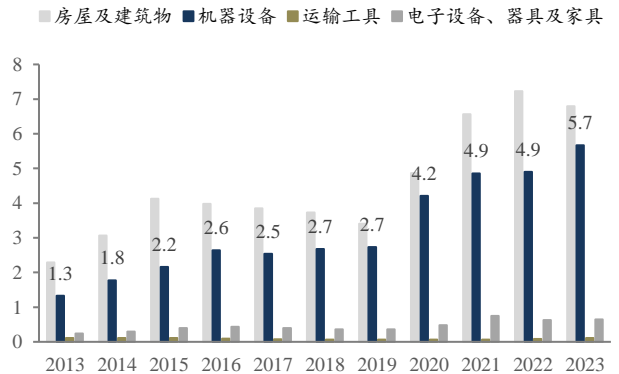
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图50：公司固定资产历年折旧情况（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图51：公司固定资产账面余额情况（亿元）



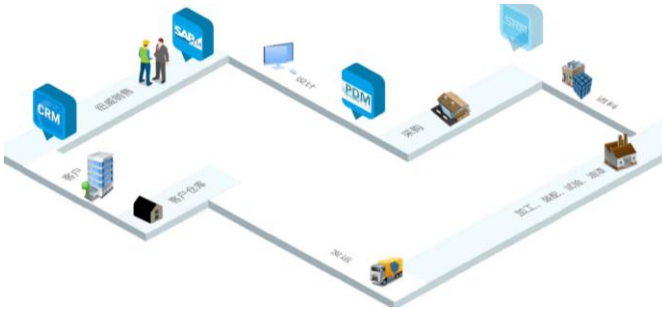
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

4.4. 应用 SAP 软件实现系统信息化管理，销售人员人均高创收能力

公司应用 SAP 软件系统实现信息化管理，销售人员占比极低，人均高创收能力。公司拥有技术支持团队，销售人员智能化办公，只需在 SAP 系统中输入阀门相关数据即可生成价格。2023 年总 3744 名员工中，销售人员仅有 190 人占比 5%。

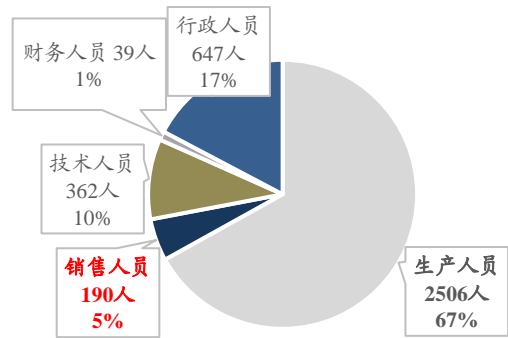
可比（下游高度分散）行业龙头公司，销售人员往往占据较高比例。仪表行业龙头川仪股份 2023 年 5271 名员工中销售人员 1490 人占 28%，水泵行业龙头中金环境 2023 年 5425 名员工中销售人员 1845 人占 34%。

图52：纽威股份应用 SAP 软件系统实现信息化管理



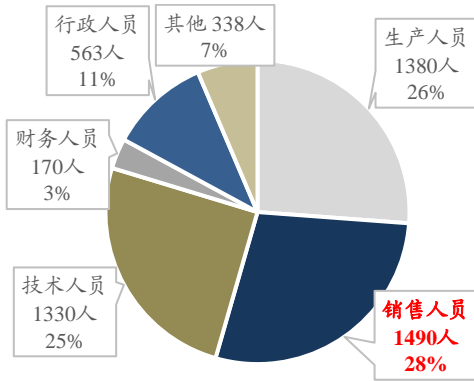
数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图53：工业阀门龙头纽威股份公司人员情况



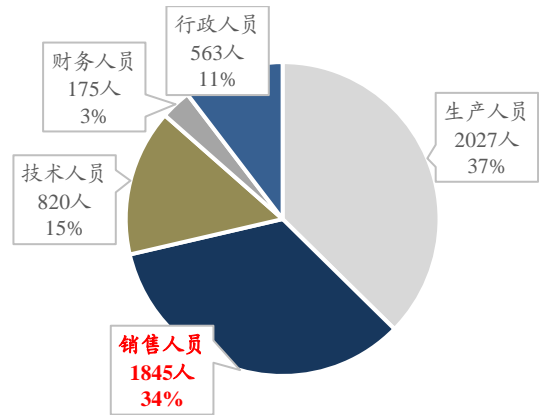
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图54：仪表行业龙头川仪股份公司人员情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图55：水泵行业龙头中金环境公司人员情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 68.69/79.89/94.22 亿元，分别同比增长 24%/16%/18%，分地区来看：

(1) 中国大陆收入：公司作为国内工业阀门龙头，油气为其核心下游领域，受“三桶油”资本开支等行业因素影响波动较大。但随能源安全、增储上产被提上日程，国内油气资本开支维持高位，MRO 需求可持续。我们认为公司中国大陆地区业务将维持平稳增长，预计 2024-2026 年中国大陆收入分别为 26.07/28.95/32.57 亿元，分别同比增长 7%/11%/12%。

(2) 海外收入：①海外市场空间广阔客户较为分散，2022 年以前公司尚未进入油气行业头部客户的核心供应体系，因此份额较低营收保持平稳增长；②2022 年以来，受益于沙特阿美、ADNOC 等中东高端客户陆续扩大公司可供应产品范围，公司前期布局的产品、资质、积累的品牌口碑开始变现，海外份额提升，2022-2023 年海外营收维持约 28%同比增速。受益于中国&中东友好合作增强、国内 EPC 总包商出海，我们认为公司海外订单能见度高，海外营收有望维持较高增速。预计公司 2024-2026 年海外收入分别为 42.62/50.93/61.66 亿元，分别同比增长 38%/20%/21%。

表11: 纽威股份收入拆分 (2021-2026E)

单位: 百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国大陆收入	2074	1650	2446	2607	2895	3257
yoy	21%	-20%	48%	7%	11%	12%
毛利率	29.9%	36.3%	31.3%	30.1%	31.7%	32.4%
收入占比	52%	41%	44%	38%	36%	35%
海外收入	1888	2409	3098	4262	5093	6166
yoy	-2%	28%	29%	38%	20%	21%
毛利率	26.8%	26.1%	32.0%	32.8%	33.5%	34.1%
收入占比	48%	59%	56%	62%	64%	65%
营业总收入	3962	4059	5544	6869	7989	9422
yoy	9%	2%	37%	24%	16%	18%
毛利率	27.9%	30.5%	31.4%	31.8%	32.8%	33.5%
期间费用率	14.9%	15.3%	13.8%	13.7%	13.5%	13.4%
归母净利润	377	466	722	953	1197	1480
yoy	-28.6%	23.6%	54.9%	31.9%	25.7%	23.6%
归母净利率	9.5%	11.5%	13.0%	13.9%	15.0%	15.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

可比公司方面，公司主要从事阀门的设计、制造和销售，行业竞争对手主要有【中核科技】、【江苏神通】等阀门制造企业；除阀门制造企业外，我们还选取了三家泵阀制造企业【恒立液压】、【中金环境】、【应流股份】，以及仪表制造企业【川仪股份】作为可比公司。纽威股份作为国内工业阀门龙头，受益中国 EPC 总包商带动阀门产业链出海，叠加海工造船高景气，公司前期布局的产品、资质、积累的口碑开始变现，海外业务处于高速拓展期。我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 9.5（原值 9.5）/12.0（原值 11.2）/14.8（原值 13.0）亿元，当前市值对应 PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。

表12: 可比公司估值表

2024/9/10		货币	收盘价	市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
601100.SH	恒立液压	CNY	51.31	688.0	24.99	27.30	33.13	40.24	28	25	21	17
002438.SZ	江苏神通	CNY	9.99	50.7	2.69	3.25	4.00	4.81	19	16	13	11
603308.SH	应流股份	CNY	9.85	66.9	3.03	3.89	4.84	6.09	22	17	14	11
603100.SH	川仪股份	CNY	16.64	85.4	7.44	8.23	9.42	10.84	11	10	9	8
300145.SZ	中金环境	CNY	2.24	43.0	2.01	3.70	5.00	5.98	21	12	9	7
000777.SZ	中核科技	CNY	13.04	50.1	2.22	2.85	3.62	4.95	23	18	14	10
平均									21	16	13	11
603699.SH	纽威股份	CNY	18.81	143.0	7.22	9.53	11.97	14.80	19.8	15.0	12.0	9.7

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：纽威股份、恒立液压为东吴预测；其他为 Wind 一致预测）

6. 风险提示

- 原材料价格上涨风险：**阀门产品主要为金属制品，原材料包含钢材、镍等，原材料占公司产品成本结构较高。若钢材等原材料价格出现大幅上涨，将挤压公司利润率。
- 汇率变动风险。**2023 年公司海外营收占比达 56%，部分国际业务采用外币结算，汇率波动可能会带来汇兑损失，对公司的利润造成影响。
- 油气产业周期波动。**原油价格与油气勘探和开采的利润直接挂钩，因此公司的主要下游——油气勘探与开采行业景气度受油价影响较大。原油作为大宗商品，价格受到宏观经济发展、地缘政治、气候等多重因素影响，周期性强。
- 下游资本开支不及预期。**能源结构转型可能会影响石油公司进一步扩张资本开支的意愿，打击油服市场需求。在“双碳”目标的约束下，石油公司可能加速转型，导致油气勘探和开采活动开支不及预期，油服行业发展承压。

纽威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,184	7,858	9,509	11,619	营业总收入	5,544	6,869	7,989	9,422
货币资金及交易性金融资产	1,349	1,445	2,129	2,972	营业成本(含金融类)	3,803	4,685	5,365	6,265
经营性应收款项	2,362	3,199	3,709	4,368	税金及附加	39	51	60	70
存货	2,253	2,916	3,335	3,892	销售费用	433	529	609	707
合同资产	137	208	242	286	管理费用	189	227	258	306
其他流动资产	82	90	95	101	研发费用	186	248	285	331
非流动资产	1,695	1,785	1,870	1,950	财务费用	(41)	(61)	(70)	(79)
长期股权投资	12	12	12	12	加:其他收益	32	30	35	41
固定资产及使用权资产	1,351	1,445	1,532	1,613	投资净收益	(82)	(72)	(84)	(99)
在建工程	7	4	2	1	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	151	151	151	151	减值损失	(62)	(21)	(17)	(14)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	(7)	(8)	(9)
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	826	1,121	1,408	1,741
其他非流动资产	174	174	174	174	营业外净收支	23	0	0	0
资产总计	7,879	9,643	11,379	13,569	利润总额	849	1,121	1,408	1,741
流动负债	3,990	4,779	5,297	5,981	减:所得税	115	152	191	236
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,136	1,136	1,136	1,136	净利润	734	970	1,218	1,506
经营性应付款项	1,924	2,434	2,787	3,255	减:少数股东损益	12	17	21	26
合同负债	183	262	304	359	归属母公司净利润	722	953	1,197	1,480
其他流动负债	747	947	1,070	1,232	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.95	1.25	1.57	1.95
非流动负债	65	65	65	65	EBIT	857	1,060	1,338	1,662
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,020	1,070	1,353	1,682
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.40	31.80	32.85	33.51
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	13.02	13.88	14.98	15.71
其他非流动负债	62	62	62	62	收入增长率(%)	36.59	23.89	16.30	17.95
负债合计	4,055	4,844	5,362	6,046	归母净利润增长率(%)	54.85	32.05	25.59	23.64
归属母公司股东权益	3,741	4,700	5,897	7,377					
少数股东权益	83	99	120	146					
所有者权益合计	3,824	4,799	6,017	7,523					
负债和股东权益	7,879	9,643	11,379	13,569					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	637	282	888	1,064	每股净资产(元)	4.92	6.18	7.75	9.70
投资活动现金流	(249)	(179)	(192)	(208)	最新发行在外股份(百万股)	760	760	760	760
筹资活动现金流	(46)	(13)	(13)	(13)	ROIC(%)	15.99	16.82	17.67	18.17
现金净增加额	348	96	684	844	ROE-摊薄(%)	19.30	20.28	20.30	20.06
折旧和摊销	163	10	15	20	资产负债率(%)	51.47	50.23	47.12	44.56
资本开支	(124)	(107)	(108)	(109)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.82	15.01	11.95	9.66
营运资本变动	(337)	(810)	(466)	(596)	P/B (现价)	3.82	3.04	2.43	1.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>