

2010-06-01

江苏神通 002438.SZ

节能减排新贵，核电阀门迎来黄金期

◇ 报告起因：IPO

◆工业特种阀门制造领先企业，技术和品牌优势明显

公司是国内从事工业特种阀门的研发、生产与销售的骨干企业，主要产品包括应用于冶金阀门和核电阀门等。

公司的两大产品系列技术和品牌优势明显，“神通”品牌已成为业内知名品牌。冶金特种阀门产品主要服务于宝钢、莱钢、包钢等特大型钢铁企业，近三年在相关细分市场市场占有率达 70%，市场认可度较高；公司核电球阀和核电蝶阀由于技术难度很大，门槛极高，在近两年的国内核电站招标中获得了 100% 的订单。

◆核电阀门处于黄金时期——受益于中国核电大发展和国产化率提高

中国核电迎来大发展，核电政策从“适度”变为“积极”再到“大力发展”。按照规划到 2020 年达到 7000 万千瓦的装机容量，而且有可能上调预期到 8500 万千瓦。未来十年国内新建核电站项目对核电蝶阀、球阀、风阀的市场需求总计约 47 亿元，平均每年市场需求约 4.7 亿元，需求非常旺盛。

在我国坚决执行装备制造业自主化的政策推动下，目前公司在 2008-2009 年的招标中获得了所有核电蝶阀和核电球阀球阀订单，慢慢取代了外国巨头垄断的市场。

◆募集资金项目主要是为了解决核电阀门产能瓶颈，项目前景良好

身处高速发展的核电阀门行业，公司产能瓶颈非常明显，公司募集资金拟投资核电阀门扩大生产能力项目，募投项目建成后核电阀门产能将从 2000 台/年增加到 15000 台/年。

经过我们分析，公司募投达产后核电阀门的需求仍然大于公司总产能。因此，公司新增 13000 台/年核电阀门扩大生产能力项目有较好的市场前景，核电阀门新增产能能够被市场有效消化吸收。

◆合理估值区间：18~20 元

此次发行后，摊薄后 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52、0.76、0.98 元。我们考虑同行业上市公司估值，再结合 DCF 估值。给与公司 2010 年 36-40 倍的 PE，公司上市的合理价值区间为 18.2-20.5 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	288	286	366	476	606
净利润（百万元）	34	41	54	79	102
每股收益	0.32	0.39	0.52	0.76	0.98
经营性 ROIC	17.65%	18.81%	18.24%	21.22%	22.30%
ROE（归属母公司） （摊薄）	24.43%	23.99%	7.25%	9.57%	10.99%

合理申购价格	18-20 元
预计上市合理价	22-25 元
询价开始日期	6 月 1 日

分析师：

恽敏（执业证书编号：S0930206110104）

联系人：邹润芳

021-22169041

zourf@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	26
发行后总股本(百万股)	104
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-06-07
主承销商	华泰证券股份有限公司
主要股东	吴建新
第一大股东持有比例(%)	30.00%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
总金额	-

相关报告：

一、工业特种阀门制造领先企业

1.1 工业特种阀门的骨干企业

神通阀门是我国从事工业阀门的研发、生产与销售的骨干企业，主要产品包括应用于钢铁行业的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统的特种阀门以及应用于核电站的核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、非核级球阀等。产品涵盖6大类、145个系列、2,000多个规格，是我国冶金特种阀门和核电阀门自主化的主要生产企业之一。

1.2 公司主营产品冶金阀门和核电阀门

冶金阀门：公司产品服务于宝钢、莱钢、包钢等特大型钢铁企业，产品主要应用于对冶金企业具有节能、减排及降耗效果的高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统，根据相关招投标情况的统计分析，公司近三年在这些领域内已实施项目中的市场占有率达70%以上，公司冶金阀门产品在上述应用领域优势地位突出。

核电阀门：公司在核电蝶阀、球阀产品领域优势地位突出，公司在2008年和2009年我国核电工程用阀门的一系列国际招标中，本公司为核级蝶阀和核级球阀唯一中标企业，获得了这些核电工程已招标核岛蝶阀、核岛球阀的全部订单，实现了核级蝶阀和核级球阀产品的全面国产化，成为我国核电阀门自主化的重要生产企业。

图表 1：冶金阀门系列产品



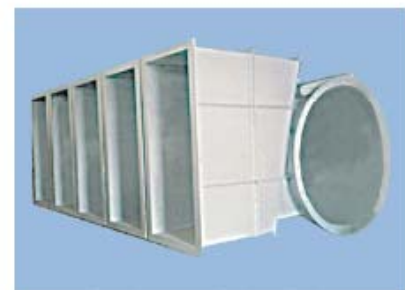
全封闭盲板阀



三偏心金属硬密封蝶阀



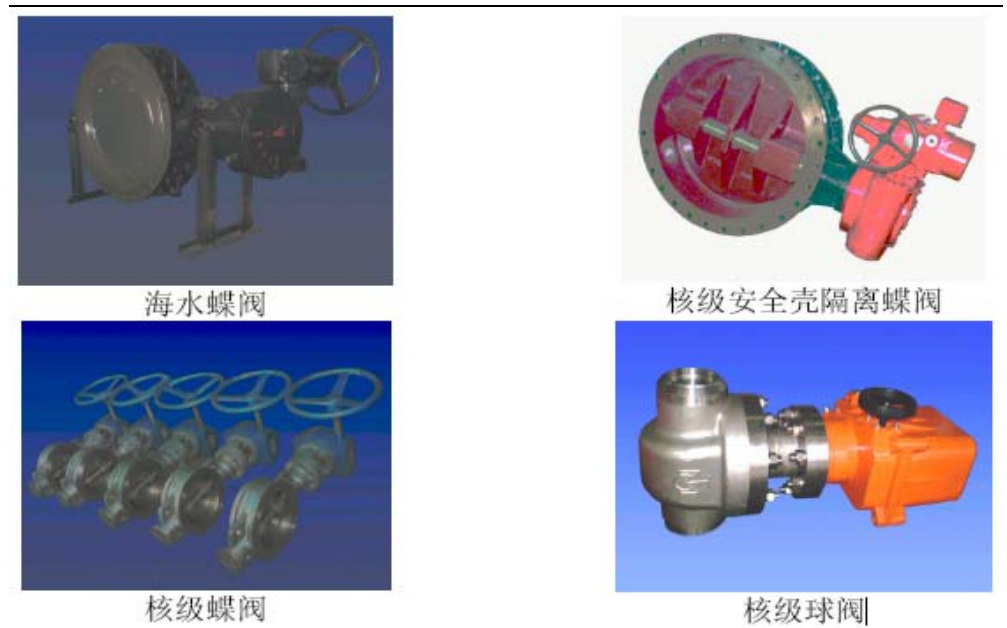
水封逆止阀



焦炉烟气除尘多管阀

资料来源：光大证券研究所，招股说明书

图表 2：核电阀门系列产品



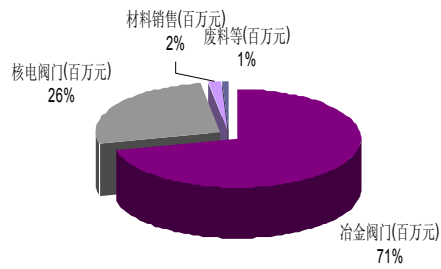
资料来源：光大证券研究所，招股说明书

图表 3：公司主要产品及应用领域

应用领域	应用子领域	主要配套阀门产品及其数量
高炉	高炉煤气全干法除尘系统	全封闭盲板阀约 36 套/座 金属硬密封蝶阀约 36 套/座 (蝶阀) 调压阀组 1 套/座
	高炉煤气余压发电 (TRT) 系统	快速切断阀 1 套/座 (蝶阀) 快开阀 1 套/座 (蝶阀) 盲板阀、金属硬密封蝶阀 (蝶阀) 各若干
转炉	转炉煤气湿法除尘与回收系统	水封逆止阀 1 套/座 三通阀 1 套/座 旁通阀 1 套/座
	转炉煤气干法除尘与回收系统	杯形阀、回收阀各 1 套/座、泄爆阀 4 套/座
	其它通风除尘阀门	蝶阀、盲板阀若干
焦炉	焦炉 (包括干熄焦) 拦焦、装煤烟气除尘多管阀等	多管阀约 110 口/座、蝶阀约 35 套/座
煤气管网系统	煤气管网及煤气柜、煤气加压站系统	金属硬密封蝶阀约 45 套/座、盲板阀约 45 套/座
核电	压水堆、重水堆、实验快堆	核级蝶阀、核级球阀、非核级蝶阀、非核级球阀、风阀等

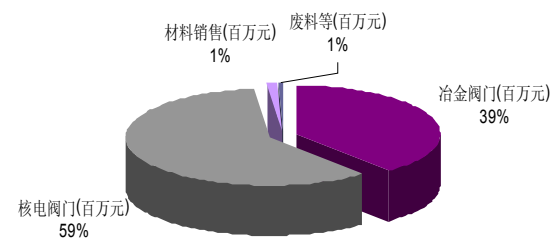
资料来源：光大证券研究所，招股说明书

图表 4：公司 09 年收入结构



资料来源：光大证券研究所，招股说明书

图表 5：公司 2012 年收入结构预测



资料来源：光大证券研究所

1.3 股权结构合理

公司管理人员都持有公司股权，有很大的动力经营好公司。

管理团队对这个行业非常熟悉，公司的董事长和总经理等是在行业内多年的专家，专注而且务实低调，从启东阀门到现在的神通，公司过去的高速发展历程来看，公司的管理层是非常优秀的。

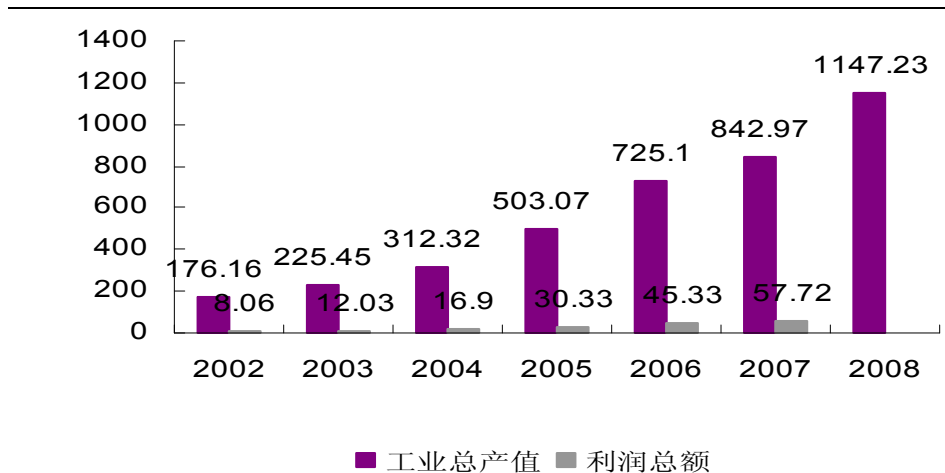
二、公司所处行业分析

2.1 阀门应用广泛，发展迅速

阀门产品广泛应用于冶金、电力、水利、石化、建材、城市建筑、长输管线、食品医药等国民经济各个部门。

阀门的产值是压缩机、风机和泵三者的总和，约占整个机械工业产值的5%。同时，作为重大技术装备的重要组成部分，尤其在冶金、电力、石化等行业的装备中，阀门起着重要的作用。经过几十年发展，我国阀门行业内企业数量不断增加。据不完全统计，全国阀门行业规模以上企业约1,700家，2008年完成工业总产值1,147.43亿元（约占机械工业总产值的1.26%），工业销售产1,117.74亿元。

图表6：阀门行业经济指标（单位：亿元）



资料来源：中国通用机械工业协会阀门分会《阀门行业“十五”期间发展概况》

阀门国内技术水平落后于国际

目前我国阀门企业的技术水平，包括设计技术、铸锻件加工技术、机械加工工艺等方面，相比以前大幅提高，但不得不承认，我国阀门技术与国际先进水平还是有差距。

例如：长途管道运输主线目前用的还是国外产品，国内产品只能用在支线上；60万千瓦的火电站用阀、70万t/a至100万t/a乙烯装置用阀，仍需大量进口；高端核电阀门，如主蒸汽隔离阀、比例喷雾阀、稳压器安全阀等产品，目前国内企业尚不完全具备生产能力。

国外企业凭借其产品性能好、密封可靠、使用寿命长等方面的优势，占据了国际高端阀门市场，同时这些产品也大量进入了我国阀门市场。

行业低端市场门槛不高，高端市场大有可为

我国阀门企业众多，但规模都比较小，绝大多数企业的阀门产品集中于城市建

筑、城市给排水、一般工业等中低端市场，导致相关产品市场竞争激烈。

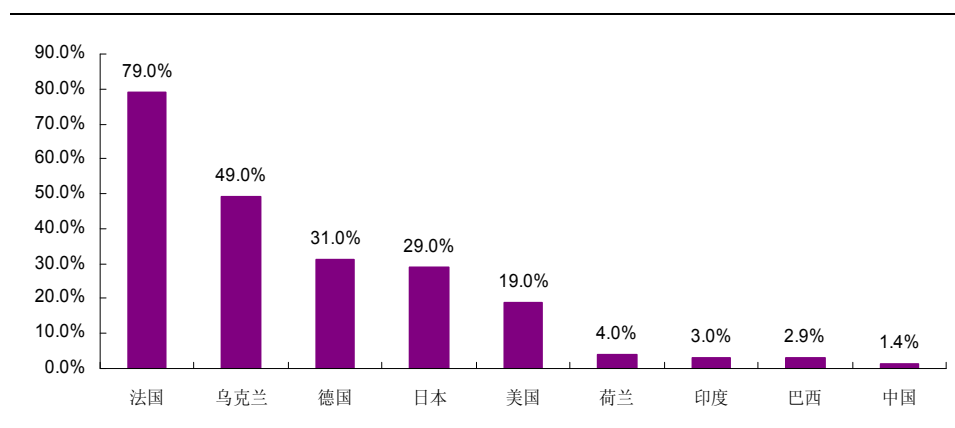
但是我们也发现一些现象，在高端市场，比如核电阀门领域，绝大多数国内企业研发水平不高，只有极少数企业从事这方面的业务，如中核科技、沈阳盛世、大连大高、神通阀门等。企业面临法国AMRI 公司、法国VANATOME 公司等国外知名阀门企业的竞争。

国内已经建成投产的大亚湾、田湾、秦山等核电站所用的核级阀门，绝大部分都由国外进口，经过前期政府产业政策支持以及行业领先企业技术进步，岭澳二期、秦山二期扩建、红沿河一期等项目核级阀门国产化取得了实质性的成果，但仍有相当一部分高端核电阀门目前国内不具备生产能力，未来相关市场仍将处于逐步替代进口的过程中。

2.2 核电阀门处于黄金时期——受益于核电大发展和国产化率提高

目前中国核电发电量仅占本国总发电量的1.4%，在30个主要核电国家中排名最后，尚有巨大发展空间。08年全球核电发电量占总发电量16%，是新能源中比例最大的能源（风电1%，太阳能1%），即将超过第二大能源水电（水电17%）。目前世界核电装机比例前十大国家平均为47%，剩余拥有核电国家为14%。

图表7：2008年各国核电发电量占比



资料来源：光大证券研究所

中国核电迎来大发展，核电政策从“适度”变为“积极”再到“大力发展”。《核电中长期发展规划》之前计划至2020年核电装机容量达到4000万千瓦，在建1800万千瓦；预计修改后的核电中长期发展规划将提高核电发展目标：至2020年核电装机8500万千瓦，在建3000万千瓦。

图表8：我国规划的核电站分布图



资料来源：光大证券研究所，招股说明书

图表9、国内在建核电站统计

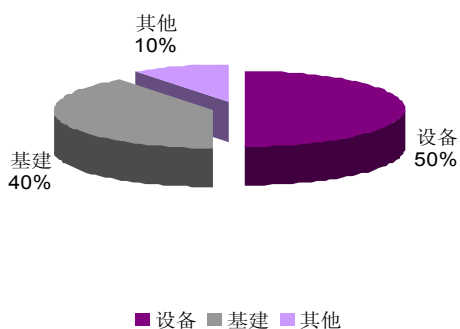
核电站	堆型	装机容量（万千瓦）（拟）	开建时间	预计首台建成时间
岭澳Ⅱ期	压水堆（CPR1000）	216	2005	2010
秦山Ⅱ扩	压水堆（CNP600）	130	2006	2011
辽宁红沿河	压水堆（CPR1000）	400	2007.8	2012
福建宁德	压水堆（CPR1000）	300	2007.11	2013
广东阳江	压水堆（CPR1000）	648	2008.5	2013
秦山Ⅰ扩	压水堆（CPR1000）	216	2008.12	2013
福建福清	压水堆（CPR1000）	648	2008.12	2013
浙江三门一期	压水堆（AP1000）	250	2009.3	2014
广东台山一期	压水堆（EPR）	350	2009.8	2014
山东海阳一期	压水堆（AP1000）	250	2009.9	2014
广西防城港	压水堆（CPR1000）	600	2009.12	2014

资料来源：光大证券研究所

核电阀门市场需求旺盛

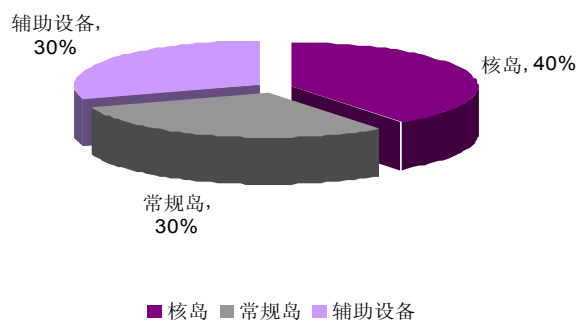
据统计，一座两台100 万千瓦机组核电站共需各种阀门约28,000 台，其中核岛阀门约11,700 台，常规岛阀门约12,800 台，电站辅助设施阀门约3,500 台。在以上核电站所需阀门中，核岛蝶阀、球阀约1,700 台，按照目前招投标价格计算约6,500 万元；常规岛及电站辅助设施蝶阀、球阀约2,100 多台，约3,500 万元，风阀1,100 多台，约2,000 万元。

图表 10：核电站初始投资比例



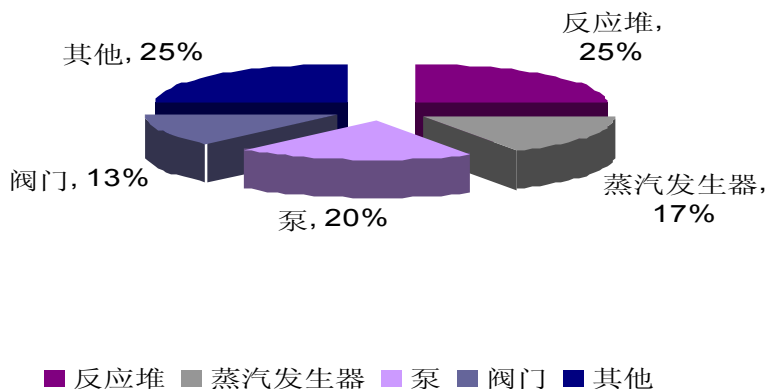
资料来源：光大证券研究所，招股说明书

图表 11：设备投资中各部分比例



资料来源：光大证券研究所，招股说明书

图表12：核岛设备各部分投资比例



资料来源：光大证券研究所，招股说明书

1、国内需求景气度持续到2015年后

根据国内已批准的新建核电站预计施工进度情况和公司收集的产品投标价格信息资料分析，核电蝶阀、球阀、风阀将在2009 - 2015 年内陆续交货的合同价值合计约28.5 亿元，其中已招标合同约5.5 亿元，待招标合同约23 亿元左右。

图表13：国内已建成核电站阀门需求情况

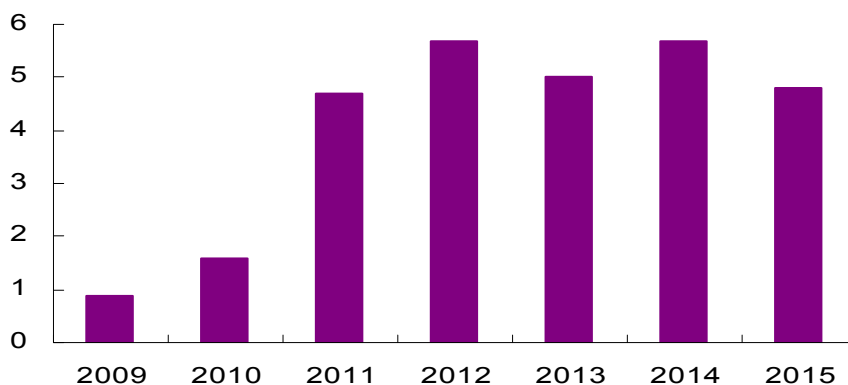
序号	阀门种类	核安全级	数量(台)	比例 (%)
1	闸阀	核1、2、3 级及非核级	518	4.19
2	隔膜阀	核2、3 级及非核级	3,313	26.80
3	截止阀	核1、2、3 级及非核级	4,271	34.55
4	止回阀	核1、2、3 级及非核级	901	7.29
5	安全阀	核1、2、3 级及非核级	315	2.55
6	调节阀	核1、2、3 级及非核级	578	4.68
7	蝶阀	核2、3 级及非核级	635	5.14
8	球阀	核2、3 级及非核级	1,643	13.29
9	其他阀门	核1、2、3 级及非核级	187	1.51
合计			12,361	100.00

资料来源：招股说明书（注：以岭澳核电站两台 100 万千瓦机组核岛部分配套使用的阀门情况为例）

截至2009 年底，国内已批准的新建核电站装机容量约5500 万千瓦，加上目前国内已投入商业运行的核电站装机容量900 万千瓦，合计约6400 万千瓦。我们假设阀门价格保持相对稳定，上表中国内已批准的5500 万千瓦新建核电站对核电蝶阀、球阀、风阀的市场需求价值量约28.5 亿元，而未来新批核电站对核电蝶阀、球阀、风阀的市场需求价值量约18.5 亿元。

因此，未来十年国内新建核电站项目对核电蝶阀、球阀、风阀的市场需求总计约47 亿元，平均每年市场需求约4.7 亿元。

图表14：已批准的新建核电站对蝶阀、球阀、风阀市场需求预测（亿元）



资料来源：光大证券研究所，招股说明书

核电站维修更换也是大需求

核电站每年要安排一次大修，检修过程中阀门是更换最多的部件，阀门是需要维护的主要设备，核电站花在阀门上的维修费一般占核电站维修总额的50%以上。一座具有两台百万千瓦机组的核电站每年总维修费用将在1.35 亿元左右。阀门维修、更换费用每年达到约6,700 万元，其中蝶阀、球阀维修、更换费用每年约900 万元。

当我国运行的百万千瓦核电机组装机容量达到2,000 万千瓦时，每年核电阀门的维修、更换费用就将达到6.7 亿元，其中蝶阀、球阀维修、更换费用每年约9,000 万元；当我国运行的百万千瓦核电机组装机容量达到6,000 万千瓦时，每年核电阀门的维修、更换费用就将达到20.1 亿元，其中蝶阀、球阀维修、更换费用每年约2.7亿元。

2、国际需求帮助公司成为未来国际核电阀门的主要供应商

世界主要工业国家均提出了大力发展核电的新能源开发思路，未来国际市场对核电阀门的需求潜力也不容忽视。截至2009 年12 月31日，公司通过总包方中国中原对外工程公司，已有合同金额2,000 多万元的阀门产品应用于巴基斯坦恰希玛核电站的C1、C2 两座机组上，使用效果良好。随着我国民用核技术越来越成熟，在国际核电建设中的竞争力不断增强，国内核电阀门生产企业有望进一步拓展国际核电阀门市场。

同时公司目前正在和国际核电总包商巨头西屋公司谈合作，希望以此为跳板进入国际主流核电市场。

2.3 冶金阀门：看点在于节能环保要求

公司生产的冶金特种阀门主要应用于钢铁行业节能减排、环境保护领域，良好的产业发展政策为公司快速发展打下了坚实基础。

节能环保为未来钢铁行业发展大势所趋，为此国家相关部委出台相关措施，把高炉煤气全干法除尘技术、高炉煤气余压发电技术（TRT）、转炉煤气除尘与回收技术、纯烧高炉煤气锅炉技术、干熄焦等节能减排技术作为钢铁行业技术改造的重点项目进行推广。公司冶金特种阀门主要应用于钢铁行业节能减排、环境保护领域，相关政策的支持将使得公司产品市场需求受益。

市场开拓看国家政策，需求保持平稳低速增长

目前公司在700多座高炉中改造了 100多座，未来每年有望改造20-30座高炉，有效应的节能环保项目还是有推广动力的。

根据相关资料分析，我国现有300 多座1000 m³ 级以上高炉中，约有200 座需要进行煤气全干法除尘技术改造，若每年按30座的速度改造，全部改造完成需6~7 年，每座高炉煤气全干法除尘系统约需300 万元的蝶阀、插板阀、调压阀组、卸灰球阀等产品。

此外，根据国家总量控制、新建淘汰落后、联合重组的政策推算，2015 年前，我国每年在拆除小高炉后约需新建2000 m³ 级以上高炉12 座，每座的高炉全干法除尘系统约需700 万元的蝶阀、插板阀、调压阀组、卸灰球阀等产品。由此

测算，2015 年前每年需高炉全干法除尘系统配套阀门约1.74 亿元。

其他各部分需求估算如下表：

图表15：公司冶金特种阀门主要应用领域2015 年前的市场需求预测（单位：万元/年）

阀门名称	应用领域	高炉煤气全干法除尘系统新建淘汰落后及技术改造	转炉煤气除尘与回收系统新建淘汰落后及技术改造	焦炉干熄焦技术改造	纯烧高炉煤气锅炉管网系统技术改造
蝶阀、盲板阀、快速切断阀和调压阀组等		17,400	-	-	9,000
水封逆止阀、三通阀、旁通阀、杯形阀、泄爆阀、通风除尘阀等		-	5,140	-	-
焦炉拦焦及装煤烟气多管阀等除尘阀门		-	-	3,000	-

资料来源：光大证券研究所，招股说明书

三、工业特种阀门行业竞争分析

3.1 行业进入壁垒

由于冶金、核电行业对阀门设备要求的特殊性，安全性、可靠性、经济性等因素是选择阀门设备时首要考虑的因素。如果阀门出现质量问题，不仅带来很大的安全问题，还将造成巨大的经济损失。

而其中核电阀门门槛极高，基本处于少数企业垄断。

3.2 市场竞争格局

冶金阀门

公司的冶金特种阀门主要应用于钢铁行业节能环保领域，其设计难度和制造工艺都较普通的阀门复杂，在高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统领域，公司的冶金特种阀门的市场占有率较高，在上述领域具有较高的市场知名度。

在冶金阀门领域，公司主要竞争对手是石家庄阀门一厂股份有限公司、石家庄三环阀门股份有限公司、石家庄石特阀门有限责任公司、鞍山亨通阀门有限公司、秦皇岛冶金机械有限公司等。

根据近三年高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统、焦炉烟气除尘系统、煤气管网系统所需冶金特种阀门国内招投标统计信息，公司在上述领

域已实施项目中冶金特种阀门市场占有率如下:

图表16: 公司冶金特种阀门市场占有率

系统名称		神通阀门占有率 (%)	其他公司市场占有率 (%)
高炉煤气全干法 除尘系统	< 2000m ³	70	30
	≥ 2000m ³	82	18
转炉煤气除尘与 回收系统		76	24
焦炉烟气除尘系统		72	28
煤气管网系统		45	55

资料来源: 光大证券研究所, 招股说明书

核电阀门-外国企业优势减弱, 国内企业各占山头

本公司在核电阀门领域的主要竞争对手为法国的AMRI 公司及法国VANATOME 公司。

AMRI 公司是KSB 集团公司内专业生产蝶阀的公司, 大亚湾核电站、岭澳核电一期工程中的核级蝶阀都是由该公司提供, 在核电领域具有很高的知名度和良好业绩。

法国VANATOME 公司成立于1978 年, 有近三十年核电和军工阀门的设计、生产、销售与维护经验, 产品领域涉及球阀、仪表阀和安全阀等, 江苏田湾核电工程、岭澳核电一期工程球阀产品即为该公司提供。

而国内其他企业近些年大力发展技术, 各自形成了自己的优势产品。

图表17: 核电阀门内主要企业对比

公司名称	主导产品	企业特征
中核苏阀	闸阀、截止阀、止回阀	老牌国企, 公司拥有民用核安全设备设计、制造许可证, 是核级闸阀、截止阀和止回阀的主要供应商。目前正在努力进入蝶阀核球阀市场
大连大高阀门有限公司	小口径闸阀、截止阀、止回阀	国家机械工业重点骨干企业, 公司拥有民用核安全设备设计、制造许可证, 是小口径核级闸阀、截止阀和止回阀的主要供应商。
沈阳盛世高中压阀门有限公司	闸阀、截止阀、止回阀	公司拥有民用核安全设备设计、制造许可证, 是核级闸阀、截止阀和止回阀的主要供应商。
上海通用阀门真空设备	隔膜阀	拥有民用核安全设备设计、制造许可

有限公司阀门五厂

证，是核级隔膜阀的主要供应商。

神通阀门

蝶阀、球阀

公司在核电蝶阀、球阀领域具有明显的领先优势,有成为国际主要核电球阀和蝶阀供应商的潜力。

资料来源：光大研究所，招股说明书

四、节能减排新贵，得益于核电大发展

3.1 冶金阀门看政策，核电阀门发展靠内功

冶金特种阀门主要应用于钢铁行业节能环保领域，这块推广取决于两块：一是国家“淘汰落后产能，上大压小”政策；二是公司推广有效益的节能项目，即能给客户带来可观的节能效益。

核电阀门是核电站安全运行的关键承压设备，行业具有较高的技术壁垒，核电阀门行业属于技术、人才、资金密集型的行业，进入核电阀门领域需要大量的技术积累，需要一支具有丰富经验的管理队伍，需要一支具备生产、检测和质保等资质的技术队伍，需要先进的生产设备、试验检测设备和仪器，这对潜在进入者增加了很大难度。所以核电阀门还是要依靠企业自己的技术积累和技术创新。

3.2 公司核心竞争力是公司发展的保证

核心竞争力之一：体制灵活

公司主要管理人员持股比例非常合理，并且长期从事技术工作，对于行业发展以及未来趋势都有较好的把握。

公司敏锐感觉到国家政策的导向，率先进入了核电阀门领域，抓住核电设备快速发展以及国产化的机遇，实现了核电蝶阀、球阀的国产化，新项目招标实现了100%中标。良好的体制机制激发了企业创新的活力，目前企业正积极进入其他核电产品领域，并适应市场需求研发出新型节能环保特种冶金阀门，不断地技术创新、产品创新保障了公司未来的市场竞争力。

核心竞争力之二：技术国内领先，直追国际先进水平

公司为国家高新技术企业，是目前国内主要的冶金特种阀门和核电阀门生产基地之一，中国机械500强企业。近年来公司成功开发了一系列的新产品、新技术，在冶金特种阀门和核电阀门领域拥有一批核心技术同时公司和相关企业，高校进行合作，为公司产品技术先进性提供了良好的支持和保障。

核心竞争力之三：下游客户集中而且关系良好

目前公司冶金阀门方面公司产品服务于宝钢、莱钢、包钢等特大型钢铁企业。而核电主要面向国内几大核电总包商。

公司是中国阀门行业协会副理事长单位、宝钢设备与备件联合研制供应中心成员单位。同时公司被宝钢接纳为“宝钢设备与备件联合研制供应中心成员单位”，被核电泰山联营有限公司、泰山核电公司、中核东方工程有限责任公司、中核集团四〇四厂、西安陕鼓动力股份有限公司等单位评定为合格供应单位，被宝钢、莱钢、中冶赛迪公司等企业认定为优秀供应商，公司产品得到了用户的充分肯定，“神通”品牌已成为业内知名品牌。并且通过中国中原对外工程公司、中钢设备总公司等合作单位销售到土耳其、印度、巴基斯坦等国家和地区。

五、募集资金项目分析——解决产能瓶颈

通过上面的市场分析，仅考虑已批准的新建核电站对核电蝶阀、球阀及风阀的市场需求，未来市场容量要高于公司总产能，同时按照核电中长期规划，预计政府未来几年仍将批准较大规模的核电站项目，加上核电站运营期间的维修更换需求以及部分海外出口需求，未来募投项目达产后公司产品仍将供不应求，成为公司业绩高速增长的保障。

此次公司募集资金拟投资核电阀门扩大生产能力项目，募投项目建成后核电阀门产能将从2000 台/年增加到15000 台/年。

5.1 公司募投项目前景良好

根据国内已批准的新建核电站的预计交货期，并结合公司核电阀门产能扩张后的产值预测，未来几年已批准的新建核电站对核电蝶阀、球阀及风阀的市场需求情况及与公司产能对比如下：

图表18：核电阀门内主要企业对比

项目	建设期		达产期				
	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
市场需求预测（含税）	0.87	1.60	4.73	5.68	5.01	5.70	4.85
市场需求预测（不含税）	0.74	1.37	4.04	4.85	4.28	4.87	4.15
公司核电阀门总产值预测 （以年产15,000 台产能为 基础测算）	0.60	1.19	3.27	3.57	3.57	3.57	3.57
市场缺口	0.14	0.18	0.77	1.28	0.71	1.30	0.58

资料来源：光大研究所，招股说明书

根据上表分析，在2009-2015 年期间，核电蝶阀、球阀、风阀市场容量均高于公司总产能。实际上，上述市场需求预测仅包含已批准的新建核电站对核电蝶阀、球阀及风阀的市场需求。如果考虑到设备阀门更换和海外市场的部分出口，产能瓶颈更是明显，因此，公司新增13,000 台/年核电阀门扩大生产能力项目有较好的市场前景，核电阀门新增产能能够被市场消化吸收。

图表19：募投项目完成后核电阀门产能变化情况

产 品	项目实施前产能（台/年）	项目实施后产能（台/年）
核级蝶阀	500	3,200
核级球阀	600	3,400
非核级蝶阀	300	3,000
非核级球阀	600	4,200
风 阀	-	1,200
合计	2,000	15,000

资料来源：光大研究所，招股说明书

5.2 募投后产品价格、毛利率趋势

核电阀门未来价格走势受需求情况、行业准入、技术水平、市场竞争性等因素的影响。

- 1、需求情况：在可预见的2015年前，公司的主导产品是供不应求的；
- 2、行业准入：由于核电阀门的特殊性，核电站对核电阀门供货企业均要进行源地评审，对生产资质、设计制造能力、质保能力、历史业绩、经营状况等方面加以考核，合格的企业才能成为核电站的潜在供应商；
- 3、技术水平：为满足核电站苛刻的工况要求，核电站在设计过程中对核电阀门提出了很高的技术参数要求；
- 4、行业竞争性：严格的行业准入限制、较高的行业技术壁垒决定了核电阀门市场在较长时间内将处于非充分竞争状态。由于受行业资质许可、供货业绩需要及国产化政策影响，在最近几年核电阀门招标中，公司是同时具备核电蝶阀、球阀完整的生产资质且有供货业绩的唯一一家国内供应商。

从上可预见公司在核电阀门产品上具有较强的竞争能力，公司核电阀门产品价格走势和毛利率在可预见的未来不会出现显著不利的波动情况。

5.3 核电技术路线之争是否会影响公司业绩？

以APT1000为代表的三代核电站阀门的量将减少40%，量是减少的，但是由于价格的提升，总体价值量不减。

三门核电站是国际上第一座使用三代核电站技术，目前很多技术还不成熟，存在很多争议，我们判断未来很长时间是二代半和三代核电站共发展的阶段。

此外公司已经做好了相关的技术储备。无论是推广那种技术，公司都有望延续强势的竞争地位。

五、盈利预测

图表 20：盈利预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入	286.4	366.0	476.4	606.3	724.5
冶金阀门(百万元)	203.89	216.12	226.93	236.01	245.45
核电阀门(百万元)	75.01	141.02	239.73	359.60	467.48
材料销售(百万元)	5.04	6.05	6.65	7.32	8.05
废料等(百万元)	2.44	2.81	3.09	3.33	3.53
营业收入增速	-0.6%	27.8%	30.2%	27.3%	19.5%
冶金阀门	-14.2%	6.0%	5.0%	4.0%	4.0%
核电阀门	79.5%	88.0%	70.0%	50.0%	30.0%
材料销售	-25.2%	20.0%	10%	10.0%	10.0%
废料等	16.2%	15.0%	10.00%	8.0%	6.0%
毛利率	39.1%	40.0%	40.8%	41.3%	41.6%
冶金阀门(%)	37.16%	37.0%	37.0%	36.8%	36.8%
核电阀门(%)	44.39%	44%	44%	44%	44%
材料销售(%)	57.49%	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%
废料等(%)		30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

六、财务分析

图表 21：财务比率分析

	2007	2008	2009
成长能力 (%YoY)			
收入增长率	0.00%	34.01%	-0.61%
净利润增长率	#DIV/0!	7.43%	21.88%
EBIT 增长率	#DIV/0!	15.64%	30.44%
EBITDA 增长率	#DIV/0!	15.64%	30.44%
盈利能力 (%)			
毛利率	39.11%	36.96%	39.94%
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.09%	24.43%	23.99%
资本结构			
资产负债率	57.16%	54.97%	54.60%
流动资产/总资产	71.24%	75.03%	74.96%
偿债能力			
流动比率	1.81	1.79	1.63
速动比率	1.37	1.17	1.33
营运能力			
应收账款周转率	4.99	3.21	2.56
应收账款周转天数	72.19	112.20	140.39
存货周转率	6.29	2.99	2.61
存货周转天数	57.25	120.43	138.18

核电产品占比提高，公司盈利能力有提升趋势

公司生产的冶金特种阀门和核电阀门为非标产品，09 年公司综合毛利率达到了 39.10%，其中冶金阀门和核电阀门分别为 37.16% 和 44.39%，产品毛利率水平处于机械零部件制造行业较高水平。未来随着募集资金项目达产，公司核电阀门占收入比重将进一步上升，由于核电阀门毛利率水平较高，产品结构调整将逐步提升公司综合毛利率。09 年公司销售净利率和净资产收益率分别为 14.3% 和 26.91%，盈利能力业内出众。

公司三项费用率过高，与研发投入和大力开拓市场有关

目前公司管理费用率和销售费用率较高，未来随着公司产能扩张后收入规模扩大，公司管理费用率和销售费用率将逐步下降，盈利能力有进一步提升空间。

估值

前提假设

- 1、公司阀门价格维持相对稳定；
- 2、公司毛利率能保持相对稳定并略有回升；
- 3、公司税率大致维持在 15%；
- 4、随着公司收入规模不断扩大，管理效率的提高，公司销售费用率和管理费用率将呈现下降趋势。

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	4.12%
$\beta(\beta_{levered})$	1.19
$R_m - R_f$	5.88%
$K_e(\text{levered})$	11.12%
税率	15.00%
K_d	4.60%
V_e	228.0
V_d	36.1
目标资本结构	13.66%
WACC	10.23%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	88.43	4.21%
第二阶段	757.79	36.10%
第三阶段 (终值)	1,253.03	59.69%
企业价值 AEV	2,099.24	100.00%
加: 非经营性净资产 价值	71.59	3.41%
减: 少数股东权益 (市 值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	36.08	-1.72%
总股本价值	2,134.75	101.69%
股本 (百万股)	104.00	-
每股价值 (元)	20.53	-
PE (隐含)	39.52	-
PE (动态)	0.00	-

资料来源: 光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.02	0.025	0.03	0.035	0.04
9.23%	22.52	23.59	24.82	26.27	28.00
9.73%	20.62	21.50	22.51	23.68	25.05
10.23%	18.96	19.69	20.53	21.48	22.60
10.73%	17.50	18.12	18.81	19.61	20.51
11.23%	16.22	16.74	17.32	17.98	18.73

资料来源: 光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	21	16 - 28	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	20	16 - 27	贴现率±1%, 长期增长率±1%
EVA	19	15 - 24	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所

参数自定

相对价值评估

国内A股市场有中核科技和洪城股份两家阀门企业, 普片估值太高, 我们选取机械基础件相关上市公司作为公司估值参考。我们选取的可比公司2010年平均市盈率为40倍, 按照公司2010年扣除非经常性损益后每股收益0.52元计算, 我们认为公司合理估值区间为18.2-20.5元。

图表22：同行业上市公司对比

公司	6月1 日收盘价	EPS			PE		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E
轴研科技	26.78	0.37	0.53	0.68	72.38	50.50	39.40
泰尔重工	20.36	0.61	0.75	1.07	33.38	27.15	19.03
龙溪股份	9.31	0.24	0.35	0.56	38.79	26.60	16.63
中核科技	21.26	0.22	0.37	0.54	96.62	56.46	38.69
平均值		0.46	0.63	0.87	60.50	40	29.58

资料来源：wind

投资评价和建议

预计公司2010年-2012年3.66亿元，4.76亿元，6.06亿元，实现净利润0.54亿元，0.79亿元，1.02亿元，按发行后摊薄股本算，对应2010-2012年EPS分别为0.52、0.76、0.98元。我们给与公司适当溢价，对应2010年36-40倍的PE，公司上市的合理价值区间为18.2元-20.5元。

风险分析

1、大盘系统性风险。

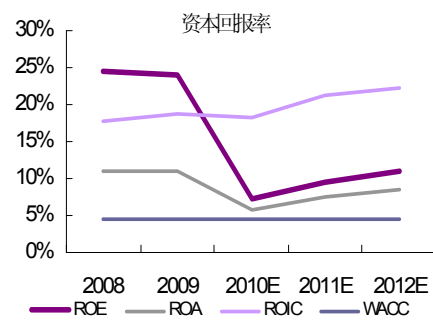
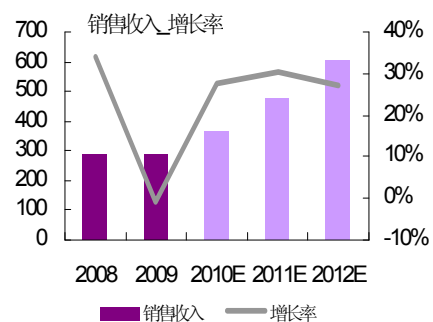
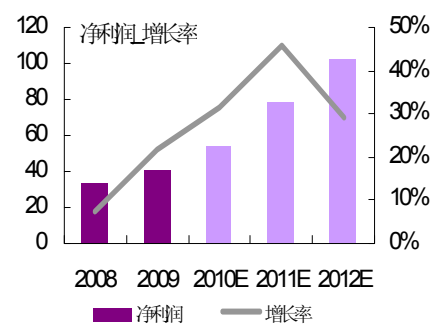
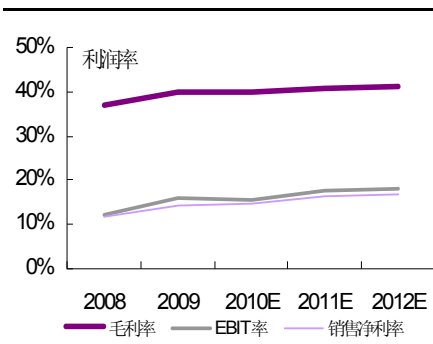
2、冶金行业周期性风险：冶金行业作为国家基础产业，受国家宏观经济政策以及相关产业政策的影响较大。冶金行业波动将直接影响相关阀门产品市场需求，对公司生产经营造成一定的影响。

3、市场竞争风险：公司核电蝶阀、球阀产品处于业内领先地位，目前国内已取得核级核电阀门设计、制造许可证的企业有23家，其中取得核级蝶阀设计、制造许可证的企业7家，取得核级球阀设计、制造许可证的企业6家。若这些企业将研发重心转向核级蝶阀和核级球阀的设计制造并取得突破性进展，将对公司的核电阀门业务构成一定的竞争压力。

公司冶金特种阀门高炉煤气全干法除尘系统、转炉煤气除尘与回收系统和焦炉烟气除尘系统在近三年已实施项目中市场占有率达70%以上。钢铁行业的新技术、新工艺在不断发展，若公司在新产品研发和市场开拓方面落后于竞争对手，公司冶金阀门产品将面临市场竞争加剧的风险。

4、原材料价格风险：公司产品的原材料包括毛坯及驱动装置，主要原材料（毛坯及驱动装置）成本占主营业务成本的70%左右。公司通过“以销定产”方式组织产品生产和销售，产品通过招投标或议价谈判确定销售价格，签订合同，同时根据生产进度订购所需原材料，冶金阀门从签订合同到供货的周期一般为1-18个月，而核电阀门的供货周期一般达6-36个月。由于产品供货周期长，原材料价格发生大幅波动将引起公司产品成本的波动，对公司经营业绩带来不利影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	288	286	366	476	606
营业成本	182	172	220	282	356
折旧和摊销	0	0	1	2	2
营业税费	1	1	1	1	1
销售费用	35	33	44	57	72
管理费用	32	31	40	52	66
财务费用	3	2	-2	-5	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	35	46	59	88	114
利润总额	36	49	64	93	120
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	33.65	41.01	54.02	78.87	101.76

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	306	377	928	1,048	1,209
流动资产	230	282	828	940	1,093
货币资金	46	73	580	620	673
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	93	130	144	182	245
应收票据	3	19	14	18	29
其他应收款	1	2	2	1	2
存货	80	52	79	104	122
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	55	58	70	80	89
无形资产	19	18	18	17	16
总负债	168	206	183	224	283
无息负债	128	162	177	218	277
有息负债	40	44	6	6	6
股东权益	138	171	745	824	926
股本	78	78	104	104	104
公积金	7	11	513	525	540
未分配利润	53	82	128	195	282

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	24	36	31	42	54
净利润	34	41	54	79	102
折旧摊销	0	0	1	2	2
净营运资金增加	31	-1	45	62	77
其他	-41	-4	-69	-101	-128
投资活动产生现金流	-8	-13	-10	-10	-10
净资本支出	-19	-18	10	10	10
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	11	5	-20	-20	-20
融资活动现金流	0	-7	486	8	9
股本变化	0	0	26	0	0
债务净变化	4	4	-38	0	0
无息负债变化	25	33	16	41	59
净现金流	16	16	507	40	53

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	34.01%	-0.61%	27.80%	30.17%	27.26%
净利润增长率	7.43%	21.88%	31.71%	46.02%	29.01%
EBITDA 增长率	15.64%	30.44%	21.64%	46.36%	30.79%
EBIT 增长率	15.64%	30.44%	19.13%	46.49%	30.86%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	2	1	-8	-6	-5
EV/EBIT	2	1	-9	-6	-5
EV/NOPLAT	2	1	-10	-7	-6
EV/Sales	0	0	-1	-1	-1
EV/IC	0	0	-2	-2	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	36.96%	39.94%	39.99%	40.77%	41.29%
EBITDA 率	12.17%	15.97%	15.82%	17.79%	18.28%
EBIT 率	12.17%	15.97%	15.49%	17.44%	17.93%
税前净利润率	12.50%	16.94%	17.36%	19.48%	19.75%
税后净利润率 (归属母公司)	11.68%	14.32%	14.76%	16.56%	16.79%
ROA	11.00%	10.89%	5.82%	7.53%	8.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.43%	23.99%	7.25%	9.57%	10.99%
经营性 ROIC	17.65%	18.81%	18.24%	21.22%	22.30%
偿债能力					
流动比率	1.79	1.63	5.58	5.05	4.53
速动比率	116.74%	132.68%	504.70%	449.05%	402.21%
归属母公司权益/有息债务	3.44	3.88	124.16	137.31	154.27
有形资产/有息债务	7.13	8.05	151.75	171.87	198.81
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.32	0.39	0.52	0.76	0.98
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.23	0.35	0.30	0.40	0.52
每股自由现金流(FCFF)	0.26	0.60	-0.01	0.01	0.08
每股净资产	1.32	1.64	7.16	7.92	8.90
每股销售收入	2.77	2.75	3.52	4.58	5.83

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

恽敏，南京大学金融工程硕士，从业 6 年，曾从事投资银行业务，目前任机械行业分析师。

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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。