

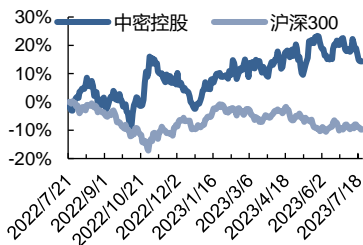
机械密封领先企业，进口替代+出口双驱稳步外拓

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-23

收盘价（元）	44.21
近 12 个月最高/最低（元）	47.6/33.93
总股本（百万股）	208
流通股本（百万股）	198
流通股比例（%）	95%
总市值（亿元）	92.0
流通市值（亿元）	87.7

公司价格与沪深 300 指数走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

主要观点：

● 国内机械密封行业领先企业，产品线丰富

公司深耕机械密封行业 40 余年，是我国最早开展密封技术研究的单位之一，是我国机械密封领先企业。机械密封及干气密封作为公司主要产品，营收占比稳定在 50% 以上。近年来业务布局逐步完善，进一步外拓至橡塑密封及特种阀门领域，2022 年营收占比分别达到 9.4%、8.2%。公司发展稳健，营收自 2017 年来稳居国内市场行业第一，营收及利润稳定增长，2023Q1 实现营业收入 2.87 亿元，同比+8.48%，实现净利润 0.81 亿元，同比+30.65%。公司利润水平稳中有升，2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 54%、28%，相比 2020 年均提升 5.2pct，2023Q1 合同负债为 0.56 亿元，同比+29.55%，公司在手订单充足。

核心控制人持股达 22.08%，公司股权架构稳定，助力公司稳健发展。

● 下游产能建设持续，市场空间稳步外拓

根据公司业务一般将市场划分为增量及存量市场，增量市场随下游新增产能建设外拓，存量市场基于现有产能投放稳健增长。公司采取“通过主机占领终端”的市场策略，以“增”拓“存”，稳健外拓市场空间。

从下游来看，多下游产能建设持续助推机械密封市场空间稳步外拓。机械密封下游以炼油、乙烯、管道运输、电力等多下游需求为主。石化领域炼油、乙烯产能随改造及升级需求驱动产能持续外拓，油气运输管道随需求增长建设加快，核电建设加速，核电密封国产化稳步推进。根据我们测算，2025 年我国机械密封行业有望增长至 69.2 亿元，2020-2025 年复合增速达 5%。

● “大密封”布局逐步完善，高端领域持续突破

机械密封行业分层特点明显，高端市场集中于核电、军工、航空航天领域，我国高端市场市占达 25%，过往以进口产品为主。从竞争格局来看，国际龙头约翰克兰、伊格尔博格曼、福斯凭借技术及布局在全球市占约 70%，而中国市场则相对分散，含公司在内的 CR5 达 46.1%，行业集中度仍有较高提升空间。

公司逐步完善“大密封”领域布局，持续突破高端产品。从产品品类来看，公司产品主要集中于机械端面密封产品。金属密封作为我国机械密封主流 2021 年市场份额达 57.7%，橡胶密封 2021 年占比达 14.5%。公司积极运用上市公司平台优势，近年来并购优泰科、华阳密封、新地佩尔等细分领域领先公司，完善橡塑密封、特种阀门布局并提升高端密封竞争力，“大密封”格局逐步完善。

公司重视技术研发，研发投入及研发费用率稳步提升，由 2018 年 4.23% 提升至 2023 年 Q1 的 6.23%。公司及子公司累计取得授权专利 282 项，机械密封、橡塑密封及特种阀门领域持续取得技术突破，为公司稳健发展保驾护航。

● **多领域客户资源丰富，海外扩张进一步打开空间**

公司多领域客户资源丰富，主要客户为国有大型龙头企业及其下属骨干企业、大型知名民企及国际知名主机厂，如中石化、中石油、中海油、国家管网、西门子、埃利奥特等，核心客户重点项目稳步建设。

公司积极开拓海外市场，取得良好效果，2022 年实现海外营业收入 0.35 亿元，同比增长 56.65%。借力“一带一路”开拓国际市场，深化与终端用户的沟通合作。2022 年公司组建海外市场本土化销售团队，国际业务订单创新高超 1 亿元，海外市场持续突破。

● **盈利预测、估值及投资评级**

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.1/16.6/19.4 亿元，同比增速分别为 16.2%/17.3%/17.1%，2023-2025 年归母净利润 3.66/4.38/5.22 亿元，同比增速分别为 18.5%/19.5%/19.1%。

公司当前股价对 2023-2025 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 25/21/17 倍。我们选取中信行业分类同在“CS 基础件”行业分类且下游与公司同样都有分布于石油、化工等行业的纽威股份、应流股份、恒润股份为可比公司，可比公司 2023-2025 年平均市盈率分别为 23/17/13。考虑公司作为国内机械密封龙头，技术竞争实力强劲，首次覆盖给予“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,215	1,412	1,656	1,940
收入同比 (%)	7.3%	16.2%	17.3%	17.1%
归属母公司净利润	309	366	438	522
净利润同比 (%)	7.6%	18.5%	19.5%	19.1%
毛利率 (%)	51.3%	52.2%	52.8%	53.4%
ROE (%)	13.0%	12.9%	13.6%	14.1%
每股收益 (元)	1.51	1.76	2.10	2.51
PE	29.04	24.83	20.77	17.45
PB	3.81	3.21	2.82	2.46
EV/EBITDA	22.42	16.54	13.03	10.57

资料来源：wind，华安证券研究所

● **风险提示**

1) 下游产能建设不及预期；2) 产品研发不及预期；3) 并购公司业绩整合不及预期

正文目录

1. 稳健发展的国内机械密封领先企业	6
1.1 公司是国内机械密封行业领先企业，产品线丰富	6
1.2 营收、盈利稳步提升	7
1.3 股权架构稳定，助力长期稳健发展	9
2. 下游产能建设持续，市场空间稳步外拓	10
2.1 机械密封应用广泛，公司以“增”拓“存”扩张稳健	10
2.2 多下游产能建设持续，市场空间持续外拓	11
2.2.1 炼油市场：落后产能加速淘汰，改造升级需求增加	11
2.2.2 乙烯市场：产能持续增长，国产密封使用意愿增强	12
2.2.3 管道运输：油气运输管道建设加快，需求提升	15
2.2.4 核电：建设加速，进口替代助力国产核电密封持续增长	16
2.3 2025年机械密封市场规模达69.2亿元，5年间CAGR达5%	18
3. “大密封”布局逐步完善，高端领域持续突破	19
3.1 机械密封市场竞争格局分散，国际龙头全球市占约70%	19
3.2 扩张产品结构，“大密封”布局逐步完善	22
3.3 研发投入持续增长，技术突破进行时	24
4. 多领域客户资源丰富，海外扩张进一步打开空间	26
4.1 多领域客户资源丰富，重点项目稳步建设	26
4.2 借力“一带一路”，海外扩张进一步打开空间	27
5. 投资建议	29
5.1 基本假设与营业收入预测	29
5.2 估值与投资建议	30
风险提示	31

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司主要产品	7
图表 3 公司近年营业收入与增速情况	7
图表 4 公司近年净利润与增速情况	7
图表 5 2018-2023Q1 公司期间费用率	8
图表 6 2018-2023Q1 公司毛利率和净利率	8
图表 7 2018-2022 分产品营收占比	8
图表 8 2018-2022 分产品毛利率	8
图表 9 2023Q1 合同负债同比增长 29.55%	9
图表 10 公司股权架构	9
图表 11 2018 年限制性股票激励计划股票授予情况	10
图表 12 密封行业产业链	10
图表 13 公司业务主要分为增量和存量两部分	11
图表 14 2022 年我国炼油能力达 9.24 亿吨/年	12
图表 15 未来三年中国新增炼油产能 8300 万吨	12
图表 16 预计全球乙烯市场 2022-2030 年 CAGR 为 5.58%	13
图表 17 亚太地区在全球市场占比约为 43%	13
图表 18 我国在建或拟建石脑油裂解制乙烯装置新增产能	13
图表 19 我国在建或拟建 CTO/MTO 装置新增烯烃产能	14
图表 20 我国乙烷裂解制乙烯（含轻烃综合利用项目）产能	15
图表 21 我国管道输油（气）里程（万公里）	16
图表 22 我国油气管网规划情况	16
图表 23 2014-2023 我国核电新增装机情况	16
图表 24 我国历年核电发电量占发电总量比例（%）	17
图表 25 2009-2023/01-06 中国运行核电机组装机规模（MW）	17
图表 26 2022 年末我国大陆在建核电机组情况	17
图表 27 2025 年我国机械密封行业市场规模测算	19
图表 28 密封产品分类	20
图表 29 2021 年我国密封件行业产品结构分布	20
图表 30 2023-2030 年全球密封垫片及密封件市场 CAGR 约 4.08%	21
图表 31 2019 年全球机械密封行业市场竞争格局	21
图表 32 机械密封国际领先企业	21
图表 33 国内密封件市场竞争格局分散	22
图表 34 机械密封市场分层级情况	22
图表 35 多项收购完善公司业务布局	23
图表 36 近几年公司新产品情况	23
图表 37 公司近年研发费用及增长率	25
图表 38 2018-2023Q1 年研发费用率	25
图表 39 公司近年来专利授权情况	25
图表 40 2022 年公司主要客户及重点项目	26
图表 41 海外营收及同比增速	27
图表 42 海外市场拓展情况	27

图表 43 公司营收及毛利情况拆分.....	29
图表 44 可比公司估值.....	30

1. 稳健发展的国内机械密封领先企业

1.1 公司是国内机械密封行业领先企业，产品线丰富

深耕机械密封行业，优势显著。中密控股成立于 1978 年，其前身是四川省机械设计研究院密封技术研究所，为中国最早展开密封技术研究的单位之一。公司通过多年自主科技创新，已拥有国内密封行业最为完整的高端产品线并成功解决多项“卡脖子”技术难题，营业收入自 2017 年来稳居国内市场行业第一。公司连续多年荣获多个重要客户的优秀供应商，获评中国制造隐形冠军，干气密封及控制系统被中国机械工业联合会和中国机械工业品牌战略推进委员会评为“中国机械工业名牌产品”。截至目前，公司已拥有 4 家国家高新技术企业，5 大生产基地，是工信部第一批国家级专精特新“小巨人”企业和行业内首家 A 股上市公司。

图表 1 公司发展历程

时间	重要事件
1978	公司前身四川省机械研究设计院密封技术研究室正式成立。
1993	跟随国家改革开放的政策，与日本广岛县日机工业株式会社共同投资组建“四川日机精密封件有限公司”。成为四川省第一家中外合资科技型企业。
2009	收购日方股份，由有限公司整体变更为股份有限公司，更名为“四川日机密封件股份有限公司”。
2010	改制为国有相对控股的多元化股份制企业。
2015	公司在深交所创业板上市，成为中国机械密封行业唯一一家 A 股上市公司。
2016	完成对优科泰（苏州）密封技术有限公司的并购。
2018	公司完成对大连华阳密封股份有限公司的并购。
2019	更名为“中密控股股份有限公司”。
2021	完成对自贡新地佩尔阀门有限公司的并购，正式进军高端阀门领域。

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

主营机械密封研发制造，“大密封”布局不断完善。公司主营产品为机械密封及其辅助（控制）系统，子公司主营产品分别为橡塑密封及特种阀门。

- 公司主要产品机械密封是一种重要的工业基础件，广泛应用于国内外的石油化工、煤化工、油气输送、核电、制药、造纸、冶金、食品、船舶、航空航天等各个工业领域。公司同时从事旋转喷射泵的设计、研发、制造和销售，主要应用于炭黑、石油化工等行业。
- 子公司优泰科主营产品为橡塑密封件，应用于各类大型机械的液压或气动机构。优泰科产品在密封材料性能、大型密封件无模具加工技术方面具有突出的领先优势，广泛应用于工程机械、矿山机械、冶金等行业。
- 子公司新地佩尔主要从事特殊工况、特殊功能以及特殊领域专用阀门的研发、设计、制造和销售，以轴流式止回阀、强制密封球阀、压缩机防喘振阀、清管阀、水击泄压阀等产品为核心，主要应用于油气输送、石油化工、电力、输水引水等行业，尤其在油气输送领域具有很强的市场竞争力。

图表 2 公司主要产品

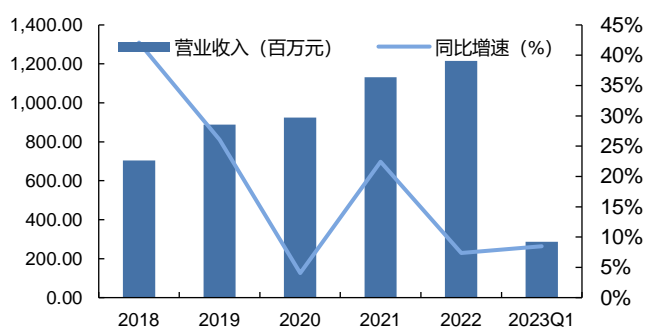


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所整理

1.2 营收、盈利稳步提升

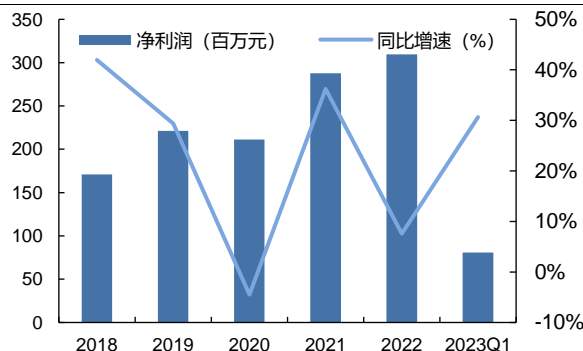
公司营业收入和净利润稳定增长。2018-2022 年营业收入复合增速为 14.59%，2022 年实现营业收入 12.15 亿元，同比增长 7.34%。2018-2022 年净利润复合增速为 16%，2022 年实现净利润 3.10 亿元，同比增长 7.59%。2023Q1 实现营业收入 2.87 亿元 (+8.48%)，实现净利润 0.81 亿元，同比增长 30.65%，系密封板块业务毛利率较高的存量业务占比上升，毛利增加所致。

图表 3 公司近年营业收入与增速情况



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

图表 4 公司近年净利润与增速情况



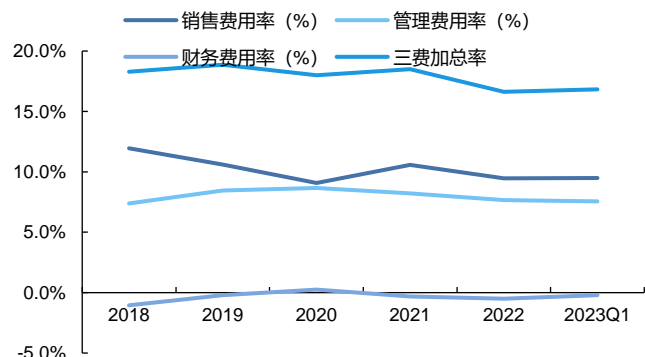
资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

公司利润率稳中有升，期间费用率总体呈现下降趋势，费用管控能力良好。

- 公司利润水平稳中有升，2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 54%、28%，相比 2020 年均提升 5.2pct。
- 公司销售费用、管理费用及财务费用总体呈现下降趋势，三费占比由 2018 年的

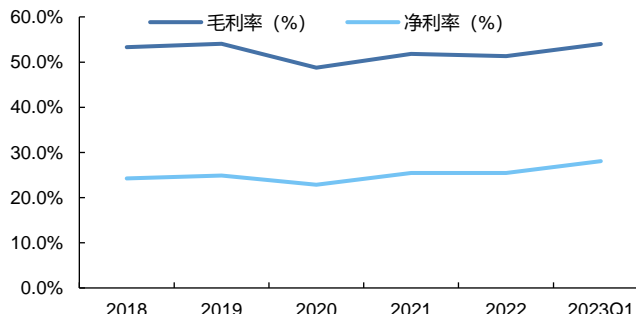
18.29%降至 2022 年的 16.63%，体现了公司良好的费用管控能力，提升公司整体盈利能力。

图表 5 2018-2023Q1 公司期间费用率



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

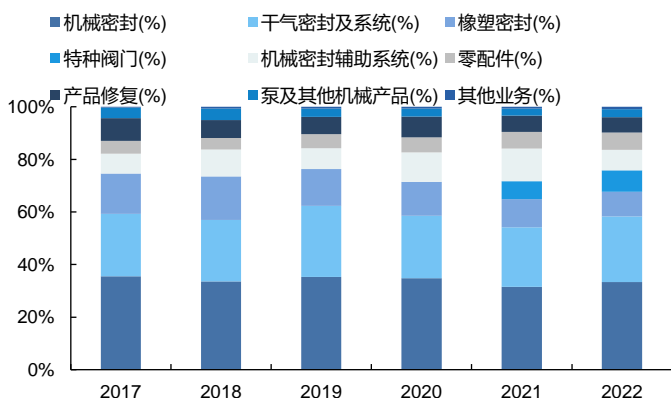
图表 6 2018-2023Q1 公司毛利率和净利率



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

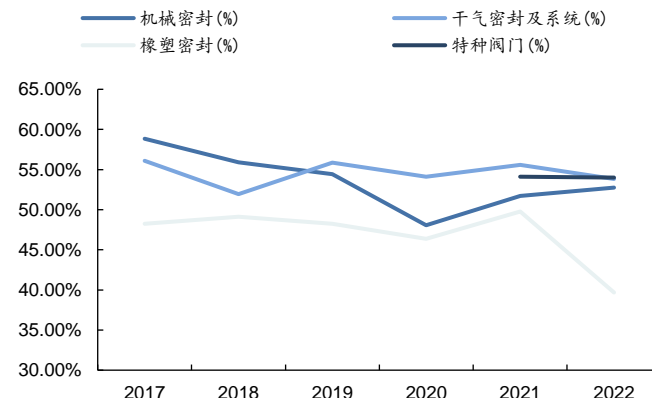
公司深耕机械密封市场，机械密封、干气密封系统、橡塑密封为主要产品，营收占比达到 60%以上。2022 年，公司机械密封、干气密封系统、橡塑密封分别实现营业收入 4.05 亿元 (+13.72%)、3.03 亿元 (+17.86%)、1.14 亿元 (-5.65%)。2021 年公司进军特种阀门领域，2022 年实现营业收入 0.99 亿元，同比增长 27.25%，营收占比达到 8.17%。2022 年，高毛利率的机械密封、干气密封以及特种阀门收入占比均有所提升，低毛利率的机械密封辅助系统收入占比明显下降。

图表 7 2018-2022 分产品营收占比



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

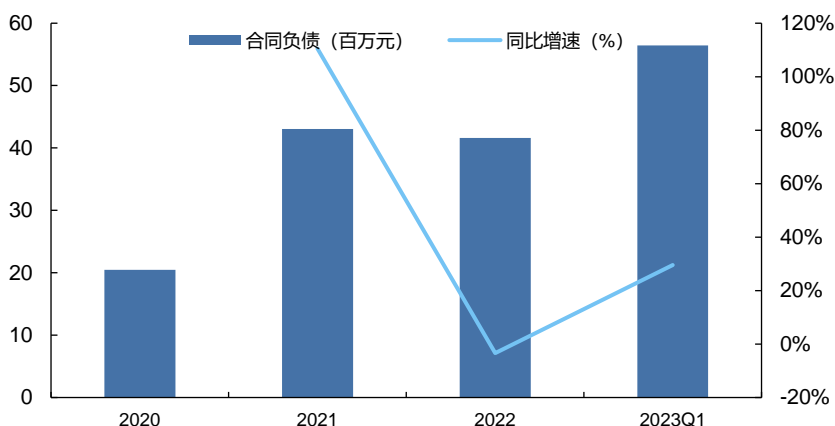
图表 8 2018-2022 分产品毛利率



资料来源：同花顺 ifind，华安证券研究所

合同负债高增，公司订单充足。公司 2022 年合同负债 0.42 亿元，2023Q1 合同负债为 0.56 亿元，同比增长 29.55%，公司在手订单充足，推动公司实施更为积极的扩产计划以确保订单及时交付。

图表 9 2023Q1 合同负债同比增长 29.55%

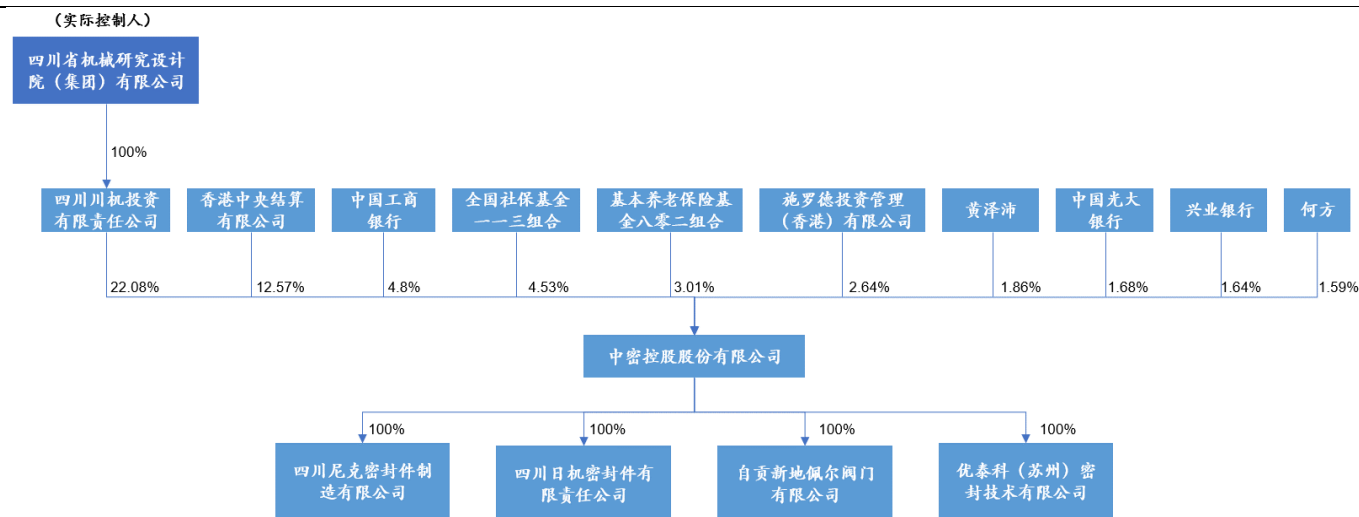


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

1.3 股权架构稳定，助力长期稳健发展

公司股权架构稳定。公司控股股东为川机投资，实际控制人为川机投资的四川省机械研究设计院（集团）有限公司。截至 2023Q1，四川省机械研究设计院通过其全资子公司川机投资共持有公司 22.08% 的股份。

图表 10 公司股权架构



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所 注：截至 2023Q1

员工持股计划及股权激励计划彰显公司发展信心。

- 公司于 2018 年 8 月审议通过《关于<四川日机密封件股份有限公司 2018 年限制性股票激励计划（草案）>及其摘要的议案》，并分别于 2021 年 3 月、2022 年 3 月及 2023 年 3 月对符合条件的激励对象解除限制性股票 1540473 股、1533048 股、1579504 股，核心员工与公司绩效深度绑定，有效提升员工积极性。
- 根据公司公告，2022 年 4 月，公司审议通过《关于回购公司股份方案的议案》，同

意公司使用自有资金回购公司已发行的人民币普通股，回购的资金总额不低于人民币 10,000 万元且不超过人民币 20,000 万元（均含本数）。根据公司公告，回购股份拟用于员工持股计划或者股权激励以进一步健全公司长效激励机制。

图表 11 2018 年限制性股票激励计划股票授予情况

职位	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划授予日股本总额的比例
基层/中层管理人员、核心技术/业务/生产人员与职能人员（共 187 人）	480.51	100%	2.50%
合计	480.51	100%	2.50%

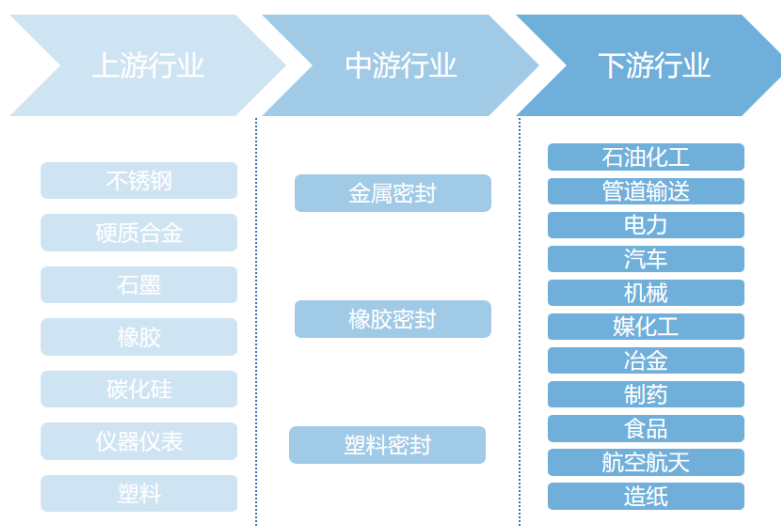
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2. 下游产能建设持续，市场空间稳步外拓

2.1 机械密封应用广泛，公司以“增”拓“存”扩张稳健

机械密封作为重要的工业基础件，广泛运用于石油化工、管道运输、电力、汽车、机械等多个行业。机械密封产品主要用于解决在高温、高压、高速及高危介质下转动设备运转时的泄漏问题，产品性能直接影响下游领域客户项目的安全、环保、节能及长周期运行。机械密封行业的上游行业是不锈钢、硬质合金、石墨、橡胶、碳化硅、仪器仪表等行业，机械密封的下游行业为装备制造及石油化工、煤化工等行业。

图表 12 密封行业产业链



资料来源：公司公告，智研咨询，华安证券研究所

公司采取以“增”拓“存”的市场策略，市场空间稳固外拓。

- 根据公司业务一般将市场划分为增量及存量市场，增量市场紧随下游产能建设外拓，存量市场空间稳健增长。根据公司的业务情况，公司产品所在市场可划分为增量市场及存量市场两大类，增量市场与下游公司新增固定资产投资关联度较高，受经济周期波动影响较大；而存量收入主要来自定期更换及进口替代业务，收入及毛利率情况较为稳定。
- 公司采取“通过主机占领终端”的市场策略，即保持并扩大“增量业务”市场规模，持续拓展“存量市场”，发展稳健。

图表 13 公司业务主要分为增量和存量两部分

	增量市场	存量市场
定义	为新建项目配套主机设备企业产生的订单	机械密封作为易损件，客户在设备运行一定周期后直接更换或修复（通常为 1 到 3 年）更换产生的订单
客户	主机厂、设计院、终端客户	终端客户
毛利率	普遍较低（40%以下）	较高（60%以上）
波动情况	市场需求与客户固定资产投资关联较大，受经济周期波动影响较大	来自定期更换和进口替代，收入相对稳定
增量转存量转化周期	12-18 个月	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

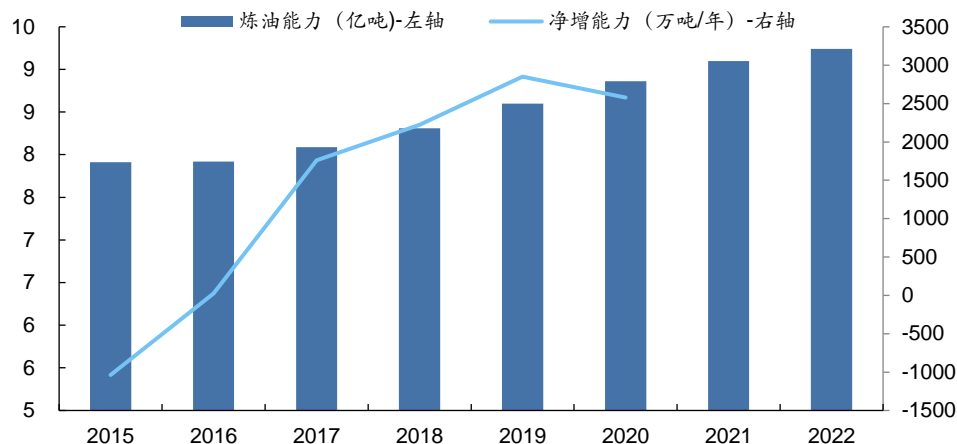
2.2 多下游产能建设持续，市场空间持续外拓

2.2.1 炼油市场：落后产能加速淘汰，改造升级需求增加

2020 年我国炼油产能达 8.9 亿吨/年，落后产能加速淘汰，改造升级需求增加。

- 根据华经产业研究院及中国石油集团经济技术研究院数据，2020 年底，中国炼油能力达 8.9 亿吨/年，较 2015 年净增 9439 万吨/年，其中，新增炼油能力 1.62 亿吨/年，淘汰落后产能 0.68 亿吨/年。2022 年我国炼油能力增长放缓，总炼油能力提升至 9.24 亿吨/年，稳居世界第一大炼油国。
- 根据中国石化发布的《2021 中国能源化工产业发展报告》，“十四五”发展重点是加快结构调整，以先进产能淘汰落后产能，提升炼化一体化，合并减油增化，利用多产低碳烯烃和化工原料。我国炼油产能结构持续优化调整。根据《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021 年版)》和《炼油行业节能降碳改造升级实施指南》到 2025 年，炼油领域能效标杆水平以上产能比例达到 30%，依法依规淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置，能效基准水平以下产能加快退出。

图表 14 2022 年我国炼油能力达 9.24 亿吨/年



资料来源：华经产业研究院，《国内外油气行业发展报告》，华安证券研究所

预计 2023-2026 年中国将新增炼油产能 8300 万吨。我国炼油行业的发展主要围绕国家石化产业规划布局方案提出的七大石化产业基地展开：大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港、浙江宁波、上海漕泾、广东惠州和福建漳州古雷，山东通过地炼企业整合有望进一步呈现出规模化发展的趋势。国内炼厂加速炼化一体化快速发展，预计 2023-2026 年，国内新增总炼油能力在 8300 万吨。

图表 15 未来三年中国新增炼油产能 8300 万吨

企业名称	新增产能 (万吨)	预计投产时间
镇海炼化	1100	2023 年
裕龙鸟炼化一期	2000	2024 年
大榭石化	600	2024 年
旭阳炼化	1500	2025 年
华锦石化	1500	2025 年
古雷炼化	1600	2026 年
合计	8300	

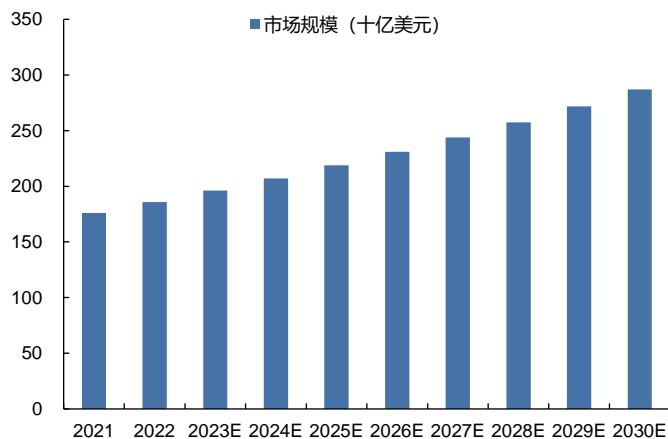
资料来源：石油和化工园区，华安证券研究所整理

2.2.2 乙烯市场：产能持续增长，国产密封使用意愿增强

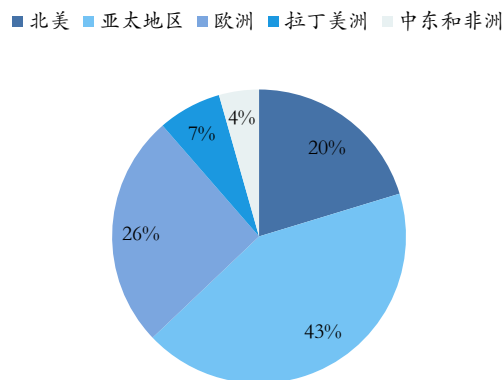
2021 年全球乙烯市场规模 1760 亿美元，预计 2022-2030 年复合增速达 5.58%，预计未来由有亚太地区主导增长。

- 全球乙烯市场规模在 2021 年为 1760 亿美元，预计到 2030 年将超过 2870 亿美元，预计在 2022 年至 2030 年期间将达到 5.58% 的复合年增长率。
- 亚太地区在 2021 年的收入份额为 42.6%。由于中国、印度和日本等国制造业的扩张，该地区在预测期内将继续主导全球市场。

图表 16 预计全球乙烯市场 2022-2030 年 CAGR 为 5.58% 图表 17 亚太地区在全球市场占比约为 43%



资料来源: Statista, 华安证券研究所



资料来源: Precedence research, 华安证券研究所

节能降碳要求明确, 产能升级需求增加, 我国乙烯产能持续提升。

- 截至 2021 年底, 我国共有乙烯生产企业 61 家, 投产乙烯装置 79 套, 合计总产能 4168 万吨/年, 约占全球总产能的 18%。其中蒸汽裂解制乙烯 (含重油催化热裂解) 装置 41 套, 生产能力 2948 万吨/年; 煤/甲醇制烯烃 (CTO/MTO) 装置 27 套, 乙烯生产能力 715 万吨/年; 乙烷裂解制乙烯 (含混合烷烃裂解) 装置 6 套, 生产能力 490 万吨/年。
- 根据《炼油行业节能降碳改造升级实施指南》到 2025 年, 乙烯行业规模化水平大幅提升, 原料结构轻质化、低碳化、优质化趋势更加明显, 乙烯行业标杆产能比例达到 30% 以上, 加快 30 万吨/年以下乙烯装置淘汰退出。能效基准水平以下产能有序开展改造提升。
- 根据中国石化上海石油化工统计, 预计 2021-2024 年我国将新增石脑油裂解乙烯产能 1670 万吨/年, 另有规划中乙烯产能约 1510 万吨/年; 预计至 2025 年国内 CTO/MTO 产能将接近 2500 万吨/年; 据不完全统计, 目前我国在建或拟建 CTO/MTO 项目新增烯烃产能约 2010 万吨/年, 其中新增乙烯产能约 850 万吨/年; 乙烷裂解方面, 据统计当前国内乙烷裂解制乙烯项目约 20 个, 产能合计约 2775 万吨/年。

图表 18 我国在建或拟建石脑油裂解制乙烯装置新增产能

地区	项目名称	产能 (万吨/年)	建设情况
天津	中沙(天津)石化扩能	30	2021 年投产
连云港	盛虹炼化	110	2021 年投产
漳州	福建古雷石化	100	2021 年投产
舟山	浙江石化二期	140	2021 年投产
武汉	中韩(武汉)石化扩能	30	2021 年投产
揭阳	中国石油广东石化	120	在建

烟台	南山裕龙石化一期	300	在建
洋浦	中国石化海南炼化	100	在建
宁波	中国石化镇海炼化扩建	120	在建
湛江	巴斯夫(广东)	100	在建
惠州	埃克森美孚	120	在建
盘锦	华锦阿美石化	150	在建
曹妃甸	中化旭阳石化	150	在建
曹妃甸	富海唐山石化	100	在建
烟台	万华化学	120	规划
惠州	中海壳牌三期	150	规划
新疆	中国石化塔河炼化	100	规划
钦州	中国石油广西石化二期	120	规划
岳阳	中国石化巴陵 & 长岭	150	规划
天津	中国石化天津石化南港	120	规划
南京	中国石化扬子石化	100	规划
湛江	中科(广东) 炼化二期	120	规划
漳州	福建古雷石化二期扩能	40	规划
漳州	中沙古雷乙烯	150	规划
洛阳	中国石化洛阳石化	100	规划
大连	中国石油大连石化	120	规划
吉林	中国石油吉林石化	120	规划
	合计	3180	

资料来源：中国石化上海石油化工，当代石油石化，华安证券研究所整理

图表 19 我国在建或拟建 CTO/MTO 装置新增烯烃产能

地区	企业名称	产能 (万吨/年)
宁夏	宝丰能源三期	50
陕西	陕煤集团榆林化学	200
陕西	恒力能源(榆林)	300
新疆	新疆山能化工	80
内蒙古	宝丰煤基新材料	400
云南	开远市解化分公司	60
内蒙古	鄂尔多斯国泰化工	60
内蒙古	荣信化工	80
山西	同煤集团	60
宁夏	国能集团宁夏煤业	70
内蒙古	中国石化鄂尔多斯	80
山西	阳煤丰喜肥业	60
内蒙古	阿拉善盟沪蒙能源	60
内蒙古	盛虹斯尔邦石化	180
新疆	东明塑胶	80
内蒙古	神华包头煤化工	70
青海	青海矿业	60
山西	山西焦煤飞虹	60

合计

2010

资料来源：中国石化上海石油化工，当代石油石化，华安证券研究所整理

图表 20 我国乙烷裂解制乙烯（含轻烃综合利用项目）产能

地区	企业名称	产能 (万吨/年)	建设情况
连云港	卫星石化一期	125	2021 年投产
宁波	华盛富(大榭)	60	2021 年投产
榆林	中国石油兰州石化	80	2021 年投产
库尔勒	中国石油独山子石化	60	2021 年投产
锦州	聚能重工锦晟化工	200	规划
青岛	阳煤集团青岛恒源	200	规划
潍坊	鲁清石化(寿光)	120	规划
大连	汇昆新材料	260	规划
天津	渤化化工	100	规划
烟台	南山裕龙石化	200	规划
连云港	卫星石化二期	125	规划
钦州	广西投资集团	125	规划
福州	缘泰石油	260	规划
东营	万达集团明宇化学	120	规划
湄洲湾	福建永荣控股	150	规划
曹妃甸	东华能源	200	规划
嘉兴	三江化工	125	规划
天津	惠生集团	100	规划
合计		2610	

资料来源：中国石化上海石油化工，当代石油石化，华安证券研究所整理

乙烯密封国产化意愿提升。石油石化领域以往多使用进口密封产品，我国在以乙烯为龙头的化工领域及后端精细化工领域仍落后于发达国家，具备较大发展潜力。随公司产品技术提升及国际形势变化，用户国产化意愿显著提升，乙烯领域密封件国产替代进程持续推进。

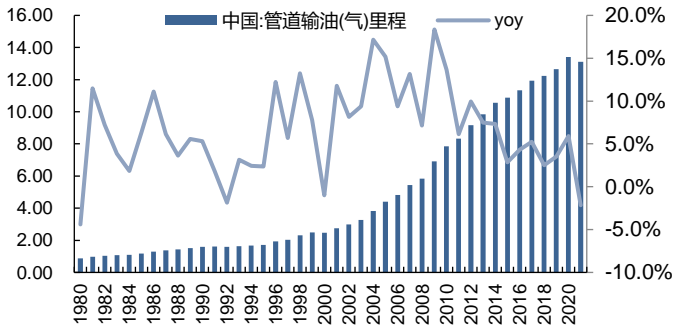
2.2.3 管道运输：油气运输管道建设加快，需求提升

油气运输管道建设有望加快，管道密封需求提升。

- 根据国家统计局数据，截止 2021 年，我国管道输油、输气里程达到 13.12 万公里，比上年同比回落 2.2%，2011-2021 年十年间复合增速达到 4.6%。
- 2022 年我国长输油气管网总里程约 18 万公里，其中原油管道 2.8 万公里，成品油管

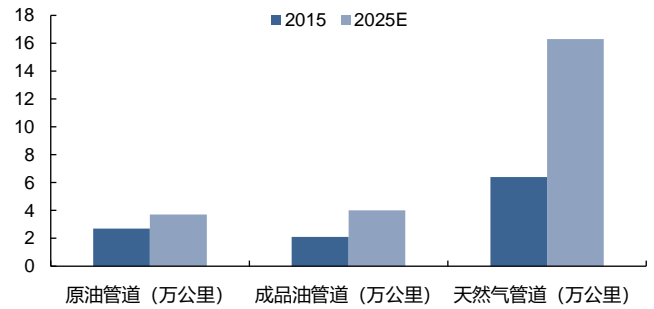
道 3.2 万公里，天然气管道 12 万公里。中长期来看，我国对油气管网有明确的规划。根据国家发改委发布的《中长期油气管网规划》，预计到 2025 年我国油气管网里程提升至 24 万公里，其中原油、成品油、天然气管道里程数分别达到 3.7、4.0、16.3 万公里，10 年间三类管网里程数复合增速分别达到 3.2%、6.7%、9.8%。油气管网建设持续推进有望带动管道行业密封需求持续增长。

图表 21 我国管道输油（气）里程（万公里）



数据来源：wind，国家统计局，华安证券研究所

图表 22 我国油气管网规划情况

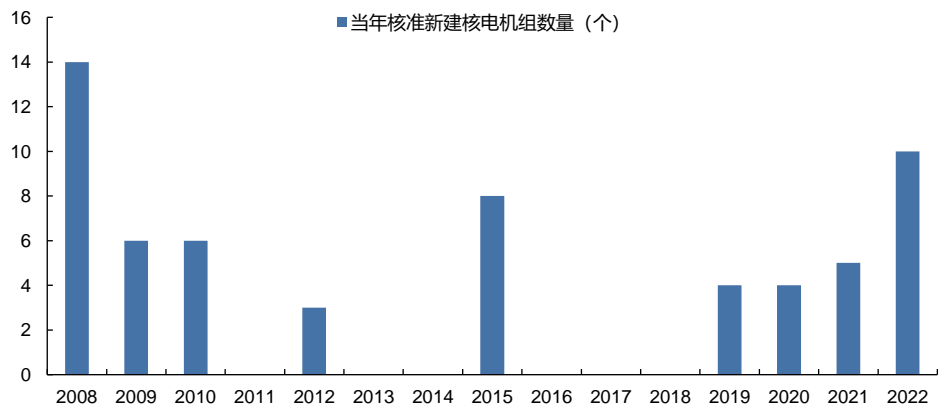


数据来源：《中长期油气管网规划》，华安证券研究所

2.2.4 核电：建设加速，进口替代助力国产核电密封持续增长

2022 年我国核准新建核电机组数量创十年间新高。2011 年日本福岛核事故发生后，对全球核电发展产生重大影响，中国一度暂停了新增的核电项目的审批，直到 2012 年 12 月核准江苏田湾核电二期工程的核电机组建设，在此后 6 年间仅于 2015 年核准新建了 8 台核电机组。2019 年中国核电审批再次启动，于 2019、2020、2021 年分别核准 4 台、4 台、5 台核电机组新建，中国核电建设稳定新增。2022 年 9 月国常会新核准 4 台核电机组建设，加上 2022 年 4 月国常会已核准的浙江三门、山东海阳、广东陆丰 3 个核电项目总计 6 台核电机组，我国 2022 年已核准新建 10 台核电机组，为近十年来的新高。

图表 23 2014-2023 我国核电新增装机情况

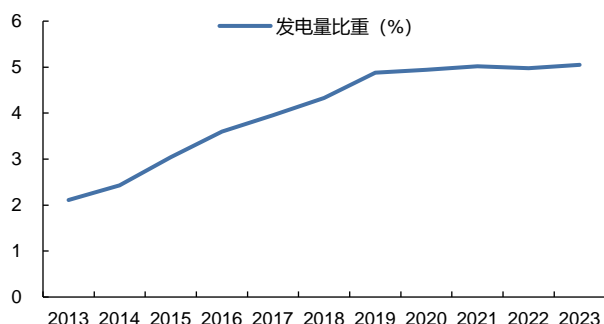


数据来源：国家能源局，发改委，中国核能协会，立鼎产业研究网，华安证券研究所

我国核电运行装机规模持续增长，核电发电量持续提升。

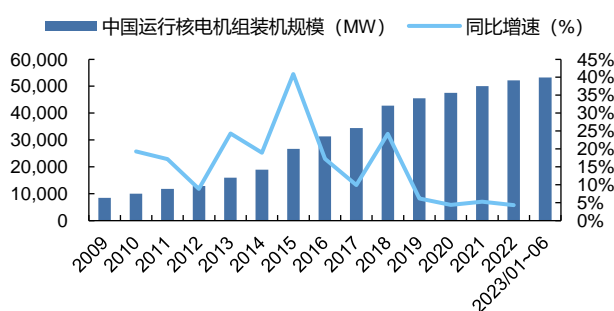
- 根据 WNA 6 月发布的最新数据显示，中国运行的核电机组装机规模在近年来呈现持续增长态势，2022 年我国核电装机容量达到 52181 兆瓦，同比增长 4%，截止 2023 年 6 月我国核电装机容量达到 53286 兆瓦。
- 根据中国核能行业协会发布的《中国核能发展与展望（2022）》的数据显示，2021 年中国核电总装机容量占全国电力装机总量的 2.24%，核电发电量为 4071.41 亿千瓦时，约占全国总发电量的 4.8%，与燃煤发电相比，核电发电相当于减少燃烧标准煤 11558 万吨。近年来，我国核电发电量占发电总量的比例持续增长，为保障电力的供应安全及推动节能减排做出重要贡献。根据中国核能行业协会发布的《中国核能发展与展望（2022）》中预测，预计到 2035 年，核能发电量在我国电力结构中的占比预计将达到 10%左右，到 2060 年，核能发电量在我国电力结构中占比将达到 20%左右。

图表 24 我国历年核电发电量占发电总量比例 (%)



数据来源: ifind, 华安证券研究所

图表 25 2009-2023/01-06 中国运行核电机组装机规模 (MW)



数据来源: WNA, 华安证券研究所

我国核电在建装机容量连续 16 年位居全球第一。根据中核战略规划研究总院数据，截至 2022 年底，我国大陆在建核电机组 20 台，总装机容量 2164.1 万千瓦，连续 16 年位居世界第一位。2022 年，全国有 5 台核电机组实现核岛浇筑第一罐混凝土 (FCD)，分别是田湾 8 号机组、徐大堡 4 号机组、三门 3 号机组、海阳 3 号机组和陆丰 5 号机组，总装机容量为 625.2 万千瓦。

图表 26 2022 年末我国大陆在建核电机组情况

序号	项目名称	机组	控股股东	堆型	技术	状态	额定功率 (万千瓦)	开工日期
1	田湾核电站	7 号机组	中核	压水堆	VVER-1200/V491	在建	127.4	2021/5/19
2		8 号机组	中核	压水堆	VVER-1200/V491	在建	127.4	2022/2/25
3	三门核电站	3 号机组	中核	压水堆	CAP1000	在建	125.1	2022/6/28
4	海阳核电站	3 号机组	国家电投	压水堆	CAP1000	在建	125.3	2022/7/7
5	防城港核电站	3 号机组	中广核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	118	2015/12/24

6		4号机组	中广核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	118	2016/12/23
7	漳州核电站	1号机组	中核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2019/10/16
8		2号机组	中核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2020/9/6
9	惠州核电站	1号机组	中广核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2019/12/26
10		2号机组	中广核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2020/10/15
11	霞浦核电站	示范快堆1号机组	中核	钠冷快堆	CFR600	在建	60	2017/12/29
12		示范快堆2号机组	中核	钠冷快堆	CFR600	在建	60	2020/12/27
13	三澳核电站	1号机组	中广核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2020/12/31
14		2号机组	中广核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2021/12/30
15	昌江核电站	3号机组	华能	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	120	2021/3/31
16		4号机组	华能	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	120	2021/12/28
17		多用途模块式小型堆科技示范工程项目	中核	压水堆	玲龙一号 ACP100	在建	12.5	2021/7/13
18	徐大堡核电站	3号机组	中核	压水堆	VVER-1200/V491	在建	127.4	2021/7/28
19		4号机组	中核	压水堆	VVER-1200/V491	在建	127.4	2022/5/19
20	陆丰核电站	5号机组	中广核	压水堆	华龙一号 HPR1000	在建	120	2022/9/8

数据来源：中核战略规划研究总院，华安证券研究所

核电国产化趋势明确，密封领域机会广阔。

- 核电领域机械密封适用于核装置基本系统，主要包括反应堆压力容器、冷却液泵、蒸汽发生器、增压器、管道和泵、热交换器、阀门及放射性废物和燃料元素的运输和储存桶。核电对于安全性要求较高，因此核电项目执行周期一般较长。
- 核电领域机械密封之前以进口为主，近几年因国际形势复杂化，业主方自上而下的国产化意愿迫切，同时核电领域业主相对集中，进口替代趋势明确。

2.3 2025年机械密封市场规模达69.2亿元，5年间CAGR达5%

根据我们测算，2020年我国机械密封行业存量市场规模达54.3亿元，2025年有望增长至69.2亿元，2020-2025年复合增速达5%。我们收集各细分下游行业当年产能数据，以行业平均装置规模折算各下游行业需求装置套数，乘以不同下游对应机械密封件对应单价计算该下游行业对应机械密封件需求规模，具体计算过程拆分如下。

图表 27 2025 年我国机械密封行业市场规模测算

市场领域	2020 年产能 (万吨 / 万公里 / 万千瓦)	平均装置规模	折合装置 (套)	每套装置机械密封年需求金额 (万元 / 套)	2020 年机械密封市场容量 (万元)	2025 年产能 (万吨 / 万公里 / 万千瓦)	折合装置 (套)	2025 年机械密封市场容量 (万元)
石油化工行业					244,388			354,395
炼油	89000	500	178	400	71,200	100000	200	80,000
乙烯	3158	55	57	700	40,193	7350	134	93,545
油品管道输送	6.5	0.1	65	150	9,750	7.7	77	11,550
天然气管道输送	10.7	0.025	428	100	42,800	16.3	652	65,200
PTA	7139	50	143	250	35,695	9000	180	45,000
烧碱	4470	10	447	50	22,350	5100	510	25,500
LNG	1400	2.5	560	40	22,400	2100	840	33,600
煤化工行业					47,166			49,200
煤制烯烃	1582	50	32	400	12,656	1500	30	12,000
煤制油	931	30	31	300	9,310	1200	40	12,000
合成氨	6300	25	252	100	25,200	6300	252	25,200
电力行业					191,222			228,222
水电	37000	90	411	20	8,222	46000	511	10,222
火电	108000	50	2160	50	108,000	110000	2200	110,000
核电	5000	100	50	1500	75,000	7200	72	108,000
冶金行业					60,261			60,261
冶金焦化	69000	55	1255	30	37,636	69000	1255	37,636
氧化铝	9050	40	226	100	22,625	9050	226	22,625
存量市场规模					543,037			692,079

资料来源：公司公告，石油和化工园区，中国化工信息周刊，前瞻产业研究院，《中长期油气管网规划》，流程工业网，中国氯碱网，思瀚产业研究院，煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见，中国煤炭工业协会，GEIDCO，《国内外油气行业发展报告》，华安证券研究所

3. “大密封”布局逐步完善，高端领域持续突破

3.1 机械密封市场竞争格局分散，国际龙头全球市占约 70%

机械密封品类繁多，公司产品主要集中于机械端面密封产品。密封可分为静密封与动密封，没有相对运动或相对精致的结合面的密封称为静密封，彼此有相对运动的结合面间的密封称为动密封。机械密封属于动密封的一种，是指由至少一对垂直于旋转轴线的端面在流体压力和补偿机构弹力（或磁力）的作用以及辅助密封的配合下保持贴合并相对滑动而构成的防止流体泄露的装置。

图表 28 密封产品分类

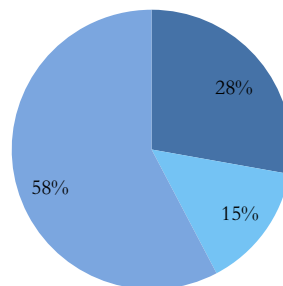


资料来源：一通密封公告，华安证券研究所

以密封件材质来看，金属密封为我国密封行业主流。金属密封制造是指以金属为原料制作的密封件。根据前瞻产业研究院数据，在密封件制造行业中，金属密封占主导位置，2021 年市场份额达 57.7%。其次市场份额排名依次为橡胶密封件和塑料及其他密封，分别占 27.8% 和 14.5%。近来密封产品需求逐渐高端化，橡胶密封件因具有多种优势，需求逐步提高。

图表 29 2021 年我国密封件行业产品结构分布

■ 橡胶密封件 ■ 塑料及其他密封 ■ 金属密封件

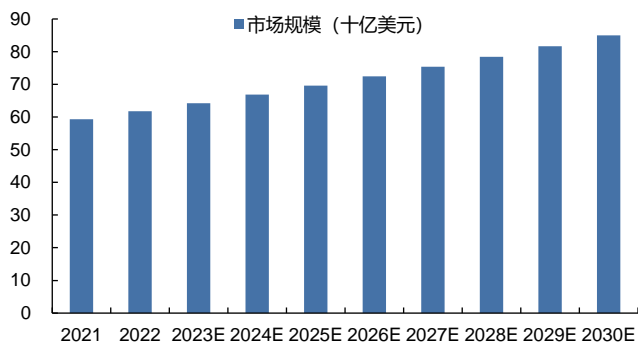


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

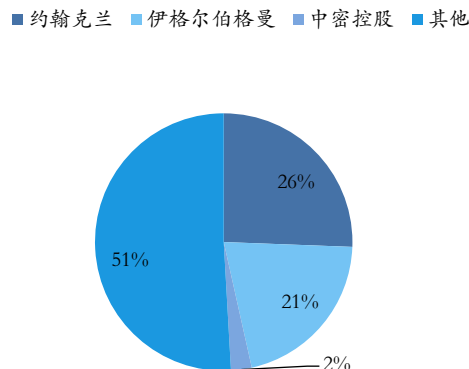
2022 年全球垫片及密封件市场 617.4 亿美元，海外龙头总市占约 70%。

- 根据 Precedence research 数据，2022 年全球垫片和密封件市场规模为 617.4 亿美元，预计到 2030 年将达到 850 亿美元左右，2023 年至 2030 年期间的年复合增长率达 4.08%。
- 机械密封行业国际领先企业为约翰·克兰、伊尔曼·博格和福斯。机械密封全球市场是一个较为集中的市场，竞争格局相对稳定。根据华经情报网数据，2019 年约翰克兰、伊格尔博格曼在全球市场中市占率分别达到 25.6%、20.9%，公司在全球市场中市占约 2%。根据公司公告，约翰克兰、伊格尔博格曼、福斯三大国际巨头几乎占据全球市场 70% 以上市场份额。

图表 30 2023-2030 年全球密封垫片及密封件市场 CAGR 约 4.08% 图表 31 2019 年全球机械密封行业市场竞争格局



资料来源: PRECEDENCE RESEARCH, 华安证券研究所



资料来源: 华经情报网, 华安证券研究所

图表 32 机械密封国际领先企业

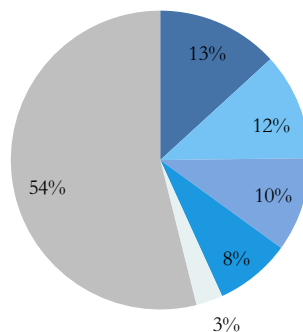
公司	主要概况
约翰·克兰	成立于 1917 年, 是世界上最大的机械密封及相关产品的生产企业, 1988 年在我国设立约翰克兰科技(天津)有限公司。产品包括机械密封、干气密封、盘根密封、密封辅助系统、联轴节和润滑系统等全系列机械密封产品。
伊格尔·博格曼	全球重要的机械密封生产企业, 由日本伊格尔和德国博格曼于 2004 年合并而成。伊格尔·博格曼中国包括 1995 年成立的上海博格曼有限公司和 1997 年成立的大连博格曼有限公司。主要产品有离心式压缩机、反应釜、离心机和搅拌器等的机械密封, 以及密封辅助系统的过滤器、分离器、冷却器、密封系统工作站和磁力驱动联轴器等。
福斯	福斯成立于 1997 年, 是电力、石油、天然气、化工及其他行业的泵、阀门、密封自动控制及服务的全球领导厂商之一, 业务遍布全球超过 56 个国家地区, 拥有超过 18,500 名员工。福斯流体密封部门专业制造各种机械密封, 可广泛应用于易挥发、易腐蚀、研磨、精细或者易燃液体中, 可配套于泵、压缩机、搅拌器、蒸汽涡轮和其它运转设备。福斯提供全系列的密封产品, 包括弹药筒密封、干运转密封、金属波纹管、橡胶波纹管、分体式密封和气障密封。福斯的密封产品被成功应用于石化、能源、管道、造纸、采矿、水处理、制药等行业。

资料来源: 公司公告, 一通密封招股书, 华安证券研究所

国内密封件市场竞争格局分散, CR5 达 46.1%。根据观研天下数据, 2020 年国内密封件市场主要被国内国际龙头占据, 公司是国内市占最高的企业, 市占率为 13%。其他市占率较高的公司分别为约翰克兰、伊格尔博格曼、丹东克隆及一通密封, 2020 年市占率分别达到 12%、10%、8%及 3%, 2020 年国内密封行业 CR5 达到 46.1%。

图表 33 国内密封件市场竞争格局分散

■ 中密控股 ■ 约翰克兰 ■ 伊格尔博格曼 ■ 丹东克隆 ■ 一通密封 ■ 其他



资料来源：观研天下，华安证券研究所

3.2 扩张产品结构，“大密封”布局逐步完善

机械密封高端领域市场占比约 25%，进口替代持续突破。

- 机械密封市场分层特点明显，高端市场以核电、军工、航空航天领域应用为主，整体市占达约 25%；中端市场普遍分散于各行各业，以石油化工、食品、制造等行业为主，整体市占率达到约 30%；低端市场则主要以轻型机械密封、垫片密封及低参数机械密封为主，市场占有率约 45%。
- 目前我国中低端领域机械密封技术及产品日趋成熟，国产机械密封产品性能已能够达到或接近国外产品水平。高端的核电领域机械密封以往全是进口产品，近几年下游主要客户国产化意愿强烈。目前公司在核电领域已有大量产品试用订单，在试用结束后进入正常备件采购阶段，将为公司业绩增长提供助力。

图表 34 机械密封市场分层级情况

应用领域	主要应用领域	市场竞争情况	市场占有率
高端尖端领域	高端尖端领域	核电领域机械密封以往全是进口，近几年国产化意愿迫切，核电领域公司已有大量产品试用订单	5%
高端市场	核电、军工、航空航天		20%
中端市场	石油化工、食品、制药等各行业	中低端领域机械密封领域技术及产品日趋成熟，国产机械密封产品性能达到或接近国外产品水平	30%
低端市场	轻型机械密封、垫片密封、低参数机械密封		45%

资料来源：华经产业研究院，ifind，华安证券研究所

公司“大密封”布局逐步完善，持续突破高端产品。

- 公司积极寻求并购会，扩大业务范围，“大密封”布局逐步完善。公司利用上市公司的平台优势，积极寻找与公司具有较高协同效应、相近技术层次或具备较好发展前景的标的企业，通过并购实现公司优势产品互补、快速占领新市场、快速推广新产品、提高市场占有率。

图表 35 多项收购完善公司业务布局

时间	标的	股权占比	子公司主要业务
-	日机密封	100%	通用零部件制造及机械修理；泵、阀门、压缩机及类似机械制造；商品批发与零售；科技交流与推广服务。
2016	优泰科	100%	橡塑密封件设计、研发、制造及销售，产品主要应用于各类大型机械的液压或气动结构。优泰科产品在密封材料性能、大型密封件无模具加工技术方面优势突出。
2018	华阳密封	98.8%	主要产品应用领域与公司相同，尤其在 PTA、聚烯烃、橡胶等装置的釜用密封领域具备突出的领先优势。
2021	新地佩尔	100%	主要从事特殊工况、特殊功能及特殊领域专用阀门的研发、设计、制造和销售，主要应用于油气输送、石油化工、电力、输水引水等行业，尤其在油气输送领域具备很强市场竞争力
2022	拟收购 Krüger & Sohn GmbH 股权及 Alfred Krüger e.K. 资产	-	Krüger & Sohn GmbH 主营导向环，其产品性能处于全球领先水平，有利于拓展上游产业链

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

- 公司能够根据用户的需求，设计、研发并制造质量稳定、性能可靠的各类机械密封、干气密封、密封控制（辅助）系统、橡塑密封、旋转喷射泵及特种阀门等产品。近几年，公司多个产品项目取得突破性进展，打破了国外垄断，填补了国内空白。随着近年来公司在密封技术领域的发展与突破，公司产品的技术水平与国际知名厂商的差距已日趋缩小，公司产品已基本能够替代国际品牌的密封产品，产品质量基本达到国际水平，个别领域甚至已超越国际品牌。

图表 36 近几年公司新产品情况

行业	年份	项目/产品名称	主要贡献
机械密封	2022	超高速密封干气密封关键技术及示范性应用项目	已供货多套转速大于 35000r/min 的超高速干气密封，进一步巩固了公司在高参数压缩机干气密封的市场领先地位。
		15MPa 长输管线和油田注水泵用机械密封项目	打破了国外公司对输油管线高压输油泵密封和海上平台注水增压泵密封的垄断。
		10MPa 等级干气密封控制系统用聚结器产品和大流量、高温高压场合用恒流式双联过滤器产品	自制聚结器压力等级从 5MPa 提升至 10MPa，双联过滤器使用范围进一步扩大，助力公司在干气密封控制系统核心部件国产化道路上迈出坚实一步

	2021	百万千瓦级核电站反应堆冷却剂泵流体动压轴封组件样机研制项目	打破了国外垄断，填补了国内空白，缓解了核电装备高端主机发展与关键部件供应的矛盾，为国内核电站主泵长寿命、高可靠运行提供了坚实保障。
	2020	乙烯装置裂解气压缩机干气密封研制项目	打破了国外企业在该领域的垄断，促进了国内密封技术的发展，降低了企业的投资成本和维修费用，提升装置的应急能力，为高端主机的发展提供了有力支撑。
	2019	关于百万千瓦级核电站轴封型主泵流体静压轴封	打破了国外垄断，填补了国内空白，打破了国外垄断，填补了国内空白。
	2019	天然气管线压缩机 15Mpa 国产干气密封研制项目	打破了国外企业技术和价格垄断局面，有力支撑了国内主机向更高端发展。2020 年实现了 15Mpa 国产干气密封的供货，并顺利稳定运行至今。
	2017	循环氢压缩机用 20MPa 干气密封研制项目	突破了循环氢压缩机用干气密封设计制造的技术瓶颈，实现了 20MPa 级高压干气密封首次工业应用，打破了国外企业对 20MPa 级高压干气密封的垄断局面，缓解了高端主机发展与关键部件供应的矛盾
橡塑密封	2021	高端 TPU 注塑材料	性能达到国际一流水平，打破国外技术垄断，填补了国内空白，为国内高端橡塑密封产业链的完善提供极大助力。
	2018	世界首套纯水液压支架	以纯水替代传统乳化液作为综采液压系统工作介质则能够实现绿色采煤，实现水质和土壤的零污染。优泰科已获得四套纯水液压支架密封订单。
特种泵及特种阀门	2022	NPS36-Class300 清管分配器研制	是目前国内口径最大、单体最重的分配器，产品顺利通过验收并运行平稳至今，具有较强的示范效应。
	2022	NPS18-Class1500 深冷轴流式止回阀研制	目前国内 LNG 项目应用最大口径轴流式止回阀，为新地佩尔 LNG 领域市场推进奠定坚实基础。
	2020	油气管道关键设备国产化	压缩机防喘振阀在国家管网西气东输高陵压气站完成了 6000 小时工业性应用试验，宣告该阀研制成功，打破了国外对我国油气管线轴流式止回阀的技术封锁和市场垄断
	2019	大型乙烯装置乙烯制冷压缩机用轴流式止回阀 天然气液化装置深冷轴流式止回阀	打破了国外垄断

资料来源：公司年报，华安证券研究所

3.3 研发投入持续增长，技术突破进行时

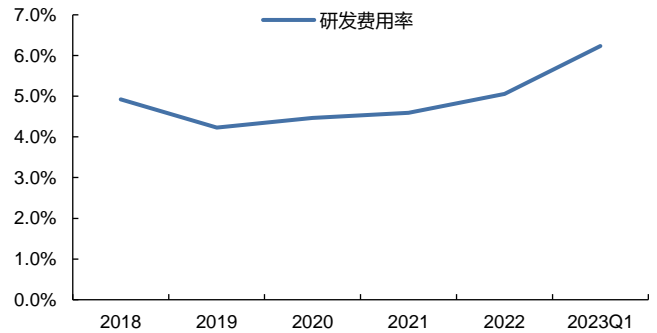
公司重视技术研发，研发投入及研发费用率稳步提升。根据 iFind 统计数据，公司 2018-2022 年研发费用复合增速达 15.35%，2023 年 Q1 研发投入达到 0.18 亿元，同比增长 38.2%；公司研发费用率稳步提升，由 2018 年 4.23% 提升至 2023 年 Q1 的 6.23%。

图表 37 公司近年研发费用及增长率



数据来源: ifind, 华安证券研究所

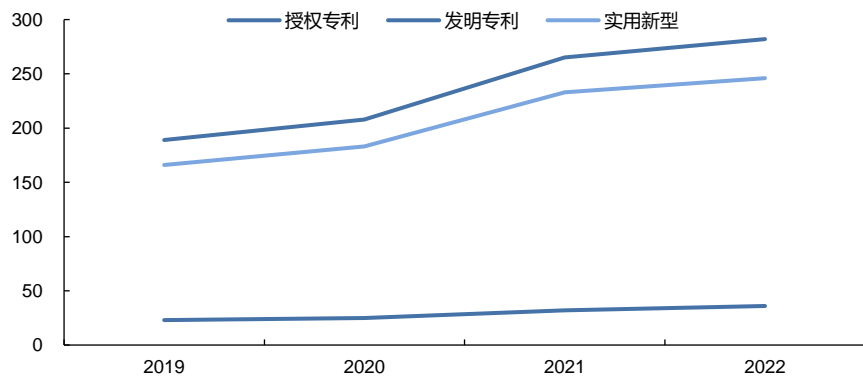
图表 38 2018-2023Q1 年研发费用率



数据来源: ifind, 华安证券研究所

公司核心专利技术逐年提升为公司持续技术输出保驾护航。四年内, 公司授权从 189 项增加到 282 项。截至 2022 年年末, 公司及子公司累计取得授权专利 282 项, 其中发明专利 36 项、实用新型专利 246 项, 累计取得计算机软件著作权登记证书 3 项, 并已成功应用于多项产品中。

图表 39 公司近年来专利授权情况



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

4. 多领域客户资源丰富，海外扩张进一步打开空间

4.1 多领域客户资源丰富，重点项目稳步建设

公司多领域客户资源丰富，核心客户重点项目稳步建设。

- 公司主要客户为国有大型龙头企业及其下属骨干企业、大型知名民企及国际知名主机厂，如中石化、中石油、中海油、国家管网、国家能源集团、延长石油、中广核集团、中核集团、中国中铁集团、中国交通建设集团、荣盛集团、万华集团、恒逸集团、盛虹集团、沈鼓集团、陕鼓集团、北京航天石化技术装备工程公司、嘉利特荏原、大连深蓝、苏尔寿、利欧华能、西门子、埃利奥特等。
- 核电技术突破显著，打破海外厂商封锁。公司核电领域全面替代进口工作继续高速前进，2022年营业收入突破5000万元，实现核主泵静压轴封的实际应用，成功打破国外厂家垄断。

图 40 2022 年公司主要客户及重点项目

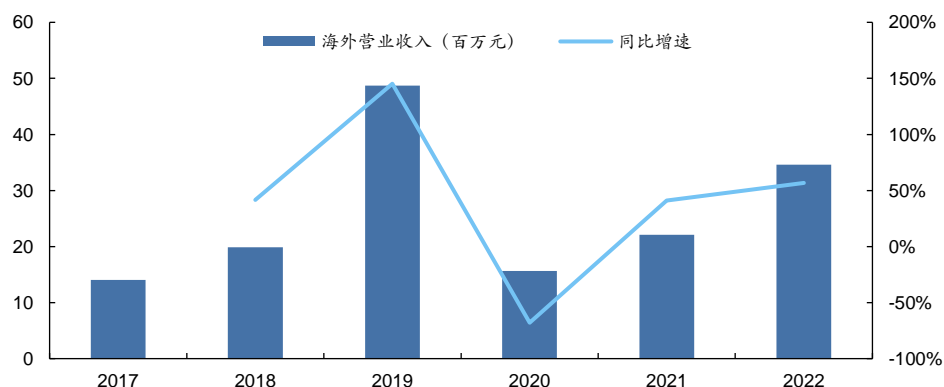
行业	客户	部分项目
石油化工	镇海炼化、大榭石化、万华化学、裕龙石化	鲁西化工 10 万吨/年氟化工新材料装置立式聚合釜、万华化学 120 万吨/年乙烯项目、镇海炼化 120 万吨/年乙烯项目、国家能源集团泰州发电 50 万吨/年碳捕集及综合利用示范项目
机械密封	油气运输	国家管网、西安航天
	核电	中核集团、中广核集团、防城港核电、红沿河核电、三门核电、秦山核电、秦山核电、方家山核电、核动力院、重庆伟岸
橡塑密封	煤炭矿山	陕煤集团神南产业公司、兖矿、神东、山东能源集团
	盾构密封	中交天和
	水电、抽水蓄能	东方电气集团
特种泵及特种阀	石油化工	天津石化、乌鲁木齐石化、哈尔滨石化、斯尔邦、山东京博、万华化学、山东亿维、大港石化
	油气输送	国家管网、中石化、中石化、天津石化

资料来源：公司年报，华安证券研究所

4.2 借力“一带一路”，海外扩张进一步打开空间

公司积极开拓海外市场取得良好效果。受疫情影响，公司 2020 年海外业务收入有所下降，近两年呈现回升趋势，2022 年公司实现海外营业收入 0.35 亿元，同比增长 56.65%。

图表 41 海外营收及同比增速



资料来源：ifind，华安证券研究所

借力“一带一路”开拓国际市场，组建海外市场本土化销售团队，海外市场持续突破。

- 公司借力“一带一路”开拓国际市场，国际客户合作不断深化。2022 年，公司国际业务订单创新高，全年新签订单超 1 亿元，营业收入超 7,000 万元，其中，压缩机干气密封配套订单增长尤为迅速。
- 2022 年公司已经开始组建海外市场本土化销售团队，加大市场拓展力度并提升国际服务能力。截止 2022 年，公司共设有 30 多个办事处及 8 个快修服务中心，其中包含海外 2 个服务中心，海外业务稳步外拓。

图表 42 海外市场拓展情况

年份	版块	海外市场突破
2022	机械密封	沈鼓、陕鼓、大连深蓝等国内一线主机厂海外项目的战略合作伙伴
		与西门子(中国)签订多个 LNG 项目订单
		与全球螺杆泵第一品牌德国耐驰(兰州)签订出口尼日尔油田项目关键泵机械密封配套订单
		配套印度 Talcher 激冷气压缩机项目
		获得全球最大单体乙烯装置—美孚惠州乙烯国产离心泵密封大部分订单
		签订埃克森美孚百万吨乙烯项目乙烯三机盘站等订单

		顺利完成马来西亚国家石油公司首台套干气密封和首批欧洲区油气田关键机械密封改造订单交付
	橡塑密封	中标东方电气集团非洲坦桑尼亚朱利诺项目超大尺寸蝶阀（目前我国出口最大的立式混流机组）全套密封
	特种泵及特种阀门	交付出口印度的旋转喷射泵 入网沙特阿美，首次拿下水击泄压阀订单
2021	机械密封	完成配套西门子百万吨乙烯项目乙烯三机、埃利奥特盛虹项目等重要订单发货 与国际知名压缩机厂埃利奥特的合作继续加强，签订首个干气密封本体配套订单并正在参与多个海外项目的交流、询价
	橡塑密封	在巴斯夫和埃克森美孚在国内投资的百亿美金大乙烯新项目中，公司均已入围合格供应商名单 海外市场营业收入增幅超20%，在欧洲、南非等地区新增客户10家以上，北美、南美市场拓展均有所突破
	特种泵及特种阀门	完成出口印度炭黑项目的订单 新地佩尔于2021年11月正式收到全球最大的石油化工企业沙特阿美供应商批准证书
	机械密封	取得帕尔斯项目、俄罗斯化肥、俄罗斯硝酸、哈萨克斯坦丙烷脱氢、尼日利亚炼油等大型新建项目配套订单 取得哈萨克斯坦炼油、乌兹别克斯坦甲醇项目、伊拉克哈法亚项目、巴基斯坦炼油，马来西亚石油等存量市场订单 恒逸文莱一期项目进入平稳运行周期，公司产品运转良好、故障率低于国外同类产品 与国际知名主机厂的合作进一步加强，获得日本埃利奥特多个干气密封相关产品订单 与其它国外离心压缩机厂 OTC、BHEL 等也相继开始干气密封产品配套和维修合作 和苏尔寿、福斯、鲁尔泵国外公司（阿联酋 / 印度 / 意大利）开展国外项目前期合作 完成了科威特国家石油公司、西班牙石油公司等国外终端用户的供应商入网工作
	特种泵及特种阀门	首次为传统炭黑行业中世界最大炭黑公司卡博特供货 携手台湾中鼎工程成功签订出口印度订单

资料来源：公司年报，华安证券研究所

5. 投资建议

5.1 基本假设与营业收入预测

核心假设:

- 装备制造（主机厂）：** 公司装备制造（主机厂）业务随下游产能建设及公司业务的持续外拓维持稳定增长，我们预测 2023-2025 年公司装备制造（主机厂）行业营收分别为 6.77/8.15/9.8 亿元，随公司高端及国际市场的持续外拓，公司装备制造毛利率有望持续提升，我们预测公司装备制造 2023-2025 年毛利率分别为 38.3%/39.3%/40.3%。
- 石油化工及煤化工：** 石油化工及煤化工行业是公司优势下游行业，有望随石油化工及煤化工市场产能建设持续提升市占率。我们预测 2023-2025 年公司石油化工行业营收分别达到 4.6/5.44/6.4 亿元，毛利率分别为 65.2%/66.2%/67.2%。我们预测 2023-2025 年公司煤化工行业营收分别达到 1.14/1.22/1.31 亿元，毛利率分别为 72.7%/73.7%/74.7%。
- 矿山机械：** 2022 年因下游市场需求减弱，叠加进口原材料价格高位，公司矿山机械行业营收及毛利率均有一定幅度下滑，公司持续加大产品研发投入，矿山机械行业营收及毛利有望恢复。我们预测 2023-2025 年公司矿山机械行业营收为 0.48/0.5/0.53 亿元，毛利率分别为 40.4%/41.4%/42.4%。
- 其他：** 我们预测公司其他行业收入稳健增长，毛利率保持相对稳定，我们预测 2023-2025 年公司其他业务营收分别为 1.13/1.25/1.37 亿元，毛利率分别为 67%/67%/67%。

基于以上预测逻辑，我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.1/16.6/19.4 亿元，同比增速分别为 16.2%/17.3%/17.1%，公司整体毛利率分别为 52.2%/52.8%/53.4%。公司营收及毛利拆分情况见下表。

图表 43 公司营收及毛利情况拆分

项目	项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
装备制造（主机厂）	营收（百万元）	435.1	558.6	576.0	676.9	814.7	980.0
	同比增速（%）	27.9%	28.4%	3.1%	17.5%	20.4%	20.3%
	毛利率（%）	30.6%	37.6%	37.3%	38.3%	39.3%	40.3%
石油化工	营收（百万元）	251	334	384	460	544	640
	同比增速（%）	-11.9%	33.1%	15.1%	19.6%	18.5%	17.5%
	毛利率（%）	68.2%	66.5%	64.2%	65.2%	66.2%	67.2%
煤化工	营收（百万元）	81.5	98.4	106.0	114.1	122.4	130.8
	毛利率（%）	70.8%	70.9%	71.7%	72.7%	73.7%	74.7%
其他	营收（百万元）	109.5	90.0	103.0	113.3	124.6	137.0
	毛利率（%）	64.7%	70.2%	66.6%	67.0%	67.0%	67.0%
矿山机械	营收（百万元）	47.6	51.0	45.7	48.0	50.4	52.9

	毛利率 (%)	38.4%	42.6%	39.4%	40.4%	41.4%	42.4%
公司总体情况	公司总营收 (百万元)	924.3	1131.6	1214.7	1411.8	1656.5	1940.2
	同比增速 (%)	4.0%	22.4%	7.3%	16.2%	17.3%	17.1%
	公司总毛利率 (%)	48.8%	51.8%	51.3%	52.2%	52.8%	53.4%

5.2 估值与投资建议

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.1/16.6/19.4 亿元，同比增速分别为 16.2%/17.3%/17.1%，2023-2025 年归母净利润 3.66/4.38/5.22 亿元，同比增速分别为 18.5%/19.5%/19.1%。

公司当前股价对 2023-2025 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 25/21/17 倍。我们选取中信行业分类同在“CS 基础件”行业分类且下游与公司同样都有分布于石油、化工等行业的纽威股份、应流股份、恒润股份为可比公司，可比公司 2023-2025 年平均市盈率分别为 23/17/13。考虑公司作为国内机械密封龙头，技术竞争实力强劲，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44 可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 PE		
				23E	24E	25E	23E	24E	25E
603699.SH	纽威股份	115.36	15.40	0.80	0.96	1.14	19	16	14
603308.SH	应流股份	115.79	16.95	0.73	0.94	1.21	23	18	14
603985.SH	恒润股份	97.83	22.19	0.81	1.38	1.87	27	16	12
	平均值	-	-	-	-	-	23	17	13
300470.SZ	中密控股	92.03	44.21	1.76	2.10	2.51	25	21	17

资料来源: Wind, ifind, 华安证券研究所 除纽威股份外均为 ifind 一致预期, 截止 2023 年 7 月 21 日

风险提示

- 1. 下游产能建设不及预期。**公司目前主要下游以石油石化、电力及煤化工等领域为主，增量市场规模的增长随下游产能建设外拓。如果下游产能建设进度不及预期，市场规模增长放缓，可能对公司业绩产生影响。
- 2. 产品研发不及预期。**机械密封产品中高端市场具有技术推动型的典型特征，研制新产品一方面有助于拓展公司新的下游应用领域，另一方面在传统行业中及时跟进客户需求研发新产品，提升市场份额保持竞争地位。如果公司对于市场产品需求把握出现偏差，部分新产品不能按期投放市场或被国内外同行赶超，则会对公司未来增长产生不利影响。
- 3. 并购公司业绩整合不及预期。**随公司规模扩张，公司产品涉及领域增加、子公司数量增加，导致内部管理压力增大。如果公司管理能力没有显著提升，组织及管理没有进一步完善及提升，以及公司收购的子公司业绩实现不及预期，则可能影响公司整体盈利水平。

财务报表与盈利预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,133	2,774	3,328	3,823	营业收入	1,215	1,412	1,656	1,940
现金	251	1,406	1,769	2,049	营业成本	591	675	782	904
应收账款	587	651	783	917	营业税金及附加	14	16	19	22
其他应收款	11	13	15	17	销售费用	115	134	157	184
预付账款	10	12	13	15	管理费用	93	106	124	146
存货	328	382	438	506	财务费用	(6)	(1)	(2)	(2)
其他流动资产	1	1	1	2	资产减值损失	(12)	(12)	(12)	(12)
非流动资产	647	803	885	982	公允价值变动收益	(0)	1	1	1
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	18	18	18	18
固定资产	219	219	245	269	营业利润	356	416	497	592
无形资产	147	286	338	423	营业外收入	0	7	8	10
其他非流动资产	36	32	37	43	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,781	3,577	4,213	4,805	利润总额	355	422	504	600
流动负债	365	666	911	1,037	所得税	46	55	66	79
短期借款	12	0	0	0	净利润	310	367	438	522
应付账款	156	174	202	233	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	4	5	6	7	归属母公司净利润	309	366	438	522
非流动负债	25	70	70	70	EBITDA	395	465	562	667
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.51	1.76	2.10	2.51
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	390	736	981	1,107					
少数股东权益	4	4	4	4	主要财务比率				
股本	208	208	208	208	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	859	859	859	859	成长能力				
留存收益	1,284	1,582	1,938	2,361	营业收入	7.34%	16.23%	17.33%	17.13%
归属母公司股东权益	2,387	2,837	3,228	3,693	营业利润	7.28%	16.77%	19.51%	19.04%
负债和股东权益	2,781	3,577	4,213	4,805	归属于母公司净利润	7.59%	18.49%	19.53%	19.06%
					获利能力				
					毛利率(%)	51.34%	52.18%	52.80%	53.40%
					净利率(%)	25.48%	25.97%	26.46%	26.89%
					ROE(%)	12.96%	12.92%	13.57%	14.12%
					ROIC (%)	32.58%	21.76%	21.63%	30.50%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	14.04%	20.57%	23.29%	23.05%
					净负债比率 (%)	-40.65%	-58.15%	-62.36%	-62.08%
					流动比率	5.84	4.17	3.65	3.69
					速动比率	4.94	3.59	3.17	3.20
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.44	0.43	0.43
					应收账款周转率	2.24	2.28	2.31	2.28
					应付账款周转率	8.18	8.56	8.82	8.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.51	1.76	2.10	2.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	3.48	2.53	2.29
					每股净资产(最新摊薄)	11.46	13.63	15.50	17.74
					估值比率				
					P/E	29.4	25.1	21.0	17.6
					P/B	3.9	3.2	2.9	2.5
					EV/EBITDA	22.68	16.77	13.22	10.72

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	267	724	527	477
净利润	310	367	438	522
折旧摊销	45	50	67	77
财务费用	(6)	(1)	(2)	(2)
投资损失	(18)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	(63)	326	41	(103)
其他经营现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(249)	312	(118)	(142)
资本支出	190	190	124	157
长期投资	(189)	505	18	18
其他投资现金流	(250)	(383)	(260)	(317)
筹资活动现金流	(195)	118	(46)	(54)
短期借款	1	(12)	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	8	0	0	0
其他筹资现金流	(205)	130	(46)	(54)
现金净增加额	(177)	1,155	363	280

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

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；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。