



——中国制造之工业强基（三）：日机密封（300470）

核心观点

❖ 下游景气度持续回暖，新增产能持续投放，未来业绩高增长可期。2014 年左右伴随甲醇制烯烃项目的技术和经济性的突破使得煤化工可以跟石油化工真正的在同一个平台竞争，而油煤比的扩张趋势将保证新型煤化工项目的盈利水平。新型煤化工项目对石油化工项目已经由原来的示范性补充，转变为中低端石化产品的实质性国产竞争和替代，煤化工设备行业景气向上的趋势才是刚刚开始。

❖ 技术和产品突破、服务加强和政策支持推动公司机械密封加速进口替代，公司是品种最全且具备核心竞争力的国产化机械密封领导者

公司厚积薄发，自主研发的技术和产品突破以及服务加强强化公司核心竞争力和比较竞争优势。政策支持推动进口替代加速：2020 年液气密高端产品实现国产化率 60% 以上。

❖ 内生驱动为主，通过合理外延并购，打造全产业链密封企业集团

内生驱动为主，通过合理外延并购扩张产品品类并适度上下游产业链延伸，公司业务布局覆盖机械密封（轴式密封）、橡塑（往复）密封和下游特种泵阀产品，是最有潜力的国产化密封件领导者。公司的发展将会紧紧围绕大密封的概念进行产业布局，通过内生、外延等方式不断提高收入规模及市场占有率，最终把公司打造成广义的全产业链密封企业集团。公司内生发展方面重点布局海外、核电、管道输送等领域的应用；外延方面结合密封产品的业务特点，以客户协同为主要方向，并购其他密封分支领域中在产品层次、技术水平、研发能力都占有领先地位的企业，与公司形成优势资源互补。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2018-2020 年，公司可实现营业收入 7.11（同比增长 44.88%）、9.43 和 11.82 亿元，以 2017 年为基数未来三年复合增长 34%；归属母公司净利润 1.75（同比增长 48.30%）、2.24 和 2.93 亿元，以 2017 年为基数未来三年复合增长 29%。总股本 1.92 亿股，对应 EPS0.91、1.17 和 1.52 元。

估值要点如下：2019 年 3 月 26 日，股价 25.44 元，总股本 1.92 亿股，对应市值 50.05 亿元，2018-2020 年 PE 约为 27、21 和 16 倍。2017 年是公司产品大规模国产化替代的元年，未来 3-5 年下游化工投资的高强度，公司产品应用行业的扩张以及向产业下游的延伸，将推动公司营收规模高增长以及国产化替代渗透率的持续提升，我们首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：国内重工业开工率低于预期，炼化和煤化工投资强度低于预期。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	496	711	943	1182
+/-%	48%	43%	32%	25%
归属母公司净利	118	175	224	293
润(百万)				
+/-%	21%	48%	28%	31%
EPS(元)	0.61	0.91	1.17	1.52
PE	40.28	27.16	21.16	16.21

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 机械设备

报告时间 | 2019/3/26

前收盘价 | 25.44 元

公司评级 | 增持评级

分析师

孙灿

证书编号：S1100517100001

010-68595107

suncan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

■ 对于未来发展：

公司的发展将会紧紧围绕大密封产业进行布局，通过内生、外延等方式不断提高收入规模及市场占有率，最终把公司打造成广义的全产业链密封企业集团。公司内生发展重点布局海外、核电、管道输送等领域的应用，外延扩张结合密封产品的业务特点，以客户协同为主要方向，并购其他密封分支领域中在产品层次、技术水平、研发能力都占有领先地位的企业，与公司形成优势资源互补。

■ 公司看点在于：

1. 公司发展以内生驱动为主，通过合理外延并购，扩张产品品类并适度向上下游产业链延伸，公司业务布局覆盖机械密封（轴式密封）、橡塑（往复）密封和下游特种泵阀产品，聚焦核心大密封产业，集中所有力量做最擅长的事，是最有潜力的国产化密封件领导者。2. 公司高毛利的存量业务占比较大，而且客户粘性强，行业护城河高。公司增量客户一般会在1年左右后转变成存量客户，增量业务相当于未来2-3年内的双倍需求。而且公司存量客户对公司后市场服务的粘性非常强，而存量业务的盈利模式类似于耗材的按服务量和时间收费，是稳定性和毛利率都很有利于公司的优质业务。

■ 对于与市场观点主要差异：

1. 我们对石化行业投资强度维持高位的时间更乐观。2016年下半年以来国际原油价格中枢稳步攀升，石化、煤化工等能源行业固定投资出现反转，而我国“十三五”期间计划建立七大世界级石化基地，集中发展“炼化一体化”生产模式，将会采购大量石化设备，使得机械密封需求旺盛。公司在2018年5月28日投资者关系活动记录表中披露，根据公司的不完全统计，到2020年前后，中国将新增原油处理能力3亿吨/年，同时配套大量的乙烯、芳烃等装置，以满足国内市场的供需缺口，这将使得未来3-5年石化及相关行业投资强度维持高位。

2. 我们认为近几年新型煤化工项目的恢复并不是简单的经济周期，而是行业技术突破、示范改进和油煤比扩张共同作用带来行业生产效率提升和生产成本的下降，增强了行业竞争力，使得新型煤化工项目第一次与石化项目在同一个平台平等竞争，新型煤化工项目对石油化工项目已经由原来的示范性补充，转变为中低端石化产品的实质性国产竞争和替代，煤化工设备行业景气向上的趋势才是刚刚开始。

■ 公司盈利预测和估值水平：

我们预计2018-2020年，公司可实现营业收入7.11（同比增长44.88%）、9.43和11.82亿元，以2017年为基数未来三年复合增长34%；归属母公司净利润1.75（同比增长48.30%）、2.24和2.93亿元，以2017年为基数未来三年复合增长29%。总股本1.92亿股，对应EPS0.91、1.17和1.52元。

2019年3月26日，股价25.44元，总股本1.92亿股，对应市值50.05亿元，2018-2020年PE约为27、21和16倍。2017年是公司产品大规模国产化替代的元年，未来3-5年下游化工投资的高强度，公司产品应用行业的扩张以及向产业下游的延伸，将推动公司营收规模高增长以及国产化替代渗透率的持续提升，我们首次覆盖给予“增持”评级。

正文目录

投资摘要	2
一、 公司发展历程、股权结构和变动	7
1.1. 公司发展历程和股权结构	7
1. 初期阶段（1993-1999 年）	7
2. 稳定发展阶段（2000-2007 年）	7
3. 快速发展阶段（2008 年至今）	7
1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及其参、控股企业	8
1. 控股股东和实际控制人	8
2. 实际控制人参控股的其他企业	8
1.3. 公司最新股权结构：公司前十大大股东和实际控制人未发生变化	9
二、 主营业务结构和变化	9
2.1 主要业务和产品	9
1. 主营业务概述	9
2. 主营业务结构：机械密封和橡塑密封共计占总收入的 96%	10
3. 收入、利润和盈利能力变化：	12
2.2 主营业务变化	16
1. 公司主营业务布局	16
2. 密封产品制造及后市场业务	17
3. 其他业务：密封产品下游延伸产品（特种泵阀）制造业务	26
三、 公司近年重大资本运作	27
3.1 公司近年重大资本运作	27
3.2 IPO 主要情况	27
3.3 优泰科收购和资产整合情况	28
1. 收购项目的关键节点和重要内容	28
2. 业绩承诺及完成情况：	30
3. 优泰科经营展望	30
3.4 华阳密封收购和资产整合主要情况	31
3.5 股权激励： 2018 年限制性股票激励	33
1. 股权激励实施的关键流程和节点	33
2. 股权激励方案的主要内容	34

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



四、	投资建议	35
4.1	投资逻辑和观点	35
1.	下游景气度持续回暖，新增产能持续投放，未来业绩持续高速增长可期	35
2.	技术突破和服务加强强化公司核心竞争力，政策支持推动进口替代加速，公司是品种最全且具备自主核心竞争力的国产化机械密封领导者	37
3.	内生驱动为主，通过合理外延并购，打造全产业链密封企业集团	39
4.2	盈利预测与估值比较	40
1.	盈利预测	40
2.	估值比较	42
风险提示		43
盈利预测		44

图表目录

图 1:	控股股东参控股的企业.....	8
图 2:	2017 年分业务收入结构.....	11
图 3:	2011-2017 年分业务收入结构变化.....	11
图 4:	2017 年机械密封业务收入结构.....	11
图 5:	2011-2017 年机械密封分项结构变化.....	11
图 6:	2017 年分业务毛利结构.....	12
图 7:	2011-2017 年分业务毛利结构变化.....	12
图 8:	2017 年机械密封业务毛利结构.....	12
图 9:	2011-2017 年机械密封分项毛利结构变化.....	12
图 10:	历年收入和毛利变化（单位：百万元）.....	13
图 11:	二季度收入和毛利变化（单位：百万元）.....	13
图 12:	历年营业利润和净利润变化（单位：百万元）.....	13
图 13:	单季营业利润和净利润变化（单位：百万元）.....	13
图 14:	公司销售毛利率和净利率变化.....	13
图 15:	历年净资产和总资产收益率变化趋势.....	14
图 16:	公司权益乘数和资产周转率变化.....	14
图 17:	公司资产负债率维持低位和资产变现能力强.....	15
图 18:	公司回款能力以及在产业链中的地位不弱.....	15
图 19:	公司主要业务和产品定位和布局.....	16
图 20:	工业密封分类.....	17
图 21:	常见机械密封分类.....	18
图 22:	公司产品和服务重点客户和业绩.....	19
图 23:	公司机械密封业务上下游产业链.....	20
图 24:	近年化工行业主要产品产能利用率（%）.....	35
图 25:	近年分类发电量同比增速（%）.....	35
图 26:	化工行业固定资产投资拐点初现，预期未来三年投资反转.....	36
图 27:	五大树脂、乙烯和甲醇的对外依存度.....	36
图 28:	2014 年油煤比见底.....	36
图 29:	近年甲醇制烯烃产能变化.....	37
图 30:	我国甲醇制烯烃工艺占比.....	37
图 31:	近年公司研发费用及在营业收入的占比.....	38
图 32:	近年公司研发人员数量及其占比.....	38



表格 1.	公司 2018 年三季度报前十大股东情况.....	9
表格 2.	公司主要竞争对手	22
表格 3.	公司分产品主要竞争对手.....	23
表格 4.	公司主要客户供应商资格取得情况.....	25
表格 5.	公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	27
表格 6.	2015 年 IPO 发行结果.....	27
表格 7.	IPO 募投资金使用.....	27
表格 8.	IPO 募投资金使用变更	28
表格 9.	2016-2017 年优泰科收购	29
表格 10.	华阳密封收购关键节点.....	32
表格 11.	2014 年股权激励实施的关键时间节点和内容.....	33
表格 12.	2018 年股权激励方案具体内容.....	34
表格 13.	液压气动密封件行业发展战略目标.....	39
表格 14.	公司分业务收入和毛利率假设.....	42
表格 15.	可比公司估值	43

一、公司发展历程、股权结构和变动

1.1. 公司发展历程和股权结构

1. 初期阶段（1993-1999 年）

公司业务起源于省机械院密封技术研究所。该所成立于 1978 年，是我国最早成立的专业密封研究机构之一，主要进行密封技术基础研究和密封试验室建设，陆续完成了“机械密封摩擦副配对规律的试验研究”、“机械密封设计参数的研究”等国家重点科技攻关项目。1993 年公司前身日机有限设立时，省机械院密封技术研究所的主要经营性资产与技术人员全部进入日机有限，开始进行公司化运营。在此阶段，公司业务重心主要集中于石化用机械密封的研发与销售，并开始进行干气密封等新产品的研究和市场开拓，公司业务规模较小。

2. 稳定发展阶段（2000-2007 年）

2000 年起，公司陆续新开发了干气密封、符合 API682 标准的机械密封、密封辅助系统等一系列中高端机械密封新产品，并成功投放市场，得到客户的认可和好评，公司业务规模稳定增长。在生产方面，公司开始在产品定制化的基础上开展产品标准化、系列化工作，降低生产成本。在客户开拓方面，公司在抓住传统的石油化工行业客户的基础上，成功进入煤化工行业，并开发了水电、核电和军工等新领域。公司从过去只关注终端客户市场转向同时抓好终端客户和主机厂配套两大市场。在此阶段，公司业务实现了稳定发展。

3. 快速发展阶段（2008 年至今）

近年来我国石油化工、煤化工、电力等行业纷纷上马重大项目，公司抓住机遇，积极为重大装备提供中高端机械密封产品配套。公司先后成功开发了高压、大轴径干气密封，高温、高压机械密封等新产品并投放市场。同时这些行业也面临巨大的环保和节能减排压力，公司生产的泄漏可控、运行稳定可靠、寿命长的中高端机械密封能够很好地满足节能环保的要求，带来新的市场需求。在此基础上，公司提出了“以技术研发为中心、产品制造为基础、技术服务为依托”的业务模式，从为客户提供密封产品发展到为客户提供密封整体解决方案。在此阶段，公司经营业绩持续增长，行业地位更加巩固。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及其参、控股企业

1. 控股股东和实际控制人

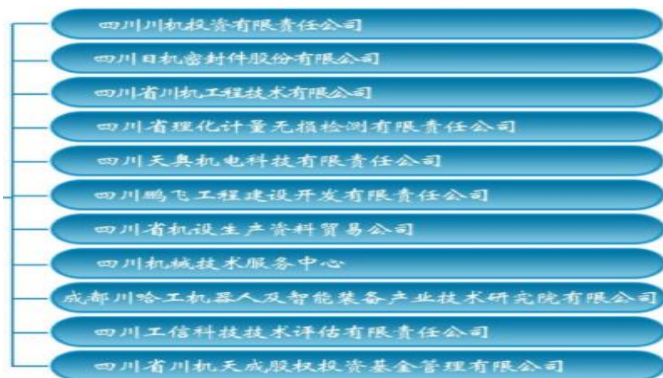
公司第一大股东是川机投资，川机投资于1993年2月20日成立，为四川省机械院全资子公司，其前身工程中心为四川省机械院下属的全民所有制企业。

公司实际控制人是四川省机械研究设计院，自成立以来，公司的实际控制人没有发生变化。上市前，四川省机械研究设计院通过其下属全资子公司川机投资间接持有公司40%的股权，上市后持股27.50%，2017和2018年三次增持至28.50%。四川省机械研究设计院是省属全民所有制企业，为综合性研究设计开发机构，主要从事机械行业科技开发、工程设计、行业服务等业务。

2. 实际控制人参控股的其他企业

四川省机械研究设计院成立于1957年，2001年改制为国有科技型企业，集科技开发、工程设计、行业服务、生产销售为一体，是四川省机械行业唯一综合性科研单位。院本部现有在职职工300多人，日机密封在职职工600多人，科技人员占80%，其中具有中高级技术职称300多人，享受国务院政府津贴的专家20人，教授级高级工程师38人。下属8个专业所室和4个省级质检站，一家上市控股子公司-四川日机密封件股份有限公司，三个分院（新疆分院、自贡分院、攀西分院），省机械工程学会、省电工技术学会、省电工行业协会和省科研单位院所所长协会挂靠。设计院系统为上市公司业务发展提供一定的协同作用。

图 1： 控股股东参控股的企业



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

1.3. 公司最新股权结构：公司前十大大股东和实际控制人未发生变化

2018 年三季报中，日机密封股东持股情况如下，川机投资仍为公司第一大股东，四川省省机械院仍是公司实际控制人。

表格 1. 公司 2018 年三季报前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
1	四川川机投资有限责任公司	-	5,473	28.50
2	黄泽沛	-	747	3.89
3	全国社会保障基金理事 会转持二户	-	480	2.50
4	何方	-	420	2.19
5	陈虹	-	382	1.99
6	奉明忠	-	331	1.72
7	中国光大银行股份有 限公司-泓德优选成长 混合型证券投资基金	比上期增加	307	1.60
8	周胡兰	-	252	1.31
9	招商银行股份有限公司- 鹏华新兴产业混合 型证券投资基金	新进	223	1.16
10	周昌奎	新进	216	1.12
	合 计	-	8,832	45.98

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

二、 主营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

1. 主营业务概述

公司是一家提供密封整体解决方案的高新技术企业，不仅为客户提供机械密封产品，还为客户量身定做不同主机、不同运行环境下的个性化密封整体解决方案。

公司主营业务为各类机械密封的设计、研发、制造和销售，并为客户提供技术咨询、技术培训、现场安装、维修等售前、售中和售后全方位技术服务，包括对石油化工、煤化工等终端客户的现有装置进行机械密封改造、备件销售和密封产品修复，以及为主机厂机组的机械密封配套。

公司机械密封产品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、电力、水电、制药、冶金、食品、船舶、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

航天航空、军工等各个工业领域，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，产品性能直接影响上述领域客户项目的安全、环保、节能及长周期运行。

公司的橡塑密封产品主要是指以优泰科为主体从事的应用于往复密封的橡塑密封件、聚氨酯密封件的设计、研制、生产和销售。优泰科的产品主要应用于各类大型机械的液压或气动机构，用于保持液压或气动机构在工作中内部的导压液体或气体在高压状态下不泄漏，从而保证压力传导的稳定性，广泛应用于工程机械、矿山机械、冶金、水电等行业。

2. 主营业务结构：机械密封和橡塑密封共计占总收入的 96%

2017 年日机密封的主营业务结构：公司主营业务收入主要分为机械密封业务、橡塑密封业务和其他业务三块。公司 2017 年实现总营业收入 4.96 亿元，其中机械密封、橡塑密封和下游其他产品分别为 3.98、0.76 和 0.01 亿元，分别贡献了总收入的 80.36%、15.27%和 0.31%；2017 年实现毛利 2.82 亿元，其中机械密封、橡塑密封和特种泵阀分别为 2.31、0.48 和 0.01 亿元，分别贡献了总收入的 78.83%、16.44%和 0.48%。

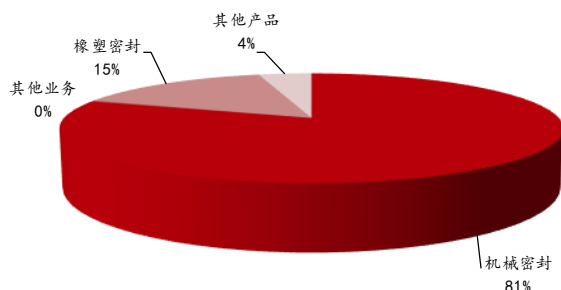
直观从公司收入按产品分类来看，公司产品主要分为密封件生产和密封件后市场服务，高毛利主要来源于机械密封件后市场（配件和修复），2017 年密封产品修复业务的毛利率高达 90.05%。

公司的密封件产品和服务属于类似耗材的消耗零部件品类，密封件生产和密封件后市场服务实际上来自于密封件两类定价模式不同的需求，密封件生产大部分来自于主机厂配套的增量订单，后市场服务则属于最终客户的存量订单。增量市场的订单主要是与主机厂客户签订，存量市场订单则是与终端用户直接签订。往往主机厂客户是不需要或很少需要公司提供产品服务的，而与终端用户直接签订订单的，公司将承担后续对密封现场技术指导、安装及售后服务等，这是增量订单和存量订单在价格上必然会存在一定差异的主要原因。而且虽然根据工况的不同有所差别，但通常更新周期在 1-3 年以内，维修周期更短在 1 年以内，而且相关行业的设备改造技术更新升级较为频繁，所以，公司的老客户的需求产生周期较短，所以存量的直接终端客户订单毛利率远高于增量客户。

公司对存量订单定价时会有一定的毛利率要求，对于部分应用于重要项目装置或特殊工况的密封产品，公司会额外考虑所承担的风险及其后续可能产生的售后服务费用进行定价。增量市场中，各密封厂家主要以投标的方

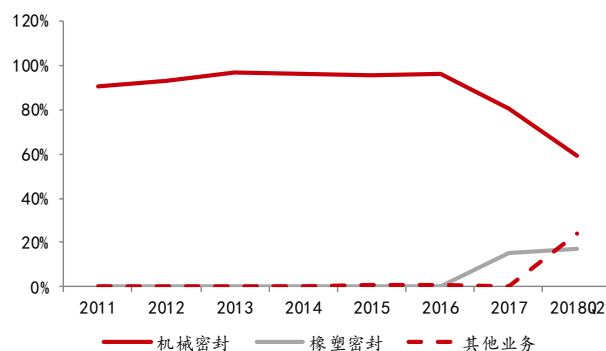
式参与主机厂报价，公司的报价原则主要是根据最终客户的重要程度来制定。最终用户属于公司重要战略客户，如中石油、中石化、神华等大型支柱企业或新兴的大型集团公司，公司取得该订单的需求会比较迫切。总体上，公司会根据每个项目的不同情况制定相应投标定价策略。

图 2： 2017 年分业务收入结构



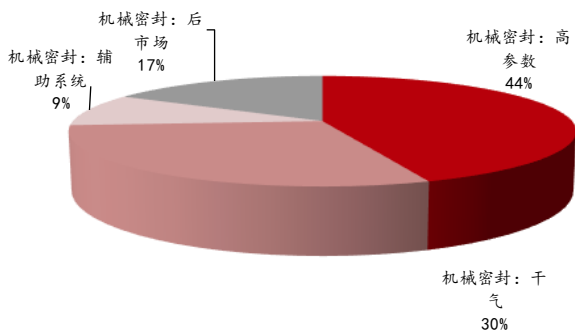
资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 3： 2011-2017 年分业务收入结构变化



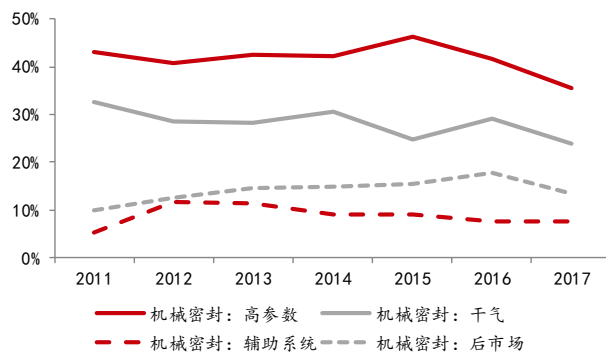
资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 4： 2017 年机械密封业务收入结构



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 5： 2011-2017 年机械密封分项结构变化



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

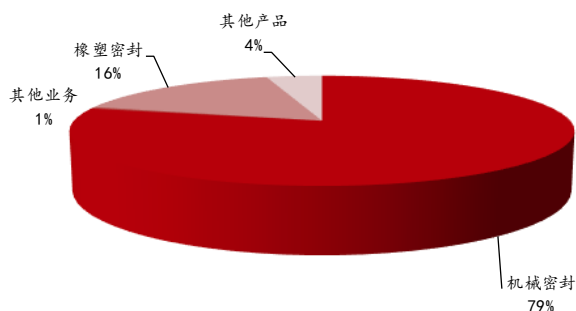
所以，公司的下游客户从新老的角度来看，一部分是以中石化、中石油、中海油、神华等为代表的终端业主客户，通常是石化、煤化和电力等行业，主要做的是存量维修和更新市场；另一部分则是以沈鼓、陕鼓为代表的压缩机主机厂，主要是增量需求，公司给主机厂配套相应密封件配件。

因为公司对于主机厂配套需求采取拓展市场进取销售政策，所以通常屈服于主机厂对于成本控制的要求，定价偏低。而对于直接面对终端客户的存量需求，因为属于长期合作和服务关系，直接客户大多属于重资产的行业，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

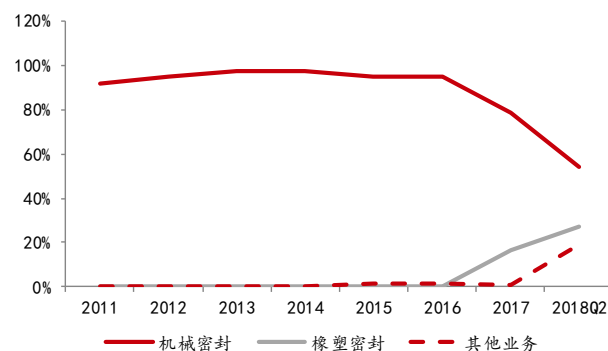
对于运行的稳定性、寿命等要求较高，实际定价更接近客户认可的实际价值，而且通常备件与维修服务打包计算，所以，存量市场毛利率远高于增量市场。公司目前营业收入以存量市场为主，增量市场为辅。从 2017 年年度数据来看，存量更新市场占比近 60%。

图 6： 2017 年分业务毛利结构



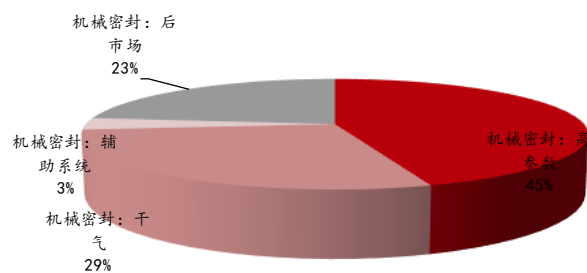
资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 7： 2011-2017 年分业务毛利结构变化



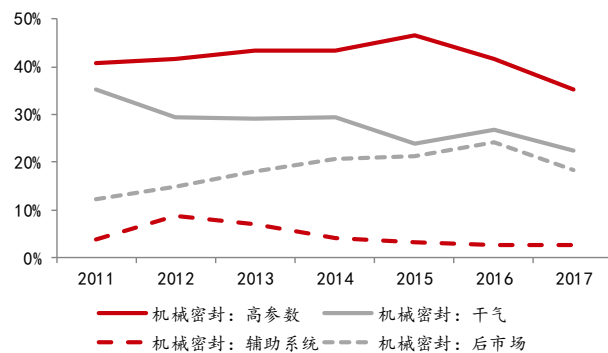
资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 8： 2017 年机械密封业务毛利结构



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 9： 2011-2017 年机械密封分项毛利结构变化

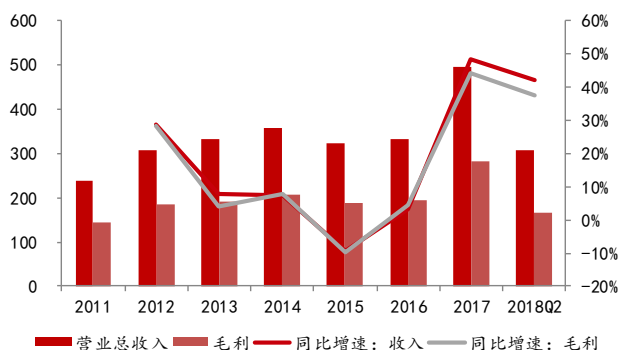


资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3. 收入、利润和盈利能力变化：

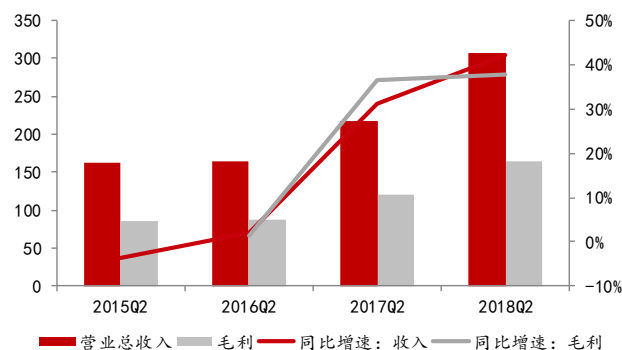
公司收入中机械密封相关业务占据绝大部分，2015 和 2016 年是近年业务的低谷，2017 年至 2018 年，机械密封各项子业务收入重新呈现快速增长，我们预计 2019 年后增量业务收入增速略微放缓，但仍能维持 30% 左右的水平。

图 10： 历年收入和毛利变化（单位：百万元）



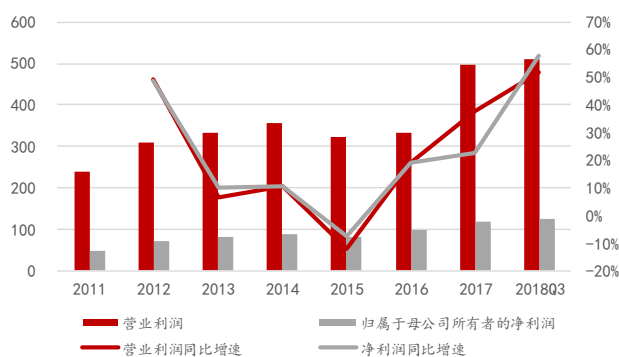
资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 11： 二季度收入和毛利变化（单位：百万元）



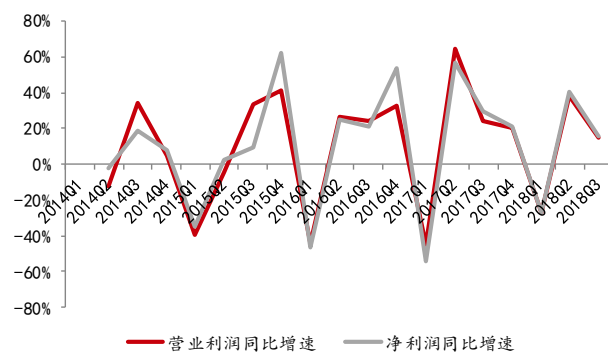
资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 12： 历年营业利润和净利润变化（单位：百万元）



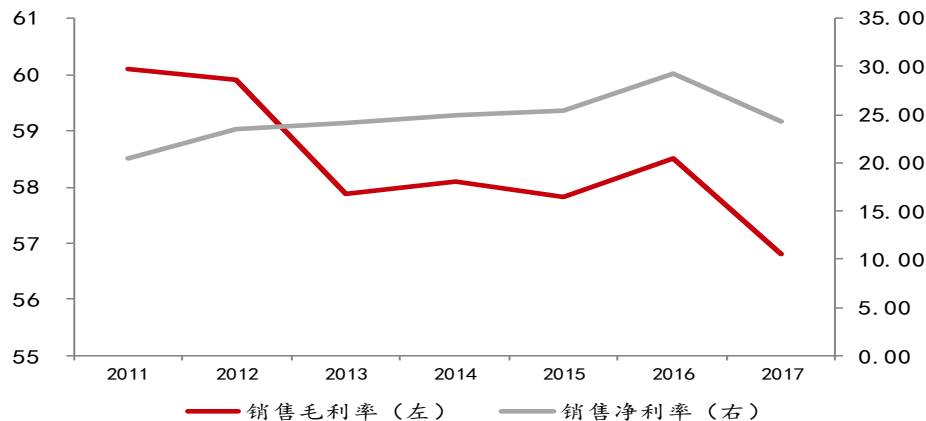
资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 13： 单季营业利润和净利润变化（单位：百万元）



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 14： 公司销售毛利率和净利率变化 (%)

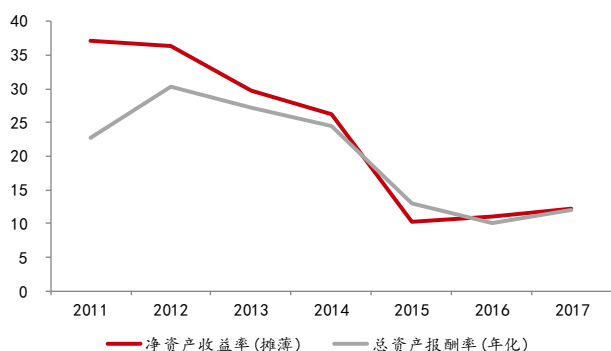


资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2011 年以来，因为公司低毛利的增量业务收入增长较快，公司销售毛利率除了 2014 年和 2016 年的阶段性有所改善，基本处于下行趋势，2016 年略有反弹，2017 年继续下行。2017 年的较大幅度下行，主要是公司业务从 2015-2016 年的低谷中走出来，增量业务在低基数下爆发式增长，使得增量业务收入占比相对于存量业务大幅度提高，使得呈现出来的综合毛利率大幅下行。2018 年以来，虽然公司产销两旺，产能利用率一直处于高位，但受公司资本开支增加，原材料及人工成本上升等影响，毛利率仍有所压制。但我们认为，考虑公司下游行业景气度以及新行业应用和产品的突破，2019 年以后公司增量业务增速相对 2018 年有所下行，但仍可以维持较高增长中枢，而 2017 年以来的增量需求大概率能在 2019 年以后转化为高毛利率的存量需求，考虑到公司已经考虑提价以及较强的转嫁能力，我们认为公司未来的毛利虽然仍有压力，但仍能维持较高水平，实际压力低于市场担心，2018 年毛利率大概率是近年的最低点。

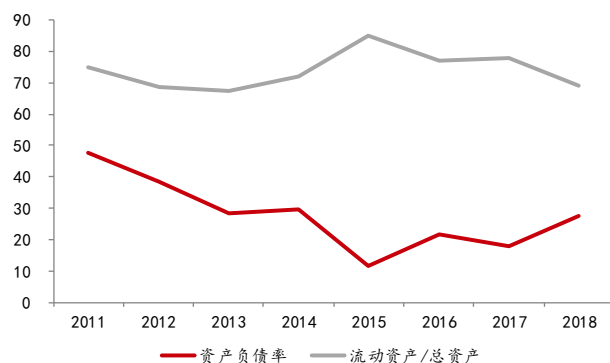
公司净利率在 2016 年见顶，考虑公司近期的外延并购、对相应资产的交割整合、资本开支的增加、生产规模的扩大以及股权激励的成本，我们认为公司管理费用率应有所上行，财务费用收入将逐渐减少，净利率水平仍可能有一定压力。

图 15： 历年净资产和总资产收益率变化趋势(%)



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 16： 公司权益乘数和资产周转率变化 (%)

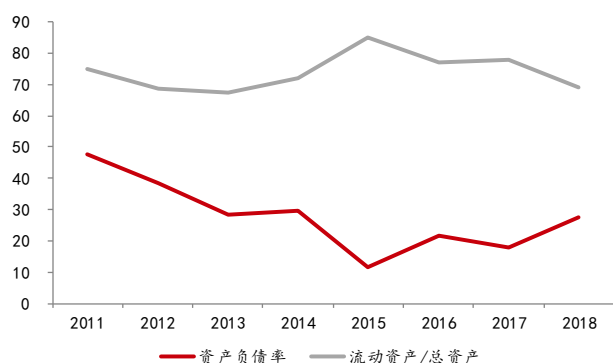


资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

公司 ROE 先于 ROA 一年于 2015 年见底，主要是因为 2016 年公司发生了对优泰科的并购，总资产增速快于净利润增速。ROE 水平从 2015 年以来呈现稳步上行的态势，而公司净利率 2016 年见顶，主要是公司的权益乘数和资产周转率都在稳步上行。主要的原因是，公司 2016 年以来外延并购并且产能扩展，资本开支逐步增加，财务杠杆有所提高但处于很安全

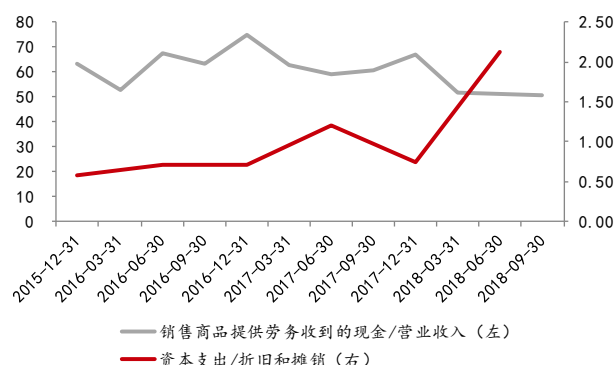
的水平，但在产能扩张和营收规模快速扩大的前提下，资产周转率在2016年一季度见底后稳步上行，说明公司业务所在行业的景气度很高，产能利用率一直维持高位，量的扩张并没有降低公司整体的投资回报，对公司来说是不断创造价值的扩张和增长，对股东来说是边际投资回报增加的优质业务。

图 17： 公司资产负债率低和资产变现能力强(%)



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 18： 公司回款能力以及产业链地位不弱



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

综合来说，我们认为推动公司2017年以来的收入重新呈现快速增长态势的原因主要有：1. 短期看中国宏观经济2016年底底部回暖的确认，2. 公司自主核心产品和业务竞争力的提升，3. 公司产品新应用场景和新产品研发的突破，4. 密封产品国产化替代的加速。公司是典型的以内生增长为主，围绕主业适度品类扩张和上下游延伸的典型，公司的战略稳健、清晰兼具弹性和爆发力，而且发展和增长道路持续性强，是创造价值 and 回报的优质成长公司。

2.2 主营业务变化

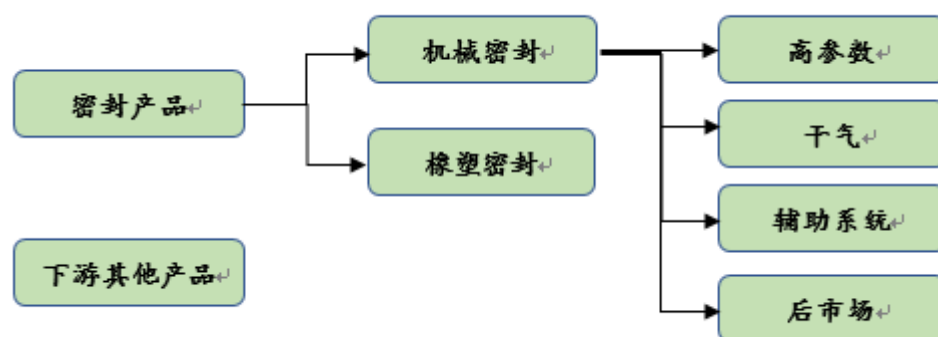
1. 公司主营业务布局

公司是一家提供密封整体解决方案的高新技术企业，不仅为客户提供机械密封产品，更重要的是为客户量身定做不同主机、不同运行环境下的机械密封整体解决方案。

由于机械密封涉及机械制造、化工机械、化学工程、流体机械、材料工程、测控与仪表、工业自动化、机电工程等多个专业，同时石油化工、煤化工等终端客户对主机安全、长周期、环保运行的要求越来越高，近年来，越来越多的终端客户将机械密封的安装和运行维护外包。在此背景下，公司逐渐从传统的向客户提供机械密封产品转变为提供包括产品在内的机械密封整体解决方案。

公司的机械密封整体解决方案是从客户主机安全、高效、环保运行的角度出发，提供包括主机运行环境分析、密封方案选取、密封产品设计、产品制造测试、现场安装指导以及运行维护等技术服务内容。公司采取“以技术研发为中心、产品制造为基础、技术服务为依托”的业务模式，将研发设计、生产制造、技术服务等各领域的资源和优势有机地组合起来，在国内机械密封中高端市场获得较大的市场份额，并不断创造出新的利润增长点，为公司提供持续发展市场空间，提升公司盈利能力。

图 19： 公司主要业务和产品定位和布局



资料来源：公司公告，公司网站，Wind，川财证券研究所

公司产品绝大部分为非标产品，产品类别较多，不同类别产品的结构、用途等差异较大，各类产品之间的价格不具有可比性。通常情况下，干气密封比机械密封的价格高，高参数机械密封比常规机械密封的价格高。我们把公司主营业务分为机械密封产品及后市场、橡塑密封产品和其他产品和业务。

2. 密封产品制造及后市场业务

1) 公司主要产品、应用和特点

■ 公司主营密封业务子行业基本情况

工业密封基本定义和分类

在工业应用领域中，密封是指用于防止液体或气体等流体从机械设备缝隙相邻结合面间泄漏，以及防止外界杂质如灰尘与水分等侵入机器设备内部的零部件。根据密封工作时零件间是否运动可将密封分为静密封和动密封两大类。密封工作时零件间相对运动的是动密封，相对静止的是静密封。

图 20： 工业密封分类



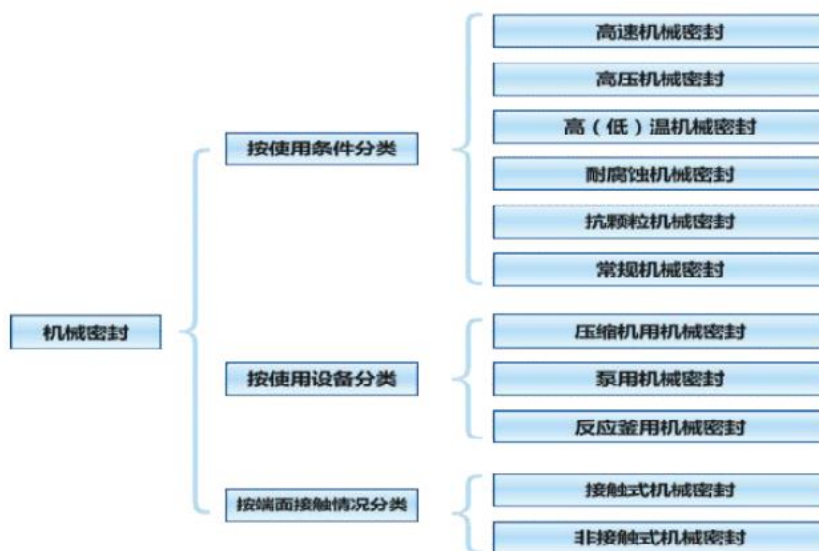
资料来源：公司公告，公司网站，Wind，川财证券研究所

机械密封的定义和分类

机械密封是一种动密封，由至少一对垂直于旋转轴线的端面组成，在流体压力和补偿机构弹力（或磁力）的作用以及辅助密封圈的配合下，保持端面贴合并相对滑动而构成的防止流体泄漏的装置。

机械密封应用广泛，不论是航空、航海、石油化工，还是机械、电力、冶金、矿山、制药等行业，凡是压缩机、泵、反应釜等输送或搅拌流体的旋转机械都需要使用机械密封。机械密封作为通用机械设备和重大装备中不可缺少的重要部件，其密封性能、运行寿命及可靠性，主要体现在对通用机械设备和重大装备的维修周期、主机产品的能耗（效率）、输送、搅拌的介质若出现泄漏时对环境的污染和装置的安全生产等方面都有重要影响。

图 21： 常见机械密封分类



资料来源：公司公告，公司网站，Wind，川财证券研究所

干气密封：

干气密封是 20 世纪 60 年代末期出现的一种新型非接触式机械密封，通过在密封环上增开动压浅槽以及采用相应的控制系统而实现摩擦副的非接触运行。干气密封用“气封液或气封气”的新观念替代传统的“液封气或液封液”观念，是密封技术的一次革命。

与传统的接触式机械密封相比，干气密封使用寿命长、运行稳定可靠，密封功率消耗小；与其它非接触式机械密封相比，干气密封仅需消耗少量的气体（通常为氮气），即可实现机器设备中的物料零泄漏或零逸出，是一种环保型密封；干气密封的控制系统较传统的机械密封封油系统简单、可靠，使用中不需要维护。由于具备这些优势，干气密封特别适合作为高速高压旋转机械的轴端密封。目前干气密封主要应用于石油化工、煤化工、气体输送管线的离心压缩机和离心泵。随着干气密封技术的日益成熟，其应用范围也将越来越宽广。

橡塑密封：

公司的橡塑密封业务主要来自于优泰科的业务并表。优泰科主要从事橡塑密封件、聚氨酯密封件的设计、研发、生产和销售，并为客户提供技术咨询、技术培训、现场安装、维修等全方位技术服务。

橡塑和聚氨酯密封主要应用于各类大型机械的液压或气动机构，用于保持

液压或气动机构在工作中内部的导压液体或气体在高压状态下不泄漏，从而保证压力传导的稳定性。优泰科的产品在密封材料、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、水电等行业，目前重点推广的盾构设备用大型密封件已取得较好成效，业务收入增长较快。

■ 机械密封主要产品及产业链定位

产品应用和特点

公司产品广泛应用于石油化工、煤化工等行业的主机（压缩机、泵和压力容器），如炼油装置的富气压缩机、循环氢压缩机、加氢进料泵、辐射进料泵、液力透平、油浆泵、减压塔底泵等，化肥装置的合成气压缩机、氨压机、二氧化碳压缩机、甲铵泵、液氨泵等，乙烯装置的裂解气压缩机、乙烯压缩机、丙烯压缩机、急冷油泵、急冷水泵、丙烷泵等低温泵，聚丙烯装置里的轴流泵、回流泵、动态分离搅拌器等，PTA 装置的聚合釜、氧化釜、热油泵、醋酸泵等，苯乙烯装置的苯酚泵、电厂的主给水泵、前置泵、凝结水泵等；煤化工煤气化装置的高压耐磨泵、高压循环水泵，低温甲醇洗装置的主洗泵、解吸塔循环泵、热再生塔进料泵、吸收塔进料泵，油品合成、加工装置的贫液泵、半贫液泵等。

公司大部分产品为高于国家标准或行业标准的高参数的非标准化产品，需要根据客户的实际使用环境进行个性化设计。

图 22： 公司产品和服务重点客户和业绩



资料来源：公司公告，公司网站，Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产品定位和产业链覆盖

公司产品主要定位于机械密封的中高端市场，即干气密封和高压、高速、高低温、大轴径等高参数机械密封。主要安装于压缩机、泵、反应釜等主机，广泛用于石油化工、煤化工等行业。

公司密封产品主要分为三大类，包括大类机械密封、橡塑密封和其他产品。其中，大类机械密封业务中，包括机械密封、干气密封、机械密封辅助系统以及机械密封后市场。机械密封业务指不包括干气密封在内的其他机械密封，机械密封辅助系统主要是泵用机械密封辅助系统。机械密封后市场包括零配件和密封产品修复服务。零配件主要是机械密封的动环、静环和辅助密封圈、机械密封辅助系统所用的元器件等产品。密封产品修复是针对修复的机械密封更换零配件并进行检测试验，从而满足客户对修复快速反应、周期短的要求的一系列服务。

大类机械密封产品系列主要包括：干气密封和干气密封控制系统；高压、高速、大轴径机械密封，高低温金属波纹管机械密封，颗粒介质用机械密封，常规机械密封、磁力机械密封，机械密封辅助系统。

图 23： 公司机械密封业务上下游产业链



资料来源：公司公告，公司网站，Wind，川财证券研究所

2) 市场结构和竞争格局

■ 行业市场结构和竞争格局：国内以中低端供给为主，中低端供给很分散

全球机械密封行业经过一百多年的发展现已高度集中，在高端产品领域主要被约翰克兰、伊格尔·博格曼和福斯等行业巨头所垄断并形成了稳定的专业化分工。这些企业在各自的细分市场领域组织专业化生产，形成垄断优势，如约翰克兰在石油化工领域、伊格尔·博格曼在核电领域分别处于领先地位。

国内机械密封行业经过多年的技术积累和发展，普通机械密封领域的技术及产品日趋成熟，大部分应用领域已能替代进口产品，性能接近国外产品。但高端产品还处于依赖进口的被动局面，仅有少数具备一定研发设计、生产和服务能力的国内企业如日机密封、丹东克隆等，发挥本土优势和服务优势，在高端市场同国外企业竞争。

在产品附加值低、技术含量不高的低端产品市场中的众多企业竞争激烈，其利润率较低。未来行业竞争将从主要以产品价格竞争逐渐进入产品研发、关键工艺技术、产品质量和服务质量等多方面的综合竞争，行业领导者企业的市场份额将进一步提高。

■ 主要竞争对手和公司竞争地位：公司在国内规模最大

机械密封属于关键基础工业件，广泛应用于各个工业领域，行业发展与国民经济总体状况息息相关。受发展中国家经济增长带动，机械密封的全球市场需求小幅稳步增长，竞争格局相对稳定，依然是约翰·克兰与伊格尔·博格曼两家国际巨头占据了全球市场份额的50%以上。

公司定位于机械密封产品的中高端市场，即干气密封、高参数机械密封、核电密封等，因此，公司的主要竞争对手为国际大公司，在极个别产品的竞争中也有国内同行，但其体量都低于公司，从产品、技术及研发能力方面公司都遥遥领先国内同行且高端产品线最为完善，市场占有率处领先地位。

2017年度，公司机械密封业务营收规模位居国内市场行业第一（含国外企业在中国的子公司），相对国内竞争对手的领先优势在持续扩大，主要得益于公司在技术、品牌等各方面的长期积累，在行业回暖期间公司的订单增长大于竞争对手。

表格 2. 公司主要竞争对手

企业	国家	企业基本情况
约翰克兰	英国	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	德国	是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。
丹东克隆	中国	成立于 1988 年，主要产品焊接金属波纹管机械密封、挠性膜片联轴器、磁力驱动泵等。
西安永华	中国	成立于 1990 年，主要产品包括焊接金属波纹管机械密封系列标准与非标准产品等。

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

公司在不同的细分市场领域分别与不同的竞争对手进行竞争，干气密封产品领域的主要竞争对手为约翰 克兰和成都一通密封有限公司，高速机械密封产品领域的竞争对手主要是伊格尔·博格曼和西安永华，高压机械密封产品领域的竞争对手主要是约翰克兰和丹东克隆，高低温机械密封产品领域的竞争对手主要是丹东克隆和西安永华，釜用机械密封产品领域的竞争对手主要是伊格尔·博格曼。

表格 3. 公司分产品主要竞争对手

产品	企业	应用的主要细分市场领域
干 气 密封	日机股份	石油化工和煤化工行业的中高压和大型离心压缩机机组
	约翰克兰	石油化工和煤化工行业的中高压和大型离心压缩机机组
高 速 机 械 密封	成都一通	石油化工和煤化工行业的中低压离心压缩机机组
	日机股份	石油化工和煤化工行业的高速泵
机 械 密封	伊格尔·博格曼	航天和军工行业的高速泵
	西安永华	石油化工和煤化工行业的高温高速泵
高 压 机 械 密封	日机股份	石油化工和煤化工行业的高压泵，长输管线的高压输送泵
	约翰克兰	石油化工行业的高压泵，长输管线的高压输送泵
高 低 温 机 械 密 封	丹东克隆	石油化工和煤化工行业的高压泵
	丹东克隆	石油化工和煤化工行业的高温泵
机 械 密 封	西安永华	石油化工和煤化工行业的高低温泵
	日机股份	石油化工和煤化工行业的高低温泵
釜 用 机 械 密封	伊格尔·博格曼	橡胶、化纤、PVC、聚丙烯、医药等行业
	华阳密封	化纤、聚丙烯
	日机股份	橡胶、聚丙烯、化纤、PVC、医药等行业

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

未来几年，将是机械密封产业行业集中度将加速提升，国内密封市场的竞争格局将逐步接近全球，领导者企业的市场占有率将显著提升。公司作为国内行业的领导者企业，近几年的品牌影响力进一步提升，竞争优势非常突出，在行业总体下滑的时候能够保持小幅增长，在行业回暖时的增长幅度显著高于竞争对手。抓住行业发展的黄金时期，在未来三到五年将公司的总体经济规模提升一个大台阶，是公司未来几年的发展目标。

■ 公司的竞争优势和护城河

技术和产品优势：

公司始终坚持跟踪国际先进技术的发展方向，秉承“以技术占领市场”的理念，一直将自主技术创新作为提升公司核心竞争力的关键。公司是我国

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

首批获得机械密封产品生产许可证的企业之一。

2013 年 11 月 21 日，公司的“千万吨级炼油加氢装置循环氢压缩机高压干气密封及其控制系统”和“大型煤化工煤制丙烯装置丙烯制冷压缩机大轴径干气密封”两项科技成果通过国家工业和信息化部组织的专家鉴定，鉴定意见认为该两项产品填补了国内空白，主要技术指标达到国际同类产品水平，在同类工况的压缩机领域具有很高的推广应用价值。

公司作为国内自主研发干气密封的骨干企业，研发和生产时间较早，1999 年就成功地将第一套压缩机干气密封投入工业运行，公司凭借领先的技术和生产工艺，取得了国内压缩机干气密封较大的市场份额。2014 年 10 月，公司的“干气密封 GCTL”产品被科学技术部列入国家重点新产品计划。

公司已成为国内核电站核级泵用机械密封的供应商。2009 年起公司陆续与国内主要核泵生产制造厂签订了国内新建的第三代 AP1000 核电项目配套的机械密封供货合同、二代加项目核三级设备冷却水泵机械密封供货合同、核三级重要厂用水泵机械密封、核三级重要冷却水泵机械密封供货合同和核二级高压安注泵机械密封供货合同等并均已供货。2010 年 9 月公司与某核电主泵生产企业签署核主泵双向推力轴承-油机械密封合作研发协议，2011 年 1 月与该企业签定了反应堆冷却剂泵（核主泵）双向推力轴承-油机械密封订货合同，2011 年 7 月样机通过预验收，2013 年 5 月取得正式产品的开工令，2014 年 7 月首套核主泵双向推力轴承-油机械密封产品供货。

服务优势：

公司宗旨是为客户提供密封整体解决方案，而不仅限于提供产品。公司的整体解决方案是从保障客户主机安全、高效、环保运行的角度出发，提供包括客户主机运行环境分析、密封方案选取、密封产品设计、产品制造测试、现场安装指导以及后期运行维护等产品与服务，从而更好地满足客户的需求。

为了向客户提供个性化产品设计、快速反应的全方位技术服务，公司从贴近市场和贴近客户的观念出发，将全国市场划分为六大销售区域，并在北京、上海、天津、南京、乌鲁木齐、武汉、大庆、吉林、抚顺、盘锦、大连、茂名、青岛、淄博等地设立办事处和维修中心，配备具有丰富经验的技术服务人员向客户提供完善、优质的售前、售中和售后服务。

客户优势：

机械密封具有单件小批量的生产特点，特别是中高端机械密封产品是针对主机专门研发和制造，而终端客户使用的主机大多由不同的国家和厂家生产，因此机械密封通常带有明显的个性化定制特点。客户十分注重产品性能的稳定性和供应保障的及时性，对机械密封生产企业的业绩和品牌要求较高，通常与机械密封生产企业确立合作关系后，会保持长期、稳定的合作关系。

公司长期服务于石油化工、煤化工等行业，产品质量和企业信誉得到客户的认可，并拥有“AAA”级企业信用等级证书。公司充分发挥在位优势，积累了大量的客户资源，中石化、中石油、中海油及中国神华等下属的很多炼化、化工企业均是公司客户。稳定的中高端客户群体保证了公司在中高端市场的优势地位，为公司业绩的持续增长奠定了良好的基础。

表格 4. 公司主要客户供应商资格取得情况

产品	企业	国家	资格取得时间
1	沈阳透平	中国	2002
2	大连深蓝	中国	2002
3	嘉利特荏原	中日合资	1998
4	中国石化上海石油化工股份有限公司	中国	1994
5	北京航天石化技术装备工程公司	中国	1998
6	沈阳格瑞德泵业有限公司	中国	2000
7	陕鼓动力	中国	2006
8	大连苏尔寿	瑞士	2000
9	中国石化茂名分公司	中国	1994
10	中国石化齐鲁分公司	中国	1994

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3. 其他业务：密封产品下游延伸产品（特种泵阀）制造业务

公司向机械密封下游产品延伸，开发了皮托管泵和高粘度齿轮泵等产品。

1) 皮托管泵

在石油、化工、食品、制药、冶金、电力等工业生产中，常常遇到输送小流量、较高扬程、低比转数工况。目前常用的传统泵型都存在结构复杂，装拆技术难度大，故障率高、效率低等缺点。皮托管泵是一种技术先进、结构新颖的新型水力机械。与传统泵相比，具有高效率、低能耗、结构简单和维护方便的特点。

世界上发达国家自二十世纪八十年代后，都加紧致力于研究开发皮托管泵，以替代传统泵。美国 WEIR 公司和德国斯特林公司实现了该产品的系列化、产业化。由于该产品技术较新，进口皮托管泵在国内应用非常少见。目前国内还没有该产品的相应技术标准，该泵与传统泵差别较大，公司根据多年研发成果和经验，并参照一些国内普通泵标准，制定了企业标准。

2) 高粘度齿轮泵

高粘度齿轮泵是根据石油、化工、涂料、油脂、制药、染料、食品等行业的需求，研制开发的一种结构紧凑、体积小、重量轻、造价低的新型容积式泵。该产品可选用不同的材质，结构独特，因此高粘度齿轮泵是输送高粘度介质较为理想的设备，广泛应用于不同性质、不同粘度的介质输送。目前，尽管国内企业已生产出不少适于输送高粘度介质的齿轮泵，但由于测试手段不完善，在材料选择、泄漏与噪声防治方面仍存在一些问题，特别是国产高粘度齿轮泵在效率、可靠性与使用寿命等方面与国外产品存在较大差距。因此，我国石油和化工等行业所使用的高粘度齿轮泵多数仍依赖进口。

公司拥有外啮合轴承内置式、外啮合轴承外置式、带同步齿轮的外啮合轴承外置式等型式的齿轮泵系列产品，具有泄漏量小、润滑方式独特新颖、输出流量稳定、故障率低、使用寿命长等特点。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作

表格 5. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	开始时间
1	IPO	完成	2015/6/12
2	优泰科收购	完成	2017/12/18
3	华阳密封收购	完成	2018/4/11
4.	限制性股权激励	进行	2018/4/24

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.2 IPO 主要情况

表格 6. 2015 年 IPO 发行结果

关键项目	具体内容
发行股份总数	公开发行人新股 1,334 万股，网下初始发行量占本次发行总量的 60.72%，即 810 万股，网上发行量为本次发行总量减去网下发行量。
发行价格	10.19 元/股
发行市盈率	34.60 倍
募集资金	募集资金总额为 4.62 亿元，扣除预计的发行费用 5165.18 万元后，募集资金净额为 4.10 万元。

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

表格 7. IPO 募投资金使用

序号	项目名称	投资 (亿元)	实施 主体	主要内容
1	高参数机械密封扩能技术改造项目	0.70	日机股份	项目达产后将实现年产核电密封 500 套、干气密封 120 套、机械密封辅助系统 2,000 套和高参数机械密封 16,000 套的生产能力。
2	机械密封和特种泵生产基地项目	3.40	桑尼机械	新建机械密封生产线和特种泵生产线各一条，建成一个完整的机械密封和特种泵生产基地。

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

公司原募投项目“机械密封和特种泵生产基地项目”系基于 2011 年市场

需求旺盛、公司产能严重不足的背景下进行的项目立项。近年来，公司下游主要应用行业石油化工、煤化工、电力等行业的固定资产投资波动较大，对公司所处的机械密封行业产生较大影响。2014-2015 年机械密封行业进入低谷期，2016 年下半年开始逐步回暖，市场需求增长显著，但公司管理层认为，宏观经济的长期变化趋势仍然具有不确定性，大规模投建新产能仍然有一定风险。此外，公司另一个募投项目“高参数机械密封扩能技术改造”项目于 2016 年 11 月完成建设，公司产能有所提升，产能不足的矛盾得到了一定程度的缓解。因此，本着为股东负责任、防范经营风险的原则，经审慎考虑，决定放缓生产基地项目建设进度。自 2017 年起，伴随原油价格回升，石油化工、煤化工行业的投资大幅增长，公司在手订单持续快速增加，现有产能凸显不足。

针对产能不足的问题，公司实施了两期产能扩张计划，其中一期产能公司使用自有资金在总部所在场所投建，二期产能使用募集资金继续投建“机械密封和特种泵生产基地项目”。目前一期新增产能已逐步达产，二期产能扩张计划中的设备购置开始陆续到货。公司通过购置新的生产设备，增加生产制造、工程设计、售后服务人员等手段来适度扩大产能以缓解现阶段的交付压力，保证生产经营稳定。但二期产能扩张计划受人员招聘困难影响，短期内难以迅速投产，对公司产能不足的缓解作用有限。

原募投项目建设需要一定的建设周期，难以快速缓解公司产能压力，可能导致公司错过部分重要订单，且宏观经济环境的发展具有不确定性，较长的建设期存在一定的风险。原募投项目建设完成，公司仅仅是获得了一定的产能，收购华阳密封公司除了快速获得产能外，还将获得新的市场、团队及技术补充。

表格 8. IPO 募投资金使用变更

序号	项目名称	公告时间	投资总额（亿元）	状态
1	收购优泰科 100%股权项目	2017/12/25	1.70	完成
2	向优泰科增资项目	2017/12/25	0.16	完成
3	收购华阳密封 100%股权	2017/6/21	1.00	进行中

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.3 优泰科收购和资产整合情况

1. 收购项目的关键节点和重要内容

收购优泰科有利于公司快速切入往复（橡塑）密封市场，逐步完善密封产业链的战略布局，公司通过设立产业基金的方式最终完成了收购优泰科公司。

优泰科主营业务为橡塑密封件、聚氨酯密封件的设计、研发、生产和销售，决定橡塑密封件、聚氨酯密封件产品品质的核心因素就是材料性能，而材料性能取决于配方设计，因此材料配方是橡塑密封、聚氨酯密封行业最重要的核心竞争力所在。优泰科在橡塑密封、聚氨酯密封行业中专注于高端无模具加工细分领域，在该领域具有突出的领先优势并形成了一定的国际影响力。优泰科的行业领先优势最直接的体现就是优良的材料性能加先进的无模具加工技术。

优泰科与公司有类似的经营特点，客户有较多重叠且技术与公司有一定的互通性，未来与公司存在共用销售及服务网络以降低运营成本，为客户提供更加完整的密封总体解决方案，提高公司经营的总体规模效应等协同优势，会较大幅度提升公司的市场容量和净利润率水平，提升公司核心竞争力。

表格 9. 2016-2017 年优泰科收购

时间	主要内容
2016/7/14	公司与四川云石股权投资管理有限公司共同投资设立“成都云石卓越并购投资基金合伙企业（有限合伙）。公司作为劣后级有限合伙人，拟以自有资金出资人民币 2500 万元；云石投资作为普通合伙人，拟出资人民币 200 万元。
2016/8/27	为满足并购基金的投资需要，公司决定对卓越投资基金追加出资 2,500 万元。本次追加出资后，公司累计卓越投资基金出资 5,000 万元。
2016/12/28	为了加强公司在密封产业链的战略布局，经卓越投资基金投资决策委员会会议决议，同意以人民币 15,840 万元现金方式受让霍尔果斯优泰科股权投资管理合伙企业（有限合伙）持有优泰科（苏州）密封技术有限公司 99%的股权。近日，卓越投资基金与优泰投资签署了《股权转让协议》，正在办理相关工商变更登记手续。
2017/12/28	“拟变更的募集资金投资项目为“机械密封和特种泵生产基地项目”，拟变更生产基地项目剩余募集资金中的部分资金 1.70 亿元，用于收购优泰科（苏州）密封技术有限公司 100%股权；变更生产基地项目剩余募集资金中的部分资金 1644.00 万元，用于收购完成后向优泰科增资项目，共计变更生产基地项目剩余募集资金 1.87 亿元。

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2. 业绩承诺及完成情况：

被收购方承诺，优泰科 2016 年至 2018 年经审计后净利润分别不低于 1,500.00 万元人民币、1,650.00 万元人民币、1,900.00 万元人民币。承诺所称净利润指经有证券从业资格的会计师事务所审计的税后净利润扣除非经常性损益后的净利润。业绩承诺期间为 2016 年至 2018 年，如优泰科在业绩承诺期内累计实际实现的净利润之和小于承诺累计净利润之和，则霍尔果斯优泰股权投资管理合伙企业（有限合伙）应向日机密封承担现金补偿义务，如发生霍尔果斯优泰股权投资管理合伙企业（有限合伙）拒不履行补足义务或其履行补偿义务后仍有差额的情况，夏利民承诺承担该补偿义务的连带责任。

2017 年度实现收入 8,260.14 万元，同比增长 20.86%，净利润 1,621.30 万元，同比增长 44.53%。虽然优泰科没能全面完成前两年的业绩承诺但差距不大，随着新厂房的全面投入使用，预计 2018 年仍将保持快速增长，完成三年累计业绩承诺指标有压力也很有希望。

3. 优泰科经营展望

优泰科此前受制于规模较小，资金实力不足，优泰科收入处于行业第二梯队中上水平，但随着近两年企业规模不断扩大，收入也在快速增长。

优泰科在行业中有一定的品牌影响力，特别是在国内密封材料、大型密封件无模具加工技术方面具有突出的领先优势，自主研发的密封材料在性能上与国外产品相当，优于国内同行，具备成长为领导者企业的关键基因。

优泰科与公司的融合不仅能使公司快速切入新的密封领域，提高公司整体规模效应，还能丰富公司产品系列，大幅度提升公司的市场空间，优泰科也能借助公司资源优势在自身细分领域快速发展，公司希望在未来三到五年，优泰科在橡塑密封领域实现 2 亿-3 亿元收入，成为国内橡塑密封的领导者企业。

近两年，优泰科在布局的盾构密封市场的开拓上取得了明显成效。盾构市场本身的市场容量约 1 亿元，不是特别大，但竞争对手非常少，在国家高度重视掌握自主核心技术的大环境下，优泰科作为盾构密封国产化的领头羊，今后在盾构密封市场上取得的收入和利润增长，以及行业影响都非常值得期待。2017 年优泰科重点布局的盾构行业实现突破，成功进入各大主机厂，并开始获得批量订单，盾构密封全年实现收入 500 余万元。2018 年，

优泰科在市场前景广阔的盾构密封领域继续加大投入，恒温恒湿的盾构密封加工、质检、包装、温度实验一体化车间在紧张施工中，先进完善的盾构密封动力试验实验室已完成，盾构密封将成为优泰科未来数年的支柱产品。

公司将在 2019 年 4 月 30 日之前完成对优泰科的业绩考核工作，待业绩对赌期结束后，公司将会考虑与优泰科现有管理团队建立长期利益捆绑机制。通过制定经营目标、业绩考核政策等方式激励、约束管理团队，同时计划采取交叉任职的方式逐步融合双方团队，以保持优泰科的长远、健康、持续稳定发展，真正做到双方在企业文化、管理模式、技术业务等多个方面的融合贯通。

3.4 华阳密封收购和资产整合主要情况

华阳密封主要从事中、高端机械密封产品及其辅助（控制）系统研发、设计、生产及销售，并为客户提供技术咨询、设备安装及维修等服务，主要产品为泵用、釜用、干气釜用、干气密封产品及配套设备，广泛应用于石油、化工、船舶、冶金、医药、造纸、发电等较多涉及管道设备的行业。

华阳密封于 2014 年 7 月在全国中小企业股份转让系统挂牌，系新三板挂牌的非上市公众公司。2018 年 6 月 11 日，经全国中小企业股份转让系统有限责任公司批准，华阳密封在全国中小企业股份转让系统终止挂牌交易。

公司通过收购华阳密封 100% 股权，在市场竞争方面，有利于完善公司在机械密封高端市场的产品线，并通过提升公司的市场占有率与适度缓解价格竞争的双重作用，增厚公司的收入与利润。还可以为公司增加高端客户资源，为下一步拓展新的市场应用提供帮助；在技术方面，双方同为高端密封市场的技术领先者，但华阳密封技术体系的起点与成长路径与公司有很大不同，完成收购将有利于公司技术体系的完善与研发能力的提升，壮大公司的技术团队，进一步增强公司的核心竞争力；在生产方面，华阳密封地处我国耐酸泵基地大连市，机械加工人才丰富，有利于公司快速提升产能，抓住行业发展的黄金机遇；在采购方面，合并双方的采购体系将有利于降低公司的整体采购成本；在服务方面，公司将有超过两亿元的收入来自东北，完成收购有利于公司降低服务成本同时提高服务响应速度；完成收购还将在密封行业树立起收购整合的标杆，为公司完成大密封产业整合迈出坚实一步。

表格 10. 华阳密封收购关键节点

时间	公告	主要内容
2016/12/27	关于与梁玉韬、韩瑞签订《华阳密封收购项目合作框架协议》的公告	2016 年 12 月 25 日，公司与梁玉韬、韩瑞在四川省成都市签订了《华阳密封收购项目合作框架协议》（以下简称“框架协议”或“本协议”），公司分别受让梁玉韬持有华阳企管 42%股权和持有华阳密封 8%股权、韩瑞持有华阳企管 28%股权。本次签署框架协议，已经公司 2016 年 12 月 26 日召开的第三届董事会第十一次会议审议通过《关于与梁玉韬、韩瑞签订〈华阳密封收购项目合作框架协议〉的议案》，并授权公司管理层签订相关文件，同意在梁玉韬、韩瑞按照约定办理完成股权质押登记后 3 日内，向其一共支付诚意金人民币 3000 万元。
2017/6/1	关于与梁玉韬、韩瑞签订《〈华阳密封收购项目合作框架协议〉之补充协议》公告	2017 年 5 月 31 日，公司与梁玉韬、韩瑞签订了《补充协议》。《补充协议》修订了《框架协议》的部分条款，将《框架协议》的有效期延长至 2017 年 12 月 31 日。
2018/4/11	大连华阳密封股份有限公司收购报告书	拟以现金方式收购华阳企管、梁玉韬、韩瑞合计持有的华阳密封 55.68%的股权；同时，华阳企管将根据《华阳密封收购项目合作框架协议（二）》的相关约定尽最大努力一次性或分批次向华阳密封其他股东收购全部剩余股权，并将其收购的剩余股权一次性或分批次全部转让给收购人。由于目前尚难以确定华阳企管向华阳密封其他股东收购剩余股权的数量，因此本次收购标的股权的具体数量具有不确定性。华阳密封 100%股权收购价格预计为 2.3 亿元-2.76 亿元，但应以日机密封聘请的中介机构对标的资产进行评估后的资产评估结果为依据确定，交易价格不得高于标的资产的评估价值，具体价格以各方签署的正式股权转让协议为准。
2018/6/21	关于变更部分募集资金用途收购华阳密封股权的公告	本次拟变更的募集资金投资项目为“机械密封和特种泵生产基地项目”，目前该项目已基本完成一期厂房建设，并实现部分投产，后续还将增添部分关键设备，以满足当前生产所需。从审慎、高效用好募集资金的原则考虑，前期公司已决定放缓生产基地项目建设进度，未来会根据市场需求变化及公司经营的实际需求来逐步调整实施进度。 公司拟用 26,000 万元现金收购大连华阳密封股份有限公司 100%股权，其中使用银行专项并购贷款 13,000 万元，自有资金 3,000 万元以及本次拟变更生产基地项目剩余募集资金中的部分资金 10,000 万元。

资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

3.5 股权激励：2018 年限制性股票激励

1. 股权激励实施的关键流程和节点

公司已于 2018 年 8 月 24 日公告限制性股票激励计划草案，本次采取一次授予分期解锁的方案。

表格 11.2014 年股权激励实施的关键时间节点和内容

重要节点	时间	对应公告
股权激励草案	2018/8/24	限制性股票激励计划（草案）
董事会审议	2018/8/22	第四届监事会第六次会议决议公告
股东大会审议		无
限制性股票授予		无
限制性股票激励计划授予结果		无

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2. 股权激励方案的主要内容

公司于 2018 年 4 月 24 日，发布 2018 年限制性股票激励计划（草案），披露了相关关键内容。

表格 12.2018 年股权激励方案具体内容

关键要素	主要内容
标的股票来源和数量	公司向激励对象定向发行四川日机密封件股份有限公司 A 股普通股。本激励计划拟授予的限制性股票数量为 289.30 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 10,668.00 万股的 2.71%。
有效期	激励计划有效期自限制性股票授予登记完成之日起至激励对象获授的限制性股票全部解除限售或回购注销之日止，最长不超过 60 个月。
解锁期	激励计划授予的限制性股票限售期为自相应股份授予登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月。激励对象根据本激励计划获授的限制性股票在解除限售前不得转让、用于担保或偿还债务。
授予条件	授予的业绩条件为：1. 2017 年净利润增长率不低于 20%，且不低于对标企业 50 分位值水平；2. 2017 年净资产收益率不低于 11%，且不低于对标企业 50 分位值水平；3. 2017 年主营业务收入占营业收入比例不低于 90%。
授予人	本激励计划授予的激励对象共计 210 人，为公司公告本激励计划时在公司（含合并报表子公司，下同）内任职的基层/中层管理人员、核心技术/业务/生产人员与职能人员。
授予价格	本激励计划限制性股票的授予价格为每股 24.01 元，即满足授予条件后，激励对象可以每股 24.01 元的价格购买公司向激励对象增发的公司限制性股票。
解锁条件	第一个解除限售期：以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 20%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2019 年净资产收益率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2019 年度主营业务收入占营业收入比例不低于 90%。第二个解除限售期：以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 40%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2020 年净资产收益率不低于 11.5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2020 年度主营业务收入占营业收入比例不低于 90%。第三个解除限售期：以 2017 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 60%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2021 年净资产收益率不低于 12%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2021 年度主营业务收入占营业收入比例不低于 90%。

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

四、投资建议

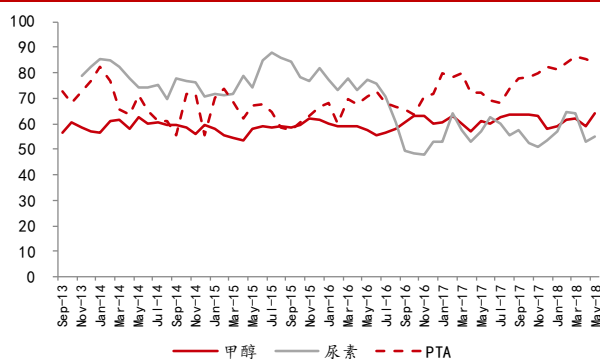
4.1 投资逻辑和观点

1. 下游景气度持续回暖，新增产能持续投放，未来业绩持续高速增长可期

1) 化工和电力行业开工率改善使得公司存量业务稳重有升

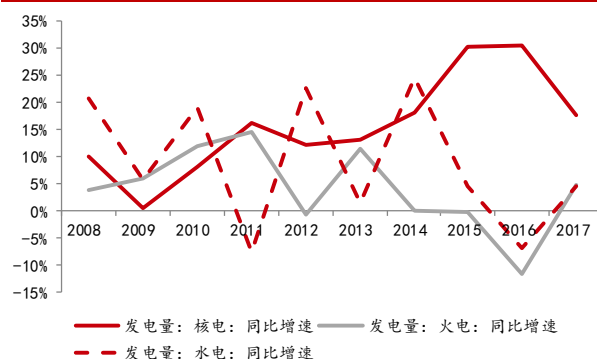
随着近几年化工（石化和煤化工）产能利用率以及电力行业发电利用小时数逐渐改善，设备损耗和维修替换需求明显回暖。未来几年，煤化工和炼化行业景气度仍将持续向上，公司存量业务需求仍然可以保证较高增速。

图 24：近年化工行业主要产品产能利用率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：近年分类发电量同比增速（%）



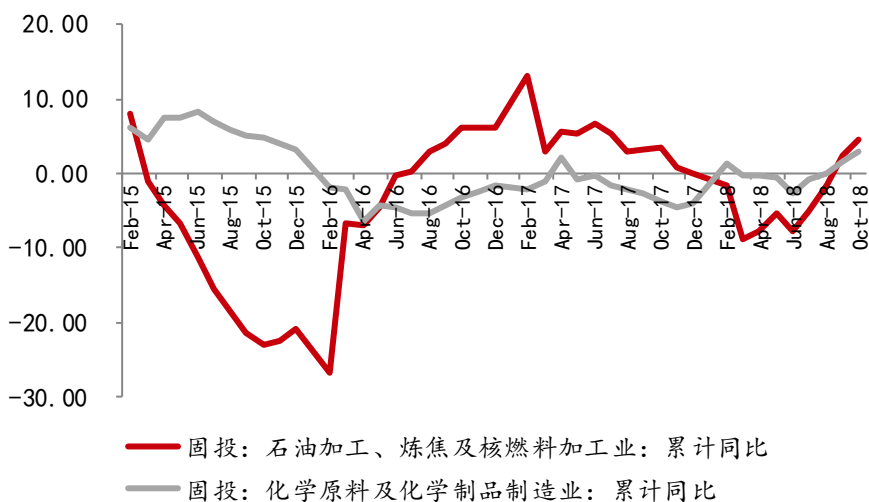
资料来源：Wind，川财证券研究所

2) 新增能源投资以及技术和设备的更新改造给予公司弯道超车的机会

2016 年下半年以来国际原油价格稳步攀升，石化、煤化工等能源行业固定资产投资出现反转。我国“十三五”期间建立七大世界级石化基地，集中发展“炼化一体化”生产模式，将会采购大量石化设备，使得机械密封需求旺盛。

公司在 2018 年 5 月 28 日投资者关系活动记录表中披露，根据公司的不完全统计，到 2020 年前后，中国将新增原油处理能力 3 亿吨/年，同时配套大量的乙烯、芳烃等装置，以满足国内市场的供需缺口，这部分新增石化产能将为机械密封产业带来超过 10 亿元市场需求，也将使得国内机械密封行业的总体市场需求提升至每年 70 亿元左右。

图 26： 化工行业固定资产投资拐点初现，预期未来三年投资反转

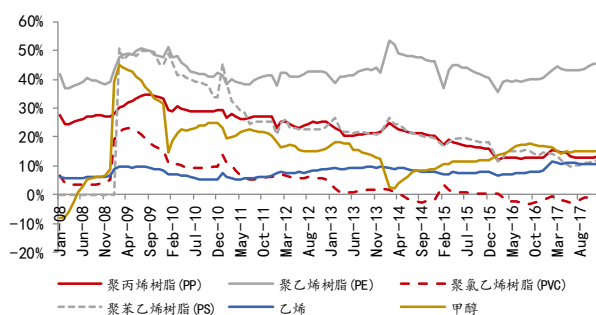


资料来源：Wind，川财证券研究所

3) 煤化工设备行业景气向上的趋势才是刚刚开始

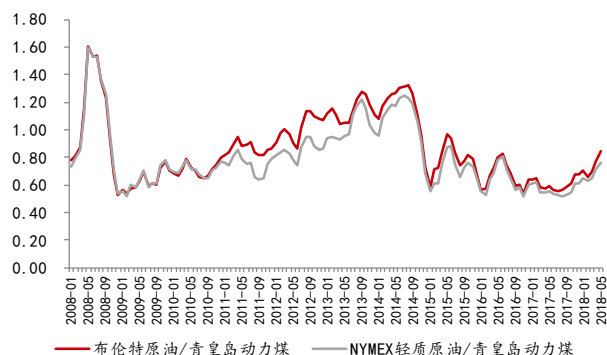
国内聚丙烯树脂、聚乙烯树脂、聚苯乙烯树脂、乙二醇、PX 的对外依存度较高，相关树脂的进口替代，将推动国内对乙烯和丙烯需求。而利用低成本的煤头化工，补充乙二醇、PX 和烯烃（低碳）的国内供应，将是一个很好调整能源和化工结构，减少对外依赖的选择。

图 27： 五大树脂、乙烯和甲醇的对外依存度



资料来源：Wind，川财证券研究所

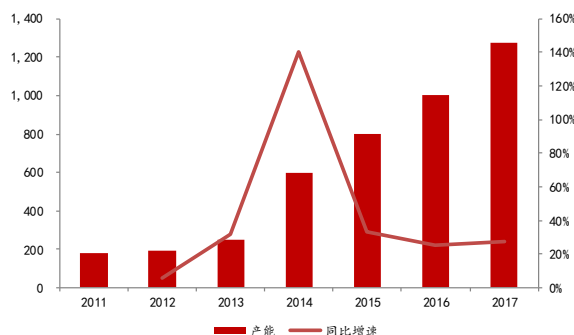
图 28： 2014 年油煤比见底



资料来源：Wind，川财证券研究所

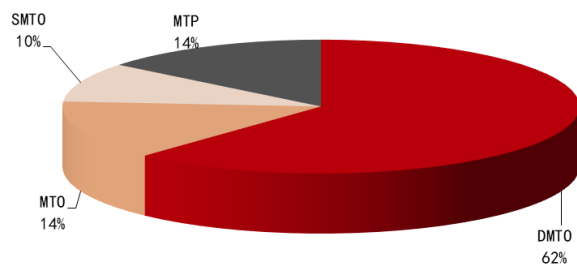
2014 年左右伴随甲醇制烯烃项目的技术和经济性的突破使得煤化工可以跟石油化工真正的在同一个平台竞争，而油煤比的扩张趋势将保证新型煤化工项目的盈利水平。新型煤化工项目对石油化工项目已经由原来的示范性补充，转变为中低端石化产品的实质性国产竞争和替代，煤化工设备行业景气向上的趋势才是刚刚开始。

图 29：近年甲醇制烯烃产能变化



资料来源：Wind，卓创资讯，川财证券研究所

图 30：我国甲醇制烯烃工艺占比



资料来源：Wind，卓创资讯，川财证券研究所

2. 技术突破和服务加强强化公司核心竞争力，政策支持推动进口替代加速，公司是品种最全且具备自主核心竞争力的国产化机械密封领导者
- 1) 厚积薄发，公司自主研发的技术和产品突破以及服务加强强化公司核心竞争力和比较竞争优势

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、电力、水电、制药、冶金、食品、船舶、航天航空、军工等各工业领域，主要解决在高温、高压、高危介质下转动设备运转时的泄漏问题。设备因故障（如：泄漏）导致停车或事故而引发的直接经济损失较为严重，所以对密封产品质量及可靠性的要求极高。其次，机械密封属于易损件，存在一定的更换周期，在产品品质得到保障的情况下客户一般不会轻易更换密封厂家。用户出于对安全、技术和质量的考虑，在采购时往往对机械密封生产企业提出明确的业绩要求，或必须入围其合格供应商名单。没有业绩和信用背景，难以取得用户的信任与订单，另外想要成为用户的合格供应商，也需要经过较长周期的资格审核。公司在行业内沉淀四十年，积累了较好的口碑与业绩，公司多个高端系列产品的市场占有率名列前茅。

公司近期自主研发的重点行业新技术应用新产品突破主要有：1) 公司与中石油管道联合有限公司西部分公司联合研制“天然气管线压缩机 15MPa 干气密封产品顺利通过鉴定。2) 公司与中广核工程有限公司联合研制的“三代压水堆核电站核安全二、三级泵三种结构型式的机械密封”产品顺利通过鉴定。3) 公司与中国石化上海石油化工股份有限公司共同完成的“循环氢压缩机用 20MPa 干气密封研制”项目，产品完成工业运行考核，通过鉴定。实现了公司产品在石油化工领域全覆盖，在高压油气管道输送

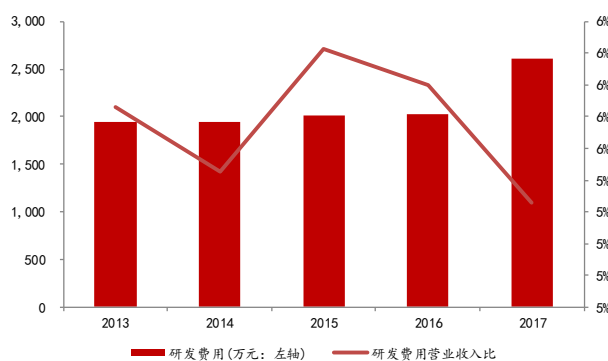
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

领域全覆盖，在核电密封领域除主泵轴封产品外全覆盖，成功缓解了高端主机发展与关键部件供应的矛盾，进一步降低对国外产品的依赖。

目前，公司在国内设有近 30 个办事处和 4 个快修服务中心，为客户提供产品的同时提供售前、售中、售后的全方位技术服务。在销售和服务网络的布局方面完善且发达，帮助用户解决现场技术问题的能力也远超同行，奠定了市场对公司产品信赖的基础，近年在各类客户中公司产品的国产化替代明显。

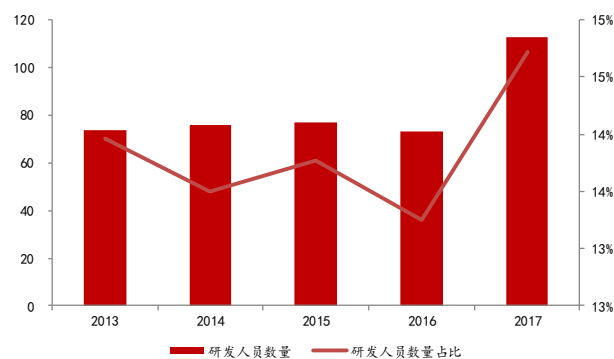
公司紧随我国“一带一路”战略，重点布局中东、中亚、东南亚等发展中国家，前期通过与国内相关工程公司以及主机设备厂紧密合作快速占领市场，已经在这些地区的国家取得了良好口碑及一定业绩。公司一方面紧密跟踪前期配套市场，开发后续更换业务并取得成效；另一方面也在通过持续参加国际专业展览及学术交流等方式，提升公司在国际市场的品牌影响力公司力争在海外销售收入上保持持续较快增长；公司也希望通过并购国际知名密封企业，将公司产品迅速打入国际市场，以加快国际市场拓展步伐。

图 31： 近年公司研发费用及在营业收入的占比



资料来源：Wind，卓创资讯，川财证券研究所

图 32： 近年公司研发人员数量及其占比



资料来源：Wind，卓创资讯，川财证券研究所

2) 政策支持推动进口替代加速，2020 年液气密高端产品实现国产化率 60%以上

由中国液压气动密封件工业协会组织行业各专业分会和会员企业的专家、学者编制的《液压液力气动密封行业“十三五”发展规划》2016 年 5 月正式印发全行业。

《行业发展规划》针对目前行业发展存在的问题，提出了质量为先、整体推进、市场主导、企业为主、自主研发、两化融合的七项基本原则。提出了八项重点任务及液压、液力、气动、橡塑密封、机械密封、填料静密封的重点产品、关键技术、关键材料、共性技术和基础服务平台。

表格 13. 液压气动密封件行业发展战略目标

行业规模增长	行业销售额年均增幅不低于 6%，出口额年均增幅达 7%以上，约占行业销售额的 10%。
结构优化升级	推动液气密产业向中高端迈进，稳步化解液气密行业产能结构性过剩的矛盾。
产业集中度	培育建设一批规模适度，优势突出的“专、精、特、新”小巨人企业，到 2020 年行业各专业的产业集中度 CR10 有明显提高。
品牌建设	到 2020 年行业产品的性能稳定性、质量可靠性、环境适应性、使用寿命等指标达到国际同类产品先进水平。
重点产品突破	到 2020 年，60%以上的液气密高端产品实现自主保障，受制于人的局面逐步缓解。
两化融合	到 2020 年行业企业智能装备和产品、制造过程智能化水平显著提升，具有深度感知、智慧决策、自动执行功能的高端液气密产品及系统研发制造实现重大突破并产业化。

资料来源：Wind，川财证券研究所

3. 内生驱动为主，通过合理外延并购，打造全产业链密封企业集团

内生驱动为主，通过合理外延并购扩张产品品类并适度上下游延伸，公司业务布局覆盖机械密封（轴式密封）、橡塑（往复）密封和下游特种泵阀产品，是最有潜力的国产化密封件领导者。公司的发展将会紧紧围绕大密封的概念进行产业布局，通过内生、外延等方式不断提高收入规模及市场占有率，最终把公司打造成广义的全产业链密封企业集团。

内生发展方面重点布局海外、核电、管道输送等领域的应用；外延方面结合密封产品的业务特点，以客户协同为主要方向，并购其他密封分支领域中在产品层次、技术水平、研发能力都占有领先地位的企业，与公司形成优势资源互补。公司拟以军工行业及水处理行业作为今后市场开拓的目标。军工行业所使用的密封重要性较高，且需取得专业保密资质；水处理行业密封的市场需求总量较大，且相对集中，公司会抓住适当时机，进军军工及水处理行业。

公司不断推进产业链外延并购，于 2016 年 12 月完成收购优泰科切入橡塑密封领域，横向并购突破行业天花板限制。2018 年内完成华阳密封收购工作，本次收购将整合行业资源扩充产品线，抢占行业高端市场。公司将与收购企业在技术研发、市场渠道、品牌建设等方面形成协同，进一步确立公司在密封行业的领先地位。

4.2 盈利预测与估值比较

1. 盈利预测

1) 近期关键财务数据

公司发展势头良好，收入和利润稳定增长。公司 2017 年实现总营业收入 4.96 亿元，其中机械密封、橡塑密封和下游其他产品分别为 3.98、0.76 和 0.01 亿元，分别贡献了总收入的 80.36%、15.27%和 0.31%；2017 年实现毛利 2.82 亿元，其中机械密封、橡塑密封和特种泵阀分别为 2.31、0.48 和 0.01 亿元，分别贡献了总毛利的 78.83%、16.44%和 0.48%；实现营业利润 1.43 亿元，归属母公司净利润 1.24 亿元；实现毛利率 56.82%，净利率 24.28%。

2018 年前三季度，实现收入 5.11 亿（同比增长 44.62%），归属母公司净利润 1.24 亿（同比增长 61.46%）。

2) 公司的产能和产能利用率和订单结转节奏：

■ 公司的产能和产能利用率

2017 年 8 月，公司开始实施第一期产能扩张计划，预计新增产能在 2017 年基础上增加 30%，目前已陆续达产。2017 年底，公司开始实施第二期产能扩张计划，预计在 2017 年基础上再增加 40%，计划达产时间为 2018 年 8 月。公司将视前两期计划的实施效果与市场需求变化情况择机启动第三

期产能扩张计划。另外，考虑到华阳密封的地域优势以及大连地区制造业产业基础较好的情况，公司计划在华阳密封现有场地进行产能扩张，扩产规模与公司二期扩产大致等同。

公司在手订单增长快速，生产任务紧张繁忙，当前产能利用率已达饱和，设计、生产制造部门全员奋战，但仍有部分订单不能满足客户的交付需求。目前更多的是受制于成熟的技术工人和项目工程师数量。

■ 公司的订单情况及结转节奏

公司增量订单取得时点一般在新项目投产前一年左右，因此，2018 年的部分项目将在 2019 年公司下达订单，如龙油项目、中科项目等。根据公司业务部门掌握、跟踪的新上项目情况，未来仍将陆续有新项目开工建设，如揭阳石化预计在 2019 年上半年启动，恒逸文莱二期也将开始启动，2019 年天然气长输管线也将有项目开工，总体上看，大炼化和油气输送此轮投资建设还将持续两三年，公司产品将在这些项目中占据较大配套份额。另外前期投建的部分项目将在明年开工，如浙江石化一期、恒逸文莱一期项目等，也是公司增量业务向存量业务转化的时期。由于投产初期密封消耗量较大，这将对公司业绩产生积极影响。

公司 2018 年的增量订单大部分可能会在 2019 年成为收入，但确认收入距离装置开动运行、转化为存量订单还需要一定时间。公司获得的增量订单一般在未来一年左右能够转化为存量订单，当下游行业景气度较高的时候，用户投产会更迫切，此时转化的速度会更快一些。

3) 盈利预测假设：

收入：我们认为以 2017 年为基数，公司高参数机械密封产品未来 3 年复合增长仍能维持 36%以上增长，干气密封产品未来 3 年复合增长仍能维持 35%以上增长，橡塑密封产品未来 3 年复合增长能维持 33%以上增长，下游其他特种泵阀产品 2018 年开始放量，未来 3 年能维持 20%以上复合增长。

毛利率：2018 年以来，虽然公司产销两旺，产能利用率一直处于高位，但受公司资本开支增加，原材料及人工成本上升等影响，毛利率受到下行，有所压制。但我们认为，考虑公司下游行业景气度以及新行业应用和产品的突破，我们认为公司增量业务增速相对 2018 年有所下行，但仍可以维持较高增长中枢，而 2017 年以来的增量需求大概率能在 2019 年以后转化为高毛利率的存量需求，考虑到公司已经考虑提价以及较强的转嫁能力，我们认为公司未来的毛利虽然仍有压力，但仍能维持较高水平，实际压力

低于市场担心。

4) 盈利预测结论：

我们预计 2018-2020 年，公司可实现营业收入 7.11（同比增长 44.88%）、9.43 和 11.82 亿元，以 2017 年为基数未来三年复合增长 34%；归属母公司净利润 1.75（同比增长 48.30%）、2.24 和 2.93 亿元，以 2017 年为基数未来三年复合增长 29%。总股本 1.92 亿股，对应 EPS0.91、1.17 和 1.52 元。

表格 14. 公司分业务收入和毛利率假设

指标	分业务	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	机械密封业务	309	320	399	548	740	939
	同比增长	-13.20%	3.56%	24.69%	37.31%	35.14%	26.87%
	橡塑密封	0	0	76	122	170	204
	同比增长				60.00%	40.00%	20.00%
	下游其他产品	12	10	20	40	48	58
	同比增长	9.09%	-16.67%	100.00%	100.00%	20.00%	20.00%
	其他业务	3	3	2	2	2	3
	同比增长	50.00%	0.00%	-33.33%	10.00%	10.00%	10.00%
	机械密封	57.83%	58.51%	56.82%	51.72%	51.96%	53.82%
	橡塑密封	0.00%	0.00%	48.00%	43.50%	44.30%	46.30%
毛利率	下游其他产品	56.00%	61.00%	62.00%	57.50%	58.30%	60.30%
	其他业务	96.00%	96.00%	91.00%	86.50%	87.30%	89.30%

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2. 估值比较

2019 年 3 月 26 日，股价 25.44 元，总股本 1.92 亿股，对应市值 50.05 亿元，2018-2020 年 PE 约为 27、21 和 16 倍。2017 年是公司产品大规模国产化替代的元年，未来 3-5 年下游化工投资的高强度，公司产品应用行业的扩张以及向产业下游的延伸，将推动公司营收规模高增长以及国产化替代渗透率的持续提升。

如下表所示，公司以 2017 年为基数未来三年净利润复合增长率是 29%，我们综合考虑公司未来的发展空间、业绩增长中枢和当前市场市值偏好，出于谨慎，从 PEG=1 的角度出发给予绝对估值，我们给予公司 2019 年目标 PE 29 倍，可比公司 2019 年动态市盈率几何均值 30 倍，我们给予公司估值 29-30 倍，对应目标市值 65-67 亿，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 15. 可比公司估值

序号	代码	公司	股价 /元	市值/亿元		EPS/元			PE			PB	Roe
				总计	流通	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	最新	2017
	603308.SH	应流股份	11.56	47	46	0.14	0.18	0.24	83.33	64.22	48.17	1.74	2.15%
	300185.SZ	通裕重工	2.46	74	67	0.07	0.07	0.09	37.65	33.11	26.03	1.58	4.24%
可	002366.SZ	台海核电	13.79	113	67	1.17	0.39	0.65	11.79	35.61	21.34	3.99	
比	300260.SZ	新莱应材	11.83	26	15	0.11	0.27	0.40	110.70	43.45	29.50	3.31	3.24%
	小计	算术平均								44.10	31.26	2.66	3.21%
		几何平均								42.59	29.81	2.45	3.09%
	300470.SZ	日机密封	26.45	50	0	0.61	0.91	1.17	43.11	29.07	22.66	4.54	3.22%

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 数据更新于 2019/03/26

风险提示

下游行业投资增速低于预期, 项目推进低于预期; 原料价格上行, 新建产能产能利用率低于预期压低公司毛利率; 新产品放量时间点推迟, 实际收益低于预期。

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	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	903	1502	2092	2820	营业收入	496	711	943	1182
货币资金	348	585	1077	1412	营业成本	214	343	451	544
应收和预付款项	402	623	735	967	营业税金及附加	8	12	16	20
存货	133	275	261	385	营业费用	66	85	113	142
其他流动资产	19	19	19	56	管理费用	65	57	75	95
非流动资产	259	263	271	246	财务费用	-3	1	16	30
长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	6	6	6	6
投资性房地产	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产和在建工程	112	128	148	134	投资净收益	-0	0	0	0
无形资产和开发支出	146	135	124	112	营业利润	140	206	265	345
其他非流动资产	0	0	0	0	其他非经营损益	0	0	0	0
资产总计	1161	1765	2363	3067	利润总额	140	206	265	345
流动负债	170	230	244	307	所得税	22	31	40	52
短期借款	10	0	0	0	净利润	118	175	225	294
应付和预收款项	160	230	244	307	少数股东损益	0	1	1	1
非流动负债	0	400	800	1200	归属母公司净利润	118	175	224	293
长期借款	0	400	800	1200	EBITDA	148	234	307	401
其他非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.91	1.17	1.52
负债合计	170	630	1044	1507	主要财务比率				
少数股东权益	4	5	5	6	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	107	107	107	107	成长能力				
资本公积	396	396	396	396	营业收入	48.4%	43.5%	32.5%	25.4%
留存收益	484	628	811	1051	营业利润	34.4%	47.4%	28.3%	30.6%
归属母公司股东权益	987	1130	1314	1553	归属于母公司净利润	20.5%	48.3%	28.3%	30.6%
负债和股东权益	1161	1765	2363	3067	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	56.8%	51.7%	52.1%	54.0%
单位:百万元					净利率(%)	23.8%	24.6%	23.9%	24.8%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	11.9%	15.5%	17.1%	18.8%
经营活动现金流	72	-83	189	63	ROIC(%)	26.8%	27.0%	25.0%	30.4%
税后经营利润	120	175	225	294	偿债能力				
折旧摊销	12	27	27	27	资产负债率(%)	14.6%	35.7%	44.2%	49.7%
利息费用	11	1	16	30	带息负债比率(%)	5.88%	63.44%	76.61%	79.63%
资产减值损失	6	6	6	6	流动比率	5.31	6.52	8.57	9.07
营运资金变动	-76	-292	-85	-293	速动比率	4.45	5.27	7.44	7.77
其他经营现金流	-1	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-0	-37	-41	-45	总资产周转率	0.43	0.40	0.40	0.39
资本支出	0	-37	-41	-45	应收账款周转率	1	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	存货周转率	1.61	1.25	1.73	1.41
其他投资现金流	-0	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	4	357	344	317	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.91	1.17	1.52
短期借款	-153	-10	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	-0.43	0.98	0.33
长期借款	0	399	384	370	每股净资产(最新摊薄)	5.14	5.89	6.84	8.09
股权投资	0	0	0	0	估值比率				
支付股利	0	-32	-41	-53	P/E	40.28	27.16	21.16	16.21
其他筹资现金流	157	0	0	0	P/B	4.57	3.99	3.44	2.91
现金净增加额	76	237	491	336	EV/EBITDA	15	10	7	6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004