

受益大炼化，业绩高增速

买入（首次）

2019 年 04 月 05 日

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	496	694	937	1,181
同比（%）	48	40	35	26
归母净利润（百万元）	120	171	228	313
同比（%）	23	42	34	37
每股收益（元/股）	0.61	0.87	1.16	1.59
P/E（倍）	48	34	25	18

投资要点

- **国内机械密封龙头，主打中高端产品：**公司系国内机械密封行业龙头，定位于中高端市场，主营产品包括干气密封和高压、高速、高低温、大轴径等高参数机械密封。公司主要下游客户集中于石油化工（收入占比 60%）、煤化工（15%）以及电力等行业。客户类型主要分为主机厂与终端用户，分别对应于新增市场与存量市场，2017 年两者收入比例约 4:6。2017 年公司机械密封业务营收规模位居国内行业第一。
- **公司业绩迈入快速上升通道，毛利率持续高位：**受益下游石油化工行业投资增长利好影响，公司订单持续放量带动营收及业绩快速增长。2017 年公司营收 5.0 亿元，同比+48.4%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比+22.8%。2018 前三季度营收 5.1 亿元，同比+44.6%；归母净利润 1.2 亿元，同比+61.5%。业绩快报披露 2018 年全年营收 7.0 亿元，同比+42.1%；归母净利润 1.7 亿元，同比+41.7%，保持高增长。毛利率持续高位，2017 年综合毛利率为 56.8%，其中终端客户业务毛利率高于主机厂。
- **存量+增量市场空间广阔：**机械密封市场的新增需求主要来自主机厂，与石油化工、煤化工等行业新增固定资产投资关联度高。近年炼化行业投建高峰（尤其是民营大炼化）预计将催生大量新增市场需求。根据我们的测算，预计国内机械密封行业 2018-2020 年来自于民营大炼化的新增市场平均每年约 16 亿元需求；由于机械密封件属于易耗品，其更换周期约为 1-3 年，此外存量市场主要面向终端客户，因此高频的存量市场更换以及下游客户给予的高毛利率保证了行业稳定的盈利能力。根据我们的测算，2020 年国内存量市场空间约 66 亿元。
- **行业景气度攀升龙头率先受益，内生外延驱动高成长：**公司作为国内龙头，目前在下游行业景气度持续攀升背景下已斩获丰厚订单，截止 2018 年 7 月在手订单突破 5.5 亿元。与此同时公司也正积极推动新产能项目，其中一期产能项目已顺利落地，预计 2019 年后每年增厚收入约 1 亿元。此外公司也通过两条路径持续开拓下游市场空间，一者通过收购优泰科切入橡塑密封新赛道，预计将协同公司传统主业形成多轮驱动模式。2017 年优泰科已实现净利润 1621 万元，2018 年有望实现此前承诺的 1900 万元；二者，公司紧跟“一带一路”政策，积极进军海外市场。2017 年公司海外市场已实现较大突破，实现营收 1403 万元，同比+1190%。
- **盈利预测与投资评级：**受益于国内炼化行业迎来高峰投建期，公司作为国内机械密封龙头率先享受行业高增长红利，在手订单持续饱满，迈入业绩上升通道。叠加公司新建产能项目持续推进，并通过收购实现主业产能的快速释放（华阳密封）以及进军新的细分市场（优泰科），预计公司 2018-2020 年营收 6.9/9.4/11.8 亿元，归母净利润 1.7/2.3/3.1 亿元，对应 PE 34/25/18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**国内炼化行业发展不及预期，公司产能建设不及预期。

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 倪正洋

执业证号：S0600518070003

021-60199793

nizhy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.16
一年最低/最高价	20.09/29.34
市净率(倍)	5.08
流通 A 股市值(百万元)	5240.85

基础数据

每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	26.81
总股本(百万股)	196.75
流通 A 股(百万股)	179.73

相关研究

内容目录

1. 国内机械密封龙头，业绩迈入快速上升通道	4
1.1. 主营机械密封，定位中高端市场	4
1.2. 下游市场广阔，石油化工为公司最主要市场	5
1.3. 紧抓下游高景气周期，业绩迈入快速上升通道	6
2. 炼化投建高峰打开成长空间，存量+增量市场广阔	8
2.1. 四大板块支撑存量市场，2020 年合计空间达 66 亿元	9
2.2. 民营大炼化项目进入黄金期，增量空间打开在即	12
3. 行业高景气龙头尽享红利，扩产外延支撑业绩释放	13
3.1. 行业订单向头部集中，龙头享红利	13
3.2. 在手订单持续饱和，扩充产能预计将有效转换为销量	14
3.3. 兼收并购，扩产+打开新赛道高增长可期，完善公司的大密封产业布局	14
3.4. 海外市场持续渗透，市场空间广阔	16
3.5. 对标海外龙头，公司已初步具备逐鹿全球能力	17
3.6. 核电行业市场空间大，设备研发取得突破	18
4. 盈利预测与投资评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 公司主营中高端机械密封产品	4
图 2: 机械密封行业主要终端市场包括石油化工、煤化工等	5
图 3: 通常终端用户（存量市场）占公司收入比重多	6
图 4: 公司营收实现快速增长	6
图 5: 公司业绩迈入快速上升通道	6
图 6: 公司营收结构中主机厂：终端客户约 4:6	7
图 7: 形成机械、干气、橡塑三大密封产品布局	7
图 8: 公司毛利率始终维持在 55% 以上高位	8
图 9: 公司三费控制良好	8
图 10: 机械密封行业存量+新增市场空间测算方法	8
图 11: 优泰科业绩对赌及实际完成值	15
图 12: 2017 年华阳密封营收触底反弹	15
图 13: 华阳密封已实现扭亏为盈	15
图 14: 2017 年公司海外收入取得迅猛增长	16
图 15: 史密斯集团（约翰克兰母公司）营收回顾	17
图 16: 约翰克兰占母公司营收余额 27%（2017 年）	17
图 17: 科德宝集团（伊格尔·博格曼母公司）营收回顾	18
图 18: 可比公司估值（截止时间为 2019/04/03）	19
表 1: 石油化工行业存量市场空间：2020 年达 33 亿	10
表 2: 煤化工行业存量市场空间：2020 年达 5.5 亿	11
表 3: 电力行业存量市场空间：2020 年达 21.2 亿元	11
表 4: 冶金行业存量市场空间：2020 年达 5.8 亿	12
表 5: 已签约民营大炼化项目总投资额超 5500 亿	13

1. 国内机械密封龙头，业绩迈入快速上升通道

1.1. 主营机械密封，定位中高端市场

公司系国内机械密封龙头，产品定位中高端市场。公司主要从事各类机械密封及其辅助（控制）系统的设计、研发、制造和销售。机械密封件主要作用是防止设备零件在工作中的相对运动条件下液体或气体从缝隙结合面间泄漏。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。公司产品主要安装于压缩机、泵、反应釜等主机，广泛用于石油化工、煤化工等行业。凭借技术、品牌等优势，2017 年公司机械密封业务营收规模位居国内行业第一。

图 1：公司主营中高端机械密封产品

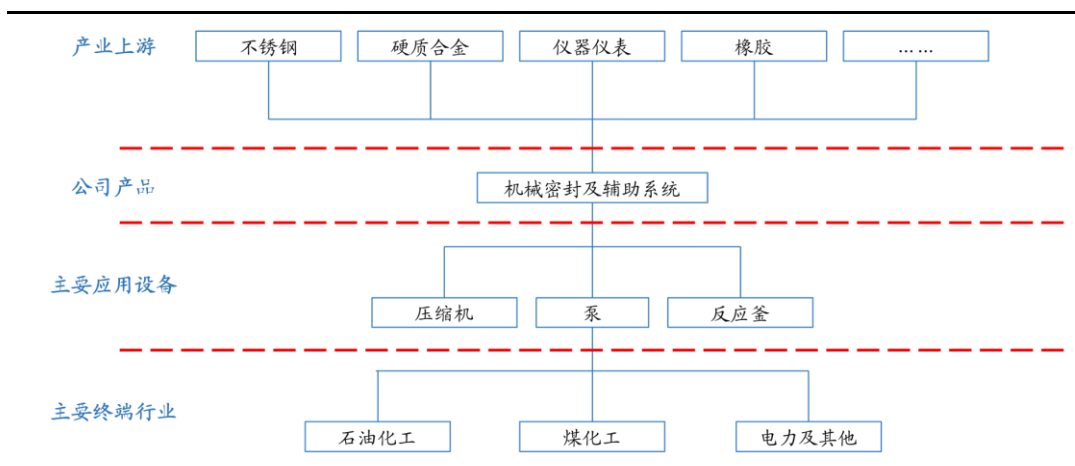
产品名称	关键参数及主要应用领域
压缩机用干气密封 	应用参数：压力：≤18.0 MPa；温度：-120~250℃； 轴径：Φ25~Φ350mm；线速度：5~180m/s。 主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、输气及其他领域中输送危险性气体的离心压缩机。
泵用机械密封 	应用参数：压力：≤20MPa；温度：-120~400℃ 轴径：Φ10~Φ280mm；转速：≤25,000rpm 主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、水电、核电、火电、军工、冶金、造纸、船舶、制药、环保、输气及其他领域。
釜用机械密封 	应用参数：压力：≤15MPa；温度：-70~300℃ 轴径：Φ30~Φ380mm；转速：≤1200rpm 主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、制药、环保及其他领域。
金属波纹管机械密封 	应用参数：压力：≤5MPa；温度：-196~450℃ 轴径：Φ18~Φ300mm；线速度：≤45m/s 主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、核电、火电、军工、冶金、造纸、船舶、制药、环保及其他领域。
干气密封控制系统 	应用参数：压力：≤18MPa；温度：-120~250℃ 主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、输气及其他领域输送危险气体的离心压缩机。
机械密封辅助系统 	扩大机械密封运行参数，延长密封寿命，提高设备安全性。特别适用于高温（≤450℃）、易燃易爆、有毒液体或气体的机械密封。 主要应用在石油化工、天然气化工、炼油、化肥、煤化工、有机化工、海洋石油、制盐、冶金、有色金属、核电、火电等领域。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 下游市场广阔，石油化工为公司最主要市场

下游市场广阔，石油化工为公司最主要市场。机械密封是一种重要的工业基础件，处于产业链中游。其上游主要包括不锈钢、硬质合金、仪器仪表等原材料；下游主要面向石油化工、煤化工、油气输送、电力、冶金等领域。下游行业中，石油化工是公司营收结构中占比最大的市场，占公司营收 60% 以上；其次是煤化工，占比 15% 左右。

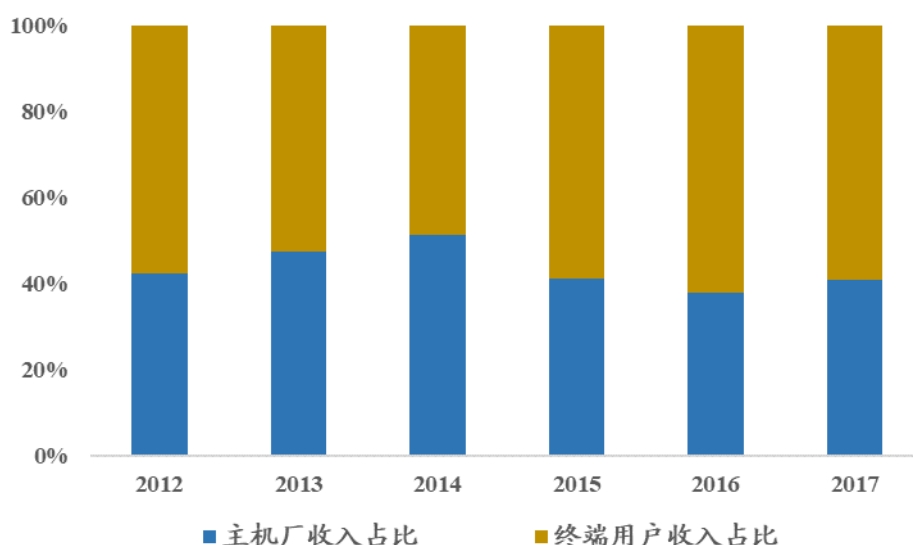
图 2：机械密封行业主要终端市场包括石油化工、煤化工等



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

新增需求与下游固定资产投资高关联，存量需求更为稳定。公司下游客户可分为主机厂与终端客户。其中主机厂对应于新增市场，需求主要由固定资产投资和技术改造项目拉动。公司主机厂客户主要有沈鼓集团、陕鼓集团、大连苏尔寿、大连深蓝、东方电气集团等；终端客户对应于存量市场，由于机械密封是一种易损件，特别是用于高温、高压、高速、有毒等介质下的机械密封通常每 1-3 年就需要更换，因此机械密封的存量市场需求较为稳定。公司终端客户主要有中石油、中石化、中海油、延长石油、中核集团等。

图 3：通常终端用户（存量市场）占公司收入比重多

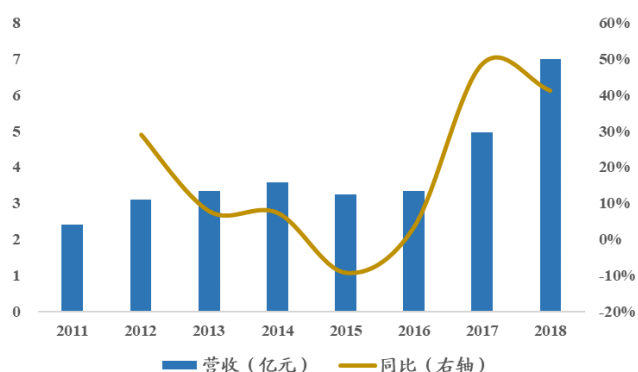


数据来源：公司招股书，公司年报，东吴证券研究所

1.3. 紧抓下游高景气周期，业绩迈入快速上升通道

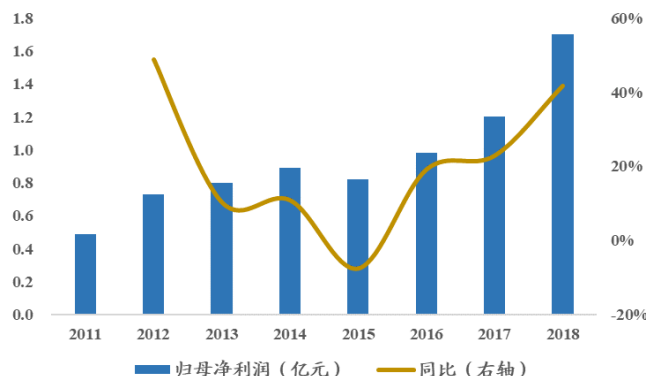
受益下游投资高景气，公司迈入业绩上升通道。2017 年公司营收 5.0 亿元，同比+48.4%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比+22.8%。收入大幅增长的原因是受下游石油化工行业投资增长利好影响，公司产品市场需求持续回暖，订单增长较快叠加公司产能有所提升。此外公司收购优泰科（2017 年营收 8260 万，净利润 1621 万），也带来业绩增量。2018 年前三季度公司营收 5.1 亿元，同比+44.6%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比+61.5%。根据公司最新公布的业绩快报，2018 年全年实现营收 7.0 亿元，同比+42.1%；归母净利润 1.7 亿元，同比+41.7%，保持高增长势态。

图 4：公司营收实现快速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司业绩迈入快速上升通道

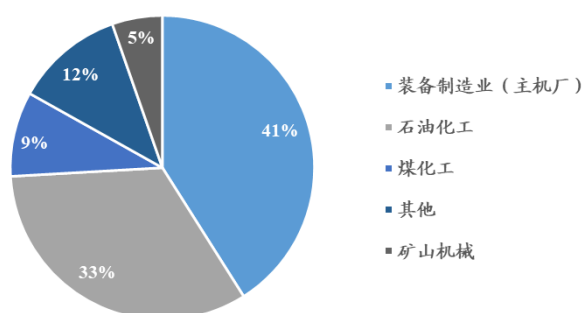


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司下游市场主要包括装备制造业（主机厂），以及石油化工、煤化工等终端客户。其中主机厂实现快速放量，直接受益于下游行业固定资产投资高景气，2017 年主机厂市场贡献收入 2.0 亿元，同比+60.0%，占比 41.0%；石油化工收入 1.6 亿元，同比+26.6%，占比 33.1%；煤化工收入 0.4 亿元，同比+43.6%，占比 9.0%。

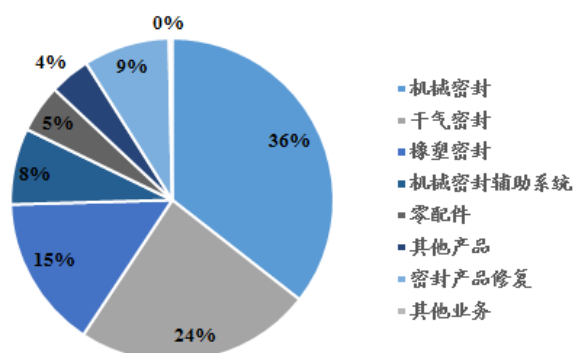
按公司主要产品进行拆分，则主要包括机械密封、干气密封、橡塑密封、辅助系统等。其中机械密封板块 2017 年营收 1.8 亿元，同比+26.7%，占比 35.6%；干气密封营收 1.2 亿元，同比+21.5%，占比 23.7%；橡塑密封（主要为收购优泰科贡献）营收 0.8 亿元，占比 15.3%。

图 6：公司营收结构中主机厂：终端客户约 4:6



数据来源：Wind，东吴证券研究所

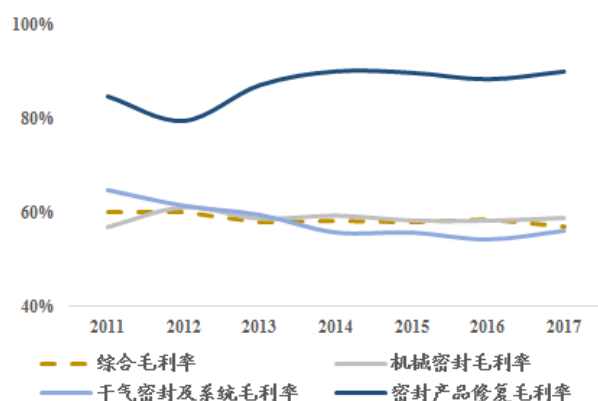
图 7：形成机械、干气、橡塑三大密封产品布局



数据来源：Wind，东吴证券研究所

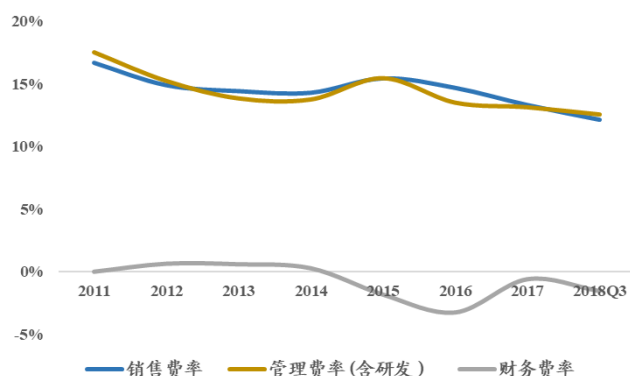
毛利率持续高位，三费控制良好。公司毛利率始终维持高位。2017 年综合毛利率为 56.8%，同比-1.7pct，主要系优泰科毛利率略低于公司本部。分产品看，机械密封、干气密封等产品毛利率持续维持在 55%以上高位；分下游客户来看，终端客户高于主机厂，主要系终端客户更关注配套机械密封产品质量，且机械密封在其生产总成本中占比小，客户对产品价格的敏感度相对较低。2017 年主机厂毛利率为 42.9%，终端客户中，石化行业毛利率达 71.1%，煤化行业达 68.8%。三费方面公司均控制在良好水平，2017 年销售/管理/财务费率分别为 13.3%/13.1%/-0.6%，分别同比-1.4pct/-0.4pct/+2.7pct；2018 前三季度销售/管理/财务费率分别为 12.1%/12.5%/-1.6%。

图 8：公司毛利率始终维持在 55% 以上高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：公司三费控制良好



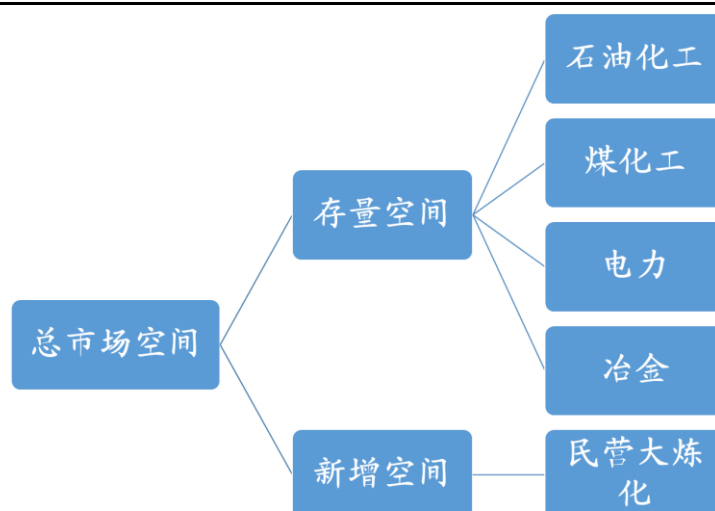
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 炼化投建高峰打开成长空间，存量+增量市场广阔

机械密封的存量市场需求主要为终端用户的定期更换以及进口替代业务，来自存量市场的收入及毛利率较为稳定。存量市场空间可按照下游行业拆分为石油化工、煤化工、电力以及冶金四个板块进行测算。根据我们的预测，机械密封行业 2018 年总的存量市场空间约 55 亿元，2020 年约 66 亿元。

增量市场与新增固定资产投资关联度较高，受投资周期波动影响较大。受益于国内炼化行业（尤其是民营炼化）迈入黄金期，行业新增需求将被迅速打开，我们预计 2018-2020 年增量市场平均每年需求约 16 亿元。此外公司每年增量市场的收入通常将在一两年内逐步转化为存量市场的增长。

图 10：机械密封行业存量+新增市场空间测算方法



数据来源：东吴证券研究所

2.1. 四大板块支撑存量市场，2020 年合计空间达 66 亿元

石油化工市场空间：2018 年约 27 亿，2020 年 33 亿。石油化工行业可细分为炼油、乙烯、油品管道、天然气管道、PTA、烧碱、LNG 等领域。我们按照公司招股书的算法分别对每个领域的市场空间进行了测算，其中机械密封产品价值量、平均装置规模等指标假设不变，产能部分的主要假设如下：

- **炼油：**根据中国石油经济技术研究院发布的《2018 年国内外油气行业发展报告》，2018 年中国炼油能力为 8.31 亿吨/年；2020 年预计产能则根据《石油和化学工业“十三五”发展指南》（以下简称《指南》）中的规划，2020 年预计我国炼油产能达 8.8 亿吨/年。
- **乙烯：**根据中国报告网等公开资料测算，2018 年我国乙烯产能达 2600 万吨左右；2020 年预计产能根据《指南》中的规划，年产能达 3200 万吨。
- **油品管道：**根据中国石油新闻中心数据测算，2018 年我国油品管道总长度约 6.3 万公里；2020 年预计值根据《指南》中的规划，达 6.5 万公里。
- **天然气管道：**根据中国石油新闻中心数据测算，2018 年我国天然气管道总长度约 6.4 万公里；2020 年预计值根据《指南》中的规划，达 10.7 万公里。
- **PTA：**根据中国产业信息网测算，2018 年我国 PTA 产能约 5175 万吨。由于国内 PTA 行业已经历了产能的大幅扩张，目前面临产能过剩局面，我们预计 PTA 产能在未来两年将保持低增长，给予 5% 年复合增速，则 2020 年产能达 5705 万吨。
- **烧碱：**根据前瞻产业研究院的数据测算，2018 年我国烧碱产能为 4258 万吨，预计 2020 年产能为 4537 万吨。
- **LNG：**根据 Wind 数据，2018 年底我国 LNG 产能合计约 1510 万吨，目前 LNG 产业已进入高景气投建期，预计未来保持高增长，我们以 15% 年复合增速测算，2020 年产能将达 1997 万吨。

基于以上假设，我们测算得出 2018 年我国石油化工行业中机械密封市场空间约 26.7 亿元，2020 年 33.5 亿元。

表 1：石油化工行业存量市场空间：2020 年达 33 亿

领域	平均装置规模	2018 年产能	折合装置(套)	装置密封单价(万元/套)	2018 年市场空间(亿元)	2020 年预测产能	折合装置(套)	2020 年市场空间(亿元)
炼油(万吨)	500	83100	166	400	6.64	88000	176	7.04
乙烯(万吨)	54.5	2600	48	700	3.36	3200	59	4.13
油品管道(km)	1000	63000	63	400	2.52	65000	65	2.60
天然气管道(km)	250	64000	256	250	6.40	107000	428	10.70
PTA(万吨)	40	5175	129	250	3.23	5705	143	3.58
烧碱(万吨)	10	4258	426	50	2.13	4537	454	2.27
LNG(万吨)	2.5	1510	604	40	2.42	1997	799	3.20
合计					26.69			33.51

数据来源：中国石油经济技术研究院，国家统计局，东吴证券研究所整理

煤化工行业：2018 年市场空间 5.1 亿，2020 年 5.5 亿。煤化工行业可细分为煤制烯烃、煤制油、合成氨等领域。我们按照公司招股书的算法分别对每个领域的市场空间进行了测算，其中机械密封产品价值量、平均装置规模等指标假设不变，产能部分的主要假设如下：

- **煤制烯烃：**根据中国煤炭工业协会发布的《2018 煤炭行业发展年度报告》，2018 年我国煤制烯烃产能为 1112 万吨；2020 年预计年产能达 1346 万吨。
- **煤制油：**根据中国煤炭工业协会发布的《2018 煤炭行业发展年度报告》，2018 年我国煤制油产能为 1138 万吨；根据我国《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，2020 年煤制油产能 1300 万吨。
- **合成氨：**根据 Wind 中提供的数据测算，2018 年我国合成氨产能约 7710 万吨。目前我国合成氨面临供给过剩局面，产能利用率持续下移。我们预计 2020 年合成氨产能维持现状。

基于以上假设，我们测算得出 2018 年我国煤化工行业中机械密封市场空间约 5.1

亿元，2020 年 5.5 亿元。

表 2：煤化工行业存量市场空间：2020 年达 5.5 亿

领域	平均装置 规模 (万吨)	2018 年产 能 (万吨)	折合装置 (套)	装置密封 单价 (万 元/套)	2018 年市 场空间 (亿元)	2020 年预 测产能 (万吨)	折合装置 (套)	2020 年市 场空间 (亿元)
煤制烯烃	50	1112	22	400	0.88	1346	27	1.08
煤制油	30	1138	38	300	1.14	1300	43	1.29
合成氨	25	7710	308	100	3.08	7710	308	3.08
合计					5.10			5.45

数据来源：中国石油经济技术研究院，国家统计局，东吴证券研究所

电力行业：2018 年市场空间 18 亿元，2020 年 21 亿元。电力行业可细分为水电、火电、核电等领域。我们按照公司招股书的算法分别对每个领域的市场空间进行了测算，其中机械密封产品价值量、平均装置规模等指标假设不变，产能部分的主要假设如下：

- **水电**：根据 Wind 数据，2018 年底我国水电总装机量达 3.5 亿 KW；根据《水电发展“十三五”规划》，2020 年水电产能预计达 3.8 亿 KW。
- **火电**：根据北极星电力网测算，2018 年我国火电发电产能约 11.4 亿 KW；根据我国《电力发展“十三五”规划》，2016-2020 年应控制火电规模在合理水平，力争控制在 11 亿 KW。因此我们预计 2020 年将维持 2018 年水平。
- **核电**：根据 Wind 数据，2018 年我国核电发电产能约 3693 万 KW；根据我国《电力发展“十三五”规划》，2020 年核电产能达 5800 万 KW。

基于以上假设，我们测算得出 2018 年我国电力行业中机械密封市场空间约 18.0 亿元，2020 年约 21.2 亿元。

表 3：电力行业存量市场空间：2020 年达 21.2 亿元

领域	平均装置 规模 (万 KW)	2018 年产 能 (万 KW)	折合装置 (套)	装置密封 单价 (万 元/套)	2018 年市 场空间 (亿元)	2020 年预 测产能 (万 KW)	折合装置 (套)	2020 年市 场空间 (亿元)
水电	70	35000	500	20	1.00	38000	543	1.09
火电	50	114370	2287	50	11.44	114370	2287	11.44
核电	100	3693	37	1500	5.55	5800	58	8.70
合计					17.99			21.22

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

冶金行业：2018 年市场空间 5.6 亿，2020 年 5.8 亿。冶金行业可细分为冶金焦化、氧化铝等领域。我们按照公司招股书的算法分别对每个领域的市场空间进行了测算，其中机械密封产品价值量、平均装置规模等指标假设不变，产能部分的主要假设如下：产能部分假设如下：

- **冶金焦化：**根据前瞻产业研究院的数据测算，2015 我国冶金焦化产能约 6.8 亿吨，2018 年约 6.5 亿吨左右；根据我国《焦化行业“十三五”发展规划纲要》，至 2020 年需消化焦化产能 5000 万吨，故 2020 年预计该行业产能约 6.3 亿吨。
- **氧化铝：**根据 Wind 提供的数据测算，2018 年我国氧化铝产能约 8387 万吨。根据 2016-2018 年复合增长率 5.8% 平滑外推，预计 2020 年产能为 9388 万吨。

基于以上假设，我们测算得出 2018 年我国冶金行业中机械密封市场空间约 5.7 亿元，2020 年约 5.8 亿元。

表 4：冶金行业存量市场空间：2020 年达 5.8 亿

领域	平均装置规模 (万吨)	2018 年产能 (万吨)	折合装置 (套)	装置密封 单价 (万 元/套)	2018 年市 场空间 (亿元)	2020 年预 测产能 (万吨)	折合装置 (套)	2020 年市 场空间 (亿元)
冶金焦化	55	65000	1182	30	3.55	63000	1145	3.44
氧化铝	40	8387	210	100	2.10	9388	235	2.35
合计					5.65			5.79

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

结论：根据以上我们对四个细分下游市场的测算，国内机械密封行业存量市场空间 2018 年达 5.7 亿元，2020 年达 5.8 亿元。

2.2. 民营大炼化项目进入黄金期，增量空间打开在即

炼化行业三足鼎立格局，预计 2019-2020 年产能增量集中于民营炼油厂。根据中国石油新闻中心数据，我国炼化市场供给端已形成三足鼎立格局。炼能方面，截止 2017 年底，中石化占比 33.7%、中石油+中海油合计占比 32.4%、民营占比 33.9%。随着民营石化厂进军上游炼化领域步伐提速，2015-2017 年国内迎来民营大型炼化项目（产能 1000 万吨以上为大型项目）签约集中期。我们预计 2019-2020 年国内炼油行业的新增产能大部分来自于民企。

我们列举了将于 2017 年及以后投产的民营大炼化项目，按照其中已公开的计划投资额计算（浙江石化一期项目产能 2000 万吨，工程投资额预计为 748 亿；大连福佳项

目投资额仍未公布，我们根据其他 2000 万吨项目投资平均值估算其规模)，预计合计值将达 5550 亿元，根据公司招股书，新项目建设时的机械密封件需求量一般高于投建后的存量市场，结合草根调研，我们估算机械密封的需求量占新项目投资总额的 2%。

我们假设，浙江石化、恒立以及盛虹三个项目的投资金额在整体产能建设过程中均匀分布，机械密封件的投资也均匀分布。而其他项目由于尚未开工，且预计投产时间较晚，因此暂不考虑。则 2018-20 年民营大炼化共计投资由以上三家企业均匀分布在 2018-2020 年期间的总投资相加，共计逾 2400 亿元，对应机械密封件增量市场 48 亿元，平均年化 16 亿元新增市场规模。

表 5：已签约民营大炼化项目总投资额超 5500 亿

项目	新增产能（万吨）	投资额（亿元）	开工时间	进度	预计投产时间
浙江石化	4000	1730	2017/7	一期（2000 万）在建	一期 2019 年投产
恒力	2000	740	2017/4	2018/12 已开始投料试车	2019 年
盛虹	1600	775	2018/12	在建	2021 年
大连福佳	2000	647（估）	未开工	规划中	2025 年
辽宁海城	2000	700	未开工	规划中	2025 年
唐山旭阳	1500	558	未开工	二次环评	2025 年
新华联合	2000	400	未开工	一次环评	2025 年
合计		5550			

数据来源：中国石油新闻中心，各公司公告，东吴证券研究所

3. 行业高景气龙头尽享红利，扩产外延支撑业绩释放

公司紧抓下游高景气机遇，通过自身新产能的积极投建以及收购相同主业优质标的，加速消化在手订单，有效转为业绩增量。此外，公司还通过两条途径打破现有细分行业天花板，一者通过并购外延（优泰科），占据新赛道；二者，紧跟“一带一路”政策带来的机遇，开拓海外市场。

3.1. 行业订单向头部集中，龙头享红利

机械密封行业下游客户黏性大，行业头部集中趋势具备确定性。机械密封件主要解决在高温、高压、高危介质下转动设备运转时的泄漏问题。设备因故障引发的经济损失较为严重，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。因

此，行业内的头部企业凭借多年积累的口碑以及技术优势，往往会更容易拓展新市场，行业头部集中趋势在未来具备一定确定性。

公司将享行业景气度+市占率提升红利。由于行业具有高度的客户黏性，当行业景气度提升时最先受益的往往是龙头企业。公司目前已在国内中高端市场保持领先，根据公司年报，2017 年公司已超越国际大公司居国内市场行业第一名，其中公司在石化行业的高端密封市场保持超过 10% 的市占率。此外公司目前在天然气管线、核电等领域的进口替代进程持续提速。公司计划 3-5 年内将总市场占有率提高到 10% 以上，考虑到发达国家成熟市场格局（龙头公司在存量市场占有率超 30%），提升空间广阔。

3.2. 在手订单持续饱和，扩充产能预计将有效转换为销量

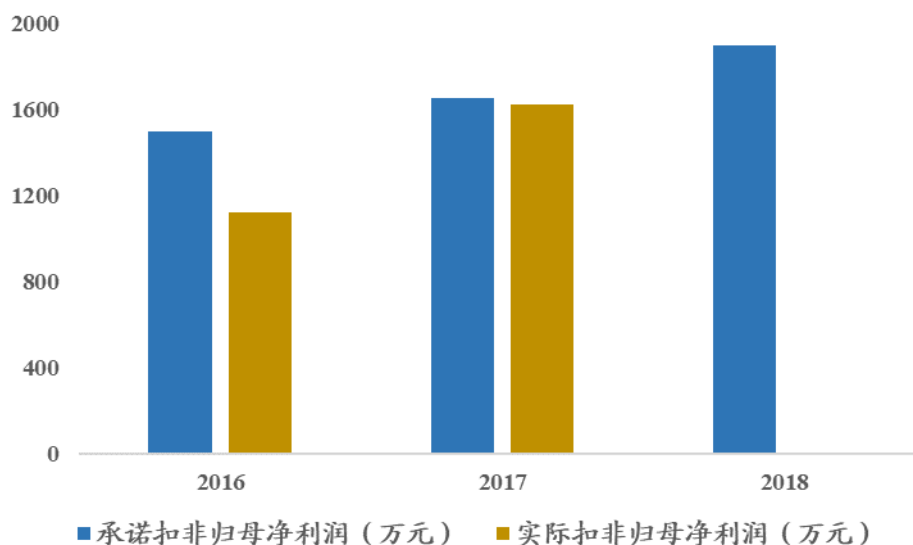
公司订单量持续饱满，一期新产能落地预计增厚收入达 1 亿元。截止 2018 年 7 月底，公司在手订单已达 5.5 亿元，持续饱满。公司新产能的投建也在持续推进，第一期产能扩张计划已于 2018 年上半年全面达产，可满足每年新增销售收入约 1 亿元；第二期扩产所需设备已经到位，扩建产能约达到计划能力的 80%，估计三月底已达产。第二期扩产的进展虽然还未完全达标，但已缩短了公司的产品生产周期，部分缓解了生产压力。另外，公司已在华阳密封现有场地进行产能扩张，扩产规模与二期产能规模大致等同。根据公司公告，目前该项目所需设备已陆续到货，预计设备将于四月全部到货并进行安装调试，五月实现投产。

3.3. 兼收并购，扩产+打开新赛道高增长可期，完善公司的大密封产业布局

收购橡塑密封优质标的，切入新赛道市场有望进一步打开。2017 年公司通过收购优泰科切入了橡塑密封领域。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，系国内无模具密封技术的领先者，在国际无模具密封市场已经初具影响力。2017 年优泰科实现收入 8260.1 万元，同比+20.9%；净利润 1621.3 万元，同比+44.3%（受产能限制，业绩略低于对赌承诺的 1650 万）。橡塑密封行业受下游固定资产投资回暖影响，各类工程机械产量激增，对高端橡塑密封的需求量同步大幅增长，优泰科有望跟随行业高成长。

盾构行业持续突破，进口替代提速。优泰科重点布局的盾构行业也实现较快突破，成功进入各大主机厂，并开始获得批量订单，2017 年盾构密封实现收入 500 余万元，未来有望为公司贡献可观的业绩增量。根据公司测算，盾构密封市场容量约 1.0-1.2 亿元。行业集具备高集中度，前期基本被一家日本企业垄断。随着技术的提升和口碑的积累，优泰科的盾构密封有望大幅打开国内市场。根据公司公告，优泰科目前已初步取得成果，2018 年市占率接近 10%。未来随着国内大多数盾构机生产企业的认可，进口替代有望进一步提速。

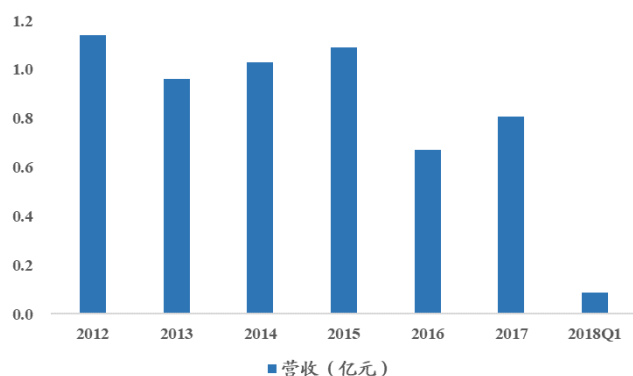
图 11：优泰科业绩对赌及实际完成值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

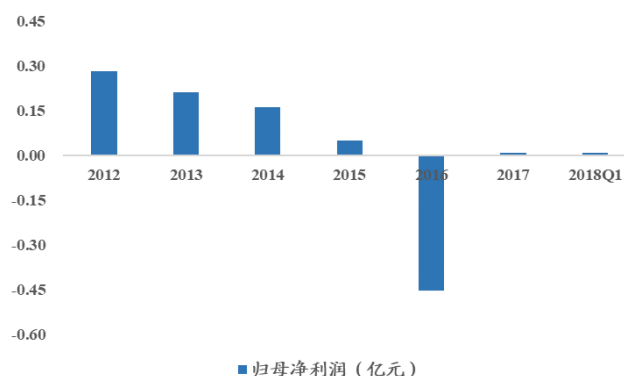
收购华阳密封，持续扩充产线强化主业。2018 年公司完成对华阳密封收购。华阳密封主要产品与公司类似，技术相通，层次相近，细分领域内在国内市场同样处于领先地位，部分产品在国际市场也具备先进水平，符合公司长远战略规划，有望进一步实现产品线扩充而强化本部主业。根据公司收购公告中披露的数据，2017 年华阳密封已实现扭亏，营收及净利润分别为 8067 万元、74 万元；2018Q1 营收及净利润分别为 874、89 万元，回暖势头持续。

图 12：2017 年华阳密封营收触底反弹



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：华阳密封已实现扭亏为盈



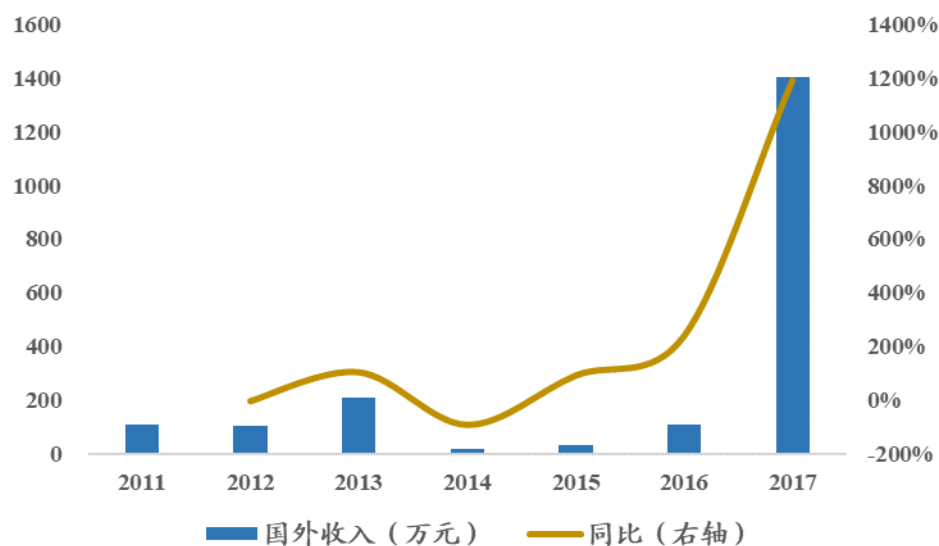
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 海外市场持续渗透，市场空间广阔

公司紧跟“一带一路”政策，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，已经在以上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；同时，公司也在努力寻找合适的海外合作伙伴，为公司产品建立直接出口渠道的同时，也为以后保证对海外用户的便捷服务提供必要条件。

2017 年公司已通过国内相关工程公司 SEI、五环等以及主机厂沈鼓、陕鼓、深蓝泵业等紧密合作，在中东、中亚及东南亚等地区的项目上取得 2600 多万元配套订单，并通过前期配套项目的陆续投产开始产生后续更换业务订单。2017 年 6 月，中国与哈萨克斯坦的重要合作项目“阿特劳炼油厂升级改造”顺利完成第一、二期工程并交付哈方运营，该项目中重要装置全部配套公司的干气密封产品。在恒逸实业（文莱）有限公司 PMB 石油化工项目，公司获得大部分配套份额。公司顺利通过西门子公司的各项考评，获得了其合格供应商资质，并陆续接到部分配套订单。公司与美国 GE 公司的合作进展顺利，有望进入其合格供应商名录。**2017 年公司海外市场已实现较大突破，实现营收 1403 万元，同比+1190%。**

图 14：2017 年公司海外收入取得迅猛增长



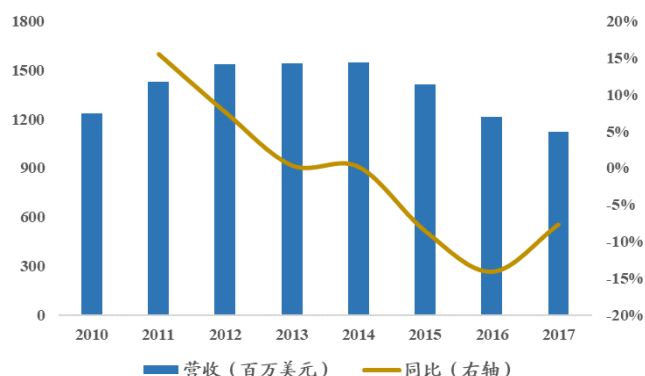
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.5. 对标海外龙头，公司已初步具备逐鹿全球能力

目前公司在细分领域的主要竞争对手主要由约翰克兰、伊格尔·博格曼等国际龙头。分下游行业来看，约翰克兰深耕石油化工市场，伊格尔·博格曼在核电领域处于领先地位；分产品看，约翰克兰在干气密封、高压机械密封等领域具备优势，伊格尔·博格曼专注于高速机械密封、釜用机械密封等领域。目前公司在销售价格、服务、客户响应等诸方面均有明显的本土优势，产品价格通常低于进口产品，且服务快捷，此外通过持续技术积累，目前公司在一些细分产品已具备逐鹿全球的技术实力。

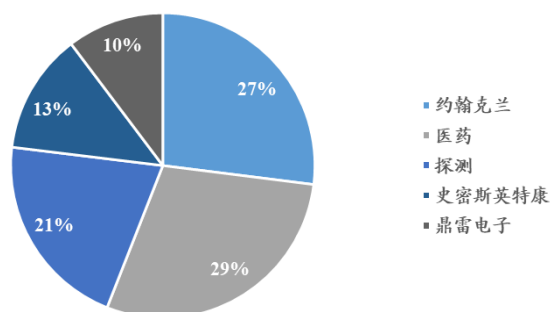
- 约翰克兰：成立于 1917 年，是世界上最大的机械密封及相关产品的生产企业，1988 年在我国设立约翰克兰科技（天津）有限公司。产品包括机械密封、干气密封、盘根密封、密封辅助系统、联轴节和润滑系统等全系列机械密封产品。

图 15：史密斯集团（约翰克兰母公司）营收回顾



数据来源：Wind，东吴证券研究所

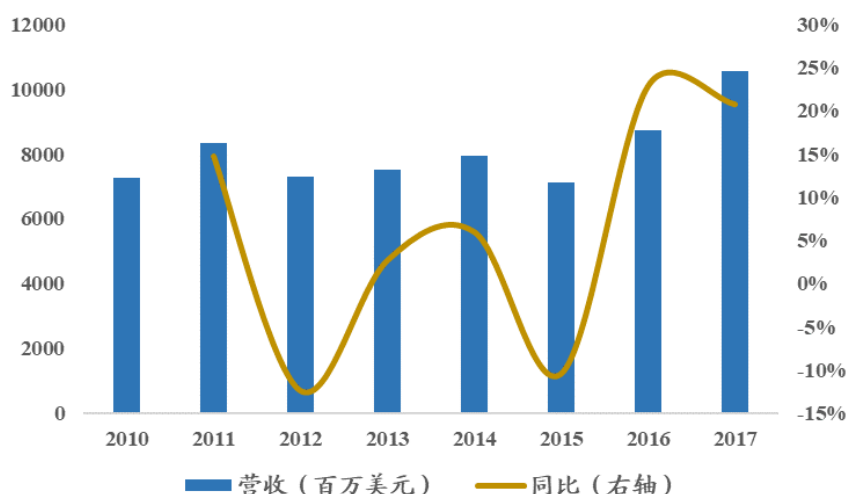
图 16：约翰克兰占母公司营收余额 27%（2017 年）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 伊格尔·博格曼：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。

图 17：科德宝集团（伊格尔·博格曼母公司） 营收回顾



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.6. 核电行业市场空间大，设备研发取得突破

公司近年来大力开展核电领域密封产品的研发工作，并且于 2017 年进入收获期。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”产品顺利通过中国机械工业联合会、中国通用机械工业协会产品样机鉴定。鉴定完成后，公司产品在中广核防城港等“华龙一号”核电项目中获得了核二、三级泵用机械密封及系统 90% 以上的配套订单，彻底扭转了被进口产品垄断的局面。

此外，公司在 2017 年度也同时开展或推广多项核电领域密封产品的研发项目，这些项目的成功推进将帮助公司取得技术上进一步的突破，并且将在未来扩大公司的营收规模的同时助力中国核电产业实现自主化。

4. 盈利预测与投资评级

公司系国内机械密封行业龙头，定位于中高端市场，主营产品包括干气密封和高压、高速、高低温、大轴径等高参数机械密封。2017 年公司机械密封业务营收规模位居国内行业第一。公司的下游客户主要可分为主机厂、终端用户两类，主要集中的行业为石油化工、煤化工、电力等。2017 年公司营收及业绩分别同比+48.4%/+28.8%，2018 年全年营收及业绩分别同比+42.1%/+41.7%。

公司所在行业的市场需求可拆分为存量市场与新增市场。其中存量市场需求主要来自终端用户的定期更换以及进口替代业务，可分为石油化工、煤化工、电力以及冶金四个板块进行测算。根据我们的预测，行业 2018 年总的存量市场空间达 55 亿元，2020

年达 66 亿元。

增量市场与新增固定资产投资关联度较高，受经济周期波动影响较大。受益于国内民营大炼化行业迈入黄金期，机械密封件新增需求将被迅速打开，我们预计 2018-2020 年增量市场平均每年约 16 亿元。此外公司每年增量市场的收入通常将在一两年内逐步转化为存量市场的增长。

公司作为国内龙头，目前在下游行业景气度持续攀升背景下已斩获丰厚订单，截止 2018 年 7 月在手订单突破 5.5 亿元。与此同时公司也正积极推动新产能项目，其中一期产能项目已顺利落地，预计将增厚公司收入约 1 亿元。此外公司也通过两条路径持续开拓下游市场空间，一者通过收购优泰科切入橡塑密封新赛道，预计将协同公司传统主业形成多轮驱动模式，2017 年优泰科已实现净利润 1621 万元，2018 年有望实现此前对赌的 1900 万元；二者，公司紧跟“一带一路”政策，积极进军海外市场。2017 年公司海外市场已实现较大突破，实现营收 1403 万元，同比+1190%。

受益于国内炼化行业迎来高峰投建期，公司作为国内机械密封龙头率先享受行业高速增长红利，在手订单持续饱满，迈入业绩上升通道。叠加公司新建产能项目持续推进，并通过收购实现主业产能的快速释放（华阳密封）以及进军新的细分市场（优泰科），预计公司 2018-2020 年营收 6.9/9.4/11.8 亿元，归母净利润 1.7/2.3/3.1 亿元，对应 PE 34/25/18 倍。

可比公司估值方面，由于日机密封是目前唯一的机械密封行业 A 股上市公司，因此我们选择了机械行业中高成长的龙头企业锐科激光、恒立液压作为对比公司，与日机密封进行估值对比。由于对比公司与日机密封同样在所在领域具备领先的技术、口碑，叠加行业本身将迎来高景气拐点，故享有较高水平估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 18：可比公司估值（截止时间为 2019/04/04）

	总市值（亿元）	EPS（元）			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
锐科激光	225.08	3.38	4.30	5.70	52	41	31
恒立液压	286.83	0.97	1.21	1.50	34	27	22
日机密封	57.37	0.87	1.16	1.59	34	25	18

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

下游行业增速不及预期。

公司主要客户所在行业景气度与宏观经济运行高度相关联，如果宏观经济回暖的强

度较弱或持续时间较短，石油化工行业的投资进度不及预期，机械密封产品的需求增速会放缓，可能导致行业竞争加剧，公司将面临收入与利润增长不达预期的风险。

公司产能建设不及预期。

随着公司下游客户所在行业回暖以及公司品牌影响力、综合实力的不断提升，公司在手订单增长快速，生产任务紧张繁忙。当前产能利用率饱和，有部分订单不能满足客户的交付需求。如果订单持续增长而公司产能扩张迟迟不能达到预期效果，可能导致更多的订单存在无法交付的风险，从而对公司的声誉造成不利影响。

日机密封三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	944.5	1198.5	1462.9	1708.6	营业收入	495.9	694.2	937.2	1180.9
现金	390.3	278.8	214.4	178.7	减:营业成本	214.1	305.5	421.7	519.6
应收账款	393.2	535.2	745.6	928.7	营业税金及附加	8.3	11.0	15.7	19.4
存货	133.0	197.1	268.6	329.6	营业费用	65.6	87.5	112.4	134.9
其他流动资产	28.1	187.4	234.3	271.6	管理费用	69.9	96.3	120.1	141.6
非流动资产	265.3	262.8	255.4	248.9	财务费用	-3.2	-0.9	3.8	1.5
固定资产	112.3	119.3	120.4	121.7	加:投资净收益	0.5	0.0	0.0	0.0
无形资产	95.2	85.7	77.1	69.4	其他收益	1.5	2.9	1.9	1.1
其他非流动资产	57.8	57.8	57.8	57.8	营业利润	143.1	197.8	265.3	365.0
资产总计	1209.8	1461.3	1718.3	1957.6	加:营业外净收支	0.3	3.0	3.0	3.0
流动负债	202.8	326.3	412.2	416.9	利润总额	143.4	200.8	268.3	368.0
短期借款	10.0	108.5	105.9	20.6	减:所得税费用	23.0	30.1	40.2	55.2
应付账款	69.9	89.4	123.7	158.0	少数股东损益	0.4	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	123.0	128.4	182.6	238.4	归属母公司净利润	120.0	170.7	228.0	312.8
非流动负债	15.8	15.8	15.8	15.8	EBIT	142.8	203.6	275.8	373.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	154.4	216.2	287.9	384.9
其他非流动负债	15.8	15.8	15.8	15.8					
负债合计	218.6	342.1	428.0	432.7	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	4.1	4.1	4.1	4.1	每股收益(元)	0.61	0.87	1.16	1.59
归属母公司股东权益	987.1	1115.1	1286.1	1520.7	每股净资产(元)	5.02	5.67	6.54	7.73
负债和股东权益	1209.8	1461.3	1718.3	1957.6	发行在外股份(百万股)	196.7	196.7	196.7	196.7
					ROIC(%)	12.7%	15.4%	17.8%	21.6%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	12.2%	15.3%	17.7%	20.6%
经营活动现金流	72.2	-161.3	6.6	139.9	毛利率(%)	56.8%	56.0%	55.0%	56.0%
投资活动现金流	-2.4	-6.1	-11.3	-12.0	销售净利率(%)	28.8%	29.3%	29.4%	31.6%
筹资活动现金流	-175.8	55.8	-59.6	-163.6	资产负债率(%)	24.2%	24.6%	24.3%	26.5%
现金净增加额	-106.0	-111.5	-64.3	-35.7	收入增长率(%)	48.4%	40.0%	35.0%	26.0%
企业自由现金流	-14.2	-176.1	-5.1	125.5	净利润增长率(%)	22.8%	42.2%	33.6%	37.2%

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>