

预计疫情影响有限，期待业绩逐季改善

——中密控股（300470.SZ）

机械设备/通用机械



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司于4月22日晚间发布2019年年度报告以及2020年一季度报告。2019年，公司实现营业收入8.88亿元，同比增长26.08%；实现归属于上市公司股东净利润2.21亿元，同比增长29.57%；实现基本每股收益1.15元，同比增长29.09%。2020年一季度，公司实现营业收入1.76亿元，同比下降17.47%；实现归属于上市公司股东净利润2,963.36万元，同比下降38.37%；实现基本每股收益0.15元，同比下降38.38%。

投资摘要：

单季度财务分析：期间费用率大幅改善

- **营业收入**：2019Q4实现营业收入2.12亿元，同比增长9.90%，环比下降6.53%。此为继三季度以来的连续第二次单季度收入环比小幅下滑。2019年下半年炼化行业整体景气度有所走弱，一定程度影响到项目投资建设进度。同比方面，增速略有放缓，总体符合预期。
- **销售毛利率**：2019Q4实现销售毛利率55.70%，同比提升0.78个百分点，环比提升2.25个百分点。四季度毛利率同环比均有所改善，考虑到2019年行业竞争加剧，毛利率保持稳中有升预计主要来自于存量业务占比的提升。
- **期间费用率**：2019Q4实现期间费用率18.58%，同比下降5.24个百分点，环比下降5.74个百分点。其中，销售费用率同环比均实现约3个百分点的降幅。全年看期间费用率保持平稳。
- **销售净利率**：2019Q4公司实现单季度销售净利率29.76%，同比提升5.31个百分点，环比提升5.89个百分点，主要受益于期间费用率的改善。

全年财务/业务分析：经营性现金流表现优异

- **利润表**：报告期内实现销售毛利率54.05%，同比提升0.72个百分点，在行业竞争加剧背景下毛利率稳中有省，其中，干气密封毛利率55.86%，同比大幅提升3.92个百分点。分市场看，新增市场增速11.58%，2019年石油化工、煤化工等行业固定资产投资推进进度不及预期，预计2020年将有较大修复空间。下游方面，石化领域乙烯三机获得订单突破；天然气长输管道全年新增订单约5,000万元，同比基本持平；核电进口替代加速，为华龙一号配套的“百万千瓦级核电站轴封型主泵流体静压轴封”通过鉴定。
- **资产负债表**：报告期内公司货币资金期末余额同比增长42.01%，一季度仍有增长；在建工程期末余额同比下降51.03%，预计产能扩建已陆续投产。
- **现金流量表**：报告期内公司实现经营活动产生的现金流量净额1.22亿元，同比增长132.91%，现金流表现优异。

展望：疫情影响有限期待业绩逐季向好

2020年一季度公司业绩低于预期，预计主要为疫情影响所致，随着国内疫情的控制，预计二季度起下游招投标将逐步恢复。我们坚定看好公司“大密封”战略，以密封产业为核心的控股平台作为自身定位，进一步加强产业链整合。

盈利预测：预计公司2020年~2022年EPS分别为1.36元、1.70元、2.05元，对应当前股价市盈率分别为17倍、14倍、11倍，维持“买入”评级。

风险提示：毛利下滑风险，新产品拓展不达预期，原材料涨价。

评级

买入（维持）

2020年04月23日

夏纾雨

分析师

SAC执业证书编号：S1660519070002

xiashuyu@shgsec.com

021-20639681

交易数据

时间 2020.04.22

总市值/流通市值（亿元）	45.94/41.97
总股本（万股）	19,674.71
资产负债率（%）	24.65
每股净资产（元）	6.95
收盘价（元）	23.35
一年内最低价/最高价（元）	22.2/30.61

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《中密控股公司点评：拟收购新地佩尔100%股权扩充产品线》2020-02-21
- 2、《中密控股年报点评报告：预告中枢创近年单季度业绩新高》2020-01-23
- 3、《日机密封半年报点评：存量市场占比提升竞争激烈毛利率承压》2019-08-23

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	704.58	888.34	1,017.55	1,191.47	1,385.61
增长率 (%)	42.09%	26.08%	14.54%	17.09%	16.29%
归母净利润 (百万)	170.45	220.85	267.94	333.51	404.29
增长率 (%)	41.99%	29.57%	21.32%	24.47%	21.22%
净资产收益率 (%)	15.08%	16.55%	16.58%	17.65%	18.20%
每股收益(元)	0.89	1.15	1.36	1.70	2.05
PE	26.30	20.38	17.15	13.77	11.36
PB	3.97	3.44	2.84	2.43	2.07

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
主营收入(百万元)	203.15	193.31	213.68	234.9	227.31	212.46	176.35
增长率 (%)	48.38%	35.80%	57.70%	36.08%	11.89%	9.90%	-17.47%
毛利率 (%)	51.58%	54.92%	51.58%	55.40%	53.46%	55.70%	46.85%
期间费用率 (%)	23.42%	23.82%	23.18%	25.92%	24.32%	18.58%	25.94%
净利润 (百万元)	49.92	47.27	48.19	55.40	54.27	63.23	29.62
增长率 (%)	43.79%	12.56%	57.25%	28.55%	8.72%	33.78%	-38.52%
每股盈利 (季度, 元)	0.26	0.24	0.24	0.28	0.28	0.32	0.15
资产负债率 (%)	27.49%	25.81%	27.99%	26.79%	25.33%	23.35%	24.65%
净资产收益率 (%)	4.57%	4.17%	4.07%	4.58%	4.28%	4.73%	2.16%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2022E
营业收入	705	888	1018	1191	1386	流动资产合计	1055	1288	1628	1946	2325		
营业成本	329	408	460	531	607	货币资金	298	424	721	895	1196		
营业税金及附加	9	12	14	16	19	应收账款	329	385	418	457	494		
营业费用	84	94	112	129	148	其他应收款	4	4	5	6	7		
管理费用	52	75	81	89	100	预付款项	8	7	12	14	17		
研发费用	35	38	38	42	45	存货	257	243	340	378	416		
财务费用	-7	-2	6	5	3	其他流动资产	5	0	0	0	0		
资产减值损失	2	-3	0	-1	-1	非流动资产合计	473	456	441	426	410		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0		
投资净收益	-5	0	1	1	1	固定资产	195	203	197	189	181		
营业利润	199	255	311	387	470	无形资产	130	123	116	110	104		
营业外收入	1	2	2	2	2	商誉	89	89	89	89	89		
营业外支出	0	0	0	0	0	其他非流动资产	0	0	0	0	0		
利润总额	199	257	312	388	471	资产总计	1528	1744	2070	2372	2735		
所得税	28	36	44	55	66	流动负债合计	245	259	302	331	362		
净利润	171	221	268	334	405	短期借款	34	13	0	0	0		
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	110	87	124	143	164		
归属母公司净利润	170	221	268	334	404	预收款项	32	21	35	41	48		
EBITDA	334	397	342	417	499	一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	1		
EPS (元)	0.89	1.15	1.36	1.70	2.05	非流动负债合计	149	148	148	148	148		
主要财务比率						长期借款	124	124	124	124	124		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	394	407	450	479	510		
营业收入增长	42.09%	26.08%	14.54%	17.09%	16.29%	少数股东权益	3	3	3	4	4		
营业利润增长	39.00%	28.25%	21.97%	24.34%	21.40%	实收资本 (或股本)	192	197	197	197	197		
归属于母公司净利润增长	41.99%	29.57%	21.32%	24.47%	21.22%	资本公积	311	384	384	384	384		
获利能力						未分配利润	550	719	916	1162	1460		
毛利率(%)	53.33%	54.05%	54.78%	55.45%	56.21%	归属母公司股东权益合计	1131	1334	1616	1889	2221		
净利率(%)	24.26%	24.89%	26.36%	28.02%	29.21%	负债和所有者权益	1528	1744	2070	2372	2735		
总资产净利润(%)	11.15%	12.66%	12.95%	14.06%	14.78%	现金流量表		单位:百万元					
ROE(%)	15.08%	16.55%	16.58%	17.65%	18.20%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
偿债能力						经营活动现金流	53	122	312	247	386		
资产负债率(%)	26%	23%	22%	20%	19%	净利润	171	221	268	334	405		
流动比率	4.30	4.97	5.39	5.89	6.42	折旧摊销	19	29	25	25	26		
速动比率	3.25	4.04	4.27	4.74	5.28	财务费用	-7	-2	6	5	3		
营运能力						应付账款减少	-69	-56	-33	-39	-37		
总资产周转率	0.51	0.54	0.53	0.54	0.54	预收账款增加	5	-11	14	6	7		
应收账款周转率	2	2	3	3	3	投资活动现金流	-257	-2	-9	-8	-8		
应付账款周转率	8.12	9.04	9.64	8.92	9.04	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.15	1.36	1.70	2.05	投资收益	-5	0	1	1	1		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.51	0.63	1.51	0.88	1.53	筹资活动现金流	107	4	-5	-65	-76		
每股净资产(最新摊薄)	5.89	6.78	8.21	9.60	11.29	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	124	-1	0	0	0		
P/E	26.30	20.38	17.15	13.77	11.36	普通股增加	85	5	0	0	0		
P/B	3.97	3.44	2.84	2.43	2.07	资本公积增加	-85	74	0	0	0		
EV/EBITDA	12.99	10.85	11.68	9.17	7.06	现金净增加额	-97	124	298	174	301		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师简介

夏纾雨，复旦大学世界经济硕士，申港证券研究所机械设备行业首席分析师，4 年行业研究经验，曾就职于国联证券研究所。获第二届（2018 年度）中国证券分析师“金翼奖”机械设备行业第四名；2018 年度东方财富中国最佳分析机械设备行业第一名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上