

疫情拖累短期业绩，不改长期增长趋势

——中密控股公司点评报告

买入|维持

事件：

公司发布 2019 年度报告与 2020 年一季度报，2019 年营收 8.88 亿元，同比增长 26.08%，归母净利润 2.21 亿元，同比增长 29.57%；2020 年一季度营收 1.76 亿元，同比下滑 17.47%，归母净利润 0.3 亿元，同比下滑 38.37%

点评：

● 各业务领域发展良好，2019 年保持高增长

公司 2019 年营收 8.88 亿元，同比增长 26.08%，综合毛利率 54.05%，同比增加 0.72 个百分点。2019 年装备制造、石油化工、煤化工、矿山机械和其他板块分别贡献 38.29%、32.01%、9.89%、6.46%与 13.35%营收，分别同比增长 11.58%、33.65%、39.27%、37.31%、44.42%。2019 年主要子公司华阳密封实现收入 1.18 亿元，实现净利润 2465 万元；优泰科全年实现收入 1.25 亿元，同比增长 5.83%，实现净利润 2162 万元，受传统煤炭市场低迷影响利润同比下滑 10%。

● 一季度业绩受疫情影响明显，存量市场业务占比下降影响综合毛利率

公司复工复产受疫情影响导致一季度收入下滑 17.47%。净利润下滑除受收入下滑影响外，主要由于毛利率较低的增量市场业务（主机厂）占比提升至 50%，同比上升 8 个百分点，从而导致一季度平均毛利率下滑 4.45 个百分点。受疫情影响客户放缓备件订购，导致毛利率较高的存量业务占比大幅下滑，进而影响综合毛利率水平。公司目前在手订单饱满，我们认为在疫情得到缓解后存量业务将出现回升，公司长期盈利能力未受到影响。

● 天然气长输管线市场有望成为公司重要的收入增长点

在天然气长输管线领域，已进入替代进口时期，公司已全面进入各大管道公司取得配套订单及国产化改造订单。在 2019 年为数不多的管道压气站新建项目中，公司获得了大部分配套份额，全年新签订单约 5,000 余万元。19 年下半年国家管道公司已正式挂牌，国家管网建设将逐步提速，预计将为公司产品市场需求带来较大增长，天然气长输管线市场将成为未来几年公司收入增长的重要来源。根据《中长期油气管网规划》，2020、2025 年我国天然气管网里程分别将达到 10.4、16.3 万公里。根据我们的测算，每 10 万公里管线在建设期带来的密封件需求约为 30~40 亿元。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 10.27 亿元、11.65 亿元、13.60 亿元，归母净利润分别为 2.75 亿元、3.40 亿元、4.13 亿元。考虑公司存量密封件市场较强的盈利能力和稳定性，我们认为疫情不改公司长期成长逻辑，公司市占率将继续稳步提升，维持“买入”评级。

● 风险提示

下游行业景气度不及预期；增量市场竞争加剧；疫情导致业绩不及预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	705	888	1027	1165	1360
收入同比 (%)	42	26	16	13	17
归母净利润(百万元)	170	221	275	340	413
归母净利润同比 (%)	42	30	25	23	21
ROE (%)	15.1	16.6	16.5	17.1	17.3
每股收益 (元)	0.87	1.12	1.40	1.73	2.10
市盈率(P/E)	28.10	21.68	17.40	14.10	11.61

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：23.35 元/35 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：30.4 / 22.2

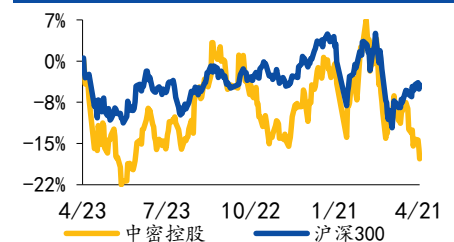
A 股流通股 (百万股)：179.73

A 股总股本 (百万股)：196.75

流通市值 (百万元)：4196.63

总市值 (百万元)：4594.04

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券*公司研究*中密控股(300470)首次覆盖报告：机械密封龙头，内生外延双驱动*机械*满在朋》
2020.02.23

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

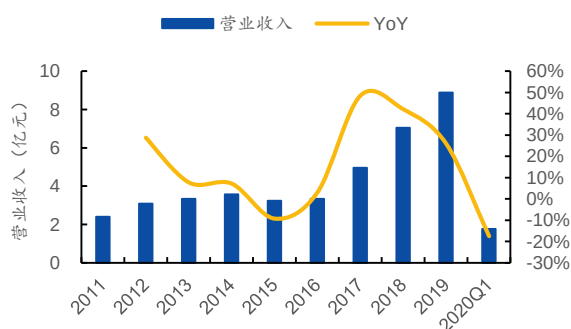
电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

公司 2019 年业绩持续增长。公司 2019 年营收 8.88 亿元，同比增长 26.08%，归母净利润 2.21 亿元，同比增长 29.57%。主要受益于 2019 年下游石油化工行业维持较高景气度，市场需求旺盛，公司新产品推广成效显著，市场地位稳步提升，伴随着在手订单的增长和产能逐渐扩充，公司业绩保持持续增长趋势。

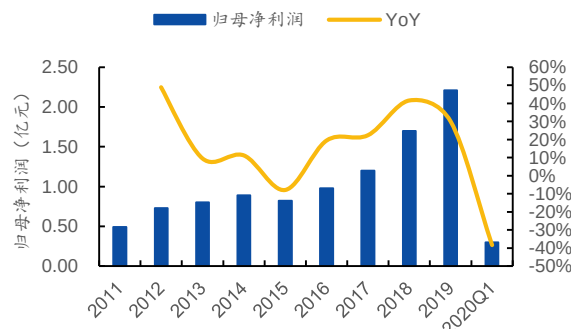
2020 年一季度受疫情影响明显，业绩出现收缩。2020 年一季度公司营收 1.76 亿元，同比下滑 17.47%，归母净利润 0.3 亿元，同比下滑 38.37%。营收下滑主要受公司开工进度缓慢影响，公司自 2 月 17 日陆续复工，但供应商、物流等仍受疫情影响，3 月初生产才恢复正常，导致一季度收入下滑 17.47%。公司净利润下滑除受收入影响外，主要由于收入结构中毛利率较低的增量市场业务（主机厂）占比提升至 50%，较去年同期大幅度提升 8%，从而导致一季度平均毛利率下滑 4.45 个百分点。存量业务主要为客户提供备品备件，受疫情影响客户放缓备件订购，最终导致一季度存量业务占比大幅下滑。

图 1：2019 年营收保持增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：2019 年归母净利润保持增长

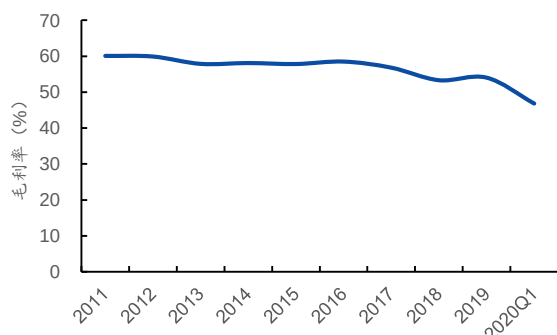


资料来源：Wind，国元证券研究中心

盈利能力保持稳定，现金流状况大幅改善。公司 2019 年整体产品毛利率 54.05%，同比增加 0.72 个百分点。2019 年经营性净现金流量 1.22 亿元，同比大幅增长 130%，现金流得到显著改善。

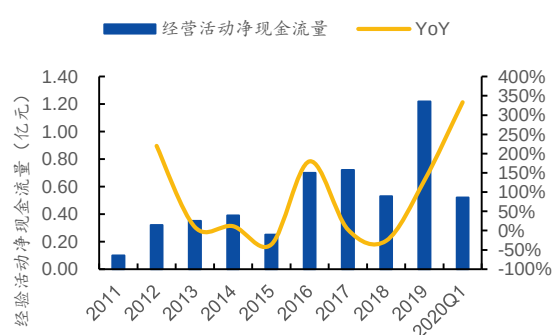
受收入结构改变影响，2020 年一季度毛利率下滑 4.45 个百分点至 46.86%。在业绩受疫情影响出现下滑同时公司经营性净现金流量仍旧同比高增长，主要由于报告期销售商品、提供劳务收到的现金增多，而购买商品、接受劳务支付的现金减少共同影响。

图 3：2019 年盈利能力基本持平



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：2019 年经营性现金流显著改善

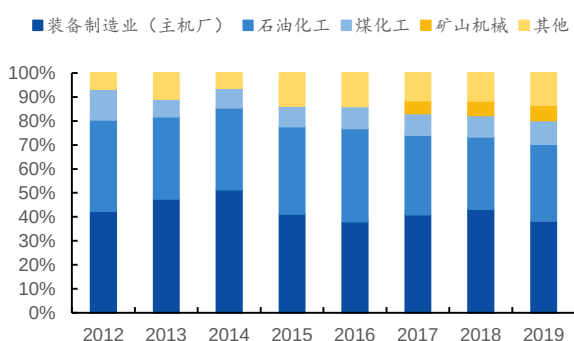


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2019 年增量市场占比有所下降。2019 年公司分行业收入构成未出现较大变化，其中装备制造、石油化工、煤化工、矿山和其他分别占收入比重为 38.29%、32.01%、9.89%、6.46%与 13.35%。我们将装备制造业划分为增量市场业务，其余均为存量市场业务，2019 年增量市场占比从 2018 年的 43%下滑至 2019 年的 38%，主要由于 2019 年受恒力等炼油大型项目开工影响，其他炼油项目推进有所放缓；而存量市场业务则增速更高。

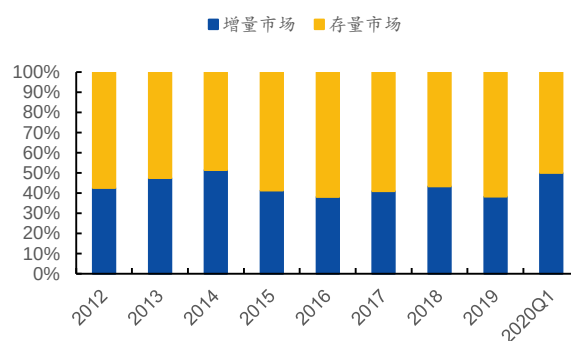
2020 年一季度增量市场占比回升，导致公司综合毛利率下滑。2020 年一季度公司毛利率较低的增量市场业务占比大幅提升至 50%，造成公司一季度利润同比出现下滑。主要由于存量市场属于服务型业务，向客户提供的主要为备件或更新产品，在疫情期间客户或推迟订购，造成存量市场业务占比下滑，我们认为在疫情缓解后该部分需求仍将正常释放，公司存量市场业务占比也将回升，不改公司长期盈利能力增长。

图 5：2019 年各行业收入较为稳定



资料来源：Wind，国元证券研究中心

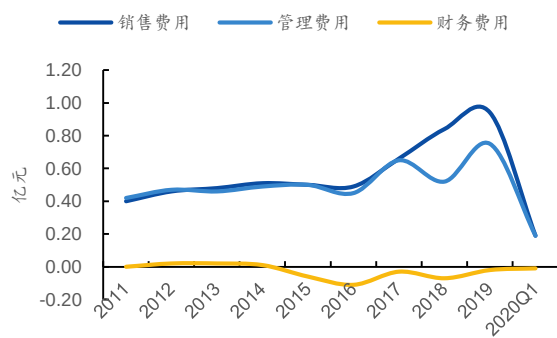
图 6：2019 年增量市场占比有所下降



资料来源：Wind，国元证券研究中心

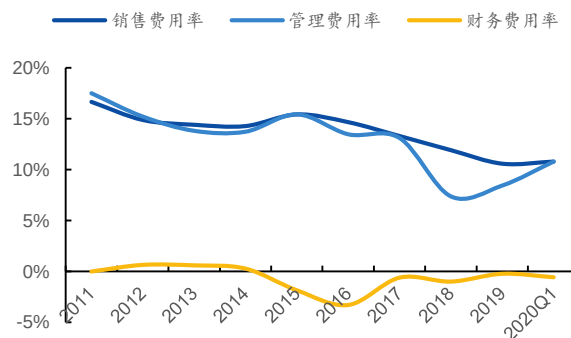
受限制性股票激励计划影响，2019 年公司管理费用率上升。2019 年公司销售费用 0.94 亿元，同比增长 11.98%，销售费用率 10.59%，主要受营业收入增加业务扩张影响；管理费用 0.75 亿元，同比增长 44.47%，管理费用率 8.45%，主要受 2018 年限制性股票激励计划实施影响，摊销 1527.45 万元；财务费用-0.02 亿元，同比增长 74.81%，主要受 2018 年新增长期借款收购华阳密封影响。

图 7：2019 年销售与管理费用上升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：2019 年管理费用率上升、销售费用率下降

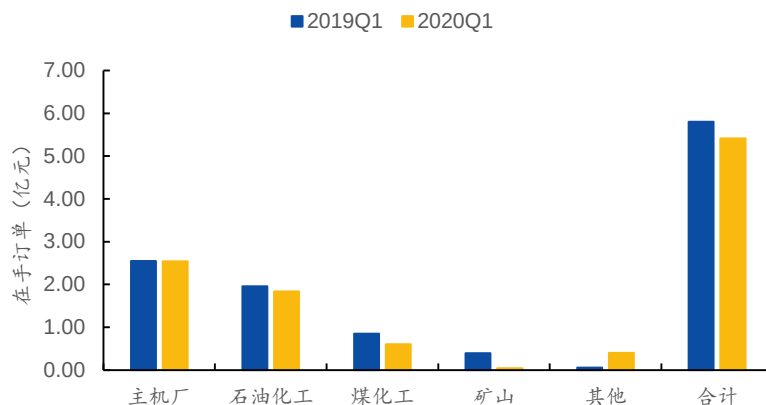


资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司目前在手订单饱满。2019 年第二、三季度受炼化项目推进放缓影响，公司在手订单也出现下降，但自四季度增量市场需求好转后在手订单也开始回升。目前 2020 年一季度公司

在手订单饱满，未来产能利用率将得到保证。

图 9：公司目前在手订单饱满



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

产能扩充稳步推进，生产交付周期缩短。2019 年公司制定的产能扩张计划均已达产，产能不足、限制接单的情况得到明显改善，产品生产及交付周期明显缩短，同时公司自 2019 年 4 季度在手订单开始回升，产能利用率将得到保证。目前公司将在完成一、二期产能扩张及华阳密封产能扩张的基础上，开始规划在本部、华阳密封和优泰科的产能扩充计划，产能扩充将继续稳步推进。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1055	1288	1622	1916	2296
现金	298	424	643	850	1104
应收账款	329	385	416	451	514
其他应收款	4	4	25	14	19
预付账款	8	7	13	12	14
存货	257	243	304	345	383
其他流动资产	158	226	222	245	263
非流动资产	473	456	498	537	567
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	195	203	204	212	222
无形资产	130	123	139	150	154
其他非流动资产	148	131	155	176	191
资产总计	1528	1744	2120	2453	2863
流动负债	245	259	297	310	326
短期借款	34	13	13	13	13
应付账款	110	87	129	140	152
其他流动负债	102	159	156	157	161
非流动负债	149	148	148	148	148
长期借款	124	124	124	124	124
其他非流动负债	25	24	24	24	24
负债合计	394	407	446	458	474
少数股东权益	3	3	3	4	4
股本	192	197	197	197	197
资本公积	311	384	384	384	384
留存收益	628	816	1091	1411	1804
归属母公司股东权益	1131	1334	1672	1992	2384
负债和股东权益	1528	1744	2120	2453	2863

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	53	122	222	276	308
净利润	171	221	276	340	413
折旧摊销	19	29	26	29	32
财务费用	-7	-2	-11	-20	-30
投资损失	5	0	1	2	1
营运资金变动	-150	-146	-79	-80	-118
其他经营现金流	16	20	9	6	9
投资活动现金流	-257	-2	-75	-70	-64
资本支出	16	11	50	50	50
长期投资	-11	5	0	0	0
其他投资现金流	-252	13	-25	-20	-14
筹资活动现金流	107	4	73	0	10
短期借款	24	-21	0	0	0
长期借款	124	-1	0	0	0
普通股增加	85	5	0	0	0
资本公积增加	-85	74	0	0	0
其他筹资现金流	-41	-52	73	0	10
现金净增加额	-97	124	219	207	254

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	705	888	1027	1165	1360
营业成本	329	408	456	508	592
营业税金及附加	9	12	15	16	19
营业费用	84	94	118	132	151
管理费用	52	75	92	93	102
研发费用	35	38	40	45	50
财务费用	-7	-2	-11	-20	-30
资产减值损失	-2	-3	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-5	0	-1	-2	-1
营业利润	199	255	319	394	479
营业外收入	1	2	1	1	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	199	257	320	395	480
所得税	28	36	45	55	67
净利润	171	221	276	340	413
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	170	221	275	340	413
EBITDA	210	282	334	403	481
EPS (元)	0.89	1.12	1.40	1.73	2.10

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	42.1	26.1	15.6	13.5	16.8
营业利润(%)	39.0	28.2	25.2	23.4	21.5
归属母公司净利润(%)	42.0	29.6	24.6	23.4	21.5
获利能力					
毛利率(%)	53.3	54.1	55.6	56.4	56.5
净利率(%)	24.2	24.9	26.8	29.2	30.3
ROE(%)	15.1	16.6	16.5	17.1	17.3
ROIC(%)	16.4	20.7	22.5	24.9	27.1
偿债能力					
资产负债率(%)	25.8	23.3	21.0	18.7	16.6
净负债比率(%)	40.42	33.69	30.69	29.86	28.81
流动比率	4.30	4.97	5.45	6.19	7.04
速动比率	3.23	4.01	4.41	5.04	5.84
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.54	0.53	0.51	0.51
应收账款周转率	2	2	2	2	3
应付账款周转率	3.79	4.15	4.23	3.78	4.05
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.12	1.40	1.73	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.62	1.13	1.40	1.56
每股净资产(最新摊薄)	5.75	6.78	8.50	10.12	12.12
估值比率					
P/E	28.10	21.68	17.40	14.10	11.61
P/B	4.24	3.59	2.86	2.40	2.01
EV/EBITDA	21	16	13	11	9

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188