



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

自小刺头深草里，而今渐觉出蓬蒿

—— 中密控股（300470）深度报告

2020年06月24日

罗政 机械行业首席分析师

自小刺头深草里，而今渐觉出蓬蒿

2020 年 06 月 24 日

本期内容提要：

- ◆ **周期延续，炼化投资持续景气。**前期市场担心，公司与炼化投资周期的关联度较高，在经历了 2017-2019 年国内炼化投资快速扩张的阶段之后，公司的增量炼化业务步伐可能放缓，然而事实上，国内中小炼化的产能替代空间仍大，在效益与环保的双重压力下，国内石油化工行业的现有老旧产能将逐步被淘汰，我们梳理了国内今年各省重点项目发现，炼化类投资项目依然是部分省市的制造业投资重点。疫情影响下，国内重点项目陆续开工，我们认为公司下游炼化投资景气周期持续。同时，作为一种更换周期仅 18 个月的消耗品，密封件与其他的机械设备和零部件不同，是一种需求较为稳定的产品品类，即使未来炼化投资见顶下行，公司针对石油炼化的产品需求还会保持高位稳定。同时，随着国产替代进程的延续，公司在存量市场的份额也将持续提升，确保公司行业地位持续夯实。
- ◆ **接续发力，油气管道密封打造新增长点。**“十三五”期间，我国管网建设进度低于规划预期，至 2018 年我国管网总里程只有 13.6 万公里，而根据规划的内容，到 2025 年管道总里程要达到 24 万公里。我们认为随着国家管网公司的成立，我国管网建设进程将显著提速，对于管道密封的需求已经处于爆发的前夜。根据信达证券机械组测算，2025 年我国管道机械密封存量市场规模有望达到 45.28 亿元，2019-2025 年管道机械密封增量空间约为 22.9 亿元。公司在 2017 年实现管道密封突破后，持续实现进口替代，目前公司在新建管道的密封市场中市占率已经达到 70% 左右。未来公司有望通过管道密封增量市场逐步渗透到存量市场中，尽管面临约翰克兰等国际巨头的竞争，但是我们认为公司的产品替代趋势已经成型。
- ◆ **稳健外延扩张，推动“大密封”战略。**公司自 2015 年上市以来，积极进行并购扩张，目前已完成对优泰科与华阳密封的并购。优泰科是国内无模具密封技术的领先者，与公司客户有较多重叠且技术与公司有一定的互通性，可以有较好的协同效应，收购后效益良好，超额完成对赌业绩；华阳密封的产品与公司同属机械密封的中、高端系列，与公司具有很强的互补性，在公司的管理和资源支持下，华阳密封已逐步走出困境，贡献利润。2020 年 2 月 21 日，公司发布公告，拟非公开发行股份并用其中 2.1 亿元收购新地佩尔，新地佩尔是优质的特种阀门供应商，主要服务于石油化工领域，尤其在天然气管道领域有良好的竞争力。考虑到管网投资提速的大背景，我们认为新地佩尔的成长前景亦非常可观。总体而言，我们认为中密控股是真正实现了“内生+外延”双轮驱动，稳步迈向全球密封龙头序列。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**不考虑增发，我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 1.38、1.94 和 2.38 元，对应 2020 年 6 月 23 日收盘价（30.10 元/股）市盈率 22/16/13 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

证券研究报告

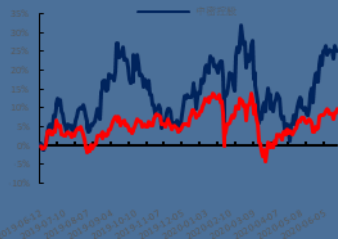
公司研究——深度研究

中密控股（300470.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

中密控股相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.6.23）

收盘价（元）	30.10
52 周内股价波动区间（元）	22.83-30.61
最近一月涨跌幅（%）	17.07
总股本（亿股）	1.97
流通 A 股比例（%）	91.37
总市值（亿元）	59.26

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

罗政 机械设备行业首席分析师

执业编号：S1500520030002

联系电话：+86 61678586

邮箱：luozheng@cindasc.com

刘崇武 机械设备行业研究助理

邮箱：liuchongwu@cindasc.com

◆ **股价催化剂：**天然气管道建设加速，持续并购落地，新产品突破。

◆ **风险因素：**石油价格波动，天然气管道建设不及预期。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	704.58	888.34	1,072.29	1,440.76	1,736.98
增长率 YoY %	42.09%	26.08%	20.71%	34.36%	20.56%
归属母公司净利润(百万元)	170.45	220.85	270.33	380.61	467.16
增长率 YoY%	42.08%	29.57%	22.41%	40.79%	22.74%
毛利率%	53.33%	54.05%	54.38%	55.26%	55.32%
净资产收益率 ROE%	15.08%	16.55%	16.75%	19.76%	20.22%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.12	1.38	1.94	2.38
市盈率 P/E(倍)	35	27	22	16	12.67
市净率 P/B(倍)	5.24	4.44	3.66	3.07	2.56

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年06月23日收盘价

目 录

投资聚焦	2
周期延续，炼化投资持续高景气	3
国内机械密封龙头，业绩持续稳定增长	3
受益“大炼化”建设浪潮，投资周期保持景气	5
接续发力，油气管道密封打造新增长点	10
天然气管道密封市场蓄势待发	10
国家管网公司成立，管道建设有望加速	13
公司管网密封实现进口替代，未来增长潜力大	14
稳健外延扩张，推动“大密封”战略布局	20
布局橡塑密封领域，突破公司成长天花板	20
收购华阳密封，进一步抢占高端市场	22
拟收购新地佩尔，产品进行横向拓展	22
盈利预测、估值与投资评级	24
盈利预测及假设	24
风险因素	24

表 目 录

表 1: 大炼化项目梳理	7
表 2: 2020 年建设的石油炼化项目	9
表 3: 油气管道规划里程	12
表 4: 油气管道密封市场规模测算	12
表 5: 国内管道密封主要竞争对手	14
表 6: 约翰克兰发展历程	15
表 7: 伊格尔发展历程	16
表 8: 博格曼发展历程	17
表 9: 公司天然气管线密封发展历程	19
表 10: 优泰科业绩	21
表 11: 华阳密封业绩	22
表 12: 新地佩尔部分产品	23
表 13: 可比公司盈利及估值对比	24

图 目 录

图 1: 公司主要产品	3
图 2: 2019 年公司各产品占比	3
图 3: 公司密封产品产业链上下游	4
图 4: 公司存量业务保持稳定增长	4
图 5: 公司营收及增速	4
图 6: 公司归母净利润及增速	4
图 7: 公司毛利率及净利率	5
图 8: 公司费用率	5
图 9: 公司研发费用及研发费用率	5
图 10: 中国炼油产能情况	6
图 11: 单体炼油平均产能	6
图 12: 我国对二甲苯(PX)进口依赖度持续上升	6
图 13: 公司下游各行业收入占比	8
图 14: 我国天然气占能源消费比例	11
图 15: 我国天然气消费量	11
图 16: 我国天然气进口数量	11
图 17: 我国管道气进口数量	11
图 18: 全球主要国家天然气长输管道长度	13
图 19: 我国天然气长输管道建设进度	13
图 20: 2019 年史密斯各子公司收入占比	16
图 21: 2019 年史密斯各子公司利润占比	16
图 22: 约翰克兰收入	16
图 23: 约翰克兰利润	16
图 24: 伊格尔·博格曼营收及增速	18
图 25: 伊格尔·博格曼管道密封案例	18
图 26: 公司外延并购路线图	20
图 27: 优泰科主要产品	21

投资聚焦

与市场主流认识不同的是：**（1）我们认为中密控股具备极强的进口替代能力，并将持续在高端密封品类当中实现突破。**石油炼化作为机械密封的中高端领域，曾经都是外资巨头垄断的市场，而在如今国内大炼化投资带动的增量市场上，公司已经获取了最多的市场份额。而在油气管网领域，密封件产品曾经也是约翰克兰等国际巨头的主战场，但是2018年以来，尽管国内管网投资减速，但是在新增项目当中，公司仍然获取了70%（估算）的市场份额，实现了全面的进口替代。接下来，我们认为公司还有望在核电等更为高精尖的领域实现进口替代，这种依靠内驱力持续实现市场和产品突破的能力是制造业企业一种难能可贵的品质。**（2）公司规模虽略显小，但是市场空间大，复利的力量将带来持续的成长。**2016年，公司营收3.34亿元，公司把握2017-2019年国内大炼化投资机遇，及时扩大生产能力，2019年收入规模已经达到8.88亿元。2020年，一是炼化投资景气度持续，公司增量业务有望保持较高增长，二是国家管网公司已经开启了投资建设的第一步，国内油气管道投资有望加速。公司在产品端已经提前布局。根据我们测算，2025年我国管道机械密封存量市场规模有望达到45.28亿元，2019-2025年管道机械密封增量空间约为22.9亿元，管网业务完全有可能再造一个中密控股。此外，目前全球机械密封龙头主要包括约翰克兰、伊格尔·博格曼以及福斯等，三家企业占据全球高端机械密封件75%左右的市场份额，对于国内密封件龙头的中密控股来说，海外扩张也是其未来发展的重要路径；**（3）依赖强大的并购整合能力，真正实现“内生+外延”双轮驱动。**公司的成长路径，除了依赖自身的内驱力之外，还积极推动并购整合，扩张产品线，提升公司的业务规模。上市之后公司先后收购了优泰科（超额完成业绩承诺）、华阳密封（改善华阳密封的经营状况，弱化市场竞争，提升产能优势），并且在并购之后的协同整合方面做了大量的工作。此次公司拟增发收购新地佩尔，切入油气管网高端阀门领域，未来有望叠加双方的优势，助力新地佩尔在炼化领域打开市场。

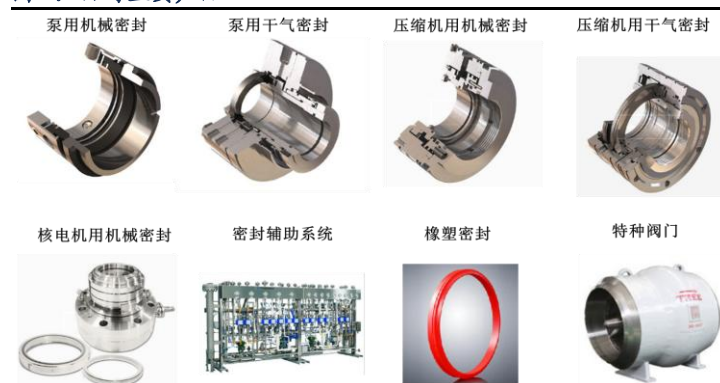
我们核心的推荐逻辑在于：（1）周期延续，炼化投资持续景气。我们梳理了国内今年各省重点项目发现，炼化类投资项目依然是部分省市的制造业投资重点。疫情影响下，国内重点项目陆续开工，我们认为公司下游炼化投资景气周期持续。同时，作为一种更换周期仅18个月的消耗品，密封件与其他的机械设备和零部件不同，是一种需求较为稳定的产品品类，即使未来炼化投资见顶下行，公司针对石油炼化的产品需求还会保持高位稳定。同时，随着国产替代进程的延续，公司在存量市场的份额也将持续提升，确保公司行业低位持续夯实。**（2）接续发力，油气管道密封打造新增长点。**我们认为随着国家管网公司的成立，我国管网建设进程将显著提速，对于管道密封的需求已经处于爆发的前夜。据我们测算，2025年我国管道机械密封存量市场规模有望达到45.28亿元，2019-2025年管道机械密封增量空间约为22.9亿元。公司在2017年实现管道密封突破后，持续实现进口替代，目前在新建管道的密封市场中市占率已经达到70%左右。未来公司有望通过管道密封增量市场逐步渗透到存量市场中；**（3）稳健外延扩张，推动“大密封”战略。**公司自2015年上市以来，积极进行并购扩张，目前已完成对优泰科与华阳密封的并购。当前公司正拟收购优质的特种阀门供应商新地佩尔，后者尤其在天然气管道领域有良好的竞争力。考虑到管网投资提速的大背景，我们认为新地佩尔的成长前景亦非常可观。

周期延续，炼化投资持续高景气

国内机械密封龙头，业绩持续稳定增长

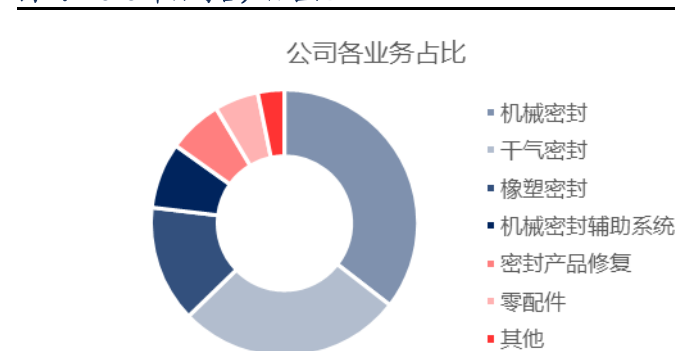
公司是我国机械密封的龙头企业，主营产品包括各类机械密封件、干气密封件、橡塑密封件以及密封辅助系统等。公司产品主要应用领域包括石油化工、煤化工、天然气化工、电力以及核电等。分业务看，机械密封和干气密封在公司营收中占比较大，分别为 35.26%和 27.06%，橡塑密封、机械密封辅助系统、密封产品修复等业务占比分别为 14.03%、7.93%和 6.55%。

图 1：公司产品



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

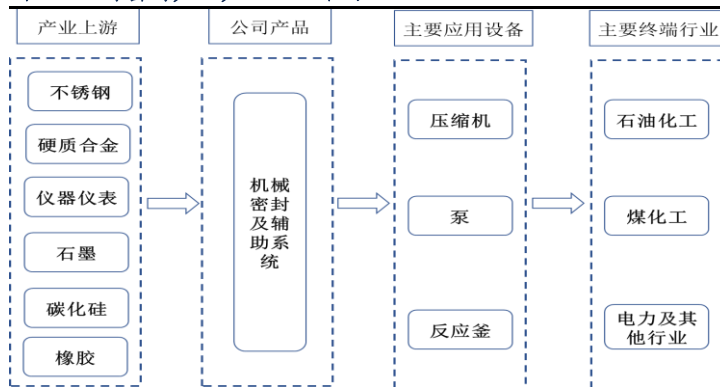
图 2：2019 年公司各产品占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

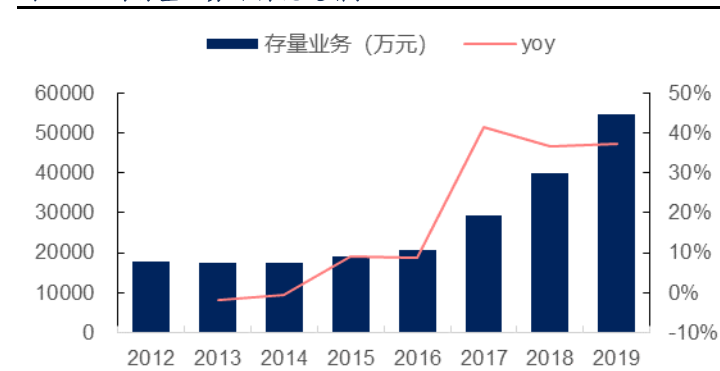
公司产品目前主要应用于石油化工、煤化工、电力等行业，增量业务来源于下游固定资产投资增加，存量业务为已有客户密封件更换，具有消费属性，周期性弱于其他机械设备。机械密封的市场应用主要包括三方面：主机厂的机械密封配套、终端客户的机械密封技术改造和机械密封备件采购及产品修复，前两者为增量业务，后者为存量业务。机械密封下游的主机生产厂商及石油化工、煤化工等行业的固定资产投资和技术改造项目决定了机械密封的增量市场需求。机械密封是一种易损件，特别是用于高温、高压、高速、有毒等介质下的机械密封通常每 1-3 年就需要更换，因此机械密封的存量市场需求较为稳定。同时增量业务客户绝大部分都会转化为存量业务客户，公司业务具有滚雪球效应。

图 3：公司密封产品产业链上下游



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

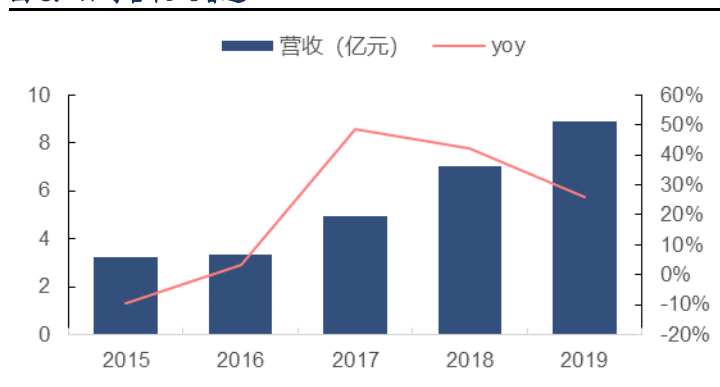
图 4：公司存量业务保持稳定增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

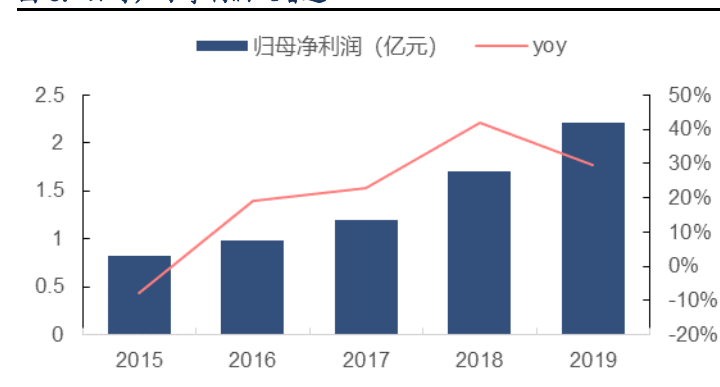
伴随石油炼化投资增长，近来业绩保持较高增速。近几年，随着下游石油炼化行业的逐步复苏，对于密封件需求逐步提升，叠加公司产能的扩充，业绩实现持续稳定增长。2015 年至 2019 年，公司营收从 3.24 亿元增长至 8.88 亿元，年复合增速达到 28.67%；归母净利润从 0.82 亿元增长至 2.21 亿元，年复合增速达到 28.13%。

图 5：公司营收及增速



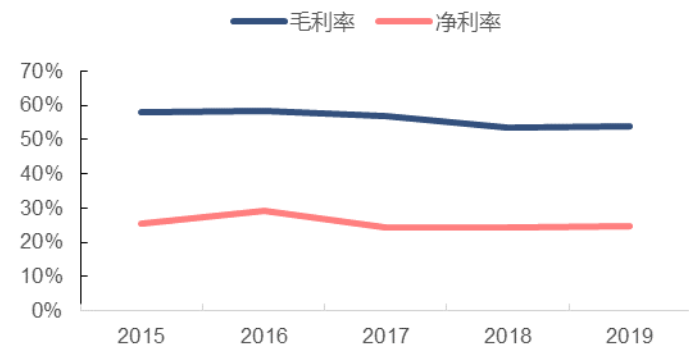
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司归母净利润及增速

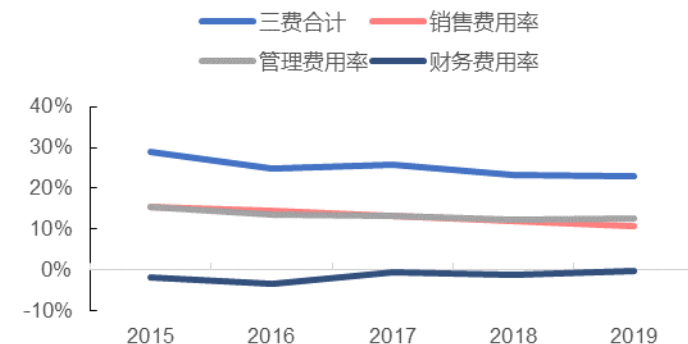


资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率维持高位，盈利能力较为突出。近几年，公司毛利率一直在 53%至 59%之间上下波动，2016 年至 2018 年公司毛利率下滑的主要原因为低毛利率的装备制造业占比提升。2019 年公司综合毛利率回升至 54.05%，同比提升 0.72pct。2015 年至 2019 年公司费用率呈现下降趋势，销售费用率持续呈下降趋势，2019 年管理费用率略有增长，主要原因为公司摊销了较多股权激励费用。随着股权激励费用摊销的减少，公司管理费用率有望持续下降。公司净利率稳定在 24%-30%之间，净利率显著高于机械行业平均水平。

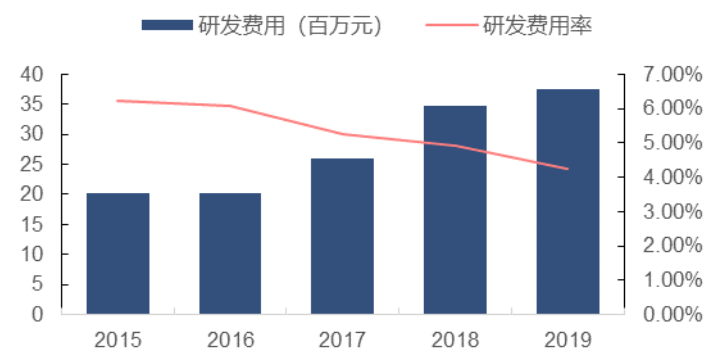
图 7：公司毛利率及净利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：公司费用率


资料来源：Wind 信达证券研发中心

持续研发投入，密封产品持续进口替代。公司 2019 年研发费用为 3757 万元，同比增长 8.28%。同时，公司研发上取得了众多技术成果，基本实现密封产品的进口替代。经过多年发展，公司密封产品在技术上相比进口密封的差距已日趋缩小，个别领域甚至已经超越国外水平。公司产品已在多个领域打破了国外同类高端产品对我国的垄断局面，基本能够全面替代进口，现在已能够在各大项目上与进口产品平等竞争。截至 2019 年，公司及子公司累计完成重大科研课题 42 项；累计取得授权专利 189 项，其中发明专利 23 项，实用新型专利 166 项，并已成功应用于多项产品中。

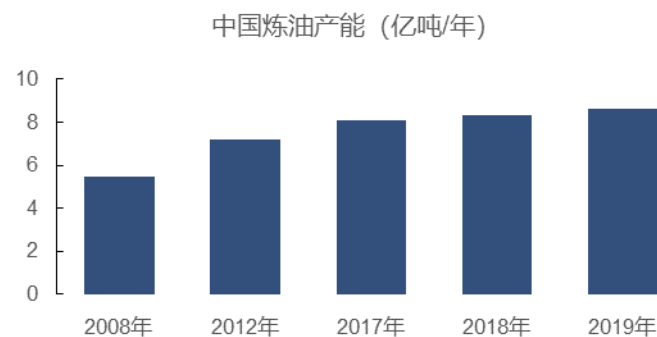
图 9：公司研发费用及研发费用率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

受益“大炼化”建设浪潮，投资周期保持景气

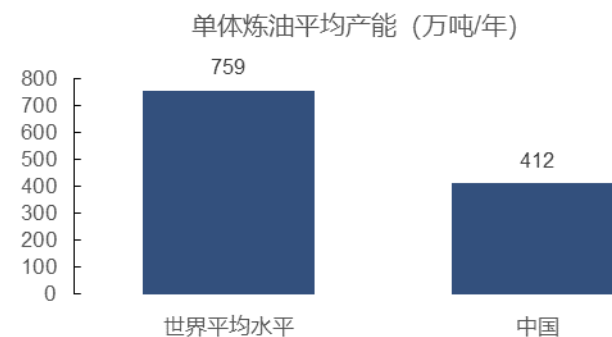
我国目前炼油产能过剩严重，炼厂平均规模小、一体化水平低，提质增效是当务之急。根据中国石油经济技术研究院发布的《2018 年国内外油气行业发展报告》，2018 年我国炼油能力为 8.31 亿吨/年，而当年原油加工量仅为 6.06 亿吨，即产能利用率为 72.9%，与世界平均水平还有 10 个点的差距。2019 年全国炼油总能力将达到 8.63 亿吨/年；过剩产能将升至约 1.2 亿吨/年。然而我国炼厂平均规模小、一体化水平低，2018 年，国内炼厂平均规模仅 412 万吨/年，与世界炼厂平均规模 759 万吨/年仍有较大差距，结构调整将成为我国炼油工业主要发展方向之一。

图 10：中国炼油产能情况



资料来源：中国石油经济技术研究院，信达证券研发中心

图 11：单体炼油平均产能

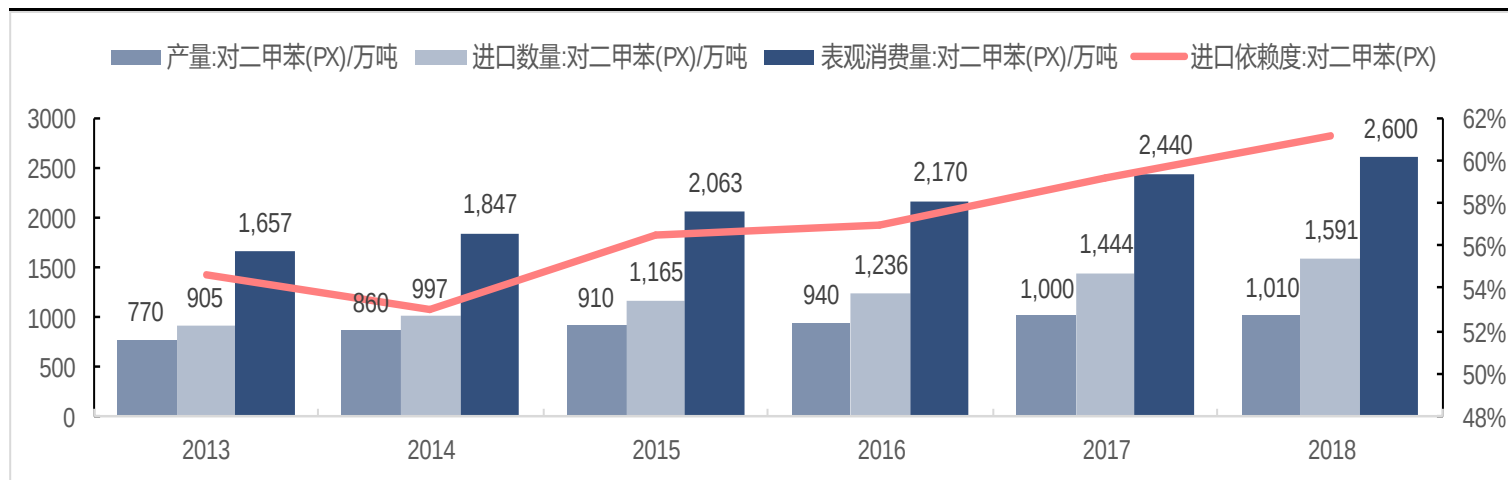


资料来源：《2018 年国内外油气行业发展报告》，信达证券研发中心

落后产能成本高、环保压力大，产能新旧交替提速。近些年几乎每年都会发生一两次重大安全、环保事故，而这些事故大多数都发生在基础设施薄弱、安全意识淡漠的老旧企业，这加速了各级政府主动淘汰落后产能的步伐。同时由于石油化工行业的规模效应很突出，新增产能都属于大规模先进产能，成本优势极为明显。因此，在效益与环保的双重压力下，国内石油化工行业的现有部分老旧产能将逐步被淘汰，从现有产能构成情况分析，最终被淘汰的老旧产能将超过 1.5 亿吨/年。

化工原料的短缺是推动新炼化项目建设的另一大动力。与成品油过剩相反，我国诸多基础化工原料却存在较大缺口，如对二甲苯（PX）需求巨大，长期以来大量依靠进口，近年来随着国内需求的增长对外依赖度还在持续上升。新建的大炼化项目都是由下游化纤行业催生的炼化一体化，项目的产品结构更偏向化工方向，将帮助缓解我国化工原料的短缺问题。

图 12：我国对二甲苯(PX)进口依赖度持续上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2015年5月29日发改委印发了《石化产业规划布局方案》，提出要建设七大世界级石化基地，叠加民企的投资放开，我国的石油炼化产业迎来一个新的黄金时代。我国“十三五”期间新规划了大连长兴岛、上海漕泾、广东惠州、福建古雷、河北曹妃甸、江苏连云港、浙江宁波七大石化产业基地，要求新建项目必须建在产业基地内，原则上不再新增布点。预计到2025年，七大石化基地的炼油产能将占全国总产能的40%。我国石化工业园区建设掀起了又一个高潮，进入了提质增效的新阶段。

表 1: 大炼化项目梳理

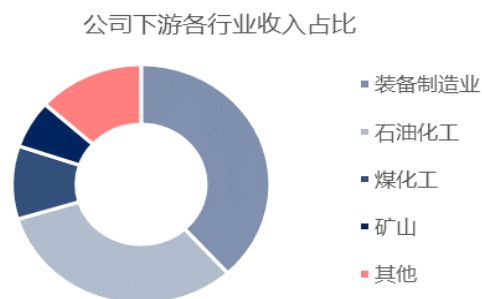
基地	公司	规划产能	进度
大连长兴岛	恒力石化	2000 万吨/年炼化一体化, 450 万吨/年芳烃	2019 年 5 月 17 日全面投产
	华阳商贸/福佳集团	2000 万吨/年炼化一体化	2018 年 11 月 9 日签约
浙江宁波	镇海炼化	扩建 1500 万吨/年炼油, 120 万吨/年乙烯	2018 年 12 月 20 日发布招标公告, 2020 年左右将实施扩建工程
	大榭石化	1400 万吨/年	2019 年 1 月 17 日发布安全预评价服务招标公告
江苏连云港	盛虹石化	1600 万吨/年炼化一体化, 280 万吨/年 PX, 110 万吨/年乙烯	正在进行土建施工, 预计 2021 年全面投产
福建古雷	福化集团、旭腾	1600 万吨/年炼化一体化	2019 年 11 月 6 日大型设备模块化施工及吊装工作全面展开; 计划 2020 年 6 月 30 日前建成投产
上海漕泾	高桥石化	2000 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯	目前无实质性进展
河北曹妃甸	旭阳石化	1500 万吨/年炼化一体化, 200 万吨芳烃	2019 年 12 月 11 日环评公示
	一泓石油	1500 万吨/年炼化一体化	2016 年 10 月进行用海公示, 目前无实质性进展
	新华石化	2000 万吨/年炼化一体化, 557 万吨/年芳烃	2017 年 5 月 3 日, 海洋环境影响评价第一次公示, 预计

			2022 年投产
	中东海湾	1500 万吨/年炼化一体化	2016 年 5 月 30 日签约
	大连福佳	2000 万吨/年炼化一体化	2017 年 4 月 7 日签约
	辽宁海城	2000 万吨/年炼化一体化	2017 年 4 月 7 日签约
	中石化	1200 万吨/年炼油+100 万吨/年 PX	目前无实质性进展
浙江舟山	浙江石化	4000 万吨/年炼化一体化，配套 520 万吨/年芳烃，140 万吨/年乙烯	一期于 2019 年 5 月 20 日投产；二期预计 2022 年建成
广东茂湛	中石化	1000 万吨/年炼油、80 万吨/年乙烯	2019 年 12 月 28 日建成中交
辽宁盘锦	华锦阿美	1500 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯、130 万吨/年对二甲苯	2019 年 2 月 22 日签约。将于 2023 年下半年试运行
山东裕龙岛	裕龙石化	一期 2000 万吨/年炼化一体化	2019 年 8 月 19 日第一次环评公示，2020 年开工
合计		32300 万吨/年	

资料来源：信达证券研发中心整理

公司营业收入的 60%以上来自于石油化工行业，与石化行业的新增投资密切相关。公司产品广泛应用于石油化工的主机，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等；从下游行业来看，公司直接销售给主机厂（装备制造业）的占比约为 38.29%，石油化工、煤化工行业的占比分别为 32.01%、9.89%。

图 13：公司下游各行业收入占比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

石化行业新增投资，公司将受益于“大炼化”建设浪潮。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，公司作为石化领域机械密封件的龙头企业，将充分受益于此次“大炼化”建设浪潮。

而市场担心的景气周期问题也没有发生。事实上，受到新冠疫情的影响，国内重点项目开工率不降反升，其中炼化投资项目也纷纷上马。从各省的重点项目梳理来看，2020 年炼化项目数量还是比较可观的，炼化投资还将保持高景气，有助于提升公司增量市场的业务规模。

表 2：2020 年建设的石油炼化项目

省份	所在地	项目名称	项目单位	建设内容	进度
广东省	湛江市	湛江中科合资广东炼化一体化项目	中科炼化	新增炼油能力 1000 万吨/年、乙烯生产能力 80 万吨/年	
	惠州市	惠州中海壳牌石油化工有限公司 SMPO/POD 项目	中海壳牌	年产 63 万吨苯乙烯和 60 万吨聚醚多元醇	2020 年装置试运行
	揭阳市	揭阳中委广东石化炼化一体化项目	广东石化	年产 2000 万吨炼油、240 万吨芳烃、120 万吨乙烯	2020 年开始设备安装
	惠州市	惠州石化产品结构优化及升级项目	惠州石化	新建 150 万吨/年芳烃联合装置、100 万吨/年连续重整装置、160 万吨/年加氢裂化装置、40 万吨/年轻汽油醚化装置	2020 年开始设备安装
	惠州市	埃克森美孚惠州乙烯项目	埃克森美孚	一期原油直接裂解制乙烯和下游聚合物装置，二期 120 万吨/年乙烯装置、聚乙烯、聚丙烯、丁基橡胶等工艺装置	
	东莞市	巨正源科技 120 万吨/年丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目	埃克森美孚	建设一套 60 万吨/年丙烷脱氢装置，2 套 30 万吨/年聚丙烯装置，氢气提纯装置，碳四及碳三、碳四混合气充装装置	2020 年开始土建
	茂名市	茂名丙烷脱氢及下游产品综合利用	东华能源	建设 4 套 100 万吨/年丙烷脱氢装置、6 套 50 万吨/年聚丙烯（PP）装置、1 套 100 万吨/年低碳烃裂解制乙烯装置	2020 年开始土建
河北省	曹妃甸	唐山旭阳石油化工炼化一体化		年产 1500 万吨原油常减压蒸馏、350 万吨 PX、150 万吨乙烯	计划 2020 年 6 月开工
江苏省	连云港	连云港盛虹炼化一体化			
	洋口港	如东桐昆 PTA	桐昆集团	年产 500 万吨 PTA 及 240 万吨新型功能纤维	2020 年 1 月 2 日开工
	连云港	连云港斯尔邦丙烷产业基地	斯尔邦石化	扩建项目新建 70 万 t/a 丙烷脱氢装置、两套 26 万 t/a 丙烯腈装置、两套 9 万 t/a MMA 装置及一套 21 万 t/a SAR 装置	2019 年 9 月 11 日环评第二次公示
	连云港	连云港新海石化丙烷综合利用	新海石化	生产 60 万吨/年丙烯，并建设聚丙烯等下游装置	
河南省	洛阳市	中石化洛阳分公司年产 1800 万吨炼油扩能改造项目	中石化	新建 260 万吨渣油加氢、120 万吨连续重整、45 万吨芳烃抽提、10 万吨硫磺回收等装置；	
	洛阳	洛阳航煤基地建设项目一期工程		一期工程拟将洛阳石化原有 220 万吨/年蜡油加氢装置改造为加氢裂化装置，改造后装置设计规模 150 万吨/年，	
福建省	漳州古	古雷炼化一体化一期项目	福建古雷石	80 万吨/年蒸汽裂解、55 万吨/年裂解汽油加氢、35 万吨/年	

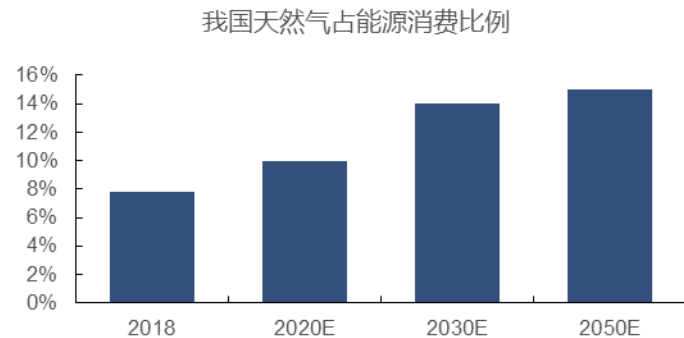
	雷石化		化	芳烃抽提、13 万吨/年丁二烯抽提、30 万吨/年乙烯-醋酸乙 烯树脂	
	泉州	中化泉州乙烯及炼油改扩建项目	中化能源	将现有 1200 万吨/年炼油能力提升至 1500 万吨/年,新增 100 万吨/年乙烯及 80 万吨/年芳烃产能	项目将于 2020 年 6 月 运行
辽宁省	盘锦市	华锦阿美石化项目	华锦阿美	1500 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯及 130 万吨/年对二甲苯	2019 年 2 月签约。2023 年下半年试运行
	盘锦市	宝来利安德巴赛尔项目	宝来与安德 巴赛尔	规划在未来 10 年之内,投资 120 亿美元建设石化产业项目	2020 年 3 月签约
天津市	天津	中沙石化 130 万吨/年乙烯改造及 配套项目	中沙石化	在中沙(天津)石化有限公司原有 100 万吨/年乙烯装置基础上 增加 28 万吨/年生产能力	预计 2021 年 4 月竣工 投产
	天津	中沙石化 26 万吨/年聚碳酸酯项目	中沙石化	年产 26 万吨/年聚碳酸酯	2019 年 9 月开始安装 部分设备
山东省	山东裕 龙岛	裕龙岛炼化一体化项目	裕龙石化	一期 2000 万吨/年炼化一体化	2019 年 8 月 19 日第一 次环评公示, 2020 年 开工
	东营市	建设 1000 万吨炼油装置		新增炼油能力 1000 万吨/年	2020 年项目开始规划

资料来源: 中石油, 中石化, 恒力石化, 搜狐, 信达证券研发中心

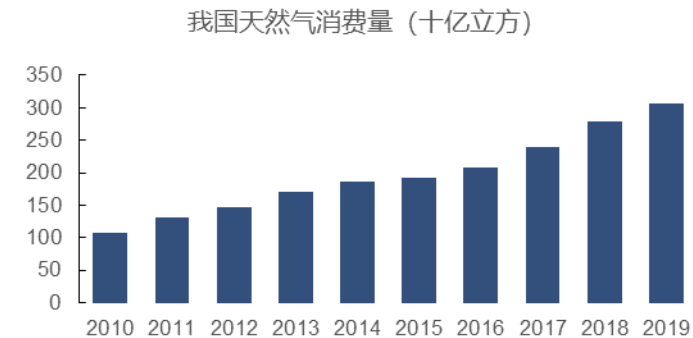
接续发力, 油气管道密封打造新增长点

天然气管道密封市场蓄势待发

我国天然气消费量逐年提升。天然气是促进国内能源消费结构优化、转型的重要支撑。据国家能源局《中国天然气发展报告（2018）》，至 2020/2030/2050 年，天然气在一次能源消费结构中占比将分别提升到 10%、14%和 15%左右，用气市场空间持续增长。同时，随着我国经济的快速发展，对能源需求的不断提升，天然气的消费量呈现稳定增长态势。2019 年我国天然气消费量达到 3067 亿立方米，同比增长 9.4%。

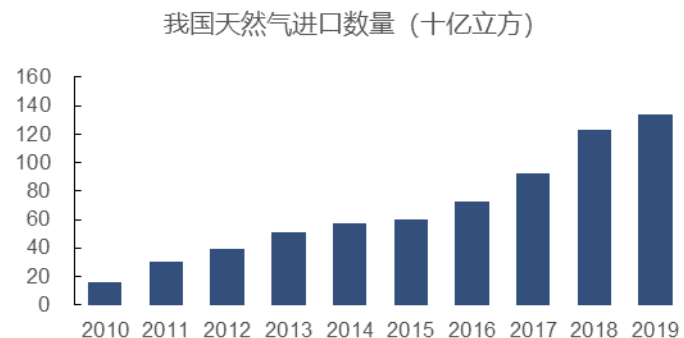
图 14：我国天然气占能源消费比例


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

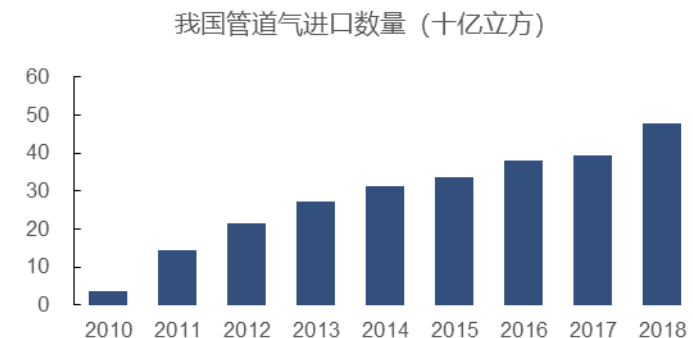
图 15：我国天然气消费量


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

天然气进口需求持续增加。由于我国天然气产量不足，对天然气的进口数量持续增加，2010 年至 2019 年，我国天然气进口数量从 160 亿立方增加至 1342 亿立方，年复合增速达到 26.66%。天然气的进口可以分为液化天然气的进口和管道气的进口，2019 年我国进口天然气 9656 万吨，同比上涨 6.9%。其中，进口液化天然气 6025 万吨，占比 62.40%；进口管道气 3631 万吨，占比 37.6%。2010 年至 2018 年，我国管道气进口数量从 35.6 亿立方增长至 478.9 亿立方，年复合增速达到 38.39%。

图 16：我国天然气进口数量


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 17：我国管道气进口数量


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

政策统一规划油气管网建设，未来 5 年待建规模巨大。2017 年 7 月 12 日，国家发展改革委与国家能源局印发《中长期油气管网规划》，对我国至 2030 年的油气管网建设进行了整体规划，提出了到 2020 年、2025 年的管网建设目标。2018 年我国管网总里程只有 13.6 万公里，其中原油管道、成品油管道以及天然气管道的里程分别为 2.9 万公里、2.8 万公里和 7.9 万公里；根据规划的内容，到 2025 年管道总里程要达到 24 万公里，原油管道、成品油管道以及天然气管道的里程分别达到 3.7 万公

里、4.0 万公里和 16.3 万公里。由于 2015 年至 2018 年全国油气管道建设进度大大低于规划进度，因此十四五规划管网建设将有很大的提升空间。

表 3: 油气管道规划里程

管道种类	2015 年	2018 年	2020 年	2025 年
原油管道（万公里）	2.7	2.9	3.2	3.7
成品油管道（万公里）	2.1	2.8	3.3	4
天然气管道（万公里）	6.4	7.9	10.4	16.3
总计（万公里）	11.2	13.6	16.9	24

资料来源：发改委，信达证券研发中心

2018 年我国原油管道、成品油管道以及天然气管道的里程分别为 2.9 万公里、2.8 万公里和 7.9 万公里。至 2025 年，全国油气网规模将达到 24 万公里，其中原油、成品油、天然气管道里程分别达到 3.7 万公里、4.0 万公里和 16.3 万公里。预计 2019 年至 2025 年新增的原油、成品油、天然气管道里程分别为 0.80 万公里、1.2 万公里、8.4 万公里。

2025 年管道机械密封存量市场规模有望达到 45 亿元。假设一台压缩机配置的密封控制系统价值 200 万，一个增压站配置 3 台压缩机，天然气管道是大概 250 公里配置一个增压站，油品管道是 1000 公里配置一个增压站，则 2025 年管道机械密封存量市场规模有望达到 45.28 亿元，2019-2025 年机械密封市场容量增量空间约为 22.9 亿元。

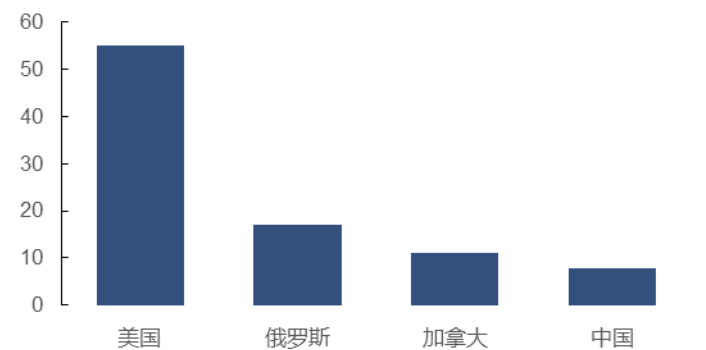
表 4: 油气管道密封市场规模测算

领域	每套机械密封价值	2018 里程	密封数量（套）	2018 密封市场规模	2025 里程	密封数量	2025 机械密封市场容量
油品管道	200 万元	5.7 万公里	171	34200 万元	7.7 万公里	231 套	61600 万元
天然气管道	200 万元	7.9 万公里	948	189600 万元	16.3 万公里	1956 套	391200 万元
合计				223800 万元			452800 万元

资料来源：发改委，信达证券研发中心

我国天然气长输管道仅为美国的七分之一，提升空间很大。与美国以及俄罗斯等国家相比，我国油气管道还存在非常大的提升空间。截止至 2018 年全球油气长输管道总里程数上升至 200 万公里，其中天然气管道里程数占比 64.80%，约 129.6 万公里。其中美国在役天然气长输管道里程数达到 55 万公里，排名第二的俄罗斯是 17 万公里。我国天然气长输管道里程仅有 7.9 万公里，与美国以及俄罗斯等国家还有多大的差距，未来具备较大的提升空间。

图 18: 全球主要国家天然气长输管道长度

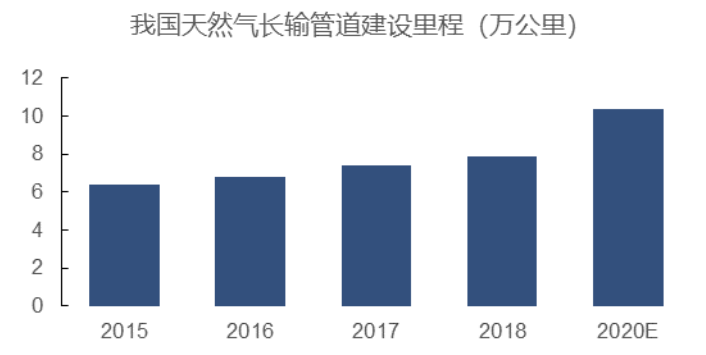


资料来源: CIA, 信达证券研发中心

国家管网公司成立，管道建设有望加速

我国天然气长输管道建设进度落后于规划。根据《天然气发展十三五规划》，至 2020 年全国干线管道总里程达到 10.4 万公里，与 2015 年的 6.4 万公里相比，年复合增速为 10.2%。然后至 2018 年底，我国已建成投产天然气长输管道仅有 7.9 万公里，2015 年至 2018 年复合增速只有 7.27%，建设进度是要明显落后于《天然气发展十三五规划》的目标。

图 19: 我国天然气长输管道建设进度



资料来源: 国家发改委, 信达证券研发中心

国家油气管网公司成立，将加快我国油气管网的建设步伐。作为油气生产、运输的重要环节，我国油气管网建设此前一直是

以“三桶油”为主的大型央企为主，社会资本难以进入，同时各石油公司的管道一般不“共享”，这就使得进口油、气的运输环节在一定程度上存在管道利用不顺畅的问题。国家油气管网公司成立，构建“全国一张网”，可以统筹规划建设运营全国油气干线管网；同时，可以谋求资产的资本化和证券化，引入社会各界资本，加速管网投资建设力度。2020年6月8日。国家管网集团龙口南山 LNG（液化天然气）接收站项目正式开工。该项目是国家管网集团成立后管理的首个新建重大能源基础设施工程，总投资达 350 亿元，其开工建设标志着“全国一张网”建设迈出了重要一步。

公司管网密封实现进口替代，未来增长潜力大

外资龙头占据主导地位，国产品牌逐步实现进口替代：由于管道天然气输送的介质为易燃、易爆的天然气，因此对密封件的要求很高，早期主要是由外资品牌占据。目前已建成的天然气管道有西气东输一线、二线、三线，榆济管道，陕京管道，川气东送等主管道，其压缩机主要由 GE、RR、ManTrubo、Dresser-Rand、Siemens 等企业提供，配套的密封件主要来自于伊格尔·博格曼、约翰克兰和福斯。从目前整个西部管道天然气压缩机的供应情况看，GE 提供的 PCL800 系列压缩机占比最大，其绝大部分配置的是由博格曼提供的干气密封产品。因此博格曼也占据我国管道密封的主要市场份额。2017 年后，随着日机密封等国产企业在管道密封实现突破后，逐步开启了管道密封国产替代之路。目前国内管道密封主要供应企业包括伊格尔·博格曼（德国）、约翰克兰（美国）、福斯（美国）、日机密封和一通密封等。

表 5：国内管道密封主要竞争对手

公司名称	简介
伊格尔·博格曼	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。
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。
福斯	福斯是世界公认的电力、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领导厂商。福斯业务遍布全球超过 56 个国家/地区，拥有超过 18,500 名员工，是一家将全球化与本土化完美结合的公司。
一通密封	成都一通密封主要产品为机械密封、干气密封，下游应用主要为石油化工、煤化工、油气输送、电力、冶金、制药等行业。

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

约翰克兰具有近百年的密封件研发历史。约翰克兰是史密斯旗下的子公司，前身成立于 1917 年，在 1949 年生产出世界上第

一个汽车机械密封，20 世纪 80 年代就推出了管道压气站的密封件。1998 年约翰克兰收购了 Sealol、Safematic 和 Flexibox 等公司，密封件的产品线进一步扩大。此外，公司还通过一系列收购进入了上游油气开采设备以及过滤系统等。

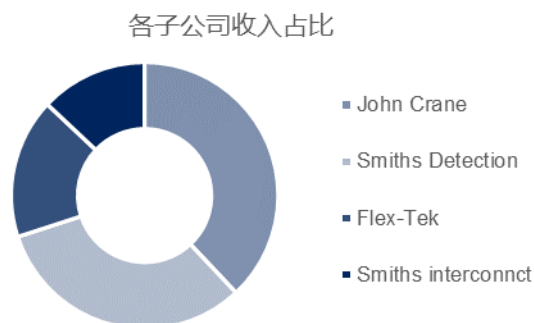
表 6: 约翰克兰发展历程

时间	发展历程
1917 年	约翰克兰前身 Crane Packing 成立
二战期间	约翰克兰在英国的业务被出售给 Tube Investments，并成立了 TI 集团
1949 年	约翰克兰生产世界上第一个汽车机械密封
20 世纪 80 年代	约翰克兰推出了 28 型非接触式气体润滑密封，它被用于密封加拿大西部山区、中东沙漠和远东丛林等地的管道压气站。
1987 年	TI 集团收购约翰克兰剩下的业务，公司重新合并为约翰克兰
20 世纪 90 年代	约翰克兰为处理环境敏感液体的泵开发了非接触密封技术
1998 年	约翰克兰收购了三家密封公司 Sealol、Safematic 和 Flexibox，扩大了密封件的产品线
2000 年	TI 集团与 Smiths Industries 合并，成为了史密斯集团
2007 年	约翰克兰收购了 CDI 能源服务公司、CDI 油田服务公司、Fiberod 和 Global Energy Products，并创建子公司 John Crane Production Solutions (JCPS)，专业从事上游油气开采的人工举升设备及服务。
2008 年	收购荷兰英得菲公司 (Indufil BV)，业务增加过滤系统。

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

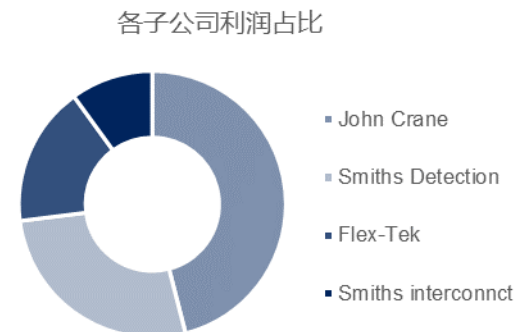
史密斯旗下主要有 4 家子公司，其中 John Crane 主要是开发密封件；Smiths Detection 主要开发违禁物品的检测及筛选技术，Flex-Tek 主要是开发用于加热液体及气体的组件；Smiths interconnct 主要是开发高速状态下安全连接的解决方案。2019 年，史密斯实现营收 24.98 亿元，其中 John Crane 占比为 38%，Smiths Detection、Flex-Tek 以及 Smiths interconnct 的占比分别为 32%、17%和 13%。John Crane 在史密斯利润中的占比要高于收入占比，达到 46%。

图 20: 2019 年史密斯各子公司收入占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

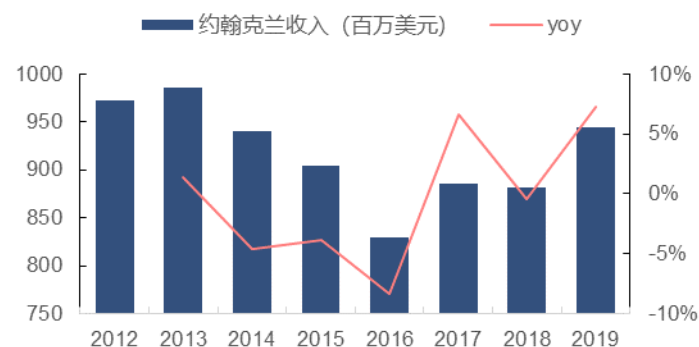
图 21: 2019 年史密斯各子公司利润占比



资料来源: Wind 信达证券研发中心

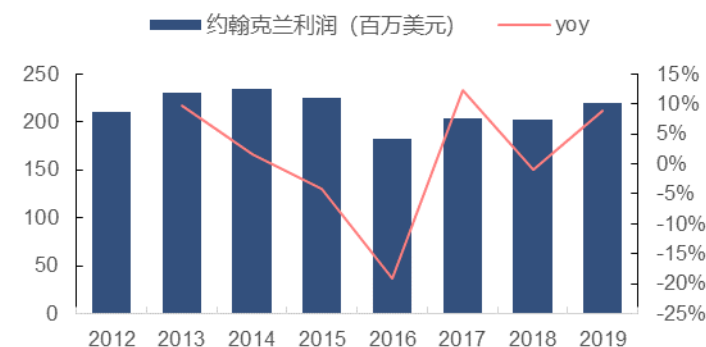
约翰克兰中国地区业务增长强劲。2012 年-2019 年，约翰克兰收入以及利润处于波动状态，2019 年约翰克兰实现营收 9.45 亿美元，同比增长 7.3%；实现净利润 2.2 亿美元，同比增长 8.9%；根据公司年报，2019 年公司收入增长强劲的地区主要有中国、埃及和巴西等地区。

图 22: 约翰克兰收入



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 约翰克兰利润



资料来源: Wind 信达证券研发中心

伊格尔·博格曼是由博格曼和伊格尔于 2004 年合并而成，博格曼和伊格尔两家公司都有超过 50 年密封件的研发经历，两大巨头合并以后竞争实力进一步提升。其中，伊格尔成立于 1964 年，发展前期主要是通过和美国企业合作获得阀门以及密封件的生产技术，随后逐步壮大为全球密封件的领军企业；博格曼是在 1962 年开始进行密封件的研发，后续也是通过一系列的国内并购，进一步发展壮大自身业务。

表 7: 伊格尔发展历程

时间	伊格尔发展历程
1964 年	日本 Sealol 株式会社（现为伊格尔工业株式会社）成立
1969 年	与 Atwood & Morrill Co.,Inc（现为 Weir Valves & Controls USA Inc.）（美国）签署有关电力行业用阀门的技术合作协议
1971 年	与 The Bendix Inc（现为 Goodrich Corp.）（美国）签署有关膜盘联轴器的技术合作协议
1978 年	公司更名为伊格尔工业株式会社
1982 年	在东京证券交易所市场第二部上市
1987 年	通过与 NOK 株式会社及瑞进通商（韩国）合资，成立以生产、销售机械密封的子公司
1988 年	通过与 EG&G 公司（美国）合资，成立生产用于航空、航天业的金属垫片、密封等产品的伊格尔 EG&G 航空航天株式会社
2002 年	开始销售拥有世界最高级耐压性的通用密封“EA200 系列”，推出行业首款“全球通用型集装箱式密封”
2004 年	伊格尔科技株式会社更名为伊格尔博格曼科技株式会社
2005 年	设立航空航天事业部，从伊格尔·工程·航空航天株式会社接手航空航天业务
2012 年	从 NOK 株式会社接手蓄能器、住宅设备用阀门产品业务

资料来源：伊格尔管网，信达证券研发中心

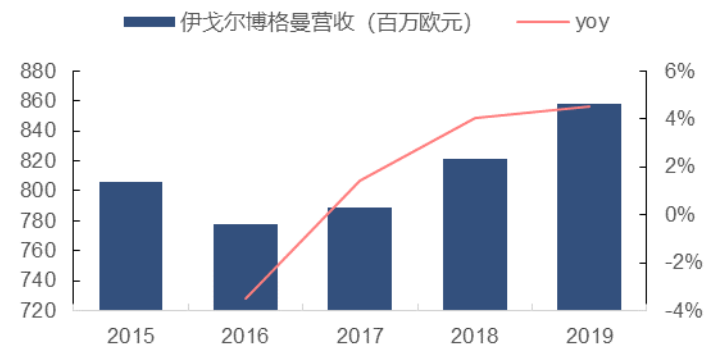
表 8：博格曼发展历程

时间	博格曼发展历程
1884 年	博格曼在德国德累斯顿成立，初期主要是供应“技术文章”。
1962 年	开始研发和制造机械密封
1965 年	开始生产膨胀节接头
1978 年	开始国际扩张道路，不断加强在全球市场的存在，成立 50 多家子公司与合资公司
1993 年	收购 Scandinavian KE 集团
1998 年	收购意大利 BT 集团和德国杜伊斯堡 Gustav Espey 公司
2004 年	博格曼工业与伊格尔工业合并为伊格尔·博格曼集团

资料来源：伊格尔管网，信达证券研发中心

伊格尔·博格曼收入稳步提升。伊格尔·博格曼全球领先的密封件生产企业，其产品涵盖了全系列的机械密封、密封辅助系统、磁性联轴器、碳浮环密封、膨胀节、密封垫片和填料密封以及全方位的服务。产品广泛应用于石油和天然气工业、精炼厂、石油化工、化工、制药、食品加工、能源、水处理、采矿、造纸、航空航天等领域的泵用及釜用机械密封及辅助系统。伊格尔·博格曼员工人数超过 6000 人，在全球拥有 48 家子公司，250 多个服务和销售地点近几年，伊格尔·博格曼收入也呈现稳步提升的态势，2019 年公司实现营收 8.58 亿欧元，同比增长 4.51%。

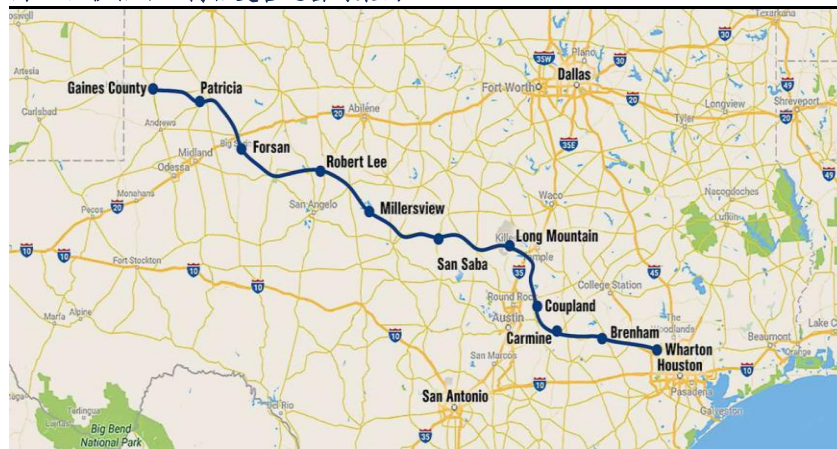
图 24: 伊格尔·博格曼营收及增速



资料来源: 伊格尔博格曼官网, 信达证券研发中心

伊格尔·博格曼在管道密封领域具备较强的竞争实力。伊格尔·博格曼在管道密封领域具备强大的竞争实力，给全球多家管道密封解决密封难题。如 Enterprise Products Partner LP 是一家美国管道运营商，其有一段管线从靠近新墨西哥州边界的塞米诺尔市至休斯顿北部，全长 8000 公里，经 11 个泵站。由于管道内蒸汽压力变化很大，采用之前厂家的密封件一个月左右就会失效。2015 年，采用伊格尔·博格曼设计的高压密封件后，密封件的使用时间显著增加，正常运营一年后没有任何问题。

图 25: 伊格尔·博格曼管道密封案例



资料来源: 伊格尔博格曼官网, 信达证券研发中心

伊格尔·博格曼中国布局。伊格尔·博格曼在中国拥有四家子公司，总部设立在上海浦东，全权负责伊格尔·博格曼产品在中国市场的生产、销售及售后服务。四家子公司分别设立在上海、大连、无锡和慈溪。1995 年同上海电气集团公司一起组建了上海博格曼有限公司。1997 年与大连大耐泵业有限公司共同建立了大连博格曼有限公司。上海、大连两家子公司主要生产

博格曼机械密封和密封辅助系统。子公司无锡伊格尔博格曼机械密封有限公司是伊格尔·博格曼在中国无锡设立的独资公司，主要生产伊格尔品牌产品。慈溪博格曼密封材料有限公司主要生产盘根、垫片等静密封材料。

尽管面临着海外巨头的竞争，中密控股在管网领域还是实现了进口替代。（1）2017 年公司“天然气管线压缩机 15MPa 干气密封”产品通过中国机械工业联合会、中国通用机械工业协会出厂鉴定，并开始获得订单；（2）2018 年，公司已全面进入各大管道公司，如中石油管道公司（廊坊）、北京天然气管道公司、中石油西部管道公司、中石油西气东输公司、中石油西南管道公司、中石化川气东输公司、中石化重庆管道公司、中石化榆济管道公司等。并获得约 5000 万元订单。（3）2019 年，公司完成陕京四线张家口站、中俄东线首站黑河站配套交付。其中黑河站为中俄东线天然气首站，公司包揽配套 4 台压缩机。配套沈鼓用于中石油西南油气田兴文站、江津站，中石油管道沈阳站、永清站、锦州站管线压缩机干气密封及系统共计 16 台套；中标中石油管道西气东输分公司管线压缩机干气密封维修框架合同（三年）。在 2019 年新签订单约 5000 余万元。

表 9：公司天然气管线密封发展历程

时间	天然气管道密封发展历程
2017 年	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（型号：S738-180）”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出厂鉴定。国内天然气长输管线压缩机上使用的干气密封产品基本被国外垄断，该项目成功通过验收，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。获得中石油西部管道联合公司 16 套进口干气密封维修订单；获得中海油湛江分公司涠洲油田天然气处理优化项目天然气压缩机干气密封订单，该项目为首台套应用于海上平台的干气密封项目；获得中石化涪陵白涛-石柱王场输气管道增压扩能工程 4 台压缩机干气密封订单；获得中石油西南管道公司中缅管道池州、梧州站 3 台管线压缩机干气密封配套项目。
2018 年	公司已全面进入各大管道公司，如中石油管道公司（廊坊）、北京天然气管道公司、中石油西部管道公司、中石油西气东输公司、中石油西南管道公司、中石化川气东输公司、中石化重庆管道公司、中石化榆济管道公司等。在涪陵管道二期、西南管道河池站与梧州站、涠洲岛海上平台、中石油管道沈大线等项目上获得约 5,000 万元订单。
2019 年	公司完成陕京四线张家口站、中俄东线首站黑河站配套交付。其中黑河站为中俄东线天然气首站，是俄罗斯天然气进入中国的第一道关口，公司包揽配套 4 台压缩机。配套沈鼓用于中石油西南油气田兴文站、江津站，中石油管道沈阳站、永清站、锦州站管线压缩机干气密封及系统共计 16 台套；中标中石油管道西气东输分公司管线压缩机干气密封维修框架合同（三年）。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 5000 余万元。2020 年随着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。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

竞争能力夯实，公司在新建的管道密封中的市占率已经达到 70%。根据我们草根调研了解到，2019 年全国新建的天然气管线大约只有 3000 公里左右，按照每 250 公里新建一个压缩站，每个压缩站配套 3 台压缩机，每台压缩机中密封件的价值量为 200 万元计算，则 2019 年新建的天然气管线密封件市场规模约为 7200 万元，公司拿到 5000 万左右的订单，因此公司在新建天然气管线密封件市场规模约为 69.4%。

业绩稳定是密封件企业的共同特征：（1）约翰克兰以及伊格尔·博格曼等全球密封件龙头的收入波动均非常小，也充分体现出密封件行业存量业务对业绩的稳定作用。（2）全球密封件龙头也会通过并购方式对产品线进行拓展，约翰克兰以及伊格尔·博格曼都不仅仅只是生产密封件，也都有像工业阀门等横向业务拓展。（3）约翰克兰、伊格尔·博格曼和福斯三家企业占据全球高端机械密封件 75%左右的市场份额，中密控股作为国内机械密封的龙头企业，在国内机械密封领域的市占率不足 10%。未来随着国内机械密封竞争形势的不断加剧，行业不断向龙头集中，公司市占率还有较大的提升空间。

稳健外延扩张，推动“大密封”战略布局

公司自 2015 年上市以来，积极进行并购扩张。除了修炼内功，实现持续内生增长之外，公司充分利用了自身品牌优势和资本市场平台优势，实现行业资源整合与市场扩张。公司并购了子公司优泰科和华阳密封，目前正在筹划并购新地佩尔。未来公司将继续利用资本平台优势开展行业整合，延伸和完善产业结构，在未来的市场竞争中占据主导地位，逐步完成公司的大密封产业布局。

图 26：公司外延并购路线图



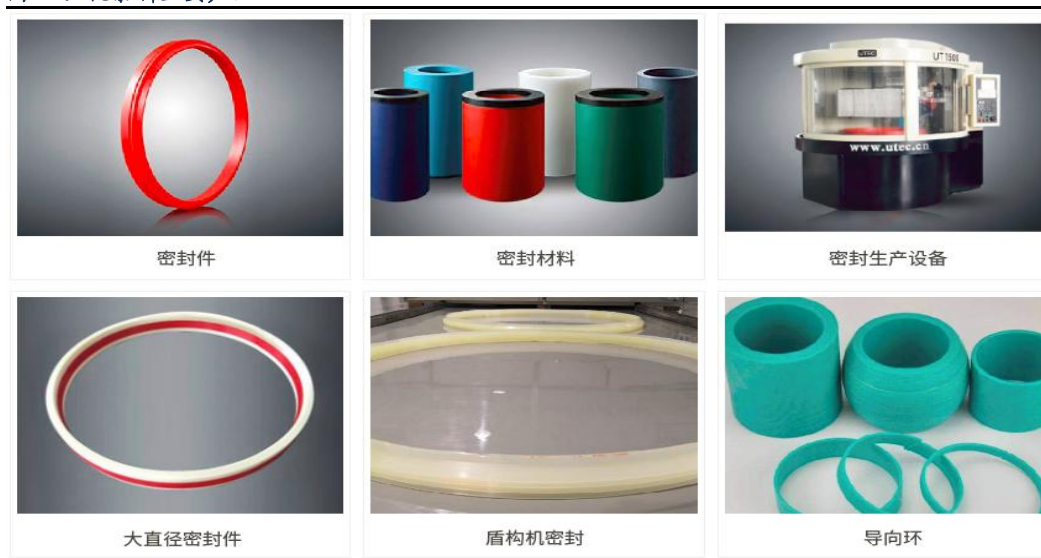
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

布局橡塑密封领域，突破公司成长天花板

优泰科是国内无模具密封技术的领先者，与公司客户有较多重叠且技术与公司有一定的互通性，可以有较好的协同效应。2016 年 12 月，公司以 15840 万元现金收购优泰科，正式进军橡塑密封领域。优泰科主要产品为无模具密封加工设备、无模具密封加工材料以及无模具橡塑密封产品，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，广泛应用于矿山机械、工程机械、轨道交通盾构设备、特种油缸、气动密封、机床、水电、食品医疗等行业。可以与公司共用销售及服务网络以降低整体运营成本，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，有利于提升公司的市场空间。

图 27：优泰科主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

橡塑密度市场集中度低，优泰科有望成长为国内领军企业。我国橡塑密封市场规模约为 200 亿元，由于技术壁垒相对较低，因此市场集中度比机械密封更低。优泰科在行业中有一定的品牌影响力，在密封材料和无模具加工技术方面具有较为突出的领先优势，具备成长为龙头企业的关键基因。在公司各类资源的支持下，优泰科有望保持快速增长，在橡塑密封纷乱的市场竞争中迅速突出重围，占据领先地位。

优泰科收购后效益良好，超额完成对赌业绩。优泰科业绩稳定高速提升，2019 年营业收入达到了 1.25 亿元，同比增长 5.83%，净利润为 2010.13 万元，有所下滑，净利润下滑主要原因为传统煤炭市场低迷，橡塑密封毛利率下滑。优泰科 2016 年至 2018 年扣除非经常性损益后的净利润 5,121.07 万元，占交易承诺业绩 5,050 万元的 101.41%，完成了业绩承诺。

表 10：优泰科业绩

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入（万元）	6834.20	8260.14	11824.24	12513

营收 yoy	-5.64%	20.86%	56.14%	5.83
净利润	1,121.73	1,621.30	2,403.23	2010.13
净利润 yoy	-4.60%	44.53%	66.34%	-16.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

收购华阳密封，进一步抢占高端市场

收购华阳密封，进一步抢占高端市场。2016 年 12 月公司以 1.1 亿元现金收购华阳密封 37.2%的股权，成为了华阳密封的第一大股东。截止至 2018 年 8 月，公司已完成对华阳密封 98.19%股权的实际控制，华阳密封已成为公司的控股子公司。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。华阳密封主要产品包括泵用密封、搅拌釜密封、压缩机干气密封、核级密封、干燥机密封、碳环密封及密封辅助系统等，产品广泛应用于石油、化工、造船、发电、食品、造纸、医药等行业。

华阳密封的产品与公司同属机械密封的中、高端系列，与公司在技术、研发、生产制造以及市场等多个方面具有很强的互补性，此次收购为公司完成大密封产业整合迈出坚实一步。华阳密封曾是公司近年来在高端产品市场上的强劲竞争对手之一，技术能力强，在釜用密封领域具有突出的领先优势，此次收购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。在公司的管理和资源支持下，华阳密封已逐步走出困境，2019 年完成营业收入 11822.45 万元，净利润 2302.9 万元。

表 11：华阳密封业绩

指标	2016 年	2017 年	2018 年 8-12 月	2019 年
营业收入（万元）	6,729.35	8,067.37	4,786.46	11822.45
净利润	-4,548.02	74.23	1,323.10	2302.9

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

拟收购新地佩尔，产品进行横向拓展

拟收购新地佩尔，进军特种阀门领域。2020 年 2 月 21 日，公司发行公告，拟非公开发行股份 29775.336 万股，募集 6.5 亿元，其中 2.1 亿元用于收购新地佩尔 100%股权。新地佩尔是我国特种阀门的优质企业，2019 年新地佩尔实现营收 7326.94 万元，实现净利润 2138.85 万元。新地佩尔业绩承诺为三年累计实现的净利润之和不低于 6000 万元，其中 2019-2021 年扣非后净利润将分别达到 1500 万元、2000 万元和 2500 万元。

新地佩尔是优质的特种阀门供应商，主要服务于石油化工领域，尤其在天然气管道领域有良好的竞争力，此次收购在进一步

拓展公司业务的同时，十分有利于公司在天然气管道领域的扩张。新地佩尔是一家特种阀门制造商，致力于特殊工况、特殊功能以及特殊领域专用阀门的研发和制造，形成了以自动类阀门、控制阀、截断类阀等三大系列产品为核心的产品序列。新地佩尔先后成功为中石油、中海油、中石化、中航油、延长石油、SHELL、BP、TOTAL、三峡集团等石化行业知名企业提供了油气管道关键设备。新地佩尔还参与了西气东输一二三线、中俄原油管线、中俄天然气东线、溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩等多个国内外重大工程项目，获得了中石油等客户的高度认可。

表 12：新地佩尔部分产品

产品类别	描述	图例
止回阀	作为长输管线止回阀国产化的实践者和先行者，NDIV 在止回阀领域耕耘了十多年，已经在轴流式止回阀、通球止回阀、深冷止回阀和矿浆止回阀领域取得不俗的成绩，形成了十多项独有的制造技术和多项专利技术，大量产品成功应用于天然气、原油、LNG 和矿浆管线，在保证管路系统安全可靠运行的同时，有力的推动了止回阀的国产化进程。	
清管阀	作为清扫管线、隔离输送、变径清管、自由切换和输送、保护内浮顶罐的专业设备，清管阀在众多需要发射或接收清管器的场合展现出了其巨大的使用价值和综合性价比优势。	
井口安全阀	井口安全阀是一种满足石油天然气井场的必备安全保护设备。适用于天然气、调压站、长输管线等的可靠切断，以保护管线及设备的安全运行。当系统压力超过规定的高限压力或低于规定的低限压力时，该阀自动关闭，防止天然气外泄。	
自动循环阀	离心泵一般均在变流量的状态下工作，当离心泵在低于负荷运行时，会出现导致泵损坏的过热、噪声、不稳定和气蚀等现象。自动循环阀是保证离心泵所必需最小流量的最小流量控制阀门，是离心泵正常运行的保护装置。	

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

对标国际巨头，我们认为中密控股还将持续实施其外延并购战略，真正兑现“内生+外延”双轮驱动的发展模式，迈向全球密封件龙头序列。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

不考虑增发，我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 1.38、1.94 和 2.38 元，对应 2020 年 6 月 23 日收盘价（30.10 元/股）市盈率 22/16/13 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 13：可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）				EPS（元）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603699.SH	纽威股份	16.25	122	26.64	20.06	15.78	12.80	0.61	0.81	1.03	1.27
603638.SH	艾迪精密	46.09	276	91.46	64.88	50.61	41.94	0.83	1.17	1.5	1.81
601100.SH	恒立液压	75.91	669	51.64	41.26	34.66	29.77	1.47	1.84	2.19	2.55

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 06 月 23 日收盘价

风险因素

石油价格波动风险

石油化工领域的固定资产投资受石油价格波动影响较大，目前受新冠肺炎影响石油需求端有减弱的趋势，同时叠加 OPEC+ 内部纠纷，石油价格下降明显，可能影响石油化工行业固定资产投资情况。

天然气管道建设不急预期风险

国家油气管网公司从成立到接受原有石油公司管线仍需时日，天然气管道的建设速度可能有不及预期的风险。

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,054.85	1,288.24	1,551.31	1,943.46	2,447.70
货币资金	298.28	423.60	492.50	620.84	835.60

利润表

	单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	704.58	888.34	1,001.84	1,326.22	1,600.41
营业成本	328.80	408.16	457.54	596.86	719.00

应收票据	153.79	35.71	44.30	55.37	65.30
应收账款	329.08	389.18	445.40	555.30	623.40
预付账款	8.01	7.18	15.28	18.70	10.34
存货	256.81	242.72	335.63	429.50	546.40
其他	8.88	189.86	216.70	263.25	366.00
非流动资产	1,528.11	1,744.41	2,078.51	2,411.97	2,884.52
长期股权投资					
固定资产(合计)	195.10	202.93	209.38	203.88	178.39
无形资产	129.85	122.58	114.38	106.11	97.84
其他	1,203.16	1,418.90	1,754.76	2,101.98	2,608.29
资产总计	1,528.11	1,744.41	2,078.51	2,411.97	2,884.52
流动负债	245.23	258.99	317.50	367.17	456.04
短期借款	33.94	12.76	10.30	8.90	6.20
应付票据	18.58	19.69	22.50	22.47	30.45
应付账款	109.54	87.05	120.30	143.20	185.95
其他	83.17	139.49	164.40	192.61	233.45
非流动负债	149.17	148.28	145.62	147.55	194.00
长期借款	124.46	123.96	124.00	124.00	124.00
其他	24.71	24.33	21.62	23.55	70.00
负债合计	394.39	407.28	463.12	514.73	650.04
少数股东权益	3.05	3.03	3.63	4.33	5.07
归属母公司股东权益	1,133.72	1,337.13	1,615.39	1,897.21	2,234.48
负债和股东权益	1,528.11	1,744.41	2,078.51	2,411.97	2,884.52

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	704.58	888.34	1,072.29	1,440.76	1,736.98
同比(%)	42.09%	26.08%	20.71%	34.36%	20.56%
归属母公司净利润	170.45	220.85	270.33	380.61	467.16
同比(%)	42.08%	29.57%	22.41%	40.79%	22.74%
毛利率(%)	53.33%	54.05%	54.38%	55.26%	55.32%
ROE%	15.08%	16.55%	16.75%	19.76%	20.22%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.12	1.37	1.94	2.38
P/E	35	27	22	16	12.67
P/B	5.24	4.44	3.66	3.07	2.56
EV/EBITDA	23.21	17.04	16.32	11.14	9.24

营业税金及附加	9.46	12.14	13.73	18.17	21.93
销售费用	84.20	94.29	104.19	135.27	160.04
管理费用	34.81	37.58	42.38	56.10	67.70
研发费用	704.65	888.43	1,001.93	1,326.30	1,600.48
财务费用	-7.37	-1.86	-2.00	-2.00	-2.00
减值损失合计	1.67	11.15	13.00	16.00	18.00
投资净收益	-1.56	3.40	4.00	5.50	7.50
其他					
营业利润	198.94	255.13	293.15	403.97	496.70
营业外收支	0.34	1.89	0.30	0.20	0.20
利润总额	199.28	257.02	293.45	404.17	496.90
所得税	28.36	35.93	43.28	55.94	66.82
净利润	170.92	221.09	252.37	347.59	427.33
少数股东损益	0.47	0.24	0.60	0.70	0.74
归属母公司净利润	170.45	220.85	251.80	346.88	426.56
EBITDA	242.48	329.71	337.61	430.15	507.85
EPS(当年)(元)	0.87	1.12	1.28	1.76	2.17

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	52.55	122.40	155.40	205.24	250.11
净利润	170.92	221.09	270.94	381.38	468.00
折旧摊销	18.77	28.54	30.76	32.76	32.76
财务费用	-7.37	-1.86	-2.00	-2.00	-2.00
投资损失	4.65	0.00	-4.00	-5.50	-7.50
营运资金变动	-126.65	-344.44	-143.73	-173.27	-191.82
其它	-7.77	219.07	3.43	-28.13	-49.33
投资活动现金流	-257.05	-2.32	-8.98	-7.06	-8.54
资本支出	285.41	15.57	210.45	14.32	13.24
长期投资					
其他	-542.46	-17.89	-219.43	-21.38	-21.78
筹资活动现金流	107.11	4.09	112.64	-14.30	-13.40
吸收投资		63.01	0.00	0.00	0.00
借款	160.44	22.83	4.50	2.30	2.30
支付利息或股息	31.94	36.42	36.94	35.42	34.23
现金流净增加额	(97.38)	124.17	259.06	183.89	228.18

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。