

2020年07月21日

中密控股 (300470.SZ)

深度分析

不断拓展新市场的机械密封龙头

投资要点

- ◆ **国内机械密封行业龙头，盈利能力强。**公司是国内机械密封行业龙头，也是我国机械密封行业目前唯一的上市公司，主要产品包括机械密封、干气密封、橡塑密封和密封辅助系统。2017-2018 年公司业绩高速增长，2019 年受下游需求影响，业绩增速有所放缓。公司盈利能力强，费用管控能力逐年提升，具有典型的“小而美”的特征。
- ◆ **密封件是重要的工业消耗品，存量业务成为公司业绩的稳定器。**密封件对于安全生产极为重要，且在运行过程中容易产生磨损需要定期更换，因此密封件属于重要的工业消耗品。密封件企业的营收包括存量和增量两部分，存量业务面向石化、矿山、核电等终端客户，客户粘性强，十分重视产品性能的稳定性和供应保障的及时性。同时密封件价值量相对较低，客户对其价格不敏感，因此存量业务具备业务稳定、高毛利的特征，是公司业绩的“稳定器”。增量业务面向主机厂，需要竞标取得，竞争激烈毛利率相对较低，但对于公司提升市场占有率十分重要。
- ◆ **多个因素支撑下，公司业绩有望稳健增长。**（1）石化和煤化工行业保持稳健：油价企稳，在建产能支撑，石化行业景气度有望回升；油价与下游需求冲击对煤化工行业产生双重压力，随着油价企稳与新型煤化工技术的进步，煤化工行业有望保持稳定。（2）天然气与核电有望成为新的业绩增长点：我国天然气管道密度相对较低，随着国家管网公司的成立，天然气管道建设有望加快；中国核电市场有望稳定发展，公司核电产品市占率较低，在公司技术实现突破下，核电产品有望加快发展。（3）把握一带一路战略，海外市场营收增长迅速。公司积极开拓中亚和东南亚市场，同时紧跟“一带一路”战略拓展俄罗斯市场。2019 年公司海外市场的营业收入同比增长超过一倍。
- ◆ **市占率提升、外延并购，公司成长路径清晰。**（1）在石化行业炼化一体趋势以及供给侧改革、环保政策趋严的共同推动下，公司的下游行业集中度将逐步提升，大型项目对密封件要求更高，中小企业市场份额逐步受到挤压，公司市占率有望提升。（2）服务、价格、自主可控共同推进公司市占率提升：密封件的配套服务极为重要，公司与国外企业相对具备服务优势；公司技术接近国外但产品价格更低；密封件属于工业强基的一部分，自主可控十分重要。在国产化的趋势下公司市占率将稳步提升。（3）密封件行业下游分散，产品难以标准化，细分市场规规模小，并购是企业重要发展思路，公司已进行多次并购，参照全球密封件龙头的成长路径，外延并购下公司有望成长为下一个密封件巨头。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年公司收入分别为 10.13 亿元、13.66 亿元、17.16 亿元，归母净利润分别为 2.61 亿元、3.39 亿元、4.25 亿元，EPS 分别为 1.32 元、1.72 元、2.16 元，暂不考虑增发摊薄的影响，对应 2021 年动态 PE22.6 倍，给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**原油价格波动的风险；下游需求增长不及预期；竞争激烈导致盈利能力

机械 | 基础件 III

投资评级

买入-A(上调)

股价(2020-07-21)

38.98 元

交易数据

总市值（百万元）	7,669.20
流通市值（百万元）	7,005.77
总股本（百万股）	196.75
流通股本（百万股）	179.73
12 个月价格区间	22.99/39.97 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.29	30.57	-15.89
绝对收益	35.27	64.49	61.58

分析师

刘荆

SAC 执业证书编号：S0910520020001

liujing1@huajinsec.cn

相关报告

中密控股：短期受疫情影响，不改长期发展趋势 2020-04-23

中密控股：非公开发行股票预案点评 2020-02-21

下降的风险；产能不足的风险；外延并购发展不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	705	888	1,013	1,366	1,716
YoY(%)	42.1	26.1	14.0	34.9	25.6
净利润(百万元)	170	221	261	339	425
YoY(%)	42.0	29.6	18.0	30.0	25.4
毛利率(%)	53.3	54.1	54.4	53.3	53.1
EPS(摊薄/元)	0.87	1.12	1.32	1.72	2.16
ROE(%)	15.1	16.5	16.7	18.2	18.9
P/E(倍)	45.0	34.7	29.4	22.6	18.0
P/B(倍)	6.8	5.7	4.9	4.1	3.4
净利率(%)	24.2	24.9	25.7	24.8	24.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、国内机械密封行业龙头，盈利能力强	5
(一) 公司是国内机械密封行业龙头	5
(二) 主营各类密封件，终端石化和煤化工占比较高	6
(三) 受下游需求影响，2019 年营收增速放缓	7
(四) 公司盈利能力强，财务指标优秀	8
二、密封件应用广泛，属于重要的工业消耗品	9
(一) 密封件下游应用广泛，分为动密封和静密封	9
(二) 密封件属于工业消耗品，包括增量、存量两大需求	10
(三) 机械密封属于动密封，对应约 70 亿市场空间	11
(四) 橡塑密封也被称为往复密封，对应市场空间超过 150 亿	13
三、多个因素支撑，公司业绩有望稳健增长	14
(一) 石化行业景气度回升，支撑业绩增长	14
(二) 煤化工行业有望保持稳定	15
(三) 天然气和核电有望成为新的业绩增长点	16
1、国家管网成立，管道建设有望加速	17
2、自主可控推动下，核电产品加快发展	18
(四) 开拓海外市场，未来几年有望保持较快增长	18
四、公司成长路径清晰，有望成为下一个密封件巨头	19
(一) 下游集中度提升，公司将充分受益	19
(二) 国产化趋势明显，市占率有望提升	20
1、重视研发，多个项目打破国外垄断	20
2、服务、价格、自主可控推动国产化，公司市占率有望提升	21
(三) 外延并购，打造大密封产业格局	22
1、并购是行业发展的重要方式	22
2、约翰克兰发展经验：多次并购成就全球密封件龙头	24
五、盈利预测与估值	25
(一) 盈利预测	25
(二) 估值分析	26
六、风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构情况	5
图 3：2016-2019 年公司分产品营业收入情况（百万元）	7
图 4：2019 年公司分产品营业收入占比	7
图 5：2011-2020Q1 公司营业收入变化趋势	7
图 6：2011-2020Q1 公司归母净利润变化趋势	7
图 7：2012-2019 年公司分行业营业收入情况（百万元）	8
图 8：2011-2019 年公司毛利率与净利变化情况	8
图 9：2019 年公司分产品营收和毛利率情况（百万元）	8
图 10：2011-2019 年公司三项费用率情况	9
图 11：2011-2019 年公司 ROA 与 ROE 变化情况	9

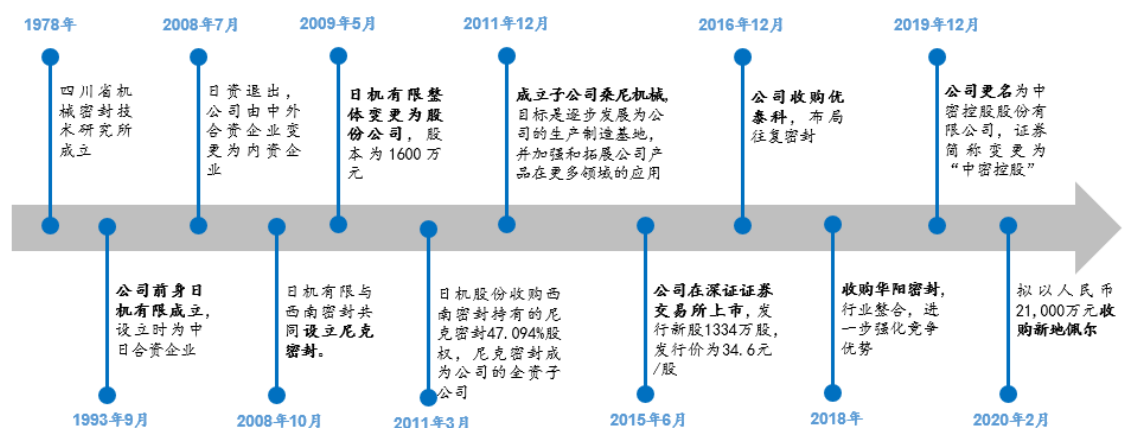
图 12: 密封件产业链情况.....	9
图 13: 密封件分为静密封与动密封.....	10
图 14: 密封件行业的商业模式.....	11
图 15: 存量业务的营收更加稳定.....	11
图 16: 存量业务的毛利率更高.....	11
图 17: 机械密封的基本结构.....	12
图 18: 机械密封工作原理.....	12
图 19: 干气密封的基本结构.....	12
图 20: 干气密封通过密封面的动压槽形成用于密封的气膜.....	12
图 21: 常见的往复密封产品.....	14
图 22: 石化行业景气度与油价高度相关.....	14
图 23: 民营炼化企业长期资产投资变化情况.....	14
图 24: 煤化工产业链.....	16
图 25: 神华宁煤集团 400 万吨/年煤炭间接液化示范项目.....	16
图 26: 煤化工板块固定资产投资情况 (百万元).....	16
图 27: 煤化工板块在建工程变化情况 (百万元).....	16
图 28: 我国中长期天然气管网建设规划.....	17
图 29: 我国天然气管网建设有望加速.....	17
图 30: 我国核电发电量及其占总发电量比例的变化情况.....	18
图 31: 我国核电装机量及其同比变化情况.....	18
图 32: 我国加快建设一带一路区域能源交易市场.....	19
图 33: 2011-2019 年公司研发费用变化情况.....	21
图 34: 公司员工学历情况及其占比.....	21
图 35: 密封件是工业强基中的重要零部件.....	22
图 36: 优泰科营收和净利润变化情况 (百万元).....	23
图 37: 子公司优泰科的主要产品.....	23
图 38: 华阳密封营收和净利润变化情况 (百万元).....	23
图 39: 子公司华阳密封的主要产品.....	23
图 40: 新地佩尔的主要产品.....	24
图 41: 2015-2019 年约翰克兰营业收入与利润情况.....	24
图 42: 2015-2019 年约翰克兰营业利润率变化情况.....	24
图 43: 约翰克兰的发展过程伴随着多次并购.....	25
图 44: 中密控股 PE 和机械基础件板块 PE 变化情况.....	26
表 1: 公司产品简介.....	6
表 2: 主要行业机械密封市场空间测算.....	13
表 3: 在建石化项目情况统计.....	15
表 4: 七大石化基地代表项目介绍.....	20
表 5: 公司近几年研发的新产品情况.....	21
表 6: 绝对估值关键假设.....	27

一、国内机械密封行业龙头，盈利能力强

（一）公司是国内机械密封行业龙头

公司是中国流体密封行业领军企业。公司业务起源于 1978 年成立的省机械院密封技术研究所，是我国最早成立的专业密封研究机构之一。1993 年公司前身日机有限成立，2009 年整体变更为股份公司，2015 年在深圳证券交易所上市。公司重视密封产业布局，2016 年收购优泰科，布局橡塑密封，2018 年收购华阳密封增强主业，2020 年 2 月公司拟以人民币 21000 万元收购新地佩尔，拓展特种阀门领域。经过多年的发展，公司已成长为国内密封件行业龙头，也是我国密封行业目前唯一的 A 股上市公司。

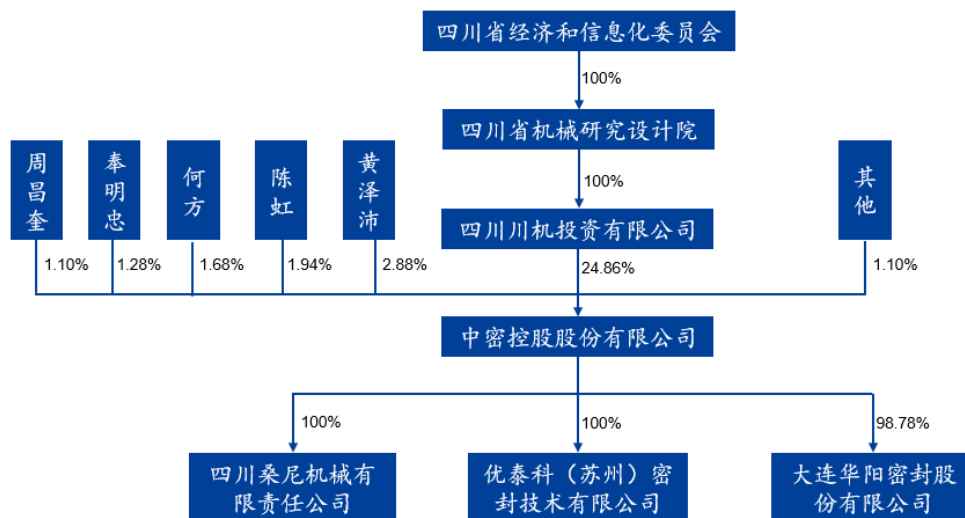
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司大股东为四川省经信委。四川省经信委通过省机械研究院持有公司 24.86% 的股权，是公司的大股东。公司下属三家子公司，分别是从事通用零部件制造的桑尼机械、从事橡塑密封的优泰科、从事机械密封的华阳密封。

图 2：公司股权结构情况

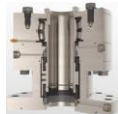


资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：股东持股情况来自于 2020 年一季度报，子公司情况来自于 2019 年年报）

（二）主营各类密封件，终端石化和煤化工占比较高

公司主要产品为各类密封件及其辅助系统。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，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。产品主要包括泵用密封、釜用密封、压缩机密封等密封件和密封辅助系统。

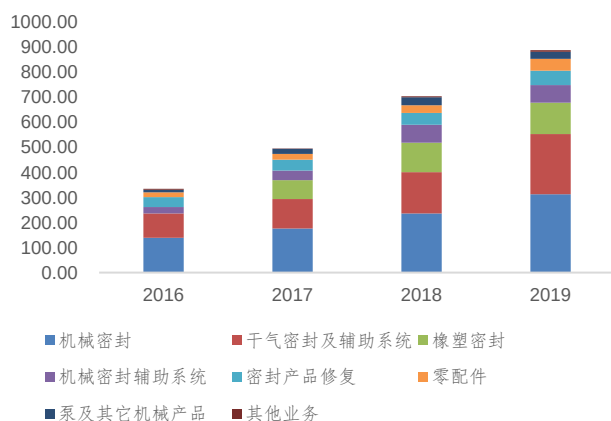
表 1：公司产品简介

产品名称	简介	适用环境	外观
泵用密封	包括接触式密封和非接触式密封；弹簧式机械密封、金属波纹管密封；单密封、不加压双密封和加压双密封；通用型和高参数密封等。	通常应用于低温、高压、高速、高粘度工况，或在含颗粒、轻烃、芳烃等介质	
釜用密封	包括高压、中压、低压釜用密封；单端面、双端面、多端面密封；接触式和非接触式密封；湿式密封和干式密封	通常应用于橡胶、PTA、PP、PE、PVC、医药、食品等行业的聚合釜、搅拌机、反应器	
压缩机密封	端面有流体动压槽设计，运转时，端面非接触运行，需要干气密封控制系统	用于保证在高转速下，密封的长期稳定可靠	
碳环密封	采用多级碳环进行节流，常采用氮气作为隔离	适用于清洁气体工况或离心压缩机干气密封的轴承侧隔离润滑油用。	
其他密封	包括：螺杆压缩机、风机、液力透平、膨胀机、挤压造粒机、水力切焦机等设备，还可以采用碳环密封、浮环密封、磁力密封等	除泵、反应釜和压缩机等设备外，其它处理流体的旋转机械密封	
密封辅助系统	包括湿密封辅助系统和干气密封辅助系统	其功能是实现端面润滑、调节密封腔温度，改善密封运行环境，延长密封工作寿命，同时对密封运行状态进行检测，适时进行维护、维修	
核电密封	包括核一级泵用机械密封、核二级泵用机械密封、核三级泵用机械密封、非核级泵用机械密封	用于核电站密封	
旋喷泵	旋喷泵（皮托管泵）是一种小流量、高扬程的新型工业用泵。具有运行稳定、效率高、检修方便、维护费用低等特点。	适用于小流量、高扬程的密封环境	

资料来源：公司官网，华金证券研究所

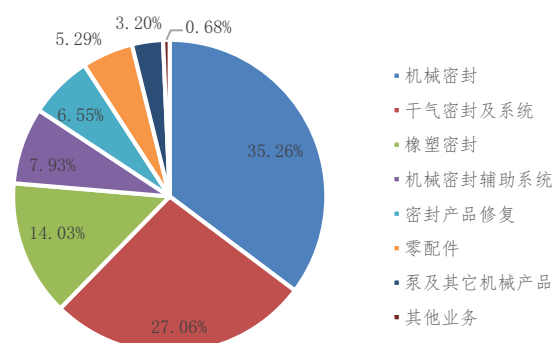
机械密封、干气密封、橡塑密封是公司的主要业务，其中干气密封属于新型非接触式机械密封，橡塑密封也叫做往复密封，是子公司优泰科的主要产品。2019 年机械密封、干气密封及系统、橡塑密封的营业收入分别为 3.13 亿元、2.40 亿元、1.25 亿元，占总营业收入的比重分别为 35.26%、27.06%、14.03%，合计占比 76.35%，是公司的主要业务。

图 3：2016-2019 年公司分产品营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2019 年公司分产品营业收入占比



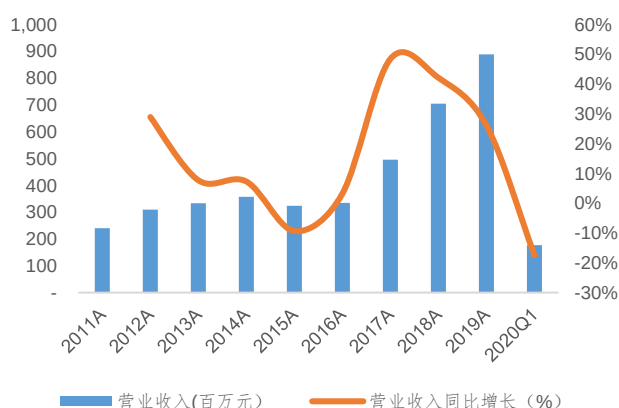
资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司产品的终端应用以石化和煤化工领域为主。公司产品目前应用于石油化工、煤化工、核电、天然气管道输送、电力等行业，在一些具有良好发展前景的行业中也有所应用并已取得一定成效，如水处理、精细化工、制药、能源回收、航空航海等领域。从营收占比情况看，公司产品的终端应用以石化和煤化工领域为主，根据 2019 年年报披露，公司来自石油化工行业的营业收入占比超过 60%，煤化工行业的营业收入占比在 15% 左右。

（三）受下游需求影响，2019 年营收增速放缓

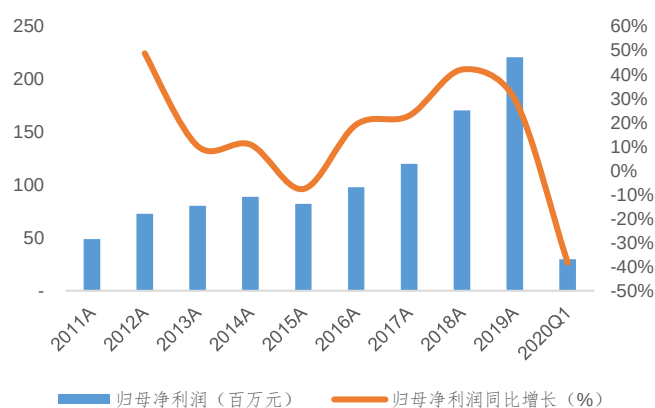
2019 年公司业绩增速放缓。2019 年公司主营业务收入为 8.88 亿元，同比增长 26.08%；归母净利润为 2.21 亿元，同比增长 29.57%，受下游需求回落的影响，公司业绩增速较 2018 年有所放缓。2020 年 Q1 受疫情影响，公司业绩下滑，一季度实现营业收入 1.76 亿元，同比下降 17.47%，实现归母净利润 0.30 亿元，同比下降 38.37%。

图 5：2011-2020Q1 公司营业收入变化趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

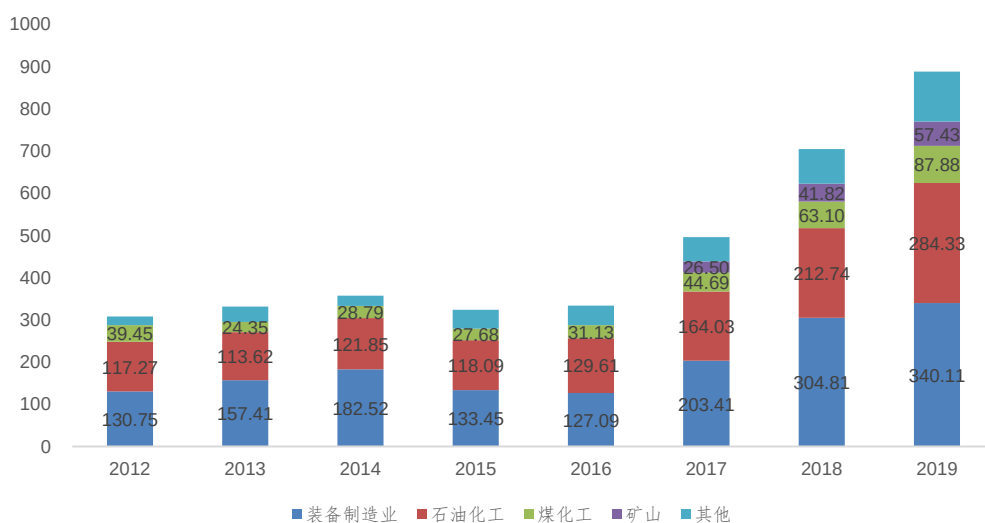
图 6：2011-2020Q1 公司归母净利润变化趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

分行业看，2019 年装备制造业增速下滑明显，其他则保持稳定。2019 年装备制造业实现营业收入 3.40 亿元，同比增长 11.58%，增速出现明显下滑；2019 年石油化工、煤化工、矿山行业的营业收入分别为 2.84 亿元、0.88 亿元、0.57 亿元，同比增速分别为 33.65%、39.27%、37.31%，增速较为稳定。

图 7：2012-2019 年公司分行业营业收入情况（百万元）

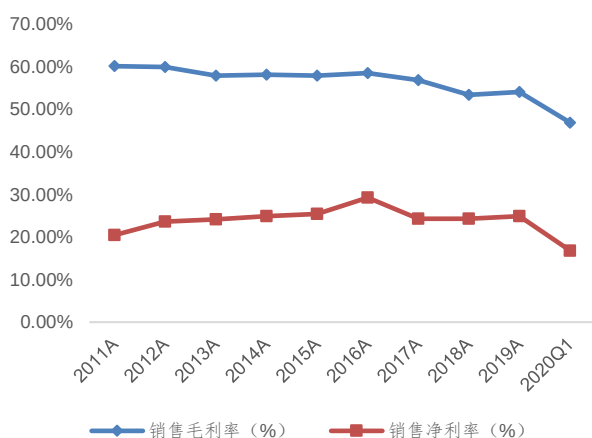


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）公司盈利能力强，财务指标优秀

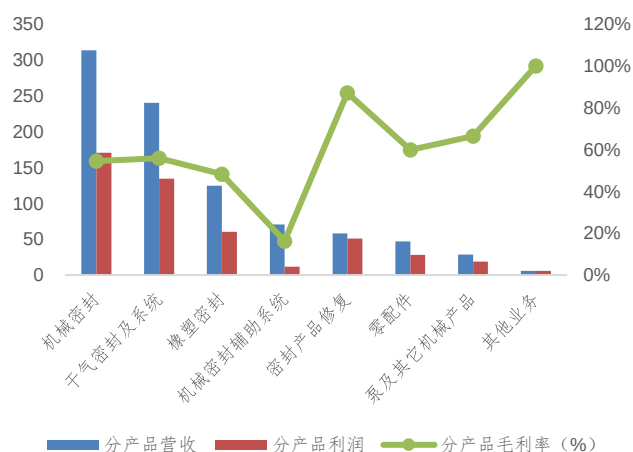
公司毛利率较高，2019 年有所上升。2011-2019 年公司毛利率在整体上有所下滑，但始终保持较高的水平。2019 年公司销售毛利率为 54.05%，受益于营收结构调整，毛利率较 2018 年有所回升。分产品看，干气密封的毛利率最高，2019 年机械密封、干气密封和橡塑密封的毛利率分别为 54.43%、55.86%、48.26%。

图 8：2011-2019 年公司毛利率与净利变化情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：2019 年公司分产品营收和毛利率情况（百万元）

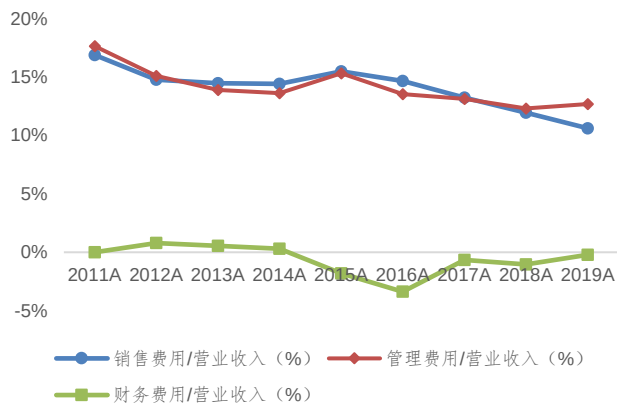


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司费用管控能力强，期间费用处于下降趋势。2019 年公司销售费用率为 10.61%，同比下降 1.34pcts，管理费用率为 12.69%，同比增长 0.38pcts，主要为股权激励成本摊销所致。公司费用管控能力逐年增强，2011-2019 年三项费用率整体从 34.53%下降至 24.52%。

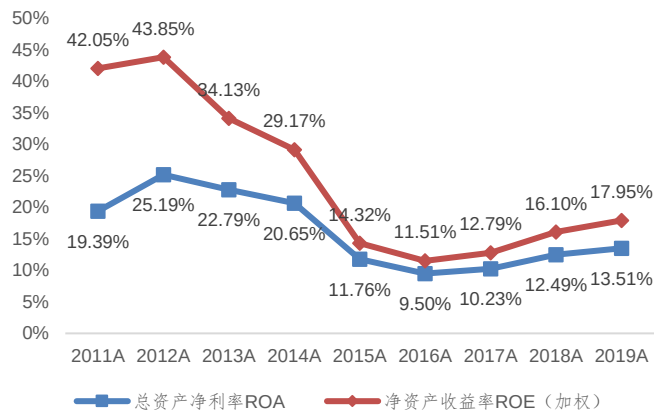
公司盈利能力强，财务指标优秀。得益于产品的高毛利和公司良好的费用把控能力，公司的盈利能力较强。2019 年公司销售净利率为 24.89%；2019 年公司的总资产收益率和净资产收益率分别为 13.51%、17.95%。

图 10：2011-2019 年公司三项费用率情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：2011-2019 年公司 ROA 与 ROE 变化情况



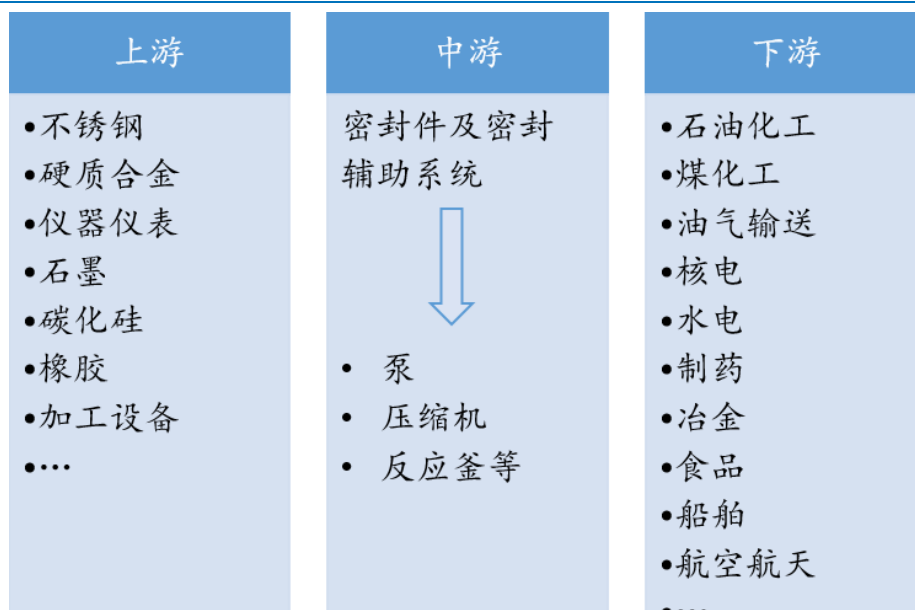
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、密封件应用广泛，属于重要的工业消耗品

（一）密封件下游应用广泛，分为动密封和静密封

密封件是重要的机械基础件，下游应用广泛。在工业领域，密封是指用于防止液体或气体等流体从相邻结合面间泄露，以及防止灰尘和水分等杂质侵入机器设备内部的零部件。密封件属于重要的机械基础件，对设备的维修周期、能耗和安全运行起着重要影响。密封件行业上游包括钢铁、塑料、橡胶等，下游面向石油化工、汽车、工程机械、航空航天等领域，应用极为广泛。

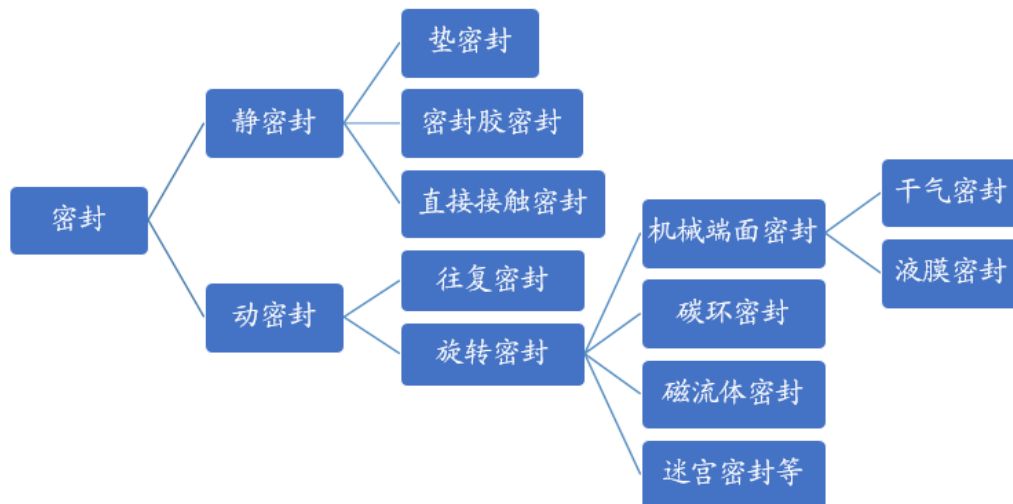
图 12：密封件产业链情况



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

密封件分为动密封和静密封，其中动密封可分为往复密封和旋转密封。根据工作时零件间是否运动可将密封分为静密封与动密封两大类，工作时零件相对静止的为静密封，相对运动则为动密封。根据密封部分相对运动的方式，动密封可分为往复密封和旋转密封。

图 13：密封件分为静密封与动密封



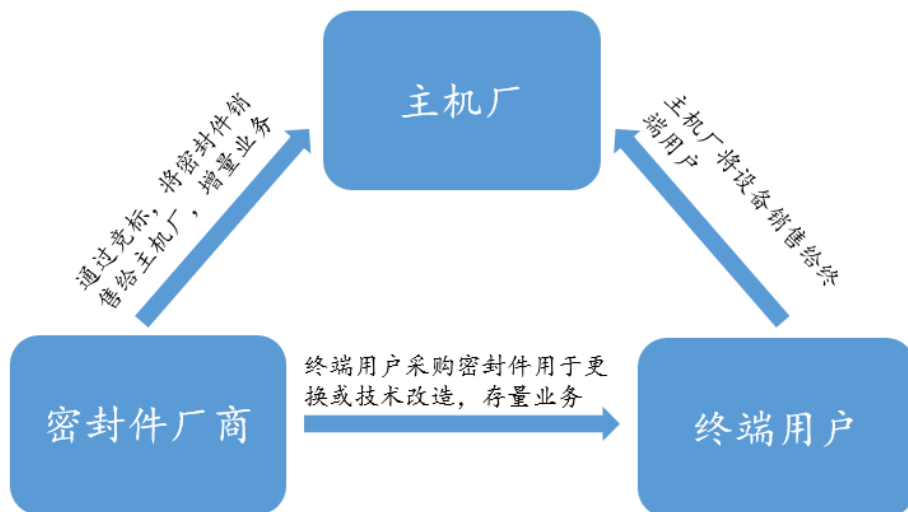
资料来源：一通密封招股说明书,公开资料整理，华金证券研究所

（二）密封件属于工业消耗品，包括增量、存量两大需求

密封件属于重要的工业消耗品，更换周期通常为 1-3 年。密封件常处于高温、高压、有毒等恶劣环境中，容易产生形变或损耗。另外，密封件在工作的过程中难免发生摩擦并产生磨损，而密封件又属于精密零部件，产品的轻微损伤或形变就可能会产生泄露等问题，甚至引发停产或安全事故，因此密封件属于重要的工业消耗品，其更换周期通常为 1-3 年。

密封件下游包括增量和存量需求，增量业务面向主机厂，存量业务面向终端用户。密封件厂商通过竞标取得主机厂的密封配套业务，主机厂将主机设备销售给终端客户，之后终端客户向密封件厂商采购用于更换或技术改造的密封件。对于密封件厂商而言，下游的需求包括来自主机厂的增量部分和来自于终端厂商的存量部分，增量业务在一定的时间后会转变为存量业务。

图 14：密封件行业的商业模式

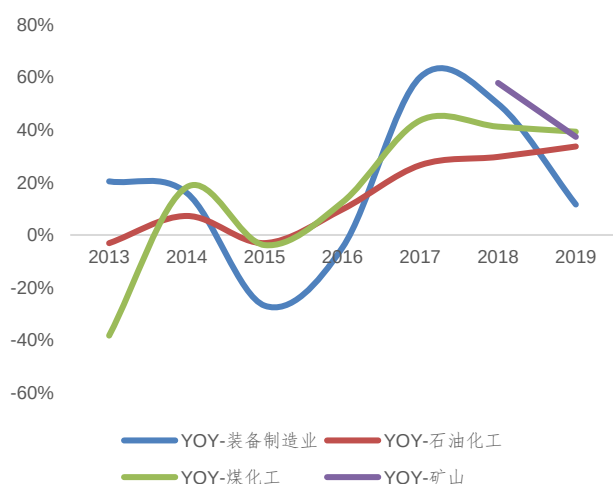


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

存量业务稳定，且毛利率较高。密封件产品对于保障安全生产十分重要，在产品质量得到保障的情况下，客户很少更换供应商。同时密封件带有明显的个性化定制特点，客户十分重视产品性能的稳定性和供应保障的及时性，对密封件生产企业的业绩和品牌要求较高，通常会与密封件生产企业保持长期、稳定的合作关系，因此存量业务十分稳定。另外机械密封的价值量相对较低，以石化项目为例，机械密封投资额不超过总投资的 1%，重要程度高但价值量低的特点使得客户对产品价格不敏感，因此存量业务的毛利率较高。

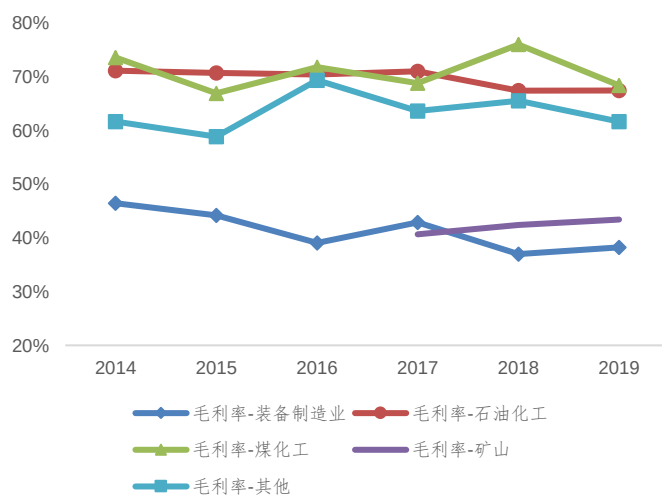
增量业务抢占市场份额，价格竞争激烈。增量业务来自于竞标，密封件厂商多采取“以主机厂占领终端”的策略，将增量业务视为提升市占率的重要途径，因此竞标竞争激烈，增量业务毛利率低于存量业务。

图 15：存量业务的营收更加稳定



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：存量业务的毛利率更高

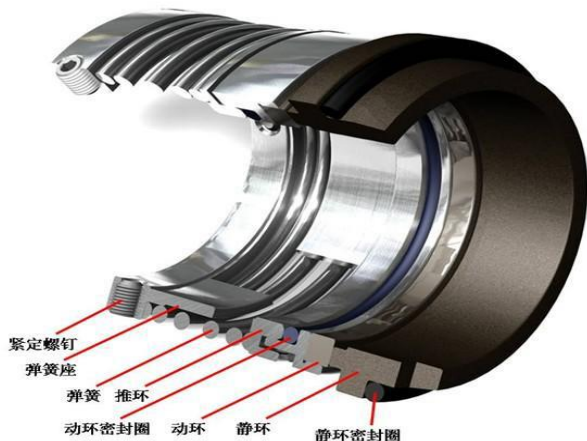


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）机械密封属于动密封，对应约 70 亿市场空间

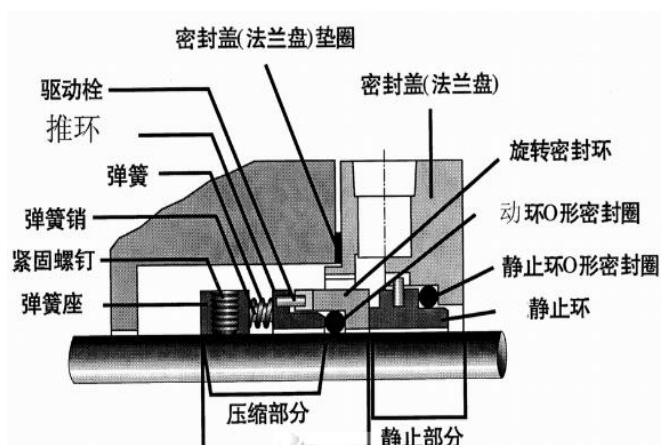
机械密封原理简介：机械密封主要由动环、静环、补偿弹力装置、辅助密封件组成。垂直于旋转轴的端面在流体压力、补偿机构弹力和辅助密封系统的共同作用下与另一端面保持贴合并相对滑动。两个密封端面紧密贴合的交界处形成一个微小间隙，当有压介质通过此间隙时形成极薄的液膜，阻止介质泄露，同时对端面起到润滑作用，由此获得长期的密封效果。

图 17：机械密封的基本结构



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

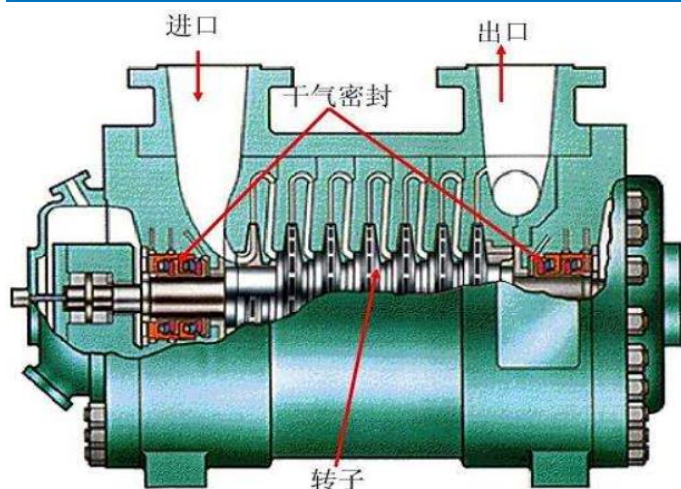
图 18：机械密封工作原理



资料来源：海川化工论坛，华金证券研究所

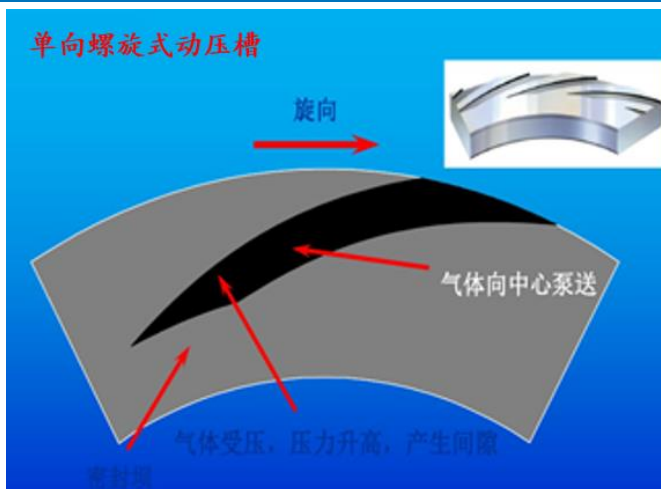
干气密封属于新型非接触式机械密封，适用于高速高压旋转机械的轴端密封。干气密封动环的密封面刻有微米量级的动压槽，运转时动环和静环之间保持3微米左右的间隙，并形成稳定的气膜，从而实现“气封液或气封气”。与传统的接触式机械密封相比，干气密封使用寿命长、运行稳定可靠，密封功率消耗小；干气密封仅需消耗少量的气体（通常为氮气），即可实现机器设备中的物料零泄漏或零逸出，是一种环保型密封；干气密封的控制系统简单、可靠，使用中不需要维护。由于具备这些特征，干气密封特别适合作为高速高压旋转机械的轴端密封。

图 19：干气密封的基本结构



资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

图 20：干气密封通过密封面的动压槽形成用于密封的气膜



资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

2025 年四大行业对应机械密封对应约 70 亿元的市场空间。根据公司公告，2025 年主要行业对应的机械密封市场规模将达到 72.65 亿元，其中石油化工、煤化工、电力、冶金对应的机械密封市场规模分别为 31.13 亿元、7.71 亿元、27.29 亿元、6.03 亿元。

表 2：主要行业机械密封市场空间测算

领域		2020 年产能	平均装置规模	折合装置(套)	每套装置机械密封年需求金额 (万元/套)	2020 年机械密封市场容量(万元)	2025 年产能	折合装置(套)	2025 年机械密封市场容量 (万元)
石油化工	炼油	9 亿吨	500 万吨	180	400	72,000	94000 万吨	188	75,200
	乙烯	3200 万吨	55 万吨	58	700	40,600	4200 万吨	76	53,200
	油品管道输送	6.5 万公里	1000 公里	65	150	9,750	7.7 万公里	77	11,550
	天然气管道输送	10.7 万公里	250 公里	428	100	42,800	16.3 万公里	652	65,200
	PTA	7139 万吨	50 万吨	143	250	35,750	9400 万吨	188	47,000
	烧碱	4502 万吨	10 万吨	450	50	22,500	5100 万吨	510	25,500
	LNG	1400 万吨	2.5 万吨	560	40	22,400	2100 万吨	840	33,600
	石油化工行业机械密封市场空间					245,800			311,250
煤化工	煤制烯烃	2500 万吨	50 万吨	50	400	20,000	3000 万吨	60	24,000
	煤制油	1206 万吨	30 万吨	40	300	12,000	2796 万吨	93	27,900
	合成氨	6300 万吨	25 万吨	252	100	25,200	6300 万吨	252	25,200
	煤化工行业机械密封市场空间					57,200			77,100
电力	水电	38000 万千瓦	70 万千瓦	543	20	10,860	41500 万千瓦	593	11,860
	火电	110000 万千瓦	50 万千瓦	2,200	50	110,000	125000 万千瓦	2,500	125,000
	核电	5800 万千瓦	100 万千瓦	58	1,500	87,000	9450 万千瓦	94	141,000
	电力行业机械密封市场空间					207,860			277,860
冶金	冶金焦化	69000 万吨	55 万吨	1,255	30	37,650	69000 万吨	1,255	37,650
	氧化铝	9050 万吨	40 万吨	266	100	22,600	9050 万吨	226	22,600
	冶金行业机械密封市场空间					60,250			60,250
四大行业对应机械密封市场空间						571,110			726,460

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）橡塑密封也被称为往复密封，对应市场空间超过 150 亿

橡塑密封也被称为往复密封，一般用于机械的液压部分。橡塑密封属于动密封，工作时密封唇和所配合的金属表面间产生往复滑动，使密封唇部发生变形，对被密封面产生接触应力，从而实现压力下的自封效果。根据结构，往复密封可分为 Y 形密封、V 形密封、蕾形密封和鼓形密封等。

图 21: 常见的往复密封产品



资料来源: 公开资料整理, 华金证券研究所

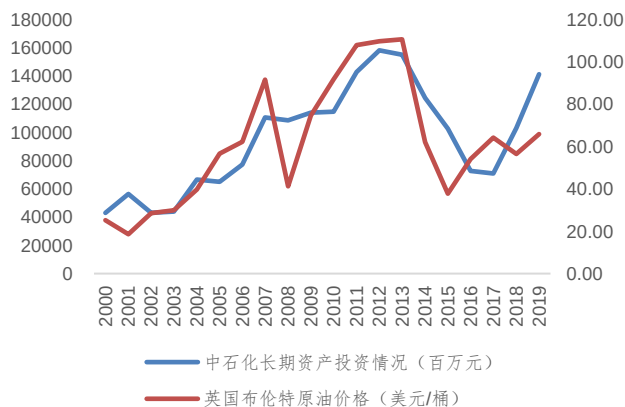
橡塑密封市场空间大, 但行业格局分散。根据前瞻产业研究院数据, 2017 年我国橡塑密封行业市场规模约为 168 亿元, 2005-2017 年行业市场规模 GAGR 约为 16.1%。但市场格局较为分散, 2016 年我国橡塑密封件规模以上企业数量为 184 家。2019 年子公司优泰科的营业收入为 1.25 亿元, 按照 170 亿的行业空间进行估算, 优泰科的市场占有率尚不足 1%, 具备较大的发展潜力。

三、多个因素支撑, 公司业绩有望稳健增长

(一) 石化行业景气度回升, 支撑业绩增长

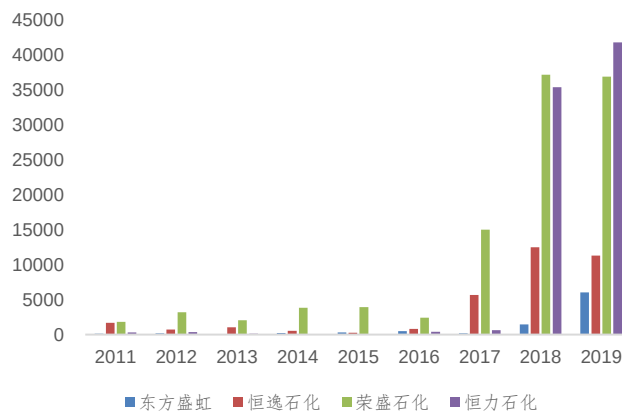
2017-2018 年石化行业景气度较高, 2019 年有所下滑。(1) 2016 年油价从底部开始攀升, 油价上升为石化行业的景气度提供了支撑。(2) 2015 年炼化行业政策改革, 一是进口原油使用权对民企放开, 二是国内炼化投资项目审批权下降至地方, 炼化行业投资的门槛对民营资本大幅降低。改革后民营炼化企业投资发力, 2017 年开始长期资产投资迅速上升, 民营炼化投资的大幅增长推动了石化行业景气度的提升。(3) 2019 年油价开始回落, 同时民营炼化企业的固定资产投资的增长速度下滑, 石化行业的景气度有所下滑。

图 22: 石化行业景气度与油价高度相关



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 民营炼化企业长期资产投资变化情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

油价企稳叠加在建产能支撑，2020年下半年行业景气度有望回升。一方面，随着 OPEC+ 的大幅减产以及全球范围内经济活动的逐步恢复，油价有望企稳，石化行业有望保持稳健。同时根据统计，目前仍有大量的石化项目正在建设，2023 年有望迎来产能投放的高峰，这一部分增量产能对应的密封件产品需求，有望在 2023 年之前释放出来。我们认为，随着下游需求景气度的回升，公司业绩有望稳健增长。

表 3：在建石化项目情况统计

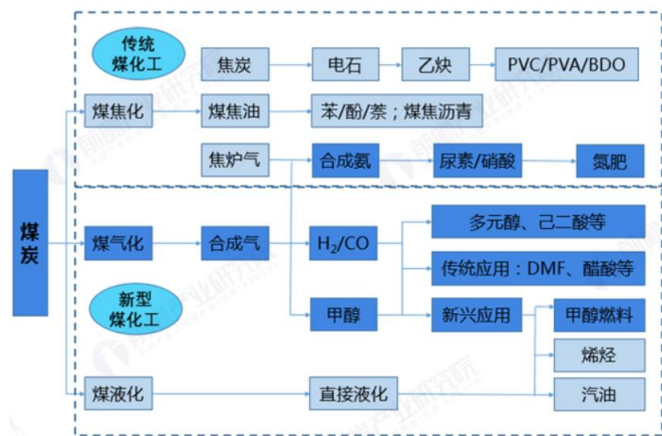
	地点	项目名称	炼能（万吨）	预计投产时间
2019	大连市长兴岛经济区	恒力石化项目	2000	2019Q2
	浙江省宁波市舟山绿色石化基地	浙江石化一期	2000	2019Q2
	文莱大摩拉岛石化产业基地	恒逸文莱一期	800	2019Q4
2019 年合计			4800	
2020	福建省泉州市湄洲湾石化基地	中化泉州扩建	300	2020Q2
	广东省湛江市茂湛经济技术开发	中科炼化一期	1000	2020Q2
	河南省洛阳	洛阳炼化扩建	200	2020Q2
2020 年合计			1500	
2021	江苏省连云港徐圩新区	盛虹炼化项目	1600	2021
	广东省揭阳市大南海石化工业	广东石化炼化项目	2000	2021Q4
2021 年合计			2000	
2022	海南岛西北海岸洋浦半岛经济开发区	海南炼化扩建	100	2022
	浙江省宁波市镇海化学工业园	大榭石化扩建	420	2022Q1
	浙江省宁波市舟山绿色石化基地	浙江石化二期	2000	2022
	文莱大摩拉岛石化产业基地	恒逸文莱二期	1400	2022
2022 年合计			3920	
2023	河北省唐山市曹妃甸石化产业基地	旭阳炼化项目	1500	2023Q2
	浙江省宁波市镇海化学工业园	镇海炼化扩建	1500	2023Q3
	福建省漳州市古雷石化产业园	古雷炼化二期	1600	2023Q3
	山东烟台龙口人工	裕龙岛项目	2000	2023Q1
	辽宁省盘锦市辽东湾新	华锦阿美炼化项目	1500	2023Q4
2023 年合计			9100	

资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

（二）煤化工行业有望保持稳定

发展新型煤化工具备较强的战略意义。我国的资源结构特征是“富煤、缺油、少气”，石油和天然气对外依存度较高，煤化工对保障国家能源安全具备较为重要的意义。但传统煤化工高污染、高能耗且利用率较低，属于粗放式发展。新型煤化工以生产洁净能源和可替代石油化工的产品为主，对降低燃煤造成的环境污染、降低石油对外依存度具备较强的战略意义。

图 24：煤化工产业链



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

图 25：神华宁煤集团 400 万吨/年煤炭间接液化示范项目

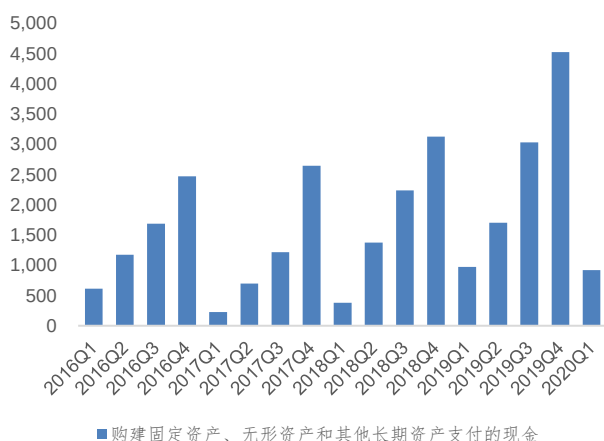


资料来源：公开资料整理，华金证券研究所

政策引导新型煤化工稳步发展。2016 年《能源发展“十三五”规划》发布，指出要推动煤炭清洁高效开发利用。2017 年 2 月，国家能源局发布《煤炭深加工产业规范“十三五”规划》指导煤炭深加工产业科学健康发展。2017 年 3 月国家发改委、工业和信息化部印发《现代煤化工产业创新发展布局方案》，旨在推动现代煤化工产业的创新发展。在政策的指引下，新型煤化工行业有望稳步发展。

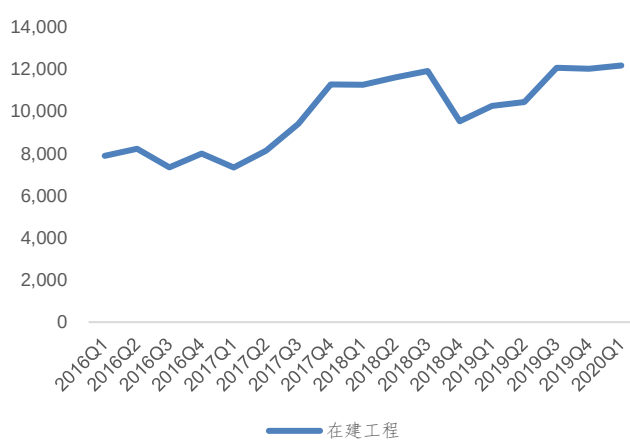
油价与下游需求冲击对煤化工行业产生双重压力，随着油价企稳、疫情逐步控制与新型煤化工技术的进步，行业有望保持稳定。煤化工行业的主要产品也是石油化工产业链的产品，当油价低于 40 美元/桶时，多数煤化工产品会处于盈亏平衡点以下，因此油价下跌会对行业产生较大冲击。此外，疫情以及石化产能的大量投放对煤化工行业的下游需求产生了一定的影响。在油价较低和下游需求冲击的双重压力下，煤化工行业的景气度较低。但随着油价逐步企稳和疫情形势好转，以及新型煤化工的技术进步，我们认为煤化工行业有望稳定。

图 26：煤化工板块固定资产投资情况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 27：煤化工板块在建工程变化情况（百万元）



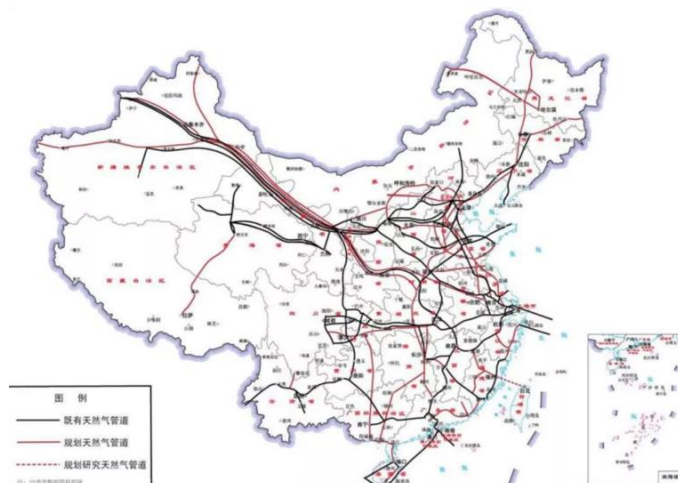
资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）天然气和核电有望成为新的业绩增长点

1、国家管网成立，管道建设有望加速

我国管网密度低。根据中国产业信息网数据，2018 年我国天然气管网里程为 7.6 万公里，据此测算，我国天然气管网密度约为 7.92 米/平方千米。而 2017 年美国、法国、德国的天然气干线管线密度已分别达到 44.7 米/平方千米、67 米/平方千米和 106.4 米/平方千米，我国天然气管线密度明显偏低。

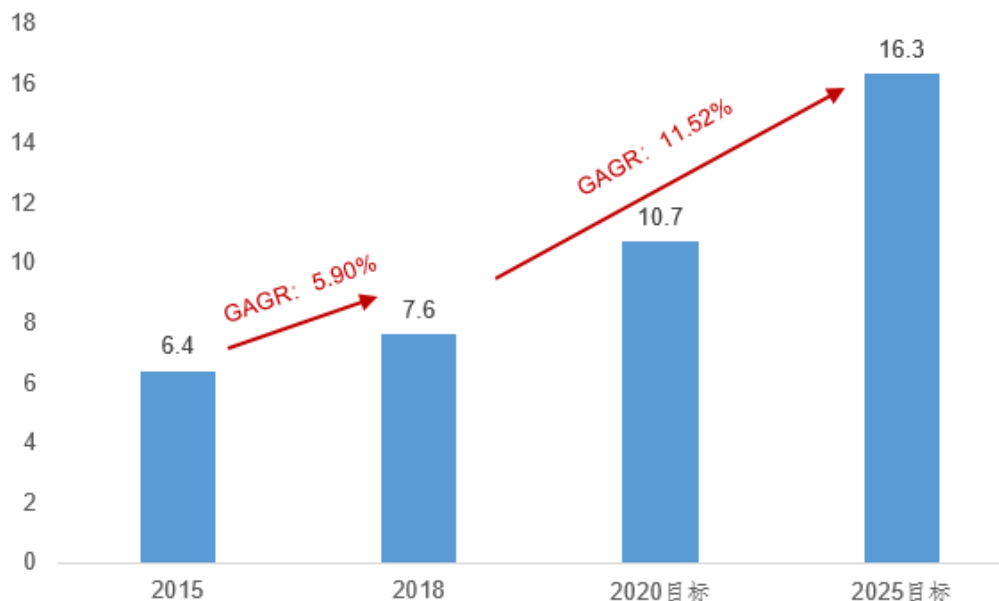
图 28：我国中长期天然气管网建设规划



资料来源：《中长期油气管网规划》，华金证券研究所

国家管网公司成立，管道建设有望加速。2019 年 12 月国家石油天然气管网集团有限公司正式成立，管网公司的成立将推动油气管道独立，有望加快管网工程建设。根据国家发改委发布的《中长期油气管网规划》，2020 年全国天然气管网将达到 10.4 万公里，2025 年将达到 16.3 万公里。2018 年我国天然气管网里程为 7.6 万公里，2015-2018 年 GAGR 为 5.90%，建设进度低于预期，随着国家管网公司的成立，天然气管网建设进度有望加快。

图 29：我国天然气管网建设有望加速



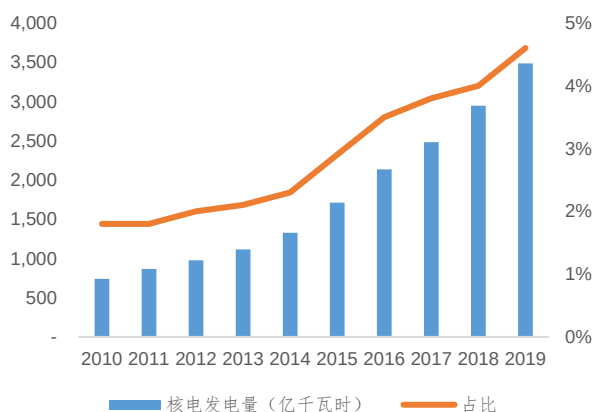
资料来源：《中长期油气管网规划》，华金证券研究所

公司面向天然气管网的产品已进入快速发展阶段。根据公司公告，公司天然气长输管道领域已进入进口替代时期，2019 年公司取得了较多的配套订单和国产化改造订单，表现十分亮眼。2019 年国家管网公司的成立标志着国家管网建设将逐步提速，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。

2、自主可控推动下，核电产品加快发展

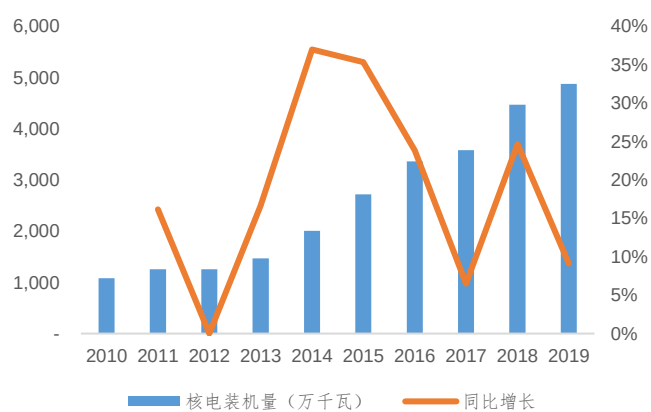
中国核电建设有望稳步发展。核电对保障中国能源安全、实现 2030 年非化石能源占比 20% 的目标，具有举足轻重的作用。2010-2019 年我国核电发电量由 739 亿千瓦时增长至 3483.5 亿千瓦时，占总发电量的比例由 1.8% 提升至 4.6%。中国核能行业协会发布的《中国核能发展报告（2020）》，预计“十四五”期间核电建设有望按照每年 6-8 台稳步推进，2020 年底我国核电在运机组将达到 51 台，装机量为 5200 万千瓦，在建机组达 17 台以上，装机达 1900 万千瓦，预计到 2025 年中国核电在运装机达 7000 万千瓦，在建 3000 万千瓦，在运和在建装机量合计达 1 亿千瓦，较 2019 年提高约六成。

图 30：我国核电发电量及其占总发电量比例的变化情况



资料来源：国家统计局，中电联，华金证券研究所

图 31：我国核电装机量及其同比变化情况



资料来源：《中国能源大数据报告（2020）》，华金证券研究所

公司核电机械密封市场占有率较低，自主可控下增长潜力较大。根据中国核能协会数据，截至 2019 年 12 月 31 日，我国运行核电机组共 47 台，根据公司公告，每台核电装置对应的机械密封年需求额为 1500 万元，据此测算，核电领域每年更新替换的机械密封需求为 7.05 亿元。2019 年公司来自核电的营业收入不足 1 亿元，市占率处于较低水平。核电装置的自主可控极为重要，目前我国三代核电设备国产化率已经超过 85%，在国产化趋势下，公司核电领域机械密封产品增长潜力较大。

核电产品逐步实现技术突破，未来几年有望成为新的业绩增长点。公司在完成对华阳密封的深度整合后领先优势更加突出。2019 年公司在核电密封领域的研发上取得了较大突破，公司已经取得新建项目核级密封配套的垄断优势，并将继续开展第四代核电技术的核级泵用密封研制，根据公司公告，目前公司有多个核级泵用机械密封产品。随着核电建设的稳步发展，核电领域的机械密封有望成为公司未来几年的业绩增长点。

（四）开拓海外市场，未来几年有望保持较快增长

一带一路战略为开拓海外市场提供机遇。“一带一路”倡议涉及四大洲 65 个国家，集中了俄罗斯、中东、中亚、南美及北非等重要油气资源国。丰富的油气资源以及国家政策与资金的支持，为国内炼化企业走出国门提供了较好的机遇，发展中国家尤其是东南亚、中东、中亚等地区的石油化工基础设施投资持续升温。一带一路炼化投资的升温也为公司的机械密封产品走出国门提供了较号的发展机遇。

图 32：我国加快建设一带一路区域能源交易市场



资料来源：搜狐，华金证券研究所

积极开拓国际市场，公司海外营收有望保持较快增长。公司积极开拓中亚和东南亚市场，同时紧跟“一带一路”战略拓展俄罗斯市场。2019 年公司海外市场的营业收入为 3614 万元，同比增长超过一倍。2019 年公司取得了多个进口密封件改造订单，随着公司的技术和质量管理水平的提升，未来几年公司海外市场的营收有望保持较快增长。

四、公司成长路径清晰，有望成为下一个密封件巨头

（一）下游集中度提升，公司将充分受益

炼化一体化、装置大型化，石化行业集中度将逐步提升。我国炼油整体规模虽大，但单体平均规模较小，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。2015 年国家发改委发布的《石化产业规划布局方案》提出了推动石化产业绿色、安全、高效发展，并且按照炼化一体化、装置大型化的要求对新建项目的相关指标提出了明确要求。中国石油化工行业“十三五”的主导方向是以炼化一体化开启产业升级。2016-2020 年，我国将淘汰技术落后、规模不经济、环保不达标的产能，并重点发展规划大连长兴岛（西中岛）、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。在炼化一体化、装置大型化的趋势下，石油化工行业集中度将逐步提升。

表 4：七大石化基地代表项目介绍

基地	代表项目
大连长兴岛 (西中岛)	中石油炼化一体化项目：项目一期工程为 1500 万吨/年俄油炼油装置及相应的化工装置，并在 2018 年 1 月中俄签署的对华新增俄油到位后正式投产；二期将再利用 3-4 年时间建成第二套炼油装置，到 2022 年，在西中岛形成 2500 万吨/年或更大的炼化能力。
上海漕泾	中石化高桥石化漕泾炼油化工一体化项目：2000 万吨/年炼油（1500 万吨/年炼油工程+500 万吨/年润滑油搬迁工程）、100 万吨/年乙烯及其下游配套加工装置
广东惠州	中海油惠州炼化二期项目：在一期 1200 万吨/年炼油装置的基础上，新建 1000 万吨/年炼油、100 万吨/年乙烯装置
福建古雷	中国石化古雷炼化一体化项目：1600 万吨/炼油、120 万吨/年乙烯及下游 27 套化工装置
河北曹妃甸	中石化曹妃甸千万吨级炼油项目
江苏连云港	中石化连云港炼化一体化项目：分二期建设总规模为 3200 万吨/年炼化一体化工程，其中一期项目为中国石化连云港炼化一体化一期工程，包括 1200 万吨/年炼油，二期再扩大 2000 万吨/年炼油能力
浙江宁波	中石化镇海炼化一体化项目：年产 1500 万吨炼油、120 万吨乙烯扩建工程

资料来源：海川化工论坛，华金证券研究所

环保政策趋严叠加供给侧改革，下游行业集中度有望提升。在环保政策趋严和供给侧改革的趋势下，石化、煤化工、电力等行业的落后产能正逐步被淘汰，且新增产能一般为大规模的先进产能，因此行业集中度将逐步提升。大型企业对于设备的安全性、环保性要求更高，并且对密封件产品的价格敏感度较低，因此推动了高端密封件产品的发展。

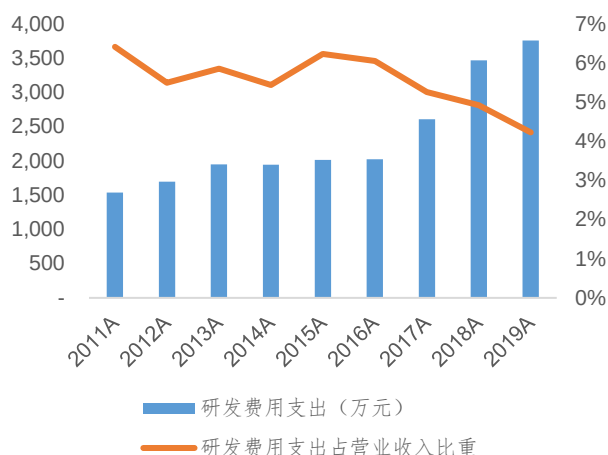
受益于下游集中度提高，公司市占率有望提升。与海外市场相比，国内市场的集中度较低，国内密封件龙头中密控股的市场占有率不足 10%，反观全球成熟市场，约翰·克兰与伊格尔·博格曼的两家企业的市场占有率合计超过 50%，国内密封件市场的集中度明显偏低。随着密封件主要下游老旧产能的淘汰，中小密封件企业原有的市场份额逐步被压缩，密封件市场集中度将逐步提升，中密控股作为国内机械密封行业的龙头，将充分受益于这一趋势。

（二）国产化趋势明显，市占率有望提升

1、重视研发，多个项目打破国外垄断

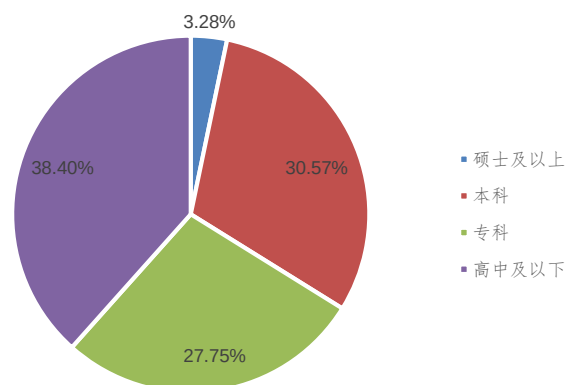
公司重视技术与研发。公司是高新技术企业，拥有四川省企业技术中心、市院士（专家）创新工作站、博士后科研工作站。截至 2019 年，公司及子公司累计完成重大科研课题 42 项；累计取得授权专利 189 项，其中发明专利 23 项，实用新型专利 166 项，并已成功应用于多项产品中。2019 年公司研发费用为 3757.14 亿元，同比增长 8.28%，占营业收入的比重为 4.23%。

图 33：2011-2019 年公司研发费用变化情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 34：公司员工学历情况及其占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

研发硕果累累，多个项目打破国外垄断。2019 年度，公司与相关单位开发的“天然气管线压缩机 15Mpa 国产干气密封研制”、“关于百万千瓦级核电站轴封型主泵流体静压轴封”、“循环氢压缩机用 20MPa 干气密封研制”等多个项目通过鉴定，填补了国内空白并打破国外垄断，缩小了与国际领先水平的差距。

表 5：公司近几年研发的新产品情况

时间	项目名称	合作单位	项目进度	影响/意义
2019/12/18	天然气管线压缩机 15Mpa 国产干气密封研制	中国石油西部管道公司	通过验收	国内天然气管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。
2019/2/22	关于百万千瓦级核电站轴封型主泵流体静压轴封	相关单位	通过科学技术成果鉴定	该项目顺利通过成果鉴定，打破了国外垄断，填补了国内空白，提高了核电装备高端主机发展的国产化率，保证了核电站主泵的长寿命、高可靠运行，增强了我国核电站安全运行战略保障能力
2018/12/8	参与世界首套纯水液压支架的配套研发	三一重装、国家能源集团神东公司	发布上市	以纯水替代传统乳化液作为综采液压系统工作介质，不仅能够实现绿色采煤，还可降低介质本身成本。
2017/11/23	循环氢压缩机用 20MPa 干气密封研制	中国石化上海石油化工股份有限公司	通过鉴定	该项目突破了循环氢压缩机用干气密封设计制造的技术瓶颈，实现了 20MPa 级高压干气密封首次工业应用，打破了国外企业对 20MPa 级高压干气密封的垄断局面
2016/5/21	乙烯三机（裂解气压缩机、丙烯压缩机、乙烯压缩机）干气密封	神华宁夏煤业集团有限责任公司、中国寰球工程公司	通过鉴定	打破了国外企业垄断，有利于提高公司乙烯三机干气密封的技术水平

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、服务、价格、自主可控推动国产化，公司市占率有望提升

密封件属于非标准化的消耗品，配套服务极为重要。机械密封下游应用领域分散，产品工作环境差异大，产品具备个性化定制的特征。密封件作为非标准化的消耗品，配套服务的及时性直接影响设备运行的稳定性，因此配套服务是客户选择供应商时重点考虑的因素之一。与国外企业

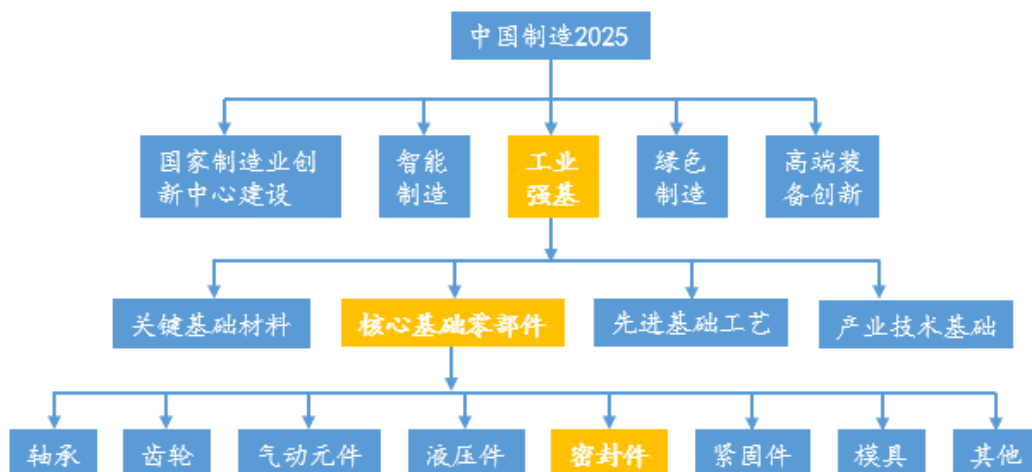
相比，本土企业的服务更加及时和完善。公司建立了多个维修中心，并配备维修设备和人员，能够为客户提供更加优质的售前、售中和售后服务。

公司已建立全方位的服务体系，服务质量更高。公司设有近 30 个办事处和 8 个快修服务中心，覆盖国内主要的省、市、自治区和欧洲、中亚、东南亚等地区，为客户提供产品的同时提供售前、售中、售后等全方位技术服务。根据 2019 年年报，公司将进一步延伸和细化服务，以此提高优质客户群体对公司的依赖度与信任度。

公司技术接近国际领先水平，但价格更低。面向主机厂的增量业务需通过竞标取得，竞争十分激烈。公司在部分领域的技术接近国际领先水平，但报价仅为进口产品的一半，公司产品在多个领域已经形成进口替代，在国内市场的占有率已经超过国外企业。根据 2019 年年报，公司在新项目配套市场竞争中保持强劲势头，在多个项目中取得了较大的配套份额。

自主可控进一步推动进口替代进程。核心基础零部件的自主保障是工业强基的重要内容之一，工信部发布的《工业强基工程实施指南（2016-2020 年）》中提出目标，到 2020 年我国 40% 的核心基础零部件、关键基础材料要实现自主保障。密封件属于工业强基工程中的重要零部件，有望充分受益核心零部件的进口替代进程。

图 35：密封件是工业强基中的重要零部件



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

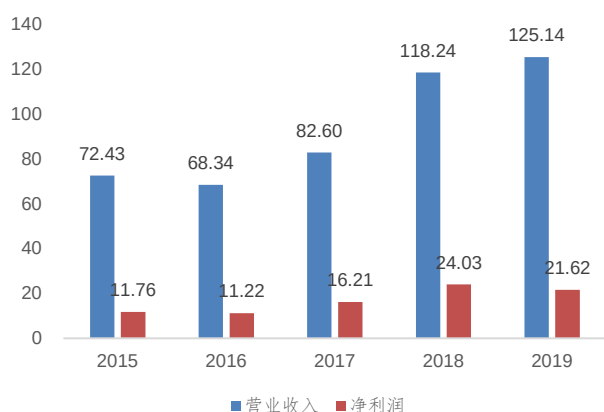
（三）外延并购，打造大密封产业格局

1、并购是行业发展的重要方式

下游分散、产品难以标准化、细分市场规模小，并购是企业发展的重要方式。机械密封下游应用领域极为广泛，不同应用领域中主机的工作环境差异较大，叠加客户对主机的差异化需求，机械密封行业具备个性化定制式的生产特征，并且产业链下游细分市场规模小，因此并购是企业发展的重要方式之一。通过并购公司可以迅速进入新的下游应用市场，打开公司长期成长的天花板。另一方面，有助于发挥协同作用实现产品优势互补，并提高市场占有率，最终打造大密封的产业格局。

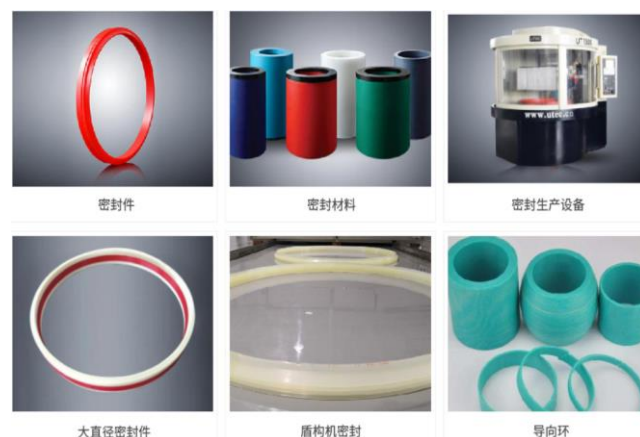
2017 年收购优泰科，进军橡塑密封领域。公司 2017 年通过收购优泰科正式进入橡塑密封领域。优泰科主要从事橡塑密封件、聚氨酯密封件的设计、研发、生产和销售，并为客户提供培训、安装、维修等服务。优泰科的主要产品应用于各类大型机械的液压或气动机构，终端面向工程机械、矿山机械、冶金、水电等行业，用于保持液压或气动机构在工作中内部的导压液体或气体在高压状态下不泄漏，从而保证压力传导的稳定性。目前公司重点推广的盾构设备用大型密封件已取得较好成效。

图 36：优泰科营收和净利润变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

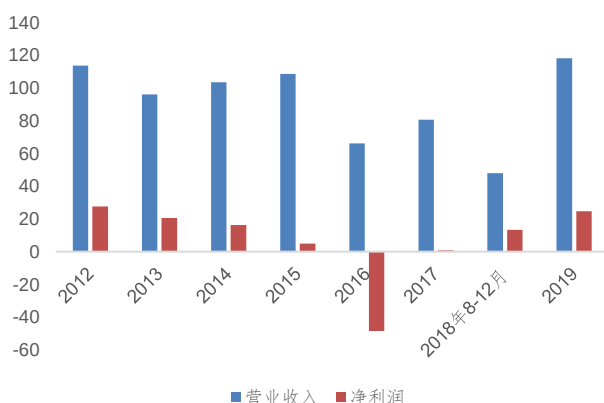
图 37：子公司优泰科的主要产品



资料来源：优泰科官网，华金证券研究所

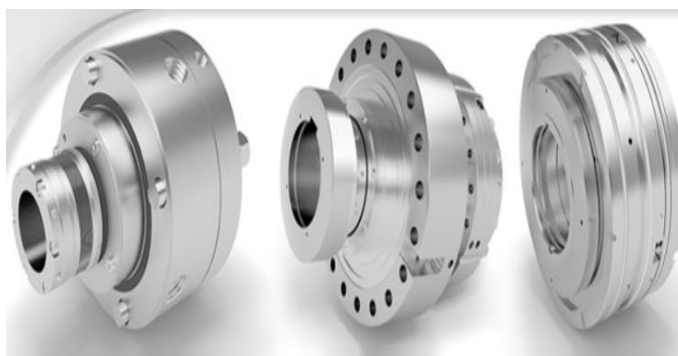
收购华阳密封，增强公司主业。华阳密封主要从事搅拌、输油管线等领域中、高端机械密封及工程系统业务，主要产品与公司相近，并购前是公司在高端机械密封市场上的重要竞争对手之一。收购华阳密封，从技术、研发、生产制造等多个方面增强公司主业，同时提升公司市场占有率并降低价格竞争。

图 38：华阳密封营收和净利润变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 39：子公司华阳密封的主要产品



资料来源：华阳密封官网，华金证券研究所

拟收购新地佩尔，布局特种阀门。2020 年 2 月，公司发布公告，通过非公开发行股票募资不超过 6.5 亿元，用于收购新地佩尔、机械密封产品数字化及智能制造等项目。新地佩尔是特种阀门制造商，产品包括自动类阀门、截断类阀门、控制类阀三个系列，主要应用于石油化工行业，在天然气管道领域已形成一定的市场竞争力。新地佩尔的产品所面向的领域与公司相同，客户存在较大幅度的重合，新地佩尔也有望与公司现有业务产生良好的协同作用。同时，收购新地佩尔可以丰富公司产品线，打开新的成长空间。

图 40：新地佩尔的主要产品

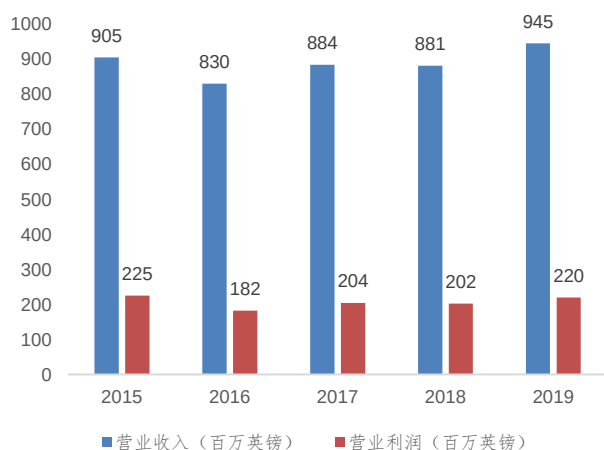


资料来源：新地佩尔官网，华金证券研究所

2、约翰克兰发展经验：多次并购成就全球密封件龙头

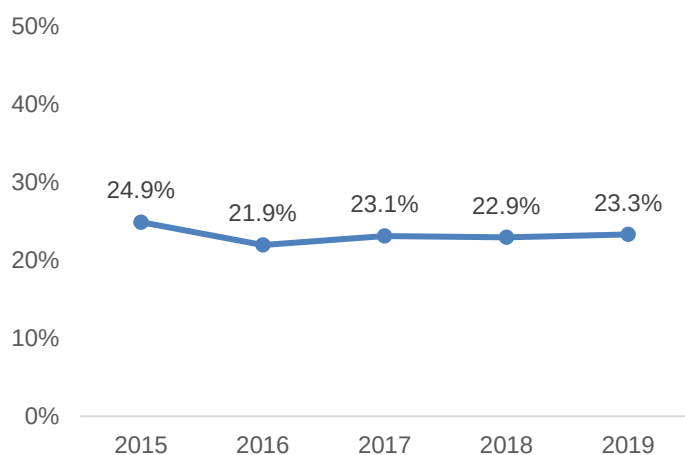
约翰克兰是全球密封件龙头企业。约翰克兰起源于 1917 年创立的起重机包装公司，是史密斯集团最大的分公司，主营业务包括机械密封、密封支持系统、填料密封、联轴器、过滤系统、预测性数字监控技术、人工举升设备。经过 100 多年的发展，约翰克兰已成长为全球机械密封领域的龙头，2019 年公司的营业收入为 9.45 亿英镑，实现营业利润 2.20 亿英镑，营业利润率为 23.3%。

图 41：2015-2019 年约翰克兰营业收入与利润情况



资料来源：约翰克兰官网，华金证券研究所

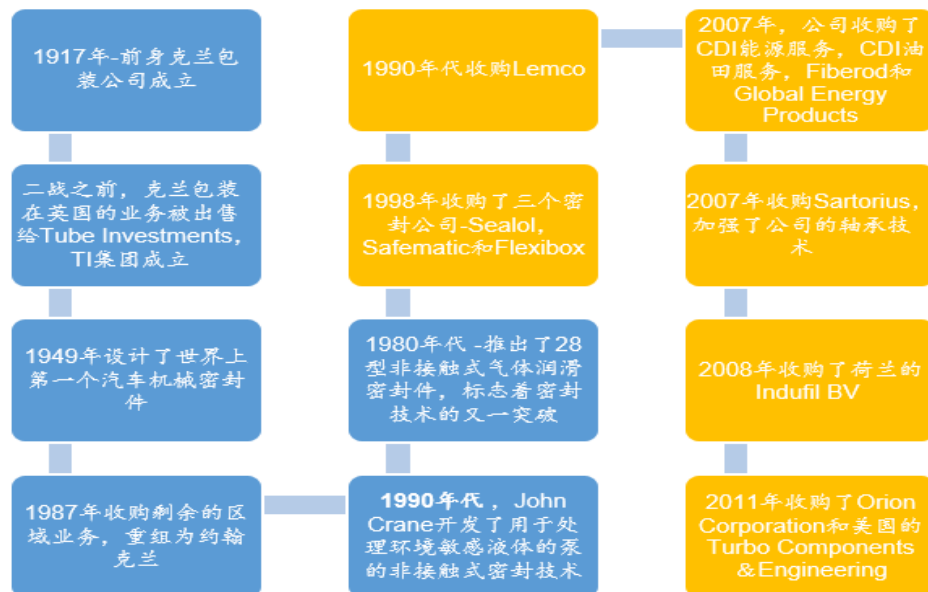
图 42：2015-2019 年约翰克兰营业利润率变化情况



资料来源：约翰克兰官网，华金证券研究所

约翰克兰的发展伴随着多次并购。1998 年约翰克兰收购了 Sealol、Safematic 和 Flexibox 三家密封件公司，随后收购了 Lemco，进一步丰富公司产品线。在 2007-2013 年约翰克兰又收购了 Fiberod、Global Energy Products 等 9 家密封件企业。通过多次并购，约翰克兰逐渐成长为全球密封件行业的龙头企业。

图 43：约翰克兰的发展过程伴随着多次并购



资料来源：约翰克兰官网，华金证券研究所

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

考虑到公司增量和存量业务营收波动情况、毛利率水平均有所不同，我们按照行业口径对公司进行盈利预测。

石化和煤化工行业的营收保持稳定增长。我们认为现在油价企稳、在建产能支撑的情况下，石化行业的景气度有望企稳。同时在新型煤化工趋势下，来自于煤化工行业的也将保持较为稳定的增长。公司来自于石化和煤化工行业的营业收入有望保持稳定增长。

核电和天然气有望成为增长点，海外营收有望快速增长。（1）预计 2025 年核电装机容量将达到 9450 万千瓦，对应约 14 亿元的市场空间，考虑到公司已取得新建项目核级密封配套的垄断性优势，核主泵轴封国产化取得突破性进展，预计核电业务将成为未来几年的增长点。（2）考虑到天然气管道建设速度加快，公司来自于天然气管网的营业收入有望快速增长。（3）一带一路为公司带来发展机遇，2019 年海外营收增长超过一倍，且取得多个进口密封件改造订单，预计未来几年公司海外市场的营收有望保持较快增长。

1.收入端：预计 2020-2022 年公司装备制造业的营收增速分别为 7.36%、49.03%、25.52%；石油化工行业的营收增速分别为 12%、16%、17%；煤化工行业的营收增速分别为 11%、15%、15%；矿山机械的营收增速分别为 15%、18%、18%；其他行业的营收增速分别为 39.86%、58.38%、44.54%。

2.毛利率：我们预计公司各项毛利率基本保持稳定。增量市场毛利率的稳定来自于新旧业务的综合影响。存量市场毛利率的稳定来自于客户对价格的不敏感以及公司对客户巨大的粘性。预

计 2020-2022 年公司装备制造业的毛利率分别为 38.15%、38.08%、38.20%；石油化工行业的毛利率分别为 67.45%、67.40%、67.31%；煤化工行业的毛利率分别为 68.40%、68.25%、68.00%；矿山机械的毛利率分别为 43.50%、43.55%、43.70%；其他行业的毛利率分别为 61.50%、61.25%、60.80%。

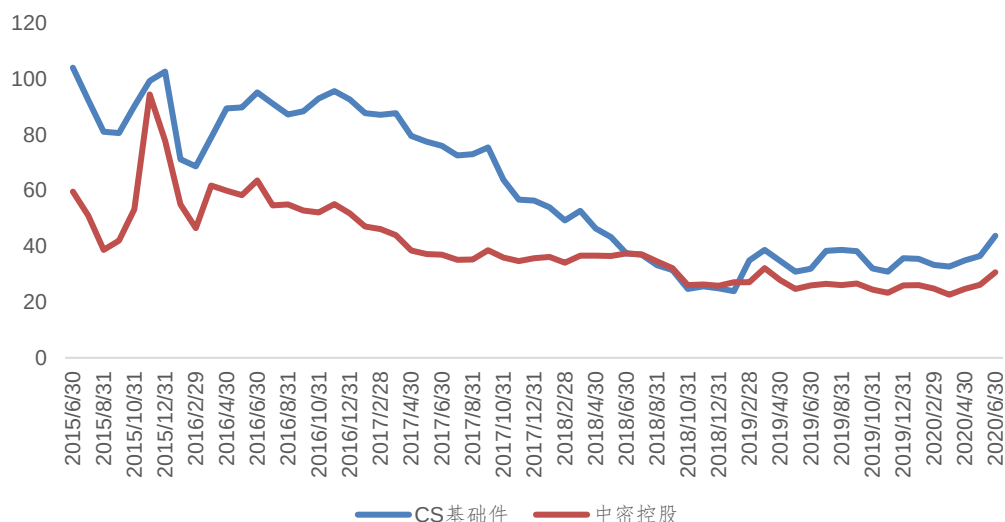
3.费用率：预计 2020-2022 公司管理费用率为 8.65%、8.40%、8.35%；销售费用率分别为 10.60%、10.55%、10.48%；研发费用率分别为 4.50%、4.65%、4.80%。

综上，我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 10.13 亿元、13.66 亿元、17.16 亿元，对应增速为 14.0%、34.9%、25.6%，归母净利润分别为 2.61 亿元、3.39 亿元、4.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.32 元、1.72 元、2.16 元。

（二）估值分析

从公司上市以来 PE 的变化情况看，目前其估值处于历史上的较低位置，同时公司的估值水平也低于机械基础件板块的整体 PE 水平。暂不考虑增发对业绩的摊薄，公司 2021 年动态 PE 为 22.6 倍，考虑到公司稳定的成长空间，我们认为公司目前存在低估。

图 44：中密控股 PE 和机械基础件板块 PE 变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

我们采用 DDM 估值方法对公司进行估值分析，考虑到核电行业和天然气行业巨大的自主可控空间以及公司卓越的并购能力，我们预计未来 8 年公司将实现 20% 的复合增长率。八年之后实现 5% 的永续增长。贝塔值采用公司近三年的历史数据，无风险利率采用 10 年期国债利率，最终每股价值为 60.02 元，当前股价存在低估。给予公司“买入—A”投资评级。

表 6：绝对估值关键假设

条件	假设
过渡期年数	8
过渡期增长率	20.00%
永续增长率 g	5.00%
贝塔值 (β)	0.84
无风险利率 R_f (%)	2.98%
市场的预期收益率 R_m (%)	6.50%
有效税率 T_x (%)	14.71%
应付债券利率	0.00%

资料来源：华金证券研究所

六、风险提示

(1) 原油价格下跌的风险：国际形式、宏观经济等因素发生变化都可能导致原油价格下跌，从而对石化和煤化工行业产生冲击。石化和煤化工占公司营收的比重超过 70%，因此油价下跌可能导致公司营收下滑。

(2) 下游需求增长不及预期的风险：天然气、核电等行业可能成为公司未来几年的业绩增长点，若其需求增长不及预期可能导致公司业绩增长不及预期。

(3) 竞争激烈导致公司盈利能力下降的风险：若行业竞争激烈可能导致产品价格下滑，从而导致公司盈利能力下降。

(4) 产能提升不及预期的风险：若公司产能投放无法满足需求，会导致公司业绩增长不及预期。

(5) 外延并购发展不及预期：若外延并购的进度不及预期，或者并购后的整合成果不佳，会导致公司的成长不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1055	1288	1514	1884	2209	营业收入	705	888	1013	1366	1716
现金	298	424	445	622	738	营业成本	329	408	462	639	805
应收票据及应收账款	483	421	603	639	853	营业税金及附加	9	12	14	19	24
预付账款	8	7	10	13	16	营业费用	84	94	107	144	180
存货	257	243	300	451	444	管理费用	52	75	88	115	143
其他流动资产	9	194	156	158	159	研发费用	35	38	46	64	82
非流动资产	473	456	468	537	594	财务费用	-7	-2	-8	-12	-16
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	-3	1	1	2
固定资产	195	203	220	291	351	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	130	123	116	110	104	投资净收益	-5	0	0	0	0
其他非流动资产	148	131	132	136	138	营业利润	199	255	306	398	497
资产总计	1528	1744	1982	2421	2803	营业外收入	1	2	0	0	0
流动负债	245	259	294	444	458	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	34	13	0	0	0	利润总额	199	257	306	398	497
应付票据及应付账款	128	107	157	208	252	所得税	28	36	45	59	72
其他流动负债	83	139	137	236	206	税后利润	171	221	261	339	426
非流动负债	149	148	125	114	96	少数股东损益	0	0	0	1	1
长期借款	124	124	101	89	71	归属母公司净利润	170	221	261	339	425
其他非流动负债	25	24	24	24	24	EBITDA	219	282	319	412	513
负债合计	394	407	419	558	554	主要财务比率					
少数股东权益	3	3	3	4	5	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	192	197	197	197	197	成长能力					
资本公积	311	384	384	384	384	营业收入(%)	42.1	26.1	14.0	34.9	25.6
留存收益	628	816	1025	1299	1645	营业利润(%)	39.0	28.2	19.9	30.2	24.9
归属母公司股东权益	1131	1334	1559	1859	2244	归属于母公司净利润(%)	42.0	29.6	18.0	30.0	25.4
负债和股东权益	1528	1744	1982	2421	2803	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	53.3	54.1	54.4	53.3	53.1
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	24.2	24.9	25.7	24.8	24.8
经营活动现金流	53	122	95	309	245	ROE(%)	15.1	16.5	16.7	18.2	18.9
净利润	171	221	261	339	426	ROIC(%)	13.2	14.7	14.9	16.5	17.4
折旧摊销	19	29	22	27	34	偿债能力					
财务费用	-7	-2	-8	-12	-16	资产负债率(%)	25.8	23.3	21.2	23.0	19.8
投资损失	5	0	0	0	0	流动比率	4.3	5.0	5.1	4.2	4.8
营运资金变动	-150	-146	-181	-46	-198	速动比率	3.2	3.3	3.6	2.9	3.5
其他经营现金流	16	20	1	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-257	-2	-35	-96	-90	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
筹资活动现金流	107	4	-39	-36	-39	应收账款周转率	1.7	2.0	2.0	2.2	2.3
						应付账款周转率	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.12	1.32	1.72	2.16	P/E	45.0	34.7	29.4	22.6	18.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.62	0.48	1.57	1.25	P/B	6.8	5.7	4.9	4.1	3.4
每股净资产(最新摊薄)	5.75	6.78	7.92	9.45	11.41	EV/EBITDA	34.4	26.2	23.1	17.4	13.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn