

Q2 业绩恢复增长，将受益于炼化景气延续 买入（维持）

2020 年 08 月 28 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	888	971	1,166	1,389
同比（%）	26.1%	9.3%	20.1%	19.2%
归母净利润（百万元）	221	236	301	368
同比（%）	29.6%	6.7%	27.6%	22.5%
每股收益（元/股）	1.12	1.20	1.53	1.87
P/E（倍）	39.86	37.37	29.28	23.90

事件：2020 年上半年，公司实现营业收入 4.26 亿元，同比-4.96%；归母净利润 9,574 万元，同比-7.45%；扣非归母净利 8,752 万元，同比-13.70%。

投资要点

■ 疫情影响一季度业绩，Q2 业绩恢复增长

上半年公司业绩小幅下滑，我们判断原因主要系：①Q1 受疫情影响，公司终端存量客户生产运行停滞，下单有所滞后，导致存量客户收入下滑；②海外市场受疫情影响严重，上半年收入 1,187 万元，同比-35.70%。

从单季度数据来看，Q2 营收同比+6.42%，归母净利同比+19.40%，已恢复增长，复产后公司进入满负荷生产状态。我们预计公司全年业绩仍能保持增长。

■ 盈利能力小幅下行，经营现金流显著改善

H1 毛利率 49.7%，同比-3.9pct；净利率 22.5%，同比-0.6pct。主要系收入结构变化导致，毛利率较低的装备制造业客户（2020H1 毛利率 28.03%）收入占比同比+7.07%。

期间费用率 23.0%，同比-1.6pct，控费良好。其中销售/管理（含研发）/财务费用分别为 10.0%/14.1%/-1.1%，同比-1.3%/+0.7%/-1.0%。其中管理费用（含研发）率上升主要系：①研发费用率同比+0.5pct；②限制性股票激励计划产生的费用摊销同比增长。

H1 经营活动现金流净额 1.22 亿元，同比+616.89%，主要系公司货款回收较好且报告期内到期解汇的票据较多。截至 H1 末，公司应收票据 1,613 万元，同比-1.47 亿元。

■ 炼化增量市场表现亮眼，将受益于行业景气延续

上半年，公司在具备传统优势的石化领域表现亮眼，主机厂客户（对应增量市场）收入同比逆势增长 13.04%，公司凭借突出的综合实力占据新项目配套市场份额第一，在浙江石化二期、广东石化、盛虹石化、烟台万华等重磅新项目中取得了非常不错的配套份额，并取得潍坊弘润、山西美锦、福建中景等项目压缩机干气密封配套订单。未来公司有望“通过主机占领终端”战略，不断提升存量市场占有率。

疫情好转后，大型炼化一体化项目陆续开工建设，恒逸文莱二期、海南炼化、山东裕龙岛炼化、镇海炼化、宁夏宝丰 MTO 等新项目储备丰富，凭借新项目配套市场强劲的获单能力，公司将受益于行业景气度延续。

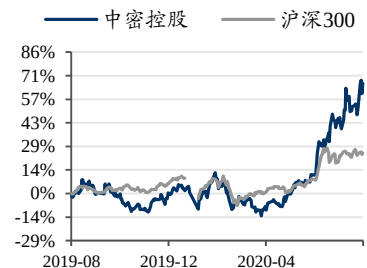
■ 收购新地佩尔逐步推进，成长空间值得期待

2020 年 8 月 25 日，公司发布定增募集说明书，拟募资 4.6 亿元用于新地佩尔 100%收购及增资等项目，新地佩尔是优秀的高端阀门生产企业，在管网领域竞争力强劲，与公司有着突出的协同效应，2018 年毛利率达 64.4%，完成收购将进一步扩大公司产品线并增强盈利能力。2020-2021 年，新地佩尔承诺扣非后净利润将分别达到 2000/2500 万元，截至 2020 / 7 / 31，新地佩尔的在手订单充沛，金额达 6,508.03 万元（含税）。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.4/3.0/3.7 亿，对应 PE 为 37/29/24X，维持“买入”评级。

风险提示：下游行业投资力度不及预期，收购后协同效应不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.75
一年最低/最高价	22.85/45.99
市净率(倍)	6.27
流通 A 股市值(百万元)	8042.80

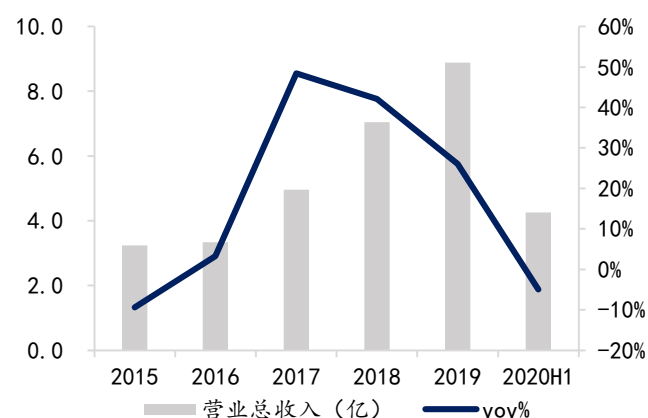
基础数据

每股净资产(元)	7.14
资产负债率(%)	23.62
总股本(百万股)	196.69
流通 A 股(百万股)	179.73

相关研究

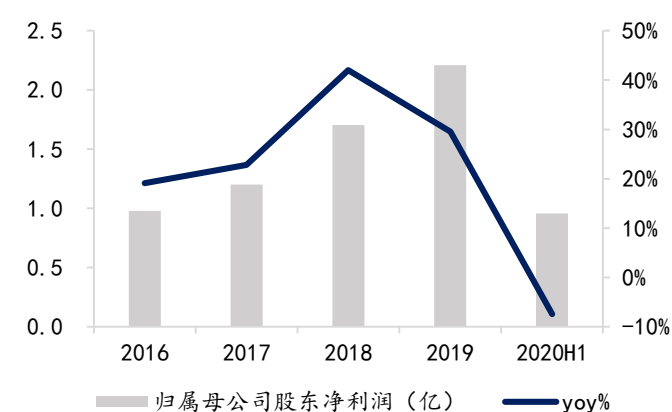
- 1、《中密控股（300470）：炼化扩产高景气延续，收购新地佩尔打开成长空间》2020-06-03
- 2、《日机密封（300470）：前三季度业绩同比+28%，高盈利能力持续》2019-10-27
- 3、《日机密封（300470）：19H1 业绩同比+40%，存量市场持续高增速》2019-08-23

图 1: 2020H1 公司实现营业收入 4.26 亿元, 同比-4.96%



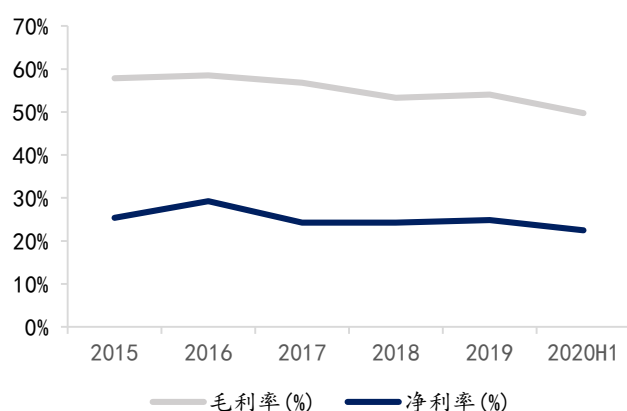
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2020H1 公司实现归母净利润 9,574 万元, 同比-7.45%



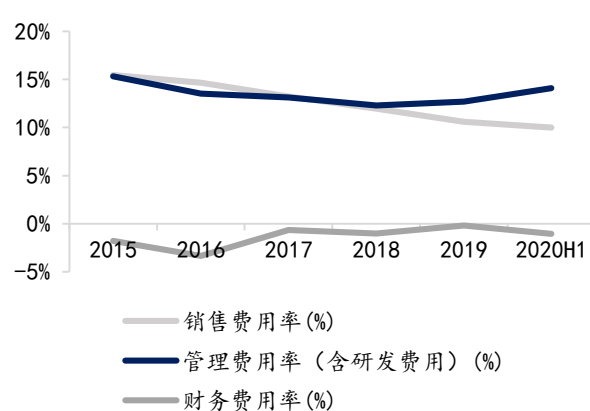
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: H1 毛利率、净利率均小幅下滑



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 期间费用率 23.0%, 同比-1.6pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 公司拟募资 4.6 亿元, 其中 2.48 亿元用于新地佩尔收购及增资

单位: 万元

序号	项目名称	项目投资金额	使用募集资金金额
1	收购新地佩尔 100%股权并增资项目	24,800.00	24,800.00
1-1	收购新地佩尔 100%股权	21,000.00	21,000.00
1-2	向新地佩尔增资	3,800.00	3,800.00
2	机械密封产品数字化转型及智能制造项目	8,360.00	7,500.00
3	补充流动资金	13,700.00	13,700.00
合计		46,860.00	46,000.00

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

中密控股三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,288	1,482	1,679	2,007	营业收入	888	971	1,166	1,389
现金	424	526	523	725	减:营业成本	408	465	541	630
应收账款	385	426	535	605	营业税金及附加	12	13	16	19
存货	243	288	352	394	营业费用	94	97	117	139
其他流动资产	237	242	269	283	管理费用	113	131	154	183
非流动资产	456	490	555	574	财务费用	-2	-10	-10	-9
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-0	-2	-2
固定资产	203	242	284	303	加:投资净收益	0	-1	-2	-1
在建工程	21	19	22	21	其他收益	0	0	0	0
无形资产	123	138	147	149	营业利润	255	274	349	428
其他非流动资产	110	91	102	101	加:营业外净收支	2	1	1	1
资产总计	1,744	1,972	2,234	2,582	利润总额	257	274	350	429
流动负债	259	308	320	361	减:所得税费用	36	38	49	60
短期借款	13	19	22	18	少数股东损益	0	1	1	1
应付账款	87	119	121	147	归属母公司净利润	221	236	301	368
其他流动负债	159	170	177	196	EBIT	262	274	349	426
非流动负债	148	126	114	88	EBITDA	290	299	379	461
长期借款	124	104	91	65					
其他非流动负债	24	22	24	23	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	407	434	434	449	每股收益(元)	1.12	1.20	1.53	1.87
少数股东权益	3	4	4	5	每股净资产(元)	6.78	7.80	9.13	10.82
					发行在外股份(百万股)	197	197	197	197
归属母公司股东权益	1,334	1,534	1,795	2,128	ROIC(%)	15.2%	13.9%	15.4%	16.3%
负债和股东权益	1,744	1,972	2,234	2,582	ROE(%)	16.5%	15.4%	16.7%	17.3%
					毛利率(%)	54.1%	52.2%	53.6%	54.6%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	24.9%	24.3%	25.8%	26.5%
经营活动现金流	122	179	128	313	资产负债率(%)	23.3%	22.0%	19.4%	17.4%
投资活动现金流	-2	-64	-93	-56	收入增长率(%)	26.1%	9.3%	20.1%	19.2%
筹资活动现金流	4	-14	-37	-55	净利润增长率(%)	29.6%	6.7%	27.6%	22.5%
现金净增加额	124	102	-2	202	P/E	39.86	37.37	29.28	23.90
折旧和摊销	29	25	30	34	P/B	6.60	5.74	4.90	4.14
资本开支	11	43	60	20	EV/EBITDA	29.39	28.23	22.24	17.80
营运资本变动	-146	-73	-195	-82					

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>