

疫情压制短期业绩，订单饱满蓄势待发

——中密控股 2020 年半年报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年半年报，实现营收 4.26 亿元、同比-4.96%；归母净利润 0.96 亿元、同比-7.45%。

报告要点：

● 存量市场业务拖累业绩表现，疫情缓解后有望复苏。

公司 2020 年上半年对应增量市场的装备制造收入同比增长 13.04%，增量市场开拓顺利，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较高配套份额。但存量市场业务由于疫情期间客户下单有所延后，营收占比 55.6%的存量业务整体下滑超 10%，拖累公司业绩表现，但我们认为存量市场业务客户采购较为刚性，疫情缓解后这部分需求将逐渐释放，业绩恢复确定性强。

● 增量市场竞争激烈毛利率较低，后续向存量市场转化。

公司增量市场业务收入占比达 44.4%，同比上升 7.07%，而增量市场受原油价格下跌影响，炼化企业加强成本管控，加剧市场竞争，该部分业务毛利率为 28.03%，同比下滑 6.08%，导致公司整体毛利率下滑 4.33%。但由于密封件具有“工业消费品属性”，每年的增量业务未来都将转变为存量业务，而存量市场业务毛利率较高，石化行业接近 70%，后续存量市场占比将逐渐提升，成为公司业绩稳定器。

● 新增订单超预期支撑后续增长，非公开发行收购新地佩尔。

报告期内公司各项业务均取得突破，在传统石化领域新项目配套市场竞争中势头强劲，天然气长输管线领域全面进入各大管道并获取配套市场极高份额，有望成为公司收入重要增长来源，由于在多个重大项目中取得的订单高于预期，当前产能已略显不足，后续业绩有望取得强劲表现。同时公司报告期推出非公开发行预案收购新地佩尔，新地佩尔是一家优秀的高端阀门生产企业，与公司有着突出的产业协同效应，完成收购将进一步扩大公司产品线并增强盈利能力。

● 投资建议与盈利预测

预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 10.27 亿元、11.65 亿元、13.6 亿元，归母净利润分别为 2.53 亿元、3.4 亿元、4.13 亿元，考虑公司在手订单饱满，疫情缓解后存量市场业务将出现回升，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	253	337	410
归母净利润同比 (%)	42	30	15	33	22
ROE (%)	15.1	16.6	15.7	17.5	17.7
每股收益 (元)	0.87	1.12	1.29	1.71	2.09
市盈率(P/E)	51.65	39.87	34.77	26.10	21.45

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：44.75 元/52 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：45.29 / 23.35

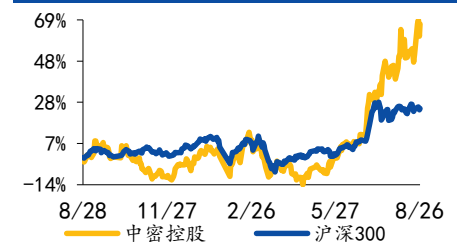
A 股流通股 (百万股)：179.73

A 股总股本 (百万股)：196.69

流通市值 (百万元)：8042.80

总市值 (百万元)：8801.97

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) 年报及一季报点评：疫情拖累短期业绩，不改长期增长趋势》
2020.04.24

《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

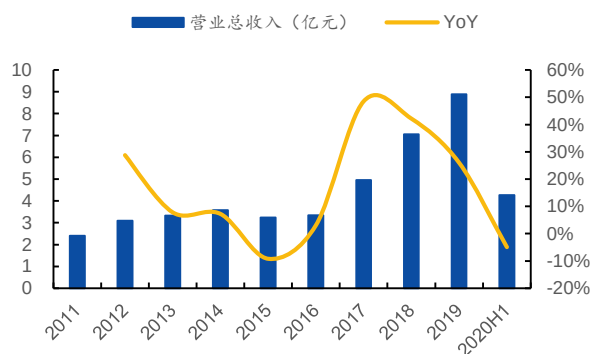
分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

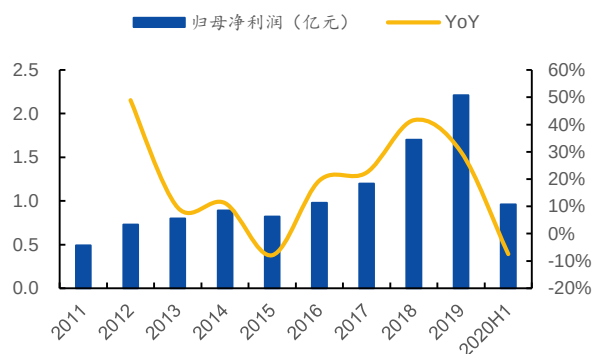
邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

图 1：疫情影响业绩有所下滑



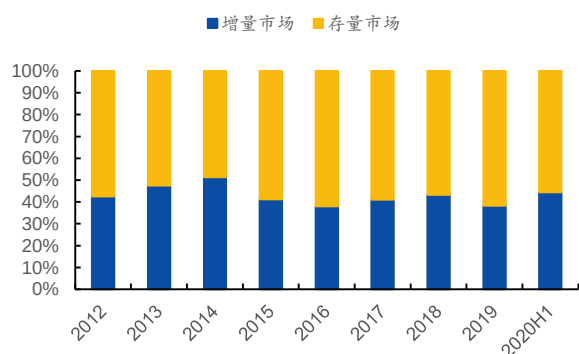
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：利润端同样受到影响



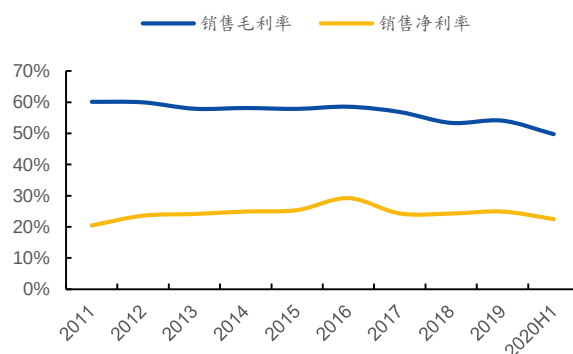
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 3：增量市场收入占比 44.4%



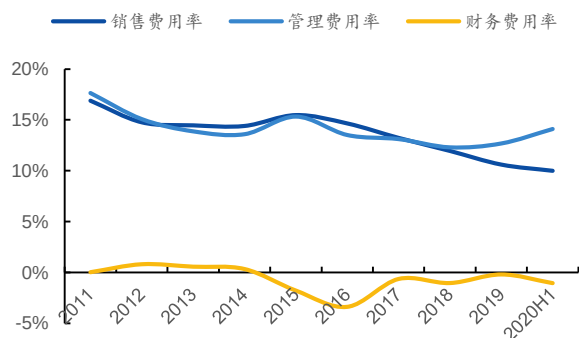
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 4：增量市场竞争激烈拖累整体盈利能力



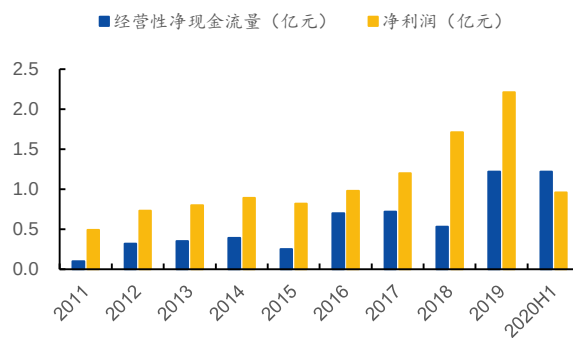
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：期间费用率整体较为稳定



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 6：公司现金流大幅改善



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

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	1572	1856	2235
现金	298	424	575	790	1042
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	14	12	14
存货	257	243	320	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	2070	2393	2801
流动负债	245	259	304	310	326
短期借款	34	13	13	13	13
应付账款	110	87	135	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	452	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	1033	1351	1742
归属母公司股东权益	1131	1334	1614	1932	2323
负债和股东权益	1528	1744	2070	2393	2801

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	191	286	308
净利润	171	221	254	338	411
折旧摊销	19	29	26	29	32
财务费用	-7	-2	-10	-18	-27
投资损失	5	0	1	2	1
营运资金变动	-150	-146	-90	-69	-118
其他经营现金流	16	20	10	5	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	36	-2	8
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	36	-2	8
现金净增加额	-97	124	152	215	252

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	481	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	-10	-18	-27
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	294	391	476
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	295	393	478
所得税	28	36	41	55	67
净利润	171	221	254	338	411
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	170	221	253	337	410
EBITDA	210	282	310	403	481
EPS (元)	0.89	1.12	1.29	1.71	2.09

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	15.1	33.3	21.7
归属母公司净利润 (%)	42.0	29.6	14.7	33.2	21.7
获利能力					
毛利率 (%)	53.3	54.1	53.2	56.4	56.5
净利率 (%)	24.2	24.9	24.7	29.0	30.2
ROE (%)	15.1	16.6	15.7	17.5	17.7
ROIC (%)	16.4	20.7	20.6	24.9	27.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.8	23.3	21.9	19.1	16.9
净负债比率 (%)	40.42	33.69	30.23	29.86	28.81
流动比率	4.30	4.97	5.17	5.99	6.85
速动比率	3.23	4.01	4.09	4.85	5.65
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.54	0.54	0.52	0.52
应收账款周转率	2	2	2	2	3
应付账款周转率	3.79	4.15	4.32	3.69	4.05
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.87	1.12	1.29	1.71	2.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	0.62	0.97	1.46	1.57
每股净资产 (最新摊薄)	5.75	6.78	8.20	9.82	11.81
估值比率					
P/E	51.65	39.87	34.77	26.10	21.45
P/B	7.79	6.60	5.45	4.56	3.79
EV/EBITDA	41	30	27	21	18

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间接损失承担任何责任。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。

免责条款

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