

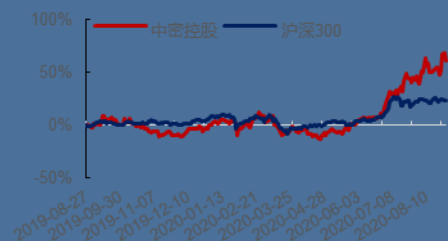
证券研究报告

公司研究——事项点评

中密控股 (300470.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2020.06.24



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

相关研究

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

Q2 恢复性增长，管网渐行渐近期待落地有声

2020年8月30日

事件: 公司发布 2020 年半年报, 2020 年上半年公司实现营收 4.26 亿元, 同比下降 4.96%; 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比下降 7.45%。实现经营活动现金流净额 1.22 亿元, 同比增长 616.7%。

点评:

- **存量业务占比下降叠加股权激励费用摊销，上半年业绩略有下滑。** 2020 年上半年公司实现营收 4.26 亿元, 同比下降 4.96%; 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比下降 7.45%。公司净利润下滑的原因: (1) 疫情期间, 客户备件更换滞后, 公司存量业务占比下降较多; (2) 收入结构中低毛利率的装备制造业占比提升, 导致综合毛利率有所下降; (3) 股权激励摊销的费用同比增长; 随着疫情逐步控制, 二季度公司业绩逐步恢复。Q2 单季度公司实现营收 2.5 亿元, 同比增长 6.42%; 实现归母净利润 0.66 亿元, 同比增长 19.4%。
- **增量业务稳步增长, 存量业务短期略有下滑。** 2020 年上半年分产品看, 公司机械密封实现收入 1.60 亿元, 同比下降 0.14%; 干气密封实现收入 1.08 亿元, 同比下降 10.14%; 橡塑密封实现收入 5822.3 万元, 同比下降 2.99%; 密封产品修复实现收入 3292.0 万元, 同比增长 7.33%。分下游行业看, 上半年装备制造业收入为 1.89 亿元, 同比增长 13.04%, 我们认为与前期订单加速交付有关; 石油化工行业收入为 1.14 亿元, 同比下降 19.64%, 与上半年特别是一季度行业需求低迷有关; 煤化工行业收入为 4492.4 万元, 同比下降 18.05%; 矿山行业收入为 2286.0 万元, 同比下降 17.75%; 其他行业收入为 5501.5 万元, 同比下降 2.36%。我们认为石油化工以及煤化工等存量业务的需求是长期稳定的, 随着复工复产逐步恢复正常, 公司存量业务已经恢复到正常水平。
- **装备制造业毛利率下降叠加占比提升，综合毛利率有所下滑。** 公司上半年公司综合毛利率为 49.72%, 同比下降 3.86pct; 毛利率下降主要是低毛利率的装备业务占比提升以及毛利率下滑较大。上半年装备制造业务毛利率为 28.03%, 同比下降 6.08pct; 装备制造业在收入中的占比达到 44.4%, 同比提升 7.07pct; 石油化工行业、煤化工行业的毛利率分别为 69.10% 和 70.47%, 分别同比提升 2.78pct 和 3.13pct。2020 年上半年公司净利率为 22.47%, 同比下降 0.62pct; 净利率下滑主要是毛利率下滑所致。
- **管网逻辑渐行渐近，期待落地有声。** 7 月 23 日, 中石油和中石化均公告, 将旗下管网资产转让给国家管网公司, 我们认为管网建设加速的大逻辑正逐步兑现。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。公司目前在新建管道的密封市场中已经取得较高市占率, 未来在管

道密封存量市场中进口替代步伐也将持续加速，而新地佩尔作为管道特种阀门领军企业，也将充分受益于管网建设进程的加速。此外，公司在核电等领域的布局也有望开花结果，值得市场持续关注。

- **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 8 月 28 日收盘价（44.60 元/股）市盈率 32/23/19 倍。维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**石油化工新建项目不及预期，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)	51.48	39.73	32.46	23.03	18.77
市净率 P/B(倍)	7.76	6.58	5.43	4.55	3.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

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
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	51	40	32	23	18.77
P/B	7.76	6.58	5.43	4.55	3.79
EV/EBITDA	23.21	17.04	16.32	11.14	9.24

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	1,072.29	1,440.76	1,736.98
营业成本	328.80	408.16	489.22	644.64	776.09
营业税金及附加	9.46	12.14	14.69	19.74	23.80
销售费用	84.20	94.29	111.52	146.96	173.70
管理费用	34.81	37.58	45.36	60.94	73.47
研发费用	704.65	888.43	1,072.37	1,440.84	1,737.05
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	314.75	443.27	543.98
营业外收支	0.34	1.89	0.30	0.20	0.20
利润总额	199.28	257.02	315.05	443.47	544.18
所得税	28.36	35.93	44.11	62.09	76.19
净利润	170.92	221.09	270.94	381.38	468.00
少数股东损益	0.47	0.24	0.61	0.78	0.84
归属母公司净利润	170.45	220.85	270.33	380.61	467.16
EBITDA	242.48	329.71	337.61	430.15	507.85
EPS(当年)(元)	0.87	1.12	1.38	1.94	2.38

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。