

Q3 业绩小幅增长，内循环带动国产替代

——中密控股 2020 年三季报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年三季报，共实现营收 6.68 亿元、同比-1.19%；归母净利润 1.53 亿元、同比-2.69%，其中第三季度实现营收 2.42 亿元、同比+6.24%；归母净利润 0.58 亿元、同比+6.38%。

报告要点：

● 第三季度业绩小幅增长，经营性净现金流显著提升

公司 2020 年第三季度业绩实现小幅增长，由于一季度业绩表现受疫情拖累下滑严重，前三季度整体业绩同比仍小幅下滑。当前公司盈利能力基本保持稳定，第三季度毛利率 50.97%环比基本持平，低于去年全年的 54.05%，主要由于疫情影响导致毛利率较高的存量订单占比有所下降；净利率 23.95%环比下降 2.53 个百分点，与去年全年基本持平。前三季度期间费用率 17.97%，也基本保持稳定。同时，公司前三季度经营性净现金流量大幅改善，相比 2019 年同期提升 181.56%。

● 订单增长产能饱和，各领域布局进展顺利

根据公司公开披露信息，现阶段公司产能利用率达到满负荷，在手订单同比去年增长明显，我们认为主要是公司当前在炼化、天然气长输管线、核电密封领域持续推进进口替代，其中炼化建设项目公司已具有较高市场占有率，将成为公司主要业绩支撑；在天然气长输管线领域受益于国家管网公司挂牌后带来的项目增多与国产快速替代，公司整合新地佩尔后有望在该领域占据大部分增量市场份额；核电领域在整合华阳密封后在新建核电项目逐渐替代进口的基础上打开了巨量存量市场的大门，后续有望成为公司利润增长重要支撑。

● “内循环”背景下，核电等关键领域密封件的国产化进程有望加速

核电密封的存量市场需求估计在 10 亿左右，过去以外资品牌为主，内资品牌中中密控股具备绝对优势，如果未来全部完成国产化替代，预计公司市场份额可以达到 50%~70%，为公司带来较大的收入和利润弹性。此外，石化及其他特种领域的密封件也在加速国产化的进程中。

● 投资建议与盈利预测

预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 9.49 亿元、10.81 亿元、12.72 亿元，归母净利润分别为 2.45 亿元、3.11 亿元、3.9 亿元，对应当前 PE 分别为 35/28/22X，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。

当前价/目标价：44.10 元/52 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：47.86 / 23.35

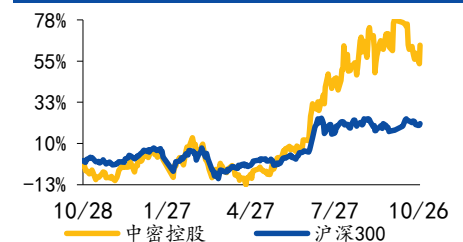
A 股流通股（百万股）：179.73

A 股总股本（百万股）：196.69

流通市值（百万元）：7925.97

总市值（百万元）：8674.12

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-中密控股 2020 年半年报：疫情压制短期业绩，订单饱满蓄势待发》2020.08.28

《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

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

联系人 李嘉伦

电话 021-51097188

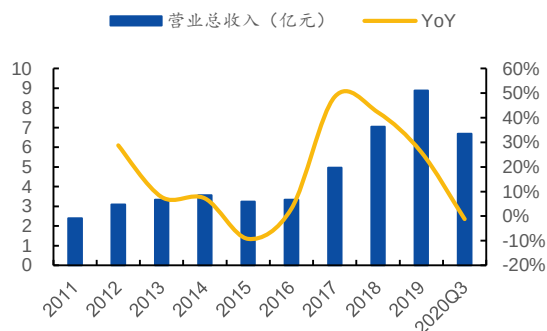
邮箱 lijialun@gyzq.com.cn

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	949	1081	1272
收入同比 (%)	42	26	7	14	18
归母净利润(百万元)	170	221	245	311	390
归母净利润同比 (%)	42	30	11	27	25
ROE (%)	15.1	16.6	15.3	16.4	17.2
每股收益 (元)	0.87	1.12	1.25	1.58	1.98
市盈率(P/E)	50.90	39.29	35.39	27.87	22.23

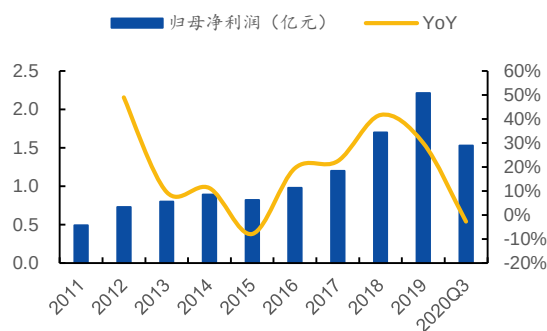
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 1：前三季度业绩基本持平



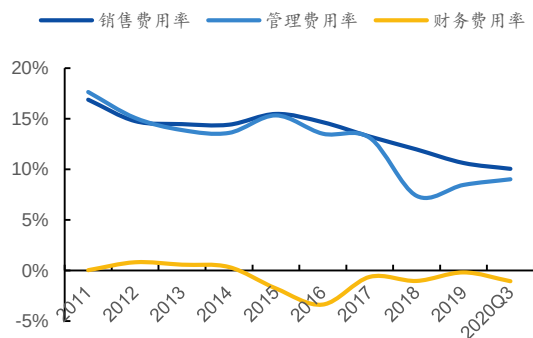
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：利润端同样基本持平



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

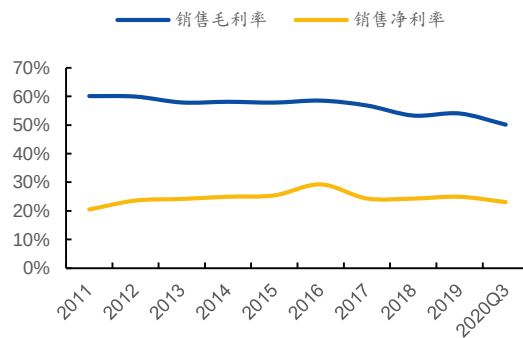
图 3：期间费用率整体企稳



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

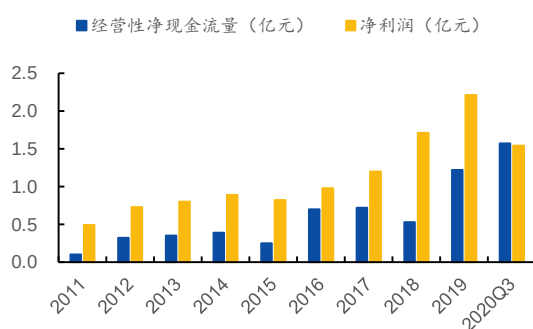
注：2018 年开始管理费用剔除研发费用

图 4：整体盈利能力较为稳定



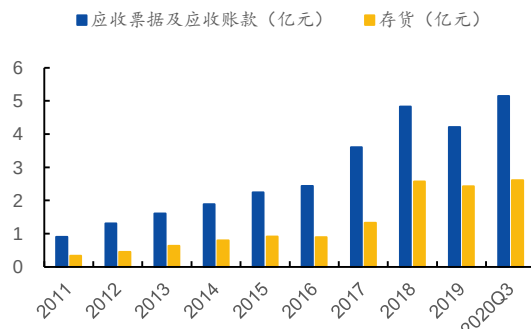
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：经营性净现金流显著改善



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 6：经营性应收项目有所上升



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	1546	1809	2165
现金	298	424	630	813	1048
应收账款	329	385	384	418	481
其他应收款	4	4	23	13	18
预付账款	8	7	12	11	13
存货	257	243	286	322	352
其他流动资产	158	226	210	233	253
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	2044	2346	2732
流动负债	245	259	287	297	311
短期借款	34	13	13	13	13
应付账款	110	87	121	130	140
其他流动负债	102	159	153	154	158
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	435	445	459
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	1025	1317	1688
归属母公司股东权益	1131	1334	1606	1898	2268
负债和股东权益	1528	1744	2044	2346	2732

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	244	253	291
净利润	171	221	245	312	391
折旧摊销	19	29	26	29	32
财务费用	-7	-2	-11	-19	-28
投资损失	5	0	1	2	1
营运资金变动	-150	-146	-23	-75	-114
其他经营现金流	16	20	5	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	37	-1	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	37	-1	8
现金净增加额	-97	124	206	183	235

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	705	888	949	1081	1272
营业成本	329	408	430	473	545
营业税金及附加	9	12	14	15	18
营业费用	84	94	109	122	141
管理费用	52	75	85	86	95
研发费用	35	38	40	45	50
财务费用	-7	-2	-11	-19	-28
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	284	361	453
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	285	362	454
所得税	28	36	40	51	63
净利润	171	221	245	312	391
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	170	221	245	311	390
EBITDA	210	282	299	371	457
EPS (元)	0.89	1.12	1.25	1.58	1.98

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	6.8	13.9	17.7
营业利润 (%)	39.0	28.2	11.5	27.0	25.4
归属母公司净利润 (%)	42.0	29.6	11.0	27.0	25.4
获利能力					
毛利率 (%)	53.3	54.1	54.6	56.2	57.1
净利率 (%)	24.2	24.9	25.8	28.8	30.7
ROE (%)	15.1	16.6	15.3	16.4	17.2
ROIC (%)	16.4	20.7	20.9	23.9	26.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.8	23.3	21.3	19.0	16.8
净负债比率 (%)	40.42	33.69	31.43	30.72	29.76
流动比率	4.30	4.97	5.39	6.09	6.96
速动比率	3.23	4.01	4.37	4.98	5.80
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.54	0.50	0.49	0.50
应收账款周转率	2	2	2	2	3
应付账款周转率	3.79	4.15	4.13	3.76	4.03
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.87	1.12	1.25	1.58	1.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	0.62	1.24	1.29	1.48
每股净资产 (最新摊薄)	5.75	6.78	8.16	9.65	11.53
估值比率					
P/E	50.90	39.29	35.39	27.87	22.23
P/B	7.67	6.50	5.40	4.57	3.83
EV/EBITDA	40	30	28	23	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