

Q3 业绩同比+6%，积极产业整合加速成长

投资要点

- **Q3 单季度业绩同比+6.4%，持续恢复增长：**2020 年前三季度，公司共实现营业收入 6.68 亿元，同比-1.2%；归母净利润 1.53 亿元，同比-2.7%；扣非归母净利润 1.43 亿元，同比-7.9%。其中 Q3 单季度，实现营业收入 2.42 亿元，同比+6.2%；归母净利润 0.58 亿元，同比+6.4%；扣非归母净利润 0.56 亿元，同比+2.8%。前三季度整体业绩小幅下滑，但 Q2 以来单季度已持续恢复增长。
- **期间费用控制良好，毛利率稍有下滑：**2020 年前三季度，公司毛利率 50.2%，同比-3.4pp，我们判断主要系高毛利率的存量客户收入占比下降，增量市场竞争加剧所致。Q3 单季度，公司毛利率 51.0%，同比-2.5pp，降幅已开始收窄。期间费用率方面，前三季度销售费用率 10.0%，同比-1.3pp；管理费用率 9.0%，同比+0.1pp；财务费用率-1.1%，同比-0.9pp；研发费用率 4.7%，同比+0.3pp。
- **存量+增量市场带来百亿市场空间：**机械密封市场的新增需求主要来自主机厂，与石油化工、煤化工等行业新增固定资产投资关联度高。民营大炼化打破了国营炼厂行业垄断格局，预计 2020-2023 年炼化项目仍持续扩建投产，据测算新增市场平均每年约 33 亿元需求。此外，由于机械密封件属于易耗品，其更换周期约为 1-3 年，存量市场主要面向终端客户，因此高频的存量市场更换以及下游客户给予的高毛利率保证了行业稳定的盈利能力。根据我们的测算，2020 年国内存量市场空间约 57 亿元，2025 年达 73 亿元。其中，油气管网密封件新增需求近年来有所延后，主要系成立筹建管网公司、处于整合期所致。目前国家管网公司已成立，预计将加速项目建设进度，相关需求将持续落地。
- **积极外延增厚业绩、产业整合能力卓越，拟定增并购新地佩尔打开新成长空间：**公司自成立以来，借助品牌、平台、资本优势，积极外延并购、产业整合能力卓越。上市前，整合西南密封及省机械院等资产、人员。上市后，公司 2016 年现金收购优泰科，切入橡塑密封新赛道。优泰科客户有较多重叠且技术与公司有一定的互通性，协同效应显著，2016-2018 年累计业绩完成承诺完成率 102%。此后，现金收购新三板挂牌公司华阳密封。通过深度整合、全面融合，华阳密封业绩已扭亏为盈、持续回暖。2020 年初，公司拟定增收并购新地佩尔，切入特种阀门赛道，三年累计业绩承诺不低于 6000 万元。新地佩尔同样应用于石油化工行业，下游客户重叠度高，预计深度整合后整体协同效应可期。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.2、2.8、3.5 亿元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**国内炼化行业发展不及预期，管网建设进度不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	888.34	955.60	1194.50	1437.79
增长率	26.08%	7.57%	25.00%	20.37%
归属母公司净利润(百万元)	220.85	221.73	280.66	353.11
增长率	29.57%	0.40%	26.58%	25.81%
每股收益 EPS(元)	1.12	1.13	1.43	1.79
净资产收益率 ROE	16.53%	14.67%	16.08%	17.30%
PE	39	39	31	25
PB	6.49	5.75	4.97	4.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋
执业证号: S1250520030001
电话: 021-58352138
邮箱: nzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.97
流通 A 股(亿股)	1.80
52 周内股价区间(元)	23.35-47.86
总市值(亿元)	86.74
总资产(亿元)	18.17
每股净资产(元)	7.46

相关研究

目 录

1 中密控股：国内机械密封龙头	1
1.1 主营机械密封，定位中高端市场	1
1.2 下游市场广阔，石油化工为公司最主要的市场	2
2 存量+增量市场年均市场空间超百亿，高端机械密封件国产替代先锋	3
2.1 四大板块支撑存量市场，2025 年合计空间达 73 亿元	3
2.2 炼化项目仍将持续投产，增量市场年均空间达 33 亿元	6
2.3 对标海外龙头，公司已具备逐鹿全球能力	8
3 积极外延增厚业绩、产业整合能力卓越，定增并购新地佩尔打开新成长空间	9
3.1 现金收购优泰科，切入橡塑密封新赛道	9
3.2 现金收购华阳密封，扩充产品线强化主业	10
3.3 拟定增收收购新地佩尔，深度整合后整体协同效应可期	11
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	14
5 风险提示	14

图 目 录

图 1：下游市场广阔，石油化工为公司最主要的市场	2
图 2：终端用户（存量市场）是公司收入的主要部分	3
图 3：存量市场空间可按照下游行业拆分为石油化工、煤化工、电力以及冶金四个板块进行测算	3
图 4：史密斯集团（约翰克兰母公司）营收回顾	8
图 5：约翰克兰占母公司营收的 38%（2019 年）	8
图 6：伊格尔·博格曼营收回顾	8
图 7：公司积极进行产业整合，致力于大密封产业的布局	9
图 8：盾构机密封：注塑成型聚氨酯和橡胶	10
图 9：盾构机密封：TBM 密封	10
图 10：旋转型焊接金属波纹管密封	11
图 11：橡胶波纹管密封	11
图 12：轴流式止回阀打破进口垄断，油气管道关键国产化设备	12
图 13：新地佩尔是中国一流、最大口径清管阀专业制造商	12

表 目 录

表 1：公司产品包含机械密封件、干气密封件、干气密封控制系统等	1
表 2：石油化工行业中机械密封件存量市场空间：2020 年达 33 亿元	4
表 3：煤化工行业中机械密封件存量市场空间：2025 年达 7.7 亿元	5
表 4：电力行业中机械密封件存量市场空间：2025 年达 27.8 亿元	5
表 5：冶金行业中机械密封件存量市场空间：2025 年达 6 亿元	6
表 6：合计中机械密封件存量市场空间：2025 年达 72.6 亿元。（万元）	6
表 7：2020-2023 年预计仍有超过 16000 万吨新增炼油产能投产落地	7
表 8：优泰科完成业绩对赌情况	10
表 9：华阳密封整合入中密控股体系后，业绩持续回暖	11
表 10：定向增发募集 4.7 亿资金，其中 2.1 亿元用于收购新地佩尔 100%股权，并向新地佩尔增资 3800 万元。（万元）	12
表 11：分业务收入及毛利率	13
表 12：可比公司估值	14
附表：财务预测与估值	15

1 中密控股：国内机械密封龙头

1.1 主营机械密封，定位中高端市场

公司系国内机械密封龙头，产品定位中高端市场。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。机械密封件主要作用是防止设备零件在工作中的相对运动条件下液体或气体从缝隙结合面间泄漏。公司产品主要定位于机械密封的中高端市场，即干气密封和高压、高速、高低温、大轴径等高参数机械密封。公司产品主要安装于压缩机、泵、反应釜等主机，广泛用于石油化工、煤化工等行业。凭借技术、品牌等优势，公司机械密封业务营收规模位居国内行业第一。公司目前在国内机械密封行业处于龙头地位，2019 年公司机械密封业务收入达 7.3 亿元，根据中国液压气动密封件协会机械与填料静密封专业分会所提供的 2019 年度《机械与填料静密封行业年报统计资料汇编》，公司机械密封收入排名第一。

表 1：公司产品包含机械密封件、干气密封件、干气密封控制系统等

类型	产品及图示	产品主要应用领域
压缩机用干气密封		主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、输气及其他领域中输送危险性气体的离心压缩机。
泵用机械密封		主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、水电、核电、火电、军工、冶金、造纸、船舶、制药、环保、输气及其他领域。
釜用机械密封		主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、制药、环保及其他领域。
金属波纹管机械密封		主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、核电、火电、军工、冶金、造纸、船舶、制药、环保及其他领域。
干气密封控制系统		主要应用在石油化工、煤化工、天然气化工、输气及其他领域输送危险性气体的离心压缩机。

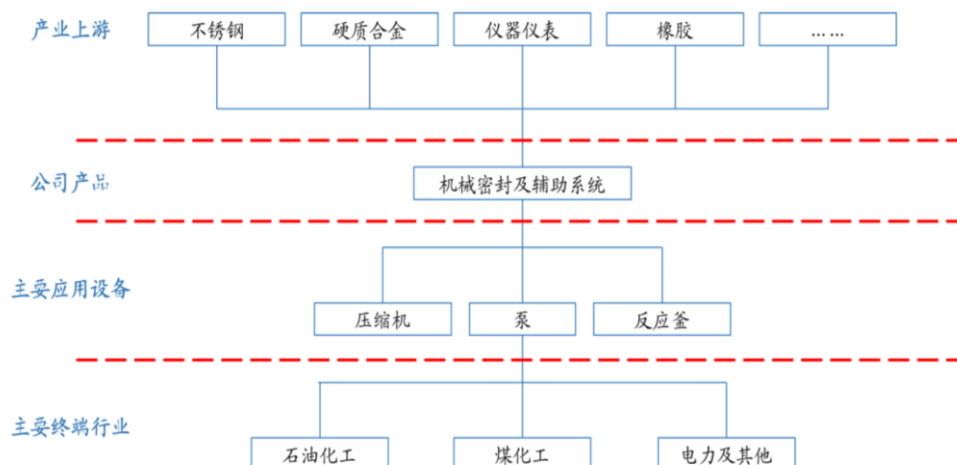
类型	产品及图示	产品主要应用领域
机械密封辅助系统		主要应用在石油化工、天然气化工、炼油、化肥、煤化工、有机化工、海洋石油、制盐、冶金、有色金属、核电、火电等领域。

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 下游市场广阔，石油化工为公司最主要的市场

下游市场广阔，石油化工为公司最主要市场。机械密封是一种重要的工业基础件，处于产业链中游。其上游主要包括不锈钢、硬质合金、仪器仪表等原材料；下游主要面向石油化工、煤化工、油气输送、电力、冶金等领域。下游行业中，石油化工是公司营收结构中占比最大的市场，占公司营收 60%以上；其次是煤化工，占比 15%左右。

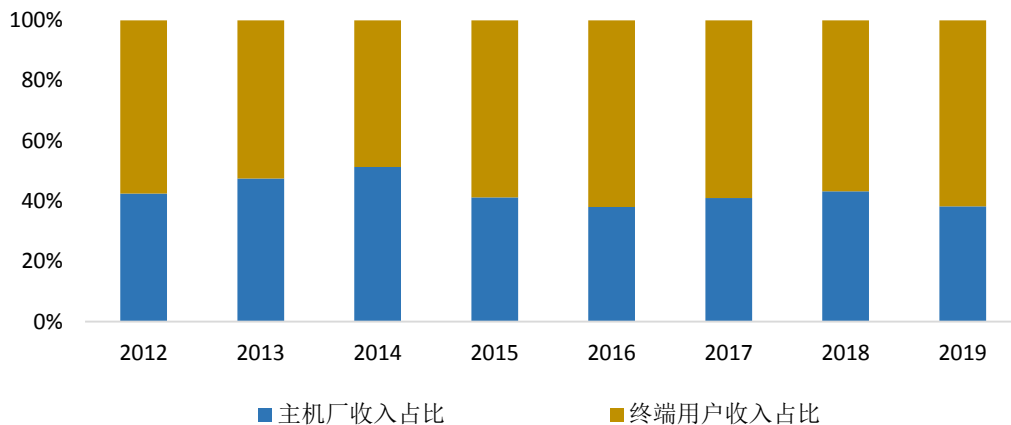
图 1：下游市场广阔，石油化工为公司最主要的市场



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

新增需求与下游固定资产投资高关联，存量需求更为稳定。公司下游客户可分为主机厂与终端客户。其中主机厂对应于新增市场，需求主要由固定资产投资和技术改造项目拉动。公司主机厂客户主要有沈鼓集团、陕鼓集团、大连苏尔寿、大连深蓝、东方电气集团等；终端客户对应于存量市场，由于机械密封是一种易损件，特别是用于高温、高压、高速、有毒等介质下的机械密封通常每 1-3 年就需要更换，因此机械密封的存量市场需求较为稳定，且为公司的主要利润来源。公司终端客户主要有中石油、中石化、中海油、延长石油、中核集团等。

图 2：终端用户（存量市场）是公司收入的主要部分



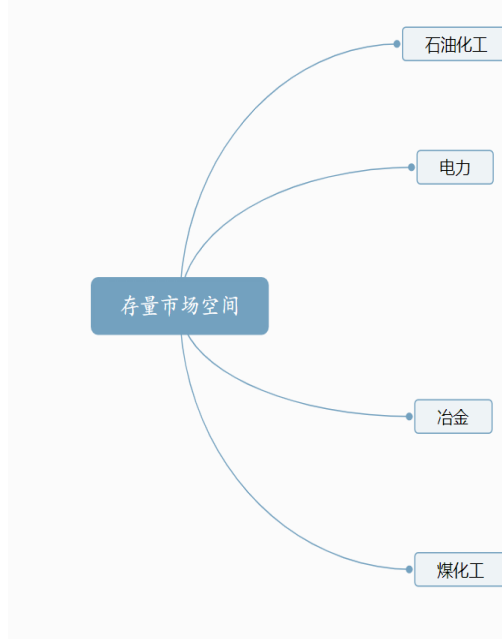
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 存量+增量市场年均市场空间超百亿，高端机械密封件国产替代先锋

2.1 四大板块支撑存量市场，2025 年合计空间达 73 亿元

机械密封的存量市场需求主要为终端用户的定期更换以及进口替代业务，来自存量市场的收入及毛利率较为稳定。存量市场空间可按照下游行业拆分为石油化工、煤化工、电力以及冶金四个板块进行测算。

图 3：存量市场空间可按照下游行业拆分为石油化工、煤化工、电力以及冶金四个板块进行测算



数据来源：西南证券整理

石油化工行业可细分为炼油、乙烯、油品管道、天然气管道、PTA、烧碱、LNG 等领域。据公司相关公告，核心假设如下：

- 炼油：根据《石油和化学工业“十三五”发展指南》，2020 年预计产能达 9 亿吨，2025 年预计产能达 9.4 亿吨。炼油装置规模从 200-2000 万吨不等，按平均 500 万吨计算。
- 乙烯：根据《石油和化学工业“十三五”发展指南》，2020 年预计产能 3200 万吨，2025 年预计产能达 4200 万吨。
- 油品管道运输：根据《中长期油气官网规划》，规划油品管道长度 2020 年达 6.5 万公里，2025 年预计达 7.7 万公里。
- 天然气管道输送：根据《中长期油气官网规划》，规划天然气管道长度 2020 年达 10.7 万公里，2025 年预计达 16.3 万公里。
- PTA：预计 2020 年产能达 7139 万吨，2025 年达 9400 万吨。
- 烧碱：预计 2020 年达 4502 万吨，2025 年达 5100 万吨。
- LNG：预计 2020 年达 1400 万吨，2100 万吨。

基于以上假设，测算得出 2020 年我国石油化工行业中机械密封市场空间约 24.6 亿元，2025 年达 31.1 亿元。

表 2：石油化工行业中机械密封件存量市场空间：2020 年达 33 亿元

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)
炼油	9 亿吨	500 万吨	180	400	72000	9.4 亿吨	188	75200
乙烯	3200 万吨	55 万吨	55 万吨	700	40600	4200 万吨	76	53200
油品管道输送	6.5 万公里	1000 公里	1000 公里	150	9750	7.7 万公里	77	11550
天然气管道输送	10.7 万公里	250 公里	250 公里	100	42800	16.3 公里	652	65200
PTA	7139 万吨	50 万吨	50 万吨	250	35750	9400 万吨	188	47000
烧碱	4502 万吨	10 万吨	10 万吨	50	22500	5100 万吨	510	25500
LNG	1400 万吨	2.5 万吨	2.5 万吨	40	22400	2100 万吨	840	33600
合计	-	-	-	-	245800	-	-	311250

数据来源：公司公告，西南证券整理

管网公司成立将加速相关项目建设进度，新增存量机械密封件需求将持续落地。值得强调的，目前我国天然气、油品管网建设进度低于预期。根据发改委、国家能源局制定的《中长期油气管网规划》，到 2020 年我国油气管网总里程将达 16.9 万公里。但目前，2018 年末数据显示，油气管网总里程仅为 12.2 公里，距离建设目标仍有较大差距。2019 年 12 月 9 日，国家石油天然气管网集团有限公司正式挂牌成立，我国深化油气体制改革重大举措终于落地。这标志着我国天然气产、运、销一体化市场运行模式将向产、运、销分离转变，上、中、下游天然气市场格局必将重塑。2019 年，受管网公司成立整合影响，部分管网建设招

标进程延后。我们认为国家管网公司的成立将有利于加快管网投资建设步伐，新增存量需求可能延后但终将落地。

煤化工行业可细分为煤制烯烃、煤制油、合成氨等领域。据公司相关公告，核心假设如下：

- 煤制烯烃：2020 年预计产能达 2500 万吨，2025 年达 3000 万吨。
- 煤制油：2025 年预计产能达 1206 万吨，2025 年预计产能达 2796 万吨。
- 合成氨：2020 年预计合成氨产能达 6300 万吨，2025 年预计产能达 6300 万吨。

基于以上假设，测算得出 2020 年我国煤化工行业中机械密封市场空间约 5.7 亿元，2025 年达 7.7 亿元。

表 3：煤化工行业中机械密封件存量市场空间：2025 年达 7.7 亿元

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)
煤制烯烃	2500 万吨	50 万吨	50	400	20000	3000 万吨	60	24000
煤制油	1206 万吨	30 万吨	40	300	12000	2796 万吨	93	27900
合成氨	6300 万吨	25 万吨	252	100	25200	6300 万吨	252	25200
合计	-	-	-	-	57200	-	-	77100

数据来源：公司公告，西南证券整理

电力行业可细分为水电、火电、核电等领域。据公司相关公告，核心假设如下：

- 水电：2020 年预计水电总装机量达 38000 万千瓦，2025 年预计达 41500 万千瓦。
- 火电：2020 年预计火电总装机量达 110000 万千瓦，2025 年预计达 125000 万千瓦。
- 核电：2020 年核电总装机量达 5800 万千瓦，2025 年预计达 9450 万千瓦。

基于以上假设，测算得出 2020 年我国电力行业中机械密封市场空间约 20.8 亿元，2025 年达 27.8 亿元。

表 4：电力行业中机械密封件存量市场空间：2025 年达 27.8 亿元

领域	2020 年产能 (万千瓦)	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 (万千瓦)	折合装置 (套)	2025 年机械 密封市场容 量 (万元)
水电	38000	70 万千瓦	543	20	10860	41500	593	11860
火电	110000	50 万千瓦	2200	50	110000	125000	2500	125000
核电	5800	100 万千瓦	58	1500	87000	9450	94	141000
合计	-	-	-	-	207860	-	-	277860

数据来源：公司公告，西南证券整理

冶金行业可细分为冶金焦化、氧化铝等领域。据公司相关公告，核心假设如下：

- 冶金焦化：预计 2020 年冶金焦化产能达 69000 万吨，2025 年预计达 69000 万吨。
- 氧化铝：预计 2020 年氧化铝产能达 9050 万吨，2025 年预计达 9050 万吨。

基于以上假设，测算得出 2020 年我国冶金行业中机械密封市场空间约 6 亿元，2025 年达 6 亿元。

表 5：冶金行业中机械密封件存量市场空间：2025 年达 6 亿元

领域	2020 年产能 (万吨)	平均装置规模 (万吨)	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 (万吨)	折合装置 (套)	2025 年机械 密封市场容 量 (万元)
冶金焦化	69000	55	1255	30	37650	69000	1255	37650
氧化铝	9050	40	226	100	22600	9050	226	22600
合计	-	-	-	-	60250	-	-	60250

数据来源：公司公告，西南证券整理

结论：

根据以上我们对四个细分下游市场的测算，国内机械密封行业存量市场空间 2020 年达 57 亿元，2025 年达 73 亿元。

表 6：合计中机械密封件存量市场空间：2025 年达 72.6 亿元。（万元）

年度	石油化工	煤化工	电力	冶金	合计
2020 年	245800	57200	207860	60250	571110
2025 年	311250	77100	277860	60250	726460

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 炼化项目仍将持续投产，增量市场年均空间达 33 亿元

民营炼化产能占比持续提升，国营炼厂格局被逐渐打破。自 2018 年来，民营大炼化快速崛起、项目相继投产，我国炼油能力保持 5% 以上的增速。例如，2018 年末，恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化项目正式投料，2019 年 3 月打通全流程，成为国内第一家具备“原油-PX-PTA-聚酯”全产业链的民营炼化企业；2019 年 5 月，荣盛石化控股子公司浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目（一期），即 2000 万吨/年炼化一体化项目正式投入运行，并于 2019 年 12 月全面投产打通全流程。民营炼化产能占比持续提升。2018 年民营大炼化产能占比从 2018 年的 26% 提升到了 2019 年的 31%，国营炼厂格局被逐渐打破。2019 年民营大炼化的炼油产能占比也得以明显提升，从 2018 年的 26% 已提升至 2019 年的 31%，而“三桶油”以及其他国营炼厂的产能占比由 2018 年的 74% 下降到 2019 年的 69%，民营大炼化的相继投产正在逐渐打破国营炼厂行业垄断的格局。

炼化项目仍将持续投产，增量市场年均空间达 33 亿元。随着民营石化厂进军上游炼化领域步伐提速，2015-2017 年国内迎来大型炼化项目（产能 1000 万吨以上为大型项目）签约集中期。2019 年已有包括恒力炼化、浙江石化一期、华北石化等 4500 万吨炼油产能已于

2019 年投产；2020-2023 年预计仍有超过 16000 万吨新增炼油产能投产落地。每万吨炼油产能对应以 4000 万投资额计算。而草根调研，我们估算机械密封的需求量占新项目投资总额的 2%。到 2023 年，合计机械密封件增量市场空间达 132 亿元，年均对应市场空间达 33 亿元。

表 7：2020-2023 年预计仍有超过 16000 万吨新增炼油产能投产落地

项目名称	新增炼油能力（万吨/年）	预计投产时间
恒力炼化	2000	已投产
浙江石化一期	2000	已投产
华北石化	500	已投产
2019 年合计	4500	
中石化中科炼化	1000	2020 年 H1
中化泉州	300	2020 年 H1
中石化洛阳扩能	200	2020 年 H1
中石化海南炼化二期	500	2020 年 H2
中石化大庆石化	350	2020 年底
中石油庆阳石化	300	2020 年
中海油大榭石化	600	2020 年
2020 年合计	3250	
中石油广东石化	2000	2021 年 H2
盛虹炼化	1600	2021 年底
2021 年合计	3600	
浙江石化二期	2000	2022 年
中石化镇海炼化扩建	1500	2022 年
山东烟台裕龙岛炼化一期	2000	2022 年
2022 年合计	5500	
古雷炼化二期	1600	2023 年
中海油惠州三期	1000	2023 年
中国兵器-沙特阿美	1500	2023 年 H2
2023 年合计	4100	

数据来源：西南证券整理

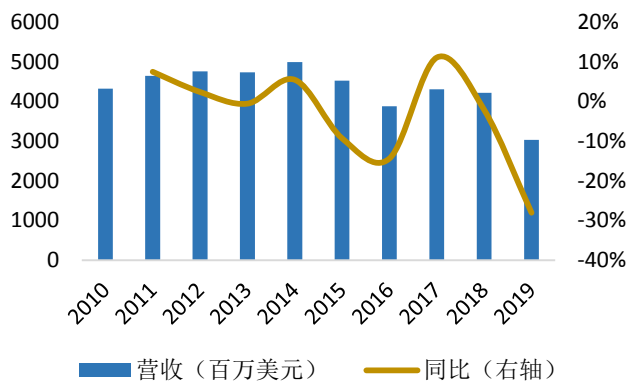
贯彻“通过主机占领终端”的市场策略，公司增量市场业务仍持续获得突破。在新项目配套市场竞争中保持强劲势头，大型知名项目已基本演变为公司与国际两大品牌的角逐市场。公司坚决贯彻“通过主机占领终端”的市场策略，凭借突出的综合实力牢牢占据了配套市场份额第一的位置。在盛虹石化、浙江石化 2 期、泉州石化 2 期、连云港石化、宁波科元、黑龙江龙油、哈密广汇乙二醇、广西华谊、天津中沙聚碳酸酯、天津渤化、弘润石化、陕西榆林 60 万吨/年 DMTO、山东神驰、宁波中金等项目中取得了不错的配套份额；随着华阳密封销售体系的整合完成，华阳密封传统优势的搅拌领域也取得较大进展，宁波逸盛 600 万吨/年 PTA、虹港石化 2 期 PTA、福建百宏 250 万吨/年 PTA、海南逸盛 PTA 改造、斯必克、鲁西化工、独山子石化、吉林石化、扬子石化、仪征纤维、福建联合石油化工、中海油惠州石化等都取得了不错的配套或国产化订单。

2.3 对标海外龙头，公司已具备逐鹿全球能力

目前公司在细分领域的主要竞争对手主要由约翰克兰、伊格尔·博格曼等国际龙头。分下游行业来看，约翰克兰深耕石油化工市场，伊格尔·博格曼在核电领域处于领先地位；分产品看，约翰克兰在干气密封、高压机械密封等领域具备优势，伊格尔·博格曼专注于高速机械密封、釜用机械密封等领域。目前公司在销售价格、服务、客户响应等诸方面均有明显的本土优势，产品价格通常低于进口产品，且服务快捷，此外通过持续技术积累，目前公司在一些细分产品已具备逐鹿全球的技术实力。

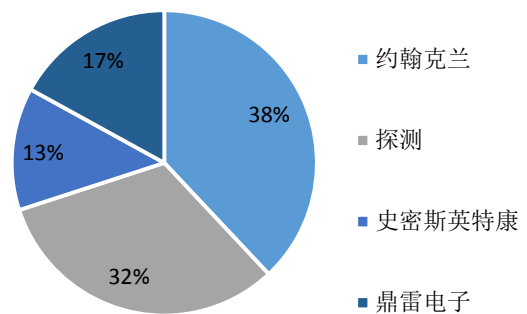
约翰克兰：成立于 1917 年，是世界上最大的机械密封及相关产品的生产企业，1988 年在我国设立约翰克兰科技（天津）有限公司。产品包括机械密封、干气密封、盘根密封、密封辅助系统、联轴节和润滑系统等全系列机械密封产品。

图 4：史密集团（约翰克兰母公司）营收回顾



数据来源：Wind，西南证券整理

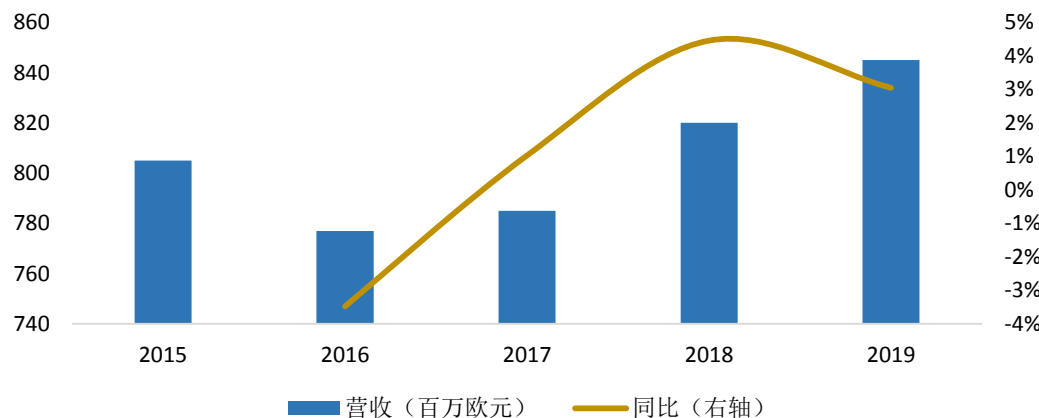
图 5：约翰克兰占母公司营收的 38%（2019 年）



数据来源：Wind，西南证券整理

伊格尔·博格曼：是全球重要的机械密封生产企业，由日本伊格尔和德国博格曼于 2004 年合并而成。伊格尔·博格曼中国包括 1995 年成立的上海博格曼有限公司和 1997 年成立的大连博格曼有限公司。主要产品有离心式压缩机、反应釜、离心机和搅拌器等机械密封，以及密封辅助系统的过滤器、分离器、冷却器、密封系统工作站和磁力驱动联轴器等。

图 6：伊格尔·博格曼营收回顾



数据来源：公司官网，西南证券整理

3 积极外延增厚业绩、产业整合能力卓越，定增并购新地佩尔打开新成长空间

公司自成立以来，借助品牌、平台、资本优势，积极进行产业整合，致力于大密封产业的布局。上市前，整合西南密封及省机械院等资产、人员。上市后，收购优泰科、切入橡胶密封赛道，收购华阳密封、扩产产线强化主业。2020 年 2 月，公司拟收购新地佩尔，进入特种阀门领域。

图 7：公司积极进行产业整合，致力于大密封产业的布局



数据来源：西南证券整理

3.1 现金收购优泰科，切入橡塑密封新赛道

收购橡塑密封优质标的，切入新赛道、市场有望进一步打开。2016 年公司以 1.58 亿元现金收购优泰科切入了橡塑密封领域。优泰科主营业务为橡塑密封件、聚氨酯密封件的设计、研发、生产和销售，决定橡塑密封件、聚氨酯密封件产品品质的核心因素就是材料性能，而材料性能取决于配方设计，因此材料配方是橡塑密封、聚氨酯密封行业最重要的核心竞争力所在。优泰科在橡塑密封、聚氨酯密封行业中专注于高端无模具加工细分领域，在该领域具有突出的领先优势并形成了一定的国际影响力。优泰科的行业领先优势最直接的体现就是优良的材料性能加先进的无模具加工技术。

协同效应显著，三年累计业绩承诺完成率达 102%。优泰科与公司有类似的经营特点，客户有较多重叠且技术与公司有一定的互通性，并公司存在共用销售及服务网络以降低运营成本，为客户提供更加完整的密封总体解决方案，提高公司经营的总体规模效应等协同优势，提升公司核心竞争力。优泰科承诺 2016-2018 年经审计后的净利润分别不低于 1500 万元、1650 万元、1900 万元。受产能等限制影响，优泰科并未能完成前两年的业绩承诺，但完成率较高。但 2018 年随着新厂房的投入使用，单年完成率达 126%，超额完成业绩承诺。三年看，累计业绩承诺完成率达 102%。

表 8：优泰科完成业绩对赌情况

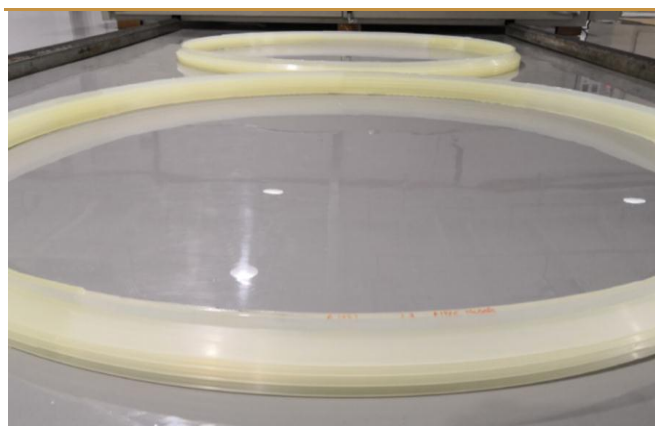
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入 (万元)	6834	8260	11824	12513
营收增速	-5.6%	20.9%	56.1%	5.8%
净利润 (万元)	1121.7	1621.3	2403.2	2010.13
增速净利润同比	-4.6%	44.5%	66.3%	-16.4%
业绩承诺	1500	1650	1900	
单年完成率	75%	98%	126%	
累计业绩承诺完成率		102%		

数据来源：公司公告，西南证券整理

持续整合，盾构产品打破国外垄断、未来增长空间巨大。优泰科对赌期结束后，公司对其加强了整合力度，目前优泰科与公司共用一套办公系统，大大提高了办公效率。公司对优泰科采购、财务两个部门进行垂直管理，下一步还将启用集团 ERP 系统，实现全公司的资源协同管理。2019 年优泰科实现收入 1.3 亿元，同比增长 5.8%，实现净利润 2162 万元（扣除限制性股票激励成本摊销前），由于传统煤炭市场整体低迷，收入与毛利率均有下降，导致整体利润有所下降。优泰科已全面进入盾构市场，2019 年全年实现销售收入超 1000 万元，同比增长超过 30%，分别取得中交天和、辽宁三三、铁建重工、厦工中铁、中煤隧道、中铁装备、上海创力、中铁一局、中铁城轨等公司配套订单。此外，公司的盾构密封首次为日本小松集团盾构机配套，首次出口到土耳其，充分证明公司盾构产品的优良品质，实现了从国产化到走出去的目标。公司盾构产品全面打破国外垄断，是目前国内唯一一家配套供应商，未来增长空间巨大。

图 8：盾构机密封：注塑成型聚氨酯和橡胶


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 9：盾构机密封：TBM 密封


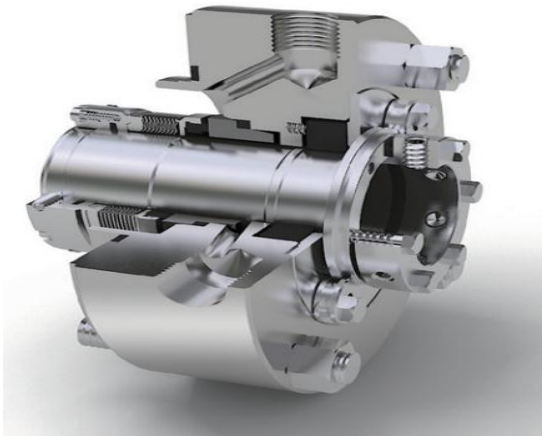
数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 现金收购华阳密封，扩充产品线强化主业

收购华阳密封，扩充产品线、强化本部主业。2016 年 12 月起公司以现金方式陆续收购华阳密封全部股权。华阳密封主要从事中、高端机械密封产品及其辅助（控制）系统研发、设计、生产及销售，并为客户提供技术咨询、设备安装及维修等服务，主要产品为泵用、釜用、干气釜用、干气密封产品及配套设备，广泛应用于石油、化工、船舶、冶金、医药、造

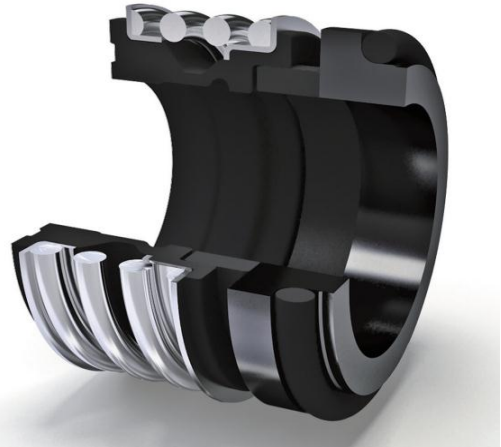
纸、发电等较多涉及管道设备的行业。华阳密封主要产品与公司类似，技术相通，层次相近，细分领域内在国内市场同样处于领先地位，部分产品在国际市场也具备先进水平，符合公司长远战略规划，有望进一步实现产品线扩充而强化本部主业。

图 10：旋转型焊接金属波纹管密封



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 11：橡胶波纹管密封



数据来源：公司官网，西南证券整理

华阳密封曾为新三板挂牌公司，并购前在高端产品市场曾为公司的强劲对手。华阳密封是一家曾为新三板挂牌公司，其产品属于机械密封中的高端部分，技术能力较强，是公司并购前在高端产品市场的强劲对手。华阳密封与公司存在诸多技术与市场的互补性，其在搅拌密封、波纹管密封等方面具备一定的优势，而这些是公司目前的短板。华阳密封的技术人员多数来自国际大公司，在核电密封领域，华阳密封与公司几乎占据了国内 90% 市场份额，也占据了大部份重要研发项目。

表 9：华阳密封整合入中密控股体系后，业绩持续回暖

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 8 月-12 月	2019 年
营业收入（万元）	10851	6729	8067	4786	11822
净利润（万元）	489	-4548	74	645.8	2302.9

数据来源：公司公告，西南证券整理

深度整合、全面融合，华阳公司业绩已持续回暖。目前公司完成了对华阳密封的深度整合工作，华阳密封整个团队已全面融合到中密控股，公司对华阳密封的销售、技术、采购、财务四个部门进行了垂直管理，其他部门在统一的业务流程下协同运行。2016 年华阳密封受订单分散、释放不足影响处于亏损阶段。整合收购后公司业绩已持续回暖。华阳密封全年实现收入 1.2 亿元，实现净利润 2465 万元（扣除限制性股票激励成本摊销前）。

3.3 拟定增收购新地佩尔，深度整合后整体协同效应可期

定增收购新地佩尔，切入特种阀门赛道，三年累计业绩承诺不低于 6000 万元。公司拟定向发行 2700 万股，募集资金 4.6 亿元。其中，2.1 亿元用于收购新地佩尔 100% 股权，并向新地佩尔增资 3800 万元。新地佩尔是一家特种阀门制造商，致力于特殊工况、特殊功能以及特殊领域专用阀门的研发和制造，形成了以自动类阀门、控制阀、截断类阀等三大系列产品为核心的产品序列，所生产的阀门产品具有良好的安全性和可靠性，实现了油气管道关

键设备国产化。2019 年及 2020 年 1-3 月，实现营业收入 7327 万元和 725 万元，实现净利润 2139 万元和 117 万元。新地佩尔三年业绩承诺期累计实现的净利润之和不低于 6000 万元，2019-2021 年分别实现的净利润为 1500 万元、2000 万元、2500 万元。

新地佩尔在天然气管道市场已具有强竞争力，未来将进一步拓展铁矿、铜矿浆体输送等新领域。新地佩尔主要服务于石油化工行业，在其中的天然气管道领域已经具有良好的市场竞争力，先后成功为中石油、中海油、中石化、中化集团、中航油、延长石油、SHELL、BP、TOTAL 等石化行业知名企业提供了油气管道关键设备。新地佩尔参与了西气东输一二三线、中俄原油管线、中俄天然气东线、溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩等多个国内外重大工程项目，在紧张的供货周期中保质保量完成生产供应，获得了中石油等客户的高度认可。在铁矿、铜矿浆体输送等其他领域，新地佩尔也开发了针对性的产品，并正在逐步开拓市场。

表 10：定向增发募集 4.7 亿资金，其中 2.1 亿元用于收购新地佩尔 100%股权，并向新地佩尔增资 3800 万元。（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	24800	24800
1-1	收购新地佩尔 100%股权	21000	21000
1-2	向新地佩尔增资	3800	3800
2	机械密封产品数字化转型及智能制造项目	8360	7500
3	补充流动资金	13700	13700
	合计	46860	46000

数据来源：公司公告，西南证券整理

下游客户重叠度高，深度整合后整体协同效应可期。新地佩尔的主要产品自动类阀门、控制阀、截断类阀等同样也是重要的工业基础件，用以在流体输送系统中开闭管路、控制流向、调节和控制输送介质的参数（温度、压力和流量）等，并且同样主要应用于石油化工行业，其客户与公司存在较大幅度重合。本次收购完成后，公司将把新地佩尔的产品纳入公司旗下，从而丰富产品结构，提升对客户的综合服务能力。此外，公司也将与新地佩尔在销售网络方面分享资源，在生产技术方面互补短长，从而形成整体协同效应。在此基础上，新地佩尔拟新建阀门研发中心及智能化改造项目，强化产品研发能力及提高生产智能化水平，进一步提升综合竞争力。

图 12：轴流式止回阀打破进口垄断，油气管道关键国产化设备



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 13：新地佩尔是中国一流、最大口径清管阀专业制造商



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司系国内机械密封行业龙头，定位于中高端市场，主营产品包括干气密封和高压、高速、高低温、大轴径等高参数机械密封。

假设：

（1）机械密封：受益于下游石油化工固定资产投资维持高景气及产能拓展，预计板块仍将较高增长。随着国家管网公司的正式成立，油气管道建设有望 2021 年起持续放量。2020-2022 年，预计营收增速分别为 5%/30%/20%。

（2）干气密封：干气密封使用寿命更高，下游持续高景气下预计未来板块业务仍将继续放量。预计 2020-2022 年，营收增速分别为 5%/30%/20%。

（3）橡胶密封：公司 2016 年现金收购优泰科，切入橡塑密封新赛道。优泰科客户有较多重叠且技术与公司有一定的互通性，协同效应显著。预计 2020-2022 年，营收增速分别为 3%/10%/15%。

（4）其它板块：公司所在行业的市场需求可拆分为存量市场与新增市场，测算预计存量+增量市场带来百亿市场空间。2020-2022 年，预计机械密封辅助系统板块对应营收增速 5%/8%/10%；密封产品修复板块对应营收增速 18%/16%/14%；零配件板块对应营收增速 45%/50%/50%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
机械密封	收入	313.22	328.88	427.55	513.05
	增速	32.6%	5.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	54.4%	51.0%	52.0%	53.0%
干气密封及系统	收入	240.35	252.37	328.08	393.69
	增速	45.5%	5.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	55.9%	53.0%	54.5%	54.0%
橡塑密封	收入	124.60	128.34	141.17	162.35
	增速	6.9%	3.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	48.3%	47.5%	47.0%	46.5%
机械密封辅助系统	收入	70.43	73.95	79.87	87.85
	增速	-2.0%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	16.3%	16.0%	16.0%	15.5%
密封产品修复	收入	58.22	68.70	79.69	90.85
	增速	22.8%	18.0%	16.0%	14.0%
	毛利率	87.1%	80.0%	75.0%	75.0%
零配件	收入	47.01	68.16	102.25	153.37

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	49.9%	45.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	59.8%	59.0%	58.0%	57.0%
其他业务	收入	34.51	35.20	35.90	36.62
	增速	-3.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	73.0%	70.0%	65.0%	60.0%
合计	收入	888.34	955.60	1,194.50	1,437.79
	增速	26.1%	7.6%	25.0%	20.4%
	毛利率	54.1%	51.7%	52.1%	52.2%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

由于中密控股是目前唯一的机械密封行业 A 股上市公司，因此我们选择了机械行业中高成长的龙头企业锐科激光、恒立液压作为对比公司，与中密控股进行估值对比。2020-2022 年两家公司平均 PE 分别为 63、46、37 倍。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.2、2.8、3.5 亿元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300747.SZ	锐科激光	74.89	1.69	1.04	1.51	2.00	70	73	50	38
603187.SH	恒立液压	77.72	1.47	1.49	1.83	2.12	34	52	42	36
平均值							52	63	46	37

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

国内炼化行业发展不及预期，管网建设进度不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	888.34	955.60	1194.50	1437.79	净利润	221.09	222.03	281.06	353.46
营业成本	408.16	461.51	571.84	686.64	折旧与摊销	28.54	46.31	58.93	74.74
营业税金及附加	12.14	12.61	15.89	19.27	财务费用	-1.86	3.48	16.64	19.20
销售费用	94.29	95.56	117.06	136.59	资产减值损失	-2.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	75.17	81.23	113.48	129.40	经营营运资本变动	-74.21	482.45	-241.00	-94.22
财务费用	-1.86	3.48	16.64	19.20	其他	-48.58	-1.29	0.38	0.02
资产减值损失	-2.58	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	122.40	752.98	116.02	353.21
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-26.37	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	24.05	-0.30	-0.15	-0.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.32	-200.30	-200.15	-200.35
营业利润	255.13	301.21	359.60	446.70	短期借款	-21.18	87.24	0.00	0.00
其他非经营损益	1.89	-40.00	-25.00	-25.91	长期借款	-0.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	257.02	261.21	334.60	420.79	股权融资	78.23	0.00	0.00	0.00
所得税	35.93	39.18	53.54	67.33	支付股利	-33.45	-46.00	-46.22	-58.19
净利润	221.09	222.03	281.06	353.46	其他	-19.02	-3.81	-16.64	-19.20
少数股东损益	0.24	0.30	0.40	0.35	筹资活动现金流净额	4.09	37.43	-62.86	-77.39
归属母公司股东净利润	220.85	221.73	280.66	353.11	现金流量净额	124.39	590.11	-146.99	75.47
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	423.60	1013.71	866.72	942.19	成长能力				
应收和预付款项	432.06	97.13	120.07	150.52	销售收入增长率	26.08%	7.57%	25.00%	20.37%
存货	242.72	305.21	367.35	447.02	营业利润增长率	28.25%	18.06%	19.38%	24.22%
其他流动资产	189.86	2.10	215.01	273.18	净利润增长率	29.35%	0.42%	26.59%	25.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.98%	24.56%	23.98%	24.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	223.80	392.92	549.42	690.11	毛利率	54.05%	51.70%	52.13%	52.24%
无形资产和开发支出	211.69	196.26	180.83	165.39	三费率	18.87%	18.86%	20.69%	19.84%
其他非流动资产	20.68	20.68	20.68	20.68	净利率	24.89%	23.23%	23.53%	24.58%
资产总计	1744.41	2028.02	2320.08	2689.09	ROE	16.53%	14.67%	16.08%	17.30%
短期借款	12.76	100.00	100.00	100.00	ROA	12.67%	10.95%	12.11%	13.14%
应付和预收款项	166.70	190.62	234.45	284.46	ROIC	20.10%	27.02%	31.57%	29.52%
长期借款	123.96	123.96	123.96	123.96	EBITDA/销售收入	31.72%	36.73%	36.43%	37.60%
其他负债	103.86	100.40	113.95	138.02	营运能力				
负债合计	407.28	514.98	572.36	646.44	总资产周转率	0.54	0.51	0.55	0.57
股本	196.75	196.75	196.75	196.75	固定资产周转率	4.46	3.94	3.53	3.17
资本公积	384.07	384.07	384.07	384.07	应收账款周转率	2.49	4.29	17.36	17.07
留存收益	815.65	991.38	1225.83	1520.75	存货周转率	1.59	1.65	1.67	1.66
归属母公司股东权益	1334.10	1510.00	1744.44	2039.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	65.08%	—	—	—
少数股东权益	3.03	3.03	3.28	3.28	资本结构				
股东权益合计	1337.13	1513.03	1747.73	2042.65	资产负债率	23.35%	25.39%	24.67%	24.04%
负债和股东权益合计	1744.41	2028.02	2320.08	2689.09	带息债务/总负债	33.57%	43.49%	39.13%	34.65%
					流动比率	4.97	3.87	3.70	3.64
					速动比率	4.04	3.04	2.83	2.74
					股利支付率	15.14%	20.75%	16.47%	16.48%
					每股指标				
					每股收益	1.12	1.13	1.43	1.79
					每股净资产	6.80	7.67	8.87	10.37
					每股经营现金	0.62	3.83	0.59	1.80
					每股股利	0.17	0.23	0.23	0.30
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	281.81	351.01	435.17	540.64					
PE	39.29	39.13	30.91	24.57					
PB	6.49	5.75	4.97	4.25					
PS	9.77	9.08	7.26	6.03					
EV/EBITDA	29.70	22.41	18.41	14.68					
股息率	0.39%	0.53%	0.53%	0.67%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn