

业绩稳健增长，在手订单创历史新高

买入|维持

——中密控股 2020 年报&2021 年一季报点评

事件：

公司发布 2020 年报与 2021 年一季报，2020 年实现营业收入 9.24 亿元，同比增长 4.05%；实现归母净利润 2.11 亿元，同比减少 4.49%。2021Q1 实现营业收入 2.30 亿元，同比增长 30.64%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 75.15%。

报告要点：

● 2020 年收入稳健增长，收入结构变化导致利润小幅下滑

2020 年在疫情的影响下公司收入实现了稳健增长，同比小幅增长 4.05%。但归母净利润出现了小幅下滑，主要受疫情和油价下跌影响，下游终端用户减少了对密封备品备件的采购数量，高毛利率的存量市场收入有所下降。2020 年毛利率较低的增量市场业务收入占比达 47.07%，同比增加了 8.79pcts，最终导致公司综合毛利率出现下滑，2020 年综合毛利率 48.76%，同比下滑 5.29pcts。我们认为，下游客户对于密封备品备件采购量的减少不具有可持续性，伴随着疫情影响逐步减弱和国际油价回归正常区间，被推迟的采购需求仍将释放，公司存量业务收入占比有望回升，从而推动综合毛利率上升。

● 2021Q1 单季度业绩表现良好，在手订单创新高

2021Q1 公司业绩同比出现较大幅度增长，环比有一定下滑但基本属于公司单季度业绩较高水平。公司主要客户所处的石油化工及工程机械行业市场需求恢复旺盛状态，增量业务毛利率有所提升，带来 2021Q1 毛利率环比提升 5.91pcts 至 50.98%。截至 2021Q1 公司机械密封产品在手订单 6.95 亿元，创同期历史新高，同比增长 28.23%，工程设计环节任务量持续增加，生产制造环节始终保持满负荷运行状态，后续业绩有望稳健增长。同时公司发布 2021 年经营目标，预计实现营收 10.55 亿元，同比增长 14.17%；实现归母净利润 2.58 亿元，同比增长 22.22%。

● 核电新机组建设稳步推进，关键领域密封件国产化释放市场空间

根据中国核学会信息，2020 年 8 月中国核电工程有限公司和上海电气正式签订田湾核电站 7、8 号机组及徐大堡核电站 3、4 号机组汽轮发电机组设备采购合同，两项目分别计划于 2020 年 12 月、2021 年 5 月开工，新机组建设稳步推进。而在当前“内循环”背景下，多家核电企业被美国列入“实体清单”加剧了核电领域国产化需求。根据我们估计核电密封存量市场需求在 10 亿元左右，过去以外资品牌为主，考虑公司在该领域优势显著，未来若完成国产化替代公司市占率有望达到 50%-70%，为公司带来较大收入与利润弹性，成为公司新的业绩增长点。

● 投资建议与盈利预测

预计公司 2021-2023 年分别实现营业收入 11.53 亿元、13.57 亿元、15.75 亿元，归母净利润分别为 2.83 亿元、3.50 亿元、4.19 亿元，对应当前 PE 分别为 27/22/18X，考虑公司在手订单饱满，后续存量市场业务有望回升，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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	888	924	1153	1357	1575
收入同比 (%)	26	4	25	18	16
归母净利润(百万元)	221	211	283	350	419
归母净利润同比 (%)	30	-4	34	24	20
ROE (%)	16.6	13.8	12.2	13.2	13.8
每股收益 (元)	1.06	1.01	1.36	1.68	2.01
市盈率(P/E)	34.45	36.07	26.87	21.76	18.16

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 53.04 / 24.32

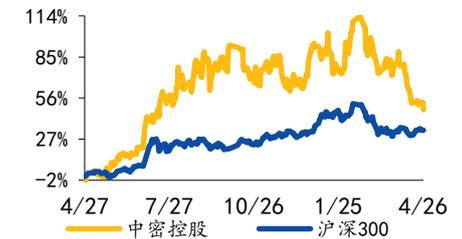
A 股流通股 (百万股): 183.74

A 股总股本 (百万股): 208.19

流通市值 (百万元): 6715.80

总市值 (百万元): 7609.21

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(300470)2020 年三季报：Q3 业绩小幅增长，内循环带动国产替代》
2020.10.29

《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@gzq.com.cn

联系人 李嘉伦

邮箱 lijialun@gzq.com.cn

电话 021-51097188

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1288	1827	2569	2843	3219
现金	424	761	1027	1201	1429
应收账款	385	450	467	525	595
其他应收款	4	5	6	7	8
预付账款	7	7	11	12	14
存货	243	243	367	398	457
其他流动资产	226	361	691	699	715
非流动资产	456	468	533	599	657
长期投资	0	12	6	7	7
固定资产	203	192	242	294	344
无形资产	123	118	119	110	103
其他非流动资产	131	146	166	188	203
资产总计	1744	2295	3102	3442	3876
流动负债	259	739	756	767	802
短期借款	13	13	13	13	13
应付账款	87	111	152	162	194
其他流动负债	159	614	591	591	595
非流动负债	148	24	24	24	24
长期借款	124	0	0	0	0
其他非流动负债	24	24	24	24	24
负债合计	407	763	780	791	826
少数股东权益	3	3	4	4	4
股本	197	197	208	208	208
资本公积	384	401	836	836	836
留存收益	816	991	1274	1603	2001
归属母公司股东权益	1334	1528	2318	2647	3045
负债和股东权益	1744	2295	3102	3442	3876

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	122	188	132	245	290
净利润	221	211	283	350	419
折旧摊销	29	30	28	36	43
财务费用	-2	2	-36	-45	-53
投资损失	0	-12	-5	-7	-7
营运资金变动	-146	-55	-202	-95	-119
其他经营现金流	20	11	64	6	7
投资活动现金流	-2	-154	-408	-94	-95
资本支出	11	16	100	100	100
长期投资	5	135	-6	1	0
其他投资现金流	13	-3	-314	7	6
筹资活动现金流	4	291	542	24	33
短期借款	-21	1	0	0	0
长期借款	-1	-124	0	0	0
普通股增加	5	-0	11	0	0
资本公积增加	74	17	434	0	0
其他筹资现金流	-52	397	97	24	33
现金净增加额	124	325	266	174	228

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	888	924	1153	1357	1575
营业成本	408	474	582	687	796
营业税金及附加	12	11	15	18	20
营业费用	94	84	133	153	175
管理费用	75	80	104	109	118
研发费用	38	41	40	45	50
财务费用	-2	2	-36	-45	-53
资产减值损失	-3	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	12	5	7	7
营业利润	255	239	327	403	483
营业外收入	2	6	3	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	257	245	329	407	487
所得税	36	34	46	57	68
净利润	221	211	283	350	419
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	221	211	283	350	419
EBITDA	282	272	319	394	473
EPS (元)	1.12	1.07	1.36	1.68	2.01

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	26.1	4.0	24.8	17.7	16.0
营业利润(%)	28.2	-6.3	36.6	23.5	19.8
归属母公司净利润(%)	29.6	-4.5	34.2	23.5	19.8
获利能力					
毛利率(%)	54.1	48.8	49.5	49.4	49.5
净利率(%)	24.9	22.8	24.5	25.8	26.6
ROE(%)	16.6	13.8	12.2	13.2	13.8
ROIC(%)	20.7	33.1	29.5	30.8	31.6
偿债能力					
资产负债率(%)	23.3	33.3	25.2	23.0	21.3
净负债比率(%)	33.69	1.77	1.73	1.70	1.63
流动比率	4.97	2.47	3.40	3.71	4.01
速动比率	4.01	2.14	2.90	3.18	3.44
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.46	0.43	0.41	0.43
应收账款周转率	2	2	2	2	3
应付账款周转率	4.15	4.78	4.43	4.38	4.47
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.01	1.36	1.68	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.90	0.63	1.17	1.39
每股净资产(最新摊薄)	6.41	7.34	11.13	12.71	14.63
估值比率					
P/E	34.45	36.07	26.87	21.76	18.16
P/B	5.70	4.98	3.28	2.87	2.50
EV/EBITDA	24	25	21	17	14

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。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连带损失承担任何责任。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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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