



买入 (维持)

所属行业: 机械设备
当前价格(元): 36.55

中密控股: 存量业务收缩短期拖累毛利率,
21Q1 机械密封在手订单创同期新高
2020 年报及 2021 一季报点评

证券分析师

倪正洋
资格编号: S0120521020003
邮箱: nizy@tebon.com.cn

研究助理

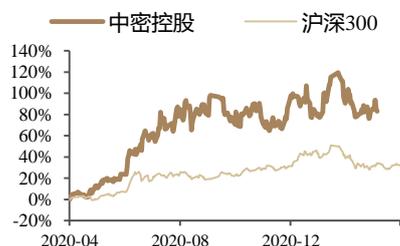
投资要点

- **业绩总结:** 2021年4月27日, 公司发布2020年报及2021一季报。

2020年收入9.2亿元, 同比+4.1%, 归母净利2.1亿元, 同比-4.5%。

2021年Q1收入2.3亿元, 同比+30.6%, 归母净利5190万元, 同比+75.2%。

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.07	-3.89	1.47
相对涨幅(%)	-1.11	0.73	9.38

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《市场拓宽+国产替代, 盈利再上新台阶》, 2021.3.11

- **受疫情与油价影响, 存量业务收缩短期拖累2020年毛利率。**公司下游约60%收入来自石油化工行业, 2020年公司收入增速放缓, 主要系受国际油价波动和疫情影响, 国内下游客户纷纷削减资本开支以及海外市场拓展受到影响。2020年公司毛利率48.8%, 同比-5.3pp, 净利率22.85%, 同比-2.0pp。毛利率下滑主要系1) 下游存量客户在疫情与油价双重影响下控制密封件采购, 导致高毛利率的存量收入占比下滑, 2020年存量收入(装备制造以外收入)占比53.9%, 同比-8.8pp; 2) 主机厂招标竞争激烈影响增量订单价格, 2020年公司增量业务毛利率达30.6%, 同比-7.7pp。2020年公司期间费率(含研发)合计22.5%, 同比-0.6pp, 费用管控能力良好。报告期内公司乙烯三机产品在中石化、中科炼化、烟台万华等客户处获得突破; 核主泵密封获得有工业应用意义的订单并完成交付; 天然气管网、橡塑密封、盾构密封等业务发展稳定。

- **行业复苏+并购新地佩尔增厚Q1业绩, 机械密封在手订单创同期新高。**由于20Q1受疫情影响基数较低, 对比19Q1, 公司21Q1收入/归母净利分别增加+7.8%/+7.9%, 主要系随着疫情控制, 国内石油化工及工程机械业务需求恢复, 海外市场业绩提升, 以及公司并购新地佩尔增厚本期业绩。21Q1公司毛利率51.0%, 较19Q1减少0.6pp, 期间费用率(含研发)23.6%, 较2019年增加0.4pp, 净利率22.57%, 较19Q1增加0.02pp(净利率增加主要系本期减值损失收入占比减少)。21Q1公司新签订单7.0亿元, 较19Q1增加19.8%, 机械密封产品在手订单再创历史同期新高。新签订单中主机厂增量订单占比52.6%, 较19Q1增加8.8pp, 预计随着疫情控制与油价稳定, 下游成本管控压力较小, 存量业务占比将实现回暖, 带动公司盈利能力逐步回升。

- **盈利预测与投资建议:** 考虑行业存量业务复苏延迟, 下调公司盈利预测。预计2021-2023年归母净利润为3.3亿元、4.2亿元、5.4亿元, 对应PE 23、18、14倍, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 石油价格波动, 天然气管网建设不及预期, 核电国产替代不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	208.19
流通A股(百万股):	183.74
52周内股价区间(元):	24.17-53.04
总市值(百万元):	7,609.21
总资产(百万元):	2,435.66
每股净资产(元):	9.87

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	888	924	1,274	1,630	2,042
(+/-)YOY(%)	26.1%	4.0%	37.8%	28.0%	25.3%
净利润(百万元)	221	211	330	424	541
(+/-)YOY(%)	29.6%	-4.5%	56.3%	28.7%	27.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.12	1.07	1.58	2.04	2.60
毛利率(%)	54.1%	48.8%	51.5%	51.7%	52.3%
净资产收益率(%)	16.6%	13.8%	18.2%	19.7%	20.8%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.07	1.58	2.04	2.60
每股净资产	7.34	8.69	10.37	12.50
每股经营现金流	0.90	-1.39	1.35	1.52
每股股利	0.20	0.28	0.37	0.47
价值评估(倍)				
P/E	34.08	23.08	17.93	14.06
P/B	4.98	4.20	3.53	2.92
P/S	7.78	5.97	4.67	3.73
EV/EBITDA	24.36	23.93	18.04	12.84
股息率%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.8%	51.5%	51.7%	52.3%
净利润率	22.8%	25.9%	26.0%	26.5%
净资产收益率	13.8%	18.2%	19.7%	20.8%
资产回报率	9.2%	14.9%	15.7%	16.7%
投资回报率	13.1%	17.2%	18.2%	19.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	4.0%	37.8%	28.0%	25.3%
EBIT 增长率	-10.4%	53.8%	28.2%	28.7%
净利润增长率	-4.5%	56.3%	28.7%	27.5%
偿债能力指标				
资产负债率	33.3%	17.9%	19.9%	19.8%
流动比率	2.5	4.6	4.1	4.2
速动比率	2.1	3.7	3.3	3.4
现金比率	1.0	1.0	1.1	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	177.8	165.0	155.0	150.0
存货周转天数	187.1	175.0	165.0	160.0
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	4.8	5.5	5.6	5.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	211	330	424	541
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	43	-58	-71	-67
非经营收益	-12	-14	-17	-20
营运资金变动	-55	-548	-55	-137
经营活动现金流	188	-290	281	317
资产	-16	15	-17	42
投资	-150	-55	0	0
其他	12	6	8	10
投资活动现金流	-154	-33	-9	52
债权募资	14	-13	0	0
股权募资	448	11	0	0
其他	-172	-60	-76	-97
融资活动现金流	291	-62	-76	-97
现金净流量	325	-385	196	272

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	924	1,274	1,630	2,042
营业成本	474	618	788	975
毛利率%	48.8%	51.5%	51.7%	52.3%
营业税金及附加	11	16	21	26
营业税金率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	84	115	147	182
营业费用率%	9.1%	9.0%	9.0%	8.9%
管理费用	80	108	139	172
管理费用率%	8.7%	8.5%	8.5%	8.4%
研发费用	41	57	75	94
研发费用率%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%
EBIT	234	360	461	594
财务费用	2	-8	-7	-7
财务费用率%	0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	12	6	8	10
营业利润	239	373	490	627
营业外收支	6	8	9	9
利润总额	245	381	498	637
EBITDA	264	302	390	527
所得税	34	51	74	96
有效所得税率%	13.8%	13.5%	14.8%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	211	330	424	541

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	761	376	572	844
应收账款及应收票据	484	621	746	906
存货	243	296	356	427
其它流动资产	339	397	411	422
流动资产合计	1,827	1,690	2,085	2,599
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	192	231	291	343
在建工程	20	18	16	14
无形资产	118	133	102	86
非流动资产合计	468	518	615	650
资产总计	2,295	2,209	2,700	3,249
短期借款	13	0	0	0
应付票据及应付账款	137	173	226	277
预收账款	0	10	0	0
其它流动负债	588	188	289	343
流动负债合计	739	371	514	620
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	24	24	24	24
非流动负债合计	24	24	24	24
负债总计	763	395	538	644
实收资本	197	208	208	208
普通股股东权益	1,528	1,810	2,158	2,602
少数股东权益	3	3	3	3
负债和所有者权益合计	2,295	2,208	2,700	3,249

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。