

2020 年年报&2021 年 1 季报点评：大炼化高景气延续，并购外延打造密封产业集群 买入（维持）

2021 年 04 月 30 日

证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn
证券分析师 朱贝贝
执业证号：S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	924	1,140	1,370	1,694
同比（%）	4.0%	23.3%	20.2%	23.7%
归母净利润（百万元）	211	296	369	490
同比（%）	-4.5%	40.2%	24.6%	33.0%
每股收益（元/股）	1.09	1.42	1.77	2.35
P/E（倍）	36.61	26.11	20.95	15.76

事件 1: 公司 2020 年营收 9.24 亿元，同比增长 4.05%；归母净利润 2.11 亿元，同比减少 4.49%，扣非归母净利润 1.89 亿元，同比减少 13.68%。基本每股收益为 1.09 元。
事件 2: 公司 2021Q1 实现营收 2.30 亿元，同比增长 30.64%；归母净利润 5190.46 万元，同比增长 75.15%；扣非归母净利润 5010.72 万元，同比增长 77.42%；基本每股收益 0.26 元。

投资要点

■ 业绩符合预期，订单饱满保障未来业绩增速

2020 年公司实现营业收入 9.24 亿元，同比+4.05%；归母净利润 2.11 亿元，同比-4.49%，疫情背景下基本符合预期。2021Q1 实现营业收入 2.30 亿元，同比+30.64%；归母净利润 0.52 亿元，同比增长+75.15%，主要系 2020Q1 受到疫情影响，收入利润基数较低，以及疫情后收入确认加速所致。

公司在手订单充足，扩产能保障未来业绩增速。2020 年公司在手订单增长迅速，截止 2021Q1，公司在手订单金额超 6.95 亿元，产能供不应求趋势明显。目前，中密子公司日机密封正在建设约 1 万平方米的厂房，预计 2021 年下半年竣工，我们判断产能扩张将加速释放公司业绩弹性。

■ 毛利率水平小幅下降，经营性净现金流创历史新高

2020 年综合毛利率 48.76%，同比-5.29pct。2021Q1 综合毛利率 50.98%，同比+4.13%。2020 年销售净利率为 22.85%，同比-2.04pct，2021 年 Q1 销售净利率为 22.57%，同比+5.77%。公司 2020 年期间费用率为 22.46%，同比-0.64pct，其中销售、管理（含研发）、财务费用率控制良好，分别为 9.08%/13.13%/0.25%，分别同比-1.53pct/+0.44pct/+2.46pct，保持相对稳定。公司研发投入逐年增长，2020 年公司共计投入研发费用 0.41 亿元，研发费用率 4.46%，同比+0.23pct。

公司 2020 年经营性净现金流 1.88 亿元，同比+53.46%，2021 年 Q1 经营性净现金流为 0.35 亿元，同比-32.33%，创历史新高。

■ 石化业务短期存量下降，长期仍将受益于大炼化扩产投资

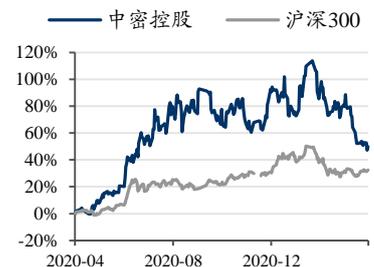
2020 年公司石化存量业务出现下降趋势，主要原因系：（1）中石油、中石化受疫情冲击降低密封件采购额度；（2）随着石油化工技术不断发展，密封设备检修周期有所延长；（3）民营企业采购力度受制于其资金现状，具有较强的波动性。

但根据我们的判断，存量业务的减少只是短期波动，长期来看公司仍将持续受益于大炼化扩产投资红利。大炼化扩产投资具有高确定性，2015-2017 年是炼化项目审批高峰，从建设期来说，2020 年本应成为炼化产能落地和建设的高峰期，但受疫情影响周期拉长，预计 2021-2023 年扩产投资高景气度仍将延续。

盈利预测与投资评级：考虑到公司核电、管网等下游领域高景气及定增收购布局高端阀门领域增厚业绩，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.0（维持原值）/3.7（维持原值）亿/4.9 亿。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 26/21/16X，维持“买入”评级。

风险提示：下游行业投资力度不及预期，收购后协同效应不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.09
一年最低/最高价	22.85/54.85
市净率(倍)	3.76
流通 A 股市值(百万元)	6814.92

基础数据

每股净资产(元)	9.87
资产负债率(%)	15.51
总股本(百万股)	208.19
流通 A 股(百万股)	183.74

相关研究

1、《中密控股 (300470)：2020 年业绩快报及 2021 年一季度业绩预告点评：2021Q1 业绩超市场预期，产业整合驱动成长》

2021-04-11

2、《中密控股 (300470)：Q3 业绩稳健增长，看好核电及管网放量》2020-10-29

3、《中密控股 (300470)：Q2 业绩恢复增长，将受益于炼化景气延续》2020-08-28

1. 业绩符合预期，订单饱满保障未来业绩增速

2020 年公司实现营业收入 9.24 亿元，同比+4.05%；归母净利润 2.11 亿元，同比-4.49%，疫情背景下基本符合预期。2021Q1 实现营业收入 2.30 亿元，同比+30.64%；归母净利润 0.52 亿元，同比增长+77.42%，主要系 2020Q1 受到疫情影响，收入利润基数较低，以及疫情后收入确认加速所致。

分行业来看：2020 年公司三大核心业务装备制造业、石油化工、煤化工分别实现营业收入 4.35/2.51/0.82 亿元，分别同比+27.93%/-11.86%/-7.25%。分产品来看：公司主要产品机械密封、干气密封及控制系统、橡塑密封、机械密封辅助系统、密封产品修复、零配件分别实现营业收入 3.22/2.19/1.19/1.04/0.72/0.53 亿元，分别实现同比+2.84%/-8.99%/-4.30%/+47.68%/+24.30%/+13.04%。

图 1: 2020 年营业收入 9.24 亿元，同比+4.05%

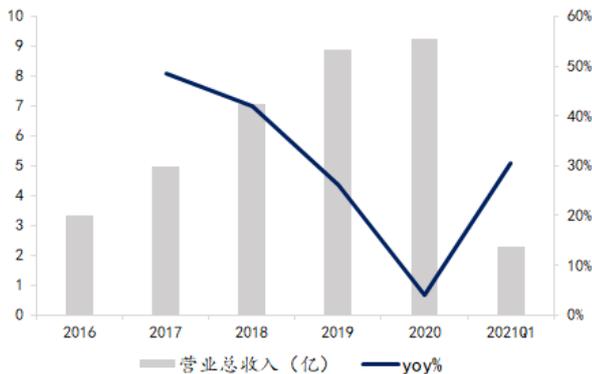
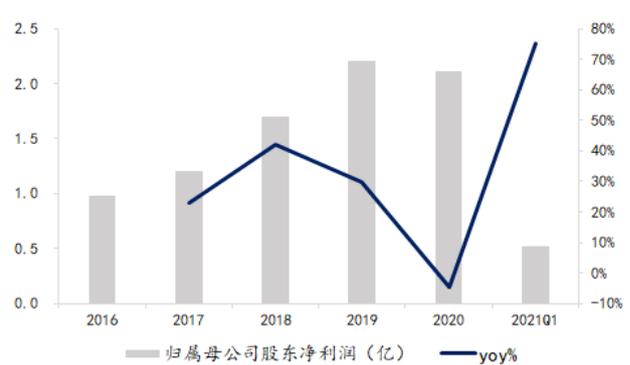


图 2: 2020 年归母净利润 2.11 亿元，同比-4.49%



数据来源：中密控股年报，东吴证券研究所

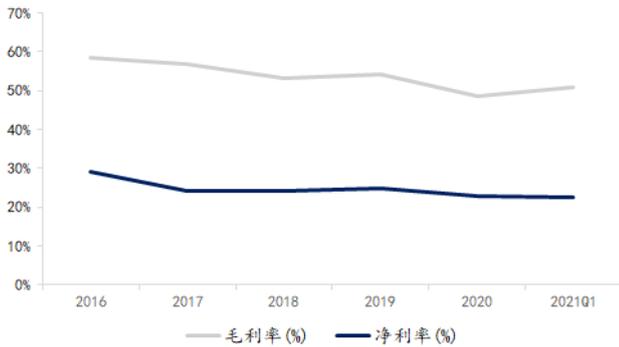
数据来源：中密控股年报，东吴证券研究所

公司在手订单充足，扩产能保障未来业绩增速。2020 年公司在手订单增长迅速，核电领域新签订单达 7000 万+远超预期。截止 2021Q1，公司在手订单金额超 6.95 亿元，特别在工程设计、密封试验和密封辅助系统制造等环节，供不应求趋势明显。目前，中密子公司日机密封正在建设约 1 万平方米的厂房，预计 2021 年下半年竣工，我们判断产能扩张将加速释放公司业绩弹性。

2. 毛利率水平小幅下降，经营性净现金流创历史新高

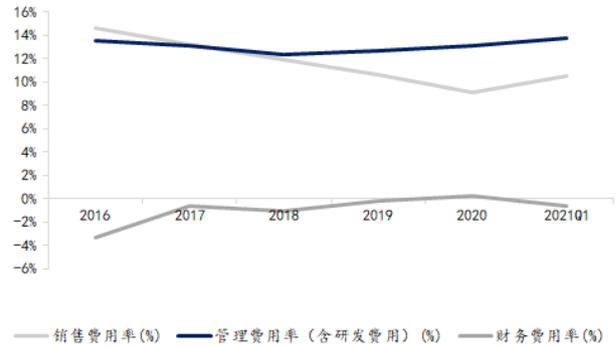
2020 年综合毛利率 48.76%，同比-5.29pct。2021Q1 综合毛利率 50.98%，同比+4.13%。2020 年销售净利率为 22.85%，同比-2.04pct，2021 年 Q1 销售净利率为 22.57%，同比+5.77%。2020 年毛利率与净利率均下降主要系：（1）疫情影响下公司密封装备存量市场收入下降；（2）毛利率较低的装备制造业营收占比上升。

图 3: 毛利率与净利率水平小幅下降



数据来源: 中密控股年报, 东吴证券研究所

图 4: 公司期间费用率保持相对稳定



数据来源: 中密控股年报, 东吴证券研究所

公司 2020 年期间费用率为 22.46%，同比-0.64pct，其中销售、管理（含研发）、财务费用率控制良好，分别为 9.08%/13.13%/0.25%，分别同比-1.53pct/+0.44pct/+2.46pct，保持相对稳定。销售与财务费用率变动主要系新会计准则下，产品运输费用计入产品成本，购买理财产品的收益计入投资收益所致。公司研发投入逐年增长，2020 年公司共计投入研发费用 0.41 亿元，研发费用率 4.46%，同比+0.23pct。

公司 2020 年经营性净现金流 1.88 亿元，同比+53.46%，2021 年 Q1 经营性净现金流为 0.35 亿元，同比-32.33%，创历史新高。经营性现金流大幅提升主要得益于：（1）汇票到期解汇金额较往期增加；（2）公司营运能力提升。报告期内公司存货周转天数为 185 天，同比大幅减少 35 天；应收账款周转天数 163 天，同比增加 18 天。

图 5: 公司研发投入持续增长，2020 年研发费用率 4.5%



数据来源: 中密控股年报, 东吴证券研究所

图 6: 公司经营性净现金流 1.88 亿元，创历史新高



数据来源: 中密控股年报, 东吴证券研究所

图 7: 公司存货周转率相对稳定



数据来源: 中密控股年报, 东吴证券研究所

图 8: 公司应收账款周转率小幅下降



数据来源: 中密控股年报, 东吴证券研究所

3. 石化业务短期存量下降, 长期仍将受益于大炼化扩产投资

2020 年公司石化存量业务出现下降趋势, 主要原因系: (1) 中石油、中石化受疫情冲击降低密封件采购额度; (2) 随着石油化工技术不断发展, 密封设备检修替换周期有所延长; (3) 民营企业采购力度受制于其资金现状, 具有较强的波动性。

但根据我们的判断, 存量业务的减少只是短期波动, 长期来看公司仍将持续受益于大炼化扩产投资红利。大炼化扩产投资具有高确定性, 2015-2017 年是炼化项目审批高峰, 从建设期来说, 2020 年本应成为炼化产能落地和建设的高峰期, 但受疫情影响周期拉长, 预计 2021-2023 年扩产投资高景气度仍将延续。

4. 核电+管网国产替代逐渐加速, 未来市场空间广阔

核电领域 2020 年进入快速国产化进程。随着国家能源自主可控要求提升, 核电领域要求零部件和原材料全面国产化, 除了外资独家的产品, 不会向外资购买, 自上而下推动下, 国产化进程十分迅速。核电领域对于密封件安全性要求极高, 国产合格供应商数量有限, 中密作为国产密封龙头, 有望占据绝大部分核电密封市场。核电领域增量空间广阔, 根据我们的测算, 一台 100 万千瓦核电机组所需密封增量价值量超 6000 万元, 所需存量维修价值约为 1700 万/年, 未来市场空间广阔, 核电业务有望成为未来几年公司新的利润增长点。

管网建设加速即将到来, 未来增量空间广阔。根据我们的测算, 2021-2025 年新增管网里程有望达 10 万公里, 将带来近 40 亿元新增密封市场。公司子公司新地佩尔在管网领域市占率超 80%, 预计未来仍将保持 60-80% 的市占率, 具备较强的竞争力, 将显著受益于国家管网建设加速。

5. 外延并购增厚业绩，致力于打造贯穿上下游的大密封产业集群

近年来，公司积极进行并购整合，在业务扩展的同时成功增厚业绩。2016 年公司并购优泰科进军橡塑密封领域，经过 5 年的整合发展，2020 年实现营业收入及净利润 1.21 亿元、0.20 亿元，2017-2020 年营业收入 CAGR 达 13.42%；2018 年收购华阳密封进一步扩充产品线强化主业，2018 年华阳密封即扭亏为盈，实现营收及净利润 4786 万元、1323 万元。

2020 年，公司继续沿袭每两年并购一家公司的传统，在保证自身运营抗风险能力的同时，通过收购与公司主营业务互补，有协同效应和经营团队易融合的目标企业，来打造贯穿产业链上下游的密封产业集群。2020 年 8 月 25 日，公司发布定增募集说明书，拟募资 4.6 亿元用于新地佩尔 100% 收购及增资等项目。新地佩尔是优秀的高端阀门生产企业，在管网领域竞争力强劲，未来将与公司主业形成强协同效应，提升客户服务能力，并进一步丰富公司产品结构。

表 1：公司拟募资 4.6 亿元，其中 2.48 亿元用于新地佩尔收购及增资

单位：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	24,800.00	24,800.00
1-1	收购新地佩尔 100% 股权	21,000.00	21,000.00
1-2	向新地佩尔增资	3,800.00	3,800.00
2	机械密封产品数字化转型及智能制造项目	8,360.00	7,500.00
3	补充流动资金	13,700.00	13,700.00
合计		46,860.00	46,000.00

数据来源：中密控股公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测与评级

考虑到公司核电、管网等下游领域高景气及定增收购布局高端阀门领域增厚业绩，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.0（维持原值）/3.7（维持原值）亿/4.9 亿。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 26/21/16X，维持“买入”评级。

7. 风险提示

下游行业投资力度不及预期，收购后协同效应不及预期。

中密控股三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,827	1,852	2,233	2,755	营业收入	924	1,140	1,370	1,694
现金	761	823	938	1,243	减:营业成本	474	520	617	748
应收账款	450	513	650	816	营业税金及附加	11	14	17	21
存货	243	349	344	473	营业费用	84	114	137	169
其他流动资产	373	166	302	222	管理费用	87	110	133	164
非流动资产	468	488	489	490	财务费用	2	10	6	-18
长期股权投资	12	16	21	28	资产减值损失	2	3	3	4
固定资产	192	218	215	212	加:投资净收益	12	5	7	7
在建工程	20	18	21	21	其他收益	0	0	0	0
无形资产	122	124	118	113	营业利润	239	341	425	565
其他非流动资产	122	112	115	116	加:营业外净收支	6	3	3	4
资产总计	2,295	2,340	2,722	3,245	利润总额	245	344	428	569
流动负债	739	513	566	639	减:所得税费用	34	47	59	79
短期借款	13	20	15	16	少数股东损益	0	0	0	1
应付账款	111	120	154	164	归属母公司净利润	211	296	369	490
其他流动负债	614	373	396	459	EBIT	238	337	420	559
非流动负债	24	27	26	24	EBITDA	269	361	447	588
长期借款	0	3	1	-0					
其他非流动负债	24	24	24	24	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	763	540	591	663	每股收益(元)	1.09	1.42	1.77	2.35
少数股东权益	3	4	4	5	每股净资产(元)	7.34	8.63	10.21	12.38
归属母公司股东权益	1,528	1,796	2,127	2,578	发行在外股份(百万股)	197	208	208	208
负债和股东权益	2,295	2,340	2,722	3,245	ROIC(%)	13.2%	15.9%	16.8%	18.5%
					ROE(%)	13.8%	16.5%	17.3%	19.0%
					毛利率(%)	48.8%	54.3%	55.0%	55.9%
					销售净利率(%)	22.8%	26.0%	26.9%	28.9%
					资产负债率(%)	33.3%	23.1%	21.7%	20.4%
					收入增长率(%)	4.0%	23.3%	20.2%	23.7%
					净利润增长率(%)	-4.5%	40.2%	24.6%	33.0%
					P/E	36.61	26.11	20.95	15.76
					P/B	5.05	4.30	3.63	3.00
					EV/EBITDA	25.51	19.07	15.10	10.94
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	188	42	200	368					
投资活动现金流	-154	49	-36	-42					
筹资活动现金流	291	-28	-50	-21					
现金净增加额	325	63	115	305					
折旧和摊销	30	24	27	28					
资本开支	16	25	-6	-7					
营运资本变动	-55	-286	-194	-125					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>