

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中密控股(300470)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗政

执业编号: S1500520030002

邮箱: luozheng@cindasc.com

刘崇武

执业编号: S1500520100001

邮箱: liuchongwu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

订单充足，重启高增长

2021年04月29日

事件: 公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报, 2020 年公司实现营收 9.24 亿元, 同比增长 4.05%; 实现归母净利润 2.10 亿元, 同比下降 4.49%; 2021 年一季度公司实现营收 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%;

点评:

- **订单充足, 2021 年有望重启高增长。** 2020 年公司实现营收 9.24 亿元, 同比增长 4.05%; 实现归母净利润 2.10 亿元, 同比下降 4.49%; 公司净利润增速低于营收增速的主要原因为: (1) 终端用户受疫情和国际油价历史性下跌影响控制了当期密封备品备件的采购数量, 公司存量市场收入有所下降; (2) 收入结构中毛利率较低的装备制造业客户收入占比较上年同期明显增加; (3) 股票激励计划产生的费用摊销较去年同期有所增加。公司预计 2021 年实现营收 10.55 亿元, 同比增加 14.17%; 实现归母净利润 2.58 亿元, 同比增加 22.22%。截至 2021 年一季度公司在手订单为 6.95 亿元, 同比增长 28.46%, 相比 2019 年同期增长 19.82%。
- **低毛利率的装备制造业占比提升, 毛利率短期承压。** 2020 年公司营收分下游应用看, 装备制造业应用收入达到 4.35 亿元, 同比增长 27.93%, 在营收中的占比提升至 47.07%, 同比提升 8.78pct; 石油化工、煤化工以及矿山等存量应用业务均出现下滑, 这也是多年以来公司存量业务首次出现下滑, 存量业务下滑主要受疫情影响, 下游终端客户降本增效。2020 年公司综合毛利率为 48.76%, 同比下降 5.29pct; 分应用看, 装备制造业毛利率为 30.57%, 同比下降 7.67pct; 我们预计装备制造业毛利率下降一方面是由于竞争加剧, 另一方面是由于大项目占比提升, 单个项目毛利率有所下降。石油化工/煤化工/矿山毛利率分别为 68.1%/70.8%/38.4%, 分别同比增长 0.69pct/2.34pct/-5.04pct。受到毛利率下降影响, 公司盈利能力承压, 2020 年公司净利率为 22.85%, 同比下降 2.04pct;
- **炼化持续高景气, 管网、核电有望开启高增长。** 2020 年以来, 大型炼化项目加速建设, 行业市场需求旺盛。公司在多个重大项目中取得的订单高于预期, 目前在手订单充足。同时, 2020 年公司继续保持在油气输送领域市场的领先地位, 销售收入超过 4000 万元。国家管网集团“十四五期间”初步规划新建油气管道超过 2.5 万公里, LNG 接收站、储气库、海上平台输气等领域也将快速发展, 公司及子公司新地佩尔在管网业务有望开启高增长。此外, 整合华阳密封后, 公司核电密封竞争实力进一步提升, 引领国内核电密封进口替代, 2020 年首次取得了百万千瓦级主给水泵机械密封订单, 未来核电密封有望成为业绩新的增长点。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021 年至 2023 年净利润分别为

3.16 亿元、3.84 亿元和 4.51 亿元，相对应的 EPS 分别为 1.52 元/股、1.85 元/股和 2.17 元/股，对应当前股价 PE 分别为 24 倍、20 倍和 17 倍。维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**石油化工新建项目不及预期，天然气管道建设不及预期，并购整合不及预期；

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	888	924	1,240	1,464	1,698
增长率 YoY %	26.1%	4.0%	34.1%	18.1%	16.0%
归属母公司净利润 (百万元)	221	211	316	384	451
增长率 YoY%	29.6%	-4.5%	50.0%	21.4%	17.3%
毛利率%	54.1%	48.8%	51.9%	52.5%	52.6%
净资产收益率ROE%	16.6%	13.8%	17.1%	17.2%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	1.06	1.01	1.52	1.85	2.17
市盈率 P/E(倍)	35.06	36.70	24.47	20.15	17.18
市净率 P/B(倍)	5.80	5.07	4.20	3.47	2.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,288	1,827	2,302	2,845	3,480
货币资金	424	761	1,053	1,481	1,986
应收票据	36	34	45	51	59
应收账款	385	450	555	615	699
预付账款	7	7	9	10	11
存货	243	243	304	351	388
其他	194	332	336	337	337
非流动资产	456	468	611	619	612
长期股权投	0	12	12	12	12
固定资产(合	203	192	207	208	194
无形资产	123	118	189	190	191
其他	131	146	203	209	215
资产总计	1,744	2,295	2,914	3,463	4,092
流动负债	259	739	505	647	792
短期借款	13	13	73	153	233
应付票据	20	26	30	34	40
应付账款	87	111	141	165	188
其他	139	588	261	294	331
非流动负债	148	24	560	583	616
长期借款	124	0	536	559	592
其他	24	24	24	24	24
负债合计	407	763	1,065	1,230	1,408
少数股东权	3	3	4	4	5
益					
归属母公司	1,334	1,528	1,845	2,229	2,680
负债和股东	1,744	2,295	2,914	3,463	4,092
权益					

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	888	924	1,240	1,464	1,698	
同比 (%)	26.1%	4.0%	34.1%	18.1%	16.0%	
归属母公司净利润	221	211	316	384	451	
同比 (%)	29.6%	-4.5%	50.0%	21.4%	17.3%	
毛利率 (%)	54.1%	48.8%	51.9%	52.5%	52.6%	
ROE%	16.6%	13.8%	17.1%	17.2%	16.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.06	1.01	1.52	1.85	2.17	
P/E	35.06	36.70	24.47	20.15	17.18	
P/B	5.80	5.07	4.20	3.47	2.89	
EV/EBITDA	24.28	24.84	16.90	13.31	10.71	

利润表	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	888	924	1,240	1,464	1,698
营业成本	408	474	596	695	805
营业税金及	12	11	14	17	20
销售费用	94	84	115	135	155
管理费用	75	80	108	126	143
研发费用	38	41	55	64	75
财务费用	-2	2	3	2	2
减值损失合	-3	-2	0	0	0
投资净收益	0	12	16	19	22
其他	-5	-3	-3	-3	-3
营业利润	255	239	362	441	518
营业外收支	2	6	5	5	6
利润总额	257	245	367	446	524
所得税	36	34	51	62	72
净利润	221	211	317	385	451
少数股东损	0	0	0	0	1
归属母公司	221	211	316	384	451
EBITDA	290	264	406	492	575
EPS (当	1.06	1.01	1.52	1.85	2.17

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现	122	188	-116	394	458
金流					
净利润	221	211	317	385	451
折旧摊销	29	30	55	66	73
财务费用	7	4	11	22	27
投资损失	0	-12	-16	-19	-22
营运资金变	-146	-55	-477	-53	-65
其它	11	9	-5	-6	-6
投资活动现	-2	-154	-177	-48	-39
资本支出	3	-16	-193	-67	-61
长期投资	-5	-150	0	0	0
其他	0	12	16	19	22
筹资活动现	4	291	585	82	86
吸收投资	63	448	0	0	0
借款	-22	-124	596	104	113
支付利息或	-36	-31	-11	-22	-27
现金流净增	124	325	292	427	505
加额					

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

刘俊奇，上海交通大学动力工程硕士，2021年加入信达证券研发中心，现从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。