

机械密封龙头，内生外延双驱动

——中密控股首次覆盖报告

报告要点:

● 公司是国内机械密封龙头，专注中高端市场。

公司主要产品为机械密封，广泛应用于石油化工、煤化工、油气输送、电力、核电等领域，国内市场占有率位居行业前列。2011年到2018年，公司营业收入从2.4亿元增长到7.05亿元，年均复合增长率16.6%；归母净利润从0.49亿元增长到1.7亿元，年均复合增长率19.4%，长期成长性较好。

● 深耕机械密封近百亿市场，下游行业景气度提升。

我们预计，2025年公司传统机械密封业务的国内存量市场规模有望达到85.7亿元，增量市场规模13.7亿元，合计99.4亿元。2016年以来，受原油价格持续回暖，石油化工行业景气度提升，炼油厂开工率持续提升，带动石油化工、煤化工等行业的密封需求。2019年国家油气管网公司成立，预计2020年、2025年我国天然气管网里程分别将达到10.4、16.3万公里，为公司带来巨大的密封需求。根据我们测算，每10万公里管线在建设期带来的密封件需求约为30~40亿元。

● 公司竞争优势突出，市占率存在较大提升空间。

过去由于下游行业分散，炼厂平均规模较低，国内密封行业CR3只有20%多，公司作为国内龙头市占率也不足10%，而全球机械密封龙头约翰克2019财年营业收入达到9.45亿英镑，接近公司收入的十倍。相比国际龙头，公司收入规模 and 市场份额都有很大提升空间。近年来，在环保与市场的双重压力下，石油化工项目呈现大型化趋势，大型项目对密封件的品牌和可靠性要求更高，也有望带动密封件行业集中度提升。

● 密封件具备“工业消费品”属性，成为公司业绩的稳定器。

由于密封件“价值量低、重要性高”的特点，所以更换频率较高，进而产生了较大的存量市场。2018年，公司约57%的收入来自存量市场，由于存量市场毛利率更高，为公司贡献了约70%的毛利额。而全球机械密封龙头企业约翰克来自存量市场的收入占比则更高，达到了66%。由于每年的增量业务未来都将转变为存量业务，所以存量市场的占比长期呈现提升趋势，并成为公司业绩的稳定器，有助于降低公司的业绩波动。

● 拟推非公开发行计划，收购新地佩尔与推进数字化转型和智能制造

预案拟募资不超过6.5亿元，收购新地佩尔符合公司打造机械密封产业控股平台战略，通过数字化和智能制造可以提高公司生产效率和产能。暂不考虑本次非公开发行的影响，我们预计，公司2019~2021年分别实现营业收入9.09亿元、10.72亿元、11.81亿元，归母净利润分别为2.08、2.70、3.28亿元。考虑到密封件产品稳定的存量市场，以及公司市占率的长期提升空间，给予“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；资产减值风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	496	705	909	1072	1181
收入同比(%)	48	42	29	18	10
归母净利润(百万元)	120	170	208	270	328
归母净利润同比(%)	23	42	22	29	22
ROE(%)	12.2	15.1	15.9	17.3	17.6
每股收益(元)	0.63	0.89	1.09	1.40	1.71
市盈率(P/E)	47.00	33.10	27.07	20.93	17.20

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|首次推荐

当前价/目标价: 29.38元/35元

目标期限: 6个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 32.18/22.2

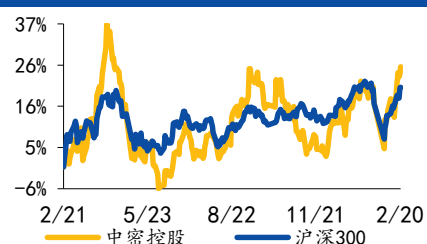
A股流通股(百万股): 179.73

A股总股本(百万股): 196.75

流通市值(百万元): 5280.39

总市值(百万元): 5780.43

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

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@gyzq.com.cn

目 录

1.国内机械密封龙头，业绩成长迅速.....	5
1.1 国内机械密封龙头，历史积淀深厚.....	5
1.2 业绩快速增长，财务状况良好.....	6
1.3 专注国内中高端市场，提供定制化服务.....	9
2. 深耕机械密封近百亿市场，下游行业景气度提升.....	11
2.1 背靠传统机械密封业务近百亿市场.....	11
2.2 下游行业景气度提升，带动机械密封件需求.....	15
3. 竞争优势突出，市占率有望进一步提升.....	18
3.1 技术+人才+品牌“三驾马车”，拉升公司竞争力.....	18
3.2 横向并购扩大竞争优势，打造机械密封产业控股平台.....	20
3.3 多因素驱动，市占率有望进一步提升.....	21
4.密封件具备“工业消费品”属性，存量市场成为公司业绩的稳定器.....	24
4.1 密封件为工业消费品，拥有稳定的存量市场.....	24
4.2 存量市场毛利率较高，贡献毛利约为增量市场两倍.....	25
5. 拟推非公开发行计划，收购新地佩尔与推进数字化转型和智能制造.....	27
5.1 拟募资不超过 6.5 亿元，致力于打造密封行业领军企业.....	27
5.2 新地佩尔为优质特种阀门供应商，带来石化行业协同发展.....	28
5.3 数字化转型与智能制造项目有望解决公司产能瓶颈.....	30
6.盈利预测及投资建议.....	30
6.1 订单增长+产能扩张“双轮驱动”，业绩成长动力强劲.....	30
6.2 盈利预测.....	32
7.风险提示.....	33

图表目录

图 1：公司组织架构.....	5
图 2：公司历史沿革.....	6
图 3：公司组织架构.....	6
图 4：2019 前三季度营收同比增 32%.....	7
图 5：2019 前三季度归母净利润同比增 27.67%.....	7
图 6：期间费用率呈逐年下降趋势.....	7
图 7：盈利能力较强且表现稳定.....	7
图 8：存量市场毛利率高于增量市场.....	8
图 9：现金流保持改善趋势.....	8
图 10：营收大幅增长与并购带来应收账款增长.....	8
图 11：公司短期偿债能力超强.....	9
图 12：长期负债较低，具有较大杠杆提升空间.....	9
图 13：普通机械密封、干气密封及系统、橡塑密封贡献营收占比超过 75%... ..	9
图 14：公司收入以国内市场为主.....	9

图 15: 近 3 年公司各项主营业务全面增厚.....	10
图 16: 机械密封基本结构示意图.....	12
图 17: 公司传统的机械密封业务的产业链.....	12
图 18: 炼油厂开工率 19 年以来显著上升.....	16
图 19: 油价自 2016 年触底回暖.....	16
图 20: 原油供过于求的状况持续得到改善.....	16
图 21: 自 16 年油价低谷后原油库存呈下降趋势.....	17
图 22: OPEC 原油产量份额保持在 40% 以上.....	17
图 23: 2019 年 OPEC 原油产量相比峰值下降近 3%.....	17
图 24: 我国电力生产行业固定资产投资完成额稳步增长.....	18
图 25: 机械密封涉及学科众多.....	19
图 26: 公司一直保持较高研发投入.....	19
图 27: 公司专科及以上学历的员工占比达 60%.....	19
图 28: 华阳密封专注高端产品, 历史毛利率较高.....	21
图 29: 中国石油化工项目呈大型化趋势.....	22
图 30: 全球石油化工项目呈大型化趋势.....	22
图 31: 国内机械密封行业 CR3 市占率仍有较大提升空间.....	23
图 32: 约翰克兰历年营业收入及增速.....	24
图 33: 增量市场毛利率较低, 每年向存量市场转化.....	25
图 34: 公司收入来源包括存量市场和增量市场.....	25
图 35: 存量市场为公司主要收入来源.....	25
图 36: 存量市场贡献毛利约为增量市场两倍.....	26
图 37: 增量市场营收呈较明显周期性.....	26
图 38: 增量市场毛利率显著低于存量市场.....	26
图 39: 约翰克兰存量市场收入占比近年逐渐上升.....	27
图 40: 近年约翰克兰存量市场增速高于增量市场.....	27
图 41: 国内历年密封件市场中增量市场占比.....	27
图 42: 公司 2019 年一季度末在手订单相比 2018 年同期呈增长态势.....	31
图 43: 约翰克兰营收自 16 年行业低点持续增长.....	32
图 44: 约翰克兰总营业利润自 16 年行业低点后持续增长.....	32
图 45: 2019 年约翰克兰营运利润率为 23%.....	32
表 1: 公司主要产品介绍.....	10
表 2: 公司主要客户均为优质企业.....	11
表 3: 预计 2025 年石油化工业机械密封存量市场达到 44.1 亿元.....	13
表 4: 预计 2025 年煤化工机械密封存量市场达到 7.7 亿元.....	14
表 5: 预计 2025 年电力行业机械密封存量市场达到 27.9 亿元.....	14
表 6: 预计 2025 年冶金行业机械密封存量市场达到 6 亿元.....	15
表 7: 预计 2025 年机械密封市场总量达到 99.4 亿元.....	15
表 8: 2016-2018 年中国炼油业景气度提升.....	16
表 9: 十三五期间国内千万吨炼化项目数量增加.....	22

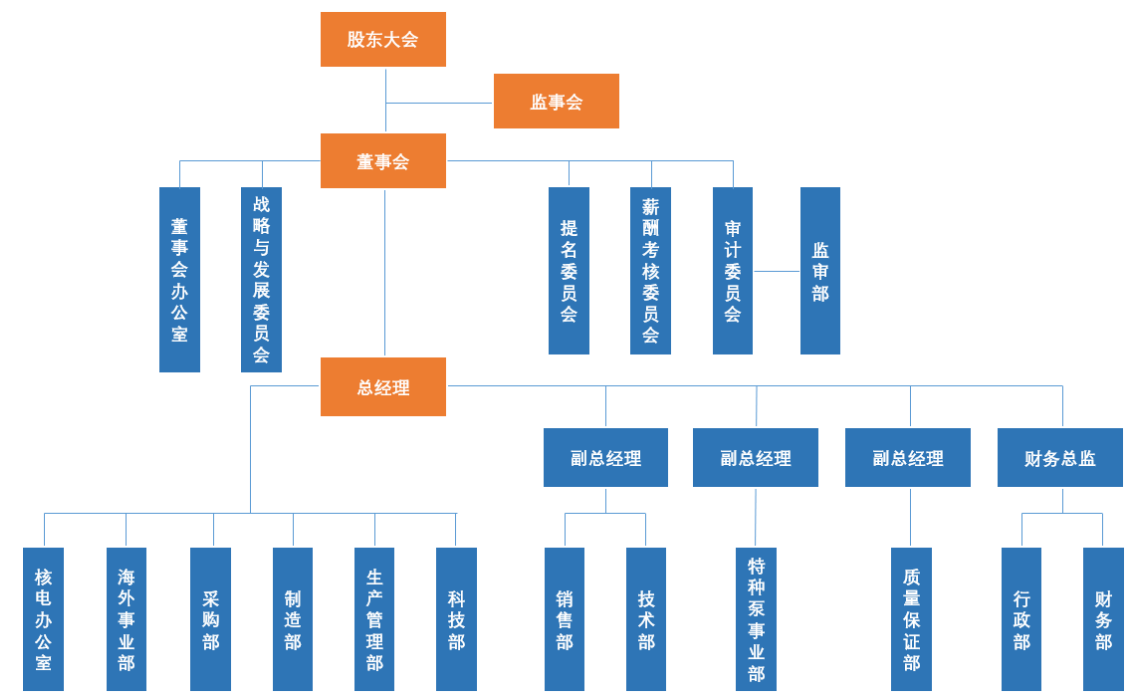
表 10: 非公开发行预案发行对象认购情况	28
表 11: 公司拟募集资金用途	28
表 12: 新地佩尔产品介绍	29
表 13: 公司产能扩充计划	31

1.国内机械密封龙头，业绩成长迅速

1.1 国内机械密封龙头，历史积淀深厚

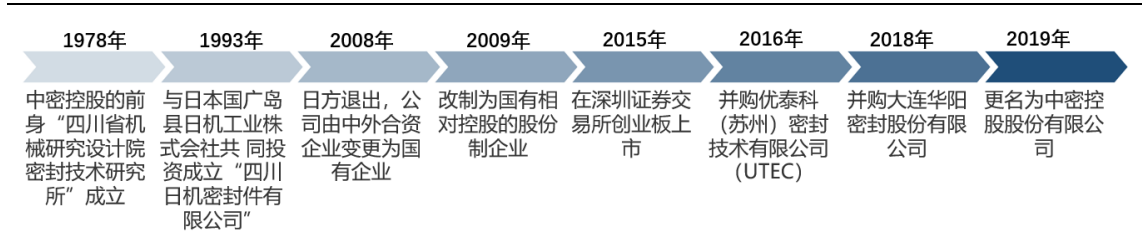
公司是国内机械密封行业龙头企业。公司最早可以追溯到成立于1993年的日机有限，是中国最早开展密封技术研究的单位之一，是中国流体密封行业的领军企业。主要从事各类机械密封及其辅助（控制）系统的设计、研发、制造和销售，并为客户提供技术咨询、技术培训、现场安装、维修等全方位技术服务。公司产品机械密封是一种重要的工业基础件，广泛应用于石油化工、煤化工、天然气化工、油气输送、电力、核电、军工、冶金等领域，产品远销欧美、中亚、东南亚等地区。2018年公司市场占有率位居行业前列。

图 1：公司组织架构



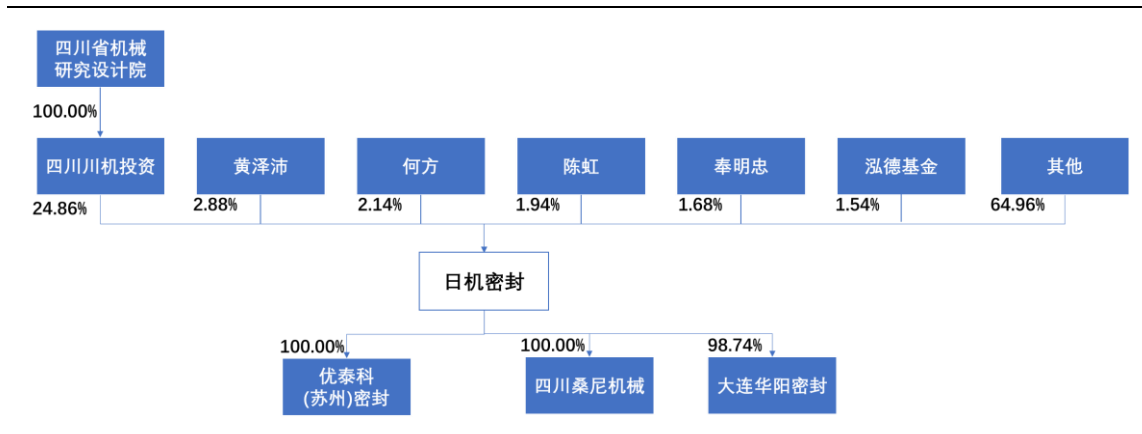
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

公司更名为中密控股，前身为四川省机械研究院密封技术研究所。2019年11月17日公司名称由原四川日机密封件股份有限公司变更为中密控股股份有限公司。主要因为随着公司整合产业链、构建大密封产业集团的战略规划稳步推进，公司规模逐步扩大，逐渐演变成为大密封产业中投资、整合相关产业的控股平台，新名称更加符合公司以密封产业为中心的控股平台发展战略。

图 2：公司历史沿革


资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究中心

实际控制人属于国有科技型企业，公司拥有 4 家控股子公司。截至 2019Q3，公司第一大股东为四川川机投资，持股 24.86%。而四川川机投资是四川省机械研究设计院的全资子公司，因此，公司实际控制人为四川省机械研究设计院。四川省机械研究设计院是一家集科技开发、工程设计、行业服务、生产销售为一体国有科技型企业，也是四川省机械行业唯一综合性科研单位。公司拥有 3 家控股子公司，其中优泰科(苏州)密封、四川桑尼机械为全资子公司。

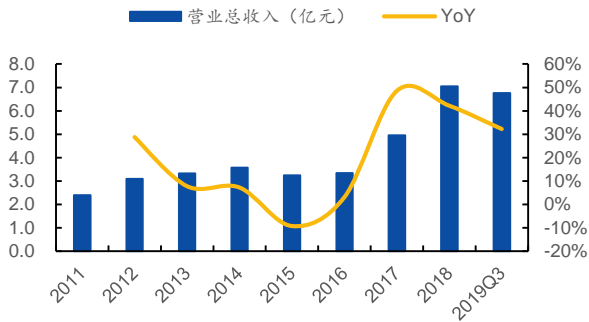
图 3：公司组织架构


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心；注：股东数据截止 2019Q3 末

1.2 业绩快速增长，财务状况良好

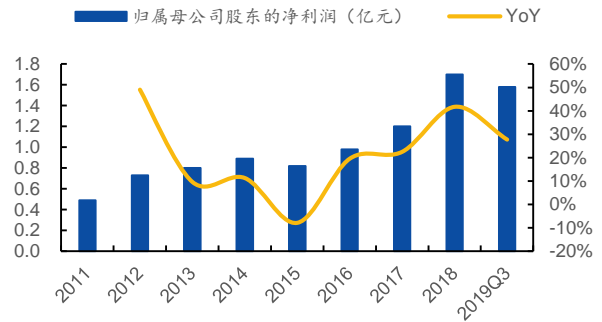
营业收入与归母净利润均保持长期增长。2011 年到 2018 年，公司营业收入从 2.4 亿元增长到 7.05 亿元，年均复合增长率 16.6%；归母净利润从 0.49 亿元增长到 1.7 亿元，年均复合增长率 19.4%。2019 年前三季度公司实现营业收入 6.67 亿元，同比增长 32%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 27.67%。

图 4：2019 前三季度营收同比增 32%



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

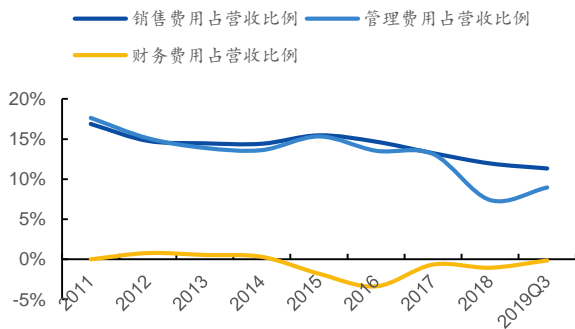
图 5：2019 前三季度归母净利润同比增 27.67%



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

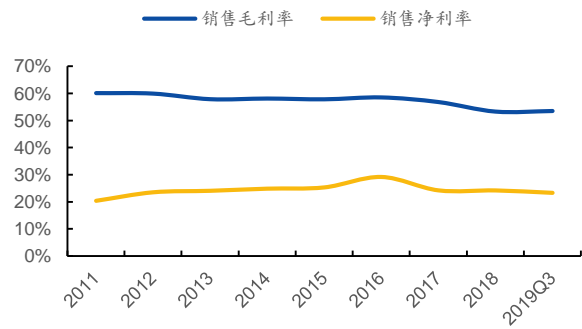
期间费用率逐年下降，公司盈利能力较强。公司并购华阳密封带来了销售费用和管理费用的上升，但整体来看期间费用率呈逐年下降趋势。公司 2019 年前三季度销售毛利率 53.54%，销售净利率 23.36%，盈利能力较强且表现稳定。

图 6：期间费用率呈逐年下降趋势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

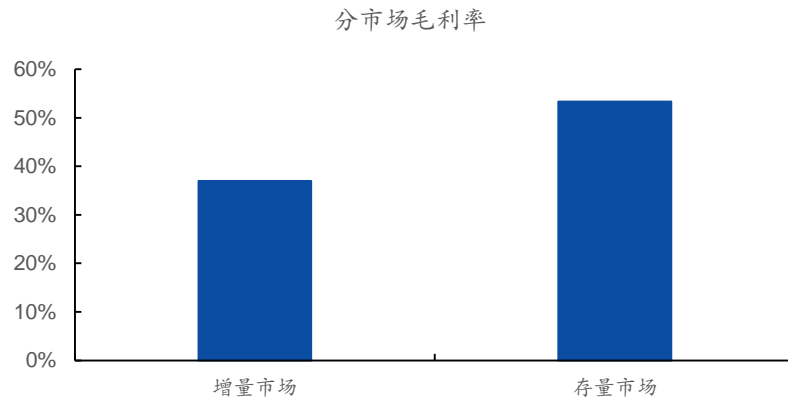
图 7：盈利能力较强且表现稳定



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

存量市场毛利率较高，增量市场竞争激烈毛利率较低。由于在存量市场中客户高度关注产品质量及可靠性，对于价格敏感度较低。在增量市场中毛利率虽相比存量市场更低，但增量市场订单后续也将转换为存量市场业务。

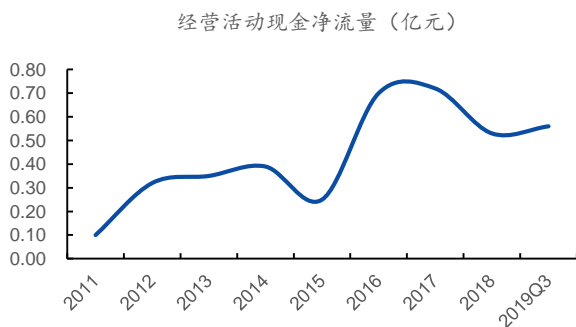
图 8：存量市场毛利率高于增量市场



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

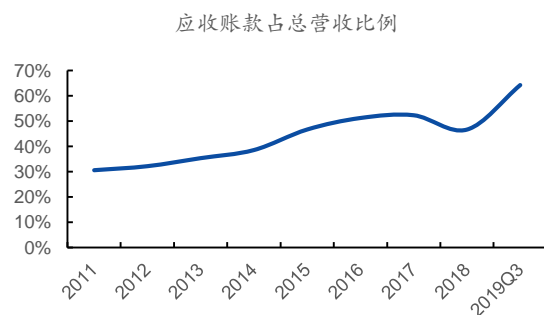
应收账款增长带来近年现金流承压，后续现金流有望持续改善。近年公司营业收入高速增长同时并购华阳密封带来了应收账款与票据的大幅上升，同时由于回款主要集中于年末，公司目前应收账款延缓了较多现金的转化。伴随着年末大量应收账款回款公司经营性净现金流量将出现显著提升。由于公司客户质量比较高，实际发生的坏账风险比较小。

图 9：现金流保持改善趋势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

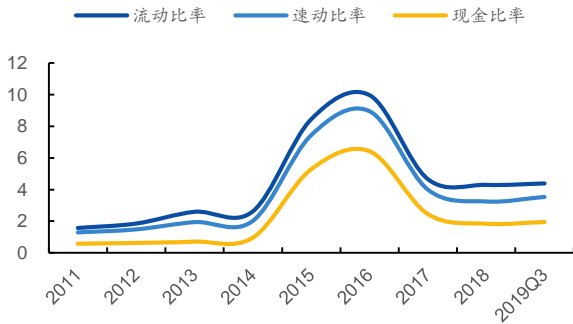
图 10：营收大幅增长与并购带来应收账款增长



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

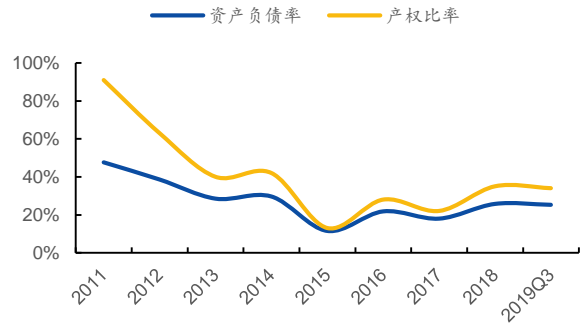
公司偿债能力较强，具有较大财务杠杆提升空间。截至 2019Q3，公司短期偿债能力指标优秀，速动比率高达 3.54。自 2015 年资产负债率大幅下降后一直处于低位区间，未来公司承受风险能力较强，同时在需要快速扩张时有较大财务杠杆提升空间，可通过扩张资产负债表显著提升公司规模。

图 11: 公司短期偿债能力超强



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 12: 长期负债较低, 具有较大杠杆提升空间

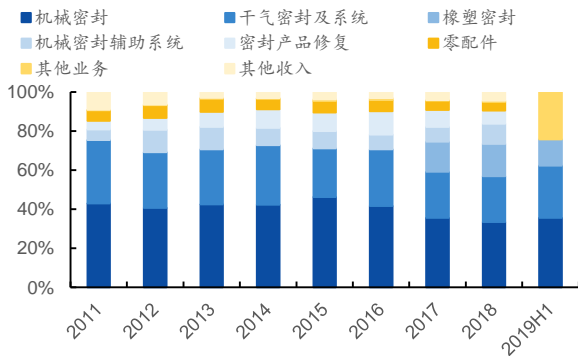


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

1.3 专注国内中高端市场, 提供定制化服务

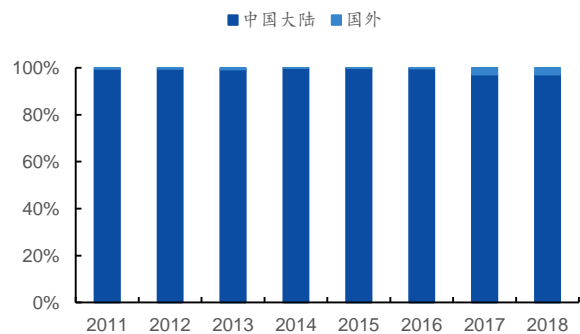
公司主营业务为机械密封, 国内市场是公司营收的主要来源。公司主营业务包括普通机械密封、干气密封及系统、橡塑密封、密封产品修复、机械密封辅助系统、零配件, 这些都属于机械密封的范畴, 其中合并报表新增的橡塑密封业务主要由子公司优泰科贡献。2019 年前三季度, 普通机械密封、干气密封及系统、橡塑密封这 3 类业务合计占营收的比例超过 75%, 是公司营收的主要来源。公司业务以国内市场为主, 2018 年国内市场贡献了 97% 的营收。

图 13: 普通机械密封、干气密封及系统、橡塑密封贡献营收占比超过 75%



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

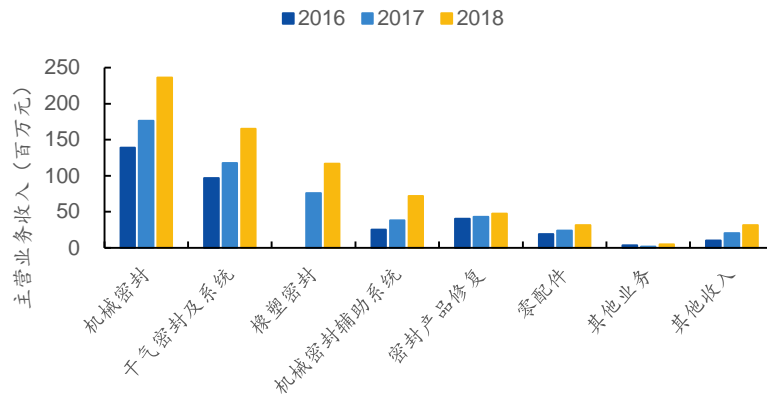
图 14: 公司收入以国内市场为主



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

各项主营业务增厚, 2018 年普通机械密封、干气密封及系统、橡塑密封分别同比增长 34%、40%、54%。公司近年各项主营业务收入均得到提升, 占比较高的普通机械密封与干气密封及系统增速加快, 2018 年增速分别提升 7、18 个百分点。2017 年收购优泰科新增的橡塑密封业务增速也出现高速增长, 未来在公司收入中的占比有望继续上升。

图 15：近 3 年公司各项主营业务全面增厚



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

专注中高端产品，为客户提供定制服务。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。公司大部分产品为高于国家标准或行业标准的高参数的非标准化产品，需要根据客户的实际使用环境进行个性化设计。主要产品包括压缩机用干气密封、泵用机械密封、釜用机械密封、金属波纹管机械密封、干气密封控制系统、机械密封辅助系统，广泛用于石油化工、煤化工等行业。

表 1：公司主要产品介绍

产品	关键参数及主要应用领域
压缩机用干气密封 	应用参数：压力：≤18.0 MPa；温度：-120~250℃； 轴径：F25~F350mm；线速度：5~180m/s。 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 	应用参数：压力：≤20MPa；温度：-120~400℃ 轴径：Φ10~Φ280mm；转速：≤25,000rpm 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 	应用参数：压力：≤15MPa；温度：-70~300℃ 轴径：Φ30~Φ380mm；转速：≤1200rpm 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 	应用参数：压力：≤5MPa；温度：-196~450℃ 轴径：Φ18~Φ300mm；线速度：≤45m/s 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	应用参数：压力：≤18MPa；温度：-120~250℃



机械密封辅助系统

石油化工、煤化工、天然气化工、输气及其他领域输送危险气体的离心压缩机。



扩大机械密封运行参数，延长密封寿命，提高设备安全性。特别适用于高温（≤450℃）、易燃易爆、有毒液体或气体的机械密封。

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。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

出色服务叠加良好信誉，绑定下游优质大客户。公司 2018 年报显示，公司主要客户为石油化工、煤化工、电力等国民经济支柱行业的重点客户，如中石油、中石化、中海油、延长石油、中核集团、中广核集团、神华集团、大唐集团、沈鼓、陕鼓集团、瓮福集团、东方电气等优质客户。公司凭借可靠的产品质量、强大的技术研发能力、周到快捷的服务水平、多年累积的优良信誉，赢得了下游客户的充分信任与肯定。

表 2：公司主要客户均为优质企业

行业	主要客户
石油化工行业	中石油、中石化、中海油、延长石油
煤化工行业	神华集团、沈鼓集团、陕鼓集团
电力行业	大唐集团、东方电气、中核集团、中广核集团

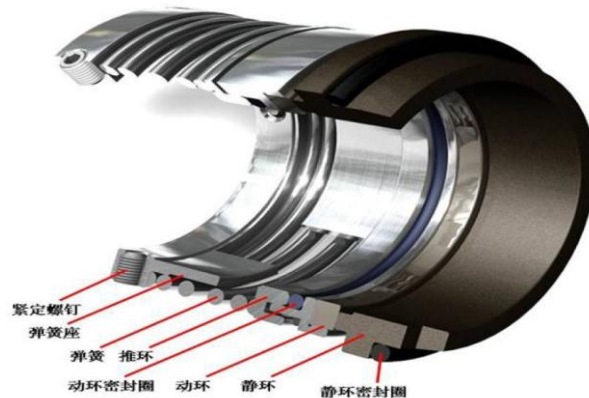
资料来源：公司年报，国元证券研究中心

2. 深耕机械密封近百亿市场，下游行业景气度提升

2.1 背靠传统机械密封业务近百亿市场

公司主营业务所在行业为机械密封。密封是指用于防止液体或气体等流体从机械设备缝隙相邻结合面间泄漏，以及防止外界杂质如灰尘与水分等侵入机器设备内部的零部件。而机械密封是密封的一种类型，它由至少一对垂直于旋转轴线的端面组成，在流体压力和补偿机构弹力（或磁力）的作用以及辅助密封圈的配合下，保持端面贴合并相对滑动而构成的防止流体泄漏的装置，基本部件包括紧定螺钉、弹簧、弹簧座、推环、动环、动环密封圈、静环、静环密封圈等。

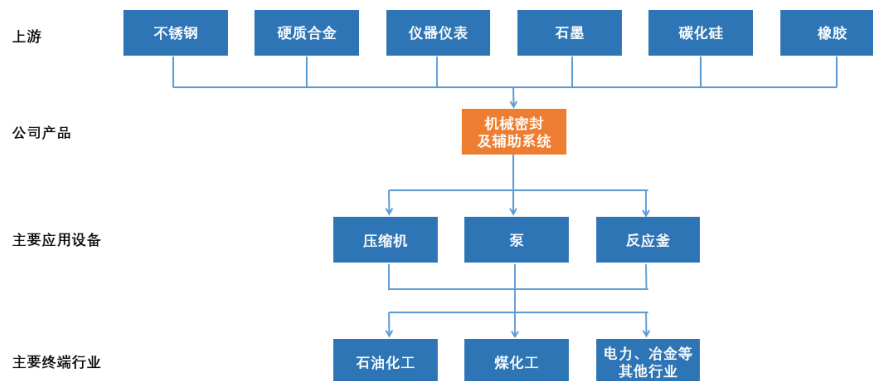
图 16：机械密封基本结构示意图



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司传统的机械密封产品的上游为零部件及原材料行业，下游为石油化工、煤化工、电力、冶金等行业。零部件及原材料构成了机械密封上游市场，如仪器仪表、不锈钢等；公司传统的机械密封产品主要运用于石油化工、煤化工、电力、冶金等行业。

图 17：公司传统的机械密封业务的产业链



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

我们预计 2025 年，公司传统机械密封业务的国内市场规模将达 99.4 亿元。我们预计 2025 年公司传统机械密封业务的存量市场达 85.7 亿元，增量市场达 13.7 亿元，市场总量合计为 99.4 亿元。

1) 预计 2025 年公司传统机械密封业务存量市场达 85.7 亿元。参考公司招股书说明书中的测算方法，我们按照下游细分行业对其机械密封存量市场分别进行了测算。我们预计 2025 年石油化工、煤化工、电力、冶金 4 个细分行业的机械密封存量市场分别为 44.1 亿元、7.7 亿元、27.9 亿元、6.0 亿元，合计 85.7 亿元。

- 预计 2025 年石油化工行业的机械密封存量市场达 44.1 亿元。近年来我国石油化工行业发展迅速，按产值规模计算，我国已成为世界石油化学第二大国、化工第一大国。而机械密封在石油化工行业中主要应用于炼油、乙烯、油品管道

输送、天然气管道输送、化纤、烧碱（离子膜法）和 LNG 等领域的主机。综合《石油和化学工业“十三五”发展指南》、《中长期油气管网规划》、中国石油石化研究会等数据，我们预计 2025 年石油化工行业的机械密封存量市场达 44.1 亿元。

表 3：预计 2025 年石油化工行业机械密封存量市场达到 44.1 亿元

	2020 年产能 (万吨)	装置平均规模 (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)	装置平均规 模 (万吨)	折合装置 (套)	每套装置机械 密封年需求金 额 (万元/套)	2025 年机械密封 市场容量 (万元)
炼油	90000.00 万吨	500.00 万吨	180.00	400.00	72000.00	94000.00 万吨	500.00 万吨	188.00	400.00	75200.00
乙烯	3200.00 万吨	54.50 万吨	59	700.00	41101	4200.00 万吨	54.50 万吨	77	700.00	53945
油品管 道运送	6.50 万公里	0.10 万公里	65.00	400.00	26000.00	7.70 万公里	0.10 万公里	77.00	400.00	30800.00
天然气 管道输 送	10.70 万公里	0.03 万公里	428.00	250.00	107000.00	16.30 万公里	0.03 万公里	652.00	250.00	163000.00
PTA	7139.00 万吨	40.00 万吨	178.48	250.00	44619	9400.00 万吨	40.00 万吨	235.00	250.00	58750.00
烧碱	4502.00 万吨	10.00 万吨	450	50.00	22510.00	5100.00 万吨	10.00 万吨	510	50.00	25500.00
LNG	1400.00 万吨	2.50 万吨	560.00	40.00	22400.00	2100.00 万吨	2.50 万吨	840.00	40.00	33600.00
合计					335630					440795

资料来源：中国石油石化，中国石油经研院，中国石油石化研究会技装委，公司招股说明书，《中长期油气管网规划》，WIND，合成技术与应用，《石油和化学工业“十三五”发展指南》，石油和化学工业规划院，国元证券研究中心

市场容量的测算方法，以炼油为例：炼油装置规模从 200-1,000 万吨不等，按平均 500 万吨计算，2020 年炼油产能 9 亿吨，则折合 500 万吨/年炼油装置 180 套。根据公司订单及经验，每套装置机械密封需求金额为 400 万元/年，则 2020 年机械密封市场容量为 72000 万元；2025 年规划产能 9.4 亿吨，折合装置 188 套，2025 年机械密封市场容量为 75200 万元

- **预计 2025 年煤化工行业的机械密封存量市场达 7.7 亿元。**煤化工和替代能源项目将是继石油化工项目之后新的发展点。在煤化工行业中，大化肥（合成氨、尿素），煤制甲醇、二甲醚、煤制烯烃和煤制油是重点发展方向，这些煤化工项目中需要机械密封等重要配件的产品支持。综合《现代煤化工“十三五”煤控中期评估及后期展望》等数据，我们预计 2025 年石油化工行业的机械密封存量市场达 7.7 亿元。

表 4：预计 2025 年煤化工机械密封存量市场达到 7.7 亿元

	2020 年产能 (万吨)	装置平均规模 (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)	装置平均规 模 (万吨)	折合装置 (套)	每套装置机械 密封年需求金 额 (万元/套)	2025 年机械密 封市场容量 (万 元)
煤制烯 烃	2500	50	50	400	20000	3000	50	60	400	24000
煤制油	1206	30	40	300	12060	2796	30	93	300	27960
合成氨	6300	25	252	100	25200	6300	25	252	100	25200
合计					57260					77160

资料来源：公司招股说明书，Wind，《石油和化学工业“十三五”发展指南》，《现代煤化工“十三五”煤控中期评估及后期展望》，中国煤化工杂志，亚化咨询，中国氮肥工业协会，国元证券研究中心

- **预计 2025 年电力行业的机械密封存量市场达 27.9 亿元。**机械密封在电力行业的应用包括水电、火电、核电领域。我国电力工业的发展前景非常广阔，电力工业设备继续朝着大容量、高参数、环保型的方向发展，电力行业对机械密封产品的需求量将会有大幅增长。综合水电水利规划设计总院、《中国能源展望 2030》、《电力发展十三五规划》等数据，我们预计 2025 年电力行业的机械密封存量市场达 27.9 亿元。

表 5：预计 2025 年电力行业机械密封存量市场达到 27.9 亿元

	2020 年产能 (万千瓦)	装置平均规 模 (万千瓦)	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)	装置平均规 模 (万吨)	折合装置 (套)	每套装置机械密 封年需求金额 (万元/套)	2025 年机械密封 市场容量 (万元)
水电	38000	70	543	20	10857	41500	70	593	20	11857
火电	110000	50	2200	50	110000	125000	50	2500	50	125000
核电	5800	100	58	1500	87000	9450	100	94.5	1500	141750
合计					207857					278607

资料来源：公司招股说明书，Wind，水电水利规划设计总院，《中国能源展望 2030》，《电力发展十三五规划》，《能源发展十三五规划》，《我国核电发展规划研究》，电器工业，国元证券研究中心

- **预计 2025 年冶金行业的机械密封存量市场达 6 亿元。**机械密封在冶金行业的应用主要在冶金焦化和氧化铝领域。由于行业整体处于产能替代升级状态，新增产能与落后淘汰产能预计趋于持平，综合 Wind 和一德有色等数据，我们预计 2025 年冶金行业的机械密封存量市场达 6 亿元。

表 6：预计 2025 年冶金行业机械密封存量市场达到 6 亿元

	2020 年产能 (万吨)	装置平均规模 (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)	装置平均规 模 (万吨)	折合装置 (套)	每套装置机械 密封年需求金 额 (万元/套)	2025 年机械密 封市场容量 (万 元)
冶金	69000	55	1255	30	37636	69000	55	1255	30	37636
焦化										
氧化铝	9050	40	226	100	22625	9050	40	226	100	22625
铝										
合计					60261					60261

资料来源：公司招股说明书，兰格钢铁研究中心，《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，中国能源报，一德有色，Wind，国元证券研究中心

2) 预计 2025 年机械密封增量市场达 13.7 亿元。除了主机保持正常运行所产生的机械密封需求，各细分行业的新项目主机配套的机械密封还产生了一个增量市场。根据公司的经验估计，新项目建设时的机械密封需求一般为其投产后年需求额的 3-4 倍，我们取中值 3.5 进行测算，预计 2020-2025 年该增量市场平均每年贡献市场容量 13.7 亿元。

3) 综合存量市场和增量市场两方面，我们预计 2025 年机械密封市场总量达 99.4 亿元。

表 7：预计 2025 年机械密封市场总量达到 99.4 亿元

单位：亿元	石油化工	煤化工	电力	冶金	合计
2020 年度存量市场	33.56	5.73	20.79	6.03	66.11
2025 年度存量市场	44.08	7.72	27.86	6.03	85.69
存量市场平均每年 的增长	2.10	0.40	1.41	0.00	3.92
平均每年的增量市 场	7.36	1.39	4.95	0.00	13.71
2025 年度市场总量	51.44	9.11	32.81	6.03	99.40

资料来源：国元证券研究中心

2.2 下游行业景气度提升，带动机械密封件需求

受益油价回暖，下游石油化工行业的需求有望平稳增长。受益于先前供过于求的状况持续改善，原油价格在 2016 年触底后逐渐回暖，2019 年以来布伦特原油期货和 WTI 原油期货价格分别攀升 33%、24%。2016~2018 年，我国炼厂开工率持续提升，吨油利润处在较高水平。我们认为，油价缓慢抬升的情况下，石油化工行业扩产意

愿强烈，未来有望进一步拉动机械密封市场发展。理由为：(1) 当前全球石油库存处于历史低位，加码需求端；(2) OPEC 减产计划持续、地缘局势紧张，压缩供给端。

表 8：2016-2018 年中国炼油业景气度提升

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
原油加工量 (万吨)	54101	3.60%	56777	4.90%	60357	6.30%
炼厂开工率 (%)	68.3	2.3	70.2	1.9	72.9	2.7
汽柴煤油产量 (万吨)	34834	3.10%	35825	2.80%	36034	0.60%
汽柴煤油收率 (%)	64.39	-0.3	63.1	-1.29	59.7	-3.4
生产柴油比	1.39	-0.1	1.38	-0.01	1.25	-0.13
汽柴煤油净出口量 (万吨)	3354	57.70%	3638	8.40%	4080	12.10%
吨油利润 (元/吨)	314.9	168.2	336.7	21.8	306	-30.7

资料来源：中国石油石化，国元证券研究中心

图 18：炼油厂开工率 19 年以来显著上升



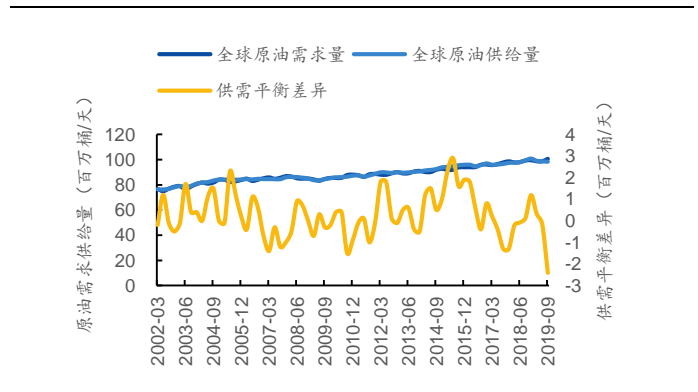
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 19：油价自 2016 年触底回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

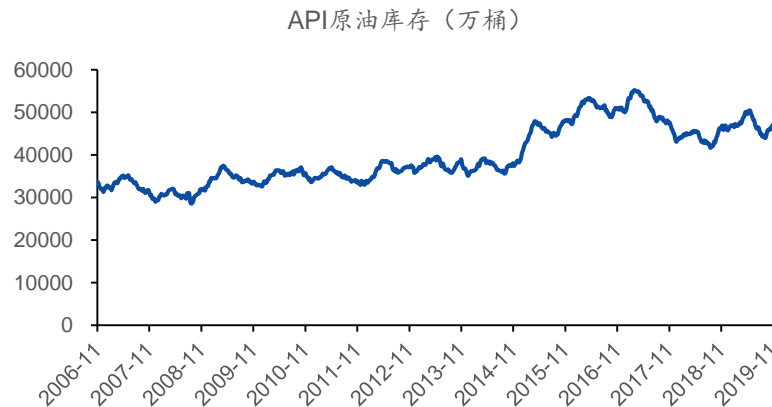
图 20：原油供过于求的状况持续得到改善



资料来源：Wind，国元证券研究中心

- **需求端：全球石油库存处于历史低位，库存需求支撑油价上行。**对于石油进口国而言，一定数量的石油战略储备和商业（战术）储备是应对突发事件的必要安全保障。全球石油库存量在2016年7月触顶后回落，加码石油需求端，油价随之持续拉升。总体而言，当前石油库存仍处于历史低位，库存需求较大，我们认为油价在未来一段时间内将仍然保持强劲的上行动能。

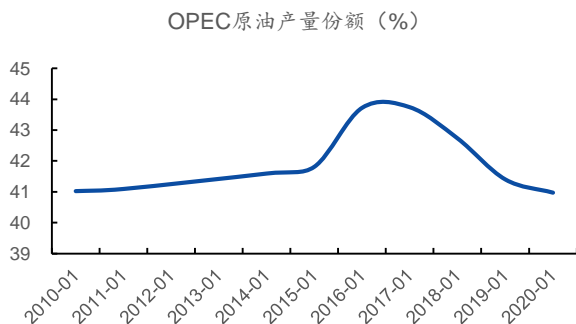
图 21：自 16 年油价低谷后原油库存呈下降趋势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

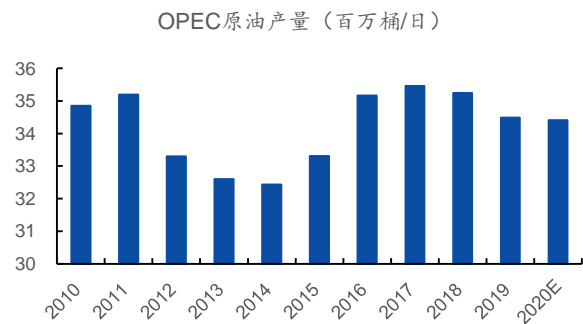
- **供给端：OPEC 减产协议延续，地缘局势紧张推升油价。**2000-2019 年间，OPEC 原油产量占全球原油产量比例一直稳定在 40% 以上，OPEC 成员国在全球原油供给格局中占有举足轻重的地位。2016 年以来，OPEC 众多成员国积极推动减产协议，OPEC 原油产量迅速减少，2019 年 12 月 5 日至 6 日 OPEC+ 达成超预期减产协议，在减产执行率改善后有效减产规模将为 210 万桶/日。同时近期地缘局势冲突不断，美国与伊朗冲突推升油价单日最高上涨 4%。目前 OPEC 原油月产量处于低位，我们预计油价仍有望保持在 50 美元/桶上方运行。

图 22：OPEC 原油产量份额保持在 40% 以上



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 23：2019 年 OPEC 原油产量相比峰值下降近 3%



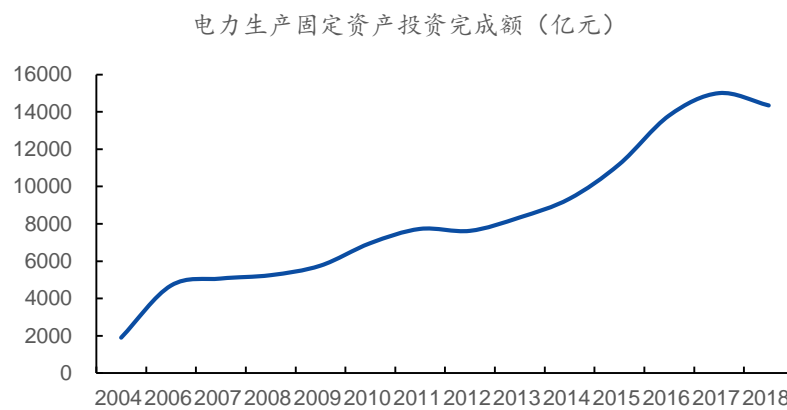
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

国家管网公司成立，带动管线密封市场需求。2019 年以来，《石油天然气管网运营机制改革实施意见》审议通过，《油气管网设施公平开放监督办法》正式印发。2019

年 12 月 9 日国家油气管网公司正式成立。根据《中长期油气管网规划》，2020、2025 年我国天然气管网里程分别将达到 10.4、16.3 万公里，将为公司带来巨大的管线密封件需求。目前整体管网建设落后规划进度，主要是由于受管网公司将成立影响，多数项目处于观望状态，在管网公司正式成立后油气管网的建设有望迎来高峰。根据我们的测算，每 10 万公里管线在建设期带来的密封件需求约为 30~40 亿元。

电力生产行业固定资产投资超 1.4 万亿元，近 5 年复合增速高达 11.46%，将催生机械密封件广阔市场空间。自 2003 年以来，我国电力生产行业的固定资产投资完成额稳步增长，近 5 年年均复合增速高达 11.46%。2019 年我国电力生产行业固定资产投资完成额超 1.4 万亿，约为 2005 年的 3 倍，巨大的下游投资将催生机械密封件的广阔市场空间。

图 24：我国电力生产行业固定资产投资完成额稳步增长



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3. 竞争优势突出，市占率有望进一步提升

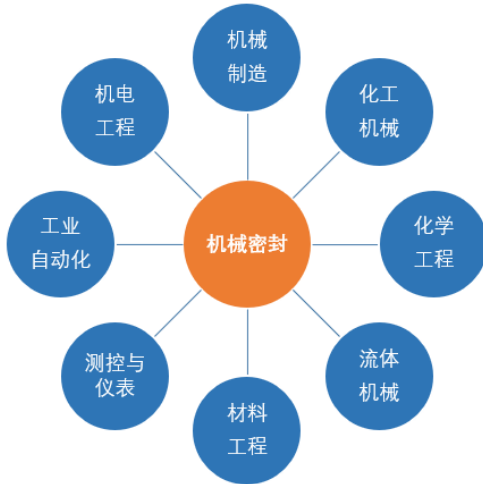
3.1 技术+人才+品牌“三驾马车”，拉升公司竞争力

公司竞争优势突出，在技术、人才、市场三个方面处于领先地位。公司作为国内行业的龙头企业，近几年的品牌形象进一步提升，竞争优势非常突出，在行业总体下滑的时候能够保持小幅增长，在行业回暖时的增长幅度显著高于竞争对手，2017 年已超越国际大公司居国内市场行业领先地位。

- **公司重视研发，打造技术领先。**机械密封涉及学科众多，具体包括机械制造、化工机械、化学工程、流体机械、材料工程、测控与仪表、工业自动化、机电工程等，属于技术密集型行业，具有较高的行业壁垒。公司十分重视技术研发，研发费用一直维持在营收的 5% 左右的水平，即使在 2015 年营收有所下滑的情况下，研发费用依然没有受到波及。公司先后承担或完成了有关部委、省级科研、技改、成果转化课题 30 项、拥有国家级专利超 30 项。长期的技术研发，

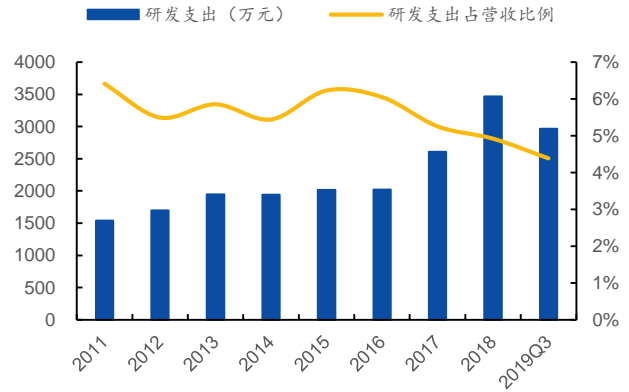
推动公司的技术水平迈入国际先进行列，个别产品处于世界领先地位。

图 25：机械密封涉及学科众多



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

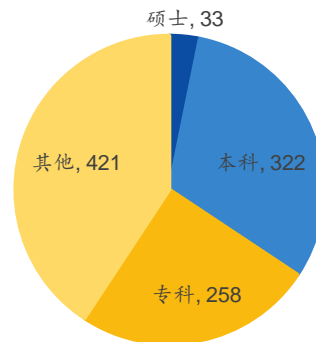
图 26：公司一直保持较高研发投入



资料来源：Wind，国元证券研究中心

- **业内专业人才稀缺，公司广聚人才。**国内开设密封专业的大专院校较少，加之机械密封涉及学科众多，行业内专业人才稀缺。除了技术研发岗外，还需要大批经过专门培训的熟练技术工人以保证产品的可靠性，需要经验丰富的技术服务人员以保证快速反应和服务质量，具有较高的人才壁垒。公司重视人才培养和引进，截至 2018 年报告期末，公司拥有教授级高级工程师 7 人、高级工程师 44 人、高级经济师 3 人、工程师及助理工程师 202 人，而拥有专科及以上学历的员工占比达 60%。

图 27：公司专科及以上学历的员工占比达 60%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

- **品牌积累叠加高用户黏性，打造市场优势。**机械密封设备故障引发的损失极高，所以对密封产品的质量及可靠性要求极高。用户出于对安全、技术和质量的考虑，在采购时往往对机械密封生产企业提出明确的业绩要求，公司作为行业龙

头充分受益多年累积的良好商誉。此外，机械密封属于易损件，存在一定的更换周期，在产品品质得到保障的情况下客户一般不会轻易更换密封厂家，存量市场的高用户黏性进一步巩固了公司的市场优势。

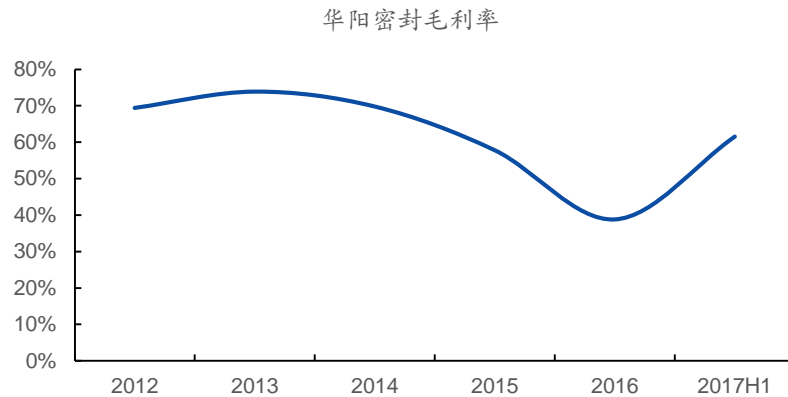
3.2 横向并购扩大竞争优势，打造机械密封产业控股平台

收购优泰科，进军橡塑密封领域。公司于 2017 年 1 月完成了对优泰科的收购。优泰科主要从事橡塑密封件、聚氨酯密封件的设计、研发、生产和销售，并为客户提供技术咨询、技术培训、现场安装、维修等全方位技术服务。优泰科的产品在密封材料、大型密封件无模具加工技术方面具有突出的领先优势，广泛应用于工程机械、矿山机械、冶金、水电等行业，目前重点推广的盾构设备用大型密封件已取得较好成效，业务收入增长较快。优泰科 2018 年实现营业收入 11824.24 万元，同比增长 56.14%，实现净利润 2,403.23 万元，同比增长 66.34%。

收购华阳密封，提升公司核心竞争力。截至 2018 年报期末，公司已完成对华阳密封 98.66% 的控股，2018 年合并报表期间内，华阳密封完成销售收入 4786.46 万元，实现净利润 1323.10 万元。本次收购将从成本、客户、技术三方面扩大公司竞争优势：

- **降低竞争成本。**华阳密封是一家生产机械密封及辅助工程系统的专业公司，主要产品包括泵用密封、搅拌釜密封、压缩机干气密封、核级密封、干燥机密封、碳环密封及密封辅助系统等，以前是公司强劲的竞争对手。本次横向收购有利于降低公司面临的市场竞争、提高议价能力。
- **带来庞大的客户群体。**华阳密封的国内外客户超过 600 家，这将给公司带来庞大的客户群体。
- **加码技术优势。**华阳密封自主研发、生产的大型搅拌釜机封、压缩机干气密封等产品已经出口到欧盟、英国及中东市场，品质达到国际先进水平。华阳的加盟，将推动公司的技术水平更上一个台阶。

图 28：华阳密封专注高端产品，历史毛利率较高



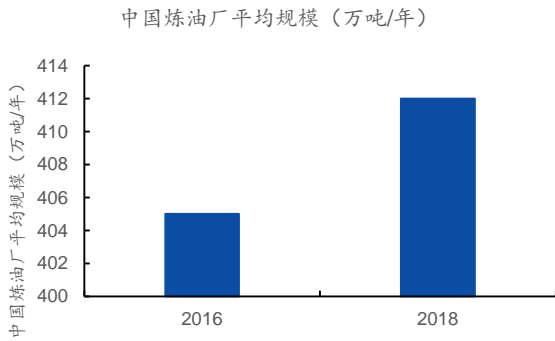
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

华阳密封为国内首台天然气长输管道压缩机用干气密封件国产配套供应商，技术较为领先。目前整合华阳密封后公司持续拓展的天然气长输管线取得重要进展，天然气管线压缩机 15MPa 干气密封项目通过鉴定，填补了国内空白，在技术指标上也达到了国内外同类产品先进水平。根据国家《液压液力气动密封行业“十三五”发展规划》，到 2020 年 60% 以上的液气密高端产品实现自主保障，国产品牌的市场份额有望持续提升。公司有望抢占原主导天然气长输管线领域的约翰克兰、伯格曼等外资企业的市场份额，提升公司在该市场中的市占率。

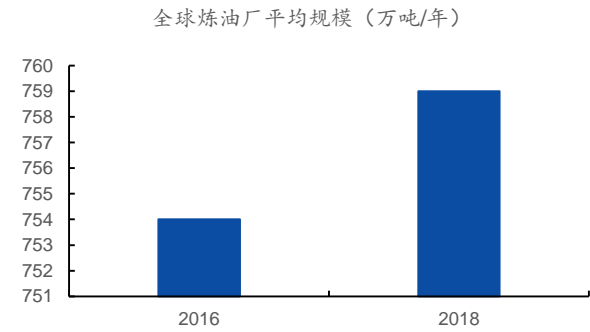
3.3 多因素驱动，市占率有望进一步提升

国内高端市场曾一度被国际巨头垄断，国内企业在利润微薄的低端市场激烈竞争。过去国际巨头凭借研发、技术、制造优势，在我国高端市场占据主要份额。国内企业经过多年的技术积累和发展，大部分低端产品已实现进口替代，但高端产品仍依赖进口。仅有少数国内企业如本公司、丹东克隆等，发挥本土优势和服务优势，能在高端市场同国外企业竞争。

我们认为公司的国内市占率将进一步提升。主要理由为：(1) 在市场与环保的双重压力下，下游石油化工项目大型化趋势明显，将拉升国内机械密封行业整体集中度，而公司作为行业龙头，其市占率有望随之提高；(2) 公司当前的国内市占率不足 10%，相比国际巨头的营业规模和市场占有率，提升空间巨大。

图 29：中国石油化工项目呈大型化趋势


资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

图 30：全球石油化工项目呈大型化趋势


资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

表 9：十三五期间国内千万吨炼化项目数量增加

年份	项目名称	所属集团	新增产能	投资额 (亿	合计新增产能
			(万吨/年)	元)	(万吨)
2017	云南石化	中石油	1300	292	
	惠炼二期	中海油	1100	466	2900
	珠海华峰	华阳经贸	500	100	
2018	海南炼化二期	中石化	700	417	
	华北石化 (改扩建)	中石油	500	100	
	泉州石化 (扩建)	中化	400	325	
	华锦石化 (扩建)	中国兵器	400	784	5500
	浙石化舟山 (一期)	容盛、巨化、桐昆等	2000	900	
	中东海湾炼化	香港华通、沙特阿美等	1500	420	
2019	新华联合石油化工	新华	2637	600	
	恒力石化大连长兴岛	大连恒力	2000	1500	
	一泓石油化工	浅海	1800	400	
	中国兵器精细化工	中国兵器、沙特阿美等	1740	695	10457
	曹妃甸 (一期)	中石化	1200	285	
	中科大炼油	中石化	1080	600	
2020-	古雷炼化一体化	中石化、台湾旭腾	1200	980	
	大榭石化 (改扩建)	中海油	600	30	
	旭阳曹妃甸石化	旭阳、中化	1500	558	
	大连福佳	福佳集团	2000	800	8540
	中化泉州	中化集团	1200	325	
	洛阳石化	中石油	200	45	
	埃克森美孚大亚湾	粤电集团、埃克森美孚等	240	600	
	盛虹石化	江苏盛虹	1600	750	

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

- **公司作为国内行业龙头，将充分受益石油化工项目大型化导致的行业集中度提高。**根据中国液压气动密封工业协会的统计数据，近几年国内密封行业 CR3 呈现提升趋势，但是仍只有 20% 多。而据我们估算，全球密封行业前三强市占率合计超过 70%。因此，国内市场集中度仍有很大提升空间。而且，近年来，石油化工项目呈现大型化趋势，单个订单的金额也随之提高，而服务优质、品质良好的机械密封龙头往往更容易获得这种大单，这将提升整个行业的集中度。我国炼油厂平均规模约 400 多万吨/年，而全球炼油厂平均规模 700 多万吨/年，我们认为，我国石化项目大型化的趋势仍将延续，而公司作为行业龙头，将受益市场集中度的提高。

图 31：国内机械密封行业 CR3 市占率仍有较大提升空间

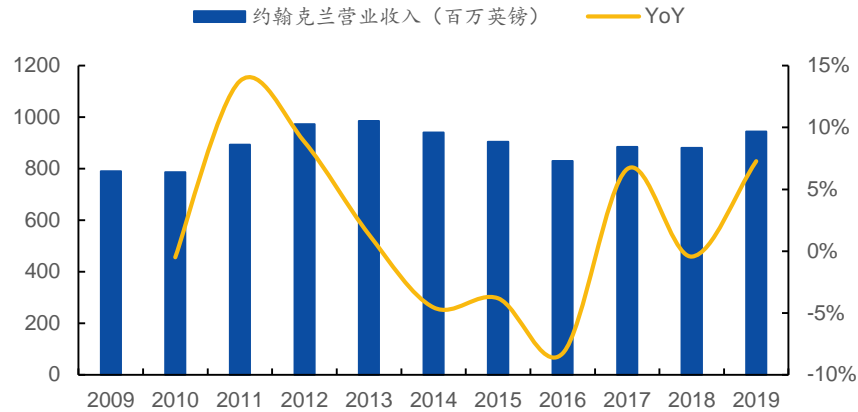


资料来源：中国液压气动密封件工业协会，国元证券研究中心

- **机械密封行业的存量市场能够进一步巩固行业龙头的优势。**机械密封件属于易损件，高温、高压、高速、有毒等工作环境中的机械密封件损耗尤为明显，通常每 1~3 年需要更换，因而存在较为稳定的存量市场需求。行业龙头凭借已经占据的存量市场，将进一步巩固自身的市占率优势。
- **通过增量市场推进占据存量市场。**2018 年公司增量市场毛利率为 37%，低于毛利率较高的存量市场，但公司目前战略为通过其主机占领终端，从而将增量市场业务转换为后续的存量市场业务。根据我们草根调研的数据，我们估计公司目前在大型新上项目中约能取得 40% 的份额，在公司主要业务来源的石油化工和煤化工行业的大型项目中市占率可达到 45%-50%，公司突出的获取增量市场订单能力将为存量市场带来稳定增长。
- **对标国际巨头，公司的国内市占率的提升空间巨大。**公司竞争优势明显，在行业总体下滑的时候能够保持小幅增长，在行业回暖时的增长幅度显著高于竞争对手，目前在国内市场的占有率已超越国际巨头成为行业第一名。然而相比约

翰克兰约 35%的国际市占率，公司目前国内市占率仍不足 10%，提升空间很大。

图 32：约翰克兰历年营业收入及增速



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

- **技术提升助力公司蚕食国际巨头的市场份额。**随着公司技术水平的提升，公司将进一步缩小与国际巨头在产品方面的差异性。凭借本土优势和服务优势，将逐步蚕食外资品牌的市场份额。同时，国内密封件具备更高的性价比，将在多个行业逐步取代进口产品。

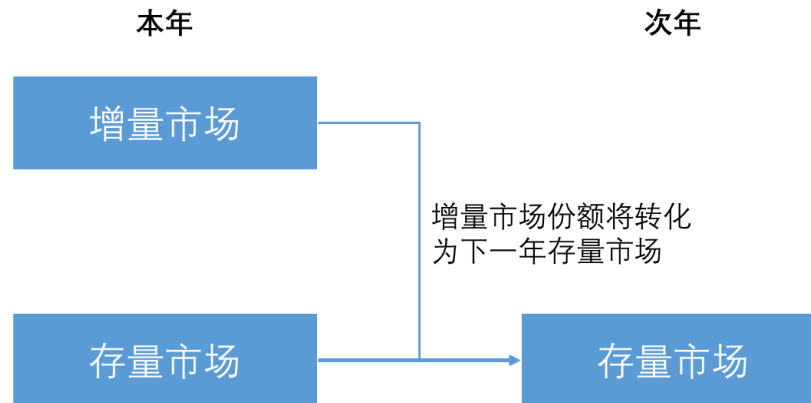
4. 密封件具备“工业消费品”属性，存量市场成为公司业绩的稳定器

4.1 密封件为工业消费品，拥有稳定的存量市场

由于密封件的重要特点是“价值量低、重要性高”，所以更换频率比较高。根据我们调研的了解，泵用密封一般 6~12 个月更换，压缩机用密封一般 1~2 年更换。所以形成了密封件庞大的存量市场。并且存量市场的客户对价格敏感度较低，因而产品的毛利率相对较高。

增量市场毛利率较低，每年向存量市场转化。每年增量市场中项目新上密封件会为后续的存量市场带来稳定需求，故增量市场的竞争更加激烈，毛利率显著低于存量市场。由于后续会向存量市场转化，虽增量市场业务盈利能力较弱也仍能为公司带来未来稳定的收入。随着下游总需求的逐年扩大，存量市场的规模和占比都呈现提升趋势，成为密封产品市场规模的稳定器。

图 33：增量市场毛利率较低，每年向存量市场转化

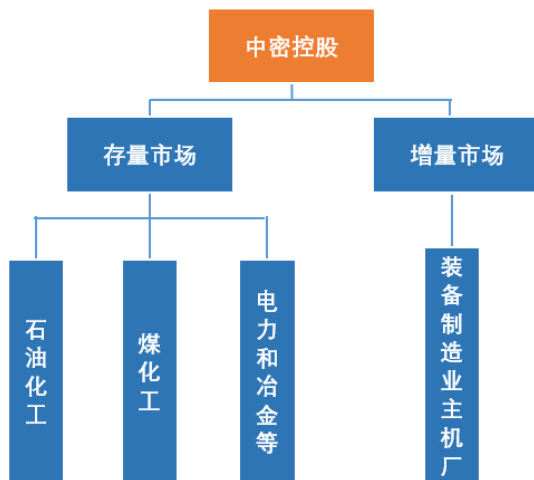


资料来源：国元证券研究中心

4.2 存量市场毛利率较高，贡献毛利约为增量市场两倍

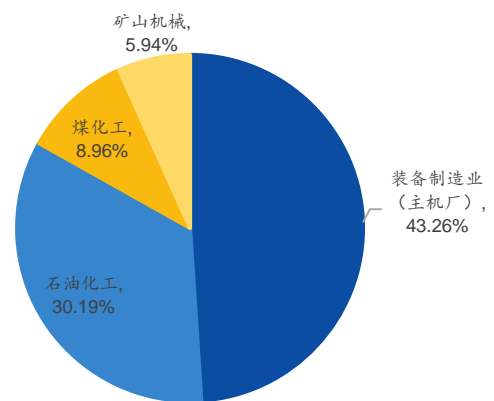
公司营收来源包括存量和增量市场两部分。2018 年公司存量市场和增量市场分别贡献 56.74%和 43.26%营收，毛利分别贡献了 70%和 30%，存量市场所贡献的毛利超过增量市场一倍。

图 34：公司收入来源包括存量市场和增量市场



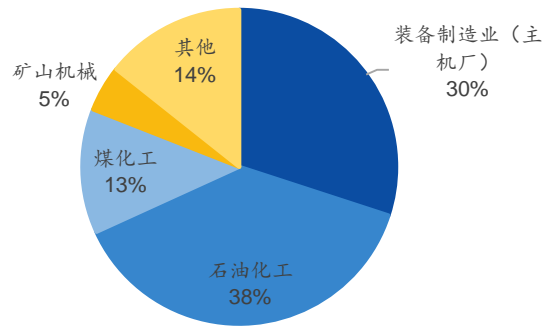
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 35：存量市场为公司主要收入来源



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

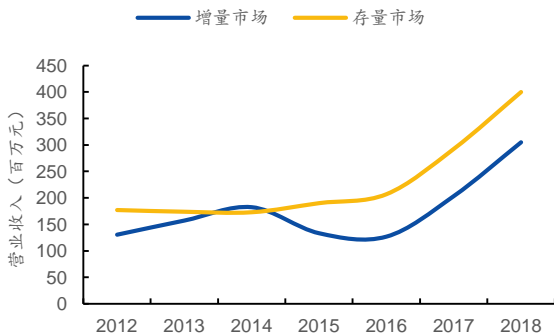
图 36：存量市场贡献毛利约为增量市场两倍



资料来源：WIND, 国元证券研究中心

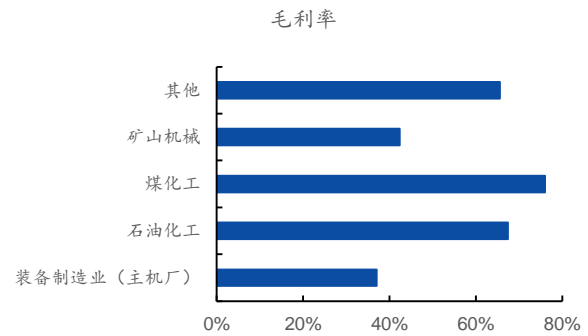
增量市场周期性明显，激烈的竞争导致毛利率低于存量市场。来源于增量市场的营收存在较为明显的周期性，其周期性与主机厂客户的周期性一致，通常与国家宏观经济发展趋势相近；而存量市场则没有明显的周期性，总体上呈现稳步增长的态势。由于增量市场竞争激烈，公司在增量市场的产品毛利率显著低于存量市场。

图 37：增量市场营收呈较明显周期性



资料来源：公司年报, 国元证券研究中心

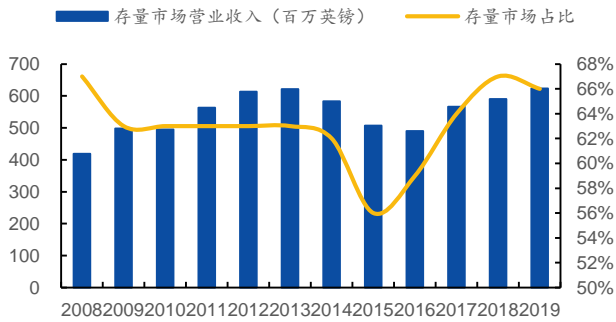
图 38：增量市场毛利率显著低于存量市场



资料来源：公司年报, 国元证券研究中心

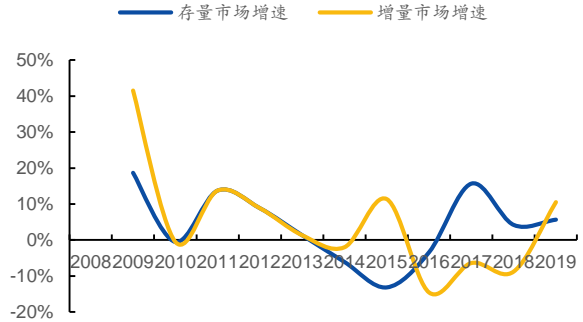
全球机械密封龙头企业约翰克兰，其大部分收入和利润也来自存量市场，并且存量市场的贡献呈现提升趋势。2019 年约翰克兰营业收入中有 66%来自于存量市场，且存量市场的贡献近年呈现提升趋势。

图 39：约翰克兰存量市场收入占比近年逐渐上升



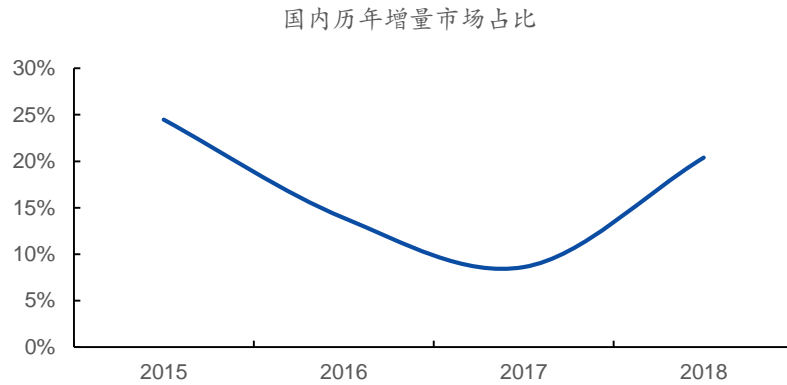
资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 40：近年约翰克兰存量市场增速高于增量市场



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 41：国内历年密封件市场中增量市场占比



资料来源：国元证券研究中心

5. 拟推非公开发行计划，收购新地佩尔与推进数字化转型和智能制造

5.1 拟募资不超过 6.5 亿元，致力于打造密封行业领军企业

公司公布 2020 年度创业板非公开发行 A 股股票预案。2 月 20 日公司发布 2020 年度创业板非公开发行 A 股股票预案，拟非公开发行股票数量不超过 2977.55 万股，发行价格为 21.83 元/股，即定价基准日前 20 个交易日中密控股股票交易均价的 80%。发行对象共 9 名，发行对象已经于 2020 年 2 月 20 日分别与公司签署了《附条件生效的股份认购协议》。按照发行数量上限测算，发行结束后四川川机投资有限责任公司持有公司 21.6% 股权，仍处于控股地位。

表 10：非公开发行预案发行对象认购情况

认购对象	认购数量（股）	认购金额（万元）	认购比例	认购方式
远致华信	5,497,022	12,000.00	18.46%	现金
天相科技	5,497,022	12,000.00	18.46%	现金
申万宏源	3,206,596	7,000.00	10.77%	现金
富国基金	2,748,511	6,000.00	9.23%	现金
兴全基金	2,748,511	6,000.00	9.23%	现金
博观欣荣	2,748,511	6,000.00	9.23%	现金
上海洵洪	2,748,511	6,000.00	9.23%	现金
常州新发展	2,290,426	5,000.00	7.69%	现金
平安资管	2,290,426	5,000.00	7.69%	现金
合计	29,775,536	65,000.00	100.00%	

资料来源：Wind，国元证券研究中心

预案拟募集资金不超过 6.5 亿元，用于收购新地佩尔 100% 股权项目等。公司本次公开发行募金额主要用于收购新地佩尔 100% 股权项目、机械密封产品数字化转型及智能制造项目及补充流动资金。其中新地佩尔承诺 2019 至 2021 年累计实现的净利润之和不低于 6000 万元。

表 11：公司拟募集资金用途

项目名称	项目投资金额（万元）	使用募集资金金额（万元）
收购新地佩尔 100% 股权项目	21,000.00	21,000.00
机械密封产品数字化转型及智能制造项目	8,360.00	7,800.00
补充流动资金	36,200.00	36,200.00
合计	65,560.00	65,000.00

资料来源：Wind，国元证券研究中心

5.2 新地佩尔为优质特种阀门供应商，带来石化行业协同发展

新地佩尔为优质特种阀门供应商，服务中石油等知名国内外客户。创建于 2001 年，注册资金 10800 万元，自贡新地佩尔阀门有限公司是一家拥有自主知识产权的大型油气集输用特种阀门制造商，自成立以来致力于特殊工况、特殊功能以及特殊领域专用阀门的研发和制造，形成了以轴流式止回阀、压缩机防喘阀（活塞式调节阀）、强制密封阀、浆体阀、水击泄压阀等产品的研发制造厂家。主要服务与燃气、石油、石化、化工、矿浆、电力、轻工、食品、煤转油等行业的关键工位。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 等世

界知名客户提供了大量关键产品，在西气东输一二三线、中俄原油管线等多个国内外重大工程项目中有突出业绩。

表 12: 新地佩尔产品介绍

产品	产品主要成绩
<p>止回阀</p> 	<p>形成了十多项独有的制造技术和多项专利技术，大量产品成功应用于天然气、原油、LNG 和矿浆管线，在保证管路系统安全可靠运行的同时，有力的推动了止回阀的国产化进程。</p>
<p>清管阀</p> 	<p>清管阀是新地佩尔阀门引以为傲的最专业的主打产品之一。在开创这一细分市场的同时，新地佩尔作为国内清管阀领导者的地位也在无数的独一无二的荣耀中得以奠定。</p>
<p>水击泄压阀</p> 	<p>研究开发了轴流式先导式和氮气式水击泄压阀，借助“油气管道关键设备国产化”的平台，实施了氮气式水击泄压阀国产化工作，研制产品通过了国家能源局技术鉴定，达到了国外同类产品技术水平，产品将在国内输油管路和其他液体输送管路推广应用。</p>
<p>球阀</p> 	<p>在矿浆输送、煤化工、多晶硅、石化等行业的精耕细作，创就了以耐磨球阀、矿浆球阀、低温球阀、超高压球阀为主的特种球阀体系。</p>
<p>自动循环阀</p> 	<p>自动循环阀是保证离心泵所必需最小流量的最小流量控制阀门，是离心泵正常运行时的保护装置。新地佩尔自动循环阀具备以下功能：流量感知、再循环控制、旁路多级减压和止回功能，是保护离心泵的最可靠的选择。</p>

石油化工行业准入严格，新地佩尔资质优异有望帮助公司打开市场。油气长输管线

的大口径、长距离、超高压发展趋势和化工装置的大型化趋势均带来了对于关键阀门的安全和可靠性很高的要求。石化行业新增产能对于零部件供应商的选择极为苛刻，市场准入要求高，一般供应商难以获得市场份额。新地佩尔在多个国内外重大工程项目中已获得了中石油等客户的高度认可，其自 2013 年以来承接的中石油重大科技专项均已取得科技成果鉴定证书和实际工程应用业绩，达到国内外同类产品的先进技术水平。新地佩尔作为优质的特种阀门供应商，有望显著提升公司在石化行业新增产能带来密封件市场需求中的市占率。

收购新地佩尔符合公司打造机械密封产业控股平台战略。公司收购标的的新地佩尔与公司现有业务具有高度关联性，可以与公司共用销售及服务网络以降低整体运营成本，为客户提供更加完整的产品解决方案，提高公司经营的总体规模效应，有利于提升公司的市场空间。由于公司 60% 以上的销售收入来自于石化行业，收购将为公司带来显著的协同效应与规模效益，提升公司整体盈利能力。

5.3 数字化转型与智能制造项目有望解决公司产能瓶颈

公司现有的信息化建设和部分自动化生产设备能够有效保障产品的品质，但目前公司生产工艺段之间生产并未自动化连接，加上产品本身具有单件、小批量、定制化的特性，面对大规模散化柔性制造任务时，公司生产效率仍有较大提升空间。

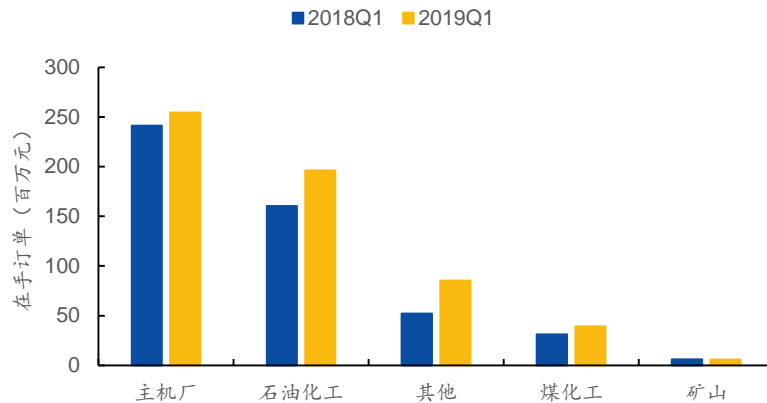
数字化转型及智能制造项目提升公司生产效率，产能有望显著提升。据公司所公布项目细节，一方面通过引入自动化设备提高公司自动化生产水平，从而减少生产过程中的水力依赖、降低产品质量波动性；一方面通过“产品数据库”进行数字化转型，实现生产全流程实时监控，降低管控风险；最后通过引入集团化管理平台加强内部信息流通、资源共享，提高管理效率。若项目整体推进符合预期，将有效提升公司生产效率，系统化的解决长期以来困扰公司的产能瓶颈。

6. 盈利预测及投资建议

6.1 订单增长+产能扩张“双轮驱动”，业绩成长动力强劲

公司 2019 年 4 月初在手订单同比增长 18%，各业务板块均呈增长态势。公司 2019 年 4 月初在手订单达 5.8 亿元，同比增长 18%。相对 2018 年同期，各个业务板块订单均呈增长态势。其中主机厂订单规模高达 2.54 亿元，同比增长 5.47%，石油化工行业维持较高景气度，订单规模仅居其次达 1.96 亿元，同比增长 22.17%。

图 42：公司 2019 年一季度末在手订单相比 2018 年同期呈增长态势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

产能扩张计划显成效，公司产能快速扩充。由于行业回暖及订单增长速度超出公司预期，公司在 2017 年下半年开始出现产能不足的情况。为此，公司通过提高产能利用率来缓解这一压力的同时，还制定了三期产能扩张计划并开始实施前两期计划。预计第一期新增产能 30%，第二期新增产能 40%，第三期新增产能视情况而定。截至 2019 年半年报，公司制定的两期产能扩张计划均已达产，公司因产能不足、限制接单的情况得到改善。2020 年 2 月公司发布数字化转型与智能制造项目规划，也将有效帮助公司突破产能瓶颈，提升整体制造能力。

表 13：公司产能扩充计划

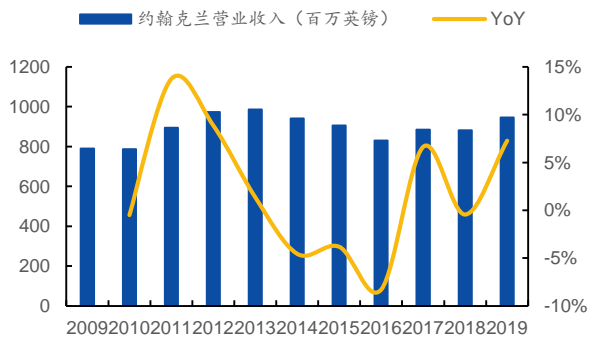
计划	发布时间	规划
第一期产能扩张计划	2017 年 8 月	预计新增产能 30%，目前一期计划已逐步开始达产。
第二期产能扩张计划	2017 年底	在 2017 年基础上可提高产能 40%，计划达产时间为 2018 年 8 月。
第三期产能扩张计划	待定	视前两期计划的实施效果与市场需求的变化情况选择时机启动第三期产能扩张计划。
华阳密封产能扩充计划	2018 年	预计 2019 年底达产
数字化转型及智能制造项目	2020 年 2 月	通过引入自动化设备提高公司的自动化生产水平，从而减少人力依赖、降低产品质量波动性；推进“产品数据库”。 实现生产全流程实时监控

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

6.2 盈利预测

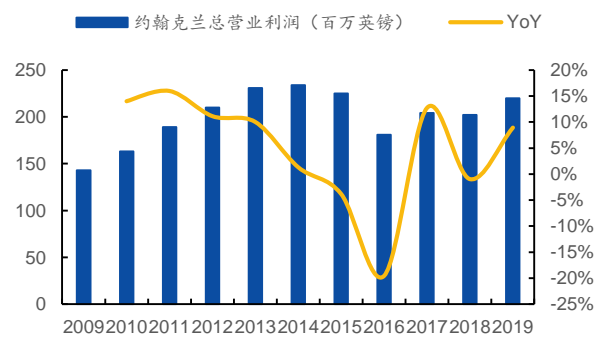
公司对标国际龙头约翰克自 16 年行业低点过后业绩持续回暖。约翰克 2019 年营业收入 9.45 亿英镑，同比增长 7.26%，总营业利润 2.2 亿英镑，同比增长 8.91%，盈利能力近年较为稳定，营业利润率保持在 23%。从往年表现来看约翰克受下游行业周期性影响较小，在绝大多数年份都保持了稳定增长，与公司业绩表现走势较为接近。

图 43：约翰克营收自 16 年行业低点持续增长



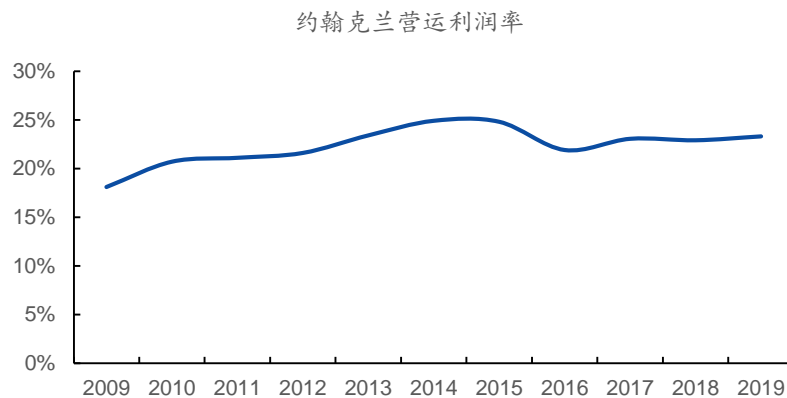
资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 44：约翰克总营业利润自 16 年行业低点后持续增长



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 45：2019 年约翰克营运利润率为 23%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

我们做以下假设：

- 1) 假设石油化工、煤化工行业保持平稳增长，机械密封存量市场保持长期稳定增长；
- 2) 假设公司市场占有率稳中有升，通过技术水平和提升逐步实现进口替代。

暂不考虑本次非公开发行的影响，我们预计，公司 2019~2021 年分别实现营业收入 9.09 亿元、10.72 亿元、11.81 亿元，归母净利润分别为 2.08、2.70、3.28 亿元。考虑到密封件产品稳定的存量市场，以及公司市占率的长期提升空间，给予“买入”评级。

7.风险提示

- 1) 下游行业景气度不及预期；
- 2) 增量市场竞争加剧；
- 3) 资产减值风险。

***国元持仓披露：国元持仓不超过 1%，无需披露。**

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	945	1055	1313	1494	1703
现金	390	298	394	451	574
应收账款	260	329	368	415	446
其他应收款	32	4	48	43	38
预付账款	9	8	14	16	15
存货	133	257	291	337	372
其他流动资产	120	158	199	232	258
非流动资产	265	473	560	589	644
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	79	195	203	216	229
无形资产	95	130	150	179	205
其他非流动资产	92	148	206	194	210
资产总计	1210	1528	1873	2083	2347
流动负债	203	245	421	379	333
短期借款	10	34	185	100	50
应付账款	70	110	131	156	166
其他流动负债	123	102	106	123	117
非流动负债	16	149	142	144	145
长期借款	0	124	124	124	124
其他非流动负债	16	25	17	19	20
负债合计	219	394	563	523	478
少数股东权益	4	3	3	4	4
股本	107	192	192	192	192
资本公积	396	311	311	311	311
留存收益	484	628	804	1054	1363
归属母公司股东权益	987	1131	1307	1557	1866
负债和股东权益	1210	1528	1873	2083	2347

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	72	53	57	251	270
净利润	120	171	209	270	328
折旧摊销	12	19	24	27	31
财务费用	-3	-7	4	3	-6
投资损失	-0	5	2	2	3
营运资金变动	-76	-150	-138	-89	-87
其他经营现金流	20	16	-44	37	1
投资活动现金流	-2	-257	-75	-86	-84
资本支出	9	16	50	50	50
长期投资	-4	-11	-2	0	0
其他投资现金流	3	-252	-27	-36	-34
筹资活动现金流	-176	107	114	-107	-63
短期借款	10	24	151	-85	-50
长期借款	0	124	0	0	0
普通股增加	0	85	0	0	0
资本公积增加	-1	-85	0	0	0
其他筹资现金流	-185	-41	-37	-22	-13
现金净增加额	-106	-97	96	57	122

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	496	705	909	1072	1181
营业成本	214	329	426	486	516
营业税金及附加	8	9	15	17	18
营业费用	66	84	104	121	131
管理费用	39	52	77	86	89
研发费用	26	35	40	45	50
财务费用	-3	-7	4	3	-6
资产减值损失	6	2	4	3	3
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	0	-5	-2	-2	-3
营业利润	143	199	239	312	380
营业外收入	1	1	4	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	143	199	242	313	381
所得税	23	28	34	44	53
净利润	120	171	209	270	328
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	120	170	208	270	328
EBITDA	151	210	266	342	405
EPS (元)	1.13	0.89	1.09	1.40	1.71

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	48.4	42.1	29.0	18.0	10.2
营业利润 (%)	37.6	39.0	20.0	30.7	21.7
归属母公司净利润 (%)	22.8	42.0	22.2	29.4	21.7
获利能力					
毛利率 (%)	56.8	53.3	53.1	54.7	56.3
净利率 (%)	24.2	24.2	22.9	25.1	27.8
ROE (%)	12.2	15.1	15.9	17.3	17.6
ROIC (%)	19.1	16.4	17.5	20.4	22.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.1	25.8	30.1	25.1	20.3
净负债比率 (%)	4.57	40.42	54.95	42.95	36.54
流动比率	4.66	4.30	3.12	3.94	5.12
速动比率	3.99	3.23	2.42	3.04	3.98
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.51	0.53	0.54	0.53
应收账款周转率	2	2	2	2	2
应付账款周转率	4.04	3.67	3.55	3.38	3.21
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.63	0.89	1.09	1.40	1.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.38	0.27	0.29	1.30	1.40
每股净资产 (最新摊薄)	5.14	5.89	6.80	8.11	9.72
估值比率					
P/E	47.00	33.10	27.07	20.93	17.20
P/B	5.72	4.99	4.32	3.62	3.02
EV/EBITDA	37	27	21	16	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，本报告清晰准确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

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。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间接损失承担任何责任。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告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，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

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