

中密控股

300470

审慎增持 (维持)

业绩符合预期，在手订单超预期增长

2020年08月28日

市场数据

市场数据日期	2020-08-27
收盘价(元)	44.75
总股本(百万股)	196.69
流通股本(百万股)	179.73
总市值(百万元)	8801.97
流通市值(百万元)	8042.80
净资产(百万元)	1268.53
总资产(百万元)	1698.86
每股净资产	6.43

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	888	1128	1467	1833
同比增长(%)	26.1%	27.0%	30.0%	25.0%
净利润(百万元)	221	271	384	506
同比增长(%)	29.6%	22.9%	41.6%	31.7%
毛利率(%)	54.1%	55.0%	56.0%	57.0%
净利润率(%)	24.9%	24.1%	26.2%	27.6%
净资产收益率(%)	16.6%	16.6%	19.5%	21.0%
每股收益(元)	1.12	1.38	1.95	2.57
每股经营现金流(元)	0.62	0.57	0.89	1.30

相关报告

《日机密封 2019 年中报点评：订单增长产能释放及华阳并表驱动业绩快速增长》2019-08-23

分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S019051708007

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

投资要点

- 公司发布 2020 年中报：2020H1 公司实现营业收入 4.26 亿元，同比减少 4.96%；实现归母净利润 9574.32 万元，同比减少 7.45%；扣非后归母净利润 8752.47 万元，同比减少 13.70%；2020Q2 公司实现营业收入 2.50 亿元，同比增长 6.42%，环比增长 41.76%；公司实现归母净利润 6610.96 万元，同比增长 19.40%，环比增长 123.09%。
- 2020H1，在公司具有传统优势的石化领域，固定资产投资快速增长，大型炼化一体化项目加速建设，但新项目的竞争愈发激烈。公司综合优势遥遥领先国内同行企业，国内大型项目的竞争格局已基本演变为公司与国际两大品牌的角逐，公司凭借突出的综合实力牢牢占据了配套市场份额第一的位置。
- 2020H1 公司综合毛利率 49.72%，同比减少 3.86 个百分点；净利率 22.47%，同比减少 0.62 个百分点。分季度看，2020Q2 公司单季度毛利率 51.74%，同比减少 3.65 个百分点，环比增加 4.89 个百分点；单季度净利率 26.48%，同比增加 2.89 个百分点，环比增加 9.68 个百分点。
- 2020H1 公司期间费用为 9824.02 万元，同比减少 11.03%，期间费用占营收比重 23.04%，同比减少 1.57 个百分点。其中，销售费用 4262.26 万元，同比减少 15.92%，占营业收入的 10.00%，同比减少 1.30 个百分点；管理费用 3966.27 万元，同比减少 2.60%，占营业收入的 9.30%，同比增加 0.23 个百分点；财务费用-453.02 万元，同比减少 409.32 万元；研发费用 2048.51 万元，同比增长 5.39%，占营业收入的 4.81%，同比增加 0.47 个百分点。
- 截至 2020H1，公司应收账款、应收票据、应收款项融资合计 6.15 亿元，同比增长 4.29%；存货 2.44 亿元，同比减少 2.51%。公司应收账款周转率 0.96 次，同比减少 0.22 次，存货周转率 0.88 次，同比增加 0.06 次。加权平均净资产收益率 6.91%，同比减少 1.83 个百分点。
- 2020H1 公司经营活动产生的现金流净额 1.22 亿元，同比增长 616.89%，同比增加 1.05 亿元；投资活动产生的现金流量净额-6413.45 万元，同比减少 6300.04 万元；筹资活动产生的现金流量净额-3296.49 万元，同比减少 236.68%，同比减少 5708.27 万元。
- 我们调整盈利预测，预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 11.28/14.67/18.33 亿元，归母净利润分别为 2.71/3.84/5.06 亿元，EPS 分别为 1.38/1.95/2.57 元，对应 8 月 27 日收盘价 PE 为 32.4/22.9/17.4 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：公共卫生事件反复；天然气管网建设进度不及预期；增量市场竞争激烈导致市占率提升不及预期；订单交付不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

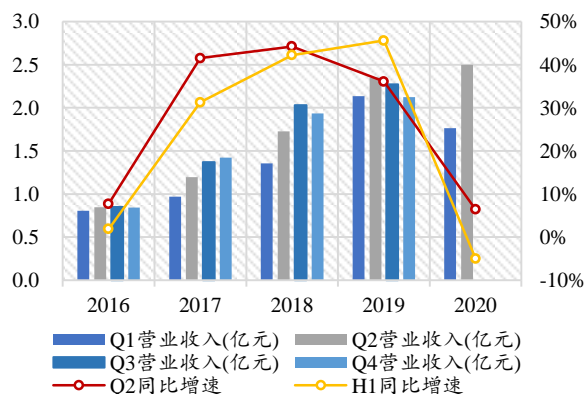
- 公司发布 2020 年中报：公司实现营业收入 4.26 亿元，同比减少 4.96%；实现归母净利润 9574.32 万元，同比减少 7.45%；扣非后归母净利润 8752.47 万元，同比减少 13.70%；基本每股收益 0.49 元/股，同比减少 7.56%；加权平均净资产收益率 6.91%，同比减少 1.83 个百分点。

点评

● 业绩符合预期，2020Q2 业绩显著修复

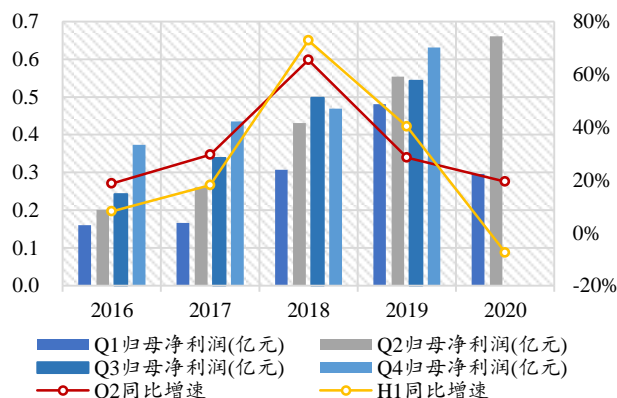
2020H1 公司实现营业收入 4.26 亿元，同比减少 4.96%；实现归母净利润 9574.32 万元，同比减少 7.45%；扣非后归母净利润 8752.47 万元，同比减少 13.70%；净利润下滑的主要原因为：1) 疫情爆发导致收入有所下降，因公司存量业务是客户生产运行所需要定期更换的备品备件，疫情期间客户下单有所滞后，导致公司收入中存量业务占比下降较大；2) 收入结构中毛利率较低的装备制造客户收入占比达 44.40%，较去年同期提升 7.07%，导致报告期平均毛利率下降 3.86%；3) 本报告期限制性股票激励计划产生的费用摊销较去年同期有所增长，导致利润进一步减少。单季度来看，2020Q2 公司实现营业收入 2.50 亿元，同比增长 6.42%，环比增长 41.76%；公司实现归母净利润 6610.96 万元，同比增长 19.40%，环比增长 123.09%。

图 1、公司分季度营收，及 Q2、H1 同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司分季度归母净利润，及 Q2、H1 同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司分季度营收、归母净利润、毛利率、净利率情况

年份	报告类型	毛利率 (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	单季度营收占比 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/归母净利润占比 (%)
2018	Q1	53.40	22.62	1.35	19.23	0.31	17.99
	Q2	53.57	24.96	1.73	24.50	0.43	25.29
	Q3	51.58	24.57	2.03	28.83	0.50	29.20
	Q4	54.92	24.45	1.93	27.44	0.47	27.52

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2019	Q1	51.58	22.55	2.14	24.05	0.48	21.77
	Q2	55.40	23.58	2.35	26.44	0.55	25.07
	Q3	53.46	23.88	2.27	25.59	0.54	24.57
	Q4	55.70	29.76	2.12	23.92	0.63	28.59
2020	Q1	46.85	16.80	1.76	-	0.30	-
	Q2	51.74	26.48	2.50	-	0.66	-

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 行业集中度提升，公司市占率保持第一

2020H1 国内市场呈现出以下特点：一方面，公司主要下游客户所处的石油化工行业受国际原油价格阶段性断崖式下跌影响业绩大幅下滑，各炼化企业对成本控制的重视程度与日俱增，这加剧了市场价格竞争；另一方面，受到国际复杂形势的影响，客户为降低风险加速进行核心装备的国产化，这为公司带来了更多的国产化替代机遇。

2020H1，在公司具有传统优势的石化领域，固定资产投资快速增长，大型炼化一体化项目加速建设，但新项目的竞争愈发激烈，大型项目的管理水平逐步提升，对机械密封的供应商提出了更高要求。公司综合优势遥遥领先国内同行企业，在新项目配套市场竞争中势头强劲，国内知名大型项目的竞争格局已基本演变为公司与国际两大品牌的角逐，公司坚决贯彻“通过主机占领终端”的市场策略，凭借突出的综合实力牢牢占据了配套市场份额第一的位置。

● 海外业务受疫情影响严重，其余业务实现稳健增长

天然气管线市场：2020H1，在公司重点持续开拓的天然气管输领域，已进入全面替代进口时期，公司全面进入各大管道并获取配套市场极高份额。随着国家石油天然气管网集团有限公司正式挂牌，国家管网建设将逐步提速，预计将为公司产品市场需求带来较大增长，天然气管输市场将成为未来几年公司收入增长的重要来源。

核电领域：公司完成对华阳密封深度整合后领先优势更加突出，融合双方研发团队，实现核电密封技术的相互补充与促进，核电密封全面替代进口的进程也将进一步加快。在新建核电项目市场全面替代进口的基础上，现有庞大存量市场进口替代的大门也已向公司敞开，下半年乃至未来数年，核电领域也将成为公司利润增长的有力支撑。

海外市场：2020H1 受疫情影响较为严重，所有海外出差行程被迫取消，国外客户很多项目和维修计划也因疫情搁浅或推迟。公司海外业务上半年实现收入 1187 万元，同比下降 35.70%。公司继取得西门子国际级合格供应商和埃利奥特合格供应商资质后，2020H1 公司还取得巴斯夫合格供应商资质，这也是公司首个海外大型终端客户合格供应商资质。2020H1 公司继续保持与埃利奥特的良好合作，取得了超过 10 台套干气密封控制系统订单。海外主机配套业务尤其是压缩机干气密封产

品的突破，大大提升了公司在国际市场上的品牌影响力，同时也将促进公司的质量管理水平向国际化靠拢。疫情影响是阶段性的，疫情过后，预计公司海外业务会迅速恢复快速增长态势。

旋转喷射泵业务：2020H1 公司旋转喷射泵业务新签订单突破 2700 万元，比上年同期增长 154%，再创历史新高，继续保持行业领先优势。旋转喷射泵业务取得印尼、印度两个出口项目订单，为公司海外市场拓展起到积极促进作用。

橡塑密封业务：2020H1 子公司优泰科实现收入 5858.45 万元，实现净利润 830.13 万元，继续保持良性发展。2020H1 优泰科增扩了盾构密封生产线、橡胶生产线、注塑模压密封生产线，扩大产能并完善产品线，为后续的业务持续增长做好准备。优泰科还计划开展高端聚氨酯原材料的研发，进一步扩大技术优势，为全面进入国际工程机械市场做好技术储备。

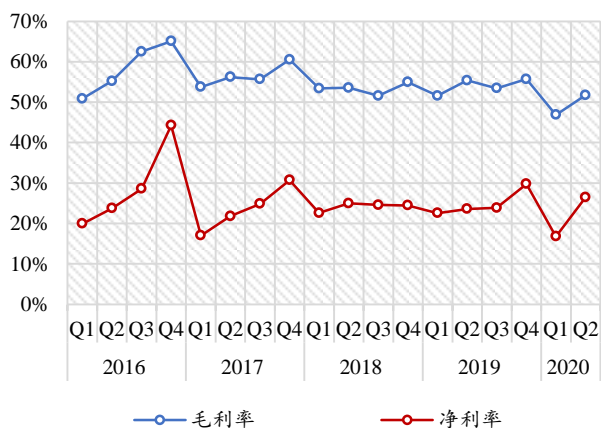
● **订单扩张高于预期，产能略显不足**

2020H1，由于在多个重大项目中取得的订单高于预期，公司在手订单稳步增长，产能开始略显不足，在工程设计和密封辅助系统制造环节尤为突出。公司还将继续在本部和各子公司适度增扩产能并加大外协比例，同时配合公司智能制造项目，调整产线布局，并通过提升自动化水平和信息化水平来提高生产效率和管理效率。

● **业务结构导致净利率有所下滑，2020Q2 净利率显著修复**

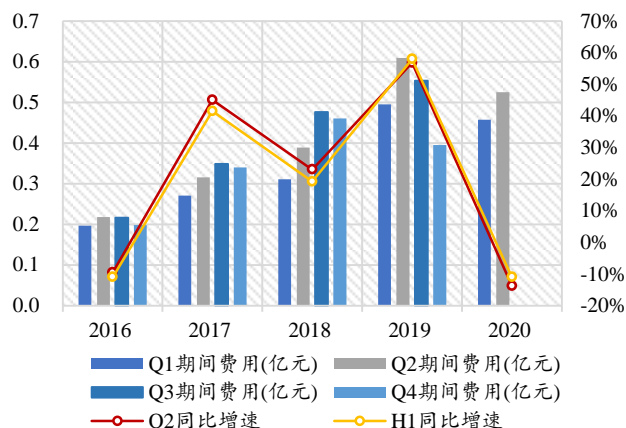
2020H1 公司综合毛利率 49.72 %，同比减少 3.86 个百分点；净利率 22.47 %，同比减少 0.62 个百分点。分季度看，2020Q2 公司单季度毛利率 51.74 %，同比减少 3.65 个百分点，环比增加 4.89 个百分点；单季度净利率 26.48 %，同比增加 2.89 个百分点，环比增加 9.68 个百分点。

图 3、2016-2020 年各季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2016-2020 年期间费用，及 Q2、H1 同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

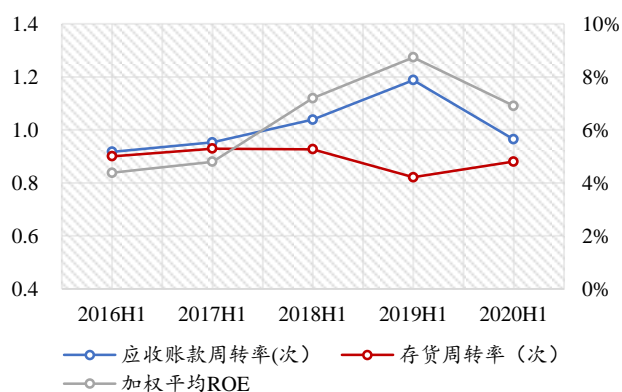
● 期间费用同比减少，研发费用持续增长

2020H1，公司期间费用为 9824.02 万元，同比减少 11.03%，期间费用占营收比重 23.04%，同比减少 1.57 个百分点。其中，销售费用 4262.26 万元，同比减少 15.92%，占营业收入的 10.00%，同比减少 1.30 个百分点，主要原因为职工薪酬、业务招待费、差旅费减少导致；管理费用 3966.27 万元，同比减少 2.60%，占营业收入的 9.30%，同比增加 0.23 个百分点；财务费用-453.02 万元，同比减少 409.32 万元，主要原因为本报告期货币资金平均余额较上年同期增加，导致利息收入增加明显；研发费用 2048.51 万元，同比增长 5.39%，占营业收入的 4.81%，同比增加 0.47 个百分点。

● 应收账款同比增长，ROE 有所下降

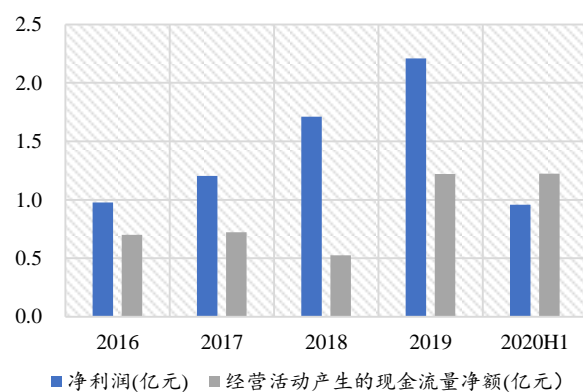
截至 2020 年 6 月 30 日，公司应收账款、应收票据、应收款项融资合计 6.15 亿元，同比增长 4.29%；存货 2.44 亿元，同比减少 2.51%。公司应收账款周转率 0.96 次，同比减少 0.22 次，存货周转率 0.88 次，同比增加 0.06 次。加权平均净资产收益率 6.91%，同比减少 1.83 个百分点。

图 5、公司应收账款周转率、存货周转率、加权平均 ROE



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司经营性现金流量净额与净利润对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动产生的现金流净额大幅增长

2020H1，公司经营活动产生的现金流净额 1.22 亿元，同比增长 616.89%，同比增加 1.05 亿元，主要原因为报告期内到期解汇的票据较多，而使用货币资金支付的贷款减少；投资活动产生的现金流量净额-6413.45 万元，同比减少 6300.04 万元，主要原因为购买理财产品导致报告期内现金流出增多；筹资活动产生的现金流量净额-3296.49 万元，同比减少 236.68%，同比减少 5708.27 万元，主要原因为上年同期实施股权激励，取得限制性股票认购款 6300.62 万元，而本报告期无此现金流入，故筹资活动产生的现金流量净额较上年同期大幅减少。

● **盈利预测与投资建议**

我们调整盈利预测，预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 11.28/14.67/18.33 亿元，归母净利润分别为 2.71/3.84/5.06 亿元，EPS 分别为 1.38/1.95/2.57 元，对应 8 月 27 日收盘价 PE 为 32.4/22.9/17.4 倍，维持“审慎增持”评级。

● **风险提示**

公共卫生事件反复；天然气管网建设进度不及预期；增量市场竞争激烈导致市占率提升不及预期；订单交付不及预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1288	1703	2143	2686
货币资金	424	608	772	1001
交易性金融资产	0	1	0	0
应收账款	385	519	663	828
其他应收款	4	17	15	20
存货	243	336	425	511
非流动资产	456	434	422	404
可供出售金融资产	0	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	203	194	179	161
在建工程	21	10	5	3
油气资产	0	0	0	0
无形资产	123	131	135	137
资产总计	1744	2137	2565	3091
流动负债	259	312	363	415
短期借款	13	19	20	18
应付票据	20	24	32	38
应付账款	87	136	168	201
其他	139	133	143	158
非流动负债	148	188	230	264
长期借款	124	165	206	241
其他	24	23	24	24
负债合计	407	501	593	680
股本	197	197	197	197
资本公积	384	384	384	384
未分配利润	719	931	1234	1629
少数股东权益	3	4	4	5
股东权益合计	1337	1636	1972	2411
负债及权益合计	1744	2137	2565	3091

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	221	271	384	506
折旧和摊销	29	26	27	27
资产减值准备	8	18	19	21
无形资产摊销	7	6	7	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	-9	-13	-18
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	1	1	1
营运资金的变动	-146	-201	-246	-282
经营活动产生现金流量	122	113	174	256
投资活动产生现金流量	-2	-12	-16	-11
融资活动产生现金流量	4	84	5	-17
现金净变动	124	185	163	229
现金的期初余额	290	424	608	772
现金的期末余额	414	608	772	1001

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	888	1128	1467	1833
营业成本	408	508	645	788
营业税金及附加	12	16	20	25
销售费用	94	138	172	211
管理费用	75	112	139	170
财务费用	-2	-9	-13	-18
资产减值损失	-3	-1	-2	-2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	255	317	448	590
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	257	318	449	591
所得税	36	46	64	84
净利润	221	272	385	507
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	221	271	384	506
EPS (元)	1.12	1.38	1.95	2.57

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	26.1%	27.0%	30.0%	25.0%
营业利润增长率	28.2%	24.1%	41.4%	31.7%
净利润增长率	29.6%	22.9%	41.6%	31.7%
盈利能力				
毛利率	54.1%	55.0%	56.0%	57.0%
净利率	24.9%	24.1%	26.2%	27.6%
ROE	16.6%	16.6%	19.5%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	23.3%	23.4%	23.1%	22.0%
流动比率	4.97	5.45	5.90	6.47
速动比率	4.01	4.35	4.70	5.20
营运能力				
资产周转率	54.3%	58.1%	62.4%	64.8%
应收帐款周转率	222.8%	224.0%	222.4%	220.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.12	1.38	1.95	2.57
每股经营现金	0.62	0.57	0.89	1.30
每股净资产	6.78	8.30	10.00	12.23
估值比率(倍)				
PE	39.9	32.4	22.9	17.4
PB	6.6	5.4	4.5	3.7

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn