

# 日机密封 (300470)

## 三季度基本符合预期，国产替代+行业整合驱动成长

公司发布三季报，2019Q1-Q3 收入 6.76 亿，同比+32.20%，归母净利润 1.58 亿，同比+27.67%，扣非归母净利润 1.56 亿，同比+27.97%，经营活动现金流 0.56 亿，同比+132.80%，毛利率 53.54%，同比+0.81pct，ROE 为 12.46%，同比+1.06pct。公司实际业绩增速位于此前预告中枢位置，整体符合预期。同时公司公告，拟变更证券简称为“中密控股”，英文简称 SNS。

### 受增量市场价格战影响，Q3 单季毛利率略有下降

前三季度公司毛利率为 53.54%，同比+0.81pct，环比 19H1 微降 0.04pct，其中 Q3 单季毛利率 53.46%，环比 Q2 降低 1.94pct，预计主要原因是增量市场价格竞争加剧，公司被迫跟进价格调整，从而导致毛利率下滑。但长期来看，伴随增量市场陆续转化为存量市场，以及下游新应用领域的不断拓展，公司毛利率有望企稳回升。

### 受华阳密封产能释放滞后影响，Q3 单季增速放缓，但预收款与存货预示在手订单饱满

公司 Q3 单季收入 2.27 亿，同比+11.89%，归母净利润 0.54 亿，同比+9.01%，扣非归母净利润 0.54 亿，同比+10.72%，增速整体有所放缓，主要原因是华阳密封二期产能释放进度慢于预期。但截至 Q3 末，公司存货余额 2.42 亿、预收款项余额 0.2 亿，与中报存货 2.51 亿和预收款 0.27 亿相比，整体保持稳健，预示公司目前在手订单依然饱满、排产旺盛。

### 受股权激励摊销等一次性费用拖累，前三季度公司期间费用率同比+1.63pct

2019Q1-Q3，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 11.32%、8.94%、4.39%和-0.14%，分别同比-0.75pct、+1.37pct、-0.43pct 和+1.34pct，期间费用率合计 24.52%，同比+1.54pct，其中管理费用率增加的原因主要是公司股权激励计划产生的费用(预计约 2000 万元)，财务费用率增加的主要原因是 2018H2 贷款增加导致本期利息支出增加约 472 万，以及收购华阳后存款本金减少导致利息收入同比降低约 238 万。

### 公司短期业绩支撑坚实，今明两年复合增速有望达 25%+

1) 在手订单饱满：截至 Q1 末，在手订单 5.8 亿，创历史新高，前瞻指标存货和预收款维持高位，目前排产饱满；2) 产能落地推进：本部二期已经达产，华阳二期进入最后设备调试阶段，2019 年择机推进三期扩产；3) 毛利率压力减小：伴随增量项目陆续转化为存量项目，叠加 2018 年 10 月开始涨价 10%，毛利率整体有望企稳。

### 中长期内，国产替代与行业整合提供成长动力

1) 2019-2021 年国内新增炼油超过 2 亿吨，带来十几亿密封件需求，2025 年新增天然气管道超过 10 万公里，对应密封件需求旺盛，叠加增量转化为存量，业绩持续性强；2) 目前公司机械密封综合市占率不足 10%，约翰·克兰与伊格尔·博格曼两家国际巨头占据了全球市场份额的 50%以上，国产替代仍有提升空间；3) 子公司优泰科加大煤机和工程机械领域开拓；军工有望通过外延实现突破；海外一带一路地区进展顺利；积极开拓水处理行业。

**盈利预测与投资评级：**维持此前盈利预测，预计 2019-2020 年归母净利润分别为 2.3 亿和 3 亿，对应 2020 年 PE 不足 18x，持续推荐，维持“买入”评级！

**风险提示：**行业竞争加剧，下游投资不及预期，原材料价格波动等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	495.88	704.58	931.69	1,186.14	1,471.55
增长率(%)	48.44	42.09	32.23	27.31	24.06
EBITDA(百万元)	148.17	242.48	267.02	350.02	431.43
净利润(百万元)	120.04	170.45	230.56	300.84	371.62
增长率(%)	22.80	41.99	35.27	30.48	23.53
EPS(元/股)	0.61	0.87	1.17	1.53	1.89
市盈率(P/E)	43.94	30.95	22.88	17.53	14.19
市净率(P/B)	5.34	4.67	4.00	3.39	2.85
市销率(P/S)	10.64	7.49	5.66	4.45	3.58
EV/EBITDA	25.25	16.99	18.89	14.40	11.23

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	26.53 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	196.75
流通 A 股股本(百万股)	179.73
A 股总市值(百万元)	5,274.79
流通 A 股市值(百万元)	4,818.49
每股净资产(元)	6.13
资产负债率(%)	26.79
一年内最高/最低(元)	32.89/20.59

### 作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
马慧芹	联系人
mahuiqin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《日机密封-半年报点评:半年报符合预期，Q2 毛利率回升明显，看好公司产能释放、国产替代以及行业整合能力》2019-08-24
- 《日机密封-季报点评:密封件产销两旺，持续受益于炼化高景气》2019-04-26
- 《日机密封-公司点评:一季报业绩超预期，密封龙头御风而行！》2019-04-09

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	390.28	298.28	189.09	219.55	413.73	营业收入	495.88	704.58	931.69	1,186.14	1,471.55
应收票据及应收账款	361.16	482.88	604.10	746.78	888.28	营业成本	214.12	328.80	441.93	570.07	716.41
预付账款	9.27	8.01	14.05	17.17	20.37	营业税金及附加	8.32	9.46	11.18	13.05	14.72
存货	132.99	256.81	234.22	335.85	300.96	营业费用	65.59	84.20	102.49	124.54	147.16
其他	50.84	8.88	94.41	38.22	98.48	管理费用	38.98	52.03	74.54	83.03	103.01
<b>流动资产合计</b>	<b>944.53</b>	<b>1,054.85</b>	<b>1,135.86</b>	<b>1,357.57</b>	<b>1,721.80</b>	研发费用	26.08	34.70	46.58	59.31	73.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(3.22)	(7.37)	(4.34)	(6.32)	(10.04)
固定资产	78.53	195.10	230.17	277.99	320.46	资产减值损失	6.17	2.21	4.00	4.00	4.50
在建工程	33.76	42.62	61.57	84.94	80.97	公允价值变动收益	(0.48)	0.48	1.50	0.50	(0.84)
无形资产	95.24	129.85	123.29	116.72	110.16	投资净收益	0.45	(4.65)	2.00	2.00	2.00
其他	57.78	105.69	142.01	115.29	121.00	其他	(3.26)	5.80	(7.01)	(5.00)	(2.33)
<b>非流动资产合计</b>	<b>265.31</b>	<b>473.27</b>	<b>557.04</b>	<b>594.94</b>	<b>632.58</b>	<b>营业利润</b>	<b>143.12</b>	<b>198.94</b>	<b>258.82</b>	<b>340.96</b>	<b>423.39</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,209.84</b>	<b>1,528.11</b>	<b>1,692.90</b>	<b>1,952.52</b>	<b>2,354.38</b>	营业外收入	0.69	0.67	10.00	10.00	10.00
短期借款	10.00	33.94	10.00	10.00	10.00	营业外支出	0.38	0.32	0.30	0.30	0.30
应付票据及应付账款	69.85	128.12	114.11	198.55	207.10	<b>利润总额</b>	<b>143.43</b>	<b>199.28</b>	<b>268.52</b>	<b>350.66</b>	<b>433.09</b>
其他	122.96	83.17	180.76	149.06	239.85	所得税	23.04	28.36	37.59	49.09	60.63
<b>流动负债合计</b>	<b>202.81</b>	<b>245.23</b>	<b>304.87</b>	<b>357.61</b>	<b>456.95</b>	<b>净利润</b>	<b>120.40</b>	<b>170.92</b>	<b>230.92</b>	<b>301.57</b>	<b>372.46</b>
长期借款	0.00	124.46	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.35	0.47	0.36	0.73	0.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>120.04</b>	<b>170.45</b>	<b>230.56</b>	<b>300.84</b>	<b>371.62</b>
其他	15.82	24.71	67.43	35.99	42.71	每股收益(元)	0.61	0.87	1.17	1.53	1.89
<b>非流动负债合计</b>	<b>15.82</b>	<b>149.17</b>	<b>67.43</b>	<b>35.99</b>	<b>42.71</b>						
<b>负债合计</b>	<b>218.63</b>	<b>394.39</b>	<b>372.30</b>	<b>393.60</b>	<b>499.66</b>						
少数股东权益	4.15	3.05	3.40	4.11	4.93	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	106.68	192.02	196.75	196.75	196.75	<b>成长能力</b>					
资本公积	395.91	310.56	310.56	310.56	310.56	营业收入	48.44%	42.09%	32.23%	27.31%	24.06%
留存收益	880.38	938.82	1,120.45	1,358.05	1,653.04	营业利润	37.58%	39.00%	30.10%	31.74%	24.18%
其他	(395.91)	(310.74)	(310.56)	(310.56)	(310.56)	归属于母公司净利润	22.80%	41.99%	35.27%	30.48%	23.53%
<b>股东权益合计</b>	<b>991.21</b>	<b>1,133.72</b>	<b>1,320.60</b>	<b>1,558.92</b>	<b>1,854.73</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,209.84</b>	<b>1,528.11</b>	<b>1,692.90</b>	<b>1,952.52</b>	<b>2,354.38</b>	毛利率	56.82%	53.33%	52.57%	51.94%	51.32%
						净利率	24.21%	24.19%	24.75%	25.36%	25.25%
						ROE	12.16%	15.08%	17.50%	19.35%	20.09%
						ROIC	43.77%	27.40%	22.37%	26.46%	26.90%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	18.07%	25.81%	21.99%	20.16%	21.22%
						净负债率	-38.36%	-12.25%	-13.54%	-13.41%	-21.74%
						流动比率	4.66	4.30	3.73	3.80	3.77
						速动比率	4.00	3.25	2.96	2.86	3.11
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.64	1.67	1.71	1.76	1.80
						存货周转率	4.46	3.62	3.79	4.16	4.62
						总资产周转率	0.42	0.51	0.58	0.65	0.68
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.61	0.87	1.17	1.53	1.89
						每股经营现金流	0.37	0.27	0.71	0.85	1.56
						每股净资产	5.02	5.75	6.69	7.90	9.40
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	43.94	30.95	22.88	17.53	14.19
						市净率	5.34	4.67	4.00	3.39	2.85
						EV/EBITDA	25.25	16.99	18.89	14.40	11.23
						EV/EBIT	27.39	18.42	19.83	15.07	11.72

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com