

炼化扩产高景气延续，收购新地佩尔打开成长空间

买入（维持）

2020年06月03日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	888	1,051	1,253	1,451
同比（%）	26.1%	18.3%	19.3%	15.8%
归母净利润（百万元）	221	270	336	401
同比（%）	29.6%	22.3%	24.5%	19.4%
每股收益（元/股）	1.12	1.37	1.71	2.04
P/E（倍）	24.93	20.38	16.38	13.72

2020-2023 年大炼化扩产高峰，公司将享行业高景气红利

大炼化扩产投资具有高确定性，2020 年炼化扩产建设或超预期。15-17 年是炼化项目审批高峰，从建设期来说，2020 年将成为炼化产能落地和建设的高峰期，2021-2023 年扩产景气度也将延续。根据我们对炼化项目的梳理，目前在建/拟建炼油产能超 2 亿吨/年，乙烯产能超 2000 万吨/年，总投资额超 1 万亿元，将带来广阔的机械密封增量市场。同时，由于机械密封属于易损品，每 1-3 年需要更换或修复，大炼化带来的增量密封需求未来也将转化为存量市场空间。

公司作为国内龙头率先受益行业红利，下游行业景气度持续攀升背景下斩获丰厚订单。机械密封件主要解决在高温、高压、高危介质下转动设备运转时的泄漏问题，其质量及可靠性的要求极高，下游客户黏性较大。行业内的头部企业凭借多年积累的口碑以及技术优势，往往会更容易拓展新市场，在行业景气度提升时最先受益。公司已在国内中高端市场保持领先地位，2019 年再度蝉联国内市场行业第一，在新项目配套市场竞争中保持强劲势头。2019 年，公司在盛虹石化、浙石化 2 期、泉州石化 2 期等项目中均取得了不错的配套份额，预计未来也将在其他大炼化项目中持续斩获丰厚订单，享受行业高景气红利。

管网公司成立后管道建设有望提速，将成为公司未来收入增长重要来源

管道建设进程滞后，管网公司成立将加快我国管网投资建设步伐。根据国家发改委、国家能源局制定的《中长期油气管网规划》，至 2020 年我国油气管网总里程将达到 16.9 万公里，2025 年我国油气管网总里程将达到 24 万公里。截至 2018 年底我国油气管道总里程达 12.23 万公里，距离《中长期油气管网规划》中制定的管网建设目标仍有较大差距，管网建设进程落后严重制约了我国天然气行业的发展。2019 年 12 月 9 日，国家石油天然气管网集团有限公司在北京正式成立，标志着深化油气体制改革迈出关键一步。国家管网公司将负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，这将促进油气管道建设更加规范化、市场化，有利于加快管网投资建设步伐，管网在建、拟建项目有望更快落地。

公司重点持续开拓天然气长输管线领域，迈入业绩收获期。管网密封件已进入替代进口时期，公司已全面进入各大管道公司取得配套订单及国产化改造订单。经过多年布局，公司于 2018 年在管道领域取得重大的技术和市场突破。2019 年，在为数不多的管道压气站新建项目中，公司获得了大部分配套份额，全年新签订单约 5,000 余万元，公司完成陕西四线张家口站、中俄东线首站黑河站配套交付，中标中石油管道西气东输分公司管线压缩机干气密封维修框架合同（三年）。2019 年，受管网公司成立影响部分招标进程延后，预计 2020 年将恢复招标，叠加新增管网投资带来广阔增量空间，将有力支撑公司业绩增长。

定增收购新地佩尔进军高端阀门领域，形成协同效应打开成长空间

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.98
一年最低/最高价	22.04/30.61
市净率(倍)	4.02
流通 A 股市值(百万元)	5028.77

基础数据

每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	24.65
总股本(百万股)	196.75
流通 A 股(百万股)	179.73

相关研究

- 1、《日机密封 (300470)：前三季度业绩同比+28%，高盈利能力持续》2019-10-27
- 2、《日机密封 (300470)：19H1 业绩同比+40%，存量市场持续高增速》2019-08-23
- 3、《日机密封 (300470)：受益大炼化，业绩高增速》2019-04-07

中密控股（300470）

2020年5月20日，公司发布非公开发行预案（修订稿），拟发行不超过2,700万股募资4.6亿元，其中2.48亿元将用于收购新地佩尔100%股权并增资，0.75亿元用于机械密封产品数字化转型及智能制造项目，1.37亿元用于补充流动资金。其中，2020-2021年，新地佩尔承诺扣非后净利润将分别达到2000/2500万元。

新地佩尔是一家优质的特种阀门制造商。新地佩尔以自动类阀门、控制阀、截断类阀等三大系列产品为核心，实现了油气管道关键设备国产化。新地佩尔主要服务于石油化工行业，在天然气管道领域已具有良好的市场竞争力，为中石油、中海油、中石化、SHELL、BP等石化行业知名企业提供了油气管道关键设备，参与了西气东输一二三线、中俄原油管线、中俄天然气东线等多个国内外重大工程项目。

此前，公司已多次通过外延并购增厚业绩，并展现出强大的整合能力。2017年公司通过收购优泰科切入了橡塑密封领域，2017年优泰科实现收入8260.1万元/+20.9%；净利润1621.3万元/+44.3%。2018年公司完成对华阳密封收购，进一步扩充产品线扩充主业。2017年，华阳密封扭亏，2018年实现营收及净利润分别为4,786万元、1,323万元。本次拟收购的新地佩尔的主要产品也是石油化工行业重要的工业基础件，其客户与公司存在较大幅度重合，通过共享销售网络资源和生产技术，将与公司主业形成强协同效应，提升客户服务能力，并进一步丰富产品结构。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.7/3.4/4.0亿，对应PE为20/16/14X，基于对公司炼化、管网等下游领域高景气度及定增收购布局高端阀门领域增厚业绩的预期，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

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,288	1,518	1,748	2,099	营业收入	888	1,051	1,253	1,451
现金	424	473	588	781	减:营业成本	408	467	541	609
应收账款	385	493	540	651	营业税金及附加	12	14	17	20
存货	243	291	349	371	营业费用	94	126	150	173
其他流动资产	237	261	270	296	管理费用	75	139	165	194
非流动资产	456	490	555	574	财务费用	-2	-10	-11	-10
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-0	-2	-2
固定资产	203	242	284	303	加:投资净收益	0	-1	-2	-1
在建工程	21	19	22	21	其他收益	0	0	0	0
无形资产	123	138	147	149	营业利润	255	314	391	466
其他非流动资产	110	91	102	101	加:营业外净收支	2	1	1	1
资产总计	1,744	2,008	2,302	2,673	利润总额	257	315	392	467
流动负债	259	310	318	349	减:所得税费用	36	44	55	65
短期借款	13	19	22	18	少数股东损益	0	1	1	1
应付账款	87	121	120	139	归属母公司净利润	221	270	336	401
其他流动负债	159	170	176	191	EBIT	262	315	391	464
非流动负债	148	126	114	88	EBITDA	290	339	421	499
长期借款	124	104	91	65					
其他非流动负债	24	22	24	23	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	407	436	433	437	每股收益(元)	1.12	1.37	1.71	2.04
少数股东权益	3	4	4	5	每股净资产(元)	6.78	7.97	9.48	11.34
					发行在外股份(百万 股)	197	197	197	197
归属母公司股东权益	1,334	1,569	1,866	2,231	ROIC(%)	15.2%	15.7%	16.7%	17.0%
负债和股东权益	1,744	2,008	2,302	2,673	ROE(%)	16.5%	17.2%	18.0%	18.0%
					毛利率(%)	54.1%	55.6%	56.8%	58.0%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	24.9%	25.7%	26.8%	27.6%
经营活动现金流	122	126	244	303	资产负债率(%)	23.3%	21.7%	18.8%	16.3%
投资活动现金流	-2	-64	-93	-56	收入增长率(%)	26.1%	18.3%	19.3%	15.8%
筹资活动现金流	4	-13	-36	-54	净利润增长率(%)	29.6%	22.3%	24.5%	19.4%
现金净增加额	124	49	115	193	P/E	24.93	20.38	16.38	13.72
折旧和摊销	29	25	30	34	P/B	4.13	3.51	2.95	2.47
资本开支	11	43	60	20	EV/EBITDA	18.02	15.30	12.06	9.73
营运资本变动	-146	-160	-114	-124					

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>