

中密控股 (300470.SZ)

2022 半年报点评：增量业务短期承压，存量业务支撑业绩同比增长 8.97%

核心观点

2022 年上半年收入同比增长 0.83%，归母净利润同比增长 8.97%。公司 2022H1 实现营收 5.73 亿元，同比增长 0.83%；归母净利润 1.51 亿元，同比增长 8.97%，2022H1 毛利率/净利率为 52.77%/26.30%，同比变动+2.90/+1.94 个 pct，盈利能力提升系高毛利率的干气密封产品收入占比提升所致。单季度看，2022Q2 实现营收 3.08 亿元，同比下降 8.81%，归母净利润 0.89 亿元，同比增长 2.99%，毛利率/净利率为 55.72%/28.87%，同比变动+6.60/+3.29 个 pct，环比+6.37/+5.56 个 pct。2022H1 公司销售/管理/研发/财务费用率为 9.53%/8.24%/4.71%/-0.45%，同比变动-0.41/+0.61/+0.53/-0.11 个 pct，期间费用稳定。

增量业务增速放缓，存量迅速稳健增长。增量业务方面，装备制造业实现营收 2.83 亿元，同比增长 1.99%，毛利率 37.17%，同比+2.67 个 pct；**存量业务方面**，石油化工/煤化工实现营收 1.60/0.59 亿元，同比增长 7.98%/28.79%，毛利率分别为 68.11%/72.36%，同比+1.58/+2.15 个 pct。受经济震荡和疫情影响，2022 年上半年国内固定资产投资减弱，大型石油化工、煤化工以及长输天然气管网的建设速度放缓，导致增量业务需求阶段性降低，但受益于公司增量业务积累，存量业务仍然保持稳健增长。

子公司业绩有所下滑，主要系疫情和原材料价格影响。优泰科 2022H 实现营收 0.53 亿元，同比下降 16.44%，净利润 0.07 亿元，同比下降 45.09%，业绩下滑主要系疫情和原材料价格上涨，2022H1 优泰科海外营收同比+20%，意向订单充足，预计全年海外市场收入创新高。新地佩尔 2022H1 实现营收 0.39 亿元，同比下降 4.54%，净利润 0.07 亿元，同比下降 39.81%，业绩下滑系：1) 疫情影响新签订单、产品交付和验收时间；2) 原材料价格上涨。

核电密封国产替代加速，国际业务有望保持高速增长。核电存量业务方面，公司与秦山、田湾、中广核运营公司等签订了备件及国产替代合同；增量业务方面，公司签订了陆丰、三澳、田湾、徐大堡等新项目的主机配套合同，保持较高市占率；同时，采用公司供货的国产核主泵密封机组顺利商运。国际业务方面，压缩机干气密封配套订单增长迅速，预计全年订单超过 8000 万，公司国际业务预期保持高速增长。

风险提示：石化领域投资不及预期；新领域突破不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：公司是国内机械密封龙头，竞争力持续增强。考虑疫情影响，我们下调 2022-24 年归母净利润为 3.30/4.04/4.96 亿（2022-24 前值 3.41/4.13/5.06），对应 PE 24/19/16 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	924	1,132	1,271	1,490	1,772
(+/-%)	4.0%	22.4%	12.3%	17.2%	18.9%
净利润(百万元)	211	287	330	404	496
(+/-%)	-4.5%	36.3%	14.8%	22.3%	22.8%
每股收益(元)	1.07	1.38	1.58	1.94	2.38
EBIT Margin	25.3%	27.3%	28.4%	29.4%	30.1%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	12.7%	13.0%	14.0%	14.9%
市盈率 (PE)	35.0	27.2	23.7	19.4	15.8
EV/EBITDA	30.8	23.6	21.0	17.7	14.9
市净率 (PB)	4.83	3.46	3.08	2.71	2.35

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

联系人：年亚颂

0755-81981362

0755-81981159

wushuang2@guosen.com.cn nianyasong@guosen.com.cn
S0980519120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	37.66 元
总市值/流通市值	7833/7419 百万元
52 周最高价/最低价	47.27/30.11 元
近 3 个月日均成交额	58.19 百万元

市场走势

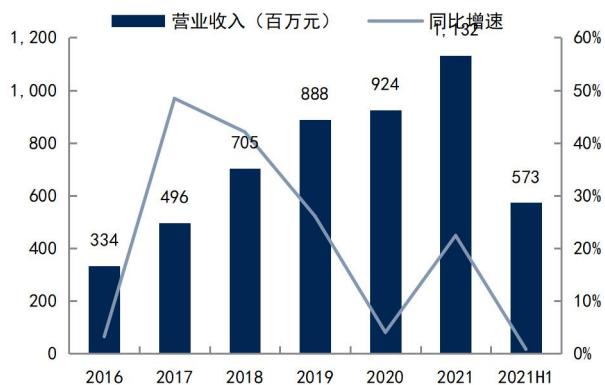


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中密控股 (300470.SZ) - 2021 年报&2022 一季报点评：公司经营稳健，核电+油气输送支撑未来业绩增长》——2022-04-28
- 《中密控股-300470-重大事件快评：拟定增募资 6.5 亿元，内生外延加速公司成长》——2020-02-25
- 《日机密封-300470-2019 年中报点评：业绩符合预期，产能扩张稳步推进》——2019-08-27
- 《日机密封-300470-2018 年报暨 2019 一季报点评：需求高景气，业绩持续高速增长》——2019-04-29

图1：中密控股 2022H1 年营收同比+0.83%



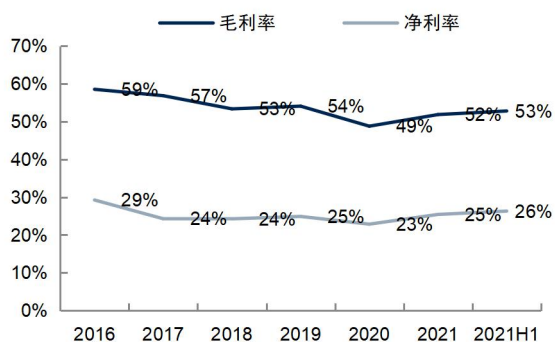
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中密控股 2022H1 年归母净利润同比+8.97%



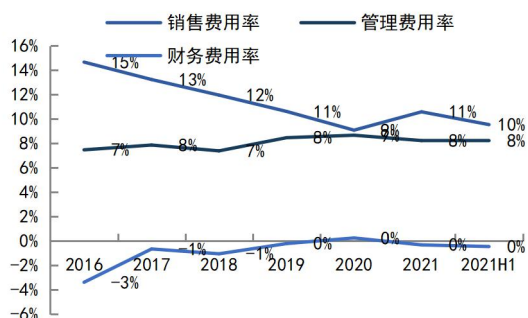
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中密控股盈利能力上升



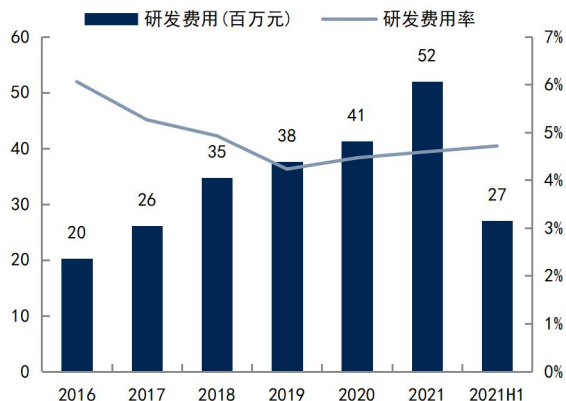
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中密控股期间费用率稳定



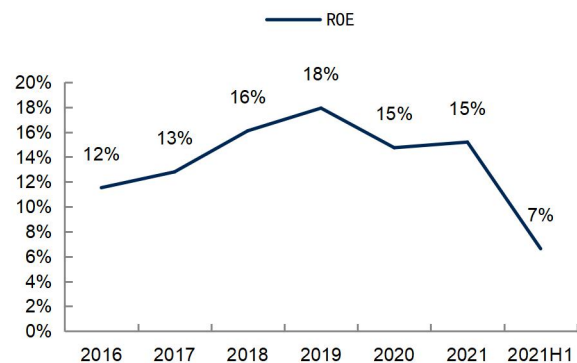
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：中密控股研发费用维持高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中密控股 ROE 略有回升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

证券简称	投资评级	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
恒立液压	买入	50.83	663.51	1.73	2.06	2.08	2.31	29.38	24.67	24.44	22.00
江苏神通	买入	15.60	79.18	0.44	0.52	0.61	0.74	35.45	30.00	25.57	21.08
							平均值	32.42	27.34	25.01	21.54
中密控股	买入	37.55	78.17	1.07	1.38	1.58	1.94	35.01	27.19	23.69	19.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系Wind一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	761	429	581	1029	1481	营业收入	924	1132	1271	1490	1772
应收款项	489	538	628	540	544	营业成本	474	545	599	699	829
存货净额	243	315	340	391	476	营业税金及附加	11	13	16	18	21
其他流动资产	199	233	272	271	285	销售费用	84	120	129	149	171
流动资产合计	1827	2037	2345	2753	3309	管理费用	80	93	109	124	142
固定资产	212	248	228	215	209	研发费用	41	52	57	63	75
无形资产及其他	118	158	153	147	142	财务费用	2	(4)	(12)	(20)	(31)
投资性房地产	126	215	215	215	215	投资收益	12	18	10	13	14
长期股权投资	12	11	15	20	23	资产减值及公允价值变动	2	6	3	4	4
资产总计	2295	2669	2955	3351	3898	其他收入	(48)	(56)	(57)	(63)	(75)
短期借款及交易性金融负债	13	11	13	12	12	营业利润	239	332	387	474	582
应付款项	137	187	132	126	208	营业外净收支	6	(0)	0	0	0
其他流动负债	588	176	230	279	306	利润总额	245	332	387	474	582
流动负债合计	739	374	375	416	526	所得税费用	34	44	58	71	87
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	24	35	38	43	49	归属于母公司净利润	211	287	330	404	496
长期负债合计	24	35	38	43	49	现金流量表 (百万元)					
负债合计	763	409	413	459	575	净利润	211	287	330	404	496
少数股东权益	3	3	3	2	2	资产减值准备	4	(2)	0	(0)	(0)
股东权益	1528	2256	2540	2890	3321	折旧摊销	30	40	30	31	32
负债和股东权益总计	2295	2669	2955	3351	3898	公允价值变动损失	(2)	(6)	(3)	(4)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	2	(4)	(12)	(20)	(31)
每股收益	1.07	1.38	1.58	1.94	2.38	营运资本变动	402	(597)	(153)	85	13
每股红利	0.16	0.16	0.22	0.26	0.31	其它	(4)	3	(1)	(0)	(0)
每股净资产	7.77	10.84	12.20	13.88	15.95	经营活动现金流	642	(276)	203	515	535
ROIC	17%	21%	19%	22%	28%	资本开支	0	(67)	(2)	(9)	(16)
ROE	14%	13%	13%	14%	15%	其它投资现金流	(135)	(388)	0	0	0
毛利率	49%	52%	53%	53%	53%	投资活动现金流	(147)	(454)	(6)	(14)	(18)
EBIT Margin	25%	27%	28%	29%	30%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	31%	31%	31%	32%	负债净变化	(124)	0	0	0	0
收入增长	4%	22%	12%	17%	19%	支付股利、利息	(31)	(33)	(47)	(54)	(64)
净利润增长率	-4%	36%	15%	22%	23%	其它融资现金流	152	464	2	(0)	(0)
资产负债率	33%	15%	14%	14%	15%	融资活动现金流	(158)	398	(45)	(54)	(64)
息率	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	现金净变动	337	(332)	152	448	452
P/E	35.0	27.2	23.7	19.4	15.8	货币资金的期初余额	424	761	429	581	1029
P/B	4.8	3.5	3.1	2.7	2.4	货币资金的期末余额	761	429	581	1029	1481
EV/EBITDA	30.8	23.6	21.0	17.7	14.9	企业自由现金流	0	(356)	183	479	482
						权益自由现金流	0	107	195	496	508

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032