

审慎推荐-A (首次)

艾迪精密 603638.SH

当前股价: 27.09 元

2017 年 04 月 23 日

定位细分市场 受益行业复苏

基础数据

上证综指	3173
总股本(万股)	17600
已上市流通股(万股)	4400
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	12
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	16.9%
主要股东	FENG XIAO HONG
主要股东持股比例	25.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-25	312	312
相对表现	-25	308	302



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn

艾迪精密发布 2016 年年报, 收入 4 亿, 同比增长 26%, 归母净利润 7939 万元, 同比增长 53%。同时, 2017 年一季度实现营业收入 1.39 亿元, 同比增长 54%, 归母净利润 3063 万元, 同比增长 116%, 受益基建和矿山投资回升, 工程机械行业一季度业绩普遍超预期, 艾迪精密相对周期性较弱, 成长相对确定。

1、艾迪精密定位工程机械细分行业, 周期波动较小。

艾迪精密成立于 2003 年, 主要从事液压破碎锤(与挖掘机配套), 抓石器, 抓木器等工程机械属具等业务, 全资子公司艾迪液压科技主要从事工程机械和船舶用液压主泵、液压马达生产等业务, 公司于 2016 年 1 月上市。液压属具是指与液压主机进行配套, 增加主机功能的各种液压机具, 广泛应用于建筑、市政工程、矿山开采、冶金、公路、铁路等领域, 对坚硬物进行破碎。

公司已形成轻型、中型和重型 3 个序列 20 多个系列的液压破碎锤产品, 需求与液压挖掘机新增需求和保有量相关。由于发达国家挖掘机配锤率基本上在 35% 以上, 日本、韩国等岛屿国家配锤率达到 60%, 而中国目前仍在 20% 以下, 因此 2011 年以来, 虽然工程机械深度调整, 但是艾迪业绩保持相对平稳。

2、液压破碎锤国内竞争力第一。

国内挖掘机整机企业不做属具, 液压破碎锤市场年需求 30-40 亿左右, 市场容量比较小, 目前三一徐工、斗生、卡特主要从艾迪采购, 艾迪目前占有率 14% 国内第一, 第三、第四位年收入 4000-5000 万, 规模很小。以前国外品牌在中国市占率较高, 像水山重工, 日本古河等, 这几年外资占有率下降, 甚至有韩国企业破产, 目前艾迪的价格比日、韩低 20-30% 左右, 性价比优势明显。

公司 2015 年破碎锤整机销量 4216 台(轻型 2574 台, 中型 947 台, 重型 695 台), 2016 年破碎锤整机销量 5110 台(轻型 3326 台, 中型 842 台, 重型 942 台), 2016 年重型破碎锤占比 18.4%, 较 2015 年提高了 1.9 个百分点。

公司液压破碎锤产品的毛利率一直较高, 在 40% 左右, 2016 年达到 45%, 其中, 重型锤技术含量较大, 在打击力、性能稳定、售后服务要求高, 毛利率最高, 接近 50%, 因此说明 2016 年重型比例上升。2017 年一季度公司综合毛利率 43.52%, 较 2016 年继续提升, 也说明一季度重型破碎锤需求较旺, 与行业形势相符。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	317	400	546	666	814
同比增长	3%	26%	36%	22%	22%
营业利润(百万元)	59	92	131	159	201
同比增长	22%	55%	42%	22%	26%
净利润(百万元)	52	79	113	137	173
同比增长	15%	53%	42%	22%	26%
每股收益(元)	0.39	0.60	0.64	0.78	0.98
PE	69.0	45.1	42.4	34.8	27.6
PB	8.4	7.1	5.5	4.9	4.3

资料来源: 公司数据、招商证券

3、液压件从维修市场转向新机配套是一个漫长的过程

公司的液压件生产基本都在全资子公司艾迪液压科技生产，艾迪液压科技主要生产工程机械和船舶用主泵、行走和回转马达、压力整体多路阀，目前主要的产品是液压泵，液压泵收入占液压件产品的 70% 以上。2014 年开始小批量生产液压马达。

公司液压泵配套的主机厂主要是非挖掘机行业，例如：旋挖钻机，轮船等。挖掘机对液压泵阀的要求最高，目前主要依靠进口。全球液压系统市场预计 500 亿美元，而液压泵价值量一般占液压系统的 30% 左右，所以液压泵的市场空间在 150 亿，中国挖掘机液压件市场约 80 亿美元，目前，仅中国挖掘机液压件维修市场就有 70-80 亿，空间巨大。

公司液压件目前也是供不应求，技术国内位于第一梯队。公司和恒立液压都是做挖掘机液压件，但是战略上走了两条不同的路，恒立一开始就要给主机厂配套油缸再到自主开发液压泵、阀，而艾迪先从维修市场入手，主攻的市场相对来说比较稳健，循序渐进。

2016 年艾迪液压科技收入 1.73 亿，净利润 3567 万元，同比增长 2.33 倍。

4、募投项目主要用于扩大产能和加大研发

公司目前最大的瓶颈就是产能，目前产能利用率已经很高了，破碎锤业务、液压泵、液压马达业务 16 年上半年的产能利用率均在 90% 以上。现在有的岗位已经是三班倒了。因此上半年销量增长预计低于挖掘机行业。

募投项目已经部分完成，项目分期建设的，下半年就能释放一部分产能，去年产能 8000 台，今年预计达到 10000-12000 台，未来三年将达到 30000 台的产能。

去年下半年开始需求回升，尤其是一季度感觉需求强劲，一季度销售收入增长 50%，四月需求也不错，但是由于产能不足，交付已排到六月。

5、公司战略：重点提升产能、完善产品系列

2014、2015 年挖掘机开工率也不足，但是艾迪收入利润保持平稳，主要是因为同时推进国内、国外市场，国内市场份额上升（例如韩国企业退出），破碎锤出口占 40% 左右，沙特、印度、东南亚是主要市场，平滑了周期性风险。

公司未来的主要任务：1、扩大产能，目前年产能 1 万台，将提高 2 万台。2、挖掘机属具有几十种，目前公司除了液压破碎锤，其它占比较小，未来要拓展产品线。3、液压件争取给挖掘机维修市场和新机配套。

6、投资建议：首次给予“审慎推荐-A”评级。

考虑到未来产能提升，挖掘机保有量增加和配锤率提升及新产品液压泵的增长，同时也假设毛利率略有下降，我们预计 2017-2019 年 EPS 0.64、0.78、0.98 元，动态 PE42 倍，与工程机械行业及次新股相比，PE 相对合理，首次给予“审慎推荐-A”评级。

风险提示：钢材价格上涨；工程机械行业周期风险；液压件研发推广低于预期。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	16Q1	16Q2	17Q1
营业收入	90	106	139
营业毛利	35	46	61
营业费用	5	6	6
管理费用	10	11	13
财务费用	1	1	1
投资收益	0	0	0
营业利润	16	28	35
归属母公司净利润	14	24	31
EPS (元/按最新股本)	0.08	0.13	0.17
主要比率			
毛利率	38.5%	43.5%	43.5%
营业费用率	5.5%	5.5%	4.7%
管理费用率	11.1%	10.1%	9.2%
营业利润率	18.2%	26.0%	25.4%
有效税率	15.1%	15.1%	15.1%
净利率	15.7%	22.3%	15.7%

资料来源：公司数据、招商证券（2016 年 3、4 季度具体数据未公布）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	219	262	652	791	981
现金	41	51	376	453	564
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	19	26	32	39
应收款项	43	48	56	68	84
其它应收款	1	3	4	5	6
存货	118	130	175	215	266
其他	10	11	15	18	22
非流动资产	316	401	374	355	339
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	204	278	257	244	232
无形资产	65	63	57	51	46
其他	47	60	60	60	60
资产总计	535	663	1026	1147	1319
流动负债	89	138	140	157	178
短期借款	44	68	50	50	50
应付账款	32	50	69	85	104
预收账款	1	3	4	5	7
其他	12	17	17	17	17
长期负债	22	21	21	21	41
长期借款	0	0	0	0	20
其他	22	21	21	21	21
负债合计	111	159	161	178	219
股本	132	132	176	176	176
资本公积金	150	150	354	354	354
留存收益	142	223	336	439	571
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	424	505	865	969	1100
负债及权益合计	535	663	1026	1147	1319
现金流量表					
单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	103	71	112	130	152
净利润	52	79	113	137	173
折旧摊销	27	33	42	39	37
财务费用	2	2	2	(0)	(0)
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	24	(45)	(46)	(48)	(60)
其它	(1)	2	2	2	3
投资活动现金流	(61)	(83)	(15)	(20)	(20)
资本支出	(62)	(83)	(15)	(20)	(20)
其他投资	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	(40)	20	228	(33)	(21)
借款变动	(50)	23	(18)	0	20
普通股增加	0	0	44	0	0
资本公积增加	0	0	204	0	0
股利分配	0	0	0	(34)	(41)
其他	9	(3)	(2)	0	0
现金净增加额	1	9	72	84	89

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	317	400	546	666	814
营业成本	202	231	320	394	486
营业税金及附加	2	5	6	8	9
营业费用	16	24	33	39	45
管理费用	37	45	55	67	73
财务费用	1	2	2	(0)	(0)
资产减值损失	0	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	59	92	131	159	201
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	61	93	132	161	203
所得税	9	14	19	24	30
净利润	52	79	113	137	173
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	52	79	113	137	173
EPS (元)	0.39	0.60	0.64	0.78	0.98
主要财务比率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	3%	26%	36%	22%	22%
营业利润	22%	55%	42%	22%	26%
净利润	15%	53%	42%	22%	26%
获利能力					
毛利率	36.3%	42.4%	41.4%	40.8%	40.3%
净利率	16.4%	19.8%	20.6%	20.6%	21.2%
ROE	12.2%	15.7%	13.0%	14.2%	15.7%
ROIC	11.0%	13.9%	12.3%	13.3%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	20.7%	23.9%	15.7%	15.5%	16.6%
净负债比率	8.2%	10.3%	4.9%	4.4%	5.3%
流动比率	2.5	1.9	4.7	5.0	5.5
速动比率	1.1	1.0	3.4	3.7	4.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.6	1.9	2.1	2.0	2.0
应收帐款周转率	6.9	8.8	10.5	10.7	10.7
应付帐款周转率	7.0	5.7	5.4	5.1	5.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.39	0.60	0.64	0.78	0.98
每股经营现金	0.78	0.54	0.64	0.74	0.86
每股净资产	3.21	3.82	4.92	5.50	6.25
每股股利	0.00	0.00	0.19	0.23	0.29
估值比率					
PE	69.0	45.1	42.4	34.8	27.6
PB	8.4	7.1	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	48.0	32.9	23.5	21.0	18.4

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。