

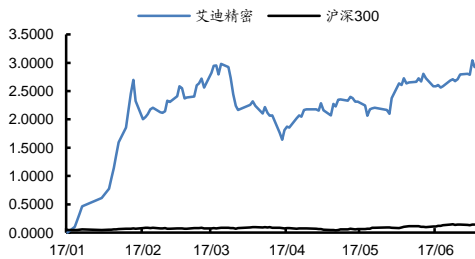
研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn
联系人：熊绍龙
xiongsl@ghzq.com.cn

破碎锤+液压件双管齐下，业绩有望高速增长

——艾迪精密（603638）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
艾迪精密	8.9	18.4	292.6
沪深300	3.6	4.1	14.0

市场数据

2017-07-06

当前价格（元）	36.90
52周价格区间（元）	7.83 - 38.64
总市值（百万）	6494.40
流通市值（百万）	1623.60
总股本（万股）	17600.00
流通股（万股）	4400.00
日均成交额（百万）	151.08
近一月换手（%）	104.40

相关报告

《艾迪精密（603638）事件点评：工程液压件新秀，持续成长可期》——2017-05-24

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **公司定位：国内液压破碎锤龙头，进军高端液压件蓄势待发。**公司自2003年成立以来一直致力于液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售，设立之初主要产品为液压破碎锤；2009年公司设立艾迪液压，进军高端液压件市场，并逐步发展成为公司新增业绩的主力产品。目前公司主营业务中液压破碎锤和液压件各占据半壁江山，2016年收入分别为2.26亿元和1.71亿元，占营收比重为54%和43%。

■ **液压破碎锤业务：国内市场龙头，市占率有望持续提升。**2015年我国液压破碎锤市场规模约为22亿元，受工程机械行业回暖以及配锤率提升影响，破碎锤行业发展有望提速。公司是国内液压破碎锤市场龙头，目前市占率为10%左右；随着公司募投项目的投产，同时凭借原有品牌优势和价格优势，液压破碎锤市占率有望持续提升，预计公司液压破碎锤业绩将实现稳定增长。

■ **高端液压件业务：从维保市场破题，发展潜力巨大。**液压件是制约我国机械行业发展的三大瓶颈之一，高端产品严重依赖进口，行业存在较大的国产替代化空间。公司从维保市场切入高端液压件业务，业务发展相对灵活；我们预计2017-19年我国液压件维保后市场规模将达60-90亿元，随着公司募投项目的投产，高端液压件的市占率及盈利能力有望进一步提升，业绩有望维持高增长态势。

■ **充分受益“一带一路”战略，海外市场空间巨大。**公司海外收入占营收比重维持在20%-30%水平，产品主销地中的沙特、印度、卡塔尔属于“一带一路”沿线国家名单，未来公司海外业务有望充分受益于国家战略。此外，司在北京设立对外贸易与沟通的窗口，通过引进具有国际销售经验的专业人才，亦为公司海外业务的持续拓展积蓄了力量，预计公司海外收入有望持续增长。

■ **维持公司“买入”评级。**预计2017-2019年公司净利润分别为134百万元、190百万元、265百万元，对应EPS分别为0.76元/股、1.08元/股、1.50元/股，按照7月6日收盘价36.90元计算，对应PE分别为48、34、25倍，我们认为公司液压破碎锤凭借品牌优势和价格优势市占率有望持续提升，液压件业务存在巨大的进口替代市场空间，公司以维保后市场为切入口，业绩有望维持持续高增长态势，继续维持“买入”评级。

- **风险提示:** 业务发展不及预期; 液压新产品市场拓展不及预期; 海外业
 进展不及预期; 募投项目进展不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	400	581	810	1113
增长率(%)	26%	45%	39%	37%
净利润(百万元)	79	134	190	265
增长率(%)	53%	69%	42%	39%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.76	1.08	1.50
ROE(%)	15.73%	21.94%	24.91%	27.11%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、国内液压破碎锤龙头，进军高端液压件蓄势待发.....	5
1.1、公司定位：立足液压破碎锤，进军高端液压件市场.....	5
1.2、经营状况：工程机械行业全面回暖，公司 2016 年业绩大幅提升.....	6
1.3、股权架构：家族持股较为集中，员工实施股权激励.....	7
2、破碎锤业务：国内市场龙头，市占率有望持续提升.....	8
2.1、液压破碎锤具备较高的技术门槛.....	8
2.2、工程机械行业回暖+配锤率提升，液压破碎锤市场有望迎来发展机遇期.....	9
2.3、公司是国内液压破碎锤行业龙头，受益于市场发展业绩有望稳定增长.....	11
3、液压件业务：从维保市场破题，发展潜力巨大.....	13
3.1、液压件是制约我国机械行业发展的三大瓶颈之一.....	13
3.2、液压件行业格局：高端产品严重依赖进口，国产替代化空间巨大.....	14
3.3、公司从维保后市场破题，液压件业绩有望持续高增长.....	16
4、充分受益“一带一路”战略，海外市场空间巨大.....	20
5、盈利预测与评级：维持“买入”评级.....	21
6、风险提示.....	22

图表目录





图 1: 公司营收及净利润增长情况	6
图 2: 公司销售毛利率及销售净利率情况	6
图 3: 公司 ROA 和 ROE 情况	6
图 4: 公司期间费用占营收比重情况	6
图 5: 2016 年公司主营业务构成情况	7
图 6: 2016 年公司分产品营业收入及毛利率	7
图 7: 公司应收账款增长情况	7
图 8: 公司预收账款增长情况	7
图 9: 破碎锤构成图	8
图 10: 我国液压破碎锤市场销量	9
图 11: 我国液压破碎锤市场规模 (预测)	9
图 12: 我国基建投资及同比增速情况	10
图 13: 我国房地产开发投资及同比增速情况	10
图 14: 我国挖掘机销量及同比增速	10
图 15: 我国挖掘机配锤率变化情况	11
图 16: 液压系统示意图	13
图 17: 2014 年我国液压件下游应用领域占比	15
图 18: 我国液压件市场规模发展趋势	15
图 19: 我国液压件进口金额及进口依赖度情况	15
图 20: 艾迪精密与恒立液压业务模式对比	16
图 21: 艾迪精密业绩变动情况	17
图 22: 恒立液压业绩变动情况	17
图 23: 艾迪精密研发投入及占营收比重情况	17
图 24: 恒立液压研发投入及占营收比重情况	17
图 25: 艾迪精密分产品毛利率情况	17
图 26: 恒立液压分产品毛利率情况	17
图 27: 公司液压件产品示意图	18
图 28: 公司液压件业务收入及同比增速	18
图 29: “一带一路” 连接区域示意图	20
图 30: 公司海外收入及占营收比重	20
图 31: 2016 年上半年公司出口国家收入占比	20
表 1: 公司主要产品介绍	5
表 2: 公司产品及技术水平	6
表 3: 液压破碎锤的主要技术	8
表 4: 国内液压破碎锤行业主要公司	11
表 5: 公司破碎锤业务增长模型	12
表 6: 液压件组成部分及功能	13
表 7: 液压件的核心技术构成	14
表 8: 国内液压件行业主要公司	15
表 9: 公司 IPO 募投项目情况	18
表 10: 公司破碎锤业务增长模型	19
表 11: 公司分项业务业绩预测	21
表 12: 公司盈利预测情况	22

1、国内液压破碎锤龙头，进军高端液压件蓄势待发

1.1、公司定位：立足液压破碎锤，进军高端液压件市场

公司自成立以来一直致力于液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售。公司设立之初主要产品为液压破碎锤，目前是两大业务板块：**1) 液压属具**：主要产品为液压破碎锤，包括轻型、中型和重型 3 个序列。经过多年研发，公司已掌握液压破碎锤的全套生产技术和工艺，产品性能和质量均得到大幅提升。**2) 高端液压件**：初期主攻维保市场，目前已自主生产液压件，包括液压泵、液压马达和多路控制阀。目前公司已形成了以热处理技术、高压液压件铸造技术、精密加工工艺、高压密封技术、测试技术等为核心的具有自主知识产权的液压产品生产技术和工艺，产品在国内同行业具备领先水平。

表 1：公司主要产品介绍

产品类别	主要产品	性能特点	产品示意图
液压破拆属具	液压破碎锤	将液压能转换成机械冲击能的机械装置，与挖掘机等液压工程机械配套使用，进行破拆作业	
	液压泵	将机械能转换成流动液体的压力能，是液压工程机械的动力元件	
液压件	液压马达	将流动液体的压力能转换成机械能，驱动各工作部件做回转运动或直线往复运动，是液压工程机械的执行元件	
	多路控制阀	调节执行元件的速度，并对液压系统中工作液体的压力、流量和流动方向进行调节控制，保证执行元件完成预定的动作，是液压工程机械的控制元件	

资料来源：公司官网、公司公告、国海证券研究所

公司注重产品研发，在完善液压破碎锤技术的过程中，积累了丰富的液压产品研发、生产的相关技术和工艺，为公司生产液压件产品奠定了坚实的基础。截止到目前，公司已取得 51 项专利，其中，发明专利 2 项，实用新型专利 47 项，外观设计专利 2 项。成功研发的液压泵、行走及回转马达、多路控制阀等产品实现了上述高端液压件的国产化，打破了国外品牌长期垄断的局面。

公司下游客户为装备制造企业，主要为工程机械企业。公司主要客户包括三一重工、卡特彼勒、武汉金兰等，其中三一重工为公司最大客户。

表 2: 公司产品及技术水平

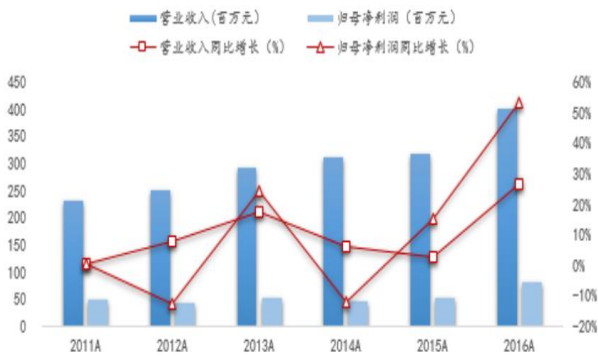
产品名称	技术水平	产品技术阶段	技术来源
轻型液压破碎锤	国内同行业领先	批量生产	自主研发
中型液压破碎锤	国内同行业领先	批量生产	自主研发
重型液压破碎锤	国内同行业领先	批量生产	自主研发
液压泵(注)	国内同行业领先	批量生产	自主研发
马达(注)	国内同行业领先	批量生产	自主研发

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

1.2、经营状况: 工程机械行业全面回暖, 公司 2016 年业绩大幅提升

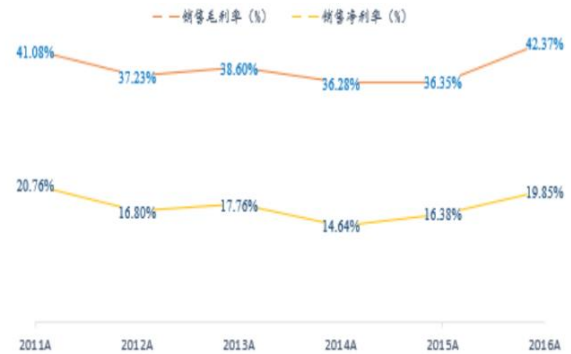
受工程机械行业景气度上升影响, 公司破碎锤产品及及液压件产品销售量大幅度增加。2016 年实现营业收入 4 亿元, 归母净利润 7939 万元, 分别同比增长 26.36% 和 53.09%, 2016 年公司销售毛利率和净利率为 42.37% 和 19.85%, 同比增加 6.35 个百分点。根据 2017 年一季报, 营收为 1.39 亿元, 同比增长 54.19%; 归母净利润为 3063 万元, 同比增长 116.62%。

图 1: 公司营收及净利润增长情况



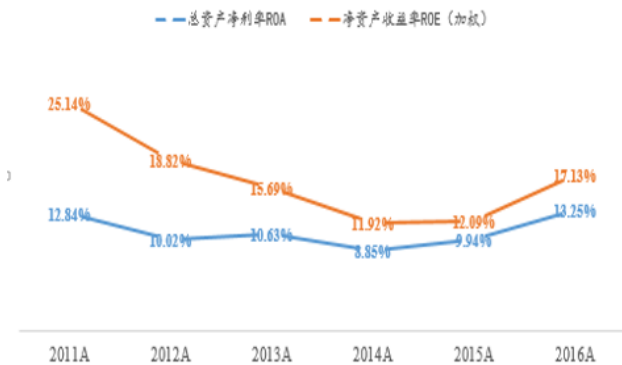
资料来源: 公司年报、业绩快报、国海证券研究所

图 2: 公司销售毛利率及销售净利率情况



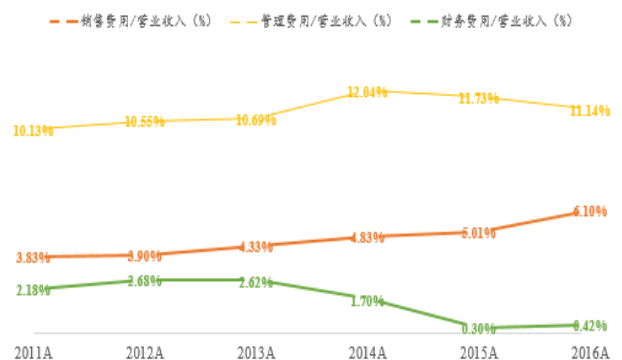
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 3: 公司 ROA 和 ROE 情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

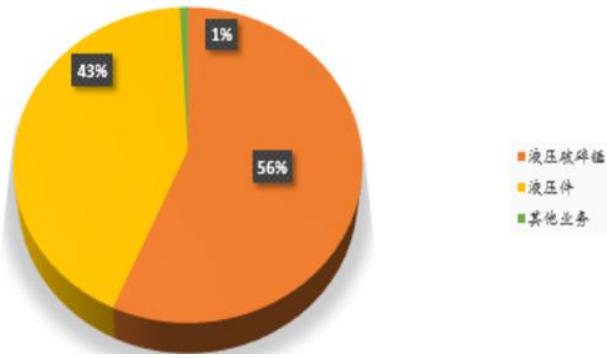
图 4: 公司期间费用占营收比重情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

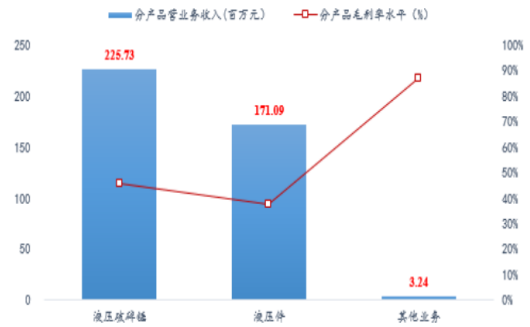
主营构成：破碎锤和液压件各占据半壁江山。根据 2016 年年报，2016 年液压破碎锤的营收为 2.26 亿元，占收入比例为 56.42%；液压件的营收为 1.71 亿元，占营收比重为 42.77%。从毛利率上看，液压破碎锤的毛利率为 45.54%，液压件的毛利率为 37.35%。

图 5：2016 年公司主营业务构成情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

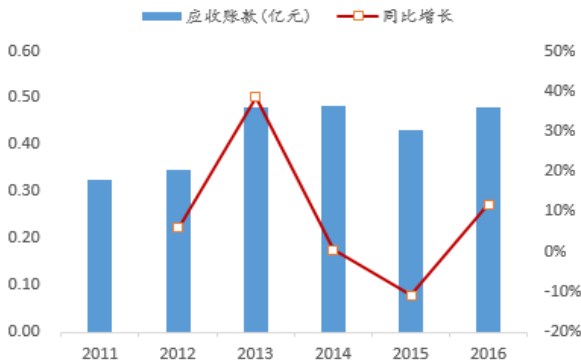
图 6：2016 年公司分产品营业收入及毛利率



资料来源：公司公告、国海证券研究所

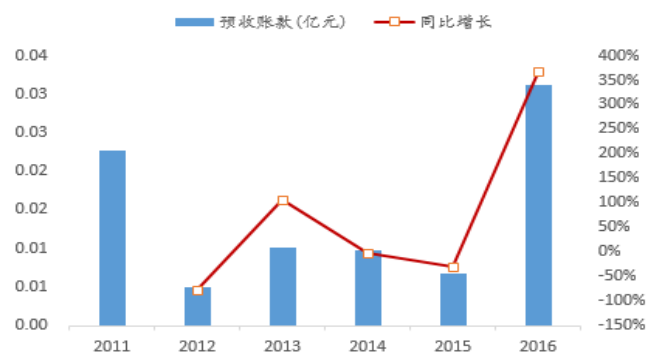
应收账款规模较小，财务数据健康。根据 2016 年年报，公司 2016 年应收账款仅为 4800 万，且自 2013 年以来几乎没有变化，主要系公司的收款政策明确，公司所有产品均为现款现货结算，历年预收款和预付款规模均很小。贷款结算周期最长为三个月账期，最短为月结，比如主机厂配套设备为三个月账期。

图 7：公司应收账款增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 8：公司预收账款增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

1.3、股权架构：家族持股较为集中，员工实施股权激励

公司实际控制人为宋飞家族。第一大股东为自然人冯晓鸿（加拿大籍，董事长宋飞之妻），持股比例 25%，第二大股东为烟台翔宇投资，持股比例为 18.75%，实际控制人为艾迪精密董事长宋飞，第三大股东为自然人宋宇轩（加拿大籍，董事长宋飞与冯晓鸿的儿子），持股比例为 18.75%。三人持股比例超过 60%，

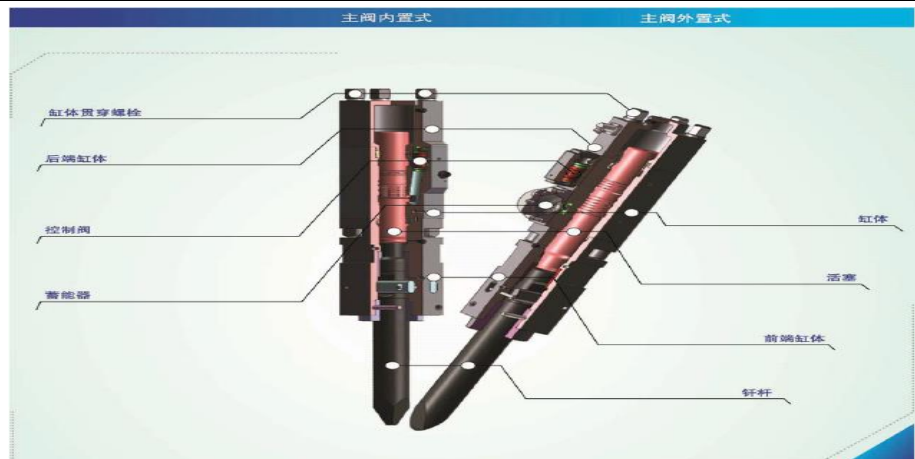
公司第四大股东浩银投资（持股比例 4.87%）为公司员工持股平台，执行事务、合伙人为冯晓华（公司董事、副总经理），其余有限合伙人皆为公司核心员工。员工持股有利于提升工作积极性，能够对公司发展产生积极影响。

2、破碎锤业务：国内市场龙头，市占率有望持续提升

2.1、液压破碎锤具备较高的技术门槛

液压破碎锤主要由前端缸体、缸体、后端缸体、活塞、控制阀、蓄能器、钎杆、外壳等部件构成，通过活塞的往复运动，将液压能转换成机械冲击能，实现对物体的破拆作业。液压破碎锤的使用期限一般在5年左右，由于国内液压破碎锤用户的使用强度较大，造成产品实际使用期限较短，产品更新频率较快。

图 9：破碎锤构成图



资料来源：公司公告、国海证券研究所

液压破碎锤具备较高的技术壁垒。液压破碎锤主要运用液压振动技术，其核心技术在于高频振动环境下，保证活塞在给定的时间和行程的条件下，以最优的运动规律实现最大的输出能和最佳的工作稳定性。液压破碎锤关键部件对于材料、精密加工、热处理、装配、测试等方面具有较高的要求，其中重型液压破碎锤的打击力较大，对生产技术和加工工艺的要求更为苛刻，开发制造技术难度大，有较高的技术壁垒。

表 3：液压破碎锤的主要技术

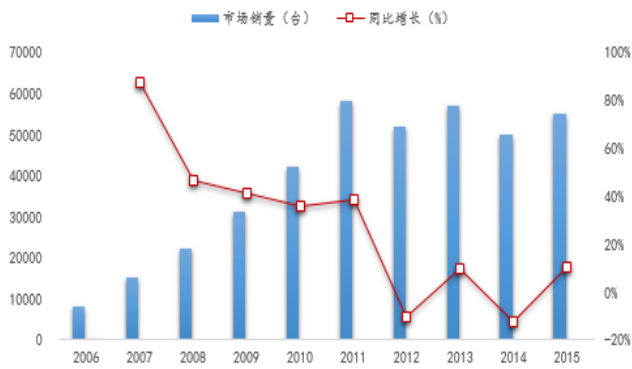
项目	内容
传动技术	绝大部分产品采用了液气联合技术，它综合了全液压技术和氮爆技术的优点
系统控制技术	主要采取了行动反馈控制方式，冲击器工作时，控制阀从缸壁行程反馈孔获得液控油推动阀芯换向，以实现油路切换，活塞则随供油规律的改变作有节奏的冲程、回程往复运动，但只能实现有限的冲击性能调节
静音技术	箱式外壳将液压破碎锤锤体完全包裹起来，外壳带有减振材料，在锤体和外壳之间产生缓冲的同时也能减少载体的振动，工作时能够对锤体提供更好的保护、噪声低。
系统控制技术	随着数值技术的普遍应用，压力反馈技术将得到更多应用，它将系统内部变化的油压作为信号控制冲击活塞往复运动，以实现冲击频率与冲击能的独立、无极调节
自动控制技术	通过液压控制技术和电子控制技术，液压破碎锤能够根据作业对象的不同，自动调节冲击能和冲击频率，进一步提高破碎效率
模块化设计技术	在基础配置上，提供可选配零件部件如安全阀、急速冲击保护装置、自动润滑系统等，用户可以根据需要或不同用途有针对性的选装相关零部件

环保技术	随着环保要求的不断提升，用户对于液压破碎锤的环保性提出了更高要求，如进一步提升静音技术、提高粉尘控制技术
防护技术	随着液压破碎锤运用领域的不断扩展，对液压破碎锤的防水、防尘、防爆、防腐、耐高温、耐超低温等防护技术提出了更高要求，使其能够在各种特殊环境下工作

资料来源：公司公告、国海证券研究所

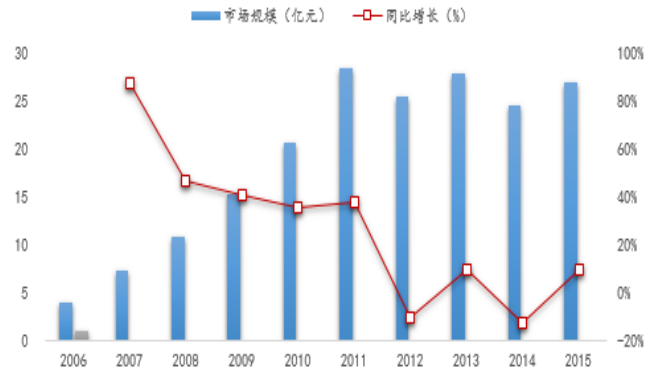
2015 年我国液压破碎锤市场约为 22 亿元。根据中国工程机械工业协会的数据显示，2015 年我国液压破碎锤的市场销量为 5.5 万台。从公司数据来看，2015 年轻型、中型、重型破碎锤的销售单价分别为 1.49 万元、4.13 万元和 12.86 万元。销售收入分别为 2958 万元、3906 万元、7487 万元，则推算销量分别为 1985 台、946 台和 582 台。假设市场上三种型号的破碎锤比重为 3.4:1.6: 1（与公司销量结构一致），则 2015 年全国销量分别为 3.12 万台、1.47 万台、0.91 万台，按照公司产品售价计算市场规模为 4.65 亿元、6.07 亿元、11.70 亿元，合计为 22 亿元。

图 10: 我国液压破碎锤市场销量



资料来源：中国工程机械协会、国海证券研究所

图 11: 我国液压破碎锤市场规模

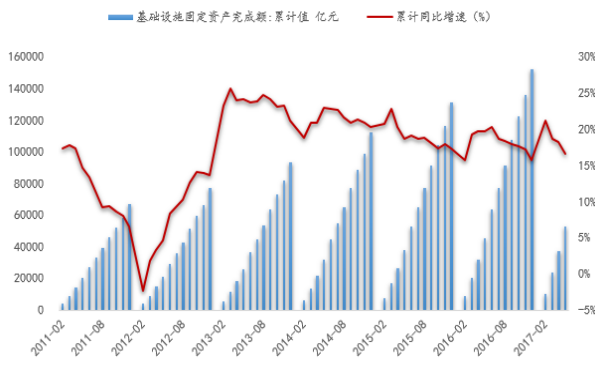


资料来源：中国工程机械协会、国海证券研究所

2.2、工程机械行业回暖+配锤率提升，液压破碎锤市场有望迎来发展机遇期

受益于基建投资提升等因素影响，工程机械行业景气度持续回暖。2017 年 1-5 月基建累计投资同比增长 16.66%，房地产开发累计投资同比增长 8.80%，仍然维持较高速度增长。我们认为，受基建投资稳定增长以及行业二手机逐步出清带来的增量需求，预计本轮工程机械行业景气度复苏将持续到今年 9 月，此后将维持稳健增长态势。

图 12: 我国基建投资及同比增速情况



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

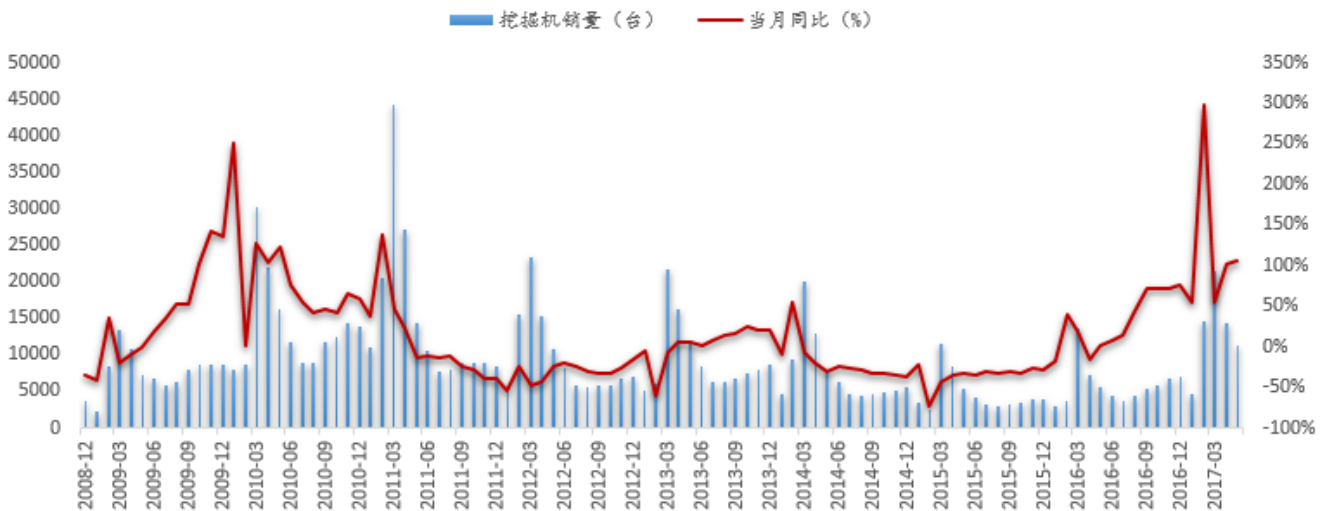
图 13: 我国房地产开发投资及同比增速情况



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

挖机销量数据持续火爆，液压破碎锤市场有望充分受益。在工程机械行业持续复苏的背景下，挖掘机作为核心产品，销量持续走高。2017 年 1-5 月，我国挖掘机销量为 66137 万台，较上年同期增长 100.48%。液压破碎锤作为挖掘机的配套属具，受益于挖机销量的增长，市场有望进入快速上升通道。

图 14: 我国挖掘机销量及同比增速

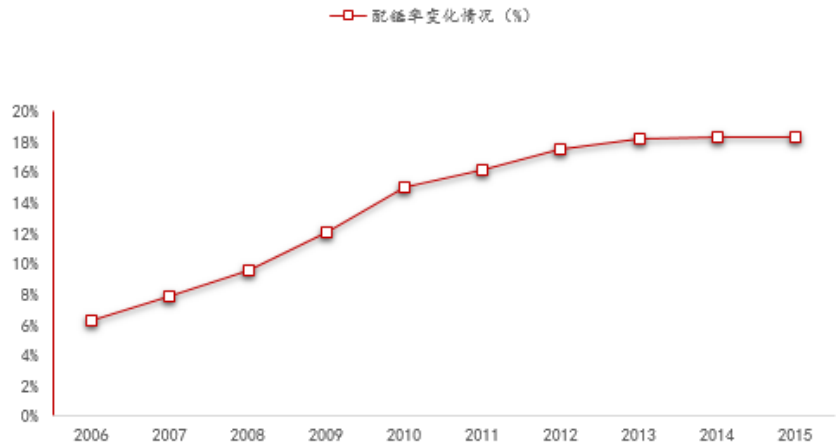


资料来源：中国工程机械工业协会、国海证券研究所

我国工程机械配锤率较发达国家仍有较大差距，具备较高的发展潜力。液压破碎锤可与多种液压主机配套使用，其中与挖掘机配套作业最为普遍，因此挖掘机保有量越高的国家和地区，液压破碎锤的潜在需求量就越大。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%，中东等戈壁地区挖掘机配锤率高达 80%，而 2015 年我国挖掘机配锤率仅为 18.31%，差距相对明显。

我们认为，随着城镇化建设以及城市基础设施建设的推进，需要大量的破拆作业，将对液压破碎锤形成持续的需求。此外，随着国家对环境保护的日益关注、安全生产要求的不断提高以及人工成本的逐步上升，建筑施工、矿山冶金、道路养护等领域的机械装备的使用率将快速增长，也将带动行业对液压破碎锤的需求。

图 15: 我国挖掘机配锤率变化情况



资料来源: 中国工程机械工业协会、国海证券研究所

2.3、公司是国内液压破碎锤行业龙头，受益于市场发展业绩有望稳定增长

国内液压破碎锤市场集中度相对较低。我国液压破碎锤市场目前有上百个品牌，国产品牌中大部分厂家规模较小，研发能力较弱。国外品牌中，韩系液压破碎锤由于较早进入国内市场，具有地域和价格优势，一度占据了国内液压破碎锤市场的较大份额，但近年来随着国内市场竞争加剧，其占有率快速下降。日系品牌以日本古河、东空、MKB 为代表，产品质量稳定，近年来市场占有率相对稳定。欧美系品牌以高端为主，由于价格较高，其产品在国内市场的销量很低。

表 4: 国内液压破碎锤行业主要公司

公司名称	公司简介
日本古河	日本古河机械金属株式会社创建于1875年，主要从事机械及材料的生产及销售，其中建设和矿山机械产品主要包括隧道凿岩台车、液压破碎锤以及履带式钻机等，2015财年销售额为1,618亿日元。
水山重工:	韩国(株)水山重工业成立于1984年，产品包括液压破碎锤、随车起重机等机械设备，2015年实现营业收入约1,018.41亿韩元。
惊天液压:	安徽惊天液压智控股份有限公司成立于2000年，位于安徽省马鞍山市，主要从事液压破碎拆属具与装备的研发和生产，主要产品为液压破碎锤、固定式液压碎石机和拆除机器人等。

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

公司是国内液压破碎锤龙头，未来市占率有望继续提升。目前公司液压破碎锤的主要竞争对手有日本古河、韩国水山重工。作为国内液压破碎属具龙头企业，拥有较高的知名度，产品出口到全球 60 多个国家和地区，是国内为数不多实现出口销售的企业之一。与国内同类产品相比具有产品质量和性能优势，和国外先进产品相比具有价格优势。

目前公司破碎锤的国内市占率 10%左右，提升空间较大。公司在 2017 年 IPO 募投项目中规划投资 3.5 亿元用于液压破拆属具及液压件建设项目，建设期为 2 年。我们认为随着公司募投项目的投产，同时凭借原有品牌优势和价格优势，液压破碎锤产品市占率有望继续提升。

基于以上分析，我们构建公司液压破碎锤业务的增长模型。假设条件为：

- 1.2017 年挖掘机销量同比增长 30%，2018-19 年同比增速为 20%；
- 2.假设挖机平均折旧年限为 15 年，每年更新率为 6.67%，破碎锤按 4.5 年进行折旧计算；
- 3.2016-19 年配锤率分别增长至 19.5%、20.5%、21.5%、22.5%；
- 4.公司 2017-19 年破碎锤市占率增长至 11%、13%、15%；
- 5.考虑到公司业务实力提升同时整机销售火热，零配件供不应求的局面，预计公司净利率将有所提升。

我们构建模型如下表，结论为公司破碎锤业务 2017-19 年营业收入增长率分别为 35%、30%、30%，净利润增速分别为 61%、33%、33%。

表 5：公司破碎锤业务增长模型

预测项目	2015	2016	2017	2018	2019
挖掘机存量（万台）	117	115	114	116	119
挖掘机销量（台）	56350	70320	91416	109699	131639
淘汰率（%）	6.67%	6.67%	6.67%	6.67%	6.67%
配锤率（%）	18.31%	19.50%	20.50%	21.50%	22.50%
破碎锤更新需求（万个）	4.53	4.67	4.79	5.01	5.29
破碎锤新增需求（万个）	1.03	1.37	1.87	2.36	2.96
破碎锤合计需求（万个）	5.56	6.04	6.66	7.36	8.25
破碎锤单价（万/个）	4.09	4.09	4.09	4.09	4.09
国内破碎锤市场空间	22.75	24.71	27.24	30.12	33.75
公司破碎锤市占率（%）	8.97%	9.14%	11.20%	13.20%	15.30%
破碎锤业务收入（亿元）	2.04	2.26	3.05	3.98	5.16
破碎锤业务员收入增速（%）	--	10%	35%	30%	30%
破碎锤业务毛利率（%）	--	45.54%	46.00%	47.00%	48.00%
破碎锤业务毛利（亿）	--	1.03	1.40	1.87	2.48
破碎锤业务净利率（%）	--	18.50%	22.00%	22.50%	23.00%
破碎锤业务净利（亿）	--	0.42	0.67	0.89	1.19
破碎锤业务净利增速（%）	--	--	61%	33%	33%

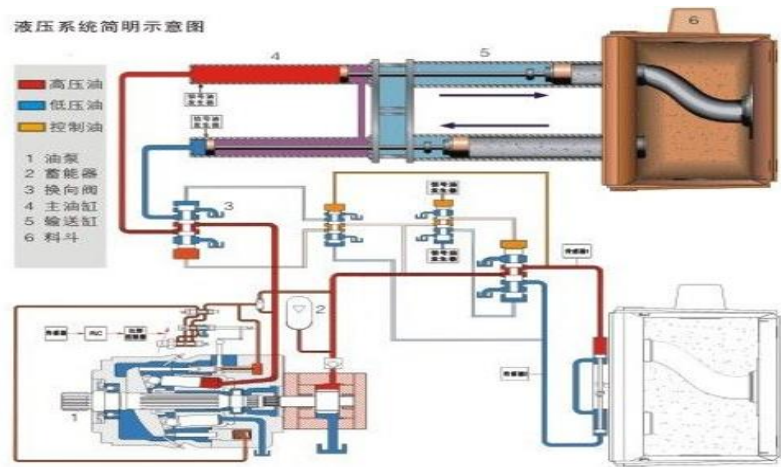
资料来源：公司公告、国海证券研究所

3、 液压件业务：从维保市场破题，发展潜力巨大

3.1、 液压件是制约我国机械行业发展的三大瓶颈之一

液压系统的本质是通过改变压强增大作用力。通常以电机提供动力为基础，使用液压泵将机械能转化为压力，推动液压油运动，并通过控制各种阀门改变液压油的流向，从而推动液压缸做出不同行程、不同方向的动作，完成各种设备不同的动作需要。

图 16： 液压系统示意图



资料来源：工程机械在线网、国海证券研究所

液压件是指一切用于液压系统的元件。液压件一般由五个部分构成：1) 动力元件，如液压泵；2) 控制元件，如：溢流阀，顺序阀、方向阀；3) 执行元件，如：液压马达、液压缸；4) 辅助元件，如：油箱、管路；5) 工作介质，如矿物油，液压油等。

表 6： 液压件组成部分及功能

组成部分	功能	主要产品
动力元件	将带动它工作的发动机、电动机或其他原动机输入的机械能转换成流动液体的压力能，向整个液压系统提供动力，是液压系统的“心脏”。	液压泵
控制元件	无级调节执行元件的速度，并对液压系统中工作液体的压力、流量和流动方向进行调节控制。保证执行元件完成预定的动作。	各种压力、流量和方向液压阀及以上液压阀的集成系统
执行元件	将流动液体的压力能转换为机械能，驱动各工作部件作回转运动或直线往复运动。	液压马达、液压缸

辅助元件	提供必要的条件使液压系统得以正常工作，是液压系统不可或缺的组成部分，对液压系统进行监测和反馈，保证液压系统可靠、稳定、持久地工作。	油箱、过滤器、油管与管接头、密封装置蓄能器、热交换器以及各种指示器和控制仪表等
工作介质	液压系统用工作介质作为传递能量的介质，其性能会直接影响液压传动的工作	各种矿物油、乳化液和合成型液压油

资料来源：百度百科、国海证券研究所

液压件技术门槛高，与发动机、电控系统合称为制约我国机械行业发展的三大瓶颈。液压件的生产及组装工艺需要综合运用材料力学、机械设计、金属材料、金属工艺学、热处理技术、传感技术、自动化控制技术等多学科知识，具备较强的技术门槛。此外随着自动控制技术、计算机技术、微电子技术、磨擦磨损技术、可靠性技术及新工艺和新材料的不断运用，传统技术有了新的发展，也使液压元件的质量水平有一定的提高。

表 7：液压件的核心技术构成

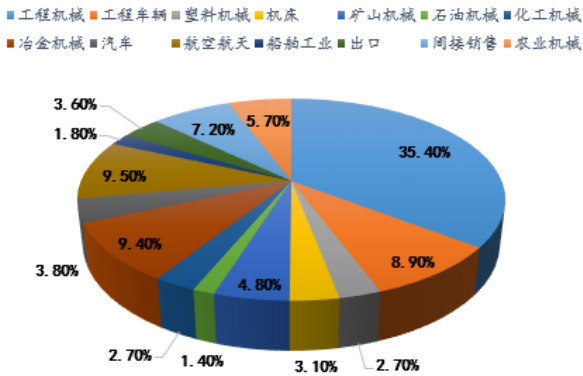
组成部分	内容
节能技术	在将机械能转换成压力能及反转换方面，已取得很大进展，但一直存在能量损耗。如果全部压力都能得到充分利用，则将使能量转换过程的效率得到显著提高。
机电一体化技术	电子技术和液压传动技术相结合，使传统的液压传动与控制技术增加了活力，扩大了应用领域。实现机电一体化可以提高工作可靠性，实现液压系统柔性化、智能化，改变液压系统效率低，漏油、维修性差等缺点，发挥液压传动出力大、惯性小、响应快等优点。
主动维护技术	未来将实现液压系统故障诊断现代化，通过专家系统的开发研究，建立完整的、具有学习功能的专家知识库，并利用计算机和知识库中的只是，推算出引起故障的原因，提出维修方案和预防措施，并开发液压系统自补偿系统，包括自调整、自校正，在故障发生之前进行补偿。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

3.2、液压件行业格局：高端产品严重依赖进口，国产替代化空间巨大

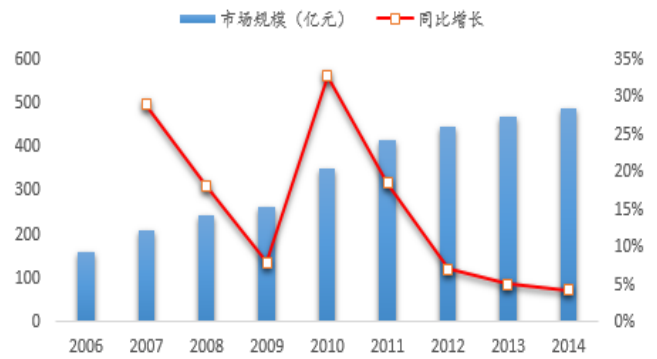
行业规模：2014 年工程机械液压件市场规模为 171 亿元。高端液压件广泛运用于国民经济各行业的各类主机产品和技术装备，而公司高端液压件产品主要针对工程机械客户，因此我们重点分析工程机械行业液压件的应用情况。根据中国液压气动密封件工业协会显示，2014 年我国液压件市场规模为 488 亿元，而工程机械在液压件下游占比为 35%，即市场规模为 171 亿元。

图 17: 2014 年我国液压件下游应用领域占比



资料来源: 中国液压气动密封件工业协会、国海证券研究所

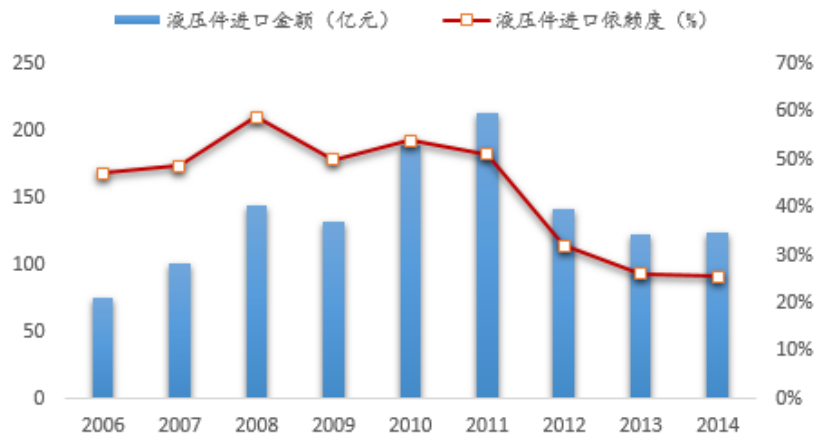
图 18: 我国液压件市场规模发展趋势



资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

竞争格局: 高端液压件严重依赖进口, 国产替代化趋势不断增强。目前, 全球的高端液压件主要被博世力士乐、川崎重工等少数几家液压生产企业所垄断, 我国高端液压件受技术因素制约, 亦严重依赖进口。根据国家统计局数据显示, 2011 年以前我国液压件进口依赖度始终在 50% 左右徘徊。根据中国机械工业联合会发布的《机械工业“十三五”规划》内容显示, 十二五期间我国工程机械用液压元件和系统取得重大突破, 液压件进口依赖度开始下滑。目前国内实现了液压件生产技术突破, 能够实现量产的企业主要有恒立液压、艾迪精密等。

图 19: 我国液压件进口金额及进口依赖度情况



资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

表 8: 国内液压件行业主要公司

公司名称		主要产品
国外	博士力士乐	博世力士乐是一家提供所有传动与控制技术的一站式服务商, 提供高效、节能的定制解决方案, 具有 200 多年的历史, 2015 年销售额为 54 亿欧元。
	川崎重工	川崎重工业株式会社成立于 1896 年, 位于日本神户市, 产品涉及航天航空、铁路车辆、船舶、液压设备及装置等诸多领域, 2015 年销售额为 15,410 亿日元。
	斗山公司	斗山公司 Mottrol 成立于 1974 年, 主要研发、生产工程机械液压件和国防液压零件, 主要产品包括液压泵、液压阀、马达等。2012 年销售额为 81584 亿韩元。

国内	恒立液压	公司是中国液压行业制造规模最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的大型企业集团，致力于液压传动与控制解决方案。目前公司产品已涵盖高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精度液压铸件等，2016年营业收入达13.7亿元。
	艾迪精密	公司自成立以来一直致力于液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售。公司设立之初主要产品为液压破碎锤，经过多年研发，公司掌握了液压破碎锤的全套生产技术和工艺，得到了国内外客户的广泛认可，影响力逐步扩大。2016年液压件营业收入为1.7亿。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

行业展望：政策推动液压件行业发展提速，进口替代空间巨大。 液压件作为制约我国机械行业发展的三大瓶颈之一，行业发展有望享受政策红利推动。《机械工业“十三五”规划》提出要重点发展高性能液压件及系统，包括大型工程施工和农业机械用高压等级多路阀、高压柱塞泵与柱塞马达、高效率静液传动元件与系统等。我们认为，高端液压件作为我国工业强基战略的重要一环，在我国由制造大国迈向制造强国的背景下，行业发展有望获得政策充分支持，未来在高端液压件市场存在巨大的进口替代空间。

3.3、公司从维保后市场破题，液压件业绩有望持续高增长

公司从维保市场切入高端液压件业务，业务发展相对灵活。国内高端液压件的市场需求主要来自两大领域：新机市场和售后服务市场。基于此，液压件业务的发展亦具备两个路径：一是主攻产品研发，不断夯实技术实力，直接切入主机市场；二是主攻维保市场，从零部件维修入手，随着产品在后市场的稳定性得到验证，进而推动业务发展。采用第一种模式通常需前期大量投入，业务体量较大，主要对应标的为恒立液压；采用第二种模式业务体量相对较小，经营更为灵活，主要对应标的为艾迪精密。

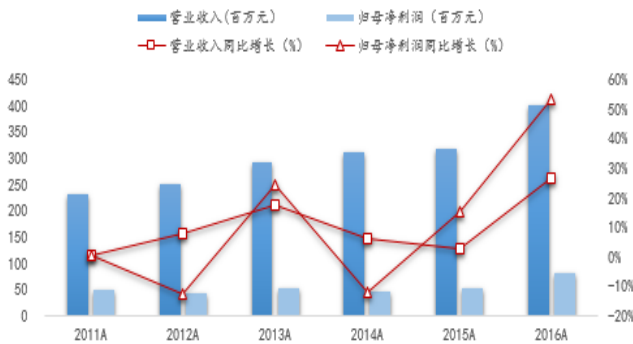
图 20：艾迪精密与恒立液压业务模式对比

	公司战略	公司投入	业务体量	产品条线	周期影响	经营模式	经营情况	外协合作
恒立液压	新机配套市场	投入大	体量大 资产笨重	产品线窄 专精油缸	针对新机 周期性较强	油缸（母公司）+液压泵等元件（子公司）	子公司恒立科技2016年营收1.73亿元，净利润-5468万元	专利件自制+通用件外购
艾迪精密	维保后市场	投入小	体量小 经营灵活	产品线宽 深耕服务	针对存量 周期性弱	液压属具（母公司）+液压元件（子公司）	子公司艾迪液压2016年营收1.73亿元，净利润3567万元	专利件自制+通用件外购

资料来源：公司公告、国海证券研究所

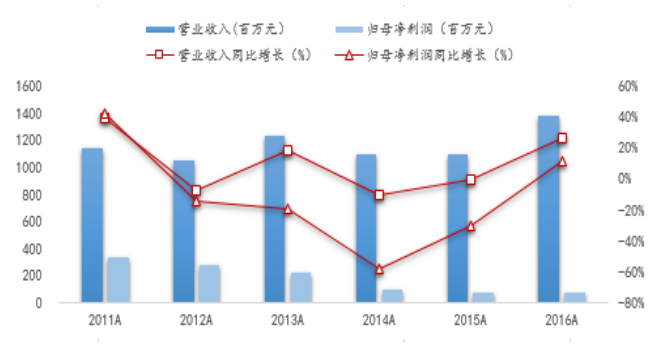
从具体的指标来看，恒立液压的2016年营业收入为13.70亿元，业务体量显著高于艾迪精密同期的4亿元；在研发投入上，恒立液压近年来研发费用6000-8000万元，占营业收入比重为5%-8%，艾迪精密的研发费用为1000-2000万元，占营业收入比重为3%-4%；从盈利能力来看，2016年艾迪精密破碎锤和液压件的毛利率分别为45%和37%，而恒立液压的非标油缸和专用油缸的毛利率分别为19%和25%，要低于艾迪精密，且恒立液压业绩呈现周期波动特征，而艾迪精密则维持较为稳定的增长态势。

图 21: 艾迪精密业绩变动情况



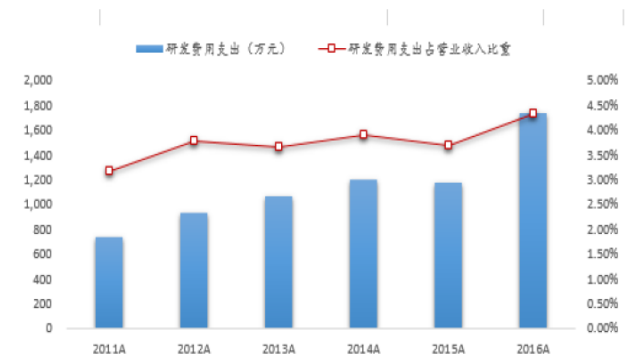
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 22: 恒立液压业绩变动情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 23: 艾迪精密研发投入及占营收比重情况



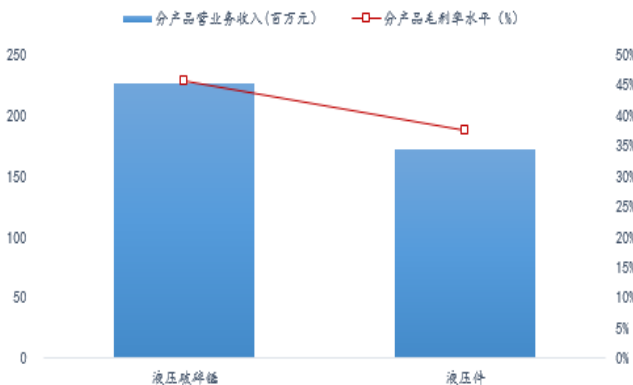
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 24: 恒立液压研发投入及占营收比重情况



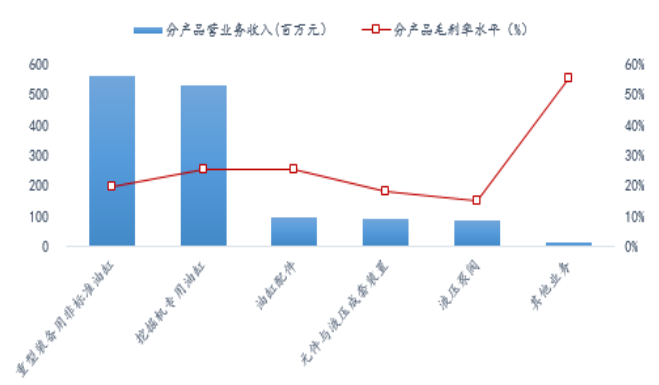
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 25: 2016 年艾迪精密分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

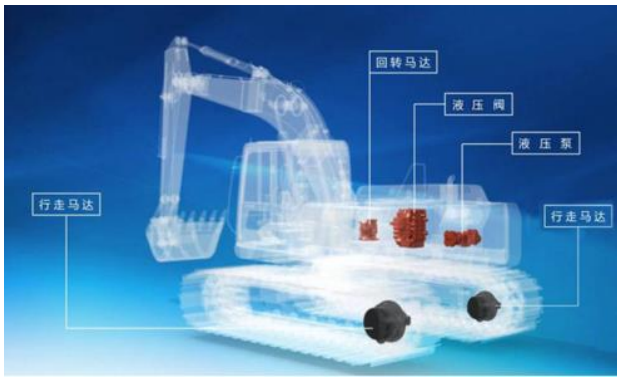
图 26: 2016 年恒立液压分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

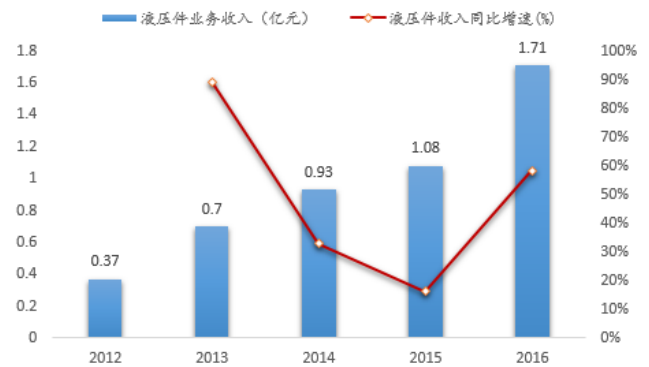
近年来公司液压件业务增长迅速。公司 2009 年设立艾迪液压，进军其他工程液压件市场，目前已发展成为公司新增业绩的主力产品。公司生产的液压件主要为液压泵、马达等高端液压件。目前的液压件产品适用于挖掘机、潜孔钻等液压机械。截止到 2016 年年报，公司液压件收入为 1.71 亿元，占营业收入总额的 42.75%。从历史业绩来看，公司 2013-2016 年液压件产品销售收入 CAGR 为 34.68%，业务发展迅速。

图 27: 公司液压件产品示意图



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 28: 公司液压件业务收入及同比增速



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

行业发展提速+募投项目投产，液压件业绩有望维持高增长态势。受政策推动我国液压件行业发展有望提速，维保后市场将充分受益，我们预计 2017-19 年我国液压件维保后市场规模将达 60-90 亿元。与此同时，公司 IPO 募投项目中包括液压件建设项目及液压件生产技术改造及扩产建设项目，建成后将使公司在高端液压件的研发、设计、试验及检测能力上有极大的提高，促使公司生产的各种液压产品的技术性能、稳定性、精度、故障率等方面在短期内达到或超过发达国家平均水平。我们预计随着募投项目的投产，将进一步提升公司在液压件维保后市场的占有率及盈利能力。

表 9: 公司 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	投资总额 (万)	建设期
1	液压破拆属具及液压件建设项目	35085	2 年
2	液压件生产技术改造及扩产建设项目	14885	3 年
3	研发中心建设项目	4550	2 年
合计		54520	-

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

基于以上分析，我们构建公司高端液压件业务的增长模型。假设条件为：

- 1、考虑到 2016 年工程机械行业景气度仍劣于 2014 年，但液压件的应用正不断向高压和集成化等领域扩展，应用比例正逐步提升。两种机制共同作用下，我们假设 2016 年工程机械液压件市场规模与 2014 年持平，即 171 亿元。
- 2、政策推动我国液压件行业发展有望提速，假设 2017-19 年行业 CAGR 为 15%。
- 3、假设液压件维保市场规模为工程机械液压件市场总规模的 1/3。

4、假设公司液压件市占率将持续提升，2019 年占据市场 6.9%的份额。

5、工程机械维保市场的毛利率通常在 45%左右，而公司 2016 年毛利率基数相对较低，后续提升空间较大。同时，因整机销售火热，造成零配件供给不足的局面，我们预计公司净利率有望显著提升，假设 2019 年毛利率提升至 46.5%，净利率提升至 24.5%。

我们构建模型如下表，结论是公司液压件业务 2017-2019 年营业收入增长率分别为 65%、50%、45%，净利润同比增速分别为 83%、53%、45%。

表 10：公司液压件业务增长模型

预测项目	2016A	2017E	2018E	2019E
工程机械液压件市场规模（亿）	171	197	226	260
液压件维保市场规模（亿）	57	66	75	87
公司液压件维保市场占有率	3.00%	4.20%	5.50%	6.90%
液压件营业收入（亿）	1.71	2.74	4.10	5.95
液压件营业收入（%）	59%	60%	50%	45%
液压件毛利率（%）	37.35%	45.00%	46.00%	46.50%
液压件毛利（亿）	0.64	1.23	1.89	2.77
液压件净利率（%）	21.00%	24.00%	24.50%	24.50%
液压件净利（亿）	0.36	0.66	1.01	1.46
液压件净利同比增速（%）	-	82.86%	53.13%	45.00%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

4、充分受益“一带一路”战略，海外市场空间巨大

2017年5月14日，“一带一路”高峰论坛正式召开。习主席就“一带一路”未来的发展对资金支持、商贸交流、科技研发以及对外援助等多个方面做出了规划，提出向丝路基金增资1000亿元，同时国开行、进出口行分别提供2500亿元和1300亿元等值人民币专项贷款，用于支持“一带一路”基建、产能、金融合作。

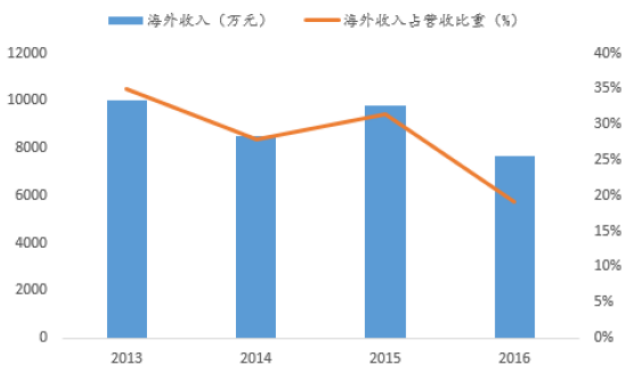
图 29：“一带一路”连接区域示意图



资料来源：新华网、国海证券研究所

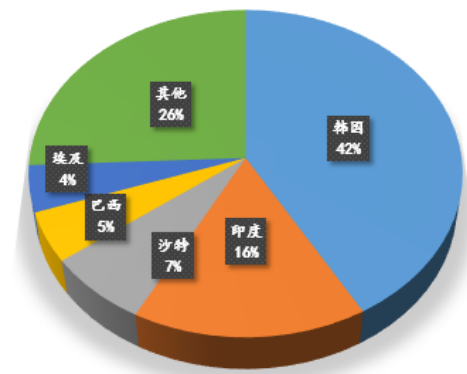
公司海外收入占比较高，有望充分受益于“一带一路”战略。公司2013-15年公司海外收入占营收比重在30%左右，2016年受下游客户经营策略调整收入有所下滑。从出口国家来看，公司产品已销往60多个国家和地区，主要市场为中东、亚洲、南美洲等地区，主要销往韩国、沙特、印度、巴西、卡塔尔等国家。其中沙特、印度、卡塔尔属于“一带一路”沿线国家名单，未来公司海外业务有望充分受益于国家战略。与此同时，公司在北京设立对外贸易与沟通的窗口，通过引进具有国际销售经验的专业人才，亦为公司海外业务的持续拓展积蓄了力量。

图 30：公司海外收入及占营收比重



资料来源：公司年报、国海证券研究所

图 31：2016 年上半年公司出口国家收入占比



资料来源：公司年报、国海证券研究所

5、盈利预测与评级：维持“买入”评级

我们认为公司液压破碎锤凭借品牌优势和价格优势市占率有望继续提升，液压件业务存在巨大的进口替代市场空间，公司以维保后市场为切入点，业绩有望维持持续高增长态势。我们对公司的分项业务进行预测，如下表所示：

表 11：公司分项业务业绩预测

业务项目		2016A	2017E	2018E	2019E
液压破碎锤	破碎锤营业收入 (亿)	2.26	3.05	3.97	5.16
	破碎锤营业收入 YOY (%)	10%	35%	30%	30%
	破碎锤业务毛利率 (%)	45.54%	46.00%	47.00%	48.00%
	破碎锤业务毛利 (亿)	1.03	1.40	1.86	2.47
	破碎锤业务净利率 (%)	18.50%	22.00%	22.50%	23.00%
	破碎锤业务净利 (亿)	0.42	0.67	0.89	1.19
高端液压件	液压件营业收入 (亿)	1.71	2.74	4.10	5.95
	液压件营业收入 YOY (%)	59%	60%	50%	45%
	液压件毛利率 (%)	37.35%	45.00%	46.00%	46.50%
	液压件毛利 (亿)	0.64	1.23	1.89	2.77
	液压件净利率 (%)	21.00%	24.00%	24.50%	24.50%
	液压件净利 (亿)	0.36	0.66	1.01	1.46
其他	其他业务营业收入 (亿)	0.03	0.03	0.03	0.03
	其他业务营业收入 YOY (%)	-25%	0%	0%	0%
	其他业务毛利率 (%)	86.73%	86.00%	86.00%	86.00%
	其他业务毛利 (亿)	0.02	0.02	0.02	0.02
	其他业务净利率 (%)	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	其他业务净利 (亿)	0.01	0.01	0.01	0.01
合计	营业收入 (亿)	4.00	5.81	8.10	11.13
	营业收入 YOY (%)	26%	45%	39%	38%
	毛利率 (%)	42.29%	45.70%	46.61%	47.28%
	毛利 (亿)	1.69	2.66	3.77	5.26
	净利率 (%)	19.70%	23.02%	23.57%	23.84%
	净利润 (亿)	0.79	1.34	1.90	2.65
	净利润 YOY (%)	55%	69%	42%	39%

资料来源：公司年报、国海证券研究所

预计 2017-2019 年公司净利润分别为 134 百万元、190 百万元、265 百万元，对应 EPS 分别为 0.76 元/股、1.08 元/股、1.50 元/股，按照 7 月 6 日收盘价 36.90 元计算，对应 PE 分别为 48、34、25 倍，继续维持“买入”评级。

表 12: 公司盈利预测情况

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	400	581	810	1113
增长率(%)	26%	45%	39%	37%
净利润 (百万元)	79	134	190	265
增长率(%)	53%	69%	42%	39%
摊薄每股收益 (元)	0.60	0.76	1.08	1.50
ROE(%)	15.73%	21.94%	24.91%	27.11%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 破碎锤业务发展不及预期;
- 2) 液压件新产品市场拓展不及预期;
- 3) 海外业务进展不及预期;
- 4) 募投项目进展不达预期。

表 11: 艾迪精密盈利预测表

证券代码:	603638.SH				股价:	36.90				投资评级:	买入				日期:	2017-07-06			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E										
盈利能力					每股指标														
ROE	16%	22%	25%	27%	EPS	0.60	0.76	1.08	1.50										
毛利率	42%	43%	43%	43%	BVPS	3.82	3.48	4.34	5.55										
期间费率	19%	15%	15%	15%	估值														
销售净利率	20%	23%	24%	24%	P/E	61.35	48.36	34.09	24.53										
成长能力					P/B	9.65	10.61	8.49	6.65										
收入增长率	26%	45%	39%	37%	P/S	12.18	11.17	8.02	5.83										
利润增长率	53%	69%	42%	39%															
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E										
总资产周转率	0.60	0.73	0.83	0.90	营业收入	400	581	810	1113										
应收账款周转率	5.70	6.75	8.29	10.72	营业成本	231	332	465	636										
存货周转率	1.77	1.81	1.86	1.91	营业税金及附加	5	7	9	13										
偿债能力					销售费用	24	26	30	36										
资产负债率	24%	23%	22%	21%	管理费用	45	53	78	111										
流动比	1.91	1.89	2.00	2.21	财务费用	2	3	3	2										
速动比	0.96	0.75	0.69	0.76	其他费用/(-收入)	(3)	(3)	(4)	(5)										
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	92	158	221	309										
现金及现金等价物	51	21	16	43	营业外净收支	1	0	3	2										
应收款项	70	86	98	104	利润总额	93	158	224	311										
存货净额	130	187	255	340	所得税费用	14	24	34	47										
其他流动资产	11	16	22	30	净利润	79	134	190	265										
流动资产合计	262	309	390	517	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	278	314	398	528	归属于母公司净利润	79	134	190	265										
在建工程	47	97	122	122	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E										
无形资产及其他	63	63	57	51	经营活动现金流	71	104	158	229										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	79	134	190	265										
资产总计	663	797	981	1231	少数股东权益	0	0	0	0										
短期借款	68	68	68	68	折旧摊销	33	20	22	26										
应付款项	50	68	89	113	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	3	5	6	9	营运资金变动	(41)	(51)	(54)	(61)										
其他流动负债	17	23	32	44	投资活动现金流	(83)	(86)	(109)	(130)										
流动负债合计	138	164	195	234	资本支出	(93)	(86)	(109)	(130)										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	21	21	21	21	其他	11	(0)	0	0										
长期负债合计	21	21	21	21	筹资活动现金流	(18)	(27)	(38)	(53)										
负债合计	159	185	216	255	债务融资	24	0	0	0										
股本	132	176	176	176	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	505	612	765	976	其它	(42)	(27)	(38)	(53)										
负债和股东权益总计	663	797	981	1231	现金净增加额	(30)	(9)	11	46										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

熊绍龙，武汉大学工学硕士，3年天然气行业实业工作经验，1年公募基金买方行业研究经验。2017年6月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、工业自动化等领域。

【分析师承诺】

冯胜，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。