

艾迪精密（603638）研究简报

2017 年 6 月 6 日

扩产放量液压件，进口替代破碎锤

投资评级：增持（首次）

投资要点

■ 国内一流的液压产品制造商

公司是国内一流的液压产品制造商，总部设在山东烟台，主要产品包括液压破碎锤和液压件等液压产品。公司液压破碎锤产品线丰富，销往 60 多个国家和地区，是国产破碎锤的龙头老大；液压件技术产品自主研发，定位高端，相关技术水平全国领先。随着国内破碎锤产品的进口替代，以及高端液压件产品的扩产放量，公司业绩前景良好，成长空间广阔。

■ 产品供不应求，进入发展快车道

2016 年公司实现营收 4.00 亿元，同比+26.36%，归母净利 7939 万元，同比+53.09%，扣非归母净利 7825 万元，同比+55.28%。分产品看，破碎锤产品全年营收达 2.26 亿，同比+10.35%，占总营收的 56.42%；液压件产品全年营收达 1.71 亿，同比+58.84%，占总营收的 42.77%。2017Q1 实现营收 1.39 亿，同比+54.19%，归母净利 3063 万，同比+116.62%。公司业绩高速增长，系生产效率提高、产能扩产及市场利好所致。

■ 进口替代、定位中高端，毛利率高

2016 年公司综合毛利率 45.37%，同比+6.02pct。公司破碎锤产品毛利率为 45.54%，同比+3.89pct；液压件毛利率为 37.35%，同比+12.86pct。三费方面，公司销售费用 2442 万，占营收的 6.10%，同比+1.09pct，主要系公司生产销售规模持续扩大，销售费用相应增加所致；管理费用 4456 万，占营收的 14.45%，与去年基本持平；财务费用 166 万，占营收的 0.72%，同比+0.25pct，三费合计占比 21.28%，同比+1.39pct。2017Q1 公司三费合计占比 18.28%，销售费用 649 万元，占营收的 6.10%，与去年基本持平；管理费用 1283 万元，占营收的 14.45%，同比-1.86pct；财务费用 96 万元，占营收的 0.72%，与去年基本持平。公司产品定位中高端、进口替代，持续推进新产品研发，保持着同行业内较高的毛利率水平。

■ 破碎锤的国内龙头老大，业内竞争优势明显

公司是国产破碎锤行业的龙头老大。2016 年破碎锤整机销量 5110 台，销量较去年同期同比增加 21.28%。随着募投项目的推进，新厂的建成，公司摆脱产能束缚，未来发展可期。公司与国内竞争对手相比，技术水平优势明显，与国外进口产品在性价比上也有 20% 以上优势。我国配锤率仍维持在 20% 以下，与发达国家 35% 以上配锤率存在较大差距。随着国内挖掘机的配锤率不断提升，公司破碎锤产品将保持稳健发展。

■ 液压件发迹后市场，瞄准工程机械主机厂

公司液压件产品专注研发，定位高端，扩产放量。2016 年液压件产品全年营收达 1.71 亿元，同比增速达 58.84%。2016 年合计销量 1.8 万台，2017 年预计产能达 2.6 万台，合计提高 40%。扩产布局产业未来，放量瞄准主机厂。不同于国内外的相关竞争对手，公司从工程机械后市场，主要是工程机械维修入手。随着在后市场得到稳定性的验证，公司作为国产液压件产品的高端供应商，伴随着进口替代效应及募投项目的进一步实施，液压件板块前景广阔。

■ 盈利预测与投资建议

公司作为中国国产液压破碎锤的龙头老大，液压件产品定位中高端，相关技术水平全国领先，随着国内挖掘机的配锤率的不断提升，以及液压件产品的扩产放量，公司有望保持稳定且快速的业绩增长态势，考虑到上市后股本有所扩大，预计公司 2017-2019 年 EPS 0.68/0.90/1.11 元，对应 PE 50/38/31X，首次覆盖，给予“增持”评级

■ **风险提示：**研发进度不及预期，宏观经济波动，新厂扩产水平不及预期，同行竞争加剧

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号:S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋

nizhy@dwzq.com.cn

18321162658

股价走势



市场数据

收盘价（元）	34.48
市盈率（2016）	76.43
市净率（2016）	12.02
流通 A 股市值（百万元）	1517

基础数据

每股净资产（元）	2.87
资产负债率（%）	23.90
总股本（百万股）	176
流通 A 股（百万股）	44

相关研究

1. 国内一流的液压产品制造商

公司是国内一流的液压产品制造商，总部设在山东烟台，主要产品包括液压破碎锤和液压件等液压产品。公司液压破碎锤产品线丰富，销往 60 多个国家和地区，是国产破碎锤的龙头老大；液压件技术产品自主研发，定位高端，相关技术水平全国领先。随着国内破碎锤产品的进口替代，以及高端液压件产品的扩产放量，公司业绩前景良好，成长空间广阔。

图表1 公司主要液压破碎锤产品简介

		
侧装式液压破碎锤	顶装式液压破碎锤	静音式液压破碎锤

资料来源：2016 年年报，东吴证券研究所

图表2 公司高端液压件产品简介

	
液压泵	回转马达
	
行走马达	多路控制阀

资料来源：2016 年年报，东吴证券研究所

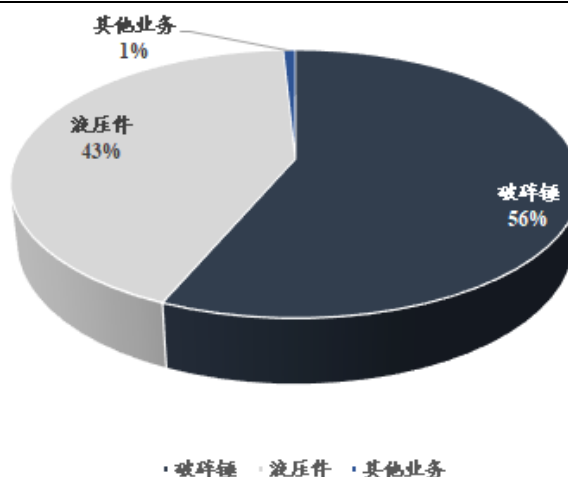
2. 产品供不应求，进入发展快车道

2016 年公司实现营收 4.00 亿元，同比+26.36%，归母净利 7939 万

元，同比+53.09%，扣非归母净利 7825 万元，同比+55.28%。分产品看，破碎锤产品全年营收达 2.26 亿，同比+10.35%，占总营收的 56.42%；液压件产品全年营收达 1.71 亿，同比+58.84%，占总营收的 42.77%。2017Q1 实现营收 1.39 亿，同比+54.19%，归母净利 3063 万，同比+116.62%。公司业绩高速增长，系生产效率提高、产能扩产及市场利好所致。

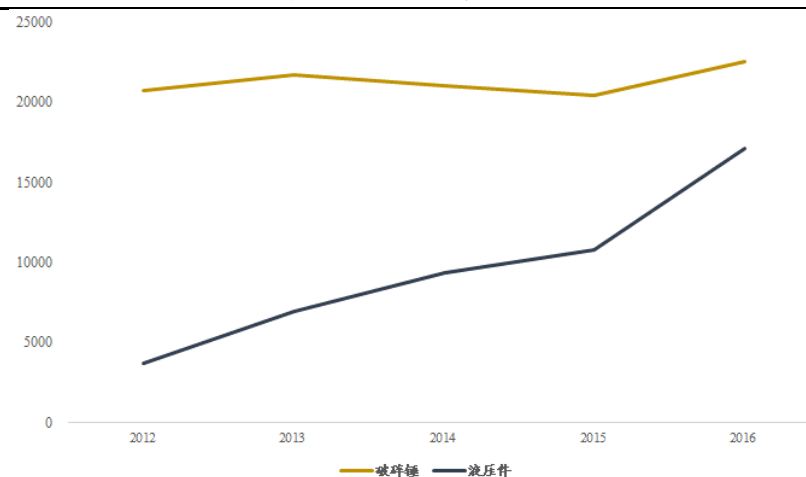
过去公司产能一直有所限制，销售处于供不应求的状态。公司今年从 50 亩旧场搬到 180 亩新厂再加上市场方面的利好，产能将有所扩充。新厂房在完全建成后，将形成 7 万余平方米的使用面积，远高于老厂房 1.8 万平方米的规模。公司产品定位清晰，主攻中高端，未来发展可期。

图表3 破碎锤占比 56%，液压件占比 43%



资料来源：2016 年年报，东吴证券研究所

图表4 扩产放量，16 年液压件营收高速增长（万元）



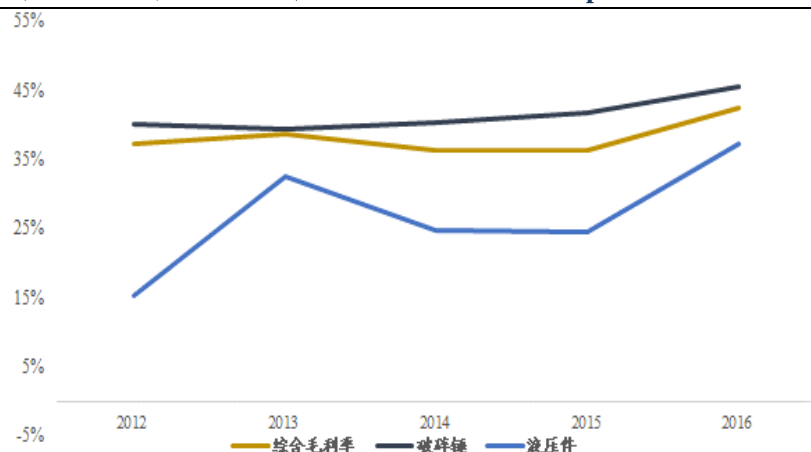
资料来源：2016 年年报，东吴证券研究所

3. 进口替代、定位中高端，毛利率高

2016 年公司综合毛利率 45.37%，同比+6.02pct。公司破碎锤产品毛利率为 45.54%，同比+3.89pct；液压件毛利率为 37.35%，同比+12.86pct。三费方面，公司销售费用 2442 万，占营收的 6.10%，同比+1.09pct，主要系公司生产销售规模持续扩大，销售费用相应增加所致；管理费用 4456 万，占营收的 14.45%，与去年基本持平；财务费用 166 万，占营收的 0.72%，

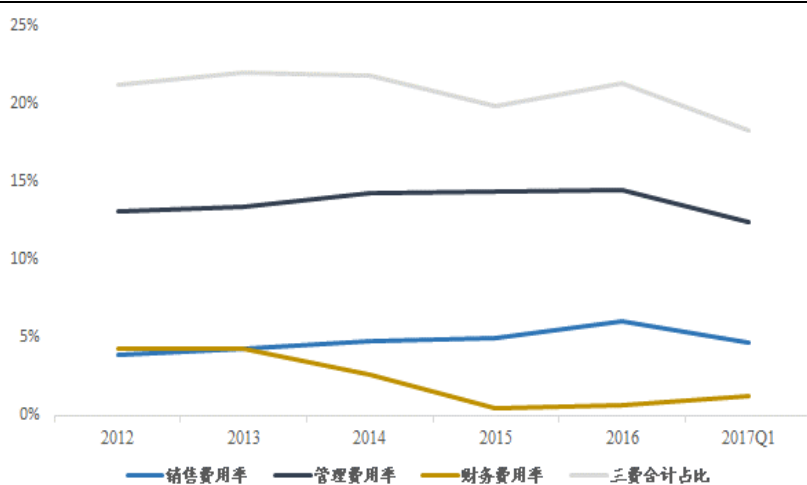
同比+0.25pct，三费合计占比 21.28%，同比+1.39pct。2017Q1 公司三费合计占比 18.28%，销售费用 649 万元，占营收的 6.10%，与去年基本持平；管理费用 1283 万元，占营收的 14.45%，同比-1.86pct；财务费用 96 万元，占营收的 0.72%，与去年基本持平。公司产品定位中高端、进口替代，持续推进新产品研发，保持着同行业内较高的毛利率水平。

图表5 2016 年综合毛利率达 45.37%，同比+6.02pct



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表6 2016 年销售费用有所增加，系扩产所致



资料来源：wind，东吴证券研究所

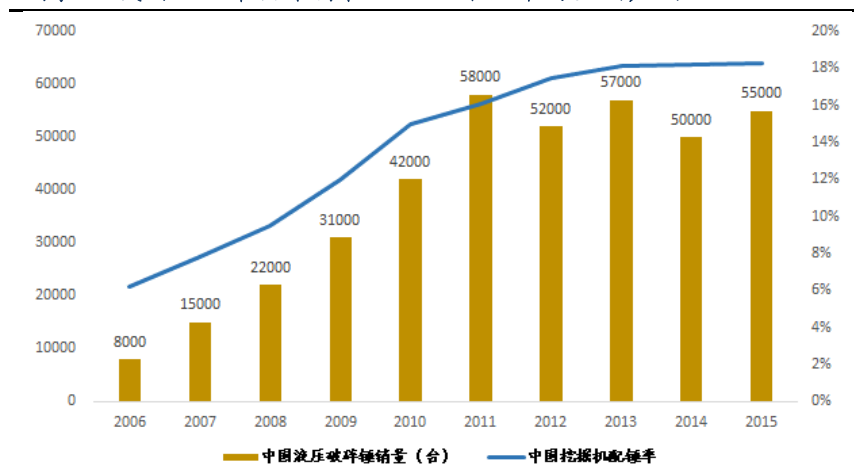
4. 破碎锤的国内龙头老大，业内竞争优势明显

公司是国产破碎锤行业的龙头老大。年报显示，2016 年破碎锤整机销量 5110 台(轻型 3326 台，中型 867 台，重型 942 台)，销量较去年同期增加 21.28%。而除 5110 台之外，另外公司单独售卖出核心机芯，共计生产了 1000-2000 台，没有算在年报中，去年合计破碎锤产能实际在 6000 台以上。在新厂正常进度下，今年能够达到 1.2-1.5 万台的产能。随着新厂的建成，公司摆脱产能束缚，未来发展可期。

公司与国内竞争对手相比，技术水平优势明显，与国外进口产品在性价比上也有 20%以上优势。公司主要的竞争是来自于韩国的进口产品，

但韩国产品的制造成本太高，材料和人工成本都比艾迪高，因此整机的销售价格要比艾迪高 20%-30%。我国配锤率仍维持在 20% 以下，与发达国家 35% 以上配锤率存在较大差距。随着国内挖掘机的配锤率不断提升，公司破碎锤产品将保持稳健发展。此外，考虑到国内日益上涨的人工成本，公司正在往自动化方向发展，采购自动化水平高的设备，一些简单的岗位已经在实行自动化生产。

图表7 我国配锤率仍维持在 20% 以下，市场空间广阔



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

5. 液压件发迹后市场，瞄准工程机械主机厂

公司液压件产品专注研发，定位高端，扩产放量。2016 年液压件产品全年营收达 1.71 亿元，同比增速达 58.84%。2016 年合计销量 1.8 万台，2017 年预计产能达 2.6 万台，合计提高 40%。扩产布局产业未来，放量瞄准主机厂。不同于国内外的相关竞争对手，公司从工程机械后市场，主要是工程机械维修入手。随着在后市场得到稳定性的验证，公司作为国产液压件产品的高端供应商，伴随着进口替代效应及募投项目的进一步实施，液压件板块前景广阔

图表8 公司募投项目合计总投资总额达 5.46 亿元

项目名称	投资总额 (百万元)	拟投入募集资金 (百万元)
液压破拆属具及液压件建设项目	351	246
年产2000万套轴承专业配套件项目	149	
研发中心建设项目	46	
合计	546	

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

公司作为中国国产液压破碎锤的龙头老大，液压件产品定位中高端，相关技术水平全国领先，随着国内挖掘机的配锤率的不断提升，以及液压件产品的扩产放量，公司有望保持稳定且快速的业绩增长态势，考虑到上市后公司股本有所扩大，预计公司2017-2019年EPS

0.68/0.90/1.11元，对应PE 50/38/31X，首次覆盖，给予“增持”评级

研发进度不及预期，宏观经济波动，新厂扩产水平不及预期，同行竞争加剧

盈利及估值重要数据	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	400	570	741	926
同比(+/-%)	26	42	30	25
净利润(百万元)	79	120	158	196
同比(+/-%)	53	52	31	24
毛利率(%)	42.37	43.16	44.57	45.38
ROE(%)	15.7	20.2	22.1	22.8
每股收益(元)	0.45	0.68	0.90	1.11
P/E	76.43	50.41	38.47	30.98
P/B	12.02	10.20	8.51	7.05

7. 风险提示

研发进度不及预期：公司一直重视核心技术的突破和高端产品的开发，每年都投入大量的研发费用，但若研发项目失败或不及预期，将会对公司业绩造成一定影响。

市场规模受宏观经济影响：国内宏观经济、产业政策的变动，将会直接影响到下游工业机械行业市场需求，进而影响到液压件产品制造行业。

扩产水平影响：目前国内同行业企业数量较多而大多数企业规模较小、主要产品技术整体水平不高，但仍有少数国内企业通过积累或引进技术，在某些产品领域已具备了与公司相当的技术研发能力，公司仍面临着国内同行业企业的激烈竞争压力。

行业竞争影响：目前国内同行业企业数量较多而大多数企业规模较小、主要产品技术整体水平不高，但仍有少数国内企业通过积累或引进技术，在某些产品领域已具备了与公司相当的技术研发能力，公司仍面临着国内同行业企业的激烈竞争压力。

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	262.0	359.6	781.3	965.9	营业收入	400.1	569.6	740.5	925.6
现金	50.7	43.2	44.9	46.3	营业成本	230.6	323.8	410.5	505.6
应收款项	70.2	100.8	126.0	161.3	营业税金及附加	4.5	4.9	6.5	8.8
存货	130.4	195.3	240.1	295.6	营业费用	24.4	30.3	40.6	52.1
其他	10.7	20.2	370.3	462.8	管理费用	46.0	72.6	91.9	112.8
非流动资产	401.3	439.3	485.8	530.0	财务费用	1.7	3.6	12.5	21.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	325.2	369.5	421.7	471.0	其他	-1.1	4.2	4.0	3.0
无形资产	63.3	57.0	51.3	46.1	营业利润	91.7	138.6	182.6	227.5
其他	12.9	12.9	12.9	12.9	营业外净收支	1.3	3.0	3.0	3.0
资产总计	663.4	798.9	1267.2	1495.9	利润总额	93.1	141.6	185.6	230.5
流动负债	137.5	180.4	526.5	606.6	所得税费用	13.7	21.2	27.8	34.6
短期借款	68.0	105.2	422.5	473.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	49.5	54.7	74.6	95.3	归属母公司净利润	79.4	120.4	157.8	195.9
其他	20.0	20.4	29.4	37.7	EBIT	96.0	144.4	196.8	251.3
非流动负债	21.0	23.4	27.2	29.0	EBITDA	128.5	175.4	234.2	293.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	21.0	23.4	27.2	29.0	每股收益(元)	0.45	0.68	0.90	1.11
负债总计	158.5	203.8	553.7	635.6	每股净资产(元)	2.87	3.38	4.05	4.89
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	发行在外股份(百万股)	176.0	176.0	176.0	176.0
归属母公司股东权益	504.8	595.1	713.4	860.4	ROIC(%)	15.7%	19.0%	18.2%	17.3%
负债和股东权益总计	663.4	798.9	1267.2	1495.9	ROE(%)	15.7%	20.2%	22.1%	22.8%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	41.2%	43.2%	44.6%	45.4%
经营活动现金流	71.0	53.9	-190.6	87.8	EBIT Margin(%)	24.0%	25.3%	26.6%	27.2%
投资活动现金流	-82.6	-68.5	-85.5	-88.5	销售净利率(%)	19.8%	21.1%	21.3%	21.2%
筹资活动现金流	20.3	7.1	277.9	2.0	资产负债率(%)	23.9%	25.5%	43.7%	42.5%
现金净增加额	9.6	-7.5	1.8	1.3	收入增长率(%)	26.4%	42.4%	30.0%	25.0%
企业自由现金流	2.3	-14.4	-268.2	14.9	净利润增长率(%)	53%	52%	31%	24%

数据来源: wind, 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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>

