

破碎锤行业龙头，致力打造液压件领军企业

——艾迪精密首次覆盖报告

公司深度研究

◆ 首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 41.84 元

我们认为随着公司产能的逐步释放和市场占有率的进一步提升，破碎锤和高端液压件业务将共同发力，业绩增长进入快车道。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 1.40/2.49/3.54 亿元，对应 EPS 为 0.79/1.41/2.01 元，同比增长 75.8%、78.3%、42.2%，复合增速约为 59%，结合 PE 和 PS 估值法，考虑到公司在破碎锤行业的龙头地位和液压件业务广阔的市场空间，给予 2018 年 29.68 倍，目标价 41.84 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 破碎锤行业龙头，2016 年起进入业绩增长快车道

公司主要从事液压产品的研发、生产和销售，产品包括破碎锤、泵和马达等液压件，下游广泛应用在挖掘机、桩工机械等多个领域，目前已成为国内破碎锤行业的龙头企业，市占率超过 10%；同时自 2011 年以来逐步切入高端液压件领域，在后装市场迅速增长。2016 年下半年开始，受益于工程机械行业的复苏和公司产能的逐步释放，公司业绩增长明显提速，2017 全年实现净利润约 1.4 亿元，同比增长约 76%。

◆ 预计国内配锤率仍有较大的上升空间，破碎锤业务有望持续高增长

国内破碎锤行业发展迅速，配锤率已从 2006 年的 6% 提升到 2015 年的 18%，但距发达国家 35% 以上还有较大差距，随着国内人力替代加速、炸药管控趋严等因素，配锤率有望继续提升。公司作为国内破碎锤龙头企业，与三一、徐工等主机厂常年保持稳定的合作关系，技术能力突出、产品质量过硬，毛利率保持在 40% 以上的较高水平。随着公司募投项目的达产，将有效解决公司产能不足的问题，破碎锤业务未来有望持续高速增长。

◆ 液压件进口替代空间广阔，有望进入前装市场带来中长期增长新动力

根据气密协会数据，2016 年我国液压件整体市场空间约 580 亿元，其中进口的高端液压件超过 100 亿元。公司目前主要针对挖掘机后装市场提供泵、马达和多路控制阀等产品，近年来发展迅速，液压件营业收入已经从 2012 年 3600 万元增长到 2016 年 1.71 亿元，同时已具备部分前装市场产品的配套生产能力，未来有望切入主机厂供应体系，带来新的增长动力。

◆ 风险提示：产能扩张进度不达预期，液压件进入主机厂进展较慢。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	317	400	642	1,175	1,657
增长率(%)	2.6	26.4	60.6	82.9	41.0
净利润(百万元)	51.9	79	140	249	354
增长率(%)	14.8	53.1	75.8	78.3	42.2
毛利率(%)	36.3	42.4	42.6	43.4	43.9
净利率(%)	16.4	19.8	21.7	21.2	21.4
ROE(%)	12.2	15.7	21.5	27.7	28.3
EPS(摊薄/元)	0.29	0.45	0.79	1.41	2.01
P/E(倍)	108.19	70.7	40.2	22.5	15.9
P/B(倍)	13.24	11.1	8.6	6.3	4.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

郭泰 (执业证书编号：S0280518010004)

010-83561000

guotai@xsdzq.cn

联系人

何宇超

heyuchao@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.03.06

收盘价(元)：31.88

总股本(亿股)：1.76

总市值(亿元)：56.11

近 3 月换手率：99.17%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.54	-0.28	-15.36
绝对	9.55	0.98	2.63

相关研报

投资要件

关键假设

1. 破碎锤使用场景变多、频率增加，全国挖掘机配锤率逐年提升；
2. 公司液压件能够逐步切入主机厂前装市场，产能可以按照计划释放；
3. 国内工程机械行业持续温和复苏，不出现断崖式下滑。

我们区别于市场的观点

1. 市场认为破碎锤行业市场空间整体增速较慢，我们认为随着国家人力替代、炸药管控等因素的影响，比如小型挖掘机配上破碎锤取代传统的风镐作业、大型挖掘机配上破碎锤替代炸药进行矿山作业，配锤率仍然会逐年上升，有望从现阶段的20%左右提升至30%以上；

2. 区别于市场普遍认为液压件后装市场空间较小，我们认为随着配锤率的上升和挖掘机开工时间维持高位，将会对泵、马达等液压件的实际使用寿命有比较大的影响，从而增加液压件更换的频率、缩短更换周期，导致后装市场将持续增加；

3. 市场担心公司液压件很难进入主机厂的前装市场，但我们认为，公司液压件从2009年研发、2011年开始批量供货，本身就是针对主机厂前装市场的标准进行设计、生产和制造的，只是由于2011年后工程机械行业急转直下，主机厂需求迅速萎缩、川崎等国外液压巨头产能过剩等原因，所以才先行选择进入后市场。但公司产品的品质、标准以及与主机厂的匹配性都已经在后市场得到了验证，随着国内主机厂的需求持续复苏，川崎、力士乐的液压泵阀出现供货紧张，公司非常有望顺势切入主机厂供应体系。

股价上涨的催化因素

我们认为公司股价上涨的动力主要来源于公司业绩的持续高增长，以及液压件前装市场空间打开后带来的估值提升。从公司目前的订单和排产情况来看，短期业绩超预期的可能性较大；国内配锤率稳步提高、公司破碎锤市占率进一步提升、产能按计划逐步释放将保证公司中期业绩的稳定增长；液压件切入主机厂前装市场，将继续提升公司的品牌影响力和核心竞争力。

估值和目标价格

我们认为随着公司产能的逐步释放和市场占有率的进一步提升，破碎锤和高端液压件业务将共同发力，业绩增长进入快车道。预计公司2017-2019年净利润分别为1.40/2.49/3.54亿元，对应EPS为0.79/1.41/2.01元，同比增长75.8%、78.3%、42.2%，复合增速约为59%，结合PE和PS估值法，考虑到公司在破碎锤行业的龙头地位和液压件业务广阔的市场空间，给予2018年29.68倍，目标价41.84元，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

产能扩张进度不达预期，液压件进入主机厂进展较慢。

目 录

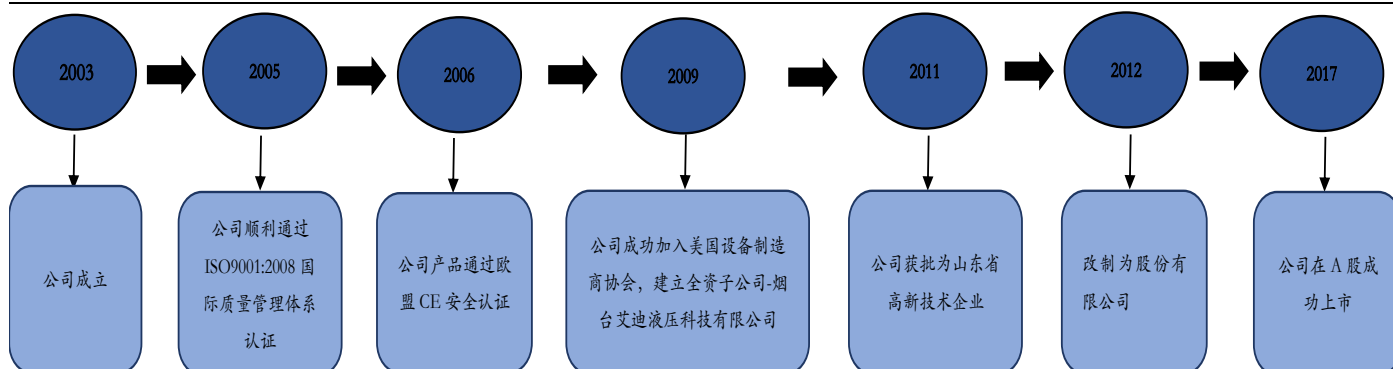
1、 业绩步入快车道的优质液压企业，2017 年业绩预增 76%.....	4
1.1、 从破碎锤到高端液压件，成长轨迹清晰.....	4
1.2、 历史经营状况良好，2016 年起进入上升快车道.....	6
2、 行业配锤率持续提升，破碎锤业务将维持高速增长.....	8
2.1、 配锤率提升逐步打开市场空间，2020 年有望达到 50 亿元.....	8
2.2、 破碎锤国内龙头，产能释放推动业绩高速增长.....	10
3、 从后装到前装，高端液压件业务或将业绩空间双提升.....	13
3.1、 液压市场需求平稳增长，国内进口替代空间超过 100 亿元.....	13
3.1.1、 全球液压市场保持增长，2016 年中国已成为第二大消费国.....	13
3.1.2、 国内液压元件进口替代空间超过 100 亿元，工程机械为最大下游市场.....	13
3.2、 液压后装市场翘楚，逐步切入前装打开成长新空间.....	15
3.2.1、 液压后市场规模超过 200 亿元，产能释放助推业绩腾飞.....	15
3.2.2、 有望逐步配套国产主机厂，切入前装市场增加中长期成长动力.....	17
4、 盈利预测及投资评级.....	18
4.1、 预计 2017-2019 年破碎锤和液压件复合增速分别为 72%和 44%.....	18
4.2、 首次覆盖给予“推荐”评级、目标价 41.84 元.....	19
5、 风险提示.....	19
5.1、 产能扩张进度不达预期.....	19
5.2、 液压件进入主机厂进展较慢.....	19
附：财务预测摘要.....	20
图表目录.....	21

1、业绩步入快车道的优质液压企业，2017 年业绩预增 76%

1.1、从破碎锤到高端液压件，成长轨迹清晰

烟台艾迪精密创建于 2003 年 8 月，主要从事液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售，产品包括液压破碎锤和高端液压件等液压产品，下游广泛应用于挖掘机、桩工机械、桥梁施工设备及航空航天等多个领域。经过十多年的发展，公司已成为国内液压破碎锤行业的龙头企业，产品已出口到全球 60 多个国家及地区，树立了良好的企业形象及国际品牌，并于 2017 年 1 月成功在 A 股上市。

图表1：公司重要发展历史



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司已拥有多系列破碎锤的生产能力。液压破碎锤作为公司目前的拳头产品，是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。液压破碎锤广泛应用于建筑、市政工程、矿山开采、冶金、公路、铁路等领域。公司经过十余年的生产与技术积累，现已形成了轻型、中型和重型 3 个序列 20 多个系列的液压破碎锤产品。

图表2：公司主要液压破碎锤产品



资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

图表3：破碎锤主要应用范围



资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

公司目前生产高端液压件以泵、马达为主。液压件是动力元件、控制元件、执行元件、辅助元件等一切用于液压系统的元件，种类繁多、应用广泛，其中液压泵、液压马达（行走马达、回转马达）、液压油缸和液压阀等是其重要部件。公司目前生产的液压泵、行走马达、回转马达和多路控制阀为高压、大流量液压件产品，其技术含量高、制造工艺复杂、精密度要求严格，属于高端液压件。

图表4： 液压系统组成产品与主要功能

组成部分	功能	主要产品	公司的主要产品
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，是液压系统的核心	液压泵	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	液压阀（压力阀、流量阀、方向阀等）	多路控制阀
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	液压缸（直线运动）、液压马达（回转运动）	行走马达、回转马达
辅助元件	提供必要的条件使液压系统得以正常工作，对液压系统进行监测和反馈，保证可靠、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、指示器和控制仪表等	
工作介质	能量和信号传递的介质	矿物油、乳化液、合成型液压油	

资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

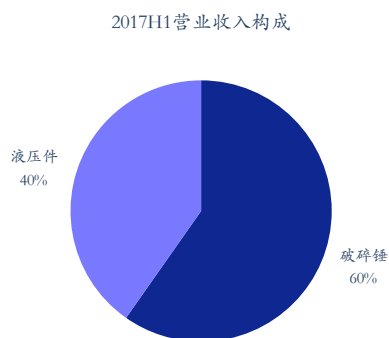
图表5： 液压系统组成产品在液压机械的应用

资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

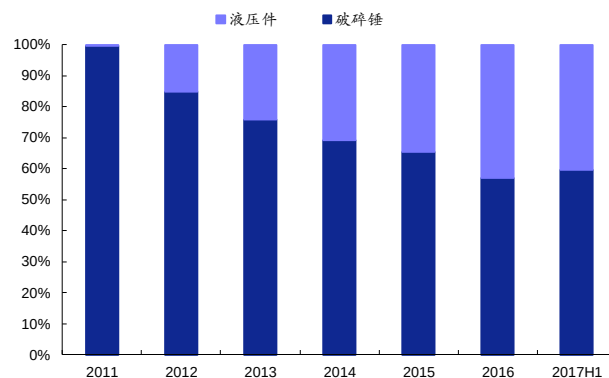
图表6： 公司主要液压件产品

资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

公司两大核心业务稳定发展，2017 年上半年破碎锤占比约 60%。公司做破碎锤起家，经过多年的发展在技术、客户、渠道都较为成熟后，开始逐步切入液压件市场，自 2011 年液压件正式投产以来，液压件业务持续增长，营业收入所占比重也逐年提高，已经从 2012 年的 15%提升到 2017 年上半年的 40%左右。

图表7： 2017H1 破碎锤仍为公司主要业务

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

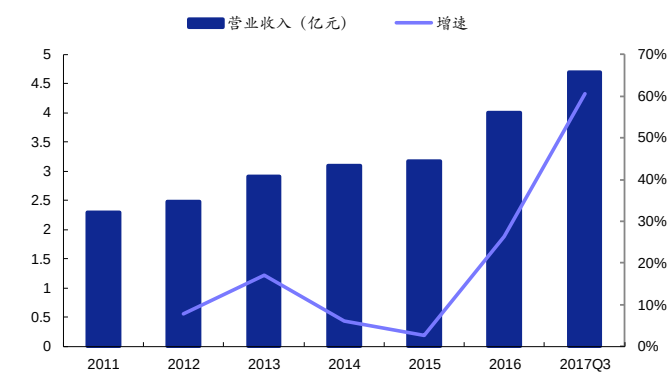
图表8： 公司液压件业务占比逐年提升

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.2、历史经营状况良好，2016 年起进入上升快车道

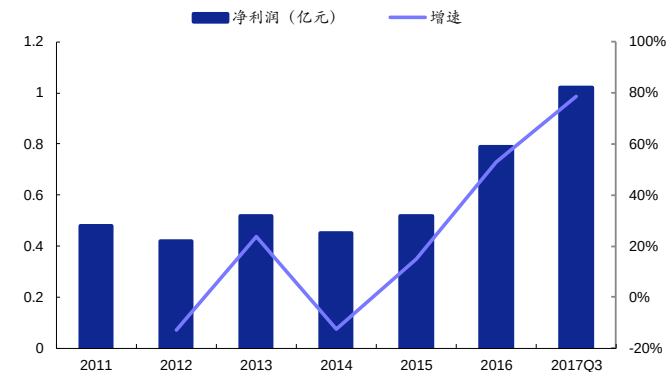
公司营收利润逐年上升，2017 年呈现爆发式增长。2011-2016 年，公司营业收入复合增速达到 11.7%，从 2.3 亿元增长到 4 亿元，净利润复合增速达到 10.48%，从 0.48 亿元增长到 0.79 亿元；2017 年受益于工程机械行业的复苏和产能的逐步释放，公司业绩增长提速，前三季度营业收入 4.7 亿元、同比增速 60.55%，净利润 1.02 亿元、同比增速为 78.49%，此外公司 2018 年 1 月 15 日发布业绩预告，预计 2017 年实现净利润约 1.4 亿元、增长约 76%。

图表9： 公司 2016 年开始营收增速明显提高



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

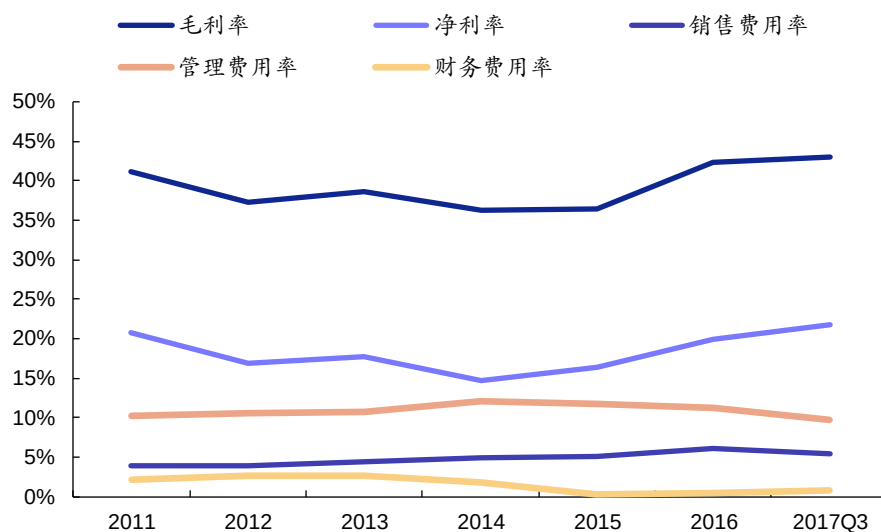
图表10： 公司自 2016 年起业绩增长迅猛



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司毛利率维持较高水平，净利率稳步提升。公司为破碎锤行业的龙头企业，高端液压件目前也主要集中在后市场，在产业链中的议价能力较高，整体毛利率一直维持在 40% 左右的较高水平，2017 年前三季度达到 43.05%。值得一提的是，虽然 2017 年市场原材料价格上涨，但公司产品结构发生变化（重型破碎锤比例提高），因此仍能保持较高的毛利率。此外，公司经过十余年的发展建设，形成了具有丰富管理经验的专业化团队，使得公司运营有序进行，各项费用率有所降低，致使公司的净利率稳步提升，2017 年前三季度达到 21.79%。

图表11： 近年来公司毛利率、净利率稳步提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

重视研发投入，整体技术水平较高。公司自成立以来不断加强技术研发团队建设，提高全过程自主研发能力，促进公司成为技术创新和科技成果转化的主体，致力打造成为液压产品领域的领先技术研发中心。至 2016 年底，公司已获得授权的国内专利共计 51 项，其中发明专利 2 项、实用新型专利 47 项，外观设计专利 2 项，并被评为高新技术企业。公司的核心技术包括热处理技术、高压液压件铸造技术、先进机加工工艺、高压密封技术、测试技术等，与此相关的专利分别有 2 项、1 项、5 项、4 项和 1 项。

图表12： 公司部分核心技术相关专利

项目	专利名称	专利类型
热处理技术	一种安全吊钩	实用新型
	一种工件热处理工装	实用新型
高压液压件铸造技术	一种高韧性耐腐蚀球墨铸铁材料	发明
先进机加工工艺	一种圆柱形工件磨削加工工装	实用新型
	一种轮廓非对称工件的内孔再加工工装	实用新型
	用于超精密研磨加工的阿基米德螺旋纹研磨盘	实用新型
	一种四偏心传动机构	实用新型
	一种深孔加工的高压冷却液供给装置	实用新型
高压密封技术	一种液压破碎锤用的缸体密封 (ZL201120116238.2)	实用新型
	一种液压破碎锤用的缸体密封 (ZL201120113074.8)	实用新型
	一种用于液压破碎锤的塞堵	实用新型
	一种高压胶管接头	实用新型
测试技术	一种正流量控制电比例泵	实用新型

资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

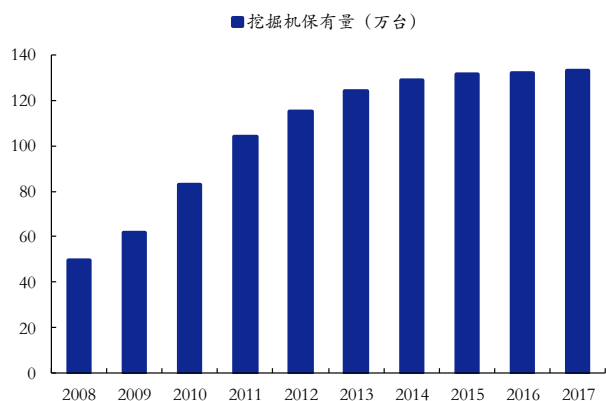
2、行业配锤率持续提升，破碎锤业务将维持高速增长

2.1、配锤率提升逐步打开市场空间，2020 年有望达到 50 亿元

破碎锤的市场需求跟挖掘机保有量相关度较高，国内潜在需求较大。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，更新频率较快（平均寿命为 2-3 年，重型破碎锤为 1-2 年），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。根据挖掘机分会统计，挖掘机按平均寿命 8-10 年测算，截止 2017 年底，我国挖掘机保有量约为 130 万台，近年来变动不大，这为我国破碎锤市场规模稳定增长提供了较高基数的保证。

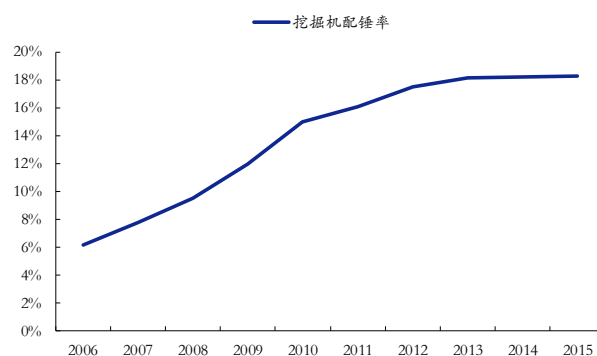
配锤率是影响破碎锤市场需求的重要因素。根据工程机械协会统计，发达国家挖掘机配锤率基本上在 35% 以上，日本、韩国等岛屿国家配锤率达到 60%，而中东等戈壁地区挖掘机配锤率高达 80%。我国破碎锤市场起步较晚，但增速较快，已从 2006 年的 6.2% 增长到 2015 年的 18.31%，通过草根调研，2017 年已超过 20%，但距发达国家仍然有较大差距。

图表13： 2017 年底国内挖掘机保有量约 130 万台



资料来源：中国工程机械工业协会、新时代证券研究所

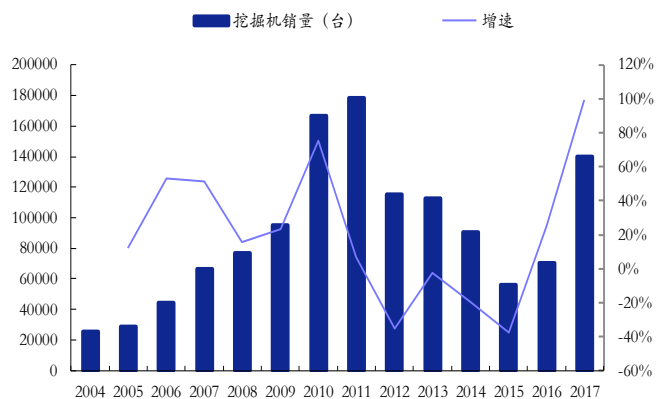
图表14： 国内挖掘机配锤率逐年提高



资料来源：中国工程机械工业协会、公司招股说明书、新时代证券研究所

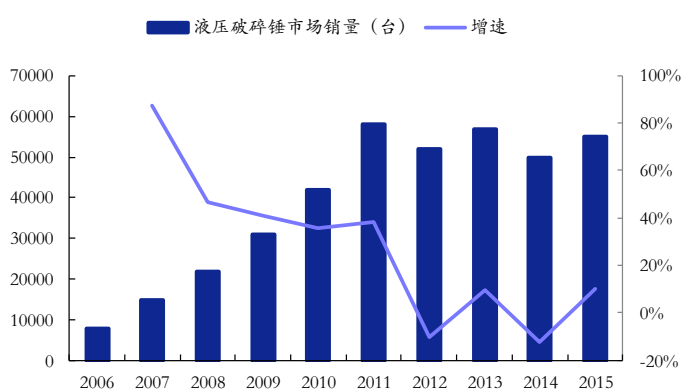
国内破碎锤销量在挖掘机行业整体下滑时仍保持平稳。2011-2015 年国内挖掘机新机销量下滑明显，但挖掘机的总量平稳增长，同时随着配锤率的不断提升，破碎锤销量仍然保持平稳，2015 年全年共销售破碎锤 55000 台。

图表15： 2016 年开始国内挖掘机销量开始回暖



资料来源：Wind、新时代证券研究所

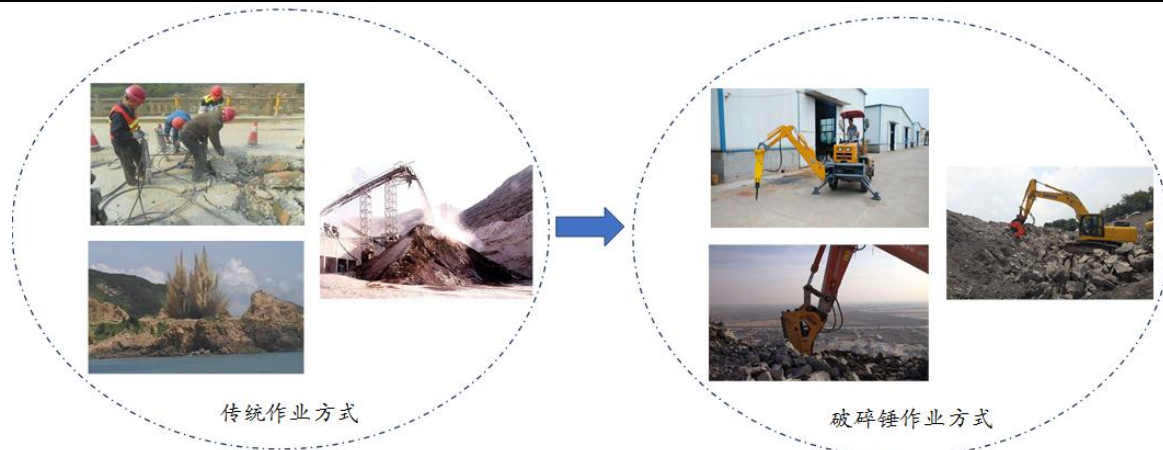
图表16： 2011-2015 年国内破碎锤销量保持平稳



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

人工替代、炸药管控、城镇化建设等因素综合作用,配锤率继续提升是大趋势。破碎锤作业效率高、能耗低、噪声小、适应复杂艰苦的破碎、破拆作业环境等特点逐步得到了用户的认可。我们认为,未来随着人工替代加速(比如小型挖掘机配上破碎锤取代传统的风镐作业)、炸药管控趋严(大型挖掘机配上破碎锤替代炸药进行矿山作业)、城镇化及城市基础设施建设持续推进(需要大量的破拆作业)、生产作业习惯逐步改变等因素,配锤率将有望继续提升。

图表17: 破碎锤作业方式将逐步代替传统作业方式

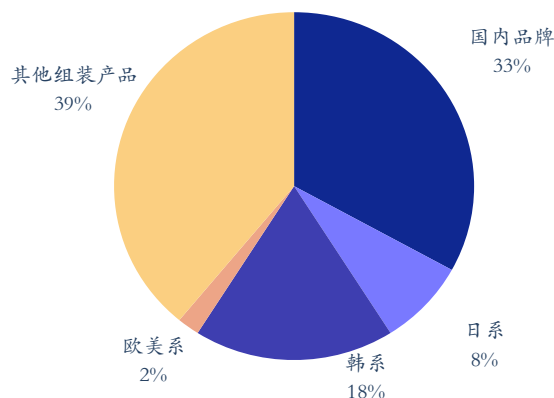


资料来源: 百度、新时代证券研究所

预计 2018-2020 年破碎锤复合增速超过 10%, 2020 年市场空间有望达到 50 亿元。截止 2017 年底,我国挖掘机保有量约为 130 万台,按照 20% 的配锤率测算,破碎锤保有量约为 26 万台,假设破碎锤平均 2.5 年的使用寿命,则 2017 年约有 10.4 万台破碎锤的市场需求,以艾迪精密产品平均单价为 3-4 万元/台,市场空间约为 30-40 亿元。未来三年,我们假设配锤率以每年 2 个百分点提升,挖掘机销售量每年 10% 增长(即 2020 年约 135 万台挖掘机保有量、26% 的配锤率),则 2020 年约有破碎锤保有量 35 万台、市场需求约 14 万台、市场空间约为 42-56 亿元。

国内企业突破技术壁垒,市场份额逐渐增大。全球液压破碎锤主要制造商约 30 余家,主要分为欧美系、日系、韩系等,产地集中在芬兰、瑞典、法国、德国、日本、韩国和中国等国家。国内厂家早期以组装产品为主,主要面向低端市场,但自 2005 年以来,以艾迪精密、浙江贝力特、安徽惊天液压为代表的国产液压破碎锤品牌已经逐渐掌握核心生产技术和工艺,在国内的市场份额逐渐增大。

图表18: 2013 年国内品牌占国内市场约 33%



资料来源: 工程机械协会、新时代证券研究所

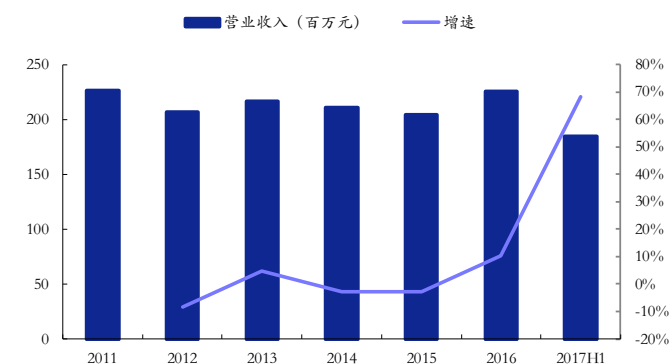
图表19： 破碎锤市场化程度及竞争格局

系列	特点	主要品牌	业务情况	在国内市场分布情况
欧美系	制造、品牌、服务三位一体 强大的技术研发实力 拥有自己的营销网络 注重自身品牌建设 行业集中度高	锐猛 (Rammer) 阿特拉斯·科普柯 (AtlasCopco) 蒙特贝 (Montabert)	与挖掘机主机制造商的合作关系密切，向挖掘机主机制造商直接进行销售；压破碎锤售价高，主要集中在欧美地区。	以高端为主，由于价格较高，其在国内市场的销量很低。
日系	与欧美系特点相似 行业集中度高	古河 (Furukawa) NPK	以出口为主。	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。
韩系	制造、品牌、服务分离 整体产业分工比较细 小规模零部件制造厂众多	经销商达到近百家	以出口为主，出口产品包括整锤和零部件，售后服务一般依赖于当地经销商。	较早进入国内市场，具有地域和价格优势，一度占有国内较大市场份额，近年来随着国内市场竞争加剧，其占有率快速下降。
国内市场	行业集中度较低 大部分厂家规模较小 研发能力较弱	大型：艾迪精密、贝力特 中小型：市场格局比较集散，一线品牌有4、5家，其它小厂众多	早期以组装产品为主，主要采购进口或国产零部件组装生产液压破碎锤产品，通常性能不稳定、质量得不到保证。	整体呈现持续发展的势头，不断扩大在国内的市场份额。

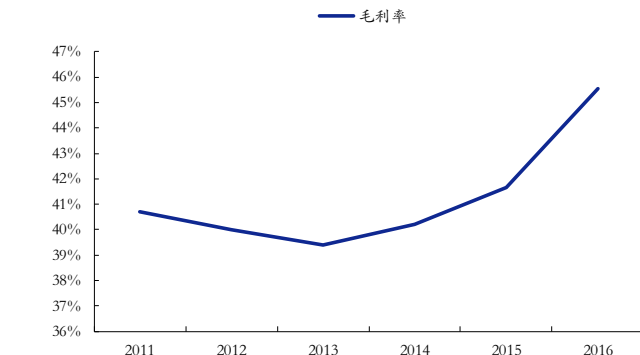
资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

2.2、破碎锤国内龙头，产能释放推动业绩高速增长

公司破碎锤业务2011-2016年维持稳定，2017年增长迅猛。公司作为国内破碎锤行业龙头，竞争优势明显，由于面向的是存量市场，所以在挖掘机销量大幅下滑的几年中，公司的破碎锤业务并没有随挖掘机行业不景气而下滑，业务收入基本维持在2亿元左右。2016年后随着挖掘机市场的回暖和公司产能的逐步释放，带动了公司破碎锤业务的迅猛增长，2017年上半年，公司破碎锤业务收入1.83亿元、同比增长68.3%。另一方面，由于公司的龙头地位，上下游的议价能力较强，毛利率能够在行业下行时相对稳定，行业复苏时稳步提升。

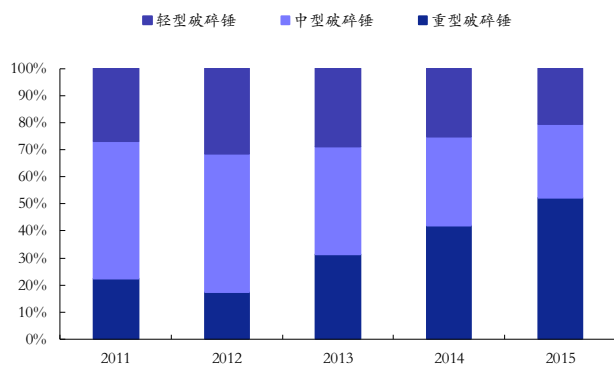
图表20： 2017年公司破碎锤业务爆发增长

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

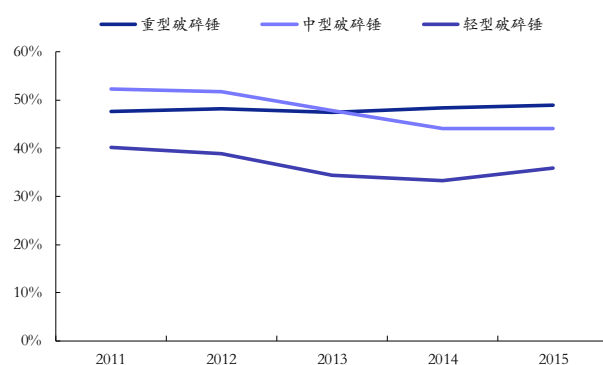
图表21： 破碎锤毛利率企稳后逐步提升

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

重型破碎锤毛利率较高，未来占比有望继续提升。液压破碎锤可分为轻型、中型和重型三大类，重型破碎锤对生产工艺及产品性能要求更加严苛、技术壁垒较高，具有生产能力的企业相对较少，故产品的毛利率和附加值较高，公司近几年重点发展重型破碎锤业务，重型破碎锤收入占比不断提高。未来随着我国工程建设装备水平的不断提高、国家对于传统破碎方法（炸药）的使用限制等因素将带动重型破碎锤的市场需求，在总体生产能力一定的情况下，公司将主动调整生产能力，将更多的资源投入到重型破碎锤的生产中，进一步提升重型破碎锤的占比。

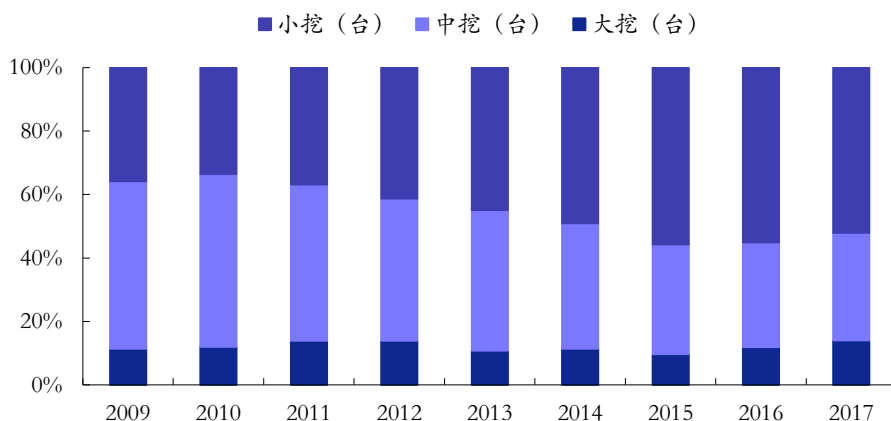
图表22： 公司重型破碎锤业务收入占比逐年增加

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表23： 重型破碎锤毛利率相对较高

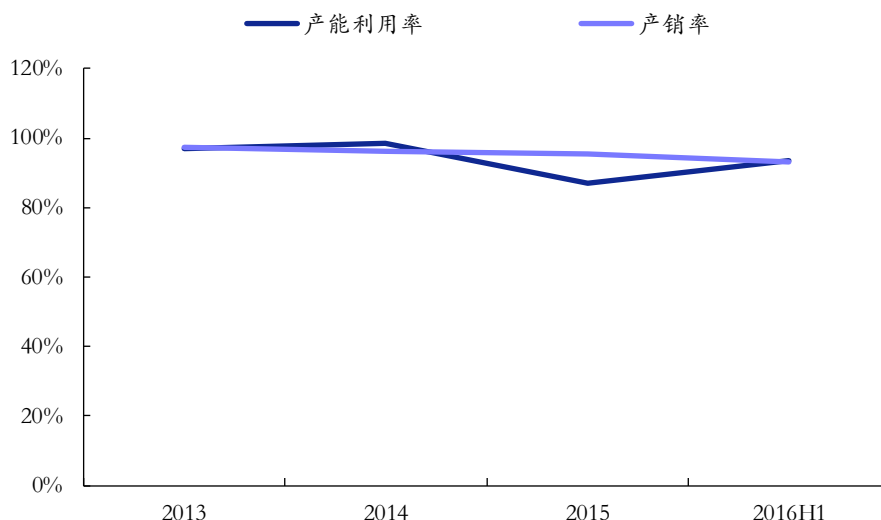
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

挖掘机销售结构的变化，或将持续优化公司破碎锤产品结构。从不同类别挖掘机销量来看，2017 年小挖、中挖和大挖销量分别为 7.30 万台、4.76 万台、1.97 万台，同比增速分别为 88.26%、105.34%和 135.56%，中大挖的增速明显高于小挖，显示出中大挖所对应的矿山煤炭、大型基建项目开工需求旺盛。中大挖掘机增速较快也印证了中型、重型破碎锤的市场需求增速较快，我们判断未来随着环保要求趋严，矿山采石等领域炸药的使用将受到非常大的限制，中型和重型破碎锤的需求将持续增加，公司破碎锤产品结构或将继续朝着毛利高、附加值高的方向优化。

图表24： 2017 年中大型挖掘机增速明显高于小型挖掘机

资料来源：中国工程机械工业协会、新时代证券研究所

公司产能略显紧张，亟需扩充产能满足订单需求。近年来，公司产能利用率和产销率维持高位，除 2015 年产能利用率稍低外，其余时间均维持在 93%以上，2017 年已出现产能不足导致无法完成承接所有订单的情况。2017 年 IPO 上市后，将募集资金投资项目建成投产，将一定程度上解决制约公司发展的产能问题，有望进一步提升公司的收入规模和市场占有率。

图表25： 公司产能利用率和产销率维持高位

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

募投项目顺利推进，将新增破碎锤产能 5000 台。公司募集资金用于投资项目的建设，公司液压破拆属具及液压件建设项目计划投资 3.5 亿元，新建厂房 2 栋、动力中心 1 栋，总占地面积为 5.5 万平方米，建筑面积为 3.7 万平方米。项目计划购置设备共 330 台套，其中机械加工生产设备 219 台套，热处理设备 32 台套，结构件设备 30 台套，辅助设备及公用设备 8 台套，运输设备 41 台套。项目建成后破碎锤综合生产能力将增加 5000 台，其中轻型破碎锤 2500 台，中型破碎锤 1500 台，重型破碎锤 1000 台。截止到 2017 年上半年，液压破拆属具及液压件建设项目资金投入进度已达到 52.16%。

图表26： 项目募集资金使用情况（万元）

项目名称	投资总额	募集资金承诺投资额	投入进度
液压破拆属具及液压件建设项目	35085	18629.6	52.16%
液压件生产技术改造及扩产建设项目	14885	6000	85.77%
研发中心建设项目	4550		
合计	54520	24629.6	

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

总体而言，我们认为未来三年随着国内挖掘机销量平稳增长、保有量维持高位、配锤率继续提升，破碎锤市场空间将有望保持 10% 以上的复合增速，到 2020 年达到 50 亿元；公司作为破碎锤行业龙头，随着产能的逐步释放、产品结构的持续优化、市场份额的继续提升，将显著受益，破碎锤业务将有望继续保持 2017 年以来的高增速，利润率也将稳步上升。

3、从后装到前装，高端液压件业务或将业绩空间双提升

3.1、液压市场需求平稳增长，国内进口替代空间超过 100 亿元

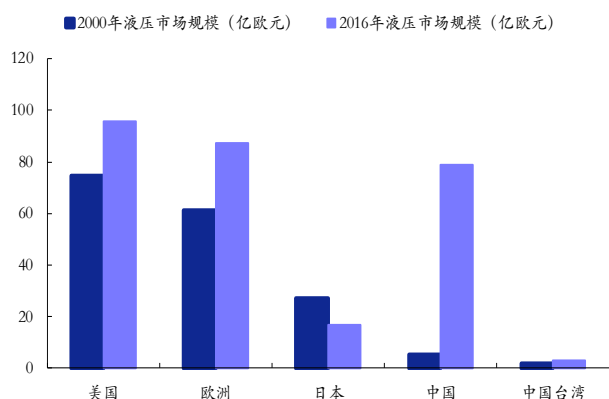
3.1.1、全球液压市场保持增长，2016 年中国已成为第二大消费国

全球液压元件市场保持稳定增长。根据 ISC 统计，2016 年全球液压产品市场规模达到 282 亿欧元，较 2000 年 170 亿欧元的规模增长了 66%，年均复合增速超过 3%。分地区来看，液压产品需求主要集中在美国、欧洲、日本、中国以及中国台湾地区；其中，美国（占比 34%）、中国（28%）、德国（11%）、日本（6%）、意大利（6%）分列全球前 5 大消费国。

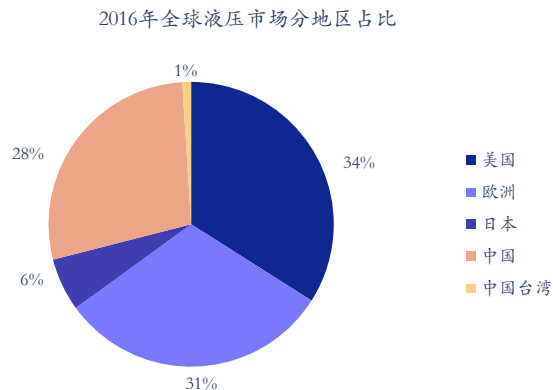
从全球范围内来看，中国市场的需求增长最快，市场地位显著提升。2000-2016 年，国内液压市场规模从 5 亿欧元迅速扩大至 79 亿欧元（约合人民币 600 亿元），绝对规模增长超过 14 倍，占全球市场的份额从 3% 提升至 28%；同期，美国市场绝对规模增加 28%，欧洲市场规模增长 43%，日本市场规模下滑 38%。

图表27： 全球主要液压市场（除日本外）规模保持增长

图表28： 2016 年中国液压市场占全球比例达到 28%



资料来源：ISC、新时代证券研究所

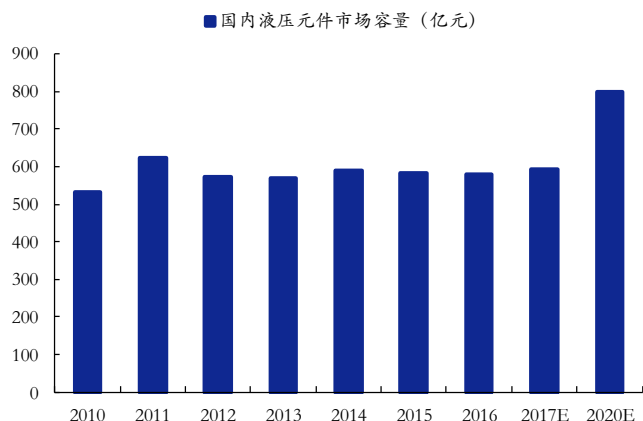


资料来源：ISC、新时代证券研究所

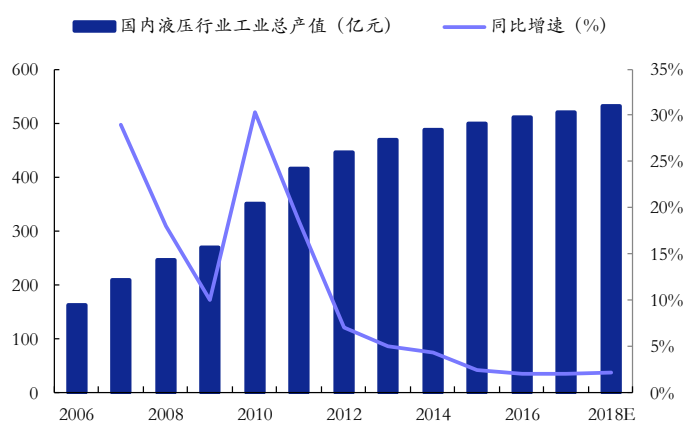
3.1.2、国内液压元件进口替代空间超过 100 亿元，工程机械为最大下游市场

2016 年国内液压市场规模约 580 亿元，国内产值超过 500 亿元。根据中国液压气动密封件工业协会的数据，2016 年国内液压元件市场容量约 580 亿元，近年来保持平稳；此外，得益于 2008 年以来国家四万亿经济刺激政策的投入，液压行业在 2010 年前后实现井喷增长，液压工业总产值从 2009 年的 269 亿元增长到 2014 年的 488 亿元，年均复合增长率达到 12.65%，此后逐步进入相对稳定、成熟的阶段，行业增长率保持在较为稳定的水平，2016 年工业总产值约 510 亿元。

国内液压产业格局大而不强，中高端液压产品长期依赖进口，国内优质企业面临良好机遇。我国液压技术起步较晚，技术积累相对薄弱，国内外企业在液压元件技术积累与制造经验方面存在一定差距，客观上造成了国内中高端液压元件长期以来依赖进口的局面。2016 年我国液压行业进口金额约 15.5 亿美元，以 2016 年末即期汇率折算约合人民币 108 亿元，进出口逆差约 70 亿元，进口液压产品占国内液压市场规模的 20% 左右。中高端液压件运用领域广泛，拥有超过 100 亿元市场空间以及产品高附加值、高毛利率的特征，对于国内优质液压元件企业意味着广阔的增量市场与良好的成长机遇。

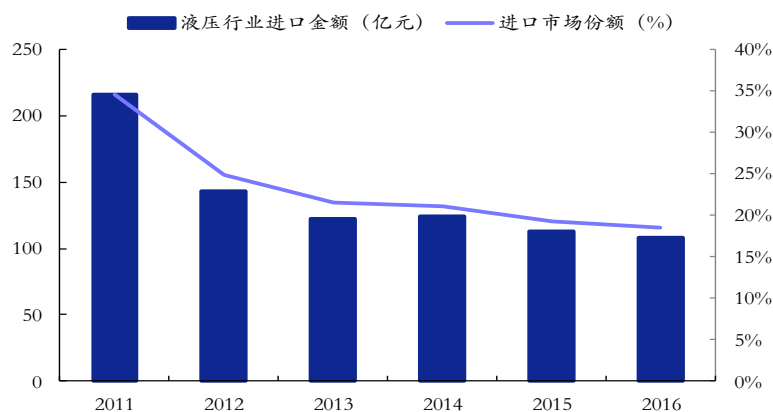
图表29： 2016 年国内液压市场容量约为 580 亿元

资料来源：中国液压气动密封件工业协会、赛克思招股书、新时代证券研究所

图表30： 2016 年国内液压工业总产值约 510 亿元

资料来源：中国液压气动密封件工业协会、赛克思招股书、新时代证券研究所

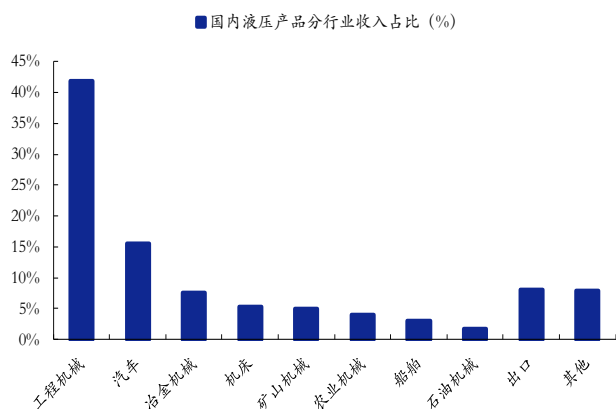
进口市场规模总体呈下降趋势，主要原因：1) 国内工程机械产销量下滑导致进口液压元件需求减少；2) 国内龙头逐步抢占外资份额。近年来，行业进口金额从 2011 年的 34.24 亿美元（约合人民币 216 亿元）减少至 2016 年的 15.5 亿美元（约合人民币 108 亿元）。一方面，工程机械行业在经历 2009-2011 年的产销量爆发后出现持续大幅下滑，主机厂产量减少造成进口液压元件需求出现萎缩；另一方面，国内龙头企业近年来不断通过自主研发以及引进、消化国外先进液压设计与制造工艺，逐步实现了部分进口产品的国产化替代，挤占了外资液压元件厂商的市场份额。

图表31： 液压元件年进口金额超过 100 亿元

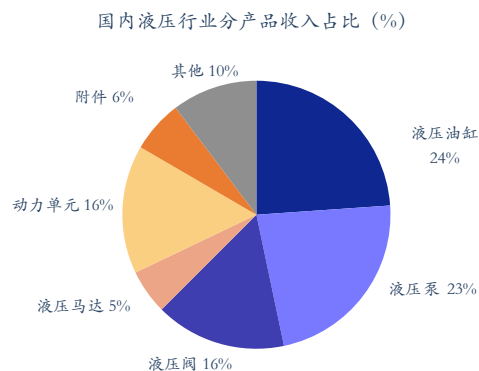
资料来源：中国液压气动密封件工业协会、赛克思招股书、新时代证券研究所

按下游分类，工程机械是液压市场最大下游，是液压元件需求增长的重要驱动力。国内液压行业的下游应用主要包括各类行走机械、工业机械与大型装备，其中，工程机械占比最高，达到 41.9%，以 2016 年 580 亿元左右市场规模测算，工程机械行业液压产品销售收入约 240 亿元。

按产品分类，液压油缸和液压泵占比最高。国内液压系统中，以油缸、泵、阀为代表的关键零部件比重较高，合计超过 60%；以 2016 年 580 亿元左右的市场规模测算，液压油缸市场达到约 140 亿元，液压泵市场约 133 亿元，液压阀约 93 亿元，液压马达约 30 亿元。

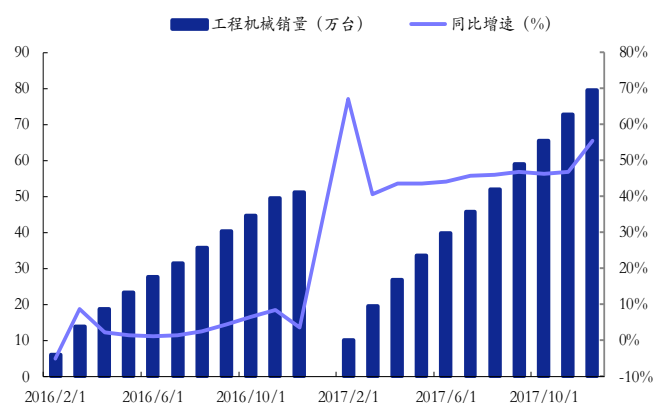
图表32： 工程机械是液压市场最大下游

资料来源：中国液压气动密封件工业协会、新时代证券研究所

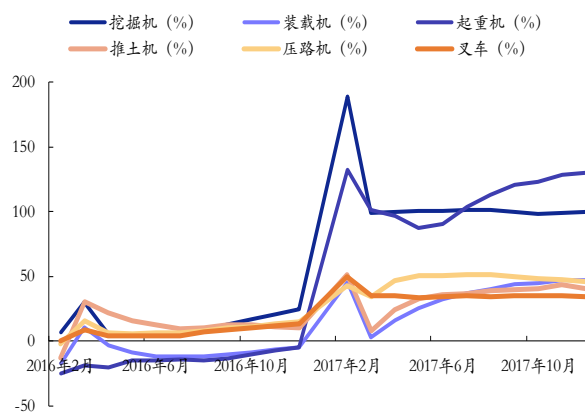
图表33： 国内液压市场分产品收入占比

资料来源：中国液压气动密封件工业协会、新时代证券研究所

工程机械行业回暖，将给液压件带来较大需求。2016年下半年以来，工程机械行业产销量恢复增长，全年销量达51.2万台、同比增长3.65%，其中挖掘机7.03万台，装载机6.17万台，起重机0.89万台，推土机0.41万台，压路机1.20万台，叉车37.01万台；2017年行业累计销量持续快速增长，达到79.6万台，同比增长55.6%，其中挖掘机增长99.52%，装载机增长46.81%，起重机增长129.7%，推土机增长40.53%，压路机增长45.67%，叉车增长34.23%。我们认为，工程机械行业的放量式增长将会给液压件行业带来较大的需求。

图表34： 2017年工程机械销量快速增长

资料来源：Wind、新时代证券研究所

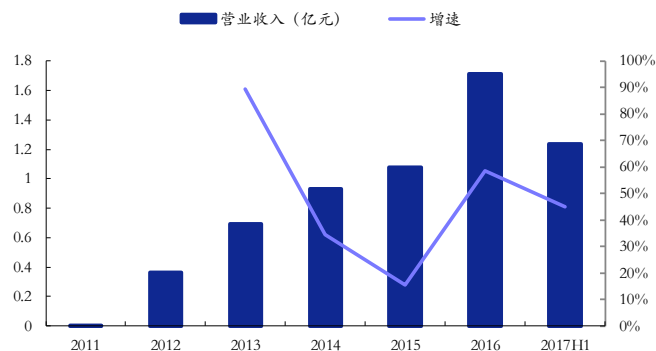
图表35： 2017年各类工程机械产品均增长迅猛

资料来源：中国工程机械工业协会、中国新时代证券研究所

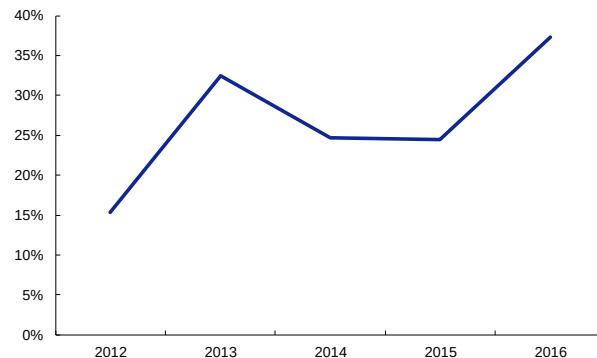
3.2、液压后装市场翘楚，逐步切入前装打开成长新空间

3.2.1、液压后市场规模超过200亿元，产能释放助推业绩腾飞

主要面向挖机后市场，液压件过去五年复合增速47.6%。公司在研发完善液压破碎锤的过程中，积累了丰富的与液压产品研发生产相关的技术和工艺，2009年公司成立艾迪液压科技进入液压件产品领域，攻克了液压件的铸造、生产和测试等技术难关，2011年开始主要面向挖机后市场开始批量生产以泵、马达为主的高端液压件。公司液压件业务收入从2012年3600万元增长到2016年的1.71亿元，年复合增速为47.6%，2017年上半年，公司液压件业务收入1.24亿元，同比增速45.03%，占主营业务收入约为40%，毛利率也稳步提升。

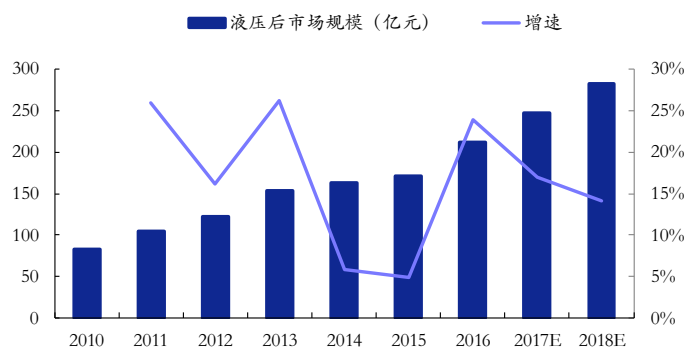
图表36： 2012-2016 年公司液压件复合增速 47.6%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

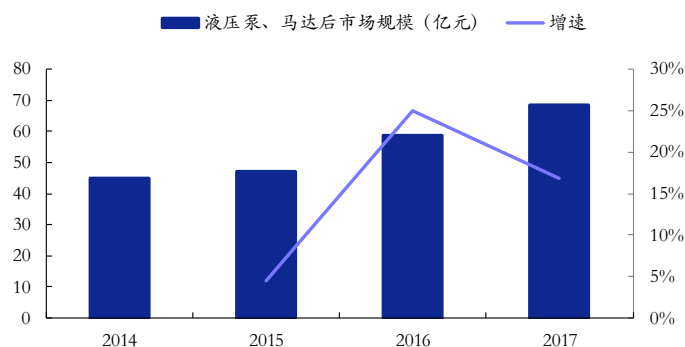
图表37： 公司液压件业务毛利率逐步提升

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

液压后装市场需求超过 200 亿，挖机泵和马达合计约 30 亿。工程机械所处工作环境较为恶劣，需要更换和维修的情况较多，而像汽车、机床等领域由于工作环境较为稳定，相应更换维修频次也较低，所以我们认为用在工程机械后装市场的液压件比例超过其用在前装市场的 41.9%，可能超过 70%。根据液压气动密封协会的数据，2016 年我国液压后市场规模达到 213 亿元，2017 年液压泵和马达后市场容量约为 70 亿元，我们估计 2017 年工程机械液压泵和马达后市场超过 50 亿元，其中挖机泵和马达后市场约为 30 亿元。

图表38： 2016 年液压后市场规模超过 200 亿元

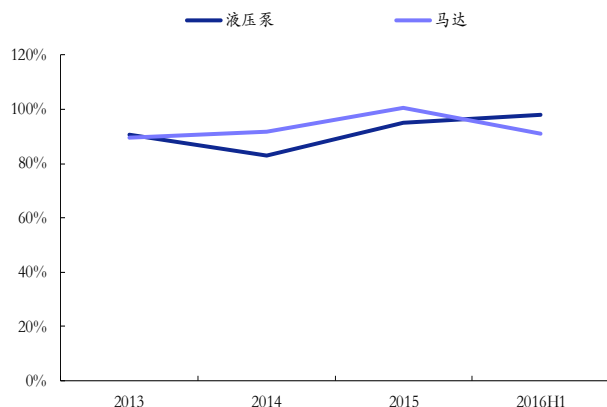
资料来源：中国液压气动密封件工业协会、赛克思招股书、新时代证券研究所

图表39： 2017 年液压泵、马达后市场容量约 70 亿元

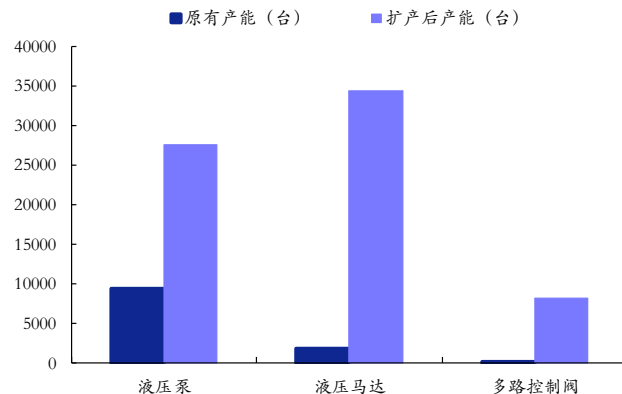
资料来源：中国液压气动密封件工业协会、赛克思招股书、新时代证券研究所

产品供不应求，产能释放保障业绩腾飞。目前国内大部分液压后市场份额仍由以博世力士乐、川崎为代表的国外领导品牌的原装产品占领，以韩国韩独液压为代表的国外后市场品牌也占据了较高的市场份额，公司作为国内液压泵和马达优质企业，口碑信誉良好，有很强的竞争力。

公司液压泵及马达的产能利用率始终维持在较高水平，2017 年受制于产能的限制，部分订单未完成，但公司 IPO 募集资金陆续投入规划项目，公司液压破碎属具及液压件建设项目将新增 1.5 万台液压马达、0.5 万台高压柱塞泵以及 0.5 万台液压多路阀产能；公司液压件生产技术改造及扩产建设项目将新增 1.33 万台液压泵，1.75 万台液压马达，2940 台多路控制阀。全部达产后，公司液压泵、马达、多路控制阀分别为 2.76 万、3.43 万台、8100 台，较之前分别提升约 2 倍、18 倍和 50 倍，将极大缓解产能不足的问题，也将有力保障液压件业绩的腾飞。

图表40： 公司液压件产品产能利用率处于高位

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

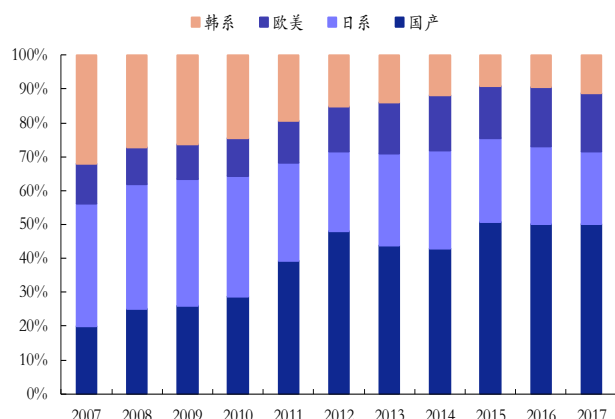
图表41： 募投项目达产后液压件产能大幅提升

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

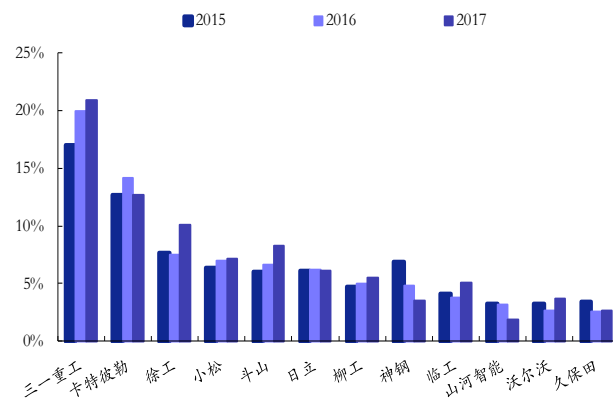
3.2.2、有望逐步配套国产主机厂，切入前装市场增加中长期成长动力

高端液压件几乎被国外巨头垄断，国内外仍存在较大差距。目前全球的高端液压件几乎被博世力士乐、川崎重工、派克汉尼汾、伊顿液压等少数几家液压生产企业所垄断，其中博世力士乐、川崎重工占据了相当的国内市场份额。国内仅有极少数液压件生产企业取得了技术突破，实现了高端液压件的量产，打破了国外企业在国内市场上的垄断格局，但是目前国内企业普遍规模较小，生产技术较国外企业仍有一定差距。

国内挖掘机主机品牌占据半壁江山，液压零部件多为长期供应商。近年来，国产主机品牌市场份额持续提升，2017 年国产市占率达到 50.2%，以三一重工、徐工、柳工为代表的国内行业龙头企业销量快速增长，市场占有率继续快速提升，分别达到 20.9%、10.1%、5.5%，分列行业第 1、第 3、第 7 位。挖机主机市场的配套模式一般采用长期稳定的战略合作，主机企业对零部件供应商的选择较为谨慎，生产企业在通过主机客户的严格考察认证后，才能成为其供应商；而主机企业一旦选定供应商，通常不会轻易更换，甚至会形成一定程度的依赖。

图表42： 国产挖机品牌市场份额持续提升

资料来源：中国工程机械工业协会、新时代证券研究所

图表43： 主要挖机品牌国内市场份额逐年提升

资料来源：中国工程机械工业协会、新时代证券研究所

逐步配套国内主机厂或成突破口。国产主机生产企业所需高端液压件长期受到国外液压件企业的限制，近年来也有意通过自主研发和与国内液压件企业合作来打破这一限制，实现高端液压件国产化，提升主机企业的盈利能力和竞争能力。

公司与国内主机品牌长期保持着密切合作，产品质量与制造能力获得主机客户的广泛认可。公司液压件从 2009 年研发、2011 年开始批量供货，本身就是针对主机厂前装市场的标准进行设计、生产和制造的，只是由于 2011 年工程机械行业急转直下，主机厂需求迅速萎缩、川崎等国外液压巨头产能过剩等原因，所以才先行选择进入后市场。经过几年的发展，公司产品的品质、标准以及与主机厂的匹配性也都已经在后市场得到了验证。此外，公司的液压泵、马达也已经给河北、山东等地区的挖掘机生产商小批量供货，同时也提供给知名工程机械厂商作为压路机、刨铣机的零部件。我们认为，随着国内挖机主机厂的需求逐步恢复，公司未来有望顺势切入主机厂供应体系。

我们认为 2018-2020 年公司液压件业务将受益于后市场下游需求稳健增长和公司产能的逐步释放，继续保持高速增长；同时有望通过逐步配套国产挖掘机主机厂切入液压前装市场，打开新的市场空间，为中长期的业绩增长提供新动力。

4、盈利预测及投资评级

4.1、预计 2017-2019 年破碎锤和液压件复合增速分别为 72%和 44%

液压破碎锤业务是公司的主要业务收入来源，目前收入占比达到 60%。我们认为随着挖掘机销量的平稳增长、保有量维持高位、配锤率的不断提升以及挖掘机开工小时维持高位导致破碎锤的更新周期缩短，未来破碎锤市场空间将稳步增长，而公司作为破碎锤龙头企业，随着产能逐步释放，将进一步提升市场占有率和品牌影响力。我们预计 2017-2019 年破碎锤业务收入增速有望达到 73%、105%、43%。破碎锤业务的毛利率有望保持在 45%左右。

公司自 2011 年切入高端液压件领域后，液压件业务一直高速增长，目前液压件业务收入占比达到 40%，成为公司另一大核心业务。公司 2017 年上半年液压件业务收入增速为 45%，随着公司产能的不断释放、下游行业需求的稳健增长以及国产液压件进口替代的空间庞大，我们预计 2017-2019 年液压件收入增速为 47%、49%、36%。随着产能的不断释放和规模效应的逐渐显现，液压件业务的毛利率有望保持在 40%左右。

图表44：艾迪精密各业务板块收入增速及毛利率预测

单位：万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	316.61	400.06	642.47	1,175.25	1,656.91
增长率	3%	26 %	61%	83%	41%
主营毛利率 (%)	36.3	42.4	42.6	43.4	43.9
破碎锤业务					
收入	204.49	225.73	390.34	800.06	1,146.65
增长率	-3%	10%	73%	105%	43%
毛利率 (%)	41.7	45.5	45.0	45.5	45.7
液压件					
收入	107.79	171.09	252.13	375.19	510.26
增长率	15%	59%	47%	49%	36%
毛利率 (%)	24.5	37.4	39.0	39.5	40.0

资料来源：wind、新时代证券研究所

预计 2017-2019 年净利润复合增速 59%。根据破碎锤业务和液压件业务的分项收入预测，预计公司 2017-2019 年营业收入为 6.42/11.75/16.57 亿元，净利润分别为 1.40/2.49/3.54 亿元，EPS 为 0.79/1.41/2.01 元。

4.2、首次覆盖给予“推荐”评级、目标价 41.84 元

公司的主营业务为液压破碎锤和液压件，国内从事相关领域的可比公司为恒立液压。恒立液压和艾迪精密 2 家企业分别为液压油缸、液压破碎锤产品的细分领域国内龙头，同时都研制生产高端液压件，可比性较强。

图表45：可比公司相对估值情况

公司名称	收盘价	EPS				PE				PS	市值 (亿元)
	2018-3-6	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	2018E	
恒立液压	33.59	0.11	0.59	0.89	1.18	305	57	38	29	5.93	212
艾迪精密	31.88	0.45	0.79	1.41	2.01	71	40	23	16	4.77	56

资料来源：艾迪精密数据来自新时代证券研究所、恒立液压数据来自 Wind 一致预期

PE 估值法：考虑到公司 2017-2019 年净利润复合增速为 59%，同时考虑到恒立液压作为液压油缸龙头已经进入前装市场，可以享有一定估值溢价，给予公司 2018 年 32 倍 PE，对应目标价 45.12 元。

PS 估值法：考虑从到公司 2017-2019 年营收复合增速为 60.6%，参考恒立液压未来三年营收复合增速 48%（Wind 一致预期），同时考虑公司营收规模和市值较小，给予公司 2018 年 5.8 倍 PS，对应目标价 38.56 元。

综合两种估值方法：给予公司“推荐”评级，目标价 41.84 元

5、风险提示

5.1、产能扩张进度不达预期

2017 年以来，工程机械行业景气度回升较快，下游需求旺盛，公司目前无论是破碎锤还是液压泵和马达都处于供不应求的状态，如果募投项目不能如期达产，将一定程度影响公司生产能力和承接订单的数量，可能会将对业绩增长带来负面影响，同时也将有利于竞争对手趁机做大做强。

5.2、液压件进入主机厂进展较慢

现阶段市场对公司液压件业务的认识主要还是面向后装市场，一旦公司顺利通过主机厂认证进入前装市场，将打开较大的市场空间，很有可能带来业绩和估值双提升，但如果公司进入主机厂速度较慢，可能会影响公司中长期发展的新增动力和公司在液压行业的竞争力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	219	262	373	609	911
现金	41	51	92	199	461
应收账款	43	48	69	127	110
其他应收款	1	3	3	8	7
预付账款	2	5	7	15	16
存货	118	130	177	203	261
其他流动资产	14	24	26	57	56
非流动资产	316	401	465	559	631
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	204	278	330	400	460
无形资产	65	63	74	87	91
其他非流动资产	47	60	61	72	80
资产总计	535	663	839	1169	1542
流动负债	89	138	169	250	269
短期借款	44	68	68	68	68
应付账款	32	50	81	154	174
其他流动负债	13	20	20	28	27
非流动负债	22	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	21	21	21	21
负债合计	111	159	190	271	290
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	132	132	176	176	176
资本公积	150	150	150	150	150
留存收益	136	216	355	604	958
归属母公司股东权益	424	505	649	898	1252
负债和股东权益	535	663	839	1169	1542

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	103	71	137	250	398
净利润	52	79	140	249	354
折旧摊销	27	33	34	44	55
财务费用	1	2	3	6	9
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	24	-46	-39	-48	-20
其他经营现金流	0	3	0	0	0
投资活动现金流	-61	-83	-97	-138	-126
资本支出	62	83	64	94	71
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-34	-44	-55
筹资活动现金流	-40	20	1	-6	-9
短期借款	-16	24	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	44	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-4	-43	-6	-9
现金净增加额	1	10	41	107	263

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	317	400	642	1175	1657
营业成本	202	231	368	665	929
营业税金及附加	2	5	6	13	18
营业费用	16	24	36	67	93
管理费用	37	45	64	129	186
财务费用	1	2	3	6	9
资产减值损失	0	3	3	6	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	59	92	162	290	413
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	163	291	415
所得税	9	14	23	42	61
净利润	52	79	140	249	354
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	52	79	140	249	354
EBITDA	89	128	199	335	464
EPS (元)	0.29	0.45	0.79	1.41	2.01

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	2.6	26.4	60.6	82.9	41.0
营业利润(%)	21.6	55.0	76.1	79.3	42.7
归属于母公司净利润(%)	14.8	53.1	75.8	78.3	42.2
获利能力					
毛利率(%)	36.3	42.4	42.6	43.4	43.9
净利率(%)	16.4	19.8	21.7	21.2	21.4
ROE(%)	12.2	15.7	21.5	27.7	28.3
ROIC(%)	10.9	13.8	19.2	25.2	26.0
偿债能力					
资产负债率(%)	20.7	23.9	22.6	23.2	18.8
净负债比率(%)	0.7	3.4	(3.7)	(14.5)	-31.4
流动比率	2.5	1.9	2.2	2.4	3.4
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.6	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.2	1.2
应收账款周转率	6.9	8.8	11.0	12.0	14.0
应付账款周转率	7.0	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.45	0.79	1.41	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.60	0.78	1.42	2.26
每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.87	3.69	5.10	7.11
估值比率					
P/E	108.19	70.67	40.20	22.54	15.86
P/B	13.24	11.11	8.65	6.25	4.48
EV/EBITDA	63.67	44.1	28.2	16.4	11.3

图表目录

图表 1: 公司重要发展历史.....	4
图表 2: 公司主要液压破碎锤产品.....	4
图表 3: 破碎锤主要应用范围.....	4
图表 4: 液压系统组成产品与主要功能.....	5
图表 5: 液压系统组成产品在液压机械的应用.....	5
图表 6: 公司主要液压件产品.....	5
图表 7: 2017H1 破碎锤仍为公司主要业务.....	5
图表 8: 公司液压件业务占比逐年提升.....	5
图表 9: 公司 2016 年开始营收增速明显提高.....	6
图表 10: 公司自 2016 年起业绩增长迅猛.....	6
图表 11: 近年来公司毛利率、净利率稳步提升.....	6
图表 12: 公司部分核心技术相关专利.....	7
图表 13: 2017 年底国内挖掘机保有量约 130 万台.....	8
图表 14: 国内挖掘机配锤率逐年提高.....	8
图表 15: 2016 年开始国内挖掘机销量开始回暖.....	8
图表 16: 2011-2015 年国内破碎锤销量保持平稳.....	8
图表 17: 破碎锤作业方式将逐步代替传统作业方式.....	9
图表 18: 2013 年国内品牌占国内市场约 33%.....	9
图表 19: 破碎锤市场化程度及竞争格局.....	10
图表 20: 2017 年公司破碎锤业务爆发增长.....	10
图表 21: 破碎锤毛利率企稳后逐步提升.....	10
图表 22: 公司重型破碎锤业务收入占比逐年增加.....	11
图表 23: 重型破碎锤毛利率相对较高.....	11
图表 24: 2017 年中大型挖掘机增速明显高于小型挖掘机.....	11
图表 25: 公司产能利用率和产销率维持高位.....	12
图表 26: 项目募集资金使用情况 (万元).....	12
图表 27: 全球主要液压市场 (除日本外) 规模保持增长.....	13
图表 28: 2016 年中国液压市场占全球比例达到 28%.....	13
图表 29: 2016 年国内液压市场容量约为 580 亿元.....	14
图表 30: 2016 年国内液压工业总产值约 510 亿元.....	14
图表 31: 液压元件年进口金额超过 100 亿元.....	14
图表 32: 工程机械是液压市场最大下游.....	15
图表 33: 国内液压市场分产品收入占比.....	15
图表 34: 2017 年工程机械销量快速增长.....	15
图表 35: 2017 年各类工程机械产品均增长迅猛.....	15
图表 36: 2012-2016 年公司液压件复合增速 47.6%.....	16
图表 37: 公司液压件业务毛利率逐步提升.....	16
图表 38: 2016 年液压后市场规模超过 200 亿元.....	16
图表 39: 2017 年液压泵、马达后市场容量约 70 亿元.....	16
图表 40: 公司液压件产品产能利用率处于高位.....	17
图表 41: 募投项目达产后液压件产能大幅提升.....	17
图表 42: 国产挖机品牌市场份额持续提升.....	17
图表 43: 主要挖机品牌国内市场份额逐年提升.....	17
图表 44: 艾迪精密各务板块收入增速及毛利率预测.....	18
图表 45: 可比公司相对估值情况.....	19

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验5年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广东地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>