

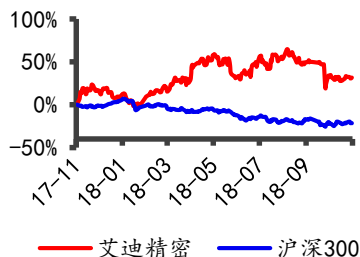
投资评级

推荐

公司基本情况

|           |       |
|-----------|-------|
| 收盘价（元）    | 24.42 |
| 52 周最高（元） | 31.66 |
| 52 周最低（元） | 18.26 |
| 总市值（亿元）   | 63.61 |
| 流通市值（亿元）  | 20.75 |
| 总股本（亿股）   | 2.60  |
| 流通股本（亿股）  | 0.85  |
| 每股净资产（元）  | 3.73  |
| 资产负债率（%）  | 34.37 |

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏  
SAC 执业证书编号：S1340511010001  
Email: [chengyimin@cnpsec.com](mailto:chengyimin@cnpsec.com)

研究助理：杨浩  
SAC 执业证书编号：S1340118010016  
Email: [yanghao@cnpsec.com](mailto:yanghao@cnpsec.com)  
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

液压产品次新龙头，破碎锤、液压件共同发力

——艾迪精密（603638）

核心观点

● **液压产品次新龙头，盈利能力渐入佳境。**公司前身艾迪有限于 2003 年设立，2012 年整体变更为股份公司，2017 年登陆上交所，自成立以来专注于液压技术及产品的开发、生产和销售，目前已形成以液压破碎锤为核心的液压产品线，产品以内销为主，同时外销 60 多个国家和地区。根据 2017 年报口径，公司主要产品及营收占比为：破碎锤 61.4%、液压件 38.1% 以及其它约 0.5%。成长性方面，公司 2013-2017 年营收、营业利润复合增速分别为 21.9%、29.2%，成长性突出，但期间增速波动较大，稳定性略显不足。盈利能力方面，公司 2013-2017 年期间摊薄 ROE 期间均值为 14.05% 且近三年呈现持续提升态势，盈利能力提升，渐入佳境。

● **液压破碎锤：行业需求增速可观+进口替代+产能投放，共同助力公司业绩高增长。**我们认为，行业需求端仍有空间叠加公司产品优势、产能释放，中短期可确保公司该品类业绩较快增长：1) 行业方面，破碎锤需求主要由挖掘机存量更新、年度挖掘机销售增量配置与配锤率提升三部分构成，2017 年末我国挖掘机保有量约为 128.5 万台，目前我国挖掘机配锤率已来到 20-25%，破碎锤更换周期为 2-3 年，这部分需求量保守估计约为 8.57 万台/年，为破碎锤需求奠定存量基础；2018 年度挖掘机销售增量预计约为 17.6 万台，可贡献需求增量 3.53 万台，为破碎锤带来短期增量弹性；配锤率方面，国外发达国家挖掘机配锤率在 35%，同时结合近年来国内配锤率提升情况，假设配锤率今后 5 年每年提升两个百分点，将贡献约 2.6 万台/年的需求量，假定挖掘机存量不增长的情况下，配锤率提升将带动破碎锤行业需求年均复合增长 13.5%；2) 公司方面，艾迪精密受益于破碎锤领域进口替代的同时，新建产能的逐步投产也将助力业绩高增长。近年来国产品牌借助产品高性价比优势，加快液压破碎锤行业对外资品牌的进口替代，我们认为在目前经济基本面边际向下的情况下，挖掘机用户在破碎锤配置上将更倾向于采用国产优质产品，而艾迪精密作为国内破碎锤领域龙头，将更为受益；新产能投产方面，公司 2017 年 IPO 募投项目建设期在 2-3 年，同时结合公司 18Q3 固定资产、在建工程来看，目前项目投产已过半，2018-2020 年将成为公司产能投放与释放的高峰。

● **液压件：进口替代空间较大，公司成为受益者。**2017 年中国液压件市场规模约 80 亿美元，为第二大液压件消费国，国产液压产品占据 65%

市场份额，但多集中在价值链中低端，竞争激烈、产能过剩，而高端液压件市场规模在 30-40 亿美元左右，长期依赖进口，呈现结构性短缺局面，目前尚处于进口替代初期，进口替代空间超 100 亿。公司液压件立足高端定位，目前正处于新建产能投放期，将成为液压件领域进口替代受益者。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.90 元、1.26 元和 1.65 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 27.1 倍、19.3 倍和 14.8 倍，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**挖掘机销售大幅下滑；基建需求下滑，用户推迟破碎锤更新；中美贸易战影响产品出口；产能投放进度晚于预期。

| 会计年度      | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 641   | 1,028 | 1,455 | 1,900 |
| 增长率（%）    | 60.3% | 60.3% | 41.6% | 30.5% |
| 净利润（百万元）  | 140   | 235   | 329   | 431   |
| 增长率（%）    | 76.0% | 68.1% | 40.1% | 31.0% |
| EPS（元）    | 0.54  | 0.90  | 1.26  | 1.65  |

## 财务预测表

**资产负债表**

| 会计年度 (百万元)      | 2017A      | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 66         | 193          | 165          | 252          |
| 交易性金融资产         | -          | -            | -            | -            |
| 应收及预付           | 119        | 191          | 271          | 353          |
| 其他应收款           | 3          | 3            | 3            | 3            |
| 存货              | 167        | 288          | 437          | 608          |
| 其他流动资产          | 8          | 7            | 7            | 7            |
| 流动资产合计          | 364        | 683          | 884          | 1,224        |
| 长期投资            | -          | -            | -            | -            |
| 固定资产            | 364        | 450          | 552          | 566          |
| 无形资产            | 62         | 100          | 142          | 185          |
| 其他非流动资产         | 189        | 256          | 177          | 144          |
| 非流动资产合计         | 616        | 806          | 872          | 895          |
| <b>资产总计</b>     | <b>979</b> | <b>1,489</b> | <b>1,756</b> | <b>2,119</b> |
| 短期借款            | 10         | 273          | 227          | 207          |
| 应付及预收           | 80         | 128          | 181          | 237          |
| 其他流动负债          | 26         | 29           | 29           | 29           |
| 流动负债            | 116        | 430          | 438          | 473          |
| 长期借款            | -          | -            | -            | -            |
| 应付债券            | -          | -            | -            | -            |
| 其他非流动负债         | 22         | 27           | 31           | 31           |
| 非流动负债           | 22         | 27           | 31           | 31           |
| <b>负债合计</b>     | <b>138</b> | <b>457</b>   | <b>469</b>   | <b>504</b>   |
| 股本              | 176        | 260          | 260          | 260          |
| 资本公积            | 354        | 270          | 270          | 270          |
| 留存收益            | 311        | 502          | 757          | 1,084        |
| <b>母公司所有者权益</b> | <b>841</b> | <b>1,032</b> | <b>1,287</b> | <b>1,614</b> |
| 少数股东权益          | -          | -            | -            | -            |
| <b>负债和股东权益</b>  | <b>979</b> | <b>1,489</b> | <b>1,756</b> | <b>2,119</b> |

**现金流量表摘要**

| 会计年度 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营现金流净额    | 123   | 140   | 218   | 313   |
| 投资现金流净额    | -255  | -229  | -115  | -84   |
| 筹资现金流净额    | 140   | 212   | -116  | -187  |

**利润表**

| 会计年度 (百万元)     | 2017A      | 2018E      | 2019E      | 2020E      |
|----------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入           | 641        | 1,028      | 1,455      | 1,900      |
| 营业成本           | 363        | 579        | 830        | 1,090      |
| 营业税金及附加        | 8          | 5          | 8          | 10         |
| 销售费用           | 38         | 54         | 73         | 90         |
| 管理费用           | 67         | 57         | 78         | 99         |
| 研发费用           | -          | 45         | 63         | 82         |
| 财务费用           | 4          | 10         | 14         | 19         |
| 资产减值损失         | 1          | 6          | 8          | 11         |
| 其他收益           | 1          | 2          | 2          | 3          |
| 投资净收益          | -          | -          | -          | -          |
| 公允变动收益         | -          | -          | -          | -          |
| 资产处置收益         | 0          | -          | -          | -          |
| 汇兑净收益          | -          | -          | -          | -          |
| <b>营业利润</b>    | <b>162</b> | <b>274</b> | <b>383</b> | <b>502</b> |
| 加：营业外收入        | 1          | 0          | 0          | 1          |
| 减：营业外支出        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>利润总额</b>    | <b>163</b> | <b>274</b> | <b>384</b> | <b>503</b> |
| 减：所得税          | 23         | 39         | 55         | 72         |
| <b>净利润</b>     | <b>140</b> | <b>235</b> | <b>329</b> | <b>431</b> |
| 减：少数股东损益       | -          | -          | -          | -          |
| <b>归属母公司净利</b> | <b>140</b> | <b>235</b> | <b>329</b> | <b>431</b> |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率         | 43.5% | 43.7% | 43.0% | 42.6% |
| 净利率         | 21.8% | 22.8% | 22.6% | 22.7% |
| 净资产收益率      | 16.6% | 22.8% | 25.6% | 26.7% |
| 市盈率 (倍)     | 46.99 | 27.09 | 19.34 | 14.76 |
| 市净率 (倍)     | 6.95  | 6.16  | 4.94  | 3.94  |
| EPS         | 0.54  | 0.90  | 1.26  | 1.65  |
| 每股净资产 (元/股) | 3.23  | 3.96  | 4.94  | 6.20  |
| 经营现金流 (元/股) | 0.47  | 0.54  | 0.84  | 1.20  |

数据来源:公司公告, 中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。