

需求向好，市占率提升，业绩表现靓丽

投资要点

- **业绩总结:** 2019Q1 实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 3.64 亿元、0.89 亿元、0.89 亿元，同比变化分别为+68.03%、+74.47%、+73.79%。2018 年实现营收 10.21 亿元，同比增长 59.15%，实现归母净利润 2.25 亿元，同比增长 61.20%，实现扣非净利润 2.23 亿元，同比增长 63.65%。
- **行业回暖，市占率提升，业绩持续高增长。**2018 年挖掘机械产品共计销售 20.34 万台，比 2017 年增长 45%。2019Q1，纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品 7.48 万台，同比增长 24.5%。挖掘机销量增长，带动液压破碎锤等属具产品需求大幅增加。公司主要客户涵盖：CAT、三一、徐工等国内外一流工程机械品牌，市占率持续提升。2018 年公司破碎锤业务、液压件业务销量分别为 1.61 万台、4.20 万台，同比增长分别为 67.95%、74.99%；营收占比分别为 65%、34%，营收同比增长分别为 67%、44%；毛利率分别为 43.89%、39.34%，同比变化-0.62pp、-0.13pp。受原材料价格影响，毛利率短期承压，2018 年公司实现毛利率 43%，同比-0.62pp，2019Q1 实现毛利率 43.15%，同比-1.71pp。2019Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.09%、6.54% (含研发)、1.13%，同比变化+0.31pp、-3.32pp、+0.09pp。
- **募投项目产能逐步释放，市占率稳步提升。**2018 年公司液压破碎锤产品及液压件产品收入分别较去年上升 67.23%和 43.79%，公司生产基本处于满负荷状态，破碎锤产销率亦保持在 95%以上。2018 年 12 月，公司发布定增预案，拟募集资金 7 亿元投资于高端液压马达建设项目、液压破碎锤建设项目、工程机械用高端液压主泵建设项目，提升产能，拓展高端液压市场，有助产品市占率及盈利能力进一步提升。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.13/4.15/5.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.81/1.08/1.30 元，对应 PE 估值分别为 29/22/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游需求或不及预期风险；盈利能力或不及预期等风险。

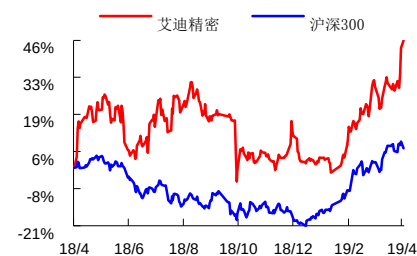
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1020.65	1424.84	1849.24	2217.05
增长率	59.15%	39.60%	29.79%	19.89%
归属母公司净利润 (百万元)	225.17	313.24	415.15	501.91
增长率	61.20%	39.11%	32.53%	20.90%
每股收益 EPS (元)	0.58	0.81	1.08	1.30
净资产收益率 ROE	22.02%	25.09%	26.72%	26.27%
PE	40	29	22	18
PB	8.78	7.19	5.78	4.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 梁美美
 执业证号: S1250518100003
 电话: 021-58351937
 邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.86
流通 A 股(亿股)	1.26
52 周内股价区间(元)	22.48-44.63
总市值(亿元)	89.75
总资产(亿元)	19.39
每股净资产(元)	4.27

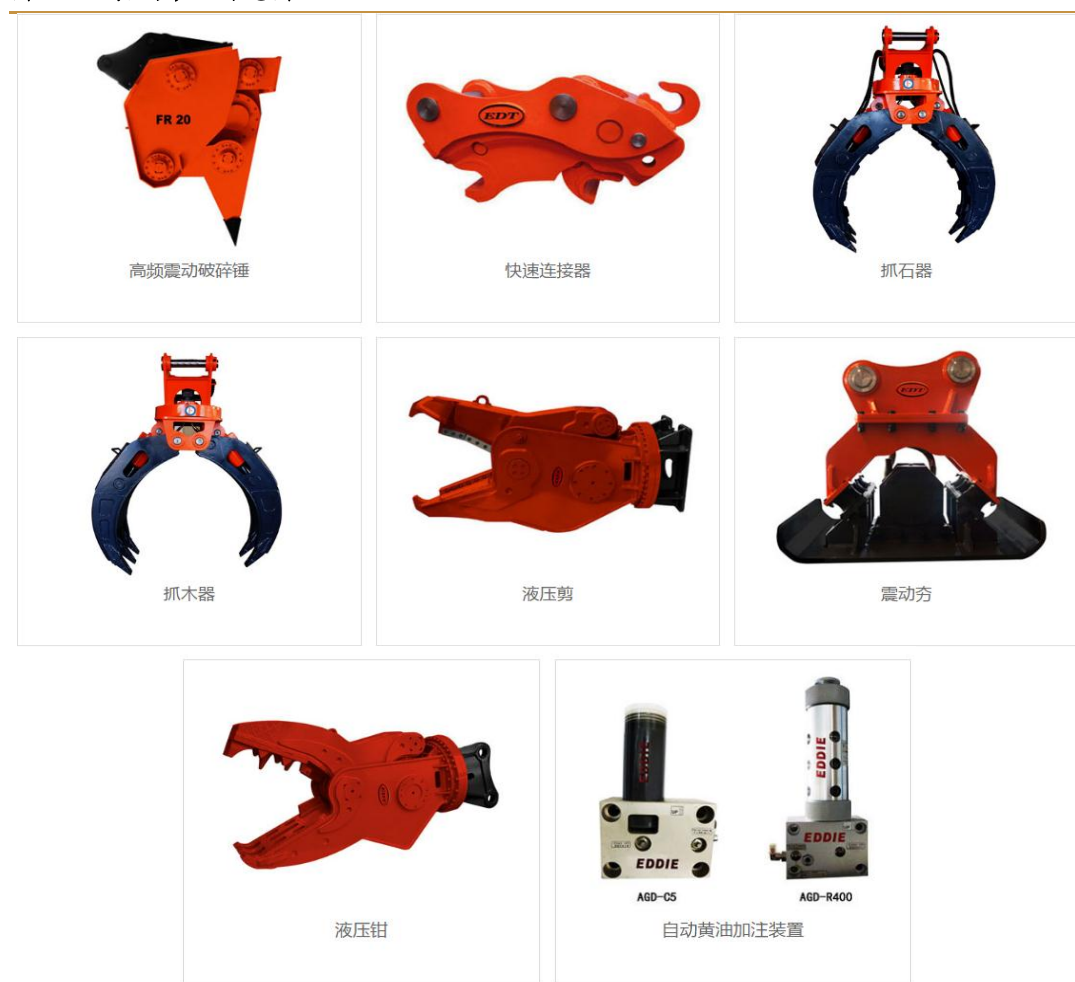
相关研究

1 液压破碎锤龙头，营收持续高增长

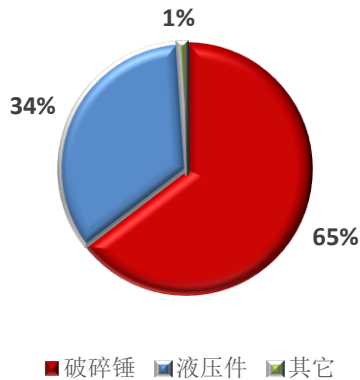
公司是国内液压破碎锤行业的领军企业，主要从事液压破碎锤、快速连接器、震动夯、液压剪、液压钳、抓石器、抓木器等工程机械属具的研发、生产与销售。公司在同行业中拥有较高的知名度，并凭借过硬的产品质量、全方位的零配件供应以及快速的客户需求响应，获得国内外客户的好评与认可。公司主要客户涵盖：CAT、三一、徐工等国内外一流工程机械品牌。

公司主营业务结构：2018 年公司液压破碎锤业务贡献 65%的营收，以及 67%的毛利，是公司主要业绩贡献来源。公司产品主要包括：(1)液压破碎锤：2018 年实现营收 6.59 亿元，同比增长 67.23%，实现销量 1.61 万台，同比增长 67.95%；(2)液压件：2018 年实现营收 3.51 亿元，同比增长 43.79%，实现销量 4.20 万台，同比增长 74.99%。

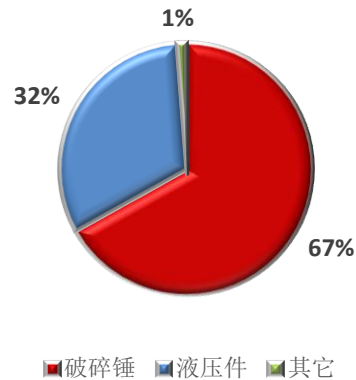
图 1：公司主营产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

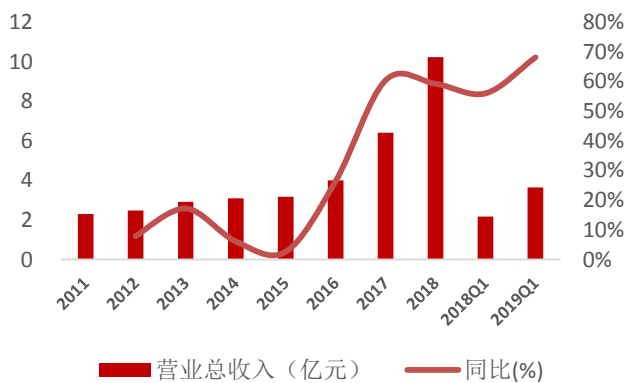
图 2：公司 2018 年主营业务营收结构


数据来源：wind，西南证券整理

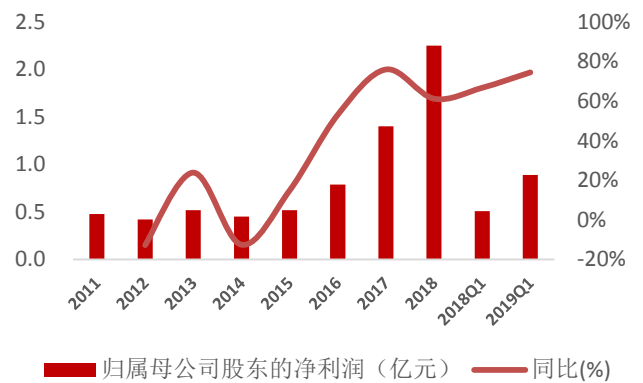
图 3：公司 2018 年主营业务毛利结构


数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩状况：2011 年~2018 年，公司营收稳健增长，CAGR 达到 24%，净利润 CAGR 达到 25%。2018 年公司实现营收 10.2 亿元，同比增长 59%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 61%。主要受益于工程机械行业的持续向好及公司首发募投项目的产能逐步释放，公司液压破碎锤产品及液压件产品收入分别较去年上升 67.23%和 43.79%。规模效应及精细化管理有效提升了公司的盈利能力。2019Q1 公司实现营收 3.64 亿元，同比增长 68.03%，主要是市场持续向好导致销售量增长所致。2019Q1 公司毛利率为 43%，同比下降 1.71 个百分点。2019Q1 公司期间费用率为 13%，较 2018Q1 下降 2.94 个百分点，主要是公司管理效率提升，管理费用率下降 3.32 个百分点所致。

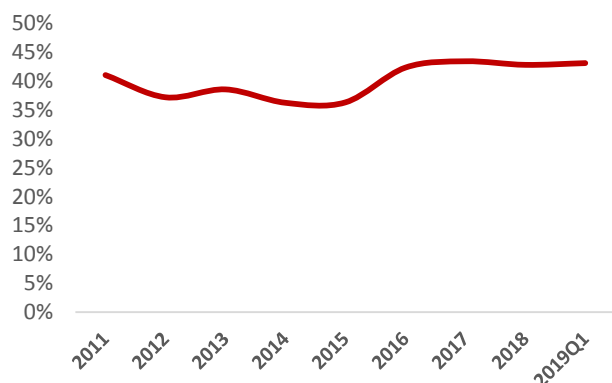
图 4：公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司 2011 年以来归母净利润及增速


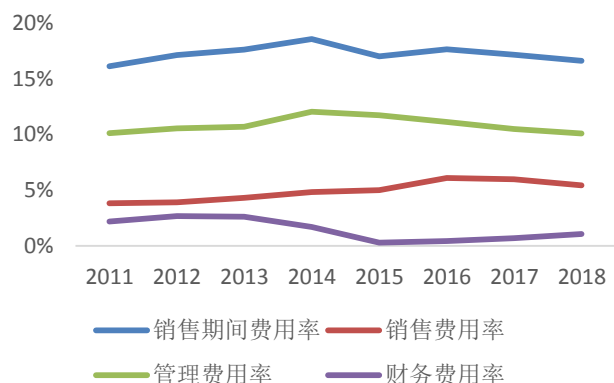
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司毛利率维持高位



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司期间费用率相对稳定



数据来源：wind，西南证券整理

表 1：公司单季度营收情况

营收 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	90	106	97	107
2017	139	168	164	171
2018	217	287	246	271
2019	364			

数据来源：wind，西南证券整理

表 2：公司单季度净利润情况

利润 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	14	24	20	22
2017	31	37	34	37
2018	51	71	53	50
2019	89			

数据来源：wind，西南证券整理

表 3：公司单季度扣非净利润情况

扣非利润 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	-	-	19	21
2017	30	37	34	36
2018	51	71	53	49
2019	89			

数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 假设 2019-2021 年破碎锤业务随着下游需求向好，渗透率提升，销量持续保持较快增长，但增速放缓，分别为 40%、30%、20%，价格不变，毛利率稳定在 44.00%。

2) 假设 2019-2021 年液压件业务销量增速分别为 40%、30%、20%，价格不变，毛利率稳定在 39.00%。

3) 假设 2019-2021 年其他业务销量保持不变，价格不变，毛利率稳定在 90.00%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：公司分业务收入和毛利

单位：百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
破碎锤	收入	394	659	923	1,199	1,439
	同比	75%	67%	40%	30%	20%
	成本	221	370	517	672	806
	毛利	173	289	406	528	633
	毛利率	44%	44%	44%	44%	44%
液压件	收入	244	351	492	640	768
	同比	43%	44%	40%	30%	20%
	成本	145	213	300	390	468
	毛利	99	138	192	249	299
	毛利率	41%	39%	39%	39%	39%
其他业务	收入	3	10	10	10	10
	同比	-13%	261%	0%	0%	0%
	成本	-3	0	1	1	1
	毛利	6	10	9	9	9
	毛利率(%)	217%	97%	90%	90%	90%
合计	收入	641	1,021	1,425	1,849	2,217
	同比	60%	59%	40%	30%	20%
	成本	363	583	818	1,063	1,275
	毛利	279	437	607	786	942
	毛利率(%)	43%	43%	43%	43%	42%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.13/4.15/5.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.81/1.08/1.30 元，对应 PE 估值分别为 29/22/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级

表 5：可比公司估值情况（2019 年 04 月 22 日）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603611	诺力股份	0.70	1.00	1.23	27	19	15
002009	天奇股份	0.37	0.71	0.89	30	16	13
603338	浙江鼎力	1.94	2.66	3.60	40	29	21
002698	博实股份	0.27	0.43	0.60	50	31	22
平均值					37	24	18
603638	艾迪精密	0.58	0.81	1.08	40	29	22

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

3 风险提示

1) 下游需求或不及预期风险。公司产品销量受下游挖掘机等工程机械产品需求影响，或存在下游需求不及预期，致使盈利能力不及预期风险。

2) 盈利能力或不及预期风险。公司盈利能力受下游需求、上游原材料，以及自身产能利用率影响，若以上因素出现不利影响，或存在盈利能力不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1020.65	1424.84	1849.24	2217.05	净利润	225.17	313.24	415.15	501.91
营业成本	583.33	817.83	1062.88	1275.25	折旧与摊销	56.30	98.18	112.25	124.03
营业税金及附加	5.62	11.09	12.99	16.13	财务费用	10.96	11.43	4.93	-0.40
销售费用	55.66	78.37	101.71	121.94	资产减值损失	3.22	1.00	1.00	1.00
管理费用	62.81	142.48	184.92	221.71	经营营运资本变动	-44.44	-110.87	-113.47	-75.57
财务费用	10.96	11.43	4.93	-0.40	其他	-185.83	-1.58	-2.07	-2.03
资产减值损失	3.22	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	65.39	311.39	417.78	548.94
投资收益	0.00	1.00	1.00	1.00	资本支出	-388.73	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	135.88	1.00	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-252.85	-99.00	-99.00	-99.00
营业利润	260.53	363.64	481.81	582.43	短期借款	274.63	-93.60	-161.78	-29.25
其他非经营损益	0.19	0.65	0.51	0.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	260.72	364.29	482.32	582.98	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	35.54	51.05	67.17	81.07	支付股利	-44.00	-78.81	-109.63	-145.30
净利润	225.17	313.24	415.15	501.91	其他	-61.44	-20.09	-4.93	0.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	169.19	-192.50	-276.34	-174.16
归属母公司股东净利润	225.17	313.24	415.15	501.91	现金流量净额	-17.55	19.89	42.44	275.78
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	122.59	142.48	184.92	460.71	成长能力				
应收和预付款项	202.46	281.35	362.56	434.43	销售收入增长率	59.15%	39.60%	29.79%	19.89%
存货	367.15	469.16	629.50	747.56	营业利润增长率	61.29%	39.58%	32.50%	20.88%
其他流动资产	17.63	22.27	29.92	35.46	净利润增长率	61.20%	39.11%	32.53%	20.90%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	59.38%	44.37%	26.57%	17.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	875.14	884.62	880.03	863.66	毛利率	42.85%	42.60%	42.52%	42.48%
无形资产和开发支出	65.78	58.18	50.58	42.98	三费率	12.68%	16.30%	15.77%	15.48%
其他非流动资产	36.90	36.84	36.78	36.72	净利率	22.06%	21.98%	22.45%	22.64%
资产总计	1687.65	1894.91	2174.29	2621.52	ROE	22.02%	25.09%	26.72%	26.27%
短期借款	284.63	191.03	29.25	0.00	ROA	13.34%	16.53%	19.09%	19.15%
应付和预收款项	348.54	421.62	556.42	675.29	ROIC	23.06%	24.31%	28.40%	31.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.12%	33.21%	32.39%	31.85%
其他负债	31.91	33.92	34.76	35.76	营运能力				
负债合计	665.08	646.56	620.43	711.06	总资产周转率	0.77	0.80	0.91	0.92
股本	260.48	385.51	385.51	385.51	固定资产周转率	2.02	2.08	2.52	2.96
资本公积	269.71	144.68	144.68	144.68	应收账款周转率	10.15	9.32	9.20	8.92
留存收益	483.73	718.16	1023.67	1380.28	存货周转率	2.18	1.95	1.93	1.85
归属母公司股东权益	1022.57	1248.34	1553.86	1910.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.01%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1022.57	1248.34	1553.86	1910.46	资产负债率	39.41%	34.12%	28.54%	27.12%
负债和股东权益合计	1687.65	1894.91	2174.29	2621.52	带息债务/总负债	42.80%	29.55%	4.71%	0.00%
					流动比率	1.12	1.48	2.04	2.46
					速动比率	0.54	0.72	0.98	1.37
					股利支付率	19.54%	25.16%	26.41%	28.95%
					每股指标				
					每股收益	0.58	0.81	1.08	1.30
					每股净资产	2.65	3.24	4.03	4.96
					每股经营现金	0.17	0.81	1.08	1.42
					每股股利	0.11	0.20	0.28	0.38
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	327.80	473.25	598.99	706.06					
PE	39.86	28.65	21.62	17.88					
PB	8.78	7.19	5.78	4.70					
PS	8.79	6.30	4.85	4.05					
EV/EBITDA	18.88	18.99	14.66	12.01					
股息率	0.49%	0.88%	1.22%	1.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，若您并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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn