

2019 年 04 月 29 日

证券研究报告

公司研究

机械设备/液压产品

艾迪精密 (603638)

——破碎锤需求稳定，液压件国产替代空间广阔

主要数据(截至 04 月 26 日收盘):

当前股价	20.92 元
投资评级	【买入】
评级变动	【首次】
总股本	3.86 亿股
流通股本	1.26 亿股

主要观点:

◆**液压破碎锤行业龙头企业，业绩快速增长。**公司主要从事液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售，是国内液压破碎锤行业的龙头企业，公司成功研发的液压泵、行走及回转马达、多路控制阀等高端液压件产品实现了国产化。公司 2018 年实现营业收入 10.21 亿元，同比增长 59.15%，2014-2018 年 CAGR 为 34.86%；2018 年归母净利润为 2.25 亿元，同比增长 61.20%，2014-2018 年 CAGR 为 49.40%。从盈利来源来看，2018 年破碎锤收入占比 64.57%，毛利占比 66.14%；液压件收入占比 34.44%，毛利占比 31.61%。目前，破碎锤为公司的第一利润来源，随着液压件国产化推进，我们预计公司液压件业务收入和毛利占比将逐步提升。公司近 5 年毛利率和 ROE（加权）稳中有升，2018 年分别为 42.85%、24.17%。随着公司生产规模的不断扩大，期间费用率稳步下降，由 2014 年 18.58%下降至 2018 年 16.63%。

◆**液压破碎锤下游需求潜力大，配锤率提升+存量更新。**液压破碎锤可与多种液压主机配套使用，如挖掘机、液压装载机、钢包拆包机、拆炉机等。其中，液压破碎锤与挖掘机配套作业最为普遍，液压破碎锤市场发展受挖掘机械行业影响较大。此外，破碎锤需求量还与挖掘机配锤率以及存量更新量有关。1) **挖掘机销量今年有望维持快速增长，未来 2 年可能下降，保有量稳定增长。**据我们测算，2019-2021 年挖掘机保有量分别为 123.5 万台、128.4 万台、132.3 万台，挖掘机销量分别为 25.9 万台、19.2 万台、18 万台，对应增速分别为 27.2%、-26%、-5.9%。2) **配锤率仍有较大的提升空间。**发达国家挖掘机配锤率在 35%以上，日本、韩国等国家配锤率达到 60%，而中东等戈壁地区挖掘机配锤率高达 80%。相比之下，由于我国市场起步较晚，市场认知不足等原因，目前，我国挖掘机配锤率为 20-25%，仍有较大的发展空间。3) **存量更新需求稳定。**液压破碎锤的使用期限一般在 3-5 年，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，相对于挖掘机的使用寿命，破碎锤具备后市场特征。在配锤率不断提升的趋势下，即使挖掘机市场没有增长，我国广阔的挖机存量市

长城国瑞证券研究所

分析师:

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200514120002

联系电话: 0592-5161646

地址:厦门市思明区莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

场为液压破碎锤提供了持续的更新需求，2016 年全国挖掘机 8 年保有量 114 万台，按照 20%的配锤率保守估算，液压破碎锤保有量至少有 23 万台。我们认为，**稳定增长的挖掘机保有量、配锤率提升以及存量更新需求**，使得**液压破碎锤行业市场需求量未来有着稳定的增长空间**。

◆**国产厂商市占率大幅提升，公司重型破碎锤领域市占率超 80%**。自 2005 年以来，部分国内企业掌握了液压破碎锤核心生产技术和工艺，目前已完全实现了国产化，产品迅速崛起，产品的市场竞争力大幅度提高，在国际市场具有较高的品牌影响力，市场占有率大幅度提升，占据了国内的绝大部分市场份额。公司掌握液压破碎锤的核心技术，核心零部件全部自主配套，近年因市场需求快速放量，公司产能有限，集中产能主要生产 30 吨以上液压主机配套的重型破碎锤，在重型破碎锤领域市占率超 80%，竞争优势突出。目前，公司已经给三一、徐工、卡特彼勒、斗山、沃尔沃等众多挖掘机主机厂配套。

◆**政策助力液压件国产替代，公司产品性价比优势突出**。全球的高端液压件几乎被博世力士乐、川崎重工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。公司成功研发的液压泵、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，并且公司产品性价比远高于国外产品，价格便宜 20-30%。2017 年以来挖掘机销量大增国外主要液压件供应商出现供货困难，为国产液压件给主机厂配套带来了绝佳良机，公司主泵、行走马达等产品逐渐进入了包括挖掘机、混凝土泵送、旋挖钻机、路面机械、矿山机械在内的主机企业 OEM 配套市场，在国内 3~46 吨级挖掘机用液压主泵、行走马达的售后市场获得较高市场占有率，国内经销商 30 余家，已遍及全国主要城市。2) 近年来，国家相继发布系列相关产业政策及措施，支持液压行业特别是高端液压件产品的发展，特别是《液压气动密封行业“十三五”发展规划》指出，十三五期间，我国液压销售额年均增长不低于 6%，到 2020 年达到 669 亿元，60%以上高端液压元件及系统将实现自主保障。作为工程机械设备的核心基础零部件，国内高端液压件及系统产品有着广阔的进口替代空间。借助于国家政策的扶持，中国高端液压件产业有望迎来快速发展的机会，加快高端液压件的国产替代进程。

◆**定增项目扩大产能，保障公司未来 5 年的业绩增长**。公司自 2017 年以来产品一直处于供不应求的状态，生产基本处于满负荷状态，产销率亦保持在 95%以上，IPO 募投液压破拆属具及液压件建设项目在 2017 年底已实施完毕。为进一步开拓与各大主机厂



商的业务合作、保持业绩的增长提供有力的支持与保障,公司 2018 年 12 月底发布公告,拟非公开发行股票募集资金总不超过 7 亿元(包含发行费用),用于工程机械用高端液压马达建设项目、液压破碎锤建设项目和工程机械用高端液压主泵建设项目,加大投入、扩大产能。上述项目全部达产后,公司将新增产值 16.76 亿元,可保障公司 2018-2023 年产值以 17.43%复核增长的供应能力。

投资建议:

我们预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 3.25/4.43/5.59 亿元, EPS 分别为 0.84/ 1.15/1.45 元, 当前股价对应 P/E 分别为 25/18/14 倍。考虑破碎锤行业市场需求量未来有着稳定的增长空间, 液压件国产替代空间广阔, 我们首次覆盖给予其“买入”投资评级。

风险提示:

市场需求放缓风险, 钢材波动风险, 定增项目不能如期达产或者因行业增速不急预期导致产能未及时消化的风险。

主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1020.65	1511.24	1999.65	2458.82
增长率(%)	59.15%	48.07%	32.32%	22.96%
归母净利润(百万元)	225.22	324.77	442.67	559.48
增长率(%)	61.28%	44.20%	36.30%	26.39%
EPS(元)	0.86	0.84	1.15	1.45
毛利率	42.85%	42.57%	42.60%	42.63%
净资产收益率(摊薄)	22.02%	25.30%	26.99%	26.77%

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

目 录

1 液压破碎锤行业龙头企业，业绩快速增长	7
1.1 液压破碎锤行业龙头企业，液压件实现国产化.....	7
1.2 业绩快速增长，盈利能力稳中有升.....	8
2 破碎锤下游需求潜力大，公司竞争优势突出	9
2.1 下游需求潜力大，配锤率提升+存量更新	9
2.1.1 挖掘机销量今年有望维持快速增长，未来 2 年可能下降，保有量稳定增长 ..	10
2.1.2 配锤率仍有较大的提升空间	11
2.1.3 存量更新需求稳定	12
2.2 国产厂商市占率大幅提升，公司重型破碎锤领域市占率超 80%	12
3 政策助力液压件国产替代，公司产品性价比优势突出	13
4 定增项目扩大产能，保障公司未来 5 年的业绩增长	16
5 盈利预测	17

图目录

图 1: 艾迪精密发展过程	7
图 2: 公司液压破碎锤	8
图 3: 公司液压件	8
图 4: 2014-2018 公司营业收入及增速.....	8
图 5: 2014-2018 归属母公司净利润及增速.....	8
图 6: 公司 2014-2018 营业收入结构 (%)	9
图 7: 公司 2013-2017 毛利结构 (%)	9
图 8: 2014-2018 公司毛利率及期间费用率.....	9
图 9: 公司净资产收益率	9
图 10: 液压破碎锤主要部件	10
图 11: 挖掘机销量 (台)	11
图 12: 2016 年国内液压市场分产品收入占比.....	14
图 13: 液压产品在液压设备中的具体运用.....	14

表目录

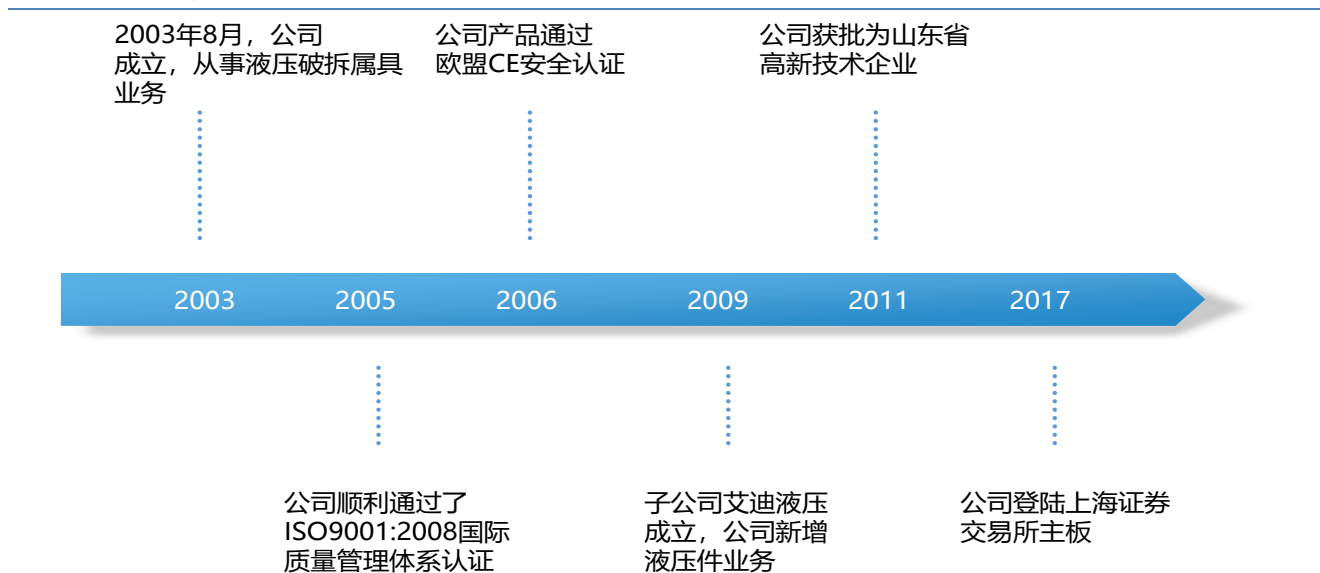
表 1：2019-2021 挖掘机销量测算（万台）	11
表 2：公司破碎锤类别	13
表 3：液压件相关产业政策	15
表 4：公司非公开发行募投项目（万元）.....	16
表 5：盈利预测（单位：百万元）	17

1 液压破碎锤行业龙头企业，业绩快速增长

1.1 液压破碎锤行业龙头企业，液压件实现国产化

公司主要从事液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售，主要产品包括液压破碎锤和液压件等液压产品。公司成立于2003年8月，成立初期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，是国内液压破碎锤行业的龙头企业，目前，公司液压破碎锤产品线丰富，形成了轻型、中型和重型3个序列20多个系列的产品线，能够满足市场上绝大部分需求，产品已销往60多个国家和地区。2009年，公司投资建立全资子公司烟台艾迪液压科技有限公司，从事工程机械和船舶用液压主泵、行走和回转马达、多路控制阀等液压产品的研发、生产与销售，进入液压件业务。公司成功研发的液压泵、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。公司先后顺利通过了ISO9001:2008国际质量管理体系认证，欧盟CE安全认证，加入美国设备制造商协会，获批为山东省高新技术企业。

图1：艾迪精密发展过程



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

图 2：公司液压破碎锤



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：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 3：公司液压件



液压泵

回转马达

行走马达

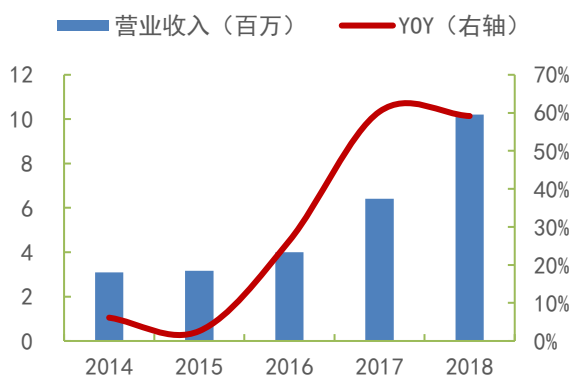
多路控制阀

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

1.2 业绩快速增长，盈利能力稳中有升

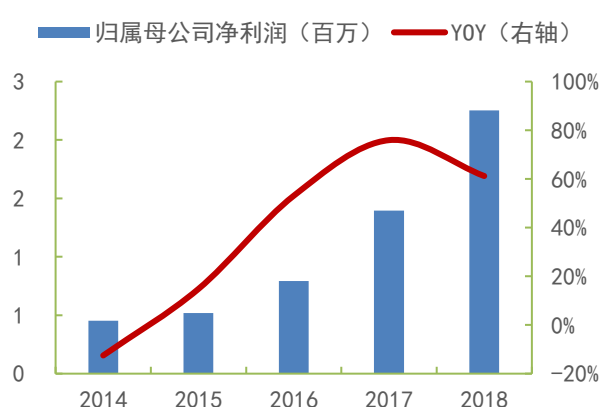
公司 2018 年实现营业收入 10.21 亿元，同比增长 59.15%，2014-2018 年 CAGR 为 34.86%；2018 年归母净利润为 2.25 亿元，同比增长 61.20%，2014-2018 年 CAGR 为 49.40%。从盈利来源来看，2018 年破碎锤收入占比 64.57%，毛利占比 66.14%；液压件收入占比 34.44%，毛利占比 31.61%。目前，公司破碎锤为公司的第一利润来源，随着液压件国产化推进，我们预计公司液压件业务收入和毛利占比将逐步提升。

图 4：2014-2018 公司营业收入及增速



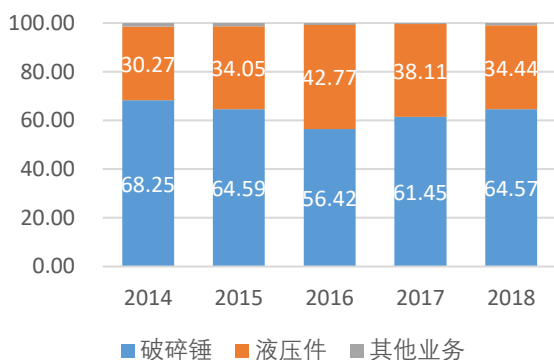
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 5：2014-2018 归属母公司净利润及增速



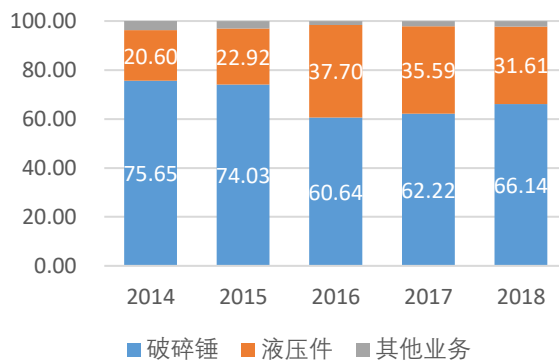
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 6：公司 2014-2018 营业收入结构（%）



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

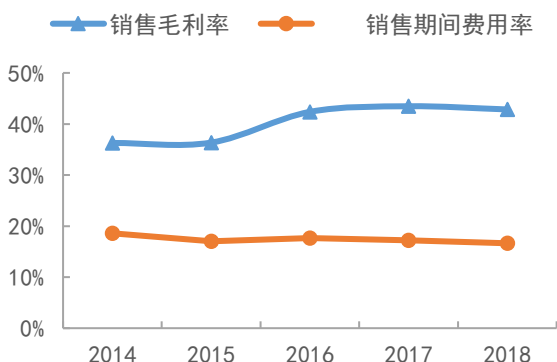
图 7：公司 2013-2017 毛利结构（%）



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

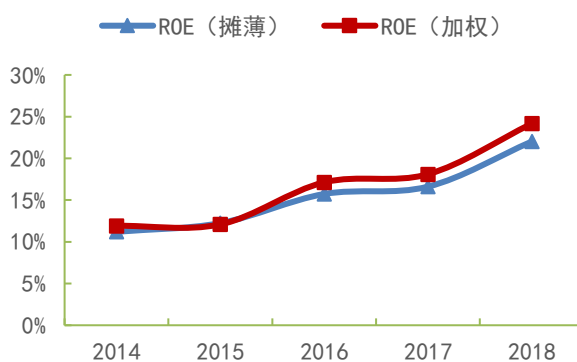
公司近 5 年毛利率和 ROE（加权）稳中有升，2018 年分别为 42.85%、24.17%，主要因公司通过规模化效应降低制造成本，及时调整销售策略和原材料采购计划降低综合采购成本，提高高毛利产品销售占比，保障公司综合盈利能力稳定。随着公司生产规模的不断扩大，期间费用率稳步下降，由 2014 年 18.58%下降至 2018 年 16.63%。

图 8：2014-2018 公司毛利率及期间费用率



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 9：公司净资产收益率



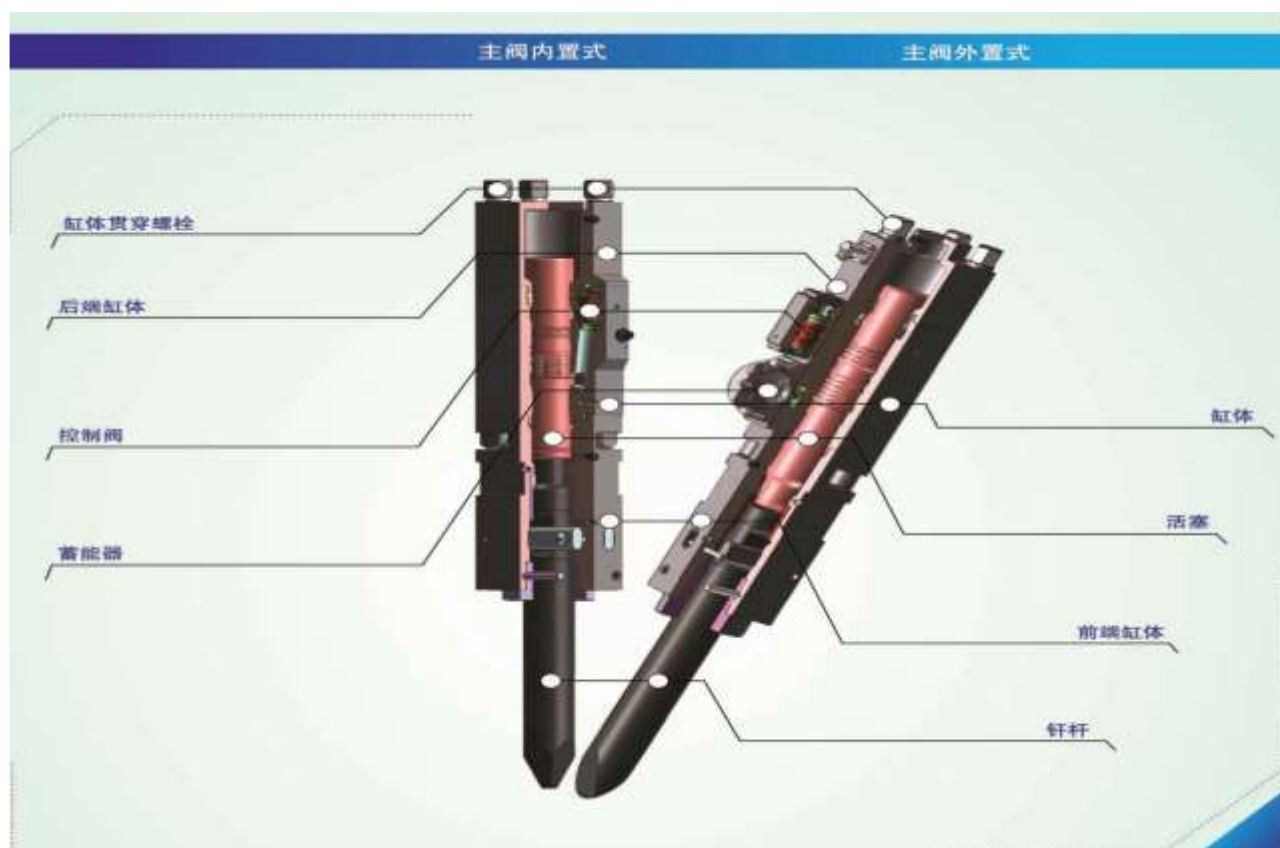
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

2 破碎锤下游需求潜力大，公司竞争优势突出

2.1 下游需求潜力大，配锤率提升+存量更新

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。它由前端缸体、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。

图 10：液压破碎锤主要部件



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

液压破碎锤可与多种液压主机配套使用，如挖掘机、液压装载机、钢包拆包机、拆炉机等。其中，液压破碎锤与挖掘机配套作业最为普遍，液压破碎锤市场发展受挖掘机械行业影响较大。此外，破碎锤需求量还与挖掘机配锤率以及存量更新量有关。

2.1.1 挖掘机销量今年有望维持快速增长，未来 2 年可能下降，保有量稳定增长

我们将挖掘机机销量拆分为增量需求量、存量更新量和出口量加港澳销量三部分拆分进行预测。

增量需求量：据工程机械杂志社数据，挖掘机主要需求来自固定资产投资的建设需求，约有 40%~50%需求来自于房地产投资，20%~30%需求来自于基础设施建设，10%~20%需求来自于矿产开采，其余为制造业投资等。行业一般认为挖掘机使用寿命为 8 年，2004 年以来，平均每亿元固定资产投资对应的保有量相对稳定，近 3 年均值为 1.87 台，整体呈逐年小幅下降趋势。我们假设 2019-2021 年，固定资产投增速分别为 5%、4%、3%，平均每亿元固定资产投资对应的保有量均为 1.85 台，据此测算，2019-2021 年挖掘机保有量分别为 123.5 万台、128.4 万台、132.3 万台，意味着 2019-2021 年挖掘机增量需求分别为 5.7 万台、4.9 万台、3.9 万台。

存量更新量：按挖掘机使用寿命为 8 年，2011-2013 期间销售的挖掘机将于 2019-2021 年进入更新周期，预计 2019-2021 年挖掘机更新量分别为 17.8 万台，11.6 万台、11.2 万台。

出口量+港澳销量：2018 年出口量+港澳销量为 1.9 万台，2019-2021 按 20%、15%、10%增速测算，对应量分别为 2.3 万台、2.7 万台、2.9 万台。

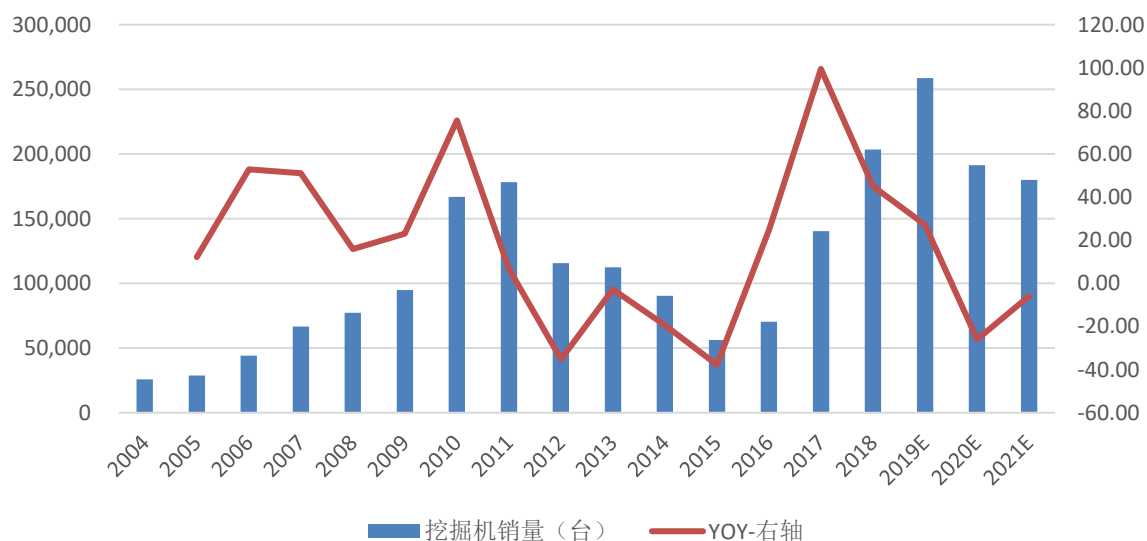
综合我们的测算，预计 2019-2021 挖掘机销量分别为 25.9 万台、19.2 万台、18 万台，对应增速分别为 27.2%、-26%、-5.9%。

表 1：2019-2021 挖掘机销量测算（万台）

指标名称	2018	2019E	2020E	2021E
新增需求		5.7	4.9	3.9
存量更新需求		17.8	11.6	11.2
出口+港澳	1.9	2.3	2.7	2.9
挖掘机合计销量	20.3	25.9	19.2	18.0
YOY%	44.99	27.2	-26.0	-5.9

资料来源：CCMA 挖掘机械分会，长城国瑞证券研究所

图 11：挖掘机销量（台）



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所
说明：2019-2020 年数据为我们测算数据

2.1.2 配锤率仍有较大的提升空间

发达国家挖掘机配锤率在 35%以上，日本、韩国等国家配锤率达到 60%，而中东等戈壁地区挖掘机配锤率高达 80%。相比之下，由于我国市场起步较晚，市场认知不足等原因，目前，我国挖掘机配锤率为 20-25%，仍有较大的发展空间。

近年来，液压破碎锤技术水平不断提高，新产品不断推出，如输出参数连续可调节的可调节式破碎锤、噪音较低的静音型破碎锤、超大型破碎锤、专用破碎锤等。随着液压破碎锤产品

的不断创新，其应用领域不断拓展。

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，2017 年开始，国家密集出台环保相关政策，加大环保监管力度，完善环保监管体系，对达不到环保要求的项目进行严格管控。在环保政策的推动下，采矿行业中原本使用的爆破方式采矿成本明显上升，大型挖掘机搭配重型破碎锤可以实现免爆开采，保证施工安全，降低环境污染。受此影响，重型破碎锤的未来需求将持续上升。重型破碎锤产品要求打击力度大、稳定性高，对生产技术和加工工艺的要求相较于中小型破碎锤更为苛刻，开发制造技术难度大，有较高的技术壁垒。公司作为液压破拆属具国内龙头企业，在 30 吨位以上大型挖掘机的重型破碎锤产品的质量和稳定性较国内同行业公司有较大优势，重型破碎锤市场需求量的增加给公司带来了较好的发展机遇。

2.1.3 存量更新需求稳定

液压破碎锤的使用期限一般在 3-5 年，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，相对于挖掘机的使用寿命，液压破碎锤属于耗材，具备后市场特征。在配锤率不断提升的趋势下，即使挖掘机市场没有增长，我国广阔的挖机存量市场也为液压破碎锤提供了持续的更新需求，2016 年全国挖掘机 8 年保有量 114 万台，按照 20% 的配锤率保守估算，液压破碎锤保有量至少有 23 万台。

我们认为，稳定增长的挖掘机保有量、配锤率提升以及存量更新需求，使得破碎锤行业市场未来有着稳定的增长空间。

2.2 国产厂商市占率大幅提升，公司重型破碎锤领域市占率超 80%

2000 年以来我国液压破碎锤的市场需求量迅速增加，但国产液压破碎锤起步晚、产量低、品种少，致使大量国外液压破碎锤进入中国市场。近几年，随着国产液压破碎锤的快速崛起，进口产品逐渐失去竞争优势。同时由于行业仍处于快速发展阶段，目前市场上有上百个破碎锤品牌，行业集中度较低，大部分厂家规模较小，研发能力较弱。我国液压破碎锤市场按照品牌销售构成，可以分为国外品牌（韩系、日系、欧美系）、国产品牌。国产品牌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。自 2005 年以来，部分国内企业掌握了核心生产技术和工艺，目前已完全实现了国产化，产品迅速崛起，产品的市场竞争力大幅度提高，在国际市场具有较高的品牌影响力，市场占有率大幅度提升，占据了国内的绝大部分市场份额。公司掌握液压破碎锤的核心技术，核心零部件

全部自主配套，近年因市场需求快速放量，公司产能有限，集中产能主要生产 30 吨以上液压主机配套的重型破碎锤，在重型破碎锤领域市占率超 80%，竞争优势突出。目前，公司已经给三一、徐工、卡特彼勒、斗山、沃尔沃等众多挖掘机主机厂配套。

表 2：公司破碎锤类别

类别	适用范围
轻型破碎锤	1-18 吨液压主机
中型破碎锤	20-28 吨液压主机
重型破碎锤	30 吨以上液压主机

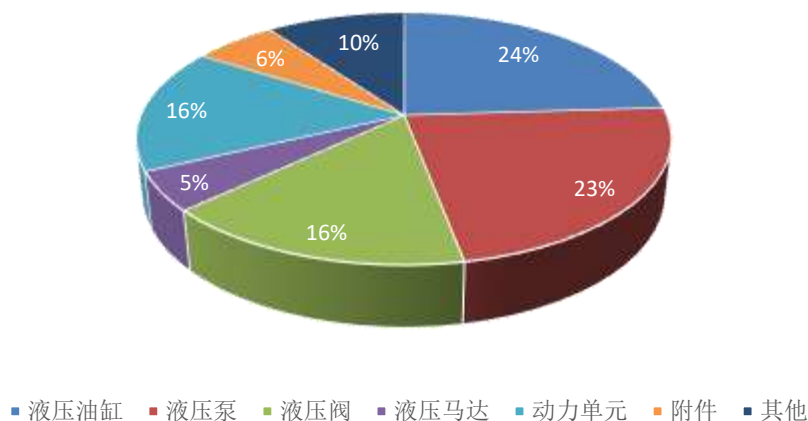
资料来源：招股说明书，长城国瑞证券研究所

3 政策助力液压件国产替代，公司产品性价比优势突出

一个完整的液压系统由五个部分组成，即动力元件（液压泵）、控制元件（液压阀）、执行元件（油缸、马达）、辅助元件（油箱、过滤器等）和工作介质（各种矿物油、乳化液和合成油）。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。液压件种类繁多，其中，液压泵、液压油缸、液压马达（行走马达、回转马达）和液压阀等是其重要部件。液压泵向整个液压系统提供动力；行走马达直接与液压机械的履带驱动轮或车轮相连接，驱动其直行或转向行走；回转马达一般位于液压机械的上下部件结合处，驱动上部部件旋转转向；液压阀则按操作者的指令将液压泵排出的压力油输送到各执行元件，使液压机械完成各种动作。

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，工业总产值约 510 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。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、工程机械与大型装备，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（数据来源：产业信息网）。

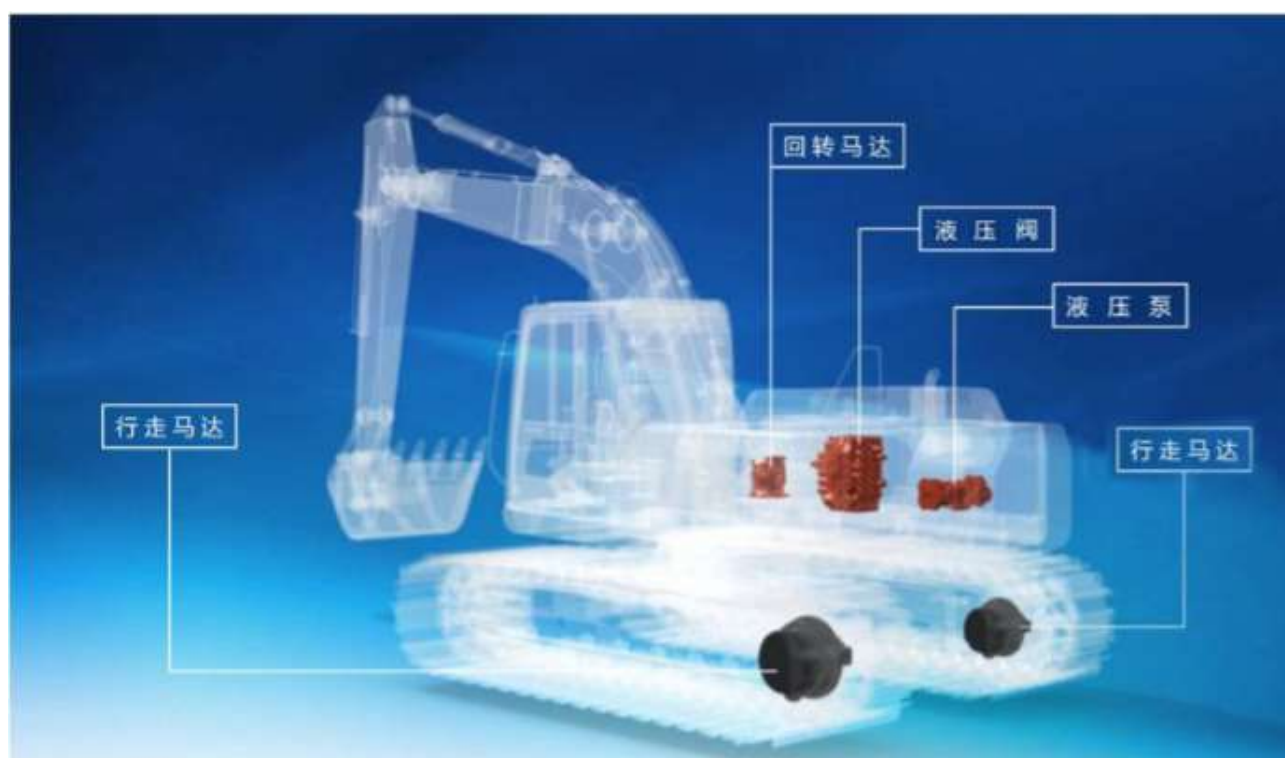
图 12： 2016 年国内液压市场分产品收入占比



资料来源：产业信息网，长城国瑞证券研究所

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 13：液压产品在液压设备中的具体运用



资料来源：招股说明书，长城国瑞证券研究所

高端液压件广泛用于各行业的各类主机产品和技术装备，如航空航天、兵器装备、冶金矿山、石油化工、电力能源、信息电子、交通车辆等重大技术装备，以及各类主机如农业机械、工程建筑机械、塑料机械、机床、汽车、船舶、轻纺医药机械等进行配套。

全球的高端液压件几乎被博世力士乐、川崎重工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。近年来，随着国内几家液压件公司的崛起，逐步在改善产品主要依赖进口的局面，竞争力逐步在提高，瓶颈约束在减弱。公司已形成了以高压液压件精密铸造技术、热处理技术、先进机加工工艺、高压密封技术、测试技术为核心的具有自主知识产权的技术体系，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，公司具备 5~6 吨、20 吨挖掘机液压系统的整体配套能力，并且公司产品性价比远高于国外产品，价格便宜 20-30%。2017 年以来挖掘机销量大增，国外主要液压件供应商出现供货困难，为国产液压件给主机厂配套带来了绝佳良机，公司主泵、行走马达等产品逐渐进入了包括挖掘机、混凝土泵送、旋挖钻机、路面机械、矿山机械在内的主机企业 OEM 配套市场，在国内 3~46 吨级挖掘机用液压主泵、行走马达的售后市场获得较高市场占有率，国内经销商 30 余家，已遍及全国主要城市。

高端液压件广泛应用于国民经济各行业的各类主机产品和技术装备，其中工程机械是高端液压件的主要客户，目前我国高端液压件对进口产品依赖严重，近年来，国家相继发布的《液压气动密封行业“十三五”发展规划》、《智能制造发展规划（2016-2020 年）》和《中国制造 2025》等相关产业政策及措施，支持液压行业特别是高端液压件产品的发展，特别是《液压气动密封行业“十三五”发展规划》指出，十三五期间，我国液压销售额年均增长不低于 6%，到 2020 年达到 669 亿元，60%以上高端液压元件及系统将实现自主保障。作为工程机械设备的核心基础零部件，国内高端液压件及系统产品有着广阔的进口替代空间。借助于国家政策的扶持，中国高端液压件产业有望迎来快速发展的机会，加快高端液压件的国产替代进程。

表 3：液压件相关产业政策

发布时间	发布部门	政策文件名称
2017 年 10 月	工业和信息化部	产业关键共性技术发展指南（2017 年）
2016 年 12 月	工业和信息化部	智能制造发展规划（2016-2020 年）
2016 年 8 月	质检总局、国家标准委和工业和信息化部	装备制造业标准化和质量提升规划
2016 年 5 月	国家发展改革委、工业和信息化部	关于实施制造业升级改造重大工程包的通知
2016 年 3 月	中国工程机械工业协会	工程机械行业“十三五”发展规划
2015 年 5 月	国务院	中国制造 2025
2013 年 2 月	工业和信息化部	关于开展工业强基专项行动的通知
2012 年 11 月	国务院办公厅	关于依法做好金属非金属矿山整顿工作的意见
2012 年 1 月	工业和信息化部、科学技术部、财政部、国务院国有资产监督管理委员会	重大技术装备自主创新指导目录

资料来源：政府部门官网，长城国瑞证券研究所

4 定增项目扩大产能，保障公司未来 5 年的业绩增长

公司自 2017 年以来产品一直处于供不应求的状态，生产基本处于满负荷状态，产销率亦保持在 95%以上，IPO 募投液压破拆属具及液压件建设项目在 2017 年底已实施完毕。为进一步开拓与各大主机厂商的业务合作、保持业绩的增长提供有力的支持与保障，公司 2018 年 12 月底发布公告，拟非公开发行股票募集资金总不超过 7 亿元（包含发行费用），用于工程机械用高端液压马达建设项目、液压破碎锤建设项目和工程机械用高端液压主泵建设项目，加大投入、扩大产能。

表 4：公司非公开发行募投项目（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	工程机械用高端液压马达建设项目	36,277	30,000
2	液压破碎锤建设项目	24,421	20,000
3	工程机械用高端液压主泵建设项目	21,684	20,000
合 计		82,382	70,000

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

工程机械用高端液压马达项目主要产品为工程机械用液压行走马达和回转马达，预计 2023 年达到 80,000 台/年的液压马达生产能力，实施达产后，预计年新增销售收入 71,255 万元，年新增净利润 11,445 万元。液压破碎锤建设项目预计于 2021 年开始投产，预计到 2023 年形成 20,000 台/年液压破碎锤生产能力，实施达产后，预计年新增销售收入 61,257 万元，年新增净利润 7,552 万元。工程机械用高端液压主泵建设项目预计 2023 年达到 50,000 台/年的液压主泵生产能力，实施达产后，预计年新增销售收入 35,215 万元，年新增净利润 5,411 万元。上述项目全部达产后，公司将新增产值 16.76 亿元，可保障公司 2018-2023 年产值以 17.43%复核增长的供应能力。

5 盈利预测

表 5：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1020.65	1511.24	1999.65	2458.82	货币资金	122.59	100.67	133.21	172.47
减：营业成本	583.33	867.91	1147.81	1410.70	应收和预付款项	202.46	279.06	358.05	425.33
营业税金及附加	5.62	8.32	11.01	13.54	存货	367.15	427.99	623.58	668.84
营业费用	55.66	82.42	109.05	134.09	其他流动资产	17.63	17.63	17.63	17.63
管理费用	62.81	93.00	123.05	151.31	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
研发费用	40.33	59.71	79.01	97.16	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	10.96	23.21	16.53	3.60	固定资产和在建工程	875.14	901.74	914.34	912.95
资产减值损失	3.22	3.50	3.50	3.50	无形资产和开发支出	65.78	58.18	50.58	42.98
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	36.90	30.85	30.56	30.56
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1687.65	1816.14	2127.96	2270.76
其他经营损益	1.86	1.86	1.86	1.86					
营业利润	300.92	434.74	590.56	743.94					
其他非经营损益	0.19	1.00	1.00	1.00	短期借款	284.63	465.50	46.67	0.00
利润总额	301.10	435.74	591.56	744.94	应付和预收款项	314.44	61.63	436.10	175.40
所得税	35.56	51.26	69.87	88.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	265.55	384.48	521.68	656.63	其他负债	66.01	5.11	5.11	5.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债合计	665.08	532.25	487.88	180.52
归母净利润	225.22	324.77	442.67	559.48	股本	260.48	260.48	260.48	260.48
					资本公积	269.71	269.71	269.71	269.71
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	483.73	753.70	1109.89	1560.06
经营活动现金流	65.39	74.61	690.52	334.97	归母股东权益	1022.57	1283.89	1640.08	2090.25
投资活动现金流	-252.85	-139.14	-139.14	-139.14	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	169.19	97.21	-518.85	-156.58	股东权益合计	1022.57	1283.89	1640.08	2090.25
现金流量净额	-17.55	32.68	32.54	39.25	负债和股东权益	1687.65	1816.14	2127.96	2270.76

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。