

信义山证 汇通天下

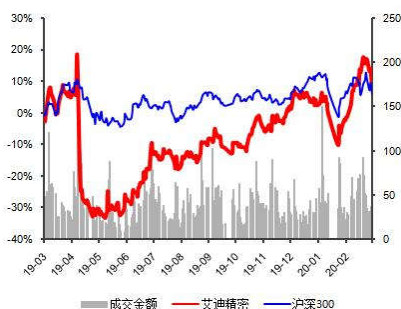
证券研究报告

机械设备

报告原因：深度报告

2020年3月13日

公司上市以来股价表现



市场数据：2020年3月13日

总股本（亿股） 4.13

流通股本（亿股） 3.86

收盘价（元） 30.07

流通市值（亿元） 115.92

基础数据：2019年9月30日

每股净资产（元） 3.19

每股资本公积（元） 0.38

每股未分配利润（元） 1.64

分析师：

段永红

执业证书编号：S0760517120001

电话：0351-8686974

邮箱：duanyonghong@sxzq.com

地址：

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

艾迪精密（603638.SH）

破碎锤+液压件双翼齐飞，公司将步入增长快车道

维持评级

买入

公司研究/深度报告

投资要点：

➤ **破碎锤龙头企业，逐步发力液压件：**公司成立于2003年，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。设立之初主要产品为液压破碎锤，随着公司技术研发的稳步推进，进军高端液压件行业，并逐步发展成为公司新的盈利增长点。

➤ **破碎锤市场产品市场竞争力强，市占率稳步提升：**据统计，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，我国挖掘机配锤率仅为20%-25%，仍有较大的提升空间。挖掘机增长引发破碎锤需求增长，配锤率提升空间大，公司作为破碎锤龙头企业，市占率将稳步提升。

➤ **液压件进口替代空间大，公司将深度受益：**国内液压件行业呈现出低端液压件产能过剩和管段液压件供给短缺并存的特点。高端液压件领域长期被博世力士乐、川崎等外资厂商垄断。据统计，我国液压行业市场销售规模从2009年的383亿增长至2018年的594亿，复合增长率保持6%左右增长。近5年来，我国液压件市场规模保持低速增长态势，预计2019年市场空间在600亿左右。公司目前主要针对挖掘机后装市场提供泵、马达和堵路控制阀等产品，近年来发展迅速，同时已切入主机厂供应体系，未来将成为公司新的增长动力。

➤ **逆周期调节发力，公司将深度受益。**新冠肺炎疫情爆发，工程机械的生产和下游开工受到限制，整体看，1-2月是传统挖掘机销售淡季，叠加疫情影响，下游开工旺季可能推迟，短期销量可能受到冲击，但是长期看随着国家逆周期调节政策的不断加码，工程机械的整体需求会逐步迈向正常，短期的波动不改中长期趋势，随着新冠肺炎的有效控制，政策边际效应宽松有望加大。公司作为液压破碎锤龙头企业，将随着下游逐渐复工，主机厂商的销量逐渐放量而逐步增长。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2019-2021年实现营业收入1.56、2.16、2.84亿元，同比增长53%、45%、35%，实现归母公司净利润0.4、0.54、0.77亿元，同比增长59.68%、51.1%、41.3%，对应EPS为0.87、1.32、1.86元，PE为38.87、25.72、18.2倍，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期；基建投资增速不及预期；行业竞争加剧；液压件国产化不及预期；地产调控政策风险；原材料价格上涨等。



财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	641.3	1,020.7	1,561.6	2,264.3	3,056.8
同比增长	60.31%	59.15%	53.00%	45.00%	35.00%
归母净利润（百万元）	139.7	225.2	359.4	543.1	767.3
同比增长	75.94%	61.20%	59.59%	51.13%	41.29%
每股收益（元）	0.79	0.86	0.87	1.32	1.86
PE	42.61	39.12	38.87	25.72	18.20
PB	7.08	8.61	6.50	5.20	4.40

目录

1.始于液压破碎锤，逐步发力液压件	5
1.1 10 多年积淀成就液压破碎锤龙头企业.....	5
1.2 财务分析：把握时代机遇，盈利能力持续提升	7
2.破碎锤渗透率的逐步提高，逐渐打开市场空间，龙头地位更加稳固.....	9
2.1 挖掘机市场销量强劲助推破碎锤市场发展.....	9
2.2 国内破碎锤集中度低，市占率稳步提升.....	10
2.3 环保政策促进配锤率提升是大势所趋	11
3.液压件：国内市场空间大，立足破碎锤逐步发力液压件，进口替代空间大.....	12
3.1 液压泵阀、马达是液压系统的高附加值产品，高端产品依赖进口	12
3.2 液压件市场空间广阔，高端液压件外资垄断，国产替代正当时	14
3.2.1 液压件市场的竞争格局	14
3.2.2 高端液压件外资垄断，国产替代正当时	16
3.2.3 传统破碎锤业务稳定增长，液压件收入占比不断提高.....	17
3.2.4 拥抱主机厂商，从后市场走向前装市场，液压件成长可期.....	18
4.政策托底，稳增长基调渐浓，公司将深度受益	18
4.1 稳增长，政策逐渐加码	18
4.2 政策扶持力度加大，逆周期调节渐发力，公司将深度受益.....	19
5.盈利预测、估值分析和投资建议	21
6.风险提示	21

图表目录

图 1：公司破碎锤及液压件产品	6
图 2：公司股权结构图（截止 2019 年 12 月）	6
图 3：公司营业收入（亿元）及增速（%）	7

图 4：公司归母净利润（亿元）及增速（%）	7
图 5：近年总资产报酬率变化情况	8
图 6：近年净资产收益率变化情况	8
图 7：公司近年毛利率、净利率	8
图 8：公司近年三费率	8
图 9：国内挖掘机销量及同比增速	9
图 10：艾迪精密破碎锤销量	10
图 11：液压系统中泵阀和马达的占比情况.....	13
图 13：12-18 年全球液压市场规模与同比增长	15
图 14：全球液压市场分地区占比情况	15
图 15：今年国内液压件销售额及同比增长	16
图 16：公司近年各业务发展情况	17
图 17：公司近年分业务毛利率情况	17
图 18：专项债的发行统计	19
表 1：公司发展历程	5
表 2：公司主要产品	5
表 3：国内液压破碎锤的竞争格局	11
表 4：环保相关政策	12
表 5：液压传动系统的各部件	13
表 6：国外液压龙头发展历史悠久且在中国市场份额排名靠前.....	16
表 7：近期相关政策	19
表 8：各地 2020 重大项目投资	20

1.始于液压破碎锤，逐步发力液压件

1.1 10 多年积淀成就液压破碎锤龙头企业

公司成立于 2003 年，系中外合资经营企业，并于 2012 年改制为股份有限公司，2017 年公司成功登陆上交所主板市场。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拆属具和液压件等液压产品。经过近 10 多年的发展，公司已经成为国内液压破碎锤龙头企业，液压件行业领军企业，产品出口到全球 60 多个国家和地区，品牌优势不断扩大。

表 1：公司发展历程

年份	发展历程
2003	艾迪有限公司成立，主营液压破碎锤等工程机械属具
2005	通过 ISO9001:2008 国际质量管理体系认证
2006	公司产品通过欧盟 CE 安全认证
2009	成立全资子公司艾迪液压科技，主营工程机械和船舶液压件 成功加入美国制造商协会
2011	山东省高新技术企业获批
2012	成功改制为股份有限公司
2017	登录上交所主板市场，募集资金用于属具和液压件的建设、改造和扩产
2018	非公开发行募集不超过 7 亿用于液压件和破碎锤建设

资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司的主要产品包括液压破拆属具和液压件两大类。破拆属具是指与液压主机进行配套，增加主机功能的各种液压机具。液压破拆属具广泛应用于建筑、市政工程、矿山开采、冶金、公路、铁路等领域，对坚硬物进行破拆等作业。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协同的元件。液压件种类众多，其中，液压泵、液压马达（行走马达、回转马达）和液压阀等是其重要部件。公司的液压破拆属具主要是液压破碎锤，液压件业务主要包括液压泵、行走马达、回转马达和多路控制阀等。

表 2：公司主要产品

类别	主要产品	性能特点
液压破拆属具	液压破碎锤	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
	液压泵	将机械能转换成流动液体的压力能，是液压工程机械的动力元件
液压件	液压马达	将流动液体的压力能转换成机械能，驱动各工作部件作回转运动或直线往复运动，是液压工程机械的执行元件

多路控制阀 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，是液压工程机械的控制元件

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

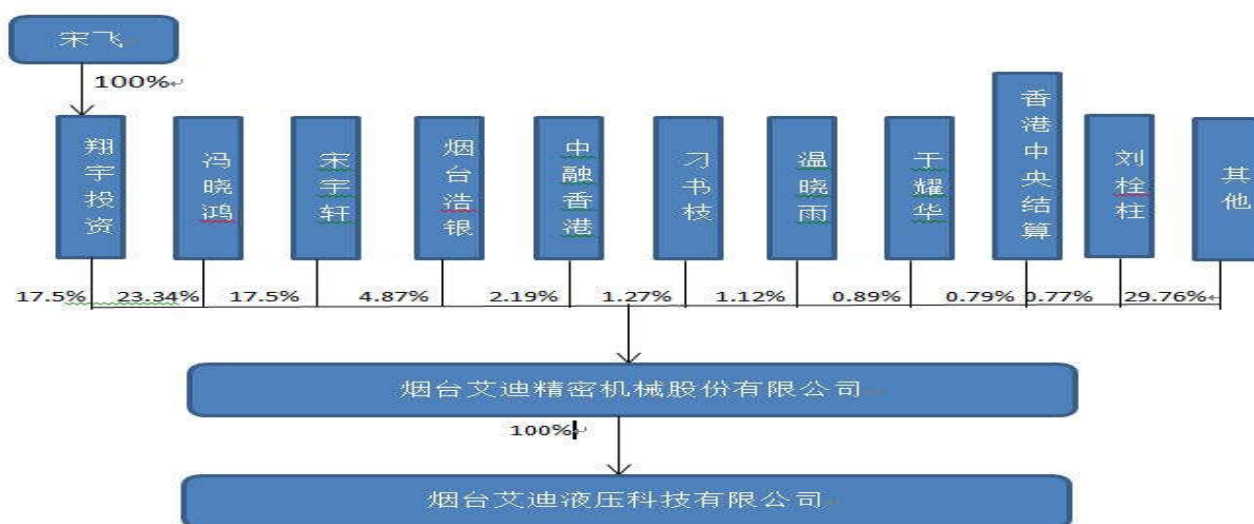
图 1：公司破碎锤及液压件产品



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司股权结构清晰，家族式企业控制权稳固。公司实际控制人为宋飞家族，宋飞与冯晓鸿系夫妻关系，宋宇轩为其儿子，三者共持有公司 58.34%的股权。目前宋飞公司董事长和总经理两者兼具一身，冯晓鸿担任公司副董事长，公司股权非常稳定，确保了公司战略的稳步推进及管理的有效执行。

图 2：公司股权结构图（截止 2019 年 12 月）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

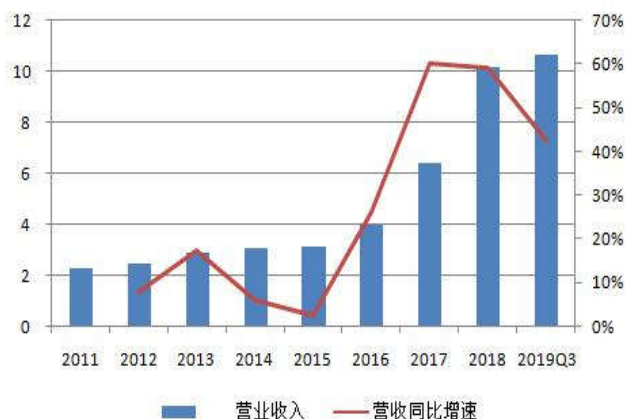
公司 2019 年 12 月非公开发行股票发行落地，募投项目保障未来 3-5 年产能充足。根据公司公告，公司以非公开发行股票的方式向特定投资者发行 27,461,749 股人民币普通股，发行价格不低于 25.49 元/股，扣

除发行费用后，共募集资金 6.88 亿元。募投项目达产之后可以形成年产能 8 万台的液压马达产线、年产能 2 万条的破碎锤产线和年产能 5 万台的主泵产线，解决了公司目前的产能瓶颈，保障未来 3-5 年的产能供应充足。

1.2 财务分析：把握时代机遇，盈利能力持续提升

营收和归母净利润同比增速明显，业绩增长步入快车道。公司营收规模从 2012 年的 2.48 亿元增长至 2018 年的 10.21 亿元，GAGR26.6%；归母净利润从 2012 年的 0.42 亿元增长至 2018 年的 2.25 亿元，GAGR32.28%；2017 年登陆资本市场以来，公司业绩呈快速增长态势，2017、2018 年营收和归母净利润同比大增 60.25%/59.28%和 77.22%/60.71%；截至 2019 Q3，营收和归母净利润同比增速分别为 42.4%/47.43%，仍保持高速增长，符合我们预期。

图 3：公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：公司归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

从总资产回报率和净资产收益率，我们能看到公司盈利能力在逐渐改善。总资产报酬率在经历了 2014 年 11.57% 的最低点后回升至 2018 年的 20.14%，上涨 8.57 个百分点，截至 2019Q3，总资产回报率为 23.54%；净资产收益率从 2014 年的 11.9% 回升至 2018 年的 24.16%，上涨 12.26 个百分点，截至 2019Q3 净资产收益率为 30.52%；可以看出公司盈利能力在持续改善中。

图 5：近年总资产报酬率变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

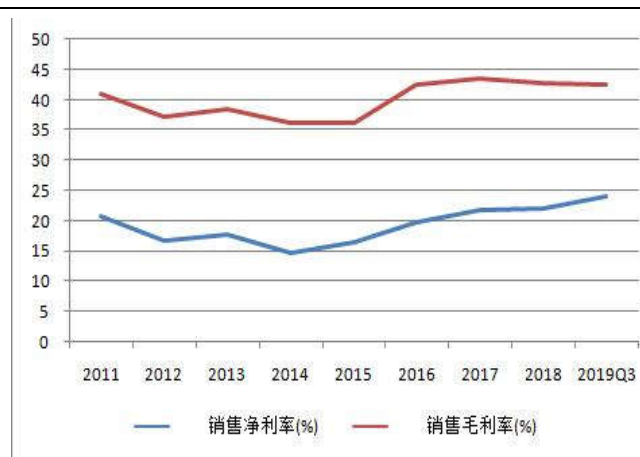
图 6：近年净资产收益率变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

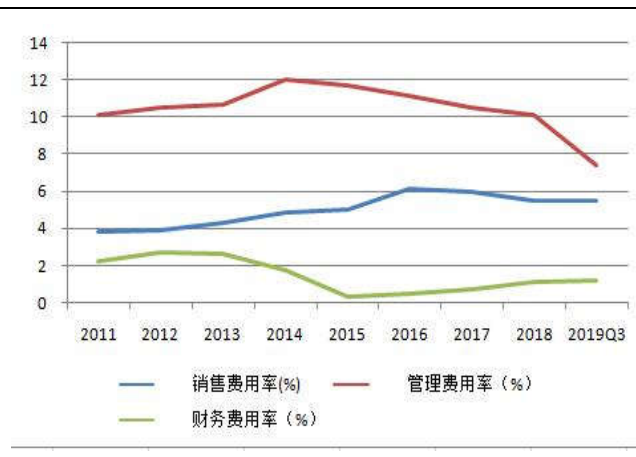
受益于行业景气度提升，公司规模效应显现。公司毛利率保持稳定，大约保持在 40%左右，净利率稳步提升，2019Q3 超过 24%。三费得到有效控制。公司积极拓展业务、增加客户资源，管理费用和销售费用不断增加，销售费用从 2012 年的 967.83 万元增长至 2018 年的 5566.14 万元；管理费用从 2012 年的 2618.54 万元增长至 2018 年的 6280.77 万元，主要原因是随着公司规模的扩大，研发费用的投入增多致使公司管理费用增长；财务费用波动较小，财务状况稳健。随着公司内部管理效率的提升，期间费用率呈下降趋势，2018 年的期间费用率为 16.63%，较 2014 年下降了 1.95%。公司非公开发行的落地实施，公司的规模效应会更加显现，公司盈利能力将持续提升。

图 7：公司近年毛利率、净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：公司近年三费率



资料来源：wind，山西证券研究所

2.破碎锤渗透率的逐步提高，逐渐打开市场空间，龙头地位更加稳固

2.1 挖掘机市场销量强劲助推破碎锤市场发展

液压破碎锤通常与液压主机进行配套，可以广泛应用于建筑、市政建设、矿山、冶金、公路、铁路等领域，对建筑物、钢筋混凝土、岩石、路面、桥墩等坚硬物进行破拆作业。可与多种液压主机配套使用，如挖掘机、液压装载机、钢包拆包机等。其中，液压破碎锤与挖掘机配套作业最为普遍，因此挖掘机保有量越高的国家和地区，液压破碎锤潜在需求量就越大。

由于基础设施建设稳定增长对工程机械需求起到强烈的支撑作用，国内工程机械行业从2016年下半年开始回暖，挖掘机作为工程机械皇冠上的明珠，被誉为工程机型行业景气度指标的度量。根据中国工程机械工业协会统计数据，2019年，纳入统计的25家主机厂共计销售各类挖机235693台，同比增长16%。其中国内市场销售209077台，同比增长13%，出口销售26616台，同比增长39%；出口占总销售比重为11.3%，较2018年提高1.9个百分点。

图9：国内挖掘机销量及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

得益于国内挖掘机市场的快速发展，液压破碎锤市场发展迅速。挖掘机的销量带动液压破碎锤行业发展。根据中国工程机械工业协会统计，我国液压破碎锤年销量从2006年的8000台左右快速增长到2015年的55000台，增长了5.87倍，呈现出快速增长趋势；2015年艾迪破碎锤整机销量4216台，2016年5110台，2017年9573台，2018年16078台，2019年预计在2万台。我国挖掘机配锤率比较低一般在20%-25%之间，

按照 2018 年挖掘机 10 年保有量 152.8 万台叠加 2019 年国内市场新增 209077 台计算，大致估算目前市场破碎锤数量在 35 万-43 万台。

图 10：艾迪精密破碎锤销量



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.2 国内破碎锤集中度低，市占率稳步提升

全球液压破碎锤主要制造商约有 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。

欧美系液压破碎锤制造商具有制造、品牌、服务三位一体的特点，具备较为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。目前形成了锐猛（Rammer）、阿特拉斯·科普柯（Atlas Copco）和蒙特贝（Montabert）三大主要品牌。欧美系液压破碎锤制造商和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是起重要业务之一。欧美系液压破碎锤售价高，目前业务主要集中在欧美地区。

日系液压破碎锤制造商与欧美制造商较为相似，行业集中度较高，目前形成了古河（Furukawa）、NPK 等若干主要品牌。日系液压破碎锤主要以出口为主。

韩系液压破碎锤制造商具有制造、品牌、服务分离的特点，其整体产业分工比较细，小规模零部件生产制造厂众多，液压破碎锤经销商达到近百家，韩系液压破碎锤主要以出口为主，出口产品包括整锤和零部件，售后服务一般依赖当地经销商。

国内液压破碎锤起步晚、产量低、品种少，致使大量国外液压破碎锤进入中国市场。由于行业仍处于快速发展阶段，目前市场上游上百个破碎锤品牌，行业集中度较低，大部分厂家规模较小，研发能力较弱。按照品牌销售构成，我国液压破碎锤市场可以分为国外品牌、国产品牌。

国外品牌中，韩系液压破碎锤由于进入国内市场较早，具有地域和价格优势，一度占据了国内液压破碎锤市场较大份额，近年来随着国内市场竞争加剧，其市占率快速下降。进入中国市场的日系品牌以日本古河、东空、MKB 为代表，产品质量稳定但产品价格也维持高位，近年来市场占有率逐年下降。欧美系品牌以高端为主，由于价格较高，其产品在國內市场的销量较低。

近年来，国内一些企业掌握了核心生产技术和工艺，逐步实现主要部件国产化。以艾迪精密、江苏力博士、安徽惊天等为主要代表。国内厂商主要定位在中低端市场，通过高性价比抢占市场。目前看，因厂家众多，技术水平参差不齐，具有核心技术的国产龙头企业市占率将稳步提升。

表 3：国内液压破碎锤的竞争格局

系列	代表企业	主要特点	市占率
欧美系	锐猛、阿特拉斯·科普柯、蒙特贝	与主机厂商关系密切、销售区域主要集中在欧美地区	较低
日系	古河、东空、MKB	行业集中度高，产品主要是出口为主	逐步下降
韩系	韩宇、水山重工等	行业内部分工较细，产品以出口为主，售后依赖当地经销商	快速下降
中国	艾迪精密、安徽惊天等	性价比较好，主要是进口台为主，进口近年来有起色	稳步提升

资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

2.3 环保政策促进配锤率提升是大势所趋

近年，随着城镇化建设及城市基础设施建设的推进，需要大量的破拆作业，液压破碎锤作业效率高、能耗低、噪音小、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。此外，随着国家对环境保护的日益关注、安全生产要求的不断提高，建筑施工、矿山冶金、道路养护等领域的机械设备使用率将快速提升，将带动行业对液压破碎锤的需求。国家相继出台多个严格控制民爆用品的政策，对民爆用品的使用等进行大幅限制。对达不到环境标准的项目、企业严格管控。炸药爆破的排放物对大气、土壤等造成严重污染被严格限制。液压破碎锤在一定程度上可以替代人工破拆和爆破，在提高工作效率的同时，施工安全、环保大大加强。

表 4：环保相关政策

日期	发布单位	政策名称
2014.4	工业和信息化部	《关于进一步加强乳化炸药生产重点环节安全管理工作的通知》
2014.7	工业和信息化部	《关于加强民用爆炸物品生产销售全过程安全管控的通知》
2016.1	工业和信息化部	《关于印发民用爆炸物品行业发展规划》
2016.11	国务院	《控制污染物排放许可制实施方案》
2017.1	工业和信息化部	《关于建立民爆企业安全生产长效机制的指导意见》
2017.8	环境保护部	《关于推进环境污染第三方治理的实施意见》
2017.9	国务院	《关于深化环境监测改革提高环境监测数据质量的意见》
2018.5	生态环境部	《工矿用地土壤环境管理办法（试行）》
2018.6	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》

资料来源：政府网站，山西证券研究所

据统计，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，我们挖掘机配锤率仅为 20%-25%，仍有较大的提升空间。伴随着大气污染防治力度的加大，环保督察及环保回头看，打赢蓝天保卫战等环保政策的逐渐实施，倒闭企业提高生产效率将对破碎锤的需求产生很大的推动作用。公司作为国内破碎锤龙头企业，将深度受益。

3. 液压件：国内市场空间大，立足破碎锤逐步发力液压件，进口替代空间大

3.1 液压泵阀、马达是液压系统的高附加值产品，高端产品依赖进口

液压系统是现代传动和控制系统的重要组成部分，其作用为通过改变压强增大作用力，将液压能转化为机械能。高端液压件广泛运用于国民经济各行业的各类主机产品和技术装备，如：工程机械、农业机械、机床、冶金、航空航天等行业。其中，工程机械是我国高端液压件产品最大的下游应用行业，国内超过 35% 的液压产品应用于工程机械领域。

一个完整的液压系统由五个部分组成，即动力元件、控制元件、执行元件、辅助元件和工作介质。液压件种类繁多，其中，液压泵、液压马达（行走马达、回转马达）和液压阀等是起重要部件。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，驱动器直行或转向行走；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，使得液压机械完成各种动作。

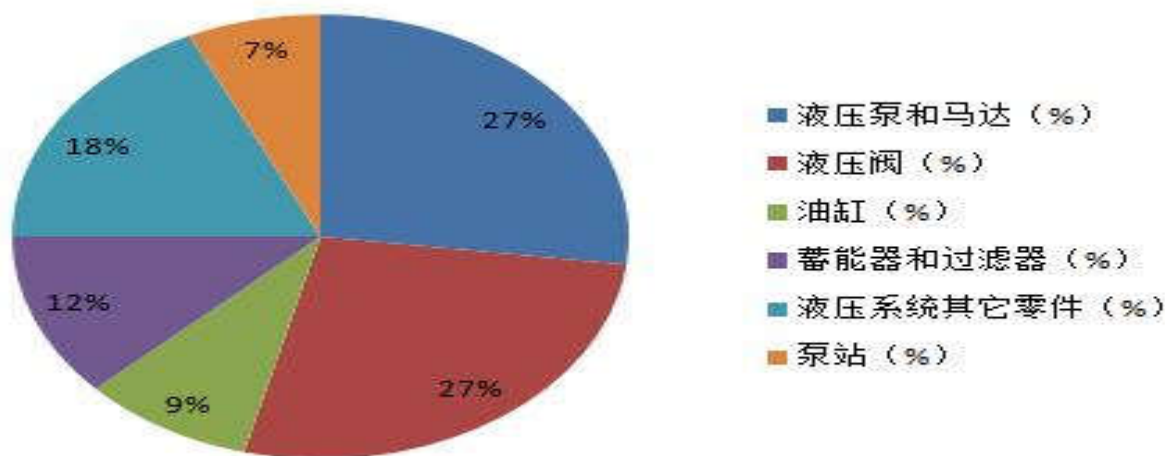
表 5：液压传动系统的各部件

组成部分	功能	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
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	各种压力、流量和方向液压阀及以上液压阀的集成系统
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	液压马达、液压缸
辅助元件	提供必要的条件使液压系统得以正常工作，是液压系统不可或缺的组成部分，对液压系统进行检测和反馈，保证液压系统可靠、稳定、持久地工作	油箱、过滤器、油管 and 管接头、密封装置、蓄能器、热交换器以及各种指示器和控制仪表等
工作介质	液压系统用工作介质作为传递能量的介质，其性能会直接影响到液压传动的工作	各种矿物油、乳化液和合成型液压油

资料来源：公司公告，山西证券研究所

工程机械中，挖掘机的应用最为广泛。挖掘机中液压系统包括液压泵、马达、液压阀等，从价值量角度来看，液压泵、马达、液压阀占整个系统将近 60%左右。目前，我国主机厂商中液压泵阀主要被国外公司垄断，国内也只有恒立、艾迪可以配套一些高端液压件的生产，未来进口替代空间很大。

图 11：液压系统中泵阀和马达的占比情况



资料来源：中国报告网，山西证券研究所

图 12：液压系统在挖掘机中的情况



资料来源：招股说明书，公司年报，山西证券研究所

我国挖掘机高端液压件进口替代起步于小型挖掘机，从市场上应用情况来看，国产小挖液压件的性能与外资厂商的产品性能差距在逐渐缩小，完全能够满足主机厂商的要求。长时间来看，小挖的成功替代会进一步促使中大挖高端液压件的进口替代的加速。公司目前生产的液压泵、行走马达、回转马达和多路控制阀均为高压、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，属于高端液压件产品，在这一过程中将深度受益。

3.2 液压件市场空间广阔，高端液压件外资垄断，国产替代正当时

3.2.1 液压件市场的竞争格局

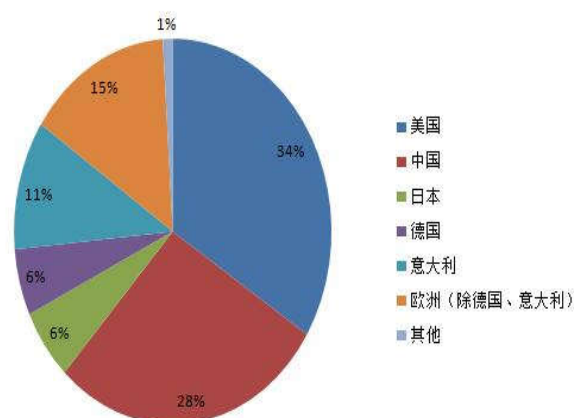
全球液压市场主要被欧美中日占据。据统计，2018 年全球液压行业市场规模为 317 亿欧元（约合 2466 亿元）。从全球范围来看，中国液压市场需求增长最快，市场地位显著提升。液压行业的市场规模与一过经济总量和工业化水平高度相关，美国、中国、德国、日本、意大利分别为液压产品全球前五大消费国。作为全球第二大经济体的中国，我国液压行业市场规模占全球的 28%，仅略低于美国的 34%，远高于日本 6% 和德国 5.58% 等发达国家的水平。

图 13：12-18 年全球液压市场规模与同比增长



数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

图 14：全球液压市场分地区占比情况



数据来源：中国产业信息网，山西证券研究所

我国液压件行业起步于 20 世纪 50 年代，最初主要应用于磨床、拉床等机床行业，随后又逐渐推广到工程机械、农业机械等行走机械领域。随着装备制造业的快速发展，目前我国液压件行业已成为一个具有专业化生产体系、产品门类比较齐全，基本能够满足下游商业配套需要的产业。

但从产品结构来看，我国液压件行业呈现出普通液压件结构性过剩与高端液压件结构性短缺共存的局面：一方面，国内企业普通液压件产品产能过剩，产品同质化竞争严重；另一方面，高端液压件产品研发生产水平不足，无法形成有效供给，导致高端产品大量依赖进口。

由于我国液压行业发展时间段、产业集中度低，大多数企业规模小、自主创新能力不足，高端液压件的发展严重滞后于下游装备制造业。长期以来，我国高端液压件大多依赖进口，成为制约我国装备制造业发展的瓶颈。近年来，随着国内几家液压件公司的崛起，如：恒立液压、艾迪精密，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。

综上，国内液压件行业整体呈现出低端产能过剩和高端供给短缺并存的局面。国内产商占据国内市场份额的 65%，但大多数集中在产业链的低端，高端液压件很多依赖进口。据统计，我国液压行业市场销售规模从 2009 年的 383 亿增长至 2018 年的 594 亿，复合增长率保持 6% 左右增长。近 5 年来，我国液压件市场规模保持低速增长态势，预计 2019 年市场空间在 600 亿左右。

近年来，我国液压件进口金额略有提升，由于房地产投资增长周期拉长，基建投资拉动逐渐增强的背景下，工程机械产品需求呈强劲增长态势，国内液压件产品供不应求。2018 年，进口金额为 160 亿左右，预计 2019 年仍保持增长的态势。

图 15：今年国内液压件销售额及同比增长



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

3.2.2 高端液压件外资垄断，国产替代正当时

目前，全球的高端液压件几乎被博世力士乐、川崎重工、斗山等少数几家等几家企业垄断，他们凭借技术优势也一直牢牢占据中国液压件销售市场的前几名。主机厂家所需高端液压件主要依赖这些国外厂家生产的产品，国内极少数液压件生产企业能直接进入主机厂商的供应链。近年来，国内液压行业极个别厂商（如：恒立液压、艾迪精密）通过不懈努力和技术研发创新打破了外资厂商的垄断，开始形成突破之势。

对标龙头企业，艾迪产品线逐步完善成长空间巨大。博士力士乐 2018 年收入 62 亿欧元（480 亿人民币）行业规模第一，美国伊顿公司的液压元件业务营收 28 亿美元，川崎的精密机械事业部 2018 年收入 18 亿美元。恒立液压 2018 年收入约 6.7 亿美元，艾迪精密 2018 年收入约 1.5 亿美元。与龙头公司差距很大，国内市场广阔的区域足以容纳优秀的领军企业，艾迪在液压领域不断扩展自己的产品线有助于其进一步拓展市场空间。

表 6：国外液压龙头发展历史悠久且在中国市场份额排名靠前

公司	国家	成立时间	主营业务	员工	2018 年全球收入	中国 市场 排名
川崎重工	日本	1878 年	船舶、航空航天、燃气轮机、摩托车、机器人及液压元件等	35805	17.96 亿美元	2
博世力士乐	德国	1795 年	液压、电子传动控制、齿轮、线性传动组装技术、智能运动解决方案	29500	62 亿欧元	1

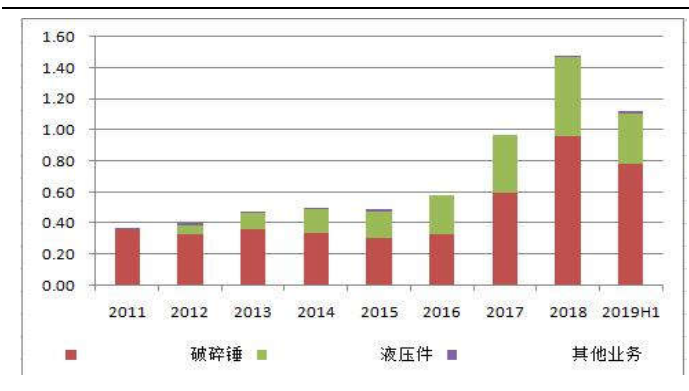
伊顿	美国	1911 年	输配电及控制系统、液压动力元件、燃油、液压和气动系统	99000	27.56 亿美元	3
派克汉尼汾	美国	1918 年	液压、气动和机电一体化运动控制方案	57170	119.87 亿美元	4
KYB	日本	1919 年	液压设备和液压减震器	13796	11.07 亿美元	——
恒立液压	中国	2005 年	液压油缸，泵阀等	3415	6.7 亿美元	——
艾迪精密	中国	2003 年	破碎锤、液压件等	1546	1.5 亿美元	——

资料来源：中国产业信息网，公司公告，山西证券研究所

3.2.3 传统破碎锤业务稳定增长，液压件收入占比不断提高

液压件铸造供需复杂，难点众多。经过多年研发，公司已形成了热处理技术、高压液压件铸造技术、先进机加工工艺、高压密封技术、测试技术为核心的具有自主知识产权的技术体系；成功研发了液压泵、行走和回转马达、多路控制阀等高端液压件产品，打破了国外垄断同时也给公司带来了良好经济利益，形成新的盈利增长点。

图 16：公司近年各业务发展情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 17：公司近年分业务毛利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

从图中可以看出，随着公司对液压件业务的投入，液压件的收入规模从 2012 年持续发力，呈现出逐年增长的趋势，营业收入占比从 2012 年的 10% 提升至 2018 年的 35%，2019 年持续增长可期；从分业务毛利率来看，毛利率从 2012 年的 15% 提升至 2018 年的 40%。随着公司非公开发行的顺利推进，根据公司非公开发行方案，预计到 2023 年公司将新增 8 万台/年的液压马达产能和 5 万台/年液压泵的茶能，2021 年投产，2023 年全部达产。未来我们能清晰看到随着产能的提升，规模效应的不断扩大，公司的液压件业务将成为与公司传统破碎锤业务一致成为公司未来利润盈利的增长点。

3.2.4 拥抱主机厂商，从后市场走向前装市场，液压件成长可期

艾迪起步于后市场，公司的销售模式以经销为主，通过经销商从售后市场率先取得突破。通过经销商将公司产品销售给客户，经销商模式销售有利于公司借助品牌优势实现维保市场的渗透；同时也有利于公司快速构建覆盖区域广泛的销售网络，提高产品的市场占有率，同时降低公司的销售和售后维护的成本。

近年来，公司通过差异化的发展，加强液压件各类产品的研发和生产，在目前已有的配套产品的基础上，加大研发，开发全系列液压件。凭借自己多年在后市场的品牌影响力逐渐向前市场发力，艾迪液压泵阀实现了在个别主机厂商的批量供应，也促进了破拆属具的协同发展。鉴于国内主机厂商液压件长期被国外巨头垄断的格局，国内优秀企业仍有巨大的提升空间。随着公司技术的不断提升，产品的不断完善，未来将会有更多的主机厂商需求合作或导入的机会。通过与知名主机制造商的合作，产品得到主机厂商的认可，借助公司强大的终端销售服务网络，公司的客户数量将不断增大，从而提升公司的业绩。

4.政策托底，稳增长基调渐浓，公司将深度受益

2020年初以来，新冠肺炎疫情爆发，全国各地区受到很大影响。国务院办公厅发布通知延长春节假期。多数省份明确要求复工不能早于2月9日24时。工程机械的生产和下游开工受到限制，整体看，1-2月是传统挖掘机销售淡季，叠加疫情影响，下游开工旺季可能推迟，短期销量可能受到冲击，但是长期看随着国家逆周期调节政策的不断加码，工程机械的整体需求会逐步迈向正常，短期的波动不改中长期趋势，随着新冠肺炎的有效控制，政策边际效应宽松有望加大。公司作为液压破碎锤龙头企业，将随着下游逐渐复工，主机厂商的销量逐渐放量而逐步增长。

4.1 稳增长，政策逐渐加码

随着国内疫情得到有效控制，复工复产及应对经济下滑的压力，决策层为了稳定经济增长预期，十三五规划及2020脱贫攻坚等目标的实现，提出了传统基建项目和新基建搭配的稳增长方案。传统基建旨在尽快拉动经济增速，新基建则着眼于未来。从以往经验看，基建增速提升1个百分点，可能拉动GDP增速0.11个百分点，可见效果显著。

表 7：近期相关政策

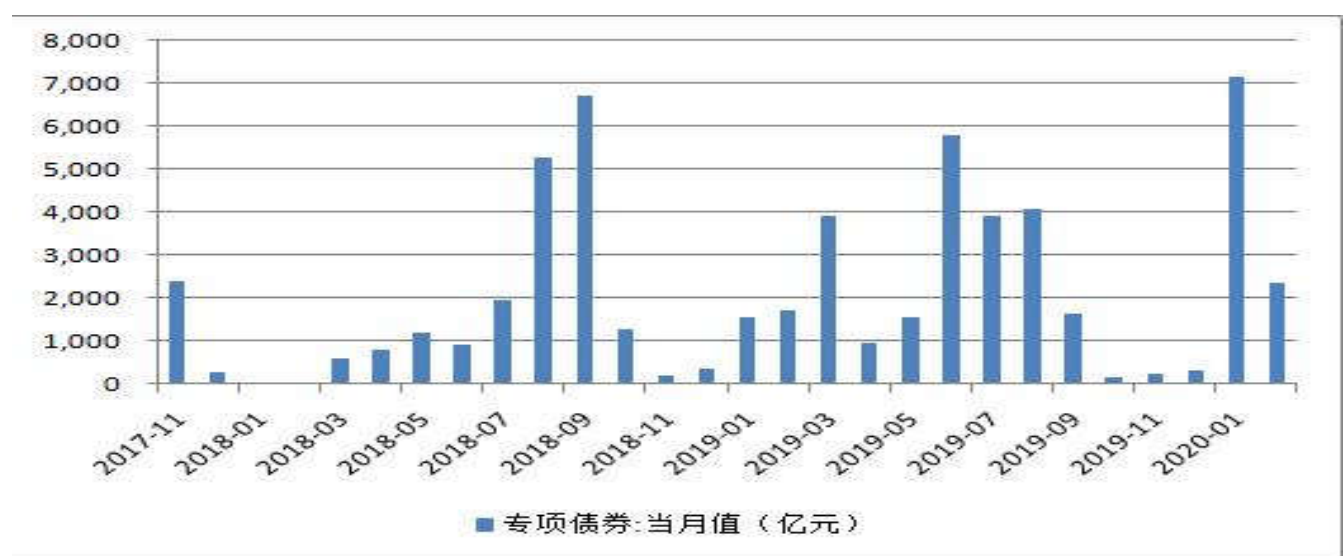
时间	会议	内容摘要
1 月 3 日	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2 月 14 日	中央全面深化改革委员会第十二次会	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2 月 23 日	中央统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议	用好中烟预算内投资、专项债券资金和政策性金融，优化投资结构。强化“六稳”举措，加大政策调节力度。要求宏观政策重在逆周期调节，纺织经济运行滑出合理区间，防止短期冲击演变成趋势性变化。积极的财政政策要更加积极有为，要扩大地方政府专项债券发行规模。

资料来源：各政府网站，山西证券研究所

4.2 政策扶持力度加大，逆周期调节渐发力，公司将深度受益

2020 年 1 月份，专项债发行 7418 亿元。2 月份，财政部再次提前下发地方政府债务限额 8480 亿元，其中专项债 2900 亿元，加上 2019 年底已经提前下达的 1 万亿元专项债额度，专项债限额合计 12900 亿元。根据我们对 1 月至今发行的专项债应用领域统计，专项债有多达 60%以上偏向于基建。

图 18：专项债的发行统计



资料来源：wind，山西证券研究所

为积极有效应对新冠对经济的影响，我们认为基建将成为稳经济的核心发动机。近期政治局会议，决策层一再释放以基建稳经济的信号。强调要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。截至目前，包括北京、河北、山西、上海、江苏、福建、山东、重庆、宁夏等 13 个省市区已陆续发布了 2020 年重点项目投资计划清单。这份投资清单共包括 10326 个项目，计划总投资额度约 34 万亿。

表 8：各地 2020 重大项目投资

省份	项目数量	总投资额	年度投资额	项目清单
北京	300 个	——	当年计划投资 2523 亿元、建安投资 1253 亿元	100 个基础设施项目、100 个民生改善项目、100 个高精尖产业项目
河北	536 个	18833.1 亿	2410.1 亿	新开工项目投资 4436.2 亿元，续建投资 4422.6 亿元，保投产项目投资 3327.5 亿元，前期项目投资 6646.8 亿元
山西	248 个	——	——	建设项目 170 项，前期项目 78 项
上海	212 个	——	——	正式项目 152 项（其中科技产业类 42 项、社会民生类 25 项、生态文明类 12 项，城市基础设施类 57 项，城乡融合与乡村振兴 16 项），预备项目 60 项
黑龙江	300 个	8856 亿	2000 亿	300 个百大项目
江苏	240 个	——	5410 亿	创新载体项目年度计划投资 87 亿，产业项目投资 1851 亿，生态环保项目投资 301 亿，民生项目投资 958 亿，基础设施项目投资 2212 亿
福建	1567 个	3.84 万亿	——	在建项目 1257 个，总投资 2.97 万亿，年度计划投资 5005 亿，预备项目 310 个，总投资 0.87 万亿
山东	321 个	——	——	233 个重点建设项目，88 个重大储备项目
河南	980 个	3.3 万亿	——	涵盖产业转型发展、创新驱动、基础设施建设、新型城镇化、生态环保、民生和社会事业六大领域
云南	525 个	约 5 万亿	约 4400 亿	基础设施“双十”重大工程，约 3.6 万亿。“补短板、增动力”省级重点前期项目，共有 3373 个

四川	700 个	约 4.4 万亿	6000 亿以上	续建项目 484 个，计划新开工项目 216 个
重庆	924 个	约 2.7 万亿	约 3400 亿	分乡村振兴、基础设施、产业、民生、区域协调发展五大领域
宁夏	80 个	约 2268 亿	约 1510 亿	——
合计	10326 个	33.83 万亿	2.79 万亿	——

资料来源：21 世纪经济报道，山西证券研究所

基建作为稳增长的重要手段，我们认为在当前疫情已经对经济增长造成实质性的影响的情况下，基建将加大经济稳增长的重要作用，作为逆周期调节的重要手段，基建需求明确利好的情况下，基建稳定增长将持续利好工程机械行业需求，公司将深度受益。

5.盈利预测、估值分析和投资建议

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 1.56、2.16、2.84 亿元，同比增长 53%、45%、35%，实现归母净利润 0.4、0.54、0.77 亿元，同比增长 59.6.8%、51.1%、41.3%，对应 EPS 为 0.87、1.32、1.86 元，PE 为 38.87、25.72、18.2 倍，给予“买入”评级。

6.风险提示

宏观经济增长不及预期；基建投资增速不及预期；行业竞争加剧；液压件国产化不及预期；地产调控政策风险；原材料价格上涨等。

附：盈利预测表（百万元）

利润表	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,020.7	1,561.6	2,264.3	3,056.8	成长性				
减:营业成本	583.3	905.7	1,313.3	1,773.0	营业收入增长率	59.1%	53.0%	45.0%	35.0%
营业税费	5.6	-	-	-	营业利润增长率	61.3%	85.3%	47.6%	37.5%
销售费用	55.7	85.9	124.5	168.1	净利润增长率	79.2%	45.0%	41.6%	323.7%
管理费用	62.8	78.0	115.0	135.0	EBITDA增长率	88.4%	58.0%	45.0%	37.3%
财务费用	11.0	7.0	-2.0	-4.0	EBIT增长率	64.8%	79.3%	45.0%	37.3%
资产减值损失	3.2	2.1	1.0	5.0	NOPLAT增长率	61.2%	59.6%	51.1%	41.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	59.5%	972.9%	32.2%	19.0%
投资和汇兑收益	-	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	21.6%	199.0%	434.2%	19.3%
营业利润	260.5	482.9	712.5	979.7	利润率				
加:营业外净收支	0.2	-	-	-	毛利率	42.8%	42.0%	42.0%	42.0%
利润总额	260.7	482.9	712.5	979.7	毛利率	25.5%	30.9%	31.5%	32.1%
减:所得税	35.5	68.5	101.4	139.4	营业利润率	22.1%	23.0%	24.0%	25.1%
净利润	225.2	359.4	543.1	767.3	EBITDA/营业收入	35.9%	34.0%	33.2%	104.1%
资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	30.4%	31.4%	31.4%	31.9%
货币资金	122.6	-9,173.2	136.4	210.3	投资回报率				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	22.0%	12.2%	3.4%	4.0%
应收帐款	136.2	202.5	293.7	396.5	ROA	13.3%	11.5%	3.6%	4.1%
应收票据	53.7	-	-	-	ROIC	32.6%	36.6%	4.9%	5.1%
预付帐款	12.6	20.6	29.8	40.2	费用率				
存货	367.2	507.7	727.9	977.6	销售费用率	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
其他流动资产	17.6	18.2	18.7	19.3	管理费用率	6.2%	5.0%	5.1%	4.4%
可供出售金融资产	-	-	-	-	财务费用率	1.1%	0.4%	-0.1%	-0.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	三费/营业收入	12.7%	10.9%	10.5%	9.8%
长期股权投资	-	-	-	-	运营效率				
投资性房地产	-	-	-	-	固定资产周转天数	178	1,418	2,159	2,000
固定资产	647.0	11,655.7	15,498.5	18,464.9	流动资产周转天数	189	-889	-574	168
在建工程	228.1	270.7	276.1	221.9	应收帐款周转天数	37	39	37	38
无形资产	65.8	64.1	62.4	60.6	存货周转天数	165	169	161	165
其他非流动资产	36.3	37.4	38.5	39.7	总资产周转天数	470	610	1,644	2,209
资产总额	1,687.7	3,604.3	17,082.6	20,431.5	偿债能力				
短期借款	284.6	120.9	120.9	134.1	资产负债率	39.4%	15.2%	4.4%	4.7%
应付票据	84.7	129.6	187.9	253.6	权益权益比	65.0%	17.9%	4.6%	4.9%
应付账款	221.8	216.1	313.4	423.1	流动比率	1.12	2.56	1.67	1.79
其他流动负债	29.6	31.1	32.7	34.3	速动比率	0.54	1.90	1.85	1.86
长期借款	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	234.21			
其他非流动负债	29.6	31.1	32.7	34.3					
负债总额	665.1	547.2	753.2	951.0					
股本	260.5	413.0	413.0	413.0					
资本公积与留存收益	483.7	734.2	1,071.8	1,603.6					
少数股东权益	-	110.0	246.0	392.0					
股东权益	1,022.6	3,057.1	16,329.4	19,480.6					
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	225.2	359.4	543.1	767.3	EPS(元)	0.86	0.87	1.32	1.86
加:折旧和摊销	3.2	-	-	-	BVPS(元)	3.93	7.14	38.95	46.22
资产减值准备	56.3	40.9	40.9	2,207.9	PE(X)	39.1	38.9	25.7	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	8.6	6.5	5.2	4.4
财务费用	8.4	7.0	-2.0	-4.0	P/FCF	123.1	-1.3	-4.1	-6.0
投资收益	-	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	8.6	8.9	6.2	4.6
少数股东损益	-	55.0	68.0	73.0	EV/EBITDA	17.6	20.1	18.8	12.5
营运资金的变动	-187.4	-116.6	-116.0	-180.1	CAGR(%)	55.1%	73.5%	63.6%	55.1%
经营活动产生现金流量	65.4	345.6	534.0	2,864.1	PEG	71.0%	52.9%	40.5%	33.0%
投资活动产生现金流量	-252.9	-11,090.8	-3,887.7	-5,118.3					
融资活动产生现金流量	169.2	1,613.2	12,663.3	2,314.8					

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

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

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。