



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

破碎锤和液压压件双轮驱动，公司长期成长可期

—— 艾迪精密（603638）深度报告

2020 年 04 月 28 日

罗 政 机械行业首席分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

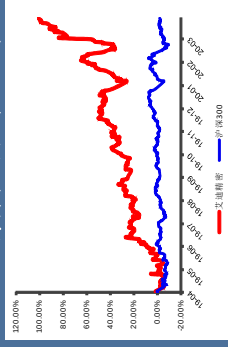
艾迪精密 (603638.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

罗政 机械行业首席分析师
执业编号: S1500520030002
联系电话: +86 61678586
邮箱: luzheng@cindasc.com

首次评级

艾迪精密相对沪深300表现



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司主要数据 (2019.4.27)

收盘价 (元)	41.39
52 周内股价波动区间(元)	18.83-41.77
最近一月涨跌幅(%)	31.18
总股本(亿股)	4.13
流通 A 股比例(%)	93.35
总市值(亿元)	171

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

破碎锤和液压件双轮驱动，公司长期成长可期

2020 年 04 月 28 日

本期内容提要:

- ◆ **破碎锤和液压件双轮驱动，公司业绩实现稳定增长。**公司作为国内破碎锤龙头，已经在轻、中、重型液压破碎锤实现了全面的进口替代。此外，公司在液压件也已经逐步实现进口替代，未来增长潜力大。在破碎锤和液压件的双轮驱动下，近几年业绩实现了稳定增长。2015 年至 2019 年营收复合增速为 46.04%，净利润复合增速为 60.14%。2019 年实现营收 14.42 亿元，同比增长 41.33%；实现归母净利润 3.42 亿元，同比增长 51.96%。同时，公司盈利能力持续提升，2015 年至 2020 年，净利率从 16.38%提升至 23.72%；ROE（加权）从 12.09%提升至 29.52%。
- ◆ **配锤率提升叠加市占率增长，公司破碎锤有望维持稳定增长。**目前，发达国家的配锤率基本上在 35%以上，日本和韩国的配锤率在 60%左右，而中东等戈壁地区挖掘机配锤率高达 80%。目前国内配锤率在 20%-25%之间，未来我国配锤率还存在较大提升空间。根据我们测算，2019 年我国破碎锤的销量约为 14.15 万台，市场规模约为 54.60 亿元。预计至 2021 年，我国破碎锤销量有望达到 19.99 万台，市场规模有望突破 72.57 亿元。此外，随着主机厂对破碎锤等配件销售的重视程度不断提升，主机厂“前装”的比例越来越高。而卡特、三一、徐工等均是公司客户，未来公司破碎锤市占率有望进一步提升。2019 年公司破碎锤实现收入 10.19 亿元，同比增长 54.62%，未来有望继续保持稳定增长。
- ◆ **液压件国产化率提升，公司液压件增长潜力大。**根据我们测算，我国挖掘机液压件的市场规模在 154 亿元左右，其中大部分市场份额都被博世力士乐、伊顿、川崎重工等外资企业占据。艾迪精密已经在液压泵阀、行走马达等高端液压件上实现了进口替代。液压泵阀方面，公司从后市场逐步转向了前装市场，已经进入了三一、徐工、柳工、临工、山重等主机厂的供应体系；行走马达方面，以 2019 年挖掘销量 23.57 万台测算，2019 年国内挖掘机行走马达的市场规模约为 70.71 亿元。目前国内行走马达主要被川崎、纳博、KYB 等外资企业占据，未来公司进口替代空间大。2019 年挖掘机销量 2019 年公司液压件实现收入 4.09 亿元，同比增长 16.26%；随着进口替代不断增强，未来公司液压件收入有望实现快速增长。
- ◆ **产品涨价叠加基建托底，工程机械有望实现稳定增长。**随着基建和地产项目的逐步开工，3 月份挖掘机销量重回正增长；2020 年 3 月挖掘机合计销量 4.94 万台，同比增长 11.59%。同时，从 4 月份开始，三一、徐工、中联等主机厂纷纷公告上调产品价格，挖掘机、混凝土机械等工程机械产品均开启了涨价潮，工程机械产品的涨价也从侧面反映出下游需求旺盛。此外，3 月 27 日中央政治局召开会议指出要采取积极的财政政策，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，我们认为这些政策将有望改善基建项目的现金流，从而驱动工程机械行业的增长，预计 2020 年挖掘机等工程机械行业有望继续保持稳定增长。
- ◆ **定增落地，解决产能瓶颈。**2019 年 12 月公司非公开发行股票获得证监会的核准，非公开发行

募集资金将用于扩张产能，以解决目前产能瓶颈问题。募投项目建设期为两年，预计2023年达产，达产后将新增马达产能8万台，破碎锤产能2万台，主泵产能5万台，预计合计新增收入规模16.76亿元。随着公司产能的逐步释放，未来破碎锤和液压件市占率有望持续提升。

- ◆ **盈利预测与投资评级：**不考虑增发项目，我们预测公司2020-2022年摊薄EPS分别为1.17、1.50和1.81元，对应2020年4月27日收盘价(41.39元/股)市盈率35/27/23倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**基建投资稳定增长；挖掘机销量稳定增长；液压件持续开拓新客户。
- ◆ **风险因素：**液压件进口替代不及预期，基建投资力度不及预期，行业竞争加剧。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,020.65	1,442.45	2,004.87	2,568.06	3,098.01
增长率 YoY %	59.15%	41.33%	38.99%	28.09%	20.64%
归属母公司净利润(百万元)	225.17	342.18	481.66	618.56	747.46
增长率 YoY%	61.20%	51.96%	40.76%	28.42%	20.84%
毛利率%	42.85%	42.83%	42.89%	42.93%	42.92%
净资产收益率 ROE%	22.02%	17.10%	19.98%	20.93%	20.53%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.83	1.17	1.50	1.81
市盈率 P/E(倍)	75	49	35	27	22.60
市净率 P/B(倍)	16.52	8.44	7.01	5.80	4.79

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年04月27日收盘价

目 录

破碎锤和液压件双轮驱动公司成长	1
国内破碎锤龙头，攻克高端液压件	1
业绩快速增长，盈利能力稳步提升	2
定增落地，解决产能瓶颈	4
挖掘机销量增长叠加配锤率提升，破碎锤需求稳定增长	5
配锤率提升潜力大，破碎锤规模稳步增长	5
行业趋于集中，龙头市占率稳步提升	7
挖掘机销量稳定增长驱动破碎锤增长	11
具备全球化竞争实力，海外增长潜力大	12
液压件国产率提升，增长潜力大	14
工程机械行业占据液压件主要应用市场	14
国内挖掘机液压件市场规模达到 154 亿元	16
外资占据主要市场，国产替代空间大	16
基建托底，工程机械有望实现稳定增长	19
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测及假设	20
风险因素	20

表 目 录

表 1：国家环保政策驱动配锤率提升	6
表 2：破碎锤市场规模测算	7
表 3：海外破碎锤主要企业及特点	8
表 4：国内破碎锤主要企业	10
表 5：液压系统主要组成部分	14
表 6：20 吨挖掘机液压件价格测算	16
表 7：中国挖掘机液压件市场规模测算	16
表 8：液压件全球及国内主要企业	17
表 9：主机厂对工程机械产品开启全面涨价	20
表 10：可比公司盈利及估值对比	20

图 目 录

图 1：公司主要产品	1
图 2：公司各主营业务占比	2
图 3：公司主营业务收入及增速	2
图 4：公司归母净利润及增速	2
图 5：公司净资产收益率	3
图 6：公司综合毛利率	3
图 7：公司各业务毛利率	3
图 8：公司三项费用率（含研发费用率）	4
图 9：公司净利率	4
图 10：公司经营活动现金流净额	4
图 11：公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	4
图 12：破碎锤主要应用	5
图 13：中国液压破碎锤销量	6
图 14：中国挖掘机配锤率	6
图 15：日本古河营收及增速	8
图 16：日本古河净利润及增速	8
图 17：韩国山水重工营收及增速	9
图 18：韩国山水重工净利润及增速	9
图 19：惊天智能营收及增速	11
图 20：惊天智能净利润	11
图 21：挖掘机年度销量数据及增速	12
图 22：挖掘机月度销量增速	12
图 23：艾迪精密破碎锤销量	12
图 24：艾迪精密破碎锤营收	12
图 25：主要破碎锤企业毛利率比较	13
图 26：主要破碎锤企业净利率比较	13
图 27：公司海外收入及增速	13
图 28：液压件各组成部分占比	15
图 29：液压件在挖掘机上的应用	15
图 30：2016 年我国液压行业下游应用占比	15
图 31：国外液压件龙头企业营收（亿美元）	17
图 32：国内液压件龙头企业营收（亿元）	17
图 33：公司液压主泵和马达销量及增速	18
图 34：公司液压马达销量	18
图 35：公司液压件营收及增速	18
图 36：地方政府专项债发行规模	19

破碎锤和液压件双轮驱动公司成长

国内破碎锤龙头，攻克高端液压件

破碎锤龙头，攻克高端液压件。艾迪精密创立于 2003 年 8 月，于 2017 年 1 月在上交所上市，是我国破碎锤的龙头企业。公司成立初期主要是进行液压破碎锤的研发和销售，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，随后逐步攻克了液压泵、液压马达、多路控制阀等高端液压件，有力推进了高端液压件的国产化进程。目前公司主要产品包括破碎锤、液压泵、回转马达、行走马达、多路控制阀等。

图 1：公司主要产品



破碎锤

液压泵

回转马达

行走马达

多路控制阀

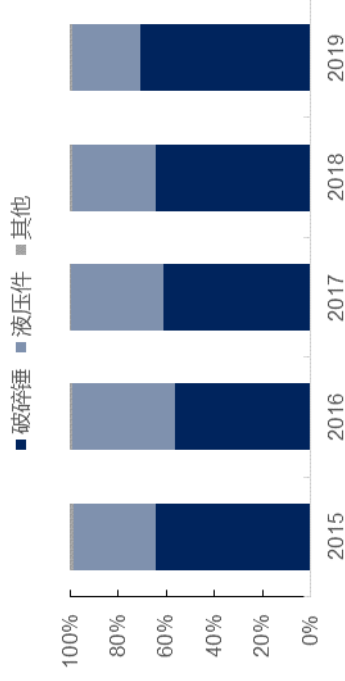
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

破碎锤和液压件双轮驱动公司快速成长。公司主营业务可以分为破碎锤和液压件。其中破碎锤主要是与液压主机配套，对建筑物、钢筋混凝土、岩石、路面、桥墩等坚硬物进行破碎作业。近几年随着挖掘机销量的快速增长，叠加配锤率的逐步提升，公司破碎锤销量实现了快速增长，在营收中的占比也呈现增长的态势。2019 年破碎锤业务在公司营收中的占比达到 70.67%。液压件是工程机械产品中的核心零部件，早期高端液压件几乎都是被外资品牌垄断，随着国产液压件的逐步突破，国产替代进程逐步加速。公司液压件收入也实现了较快增长，2019 年公司液压件在营收中的占比达到 28.34%。

破碎锤毛利率提升，液压件毛利率有所下滑。2019 年公司破碎锤毛利率达到 46.84%，同比提升 2.95pct，破碎锤毛利率提升主要为规模效应不断加大，生产效率不断提升。2019 年液压件毛利率为 31.0%，同比下降 8.34pct。



图 2：公司各主营业务占比

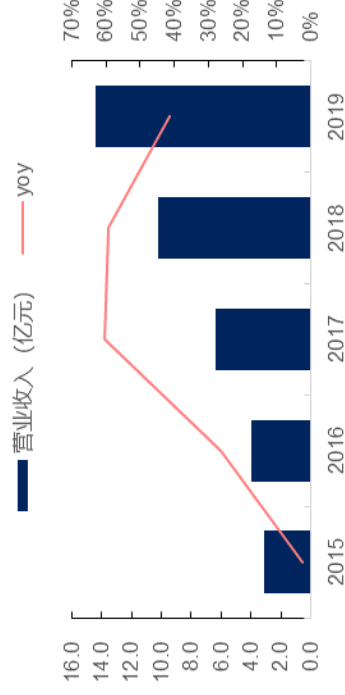


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

业绩快速增长，盈利能力稳步提升

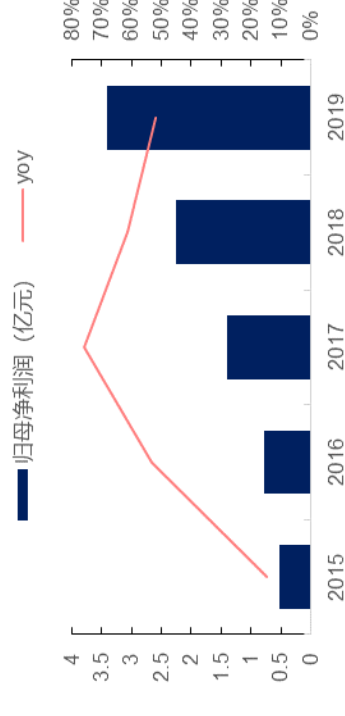
行业持续高景气度，公司业绩实现快速增长。工程机械行业自 2016 年下半年以来，行业持续维持高景气度，公司业绩也实现了快速增长。2015 年至 2019 年，公司营业收入从 3.17 亿元增长至 14.42 亿元，年复合增速达到 46.04%；归母净利润从 0.52 亿元增长至 3.42 亿元，年复合增速达到 60.14%。2019 年营收和净利润增速分别达到 41.33% 和 51.96%。2019 年业绩保持高速增长主要有以下原因：(1) 重型液压破碎锤具有较强的核心竞争力，实现了较快增长；(2) 高端液压件实现大批量销售；(3) 在原有客户基础上开拓了多家国际以及国内知名挖掘机主机，市场份额提升；(4) 公司产品能有较大幅度的提升。

图 3：公司主营业务收入及增速



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 4：公司归母净利润及增速

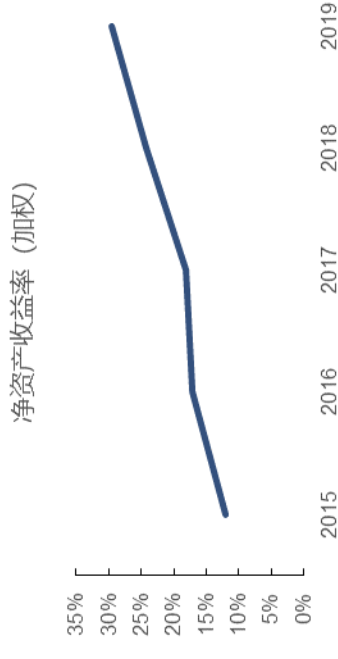


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

盈利能力持续提升。近几年公司盈利能力持续提升，净资产收益率从 2015 年的 12.09% 增长至 2019 年的 29.52%。公司净资产

产周转率提升主要是由于净利率的提升，2015年至2019年，公司净利率从16.38%至23.72%。同时，公司资产周转率和权益乘数略有提升，2015年至2019年，资产周转率从0.60次增长至0.66次，权益乘数从1.34提升至1.44。

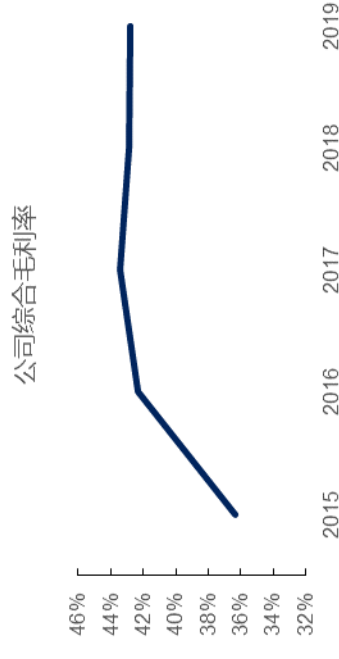
图5：公司净资产收益率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

综合毛利率持平，破碎锤毛利率稳中有升。2019年公司综合毛利率为42.83%，同比基本持平。其中，破碎锤毛利率达到46.84%，同比提升2.95pct，破碎锤毛利率提升主要为规模效应不断加大，生产效率不断提升。2019年液压件毛利率为31.0%，同比下降8.34pct，我们认为随着公司产能利用率的提升，液压件毛利率还有提升空间。

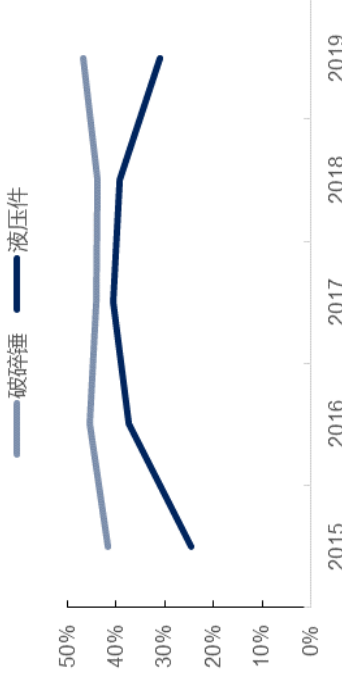
图6：公司综合毛利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

费用率稳中走低，净利率稳步提升。随着收入体量的不断增大，规模效应逐步显现，费用率呈现稳步下降的趋势。2019年公司三项费用率为15.19%，同比下降1.44pct。随着费用率的下降，公司净利率稳步提升。2019年公司净利率为23.72%，同比提升1.66pct。

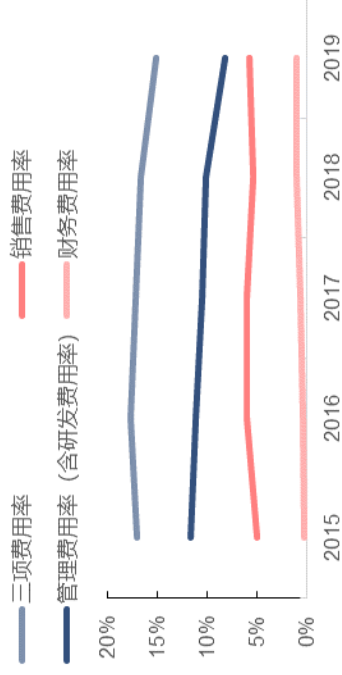
图7：公司各业务毛利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

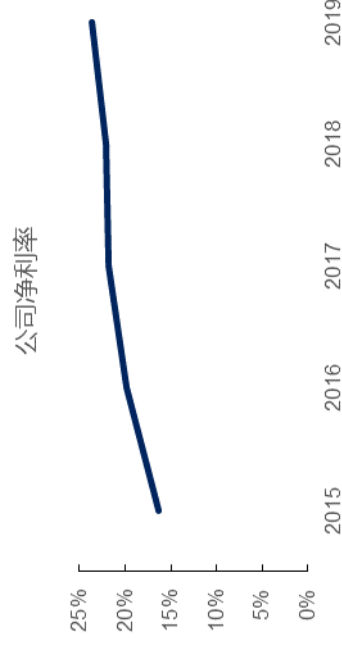


图 8：公司三项费用率（含研发费用率）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

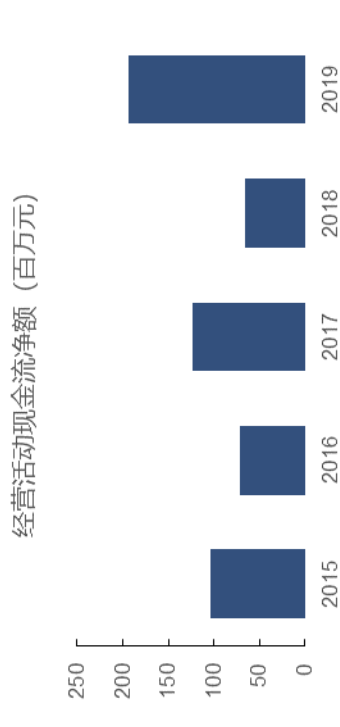
图 9：公司净利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

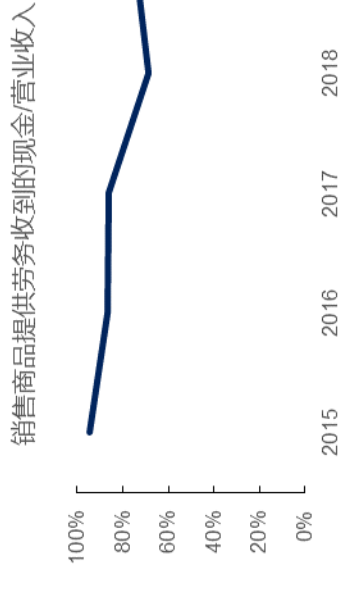
现金流情况良好，经营活动现金流净额创新高。近五年来，公司现金流保持较好状态，经营活动现金流净额一直为正；2019 年实现经营活动现金流净额 1.93 亿元，同比增长 195.55%，创历史新高。公司 2019 年经营活动现金流净额同比大幅增长，一方面是由于公司营收的快速增长，另一方面为销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比值有所提升。

图 10：公司经营活动现金流净额



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 11：公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

定增落地，解决产能瓶颈

定增落地，解决产能瓶颈。2016 年以来，公司液压破碎锤及液压件产品产销率基本保持在 90% 以上。公司对主机厂商销售占比逐年增长，主机厂商订单需求量大且交货周期较短，公司现有产能尚不能完全满足主机厂商的实际需求。2019 年 12 月公

司非公开发行股份获得证监会的核准，非公开发行募集资金将用于扩张产能。募投项目建设期为两年，预计2023年达产，达产后将新增马达产能8万台，破碎锤产能2万台，主泵产能5万台，预计合计新增收入规模16.76亿元。随着公司产能的逐步释放，未来破碎锤和液压件市占率有望持续提升。

挖掘机销量增长叠加配锤率提升，破碎锤需求稳定增长

破碎锤下游应用广泛。破碎锤可以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，其中与挖掘机的配套作业最为普遍。根据挖掘机的规格大小可以将破碎锤分为轻型破碎锤、中型破碎锤和重型破碎锤。破碎锤与主机配套后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碎作业。

图 12：破碎锤主要应用



建筑拆除

矿山开采

道路修补

二次破碎

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

配锤率提升潜力大，破碎锤规模稳步增长

配锤率具备较大提升空间。据中国工程机械工业协会统计，发达国家挖掘机配锤率基本上在35%以上，日本、韩国等岛国配锤率已达到60%，而中东等戈壁地区挖掘机配锤率高达80%。目前，国内配锤率在20%-25%之间，距离发达国家的配锤率还有非常大的差距。此外，破碎锤的生命周期较短，使用寿命通常为3-5年。在挖掘机保有量稳步提升的背景下，破碎锤的更新需求也将支撑破碎锤销量的增长。

图 13：中国液压破碎锤销量

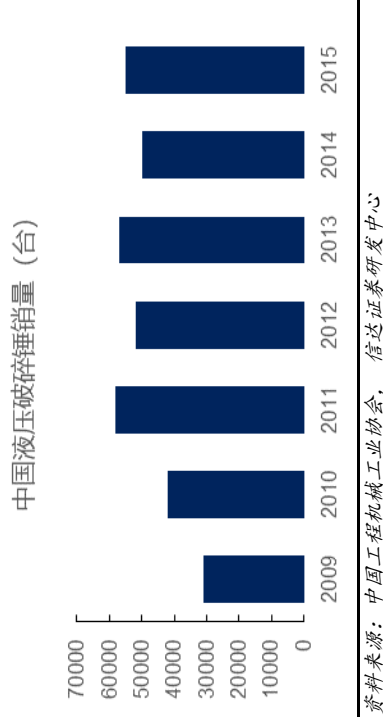
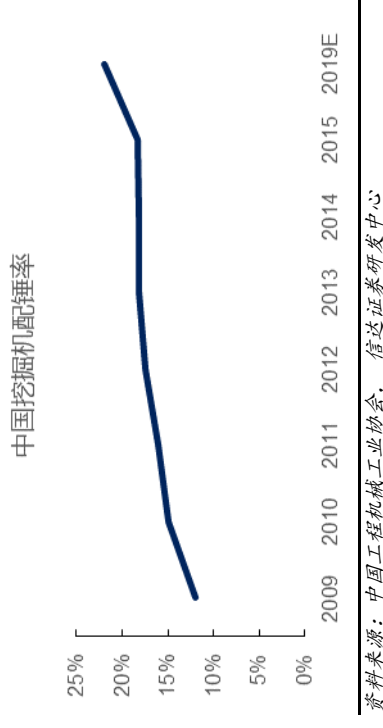


图 14：中国挖掘机配锤率



环保政策不断趋严，配锤率加速提升。2013 年至 2015 年，我国破碎锤的配锤率从 18.16% 提升至 18.31%，两年时间配锤率仅提升 0.15pct。近几年，随着国家对于环保和生产安全重视程度的不断提升，出台了一系列相关环保政策。原本在采矿行业中常用的炸药爆破方式逐步被限制，取而代之的是采用大型挖掘机搭配重型破碎锤实现免爆开采。受此影响，我国破碎锤的需求持续提升，配锤率也呈现加速提升的态势，目前国内破碎锤配锤率已经提升至 20%-25%。未来随着环保政策的不断趋严，我国破碎锤的配锤率有望继续加速提升。

表 1：国家环保政策驱动配锤率提升

时间	颁布单位	政策
2016 年 1 月	工信部	《民用爆炸物品行业发展规划（2016—2020 年）》
2016 年 11 月	国务院	《控制污染物排放许可制实施方案》
2017 年 1 月	工信部	《关于建立民爆企业安全生产长效机制的指导意见》
2018 年 5 月	生态环境部	《工矿用地土壤环境管理办法(试行)》
2018 年 6 月	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

破碎锤市场规模测算，重要假设：

- (1) 假设 2016 年配锤率为 18.5%，随着前装市场配锤率的提升，整体配锤率成加速增长态势，至 2019 年配锤率达到 23.5%。
- (2) 假设破碎锤的使用寿命为 3-5 年，3/4/5 年的更换率分别为 30%/40%/30%；
- (3) 假设 2016 年我国破碎锤的出口量是 1 万台，每年按照 20% 的速度增长；

(4) 根据艾迪破碎锤均价测算，假设 2017 年破碎锤均价为 4.1 万元/台，每年按照 3% 的价格下降速度；

2019 年破碎锤市场规模有望达到 54.6 亿元。根据模型测算出，2019 年我国挖掘机配锤率将达到 23.5%，我国破碎锤的总销量约为 14.15 万台，市场规模约为 54.60 亿元。预计至 2021 年，我国破碎锤销量有望达到 19.99 万台，市场规模突破 72.57 亿元。

表 2：破碎锤市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
挖掘机保有量（万台）	132.7	138.7	152.5	164.6	172.83	181.47
挖掘机保有量增速		4.52%	9.95%	7.93%	5.00%	5.00%
配锤率	18.50%	19.50%	21.00%	23.50%	27.00%	30.50%
破碎锤保有量（万台）	24.55	27.05	32.03	38.68	46.66	55.35
破碎锤新增量（万台）		2.50	4.98	6.66	7.98	8.68
破碎锤更换量（万台）	5.53	5.34	5.36	5.77	7.02	8.82
破碎锤出口量（万台）	1.00	1.20	1.44	1.73	2.07	2.49
破碎锤总的销量（万台）		9.04	11.78	14.15	17.08	19.99
破碎锤均价（万元）		4.10	3.98	3.86	3.74	3.63
破碎锤保有量市场规模（亿元）		110.89	127.36	149.22	174.62	200.90
破碎锤销量总市场规模（亿元）		37.05	46.84	54.60	63.90	72.57

资料来源：中国工程机械工业协会，信达证券研发中心测算

行业趋于集中，龙头市占率稳步提升

欧美、日本及韩国企业占据全球破碎锤高端市场。全球液压破碎锤生产企业约有 30 多家，可将其分为欧美系、日系、韩系。欧美系由于研发及应用时间最长，在技术研发实力以及营销网络上均具备较强的竞争实力。欧美系破碎锤的行业集中度较高，主要生产型企业包括锐猛（Rammer）、阿特拉斯·科普柯（Atlas Copco）和蒙特贝（Montabert）三大主要品牌；但是欧美系破碎锤由于价格高，主要集中在欧美地区。日系破碎锤的行业集中度也较高，主要生产型企业包括古河（Furukawa）、NPK 等，日系破碎锤主要以出口为主。韩系破碎锤由于制造、品牌和服务分离，导致行业集中度较低，经销商达到近百家，主要以出口为主。

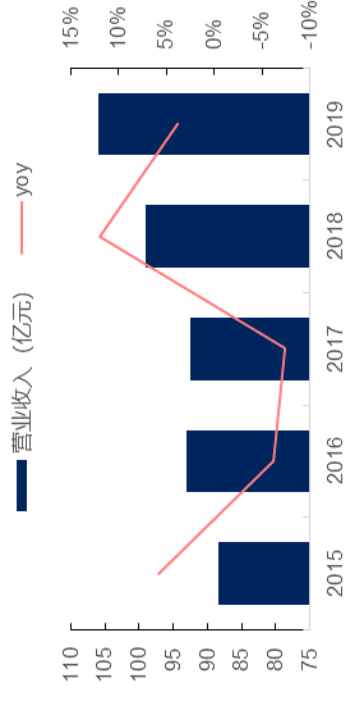
表 3：海外破碎锤主要企业特点

系列	主要制造商及品牌	年产量 (台)	行业特点
欧美系	Rammer (Sandvik 旗下)	13000-15000	(1) 注重品牌建设, 集中度高; (2) 走高端路线, 主要集中在欧美地区; (3) 一般集团生产挖掘机, 给自有品牌配套。
	Atlas Copco	10000-12000	
	Montabert (Doosan 旗下)	10000-12000	
日系	古河 (Furukawa)	7000-8000	(1) 品牌集中度高; (2) 有一定知名度, 走中高端路线; (3) 日系挖掘机配套较多。
	NPK	5000-6000	
	东空 (Toku)	3000-4000	
	甲南 (MKB)	2000-3000	
	水山重工 (Soosan)	6000-8000	
韩系	韩宇 (Hanwoo)	3000-4000	(1) 品牌众多, 规模小, 零部件生产为主; (2) 品牌知名度和质量低于欧美和日系; (3) 制造、品牌和服务分离; (4) 主要走传统中低端路线, 在国内市占率下滑较为严重。
	MSB	3000-4000	
	大模 (Daemo)	2000-3000	

资料来源: 《2013 年液压破碎锤行业运行情况》, 信达证券研发中心

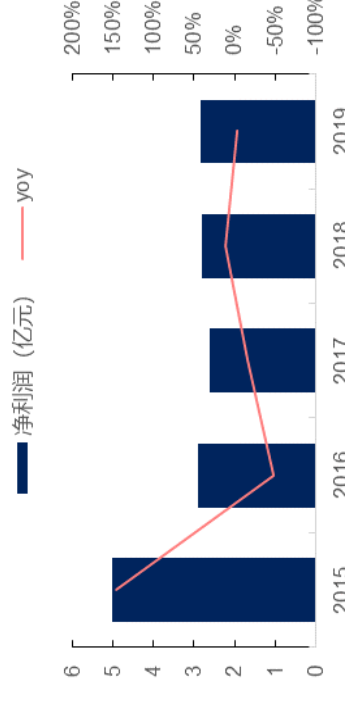
行业回暖, 日系和韩系破碎锤企业收入开始回升。随着工程机械行业的逐步复苏, 日系和韩系破碎锤企业的收入也呈现增长的态势。日本古河作为日本破碎锤的龙头企业, 2019 年公司破碎锤在日本国内市占率约为 40% 左右, 和破碎锤相关的收入约为 484 亿日元 (31.84 亿元)。2016 年至 2019 年日本古河营收从 93.08 亿元增长至 105.98 亿元, 年复合增速达到 4.42%; 但是古河净利润在近 4 年是保持平稳的状态, 2019 年实现净利润 2.83 亿元, 同比下降 2.51%。2017 年开始, 韩国山水重工的业绩也开始好转, 2017 年山水重工实现营收 6.23 亿元, 同比增长 14.77%; 实现净利润 0.18 亿元, 同比 8.65%。

图 15：日本古河营收及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

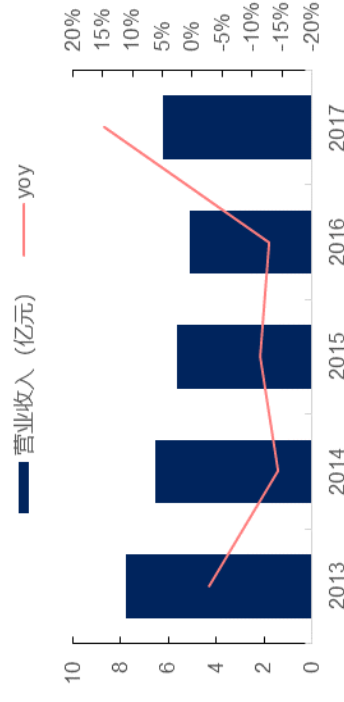
图 16：日本古河净利润及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

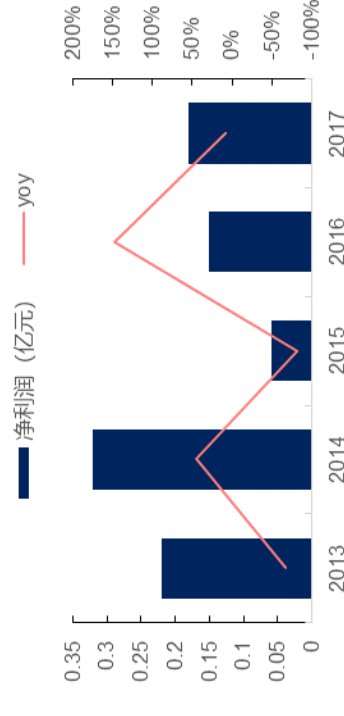


图 17：韩国山水重工营收及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：韩国山水重工净利润及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

外资品牌由于性价比低，在我国市占率低。我国破碎锤市场可以分为国外品牌（韩系、日系、欧美系）和国产品牌。目前，我国破碎锤已经实现了全面的进口替代，外资品牌由于在国内性价比过低，市占率已经很低。欧美品牌价格最高，主打高端市场，只是针对很少部分特定客户；日系和韩系品牌由于质量和国产品牌不相上下，但是不具备价格优势，因此市占率也较低。现阶段，国产破碎锤企业已经凭借高性价比占据了我国破碎锤的主要市场。

国内破碎锤企业市场分散，艾迪稳居龙头地位。目前国产破碎锤的竞争格局较为分散，主要生产企业主要有艾迪精密艾、贝力特、惊天智能、诺森重工、江苏力博士、艾思博等。艾迪精密 2019 年破碎锤营收规模达到 10.19 亿元，稳居国内龙头，市占率约为 15%-20%。贝力特、惊天智能、诺森重工等企业的销售规模均较小，与龙头存在较大差距。未来艾迪精密有望凭借强大的技术实力和优质的客户获得更多国内破碎锤市场份额。

表 4：国内破碎锤主要企业

企业	位置	特点
艾迪精密	烟台	公司是国内破碎锤龙头，2019 年破碎锤销售额 10.19 亿元，未来市占率有望持续提升。
贝力特	温岭	公司成立于 2003 年，预计破碎锤的销售额约为 1-2 亿元；主要产品包括 BLTB-175、165、155、145、80 静音型产品，BLTB-75 香蕉型、70 装载机等多款产品
惊天智能	马鞍山	公司成立于 2000 年，主要产品包括破碎锤、工程机器人和工程机械手，2018 年营收为 4385 万元。
诺森重工	杭州	公司成立于 2003 年，液压破碎锤月产能在 1500 套左右，破碎锤产销量在国内位居第三。
江苏力博士	淮安	公司成立于是 2007 年，主要产品是以破碎器为主的液压产品系列，包括破碎器，快换接头，打夯器，液压剪等系列产品及配件。
艾思博	嘉兴	公司由 JAPAN TOYO(H.K) MACHINERY CO.,LTD. 在中国投资的无区域企业，注册资金 1100 万美元，投资强度 1.3 亿元人民币。

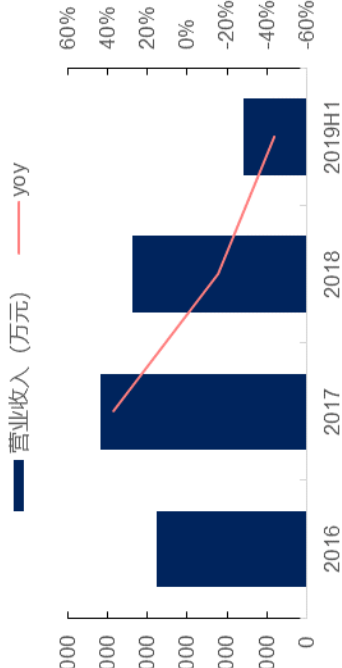
资料来源：Wind，惊天智能官网，诺森重工官网，信达证券研发中心

行业集中度提升，龙头优势明显。艾迪作为国内破碎锤的龙头，近几年市占率持续提升。2015 年艾迪破碎锤销量 4216 台，在行业中的市占率是 7.67%，至 2019 年公司破碎锤的销量已经达到 2.67 万台，在行业中市占率提升至 15%-20% 左右。贝力特作为国内破碎锤的头部企业，营收规模也早已上亿；诺森重工自 2013 年收购韩国一家知名破碎锤企业的中国工厂，同时引进日本先进的生产技术后，破碎锤的技术实力显著提升，液压破碎锤月产能达到 1500 套左右，破碎锤产销量在国内位居第三。整体来看，破碎锤的行业集中度在不断提升，头部企业凭借规模、技术、渠道等优势，不断提升市场份额。

部分中小企业逐步退出破碎锤市场，龙头市占率具备持续提升空间。惊天智能作为老牌的破碎锤企业，在 2000 年就已经成立。最初以生产破碎锤为主，后逐步将重心转向了工程机器人和工程机械手。公司 2020 年的目标是形成年产工程机器人 200 台套、工程机械手 300 台套。公司近几年收入一直处于下滑的状态，2018 年营收是 4385.06 万元，同比下滑 15.09%，2016 年至 2019 年上半年净利润一直处于亏损状态。随着行业整合持续加速，国内部分中小企业逐步淡出破碎锤市场，艾迪等龙头企业市占率具备持续提升的空间。

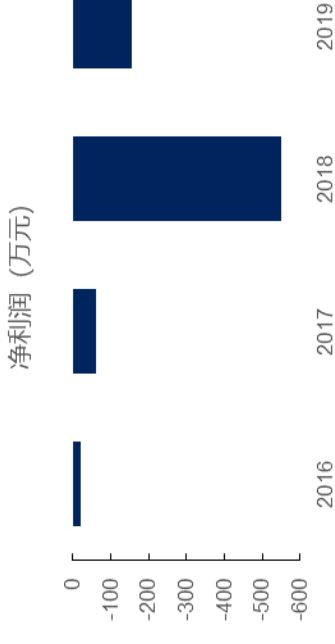


图 19：惊天智能营收及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：惊天智能净利润



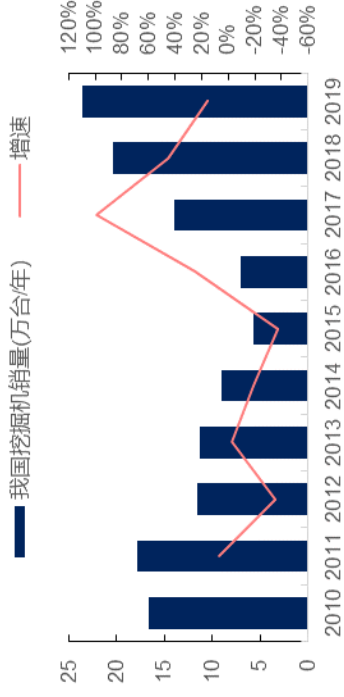
资料来源：Wind，信达证券研发中心

挖掘机销量稳定增长驱动破碎锤增长

挖掘机销量稳定增长，破碎锤需求旺盛。液压破碎锤与挖掘机配套作业最为普遍，因此破碎锤的销量受到挖掘机销量影响较大。受益于更新换代、环保驱动、出口增长、基建和房地产投资的拉动，挖掘机销量从 2016 年至今保持了稳定的增长。2019 年我国挖掘机销量达到 23.57 万台，同比增长 15.9%。在挖掘机销量增长的带动下，国内对于破碎锤的需求也非常旺盛，艾迪精密等公司的破碎锤均实现了较快的增长。

基建再次发力，2020 年挖掘机有望稳定增长。2020 年以来，受到新冠疫情影响，我国基建和房地产的开工都有延后，由此也导致 1 月份和 2 月份挖掘机销量出现了较为严重的下滑，2020 年 1 月和 2 月挖掘机销量分别同比下降 15.4% 和 50.5%。随着基建项目的逐步复工，挖掘机的需求逐步恢复增长，2020 年 3 月，挖掘机销量为 49408 台，同比增加 11.6%。2020 年在宏观经济下滑的背景下，基建作为国家稳经济的重要抓手有望再次发力。我们预计 2020 年挖掘机销量有望继续保持稳定增长，从而拉动破碎锤销量的增长。

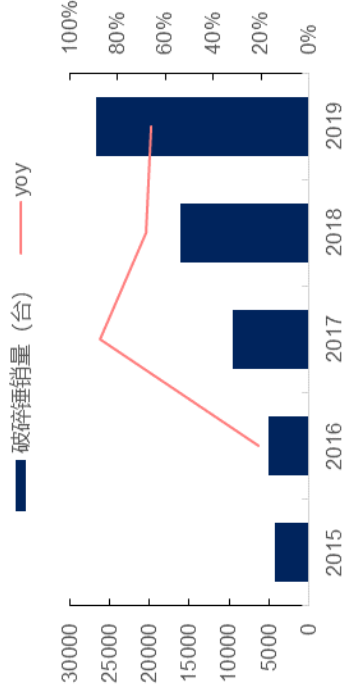
图 21：挖掘机年度销量数据及增速



资料来源：中国工程机械工业协会，信达证券研发中心

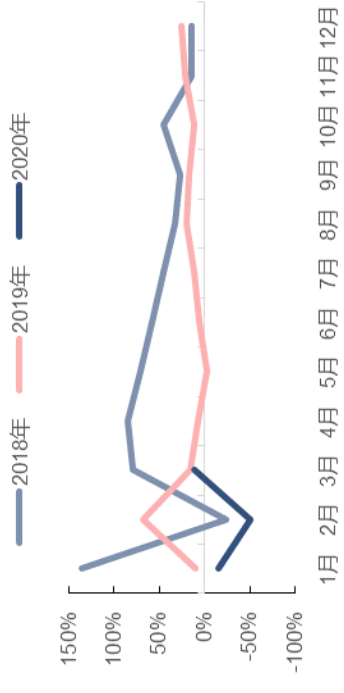
国产破碎锤龙头，销量稳步提升。作为工程机械破碎拆属具业务的唯一一家国内上市企业，公司主要客户涵盖了三一、徐工、卡特彼勒、柳工、斗山等主机厂商。公司具备轻、中、重各型液压破碎锤的生产能力，特别是重型破碎锤产品相较于国内其他品牌产品技术优势明显。公司破碎锤产品在打击力度、性能稳定性、使用寿命、工作效率等各方面均处于行业领先地位。2019年公司破碎锤销量达到 26703 台，同比增长 66.08%；破碎锤营收达到 10.19 亿元，同比增长 54.62%。

图 23：艾迪精密破碎锤销量



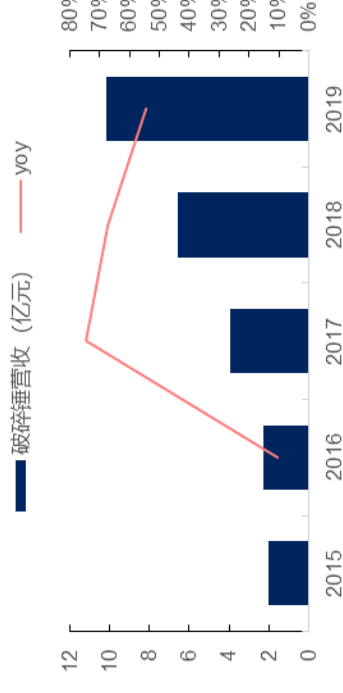
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 22：挖掘机月度销量增速



资料来源：中国工程机械工业协会，信达证券研发中心

图 24：艾迪精密破碎锤营收



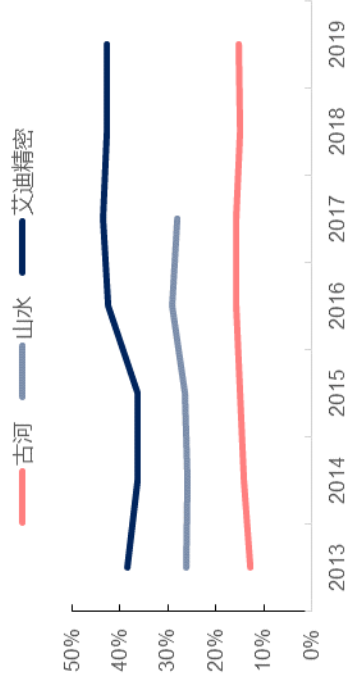
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

破碎锤具备全球化竞争实力，海外增长潜力大

艾迪盈利能力强于日系和韩系企业，具备全球化竞争实力。2013年至2019年，古河毛利率在12%至16%之间上下波动，2019

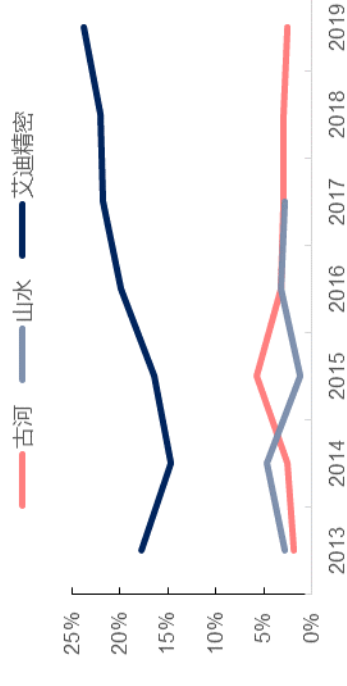
年达到毛利率 15.19%；韩国山水毛利率在 25%-30%之间上下波动，2017 年毛利率达到 27.96%；艾迪精密毛利率在 36%至 44%，且呈现增长的趋势，2019 年毛利率达到 42.83%；艾迪精密毛利率显著高于古河和山水的毛利率。从净利率看，2019 年艾迪精密净利率为 23.72%，古河净利率是 2.56%，山水 2017 年净利率是 2.84%，艾迪精密净利率也是显著高于古河和山水。艾迪凭借技术实力的提升以及规模的扩张，盈利能力已经强于日系和韩系企业，在破碎锤领域已经具备全球化的竞争实力。

图 25：主要破碎锤企业毛利率比较



资料来源：Wind，信达证券研发中心

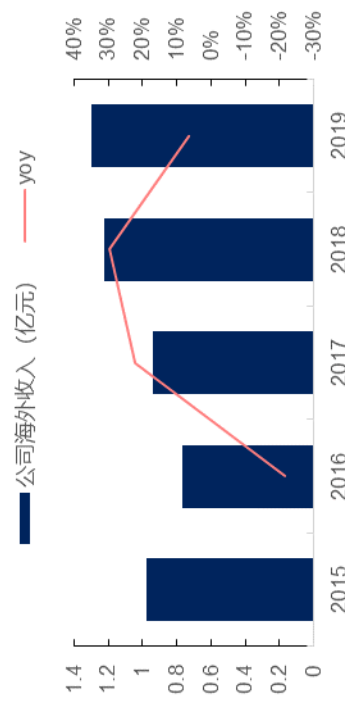
图 26：主要破碎锤企业净利率比较



资料来源：Wind，信达证券研发中心

产能充足后，海外具备较大增长潜力。公司海外收入中破碎锤出口占了大部分份额，近几年，由于破碎锤产能不足，公司一直在极力解决国内挖机主机厂的配套要求，海外的销量保持较为缓慢的增速。2019 年公司海外收入 1.30 亿元，同比增长 6.56%。后续随着公司破碎锤产能的逐步释放，海外的具备较大的增长潜力。目前公司破碎锤技术实力已经具备全球化的竞争实力，此外，公司在印度，美国，东南亚，欧洲等地区都有营销网络布局，未来海外破碎锤业务有望逐步发力。

图 27：公司海外收入及增速



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

液压件国产化率提升，增长潜力大

工程机械行业占据液压件主要应用市场

一个完整的液压系统由动力元件、控制元件、执行元件、辅助元件和工作介质等五个部分组成。其中动力元件是液压系统的心脏，向整个液压系统提供动力；控制元件主要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；执行元件是将流动液体的压力能转换为机械能，驱动各工作部件工作；辅助元件主要是油箱、过滤器、油管与管接头、密封装置等，对液压系统进行监测和反馈，保证液压系统可靠、稳定、持久地工作。工作介质主要是各种矿物油、乳化液，作为液压系统传递能量的介质。

表 5：液压系统主要组成部分

组成部分	功能	主要产品	艾迪精密产品
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，是液压系统的心脏	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	各种压力、流量和方向阀的集成系统	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	液压马达、液压缸	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，保证液压系统可靠、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	

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

液压系统中最核心的零部件主要是液压泵、液压阀、液压油缸和液压马达（行走马达、回转马达）。我国液压件市场中，液压泵、液压阀和油缸等关键零部件份额占比最高，其中液压泵和马达合计占比为 29.2%；液压阀占比为 25.6%；油缸占比为 17.7%。此外，液压系统在工程机械产品中占比也较大，以挖掘机为例，液压系统在挖掘机成本中的占比达到 32%左右。



图 28：液压件各组成部分占比

■ 液泵和马达 ■ 液压阀 ■ 油缸 ■ 蓄能器和过滤器 ■ 泵站 ■ 其他



资料来源：新思界产业研究中心，信达证券研发中心

工程机械行业是液压件最大的应用领域。液压件早期主要应用于磨床和机床等机械行业，后逐步拓展至工程机械和农业机械等行走机械领域。现在液压件已经在工程机械、航空航天、冶金机械、工程车辆、农业机械等行业取得了广泛的应用。其中工程机械行业作为液压件下游最大的应用行业，在液压件应用中占比达到 35.4%。近几年随着工程机械行业的逐步复苏，各主要工程机械产品销量实现了较快增长，预计工程机械行业在液压件应用中的占比将进一步提升。

图 30：2016 年我国液压行业下游应用占比

■ 工程机械 ■ 航空航天 ■ 冶金机械
■ 工程车辆 ■ 间接销售 ■ 农业机械
■ 矿山机械 ■ 汽车 ■ 其他



资料来源：《中国液气密封件工业年鉴》，信达证券研发中心

图 29：液压件在挖掘机上的应用



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

国内挖掘机液压件市场规模达到 154 亿元

一台挖掘机的液压件包括一个液压泵、一个液压力阀、三个液压力阀、两个行走马达和一个回转马达（2 个动臂油缸、1 个斗杆油缸和 1 个铲斗油缸）。以 20 吨挖掘机中液压力件价格为例，单个液压力泵、液压力阀、液压力阀以及油缸的价格分别为 1.4 万元、1.8 万元、1.5 万元和 0.4 万元。由此测算出一台 20 吨挖掘机所需的高端液压力件的价格是 9.3 万元，由此测算出大挖和小挖高端液压力件的价格分别为 18.1 万元和 4.1 万元。

表 6：20 吨挖掘机液压力件价格测算

	泵	阀	马达	油缸
数量（台）	1	1	3	4
单价（万元）	1.4	1.8	1.5	0.4
合计（万元）	1.4	1.8	4.5	1.6

资料来源：信达证券研发中心

2019 年国内挖掘机液压力件市场规模约为 154 亿元。2019 年国内挖掘机销量达到 20.97 万台，其中大挖、中挖和小挖的销量分别为 3.0 万台、5.16 万台和 12.76 万台，根据单台挖机液压力件价格，测算出 2019 年国内挖掘机高端液压力件市场规模约为 154.47 亿元。

表 7：中国挖掘机液压力件市场规模测算

	大挖	中挖	小挖	合计
挖掘机销量（台）	29955	51560	127562	2097077
液压力件价格（万元）	18.1	9.3	4.1	
液压力件市场规模（万元）	542185.5	479508	523004.2	1544697.7

资料来源：中国工程机械工业协会，信达证券研发中心

外资占据主要市场，国产替代空间大

美、德、日等国企业占据主要市场，国内企业开始崛起。欧美和日本企业由于液压力件的研发时间久，且在工业制造领域具备较强的技术实力，因此掌握了液压力件最核心的技术。目前，全球高端液压力件的行业集中度较高，主要是被美国的伊顿和派克汉尼汾、德国的博世力士乐和日本的川崎重工等企业垄断。根据测算，我国挖掘机等高端液压力件市场规模约为 154 亿元，但是大部分市场也被上述外资企业垄断。目前，国内如恒立液压、艾迪精密等企业已经在液压力件上实现了较大的突破，开始实现了液压力件的进口替代。

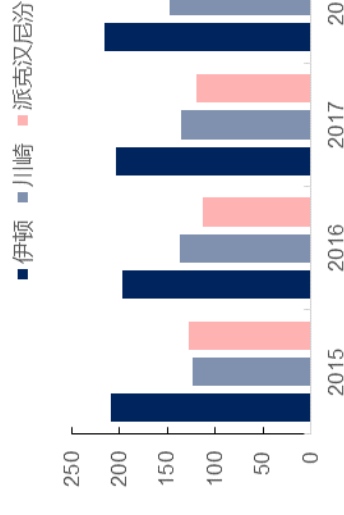
表 8：液压件全球及国内主要企业

公司名称	国家	成立时间	营收	净利润	主要液压产品
伊顿	美国	1918 年	213.9 亿美元 (2019 年)	22.11 亿美元 (2019 年)	液压油缸、泵、阀、马达、变速箱、阀、控制系统
派克汉尼汾	美国	1911 年	143.20 亿美元 (2019 年)	15.12 亿美元 (2019 年)	液压系统、油缸、泵、阀与控制设备
博世力士乐	德国	1795 年	54 亿欧元 (预测值)		泵、马达、油缸、开关阀、伺服阀、蓄能器、系统
川崎重工	日本	1878 年	144.16 亿美元 (2019 年)	2.48 亿美元 (2019 年)	液压泵、马达、控制阀
KYB	日本	1919 年	31.81 亿美元 (2017 年)	1.30 亿美元 (2017 年)	液压泵、马达、控制阀
恒立液压	中国	2005 年	42 亿元 (2018 年)	8.36 亿元 (2018 年)	液压系统、马达、控制阀、油缸
艾迪精密	中国	2003 年	10 亿元 (2018 年)	2.25 亿元 (2018 年)	液压泵、马达、控制阀

资料来源：Wind，信达证券研发中心

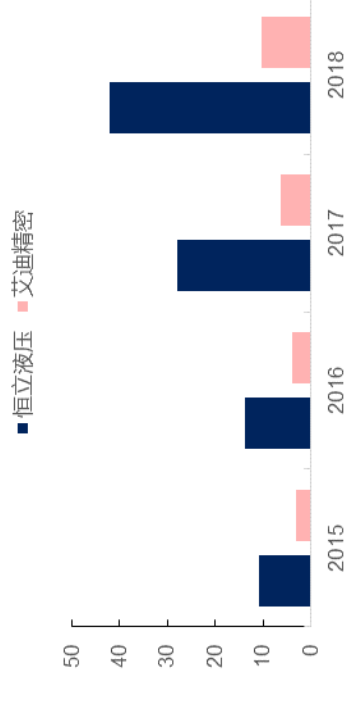
国内液压件企业营收远小于国外龙头，未来增长潜力大。2019 年预计国内液压件龙头恒立液压营收规模有望达到 54 亿元（预测值），艾迪精密营收规模达到亿元。对标全球液压件龙头企业，伊顿、川崎以及派克汉尼汾 2019 年营收规模分别达到 213.9 亿美元、144.16 亿美元和 143.2 亿美元。与海外液压件龙头相比，国内液压件企业营收规模还非常小，未来存在较大增长潜力。

图 31：国外液压件龙头企业营收（亿美元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

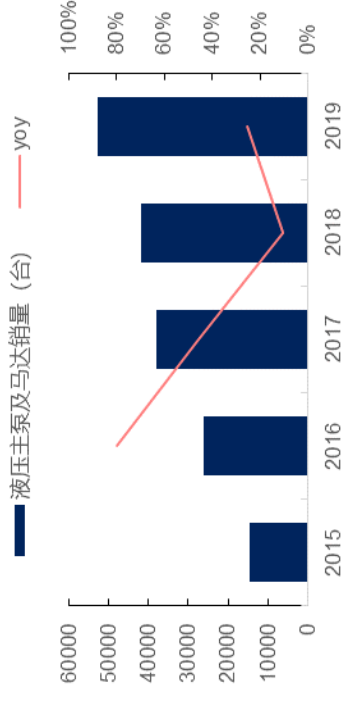
图 32：国内液压件龙头企业营收（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

液压件销量稳定增长，行走马达进口替代空间大。2019 年公司液压主泵及马达销量 5.27 万台，同比增长 25.51%。液压泵阀方面，公司从后市场逐步转向了前装市场，已经进入了三一、徐工、柳工、临工、山重等主机厂的供应体系；行走马达方面，2018 年公司液压马达销量达到 18274 台，同比增长 31.38%。2019 年挖掘销量 23.57 万台，根据一台挖掘机配置 2 台行走马达，假设行走马达的单价是 1.5 万元，2019 年国内挖掘机行走马达的市场规模约为 70.71 亿元。目前国内行走马达主要被川崎、纳博、KYB 等外资企业占据，2018 年公司行走马达市占率仅有 4.5% 左右，未来公司进口替代空间大。

图 33: 公司液压主泵和马达销量及增速



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

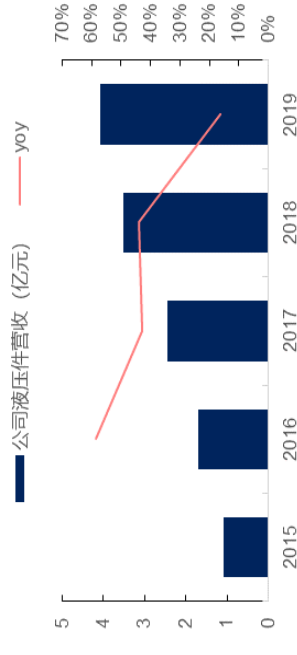
图 34: 公司液压马达销量



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

液压件业务收入稳定增长。近几年随着公司在液压件上逐步实现进口替代, 公司液压件的营收规模也呈现稳步增长的态势。2015年至2019年公司液压件收入从1.08亿元增长4.09亿元, 年复合增速达到39.50%。未来随着公司募投项目的投产, 液压主泵和马达的产能都将显著提升, 公司液压件业务的收入也有望继续保持稳定增长。此外, 随着海外疫情的日趋严重, 海外液压件的生产以及供应均会受到不同程度的影响, 高端液压件的国产化进程有望进一步加快。公司作为国内稀有的高端液压件生产企业, 有望加速在国产主机厂中的渗透。

图 35: 公司液压件营收及增速



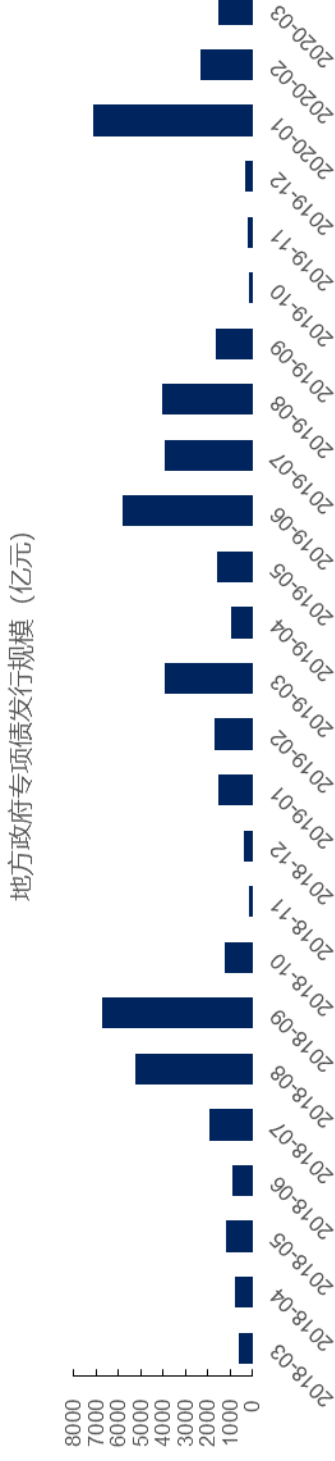
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

基建托底，工程机械有望实现稳定增长

地方政府专项债拉动基建投资增长。2019年11月财政部首次下达1万亿新增专项债务限额后，2020年2月财政部再次下达0.29万亿专项债务限额，2020年全年专项债有望突破3万亿元，相比2019年2.15万亿的地方新增专项债是有明显提升。而专项债中25%可用于项目资本金，还能够放大专项债的基建杠杆（如按照当前基建项目最低资本金的20%-25%要求，项目资本金约可以放大4-5倍杠杆），引导社会资金加大重大基础设施投入，预计地方政府专项债对于基建投资的拉动有望超预期。

基建项目现金流改善，有望带动工程机械需求增长。3月27日中共中央政治局召开会议，会议指出要采取积极的财政政策，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，保持流动性合理充裕。这些政策有望改善基建项目的现金流，带动工程机械需求的增长。

图 36：地方政府专项债发行规模



资料来源：Wind，信达证券研发中心

工程机械产品开启涨价潮。今年4月份起，各大主机厂陆续发布了工程机械产品涨价的通知。4月2日，中联发布公告表示混凝土泵车价格全面上调5%-10%，随后三一也是发布了混凝土泵车的涨价通知。紧接着挖掘机也开启了涨价潮，三一、徐工、临工和柳工等都发布了挖掘机涨价的通知。我们认为各大主机厂此时对产品提价主要有以下原因：(1) 国外疫情日趋严重，海内外供应链受到较大冲击，综合成本上升；(2) 专项债等资金刺激下，下游基建项目现金流改善，下游客户购机的意愿增强；(3) 基建和房地产项目陆续开工，下游需求快速回升，部分机型已经出现了断货；(4) 主机厂龙头企业为了维持行业正常的盈利水平，引导行业健康持续发展。

通过各大主机厂对工程机械产品的涨价通知可以看出，目前下游的需求非常旺盛，对于全年工程机械产品销量保持谨慎乐观的态度，预计2020年工程机械代表性的产品挖掘机有望保持0-10%的稳定增长。



表 9：主机厂对工程机械产品开启全面涨价

企业	涨价产品	价格变动幅度	公告时间
中联	混凝土泵车	上调 5%-10%	2020 年 4 月 2 日
三一	混凝土泵车	上调 5%-10%	2020 年 4 月 9 日
	挖掘机	小挖上调 10%，中大挖上调 5%	2020 年 4 月 11 日
徐工	挖掘机	小挖上调 10%，中大挖上调 5%	2020 年 4 月 10 日
临工	挖掘机	10 吨以下小挖上调 2 万元，10-30 吨挖掘机上调 3 万，30 吨以上挖掘机上调 5 万元	2020 年 4 月 14 日
柳工	挖掘机	平均提价 5%	2020 年 4 月上旬

资料来源：中联官网，三一官网，徐工官网，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

不考虑增发项目，我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 1.17、1.50 和 1.81 元，对应 2020 年 4 月 27 日收盘价 (41.39 元/股) 市盈率 35/27/23 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 10：可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			EPS (元)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601100.SH	恒立液压	69.4	612	73.05	49.93	40.12	0.95	1.39	1.73
603338.SH	浙江鼎力	64.9	225	33.45	38.63	28.46	1.94	1.68	2.28

资料来源：Wind，信达证券研发中心，注：股价为 2020 年 04 月 27 日收盘价

风险因素

液压件进口替代不及预期

公司在中大挖液压件上还未完全实现进口替代，未来如果中大挖液压件进口替代不及预期将影响公司长期成长逻辑。

基建投资力度不及预期

如果基建投资力度不及预期，挖掘机等工程机械产品销量出现下滑，公司业绩将会受到较大影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	709.83	1,582.75	1,784.90	2,070.80	2,648.20
货币资金	122.59	817.84	620.50	440.60	366.80
应收票据	53.67	102.76	132.05	175.00	230.60
应收账款	129.24	177.20	233.60	310.00	400.50
预付账款	12.61	9.05	12.15	15.20	23.20
存货	367.15	461.99	600.60	810.00	1,036.50
其他	24.56	116.66	186.00	320.00	590.60
非流动资产	977.82	1,079.26	1,241.10	1,437.54	1,513.15
长期股权投资					
固定资产(合计)	875.14	994.74	1,134.39	1,339.03	1,406.45
无形资产	65.78	64.42	65.80	66.40	65.90
其他	36.90	20.10	40.91	32.10	40.80
资产总计	1,687.65	2,662.00	3,026.00	3,508.34	4,161.35
流动负债	635.44	623.46	605.34	571.51	575.69
短期借款	284.63	251.62	150.30	50.00	
应付票据	84.69	27.22	35.50	42.60	47.00
应付账款	221.79	283.62	369.60	422.37	482.02
其他	73.97	98.16	79.53	88.68	69.68
非流动负债	29.64	37.16	29.60	32.14	23.00
长期借款					
其他	29.64	37.16	29.60	32.14	23.00
负债合计	665.08	660.62	634.93	603.65	598.69
少数股东权益					
归属母公司股东权益	1,022.57	2,001.38	2,391.09	2,904.65	3,562.63
负债和股东权益	1,687.65	2,662.00	3,026.02	3,508.29	4,161.33

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,020.65	1,442.45	2,004.87	2,568.06	3,098.01
同比(%)	59.15%	41.33%	38.99%	28.09%	20.64%
归属母公司净利润	225.17	342.18	481.66	618.56	747.46
同比(%)	61.20%	51.96%	40.76%	28.42%	20.84%
毛利率(%)	42.85%	42.83%	42.89%	42.93%	42.92%
ROE%	22.02%	17.10%	19.98%	20.93%	20.53%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.83	1.17	1.50	1.81
P/E	75	49	35	27	22.60
P/B	16.52	8.44	7.01	5.80	4.79
EV/EBITDA	29.44	30.02	24.66	18.97	15.48

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,020.65	1,442.45	2,004.87	2,568.06	3,098.01
营业成本	583.33	824.60	1,144.97	1,465.67	1,768.26
营业税金及附加	5.62	10.25	14.23	18.23	22.00
销售费用	55.66	84.24	116.28	148.95	179.68
管理费用	62.81	65.52	88.21	112.99	136.31
研发费用	40.33	53.72	76.19	97.59	117.72
财务费用	10.96	15.64	16.30	16.80	17.00
减值损失合计	3.22	-0.31	2.20	3.00	3.20
投资净收益	1.80	1.31	9.50	9.60	9.80
其他					
营业利润	260.53	395.01	555.98	714.43	863.63
营业外收支	0.23	1.60	1.50	1.50	1.50
利润总额	260.72	396.57	557.48	715.93	865.12
所得税	35.54	54.38	75.82	97.37	117.66
净利润	225.17	342.18	481.66	618.56	747.46
少数股东损益					
归属母公司净利润	225.17	342.18	481.66	618.56	747.46
EBITDA	366.16	543.18	664.38	868.33	1,064.96
EPS(当年)(元)	0.55	0.83	1.17	1.50	1.81

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	65.39	193.26	255.10	306.12	361.22
净利润	225.17	342.18	481.66	618.56	747.46
折旧摊销	3.22	2.50	3.60	4.80	6.20
财务费用	8.36	14.20	16.30	16.80	17.00
投资损失					
营运资金变动	-193.75	-302.03	-344.68	-387.98	-614.85
其它	13.45	14.50	16.43	18.35	21.25
投资活动现金流	-252.85	-108.98	-213.76	-323.46	-232.75
资本支出	-252.96	-124.29	-230.00	-340.00	-250.00
长期投资					
其他	0.11	15.31	16.24	16.54	17.25
筹资活动现金流	169.16	663.06	160.43	158.45	160.35
吸收投资	0.00	689.50	0.00	0.00	0.00
借款	282.21	301.15	80.45	60.32	30.25
支付利息或股息	51.22	68.44	82.45	106.34	120.32
现金流净增加额	-146.50	25.70	444.00	440.00	440.00

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度、独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和方法分析，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。