

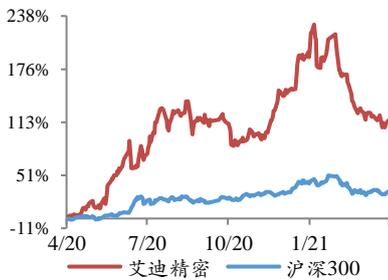
产能逐步爬坡，液压件放量明显，盈利能力有望提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-20

收盘价（元）	58.90
近12个月最高/最低（元）	89.89/32.07
总股本（百万股）	599
流通股本（百万股）	559
流通股比例（%）	93.35
总市值（亿元）	353
流通市值（亿元）	329

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1. 破碎锤守正，液压件出奇，业绩持续高增长——首次覆盖&三季报点评
2020-10-29

主要观点：

- **事件：**4月20日，公司发布2020年报及2021一季报。2020年，实现营业收入22.56亿元，同比增长56.38%；归母净利润5.16亿元，同比增长50.82%，经营活动净现金流3.35亿元，同比增加73.12%；单看Q4，公司收入6.48亿元，同比增长72.92%，归母净利润0.95亿元，同比增长12.74%。2021年Q1，公司收入8.95亿元，同比增长145.60%，归母净利润1.96亿元，同比增长119.85%。
- **核心观点：**收入符合预期，受利润率下滑影响，2020年业绩略低于市场预期（5.5亿）。影响公司利润的因素主要有：**①毛利率**，一方面产品结构调整，液压件仍处于放量期，收入占比提升，毛利率33.64%，同比+2.64pct，但仍低于破碎锤（44.61%）；另一方面，原材料成本上行，同时产品价格有所下降；**②研发费用**，2020年，研发支出1.05亿，占营收比重4.67%，同比+0.95pct，公司加码大挖、小挖以及非挖液压产品研发，布局拓宽产品线；**③信用减值**，随着公司业务规模扩大，应收款项规模增长导致信用减值计提扩大，2020，应收账款达到4.89亿，同比增长176%，1年账龄按5%计提，坏账准备超过2500万。我们认为，随着产能继续爬坡，规模效应以及生产工艺升级改造带来的降本增效，公司盈利水平拥有改善空间；中长期来看，随着高端液压件国产替代加速，公司两大主业市占率提升，业绩增长确定性高，给予“买入”评级。

● 破碎锤市场地位稳固，液压件放量增长，产能爬坡进展顺利

根据工程机械工业协会数据，2020年，我国挖机销量32.76万台，同比增长32%，2021年一季度，挖机销量12.69万台，同比增长84.96%，下游销量持续超预期，景气度持续，带动上游属具、零部件表现优异。分产品来看：

破碎锤：2020年实现收入12.83亿，同比增长25.98%，销量3.37万台，同比增长26.35%，收入、销量增速基本匹配，均价3.8万，基本持平。破碎锤业务占总营收比重由2019年70.6%下降至2020年的56.9%，一方面，是由于产能制约，另一方面，液压件业务放量增长致使占比被动下滑。但破碎锤仍然是公司拳头业务，市场地位稳固，按25%-30%配锤率估算，公司市占率约为35%-42%。

液压件：主要包括马达（回转+行走）、主泵和控制阀。2020年实现收入9.42亿，同比130.6%，占总营收比重由28.3%提升至41.8%。销量方面，合计13.04万台，同比增长147.7%，液压件业务实现了产能、销量、收入的翻倍以上增长，液压件整体市占率在10-15%。公司募投项目产能爬坡顺利，2021年，液压件各类产品产能均有望再次实现翻倍增长。

整体来看，公司订单饱满，扩产仍为当前主旋律，2020/2021Q1，公司资本开支分别为6.69/2.90亿元，分别同比增长549%/114%。2021

年有望维持收入、业绩 30%以上增速。

● **毛利率承压，拖累净利率，未来盈利能力有望改善**

毛利率承压，产品结构和价格是主要因素。2020/2021Q1，公司整体毛利率分别为 40.66%/36.83%，分别同比-2.17/-3.62pct，一方面由于产品结构，液压件业务占比提高，其毛利率(33.64%)相对破碎锤(44.61%)较低；另一方面，原材料成本上行期，同时产品价格有所下降。

净利率下滑相对较少，公司内控优秀，加码研发。2020/2021Q1，同期净利率分别为 22.88%/21.89%，分别同比-0.84/-0.60pct；同期总费用率分别为 13.08%/9.74%，分别同比-2.11/-1.42pct，其中销售、管理费率均出现明显降幅，研发费用分别同比+0.95/+1.24pct，公司内控优秀，重视研发，未来将在非挖领域持续投入，拓宽产品线。

未来公司盈利能力有望增强。一方面得益于产量不断提升后的规模效应；一方面得益于公司生产工艺升级改造，降本增效。我们认为在这两方面因素持续作用下，未来毛利率仍有提升空间。

高质量经营成果显现，Q1 备货，现金流表现正常。2020 年，公司经营性净现金流 3.34 亿元，同比增长 73.1%，现金流增速超越归母净利润，表现良好。公司近年生产规模不断扩大，一季度通常需要提前备货，经营性现金净流出较多。2018-2021 年各年一季度存货分别为 2.11、4.09、4.97、7.35 亿元，规模增长明显，对应一季度经营性现金流净额分别为-0.1、-0.5、-0.3、0.05 亿元。

● **市场扩容：破碎锤渗透率提升，液压件国产替代加速。**

相比成熟市场，配锤率仍有提升空间：根据公司年报，2020 年，国内挖掘机械属具配置率仅为 30%左右，其中挖掘机破碎锤配置率为 25%-30%，低于成熟市场 30%-40%的水平。据此估算，2020 年我国挖机配锤台数约 8 万台左右，若达到成熟市场配锤水平(约 12 万台)，还有 50%的增量空间。

高端液压件国产化进程加快：整体来看，中国液压件行业企业数量较多，规模较小，高端市场国产替代空间较大。行业景气背景下，需求旺盛，技术实力强的国内液压厂商出货优先级高，叠加疫情影响海外产能，高端液压件国产化进度明显加快，公司在已有的优质客户基础上，不断开拓新客户，份额不断提升。

● **投资建议**

预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 6.77、8.75、10.95 亿元，同比增速分别为 31.2%、29.2%、25.1%。对应 PE 分别为 52、40、32 倍。产能放量，快速增长期，给予“买入”评级。

● **风险提示**

基建补短板不及预期，市场竞争加剧，新产品产能投放不及预期。

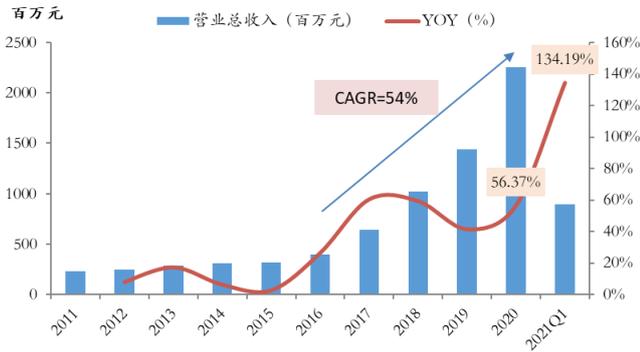
● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2256	3018	3718	4408
收入同比 (%)	56.4%	33.8%	23.2%	18.6%
归属母公司净利润	516	677	875	1095
净利润同比 (%)	50.8%	31.2%	29.2%	25.1%
毛利率 (%)	40.7%	39.9%	41.1%	42.2%
ROE (%)	21.1%	21.5%	21.5%	21.0%
每股收益 (元)	0.86	1.13	1.46	1.83
P/E	79.99	52.07	40.30	32.21
P/B	16.87	11.19	8.68	6.78
EV/EBITDA	56.96	39.72	30.77	24.63

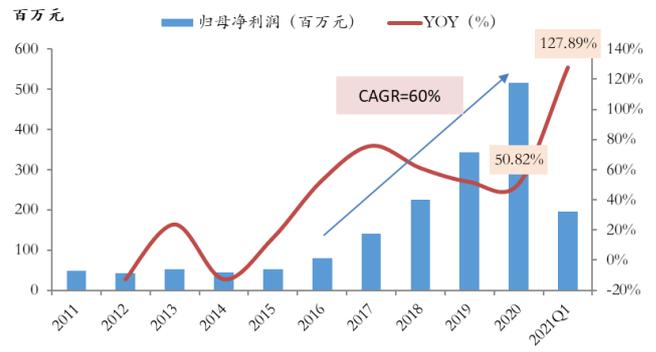
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表1 公司2020年/2021Q1 营收增速56%/134%



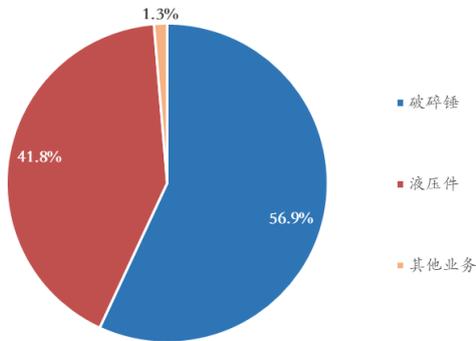
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表2 公司2020年/2021Q1 归母净利润增速51%/128%



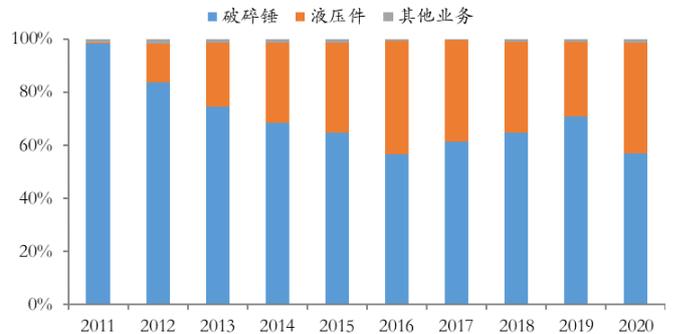
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表3 2020年公司营收构成



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表4 2020年液压件收入占比明显提升



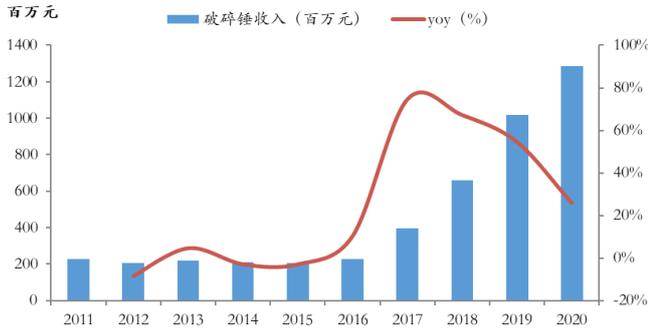
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表5 2020年两大主营产品出现不同程度降价

销量 (台)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
液压破碎锤	5079	5099	4216	5110	9573	16078	26703	33738
yoy		0.39%	-17.32%	21.20%	87.34%	67.95%	66.08%	26.35%
液压件	6964	8263	9288	17795	23975	41954	52657	130425
yoy		18.65%	12.40%	91.59%	34.73%	74.99%	25.51%	147.69%
收入 (百万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
液压破碎锤	216.82	210.59	204.49	225.73	394.08	659.00	1018.93	1283.62
yoy		-2.87%	-2.90%	10.39%	74.58%	67.22%	54.62%	25.98%
液压件收入	69.51	93.40	107.79	171.09	244.43	351.47	408.64	942.31
yoy		34.36%	15.41%	58.72%	42.87%	43.79%	16.27%	130.60%
均价 (元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
液压破碎锤	42689	41301	48503	44175	41166	40988	38158	38047
yoy		-3.25%	17.44%	-8.92%	-6.81%	-0.43%	-6.90%	-0.29%
液压件	9982	11303	11605	9615	10195	8378	7760	7225
yoy		13.24%	2.68%	-17.15%	6.04%	-17.83%	-7.37%	-6.90%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表6 公司2020年破碎锤营收增速26%



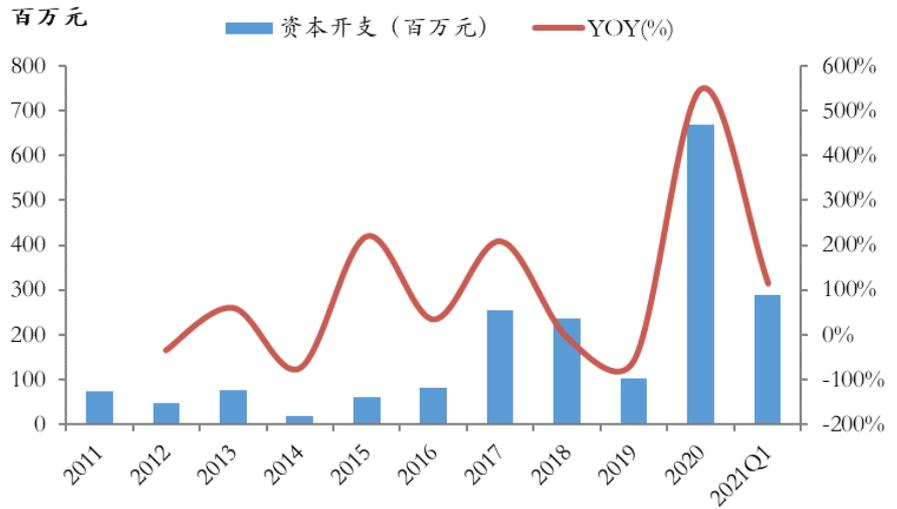
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表7 公司2020年液压件收入增速131%



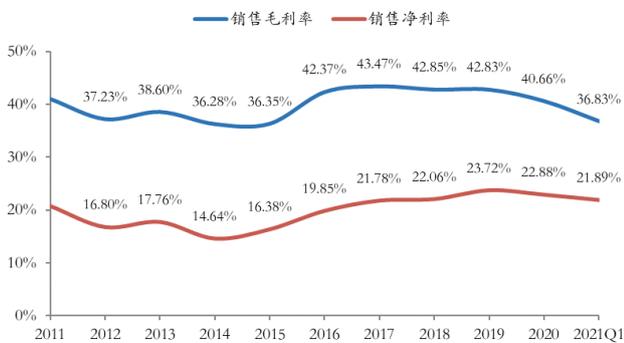
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表8 2020年以来公司资本开支维持高位, 持续扩产



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表9 毛利率下滑, 净利率相对平稳



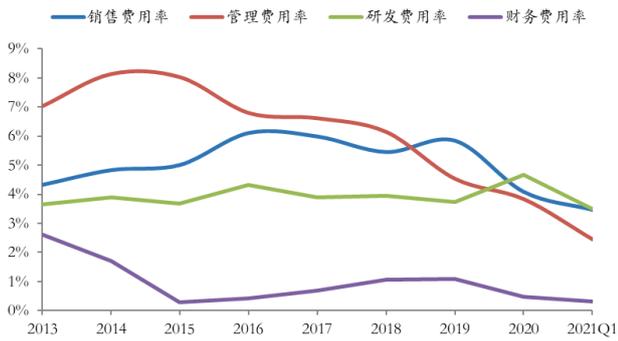
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表10 液压件毛利率回升, 破碎锤毛利率略降



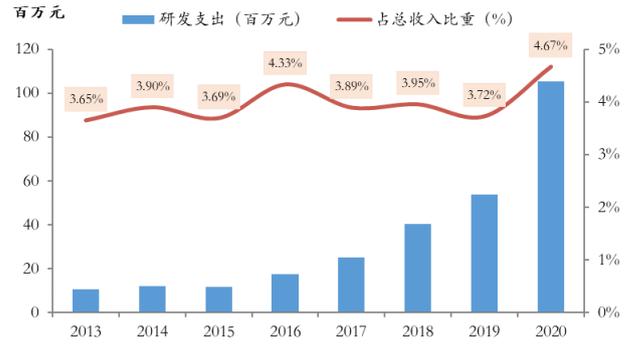
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 期间费用率明显下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 2020 年研发投入占营收比重提升至 4.67%



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 经营活动现金净流量跟随净利润保持增长



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 存货周转率保持平稳, 应收周转率下降



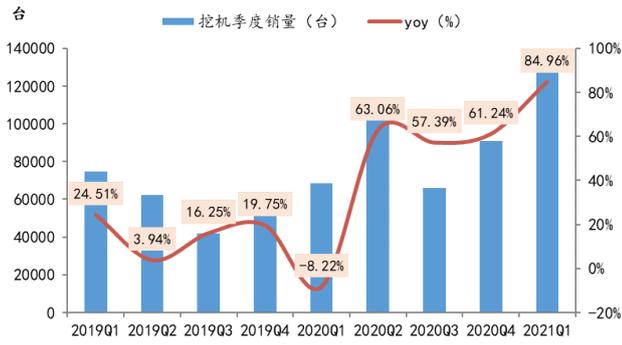
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 2020 年应收账款增长迅猛



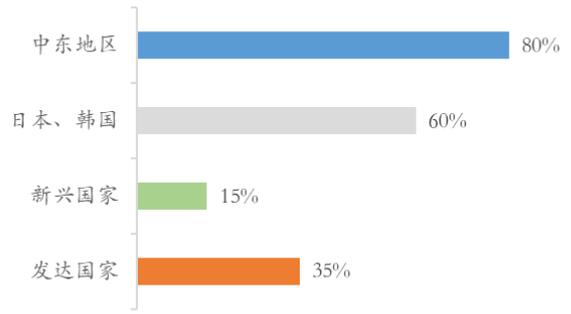
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 挖机分季度销量及增速



资料来源: CCMA 挖机分会, 华安证券研究所

图表 17 同发达国家相比, 我国配锤率较低



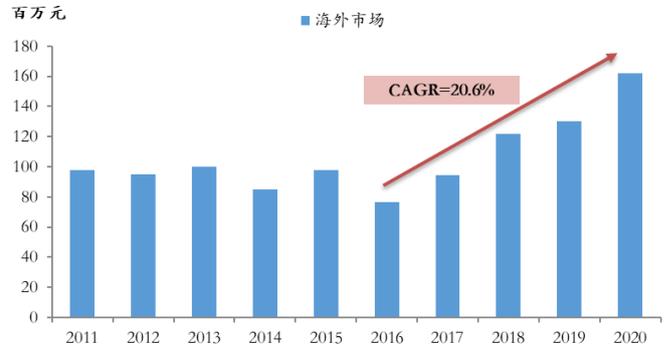
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 18 公司国内、海外市场营收及占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 19 公司海外市场营收及 4 年复合增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示:

基建补短板不及预期, 市场竞争加剧, 新产品产能投放不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2087	2639	3394	4397	营业收入	2256	3018	3718	4408
现金	606	793	1109	1736	营业成本	1339	1813	2190	2548
应收账款	489	372	469	531	营业税金及附加	18	23	27	31
其他应收款	16	30	37	43	销售费用	92	144	167	190
预付账款	17	27	33	38	管理费用	87	109	123	141
存货	622	1093	1380	1640	财务费用	11	14	13	10
其他流动资产	337	325	366	407	资产减值损失	0	0	-20	-25
非流动资产	1625	1901	2196	2510	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1166	1334	1520	1726	营业利润	598	785	1012	1267
无形资产	213	221	229	237	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	246	346	447	547	营业外支出	2	3	1	1
资产总计	3712	4541	5590	6907	利润总额	597	784	1013	1267
流动负债	1181	1307	1445	1621	所得税	81	107	138	172
短期借款	372	372	372	372	净利润	516	677	875	1095
应付账款	503	646	780	907	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	307	290	293	342	归属母公司净利润	516	677	875	1095
非流动负债	83	83	83	83	EBITDA	722	879	1124	1379
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	0.86	1.13	1.46	1.83
其他非流动负债	33	33	33	33					
负债合计	1264	1390	1528	1704					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	599	599	599	599					
资本公积	619	619	619	619					
留存收益	1230	1933	2844	3985					
归属母公司股东权益	2448	3151	4062	5203					
负债和股东权益	3712	4541	5590	6907					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	335	547	685	1005	成长能力				
净利润	516	677	875	1095	营业收入	56.4%	33.8%	23.2%	18.6%
折旧摊销	107	90	92	92	营业利润	51.5%	31.3%	28.9%	25.1%
财务费用	17	19	19	19	归属于母公司净利	50.8%	31.2%	29.2%	25.1%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-320	-240	-320	-225	毛利率 (%)	40.7%	39.9%	41.1%	42.2%
其他经营现金流	851	919	1215	1344	净利率 (%)	22.9%	22.4%	23.5%	24.8%
投资活动现金流	-668	-342	-350	-360	ROE (%)	21.1%	21.5%	21.5%	21.0%
资本支出	-669	-342	-350	-360	ROIC (%)	18.5%	19.1%	19.9%	19.8%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1	0	0	0	资产负债率 (%)	34.1%	30.6%	27.3%	24.7%
筹资活动现金流	57	-19	-19	-19	净负债比率 (%)	51.6%	44.1%	37.6%	32.7%
短期借款	120	0	0	0	流动比率	1.77	2.02	2.35	2.71
长期借款	50	0	0	0	速动比率	1.23	1.16	1.37	1.68
普通股增加	186	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-186	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.66	0.67	0.64
其他筹资现金流	-113	-19	-19	-19	应收账款周转率	4.61	8.11	7.93	8.30
现金净增加额	-279	187	316	627	应付账款周转率	2.66	2.81	2.81	2.81

每股指标 (元)				
每股收益	0.86	1.13	1.46	1.83
每股经营现金流薄)	0.56	0.91	1.14	1.68
每股净资产	4.09	5.26	6.78	8.69

估值比率				
P/E	79.99	52.07	40.30	32.21
P/B	16.87	11.19	8.68	6.78
EV/EBITDA	56.96	39.72	30.77	24.63

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。