

投资评级 优于大市 维持

新产品快速放量，长期成长属性强

股票数据

06月24日收盘价(元)	30.93
52周股价波动(元)	17.20-34.55
总股本/流通A股(百万股)	882/882
总市值/流通市值(百万元)	27280/27280

相关研究

《新产品处于快速增长长期，盈利能力持续提升》2018.11.04

《业绩表现亮眼，新业务处于业绩贡献期》2018.08.23

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-100.0	-100.0	-100.0
相对涨幅(%)	-106.9	-95.3	-100.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:余炜超

Tel:(021)23219816

Email:swc11480@htsec.com

证书:S0850517010001

分析师:周丹

Tel:(021)23219816

Email:zd12213@htsec.com

证书:S0850518080003

投资要点:

- 挖机增速放缓，非标油缸有望快速接上：**根据工程机械协会统计数据，19年5月挖机行业销售18897台，同比下降2%。从历史数据看，5月挖机行业进入销售淡季，我们预计6月挖机销售或存在压力。但在国内经济下行压力增大、贸易摩擦持续的背景下，我们认为宏观财政货币政策的友好环境还将保持一段时间，我们预计挖机后期需求并不悲观，大概率将看到从震荡到企稳的过程。同时对于公司来说，根据公司2018年年报，公司业务结构中非标油缸营收占比达到27%，其中起重系列类油缸、盾构机油缸、高端海工海事油缸为构成重型装备用非标准油缸收入来源的三大主要板块，此外公司在光热发电、海上风电等领域亦有所突破。我们认为公司挖机油缸销量减速但非标油缸能够迅速接上，产能能够实现迅速调配，并且随着非标结构变化，非标油缸毛利率有望逐步提升，公司会体现出超越行业的成长属性。
- 随着泵阀马达的快速放量及盈利能力的提升，公司成长属性强：**公司目前是国内具有自主知识产权的挖掘机专用高压油缸供应商，市场占有率在50%以上。公司在原有油缸业务的基础上，泵阀马达产品也逐步成熟。15T以下小型挖掘机用主控泵阀在主机厂的份额不断提升，小挖泵阀市占率已近30%；中大挖泵阀产品也在2018年年末开始批量配套在了数十个机型中；另外，公司全面开发了6~50T级挖掘机用回转马达，并均在主机厂开始装机验证，为未来三年持续增长注入了新的动力。主流主机厂同为公司新业务泵阀马达下游客户和传统业务油缸客户，我们认为公司有望复制油缸业务的成功，逐步从挖机向非标拓展，打开长期成长空间。
- 行业壁垒高，新产品打开成长空间，穿越周期波动，未来全球液压件龙头理应享受估值溢价。**我们认为公司已经逐步实现了快速向泵阀新产品切换的战略目标，用强势新产品穿越下游的波动，有望不断进入新客户、开拓新市场，复制在油缸领域的成功路径，进入“二次成长期”。长期看，壁垒极高的全球液压件龙头值得给相对较高的估值水平。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司2019-2021年的归母净利润为12.55/16.82/21.44亿元，分别同比增长49.97%/34.03%/27.51%，EPS为1.42/1.91/2.43元。我们认为公司19年合理PE估值区间为25-30倍，合理价值区间为35.5元-42.6元，优于大市评级。
- 风险提示：**挖机销量增长放缓，泵阀等新产品推广低预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2795.21	4210.98	6130.21	7326.33	8888.44
(+/-)YoY(%)	104.02%	50.65%	45.58%	19.51%	21.32%
净利润(百万元)	381.94	836.64	1254.73	1681.66	2144.36
(+/-)YoY(%)	442.90%	119.05%	49.97%	34.03%	27.51%
全面摊薄EPS(元)	0.43	0.95	1.42	1.91	2.43
毛利率(%)	32.82%	36.58%	37.51%	39.60%	40.73%
净资产收益率(%)	9.93%	18.42%	22.68%	24.20%	24.29%

 资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表 (2019.6.24)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	EPS(2019E, 元/股)	PE (2019E, 倍)
应流股份	603308	9.79	0.32	31.00
钢研高纳	300034	15.26	0.35	43.36
新研股份	300159	5.53		
平均				36.27

注: 收盘价为 2019 年 6 月 24 日价格, EPS 为 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 公司主营业务收入预测及主要假设

分产品销售收入 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
挖掘机专用油缸	1154	1811	2161	2200	2408
重型装备用非标准油缸	1042	1144	1408	1712	2080
油缸配件	165	537	321	417	543
液压泵阀等	249	479	1923	2570	3319
元件与液压成套装置	171	201	270	370	470
其他业务	14	39	47	56	68
分产品销售增长率 (%)					
挖掘机专用油缸	118.09%	56.95%	19.33%	1.81%	9.46%
重型装备用非标准油缸	86.09%	9.73%	23.05%	21.65%	21.50%
油缸配件	73.80%	226.37%	-40.25%	30.00%	30.00%
液压泵阀等	198.58%	92.46%	301.80%	33.61%	29.16%
元件与液压成套装置	89.49%	17.21%	34.44%	37.04%	27.03%
其他业务	14.57%	175.40%	20.00%	20.00%	20.00%
分产品销售毛利率 (%)					
挖掘机专用油缸	39.24%	41.35%	42.69%	43.16%	43.80%
重型装备用非标准油缸	31.74%	35.07%	36.65%	37.12%	37.76%
油缸配件	35.48%	35.74%	35.74%	35.74%	34.00%
液压泵阀等	18.57%	29.66%	34.96%	41.58%	44.37%
元件与液压成套装置	16.78%	21.07%	21.07%	21.07%	21.07%
其他业务	38.51%	35.63%	35.63%	35.63%	35.63%
合计主营业务收入	2795	4211	6130	7326	8888

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	4210.98	6130.21	7326.33	8888.44
每股收益	0.95	1.42	1.91	2.43	营业成本	2670.71	3831.05	4425.13	5267.89
每股净资产	5.15	6.27	7.88	10.01	毛利率%	36.58%	37.51%	39.60%	40.73%
每股经营现金流	0.91	0.64	2.08	2.62	营业税金及附加	43.25	62.96	75.25	91.29
每股股利	0.220	0.300	0.300	0.300	营业税金率%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%
价值评估 (倍)					营业费用	115.07	167.52	200.21	242.90
P/E	32.61	21.74	16.22	12.72	营业费用率%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%
P/B	6.01	4.93	3.93	3.09	管理费用	213.21	551.72	659.37	799.96
P/S	6.48	4.45	3.72	3.07	管理费用率%	9.14%	9.00%	9.00%	9.00%
EV/EBITDA	19.26	15.41	11.66	8.77	EBIT	1168.74	1516.95	1966.37	2486.40
股息率 (%)	0.71%	0.97%	0.97%	0.97%	财务费用	-30.16	8.93	43.70	30.54
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.72%	0.15%	0.60%	0.34%
毛利率	36.58%	37.51%	39.60%	40.73%	资产减值损失	118.54	82.79	6.01	6.62
净利润率	19.88%	20.48%	22.96%	24.13%	投资收益	17.87	15.00	15.00	15.00
净资产收益率	18.42%	22.68%	24.20%	24.29%	营业利润	960.86	1440.24	1931.65	2464.25
资产回报率	11.51%	13.43%	15.52%	16.78%	营业外收支	2.15	4.00	4.00	4.00
投资回报率	23.65%	26.34%	32.03%	39.59%	利润总额	963.01	1444.24	1935.65	2468.25
盈利增长 (%)					EBITDA	1400.31	1726.98	2189.35	2711.97
营业收入增长率	50.65%	45.58%	19.51%	21.32%	所得税	126.06	189.05	253.38	323.09
EBIT 增长率	134.64%	29.79%	29.63%	26.45%	有效所得税率%	13.09%	13.09%	13.09%	13.09%
净利润增长率	119.67%	49.97%	34.03%	27.51%	少数股东损益	0.31	0.46	0.62	0.79
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	836.64	1254.73	1681.66	2144.36
资产负债率	37.1%	40.5%	35.6%	30.7%					
流动比率	2.24	2.18	2.53	3.08	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.64	1.53	1.88	2.42	货币资金	1571.21	2081.46	3152.07	4793.94
现金比率	1.74	1.97	2.99	5.04	应收款项	544.00	1343.61	1405.05	1582.87
经营效率指标					存货	1049.68	1927.07	1978.58	2060.97
应收帐款周转天数	42.53	80.00	70.00	65.00	其它流动资产	349.24	349.24	349.24	349.24
存货周转天数	127.82	180.00	160.00	140.00	流动资产合计	4442.94	6687.13	7963.38	9895.85
总资产周转率	0.63	0.74	0.74	0.78	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	1.96	2.81	3.61	4.82	固定资产	2232.86	2332.86	2362.86	2392.86
					在建工程	128.45	158.45	188.45	218.45
					无形资产	279.09	279.09	272.12	265.31
					非流动资产合计	2828.41	2659.09	2511.11	2360.54
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	7271.34	9346.22	10474.49	12256.39
净利润	836.95	1255.19	1682.28	2145.15	短期借款	850.69	1001.40	1000.00	898.00
折旧摊销	231.57	210.02	222.98	225.57	应付账款	438.51	671.75	703.17	764.93
营运资金变动	-345.50	-1050.15	-129.06	-123.86	预收账款	153.67	275.86	300.38	337.76
经营活动现金流	798.78	561.35	1838.14	2312.80	其它流动负债	1.86	1.86	1.86	1.86
固定资产投资	0.00	-100.00	-30.00	-30.00	流动负债合计	1981.48	3065.76	3141.95	3208.30
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	353.46	353.46	353.46	353.46
资本支出	497.00	131.70	61.00	61.00	其它长期负债	361.33	361.33	361.33	361.33
投资活动现金流	-281.10	-66.70	-61.00	-61.00	非流动负债合计	714.79	714.79	714.79	714.79
债务变化	-8.38	150.71	-367.00	-267.00	负债总计	2696.27	3780.56	3856.75	3923.09
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	882.00	882.00	882.00	882.00
融资活动现金流	-93.89	15.60	-706.53	-609.93	普通股股东权益	4546.80	5532.65	6949.71	8829.47
现金净流量	423.79	510.24	1070.61	1641.87	少数股东权益	28.27	28.73	29.35	30.14
公司自由现金流	837.43	468.83	1749.91	2210.87	负债和所有者权益合计	7271.34	9346.22	10474.49	12256.39
股权自由现金流	658.63	484.64	1291.10	1860.01					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 24 日
资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余炜超 机械行业
周丹 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 浙江鼎力,徐工机械,快克股份,伊之密,思维列控,中联重科,中铁工业,石头科技,柳工,捷佳伟创,豪迈科技,诺力股份,弘亚数控,美亚光电,日机密封,中国中车,金卡智能,杰克股份,华特股份,晶盛机电,龙马环卫,华东重机,杭氧股份,中集集团,安徽合力,三一重工,恒立液压,杰瑞股份,建设机械

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。