

强烈推荐-A (维持)

艾迪精密 603638.SH

当前股价: 28.19 元

2019年12月2日

非公开增发获批文, 产业链利润重塑迎机遇

基础数据

上证综指	2876
总股本(万股)	38551
已上市流通股(万股)	12577
总市值(亿元)	109
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	24.7
资产负债率	38.8%
主要股东	FENGXIAOHONG
主要股东持股比例	25.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	28	73
相对表现	2	27	34



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《艾迪精密(603638)一液压锤维持高增长, 四季度增速不减》2019-10-30
- 2、《艾迪精密(603638)一业绩符合预期, 液压锤产能释放》2019-08-08
- 3、《艾迪精密(603638)一收入利润高增长, 行走马达将成亮点》2019-04-18

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn  
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn  
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

研究助理

时文博

艾迪精密发布公告, 非公开增发事项已获得中国证监会批文, 我们预计发行工作应该在近期结束, 此次非公开增发总额不超过7亿元, 用于建设高端液压马达、主泵等生产项目。非公开发行对象早已锁定, 为董事长宋飞、温雷、君平投资、甲申投资等4名特定对象, 其中董事长宋飞拟认购1亿元。发行股份的锁定期均为36个月, 体现了大股东对于公司发展的强烈信心。

- 募投项目建设已开始, 产能持续扩张。目前公司液压锤月产能已达3000台以上, 主泵月产能约3000台, 马达月产能约2500-3000台, 阀月产能约500-600台。募投项目建设已提前开始, 产能正在持续提升中。
- 11月排产、出货量较三季度并未有大的变化。液压锤月出货量约2500台, 液压件前装占比已达50%以上。前三季度艾迪液压件收入约2.94亿元, 同比增长约18%, 增速略低于液压锤, 主要是因为多款液压件产品, 尤其是行走马达, 正在多家三一、徐工、柳工、山重等知名主机厂进行批量前的中试, 根据目前的储备产品, 预计2020年公司液压件同比将大幅增长。
- 挖机产业链利润重塑, 代理商进军后市场利好艾迪。当前挖机主机销售面临一定价格竞争, 导致产业链利润重塑, 代理商获得的价差利润减少, 变相倒逼代理商提升管理、服务、资金运营能力, 之前一直被忽视的后市场业务也有望成为代理商的利润增长点, 工程机械的后市场格局可能逐渐向海外和汽车行业趋近。与之前的破碎锤前装化趋势类似, 我们认为主流代理商的进入将使得后市场行业秩序有所改善, 维修备件产品质量提升、品牌出清, 利好目前仍有部分后市场业务的艾迪。
- 业绩预测及投资建议。我们预测, 根据艾迪目前的排产情况, 四季度单季度收入仍将保持较快的同比增速, 预计全年收入14.4亿元, 归上净利润3.31亿元, 对应估值35倍, 估值较为合理, 但考虑艾迪是国内液压件稀缺标的, 结合未来几年收入利润增长的确性和幅度, 维持强烈推荐!
- 风险提示: 工程机械行业销量系统性下滑, 行走马达等液压件前装领域拓展进度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	641	1021	1440	1921	2466
同比增长	60%	59%	41%	33%	28%
营业利润(百万元)	162	261	382	521	662
同比增长	76%	61%	47%	36%	27%
净利润(百万元)	140	225	331	451	573
同比增长	76%	61%	47%	36%	27%
每股收益(元)	0.79	0.86	0.80	1.10	1.39
PE	35.4	32.5	34.9	25.6	20.2
PB	5.9	7.2	5.9	5.0	4.2

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 年度业绩回顾

(百万元)	18H1	18H2	19H1	同比	环比
营业收入	504	335	743	47%	122%
营业毛利	141	118	212	50%	80%
营业费用	25	30	41	64%	37%
管理费用	51	35	29	-43%	-17%
研发费用	0	18	13		
财务费用	4	8	9	125%	13%
投资收益	0	0	0		
营业利润	141	119	213	51%	79%
所得税	20	16	32	60%	100%
归属母公司净利润	122	103	182	49%	77%
EPS (元/按最新股本)	0.47	0.39	0.47		

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	287	246	271	364	379	325
营业毛利	130	105	105	157	164	133
营业费用	15	14	16	19	22	18
管理费用	29	15	20	14	15	17
研发费用	0	10	8	10	13	10
财务费用	1	4	4	4	5	3
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	82	61	58	105	109	88
归属母公司净利润	71	53	50	89	93	76
EPS (元/按最新股本)	0.27	0.20	0.19	0.34	0.13	0.11
<b>主要比率</b>						
毛利率	45.2%	42.6%	38.9%	43.2%	43.2%	40.8%
营业费用率	5.3%	5.7%	6.0%	5.1%	5.9%	5.4%
管理费用率	10.2%	5.9%	7.3%	3.9%	3.9%	5.2%
营业利润率	28.4%	28.9%	21.3%	28.7%	27.2%	27.4%
有效税率	13.5%	11.8%	13.2%	14.7%	16.0%	13.9%
净利率	24.6%	25.5%	18.5%	24.4%	22.9%	23.8%
<b>YoY</b>						
收入	71.1%	50.5%	58.3%	68.0%	32.1%	32.0%
归属母公司净利润	88.1%	82.9%	40.0%	75.7%	23.3%	43.5%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 3: 艾迪精密主营业务收入假设表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	317	400	641	1021	1505	1953	2504
破碎锤产品	204	226	394	659	1002	1202	1382
液压件产品	108	171	244	351	492	738	1107
其他	4	3	3	10	12	13	14
营业收入增长率	2.6%	26.4%	60.3%	59.1%	41.0%	33.4%	28.4%
破碎锤产品	-2.9%	10.4%	74.6%	67.2%	42.0%	25.0%	15.0%
液压件产品	15.4%	58.7%	42.9%	43.8%	40.0%	50.0%	50.0%
其他	-5.3%	-25.2%	-13.1%	261.4%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	36.3%	42.4%	43.5%	42.8%	42.3%	41.9%	41.2%
破碎锤产品	41.7%	45.5%	44.0%	43.9%	44.0%	43.5%	43.0%
液压件产品	24.5%	37.3%	40.6%	39.3%	40.0%	40.0%	39.5%
其他	81.1%	86.7%					

数据来源: 招商证券预测

图 1: 艾迪精密历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 艾迪精密历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《艾迪精密 (603638) —业绩符合预期, 液压锤产能释放》2019-08-08
- 2、《艾迪精密 (603638) —收入利润高增长, 行走马达将成亮点》2019-04-18
- 3、《艾迪精密 (603638) —业绩符合预期, 销售依然景气》2019-02-20

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	364	710	1354	1688	2240
现金	66	123	685	845	1150
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	35	54	76	101	130
应收款项	72	129	168	226	290
其它应收款	3	7	10	13	17
存货	167	367	373	446	579
其他	21	30	43	57	74
<b>非流动资产</b>	616	978	1193	1383	1450
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	364	647	869	1065	1137
无形资产	62	66	59	53	48
其他	189	265	265	265	265
<b>资产总计</b>	<b>979</b>	<b>1688</b>	<b>2548</b>	<b>3071</b>	<b>3690</b>
<b>流动负债</b>	116	635	535	690	871
短期借款	10	285	50	50	50
应付账款	73	222	316	425	552
预收账款	7	8	11	15	20
其他	27	121	158	200	249
<b>长期负债</b>	22	30	50	50	50
长期借款	0	0	20	20	20
其他	22	30	30	30	30
<b>负债合计</b>	<b>138</b>	<b>665</b>	<b>585</b>	<b>739</b>	<b>920</b>
股本	176	260	411	411	411
资本公积金	354	270	794	794	794
留存收益	311	492	758	1127	1565
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	841	1023	1963	2332	2770
<b>负债及权益合计</b>	<b>979</b>	<b>1688</b>	<b>2548</b>	<b>3071</b>	<b>3690</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	123	65	475	540	637
净利润	140	225	331	451	573
折旧摊销	40	56	84	110	133
财务费用	3	8	7	(2)	(4)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(59)	(226)	49	(22)	(71)
其它	0	1	3	3	5
<b>投资活动现金流</b>	(255)	(253)	(300)	(300)	(200)
资本支出	(255)	(237)	(300)	(300)	(200)
其他投资	(0)	(16)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	140	169	388	(80)	(131)
借款变动	(65)	238	(215)	0	0
普通股增加	44	84	151	0	0
资本公积增加	205	(84)	524	0	0
股利分配	(40)	(65)	(65)	(82)	(135)
其他	(3)	(3)	(7)	2	4
<b>现金净增加额</b>	<b>8</b>	<b>(18)</b>	<b>562</b>	<b>160</b>	<b>305</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	641	1021	1440	1921	2466
营业成本	363	583	831	1117	1451
营业税金及附加	8	6	8	11	14
营业费用	38	56	79	106	136
管理费用	67	63	78	100	123
研发费用	0	40	56	73	89
财务费用	4	11	7	(2)	(4)
资产减值损失	1	3	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	0	0	0	0	0
营业利润	162	261	382	521	662
营业外收入	1	0	1	1	1
<b>营业外支出</b>	0	0	0	0	0
利润总额	163	261	383	522	663
所得税	23	36	52	71	90
净利润	140	225	331	451	573
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净</b>	<b>140</b>	<b>225</b>	<b>331</b>	<b>451</b>	<b>573</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	60%	59%	41%	33%	28%
营业利润	76%	61%	47%	36%	27%
净利润	76%	61%	47%	36%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.5%	42.8%	42.3%	41.9%	41.2%
净利率	21.8%	22.1%	23.0%	23.5%	23.2%
ROE	16.6%	22.0%	16.9%	19.3%	20.7%
ROIC	16.7%	17.9%	16.6%	18.7%	20.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.1%	39.4%	22.9%	24.1%	24.9%
净负债比率	1.0%	16.9%	2.7%	2.3%	1.9%
流动比率	3.1	1.1	2.5	2.4	2.6
速动比率	1.7	0.5	1.8	1.8	1.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.4	2.2	2.2	2.7	2.8
应收帐款周转率	10.7	10.1	9.7	9.8	9.5
应付帐款周转率	5.9	4.0	3.1	3.0	3.0
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.79	0.86	0.80	1.10	1.39
每股经营现金	0.70	0.25	1.15	1.31	1.55
每股净资产	4.78	3.93	4.77	5.67	6.73
每股股利	0.25	0.25	0.20	0.33	0.42
<b>估值比率</b>					
PE	35.4	32.5	34.9	25.6	20.2
PB	5.9	7.2	5.9	5.0	4.2
EV/EBITDA	42.2	26.4	18.2	13.7	10.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。