

# 恒立液压 (601100)

证券研究报告

2019年03月20日

## 拥抱国产替代浪潮，自主可控液压崛起

开工旺季挖机持续热销，核心部件国产化动力十足

2019年1-2月挖掘机销量30,501台,同比+40%,预计3月销量同比增速有望达15%,Q1总销量有望达到7.5万台,同比增速有望达25%。按照近15年3月占全年销量平均比例18.64%计算,预计2019全年挖机销量有望达23.5万台以上,同比增速有望超15%,销量创历史新高。

通常在国产化进程中,国产品牌的性价比优势是替代进口的重要抓手,占成本比例较高的核心部件将成为主机厂降成本、提高竞争优势的重要发力点。伴随挖掘机行业竞争明显加剧,主机厂对核心部件国产化具有迫切的需求和动力,油缸、马达、泵阀等核心部件迎来重要的国产化机遇。

高端液压件仍以外资为主,国产品牌崛起正当时

高端液压件领域,全球龙头企业集中于日本、美国和德国,全球精密工程解决方案龙头派克汉尼汾2018年工业液压收入约120亿美元,经营利润18.41亿美元,经营利润率15.36%,收入规模和盈利能力均居全球前列。而国产品牌恒立液压2018年收入约为44亿人民币(预测值),收入规模不足派克的6%,未来国产替代空间广阔。对标巨头成长之路,国产液压品牌有望从工程机械领域逐步拓展至工业领域,产品有望从液压单品拓展至液压系统,从而实现全球竞争力的提升。

恒立液压:挖机油缸市占率近50%,泵阀国产替代势不可挡,盈利弹性蓄势待发

公司根植液压领域多年,产品覆盖泵阀、油缸、马达、液压系统等,逐步形成了以中、美、德、日为中心,辐射20多个国家和地区的庞大高效销售网络。

1) **挖机油缸**:市占率约50%,稳居行业首位,充分受益于挖机热销及行业集中度提升,预计2019年将继续保持满产状态,考虑到2018Q2产品涨价、规模效应以及销量结构变化,盈利能力有望继续提升。

2) **非标油缸**:2018年新开拓马尼托瓦克、特雷克斯、帕尔菲格等优质客户,有望与挖机油缸形成有效协同。公司非标油缸年产能约15万只,但挖机油缸占用部分产能,目前产能利用率饱满。考虑到2018Q2非标产品涨价、18Q3原材料降价以及贸易战缓和,收入规模和盈利能力有望继续提升。

3) **液压泵阀**:短期内伴随泵阀持续放量,盈利弹性将加速释放,毛利率有望提升至40%以上,19年泵阀收入有望翻倍。中长期内,泵阀有望复制油缸发展道路,进入海外主机厂供应链并向非标领域拓展,公司全球竞争力将进一步凸显。

**盈利预测与投资评级**:综合考虑18Q3原材料降价以及中美贸易摩擦缓和,调整盈利预测,预计2018-2020年归母净利润为8.63亿(前值8.63亿)、11.61亿(前值11.5亿)和14.12亿(前值14.02亿),调整后EPS分别为0.98元、1.32元和1.6元,对应2019年PE为25倍,持续重点推荐,维持“买入”评级。

**风险提示**:基建项目落地不及预期,行业竞争加剧,原材料涨价等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,370.10	2,795.21	4,376.85	5,616.72	6,354.68
增长率(%)	25.98	104.02	56.58	28.33	13.14
EBITDA(百万元)	215.51	697.01	1,090.95	1,458.22	1,743.74
净利润(百万元)	70.35	381.94	862.53	1,161.40	1,412.37
增长率(%)	10.77	442.90	125.83	34.65	21.61
EPS(元/股)	0.08	0.43	0.98	1.32	1.60
市盈率(P/E)	416.23	76.67	33.95	25.21	20.73
市净率(P/B)	8.36	7.62	6.01	4.95	4.07
市销率(P/S)	21.37	10.48	6.69	5.21	4.61
EV/EBITDA	45.59	24.53	26.42	19.44	15.74

资料来源:wind,天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	33.20元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	882.00
流通A股股本(百万股)	882.00
A股总市值(百万元)	29,282.40
流通A股市值(百万元)	29,282.40
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	36.13
一年内最高/最低(元)	34.55/17.20

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC执业证书编号:S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师  
SAC执业证书编号:S1110517070006  
zengshuai@tfzq.com

马慧芹 联系人  
mahuiqin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源:贝格数据

### 相关报告

- 《恒立液压-公司点评:18年归母净利润预增114.69%-130.40%,19年盈利弹性蓄势待发》2019-01-31
- 《恒立液压-季报点评:三季度业绩超预期,泵阀产能释放叠加规模效应推动盈利能力持续提升》2018-10-30
- 《恒立液压-半年报点评:半年报业绩超预期,油缸量价齐升+泵阀放量推动毛利率飙升》2018-08-21

## 内容目录

<b>1. 行业概览：开工旺季挖机持续热销，核心部件国产化动力十足</b> .....	4
1.1. 工程机械迎来开工旺季，重视 3 月销量对全年的指导意义 .....	4
1.2. 挖掘机行业竞争明显加剧，核心部件国产化动力十足 .....	4
<b>2. 竞争格局：高端液压件仍以外资为主，国产品牌崛起正当时</b> .....	5
<b>3. 恒立液压：挖机油缸市场份额近 50%，泵阀国产替代势不可挡</b> .....	6
3.1. 深耕液压领域多年，全球竞争力逐步提升 .....	6
3.2. 挖机油缸：市占率居行业首位，充分受益于挖机热销及行业集中度提升 .....	7
3.3. 非标油缸：积极向起重领域平台拓展，与挖机油缸形成有效协同 .....	8
3.4. 液压泵阀：19 年重点关注中大挖泵阀放量带来的盈利弹性.....	9
<b>4. 盈利预测和风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

图 1：1-2 月挖机累计增速 40%，预计 Q1 增速高达 25%以上（3 月挖机销量为预测值，单位：台） .....	4
图 2：3 月销量占全年挖机销量比例较高（单位：台） .....	4
图 3：国产挖掘机市占率持续提升 .....	5
图 4：挖掘机行业集中度持续提升 .....	5
图 5：派克工业液压系统业务 18 财年收入 120 亿美元，同比+24%.....	6
图 6：伊顿液压动力元件业务 18 财年收入 27.56 亿美元，同比+12%.....	6
图 7：预计 KYB 液压部门 2018 财年收入 1395 亿日元，同比+14% .....	6
图 8：川崎精密事业部 2018 财年收入 1990 亿日元，同比+28%.....	6
图 9：恒立液压业务布局.....	7
图 10：公司逐步构建形成了中国、美国、德国、日本为中心，辐射 20 多个国家和地区的庞大高效网络.....	7
图 11：公司挖机油缸主要客户包括卡特彼勒、三一重工等全球龙头 .....	8
图 12：公司非标油缸下游客户分布 .....	8
图 13：预计 2018 年公司液压泵阀收入 7 亿.....	10
图 14：预计 2018 年公司液压泵阀毛利率有望提高至 25%以上 .....	10
图 15：公司挖机泵阀客户主要为国内主机厂 .....	11
表 1：全球液压件核心企业业务布局.....	5
表 2：全球液压企业主要经营数据对比 .....	6
表 3：公司挖机油缸市占率在 50%左右，稳居行业首位 .....	8
表 4：公司非标油缸产销率近 100%.....	9
表 5：公司非标油缸业务收入测算 .....	9
表 6：公司非标油缸毛利率仍有提升空间 .....	9
表 7：公司液压泵阀业务收入成本拆分 .....	10
表 8：公司挖机泵阀收入测算 .....	11
表 9：公司分业务收入及毛利率测算.....	12

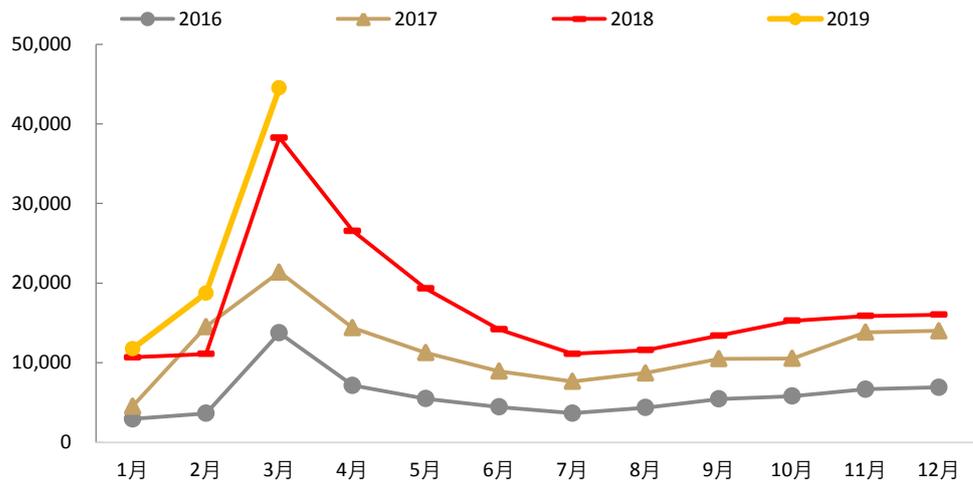
表 10：公司盈利预测.....12

## 1. 行业概览：开工旺季挖机持续热销，核心部件国产化动力十足

### 1.1. 工程机械迎来开工旺季，重视 3 月销量对全年的指导意义

3 月为工程机械施工旺季，对全年挖掘机销量具有较强指导意义。2019 年 1-2 月挖掘机行业销量 30,501 台，同比+40%，创历史新高。展望 3 月，在春节影响大幅减弱、基建托底影响显现以及新农村建设等多重因素影响下，预计 3 月销量同比增速有望达 15%，Q1 总销量有望达到 7.5 万台，同比增速有望达 25%。按照近 15 年 3 月占全年销量平均比例 18.64% 计算，预计 2019 全年挖机销量有望达 23.5 万台以上，同比增速有望超 15%，销量创历史新高。

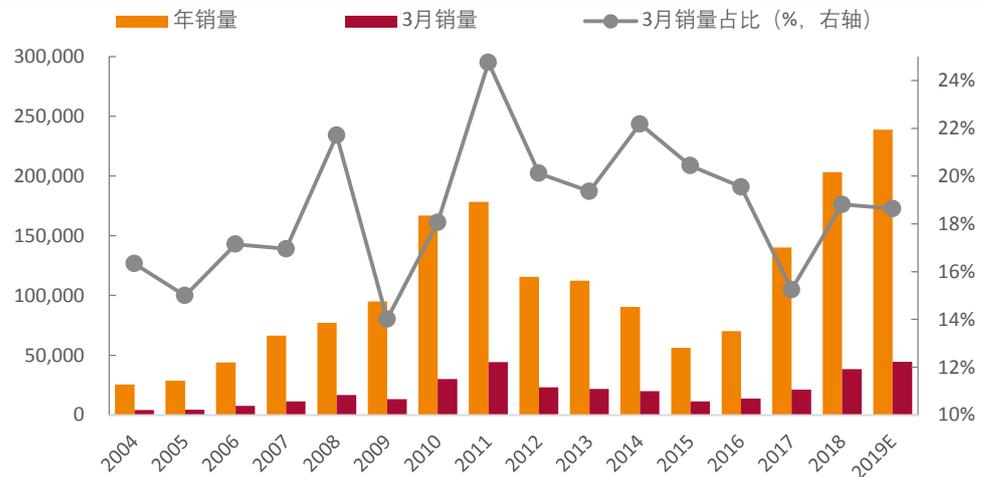
图 1：1-2 月挖机累计增速 40%，预计 Q1 增速高达 25%以上（3 月挖机销量为预测值，单位：台）



资料来源：中国工程机械协会，天风证券研究所

注：2019 年 3 月挖掘机销量为天风证券研究所预测数据。

图 2：3 月销量占全年挖机销量比例较高（单位：台）



资料来源：中国工程机械工业协会，天风证券研究所

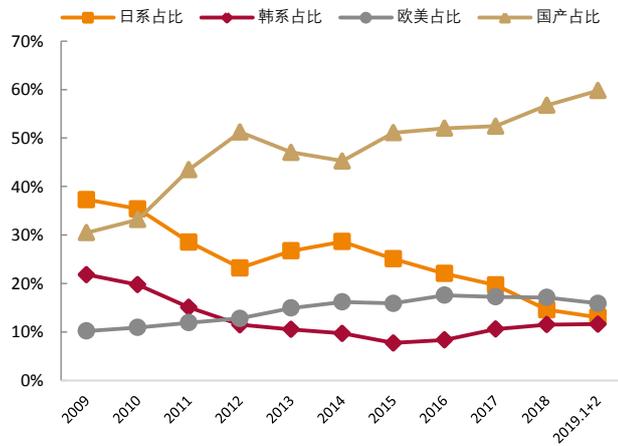
### 1.2. 挖掘机行业竞争明显加剧，核心部件国产化动力十足

我国挖掘机主机厂的国产替代进口之路起步于小挖，目前国产小挖与外资品牌差距较小。截至 2019 年 2 月，小挖（20 吨以下）国产化率已经超过 70%，中挖（20~30 吨）国产化率约为 64%（2018 年不足 60%），大挖（30 吨以上）国产化率约为 51.12%。借鉴小挖竞争格局，中大挖竞争有望成为国产替代进口重点领域。

通常在国产化进程中，国产品牌的价格优势是替代进口的重要抓手，占成本比例较高的核心部件将成为主机厂降成本、提高竞争优势的重要发力点。2019 年以来，挖掘机行业竞

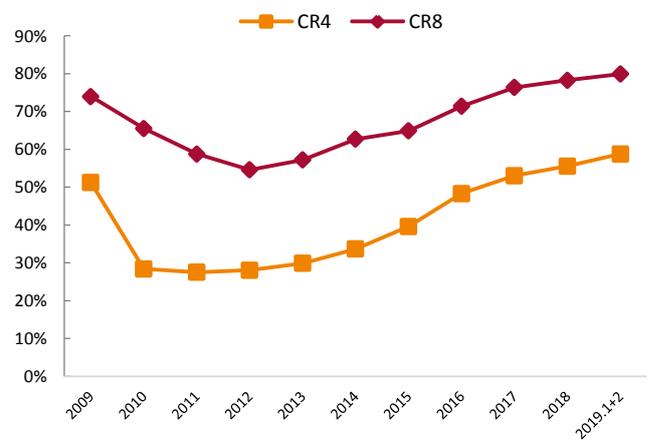
争明显加剧，主机厂对核心部件国产化具有迫切的需求和动力。其中，发动机、油缸、马达、泵阀等核心部件迎来重要的国产化机遇。

图 3：国产挖掘机市占率持续提升



资料来源：中国工程机械协会，天风证券研究所

图 4：挖掘机行业集中度持续提升



资料来源：中国工程机械协会，天风证券研究所

## 2. 竞争格局：高端液压件仍以外资为主，国产品牌崛起正当时

液压件领域目前仍以日、韩外资品牌为主，但近几年涌现出了恒立液压、艾迪精密等优质企业，液压件国产替代逐渐拉开序幕。目前液压件领域，全球龙头企业集中于日本、美国和德国，其中 Husco（美国）业务较为单一，主攻挖掘机阀，KYB（日本）、川崎（日本）、博世力士乐（德国）、派克汉尼汾（美国）、伊顿（美国）以及国产品牌恒立液压则全产品线布局，包括挖掘机油缸、马达、泵、阀以及系统等全套液压件。

表 1：全球液压件核心企业业务布局

	油缸	泵	阀	马达
Husco			✓	
KYB	✓	✓	✓	✓
川崎重工		✓	✓	✓
博世力士乐	✓	✓	✓	✓
伊顿	✓	✓	✓	✓
派克汉尼汾	✓	✓	✓	✓
纳博				✓
东洋机电	✓		✓	
恒立液压	✓	✓	✓	✓
艾迪精密		✓	✓	✓

资料来源：Wind, Bloomberg, 各公司官网，天风证券研究所

国产液压企业规模与全球龙头差距较大，国产替代空间广阔。全球精密工程解决方案龙头企业派克汉尼汾的 2018 年工业液压收入约 120 亿美元，经营利润 18.41 亿美元，经营利润率 15.36%，收入规模和盈利能力均居全球前列。而国产品牌恒立液压 2018 年收入约为 44 亿人民币（预测值），收入规模不足派克的 6%，发展空间广阔。

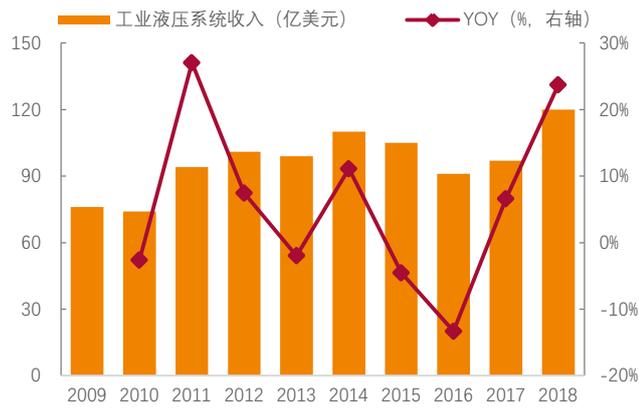
纵观全球龙头的业务布局，其下游应用领域非常广泛，除挖掘机等工程机械领域外，还大规模应用于移动、工业和航空航天市场，且产品种类以高附加值的液压系统居多。而当前国产品牌的业务布局以液压单品居多，液压系统尚处于起步阶段，对标全球龙头，从产品覆盖范围到产品技术实力都有较大成长空间。

表 2：全球液压企业主要经营数据对比

	液压件业务对应部门或子公司	2018 年液压收入	2018 年经营利润	operating margin
KYB	液压件事业部	1395 亿日元 (预计值)	117 亿日元	8.39%
川崎重工	精密事业部	1990 亿日元 (预计值)	216 亿日元	10.85%
伊顿	液压元件部门	27.56 亿美元	3.7 亿美元	13.43%
派克汉尼汾	工业液压部门	119.87 亿元	18.41 亿美元	15.36%
恒立液压	主营业务均为液压件	44 亿人民币 (预计值)	9.5 亿人民币 (预计值)	21% (预计值)

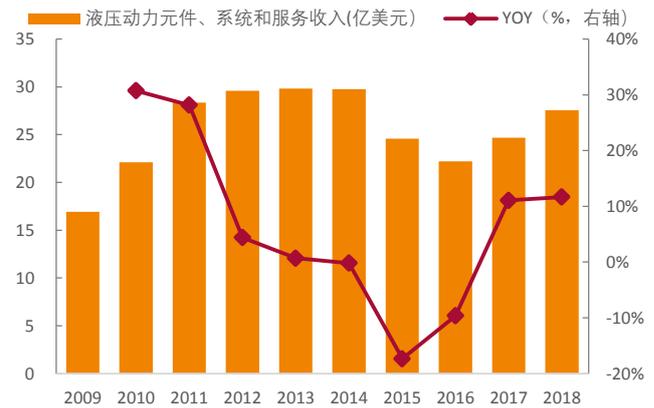
资料来源：公司官网，Wind，Bloomberg，公司公告等，天风证券研究所

图 5：派克工业液压系统业务 18 财年收入 120 亿美元，同比+24%



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 6：伊顿液压力元件业务 18 财年收入 27.56 亿美元，同比+12%



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 7：预计 KYB 液压部门 2018 财年收入 1395 亿日元，同比+14%



资料来源：Bloomberg，Wind，公司官网，天风证券研究所

图 8：川崎精密事业部 2018 财年收入 1990 亿日元，同比+28%



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

### 3. 恒立液压：挖机油缸市场份额近 50%，泵阀国产替代势不可挡

#### 3.1. 深耕液压领域多年，全球竞争力逐步提升

公司自成立以来，根植液压零部件研发和生产销售，逐渐覆盖液压系统的各个部分，业务覆盖液压泵、液压阀、油缸和液压马达等价值量高的零部件。1999 年，公司成功开发挖掘机专用油缸，2005 年开始规模化批量生产，经过 5 年的时间成为全球工程机械龙头卡特彼勒的合格供应商，正式进入全球高端品牌挖掘机配套供应体系。2014 年，公司成功开发 8 吨多路阀及柱塞变量泵，2017 年公司小挖泵阀开始供应主机厂，2018 年放量，预计 2019 年中大挖泵阀放量，在国产主机厂供应链中占比逐步提升。借鉴油缸发展道路，未来挖机泵阀的海外大客户有望实现突破，公司全球竞争力有望进一步提升。

图 9：恒立液压业务布局



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

图 10：公司逐步构建形成了中国、美国、德国、日本为中心，辐射 20 多个国家和地区的庞大高效网络



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2. 挖机油缸：市占率居行业首位，充分受益于挖机热销及行业集中度提升

公司挖机油缸客户涵盖海内外知名主机厂，海外客户包括卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田等，国内客户包括三一重工、徐工、柳工等。2016 年以来，挖掘机行业集中度持续提升，公司与下游龙头主机厂深度绑定，充分受益。

2015 年以来公司挖机油缸市占率约 50%，稳居行业首位，预计 2019 年将继续保持满产状态，盈利能力有望继续提升。公司挖机油缸年产能约 45 万条，2018H1 挖机油缸销量 22.6 万条，产能应用饱满，毛利率 42.98%，逼近 2012 年水平；2018 前三季度挖机油缸收入增速 70%以上。如上文所测算，2019 年挖机行业销量有望冲刺 23.5 万台以上，预计公司挖机油缸将继续保持满产状态，年产量 44 万条左右，对应收入约为 20 亿元，但 2019 年盈利仍有提升空间，主要原因包括 2018Q2 产品涨价、产能提升带来的规模效应以及销量结构性变化。

图 11：公司挖机油缸主要客户包括卡特彼勒、三一重工等全球龙头



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：公司挖机油缸市占率在 50%左右，稳居行业首位

油缸业务收入测算	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
挖掘机专用油缸收入（万元）	60,809	88,702	72,813	75,009	55,891	40,703	52,908	115,386	193,600	198,000
挖掘机专用油缸销量（条）	135,318	187,141	156,227	175,318	142,634	123,143	137,587	274,122	440,000	440,000
挖掘机专用油缸均价（万元/条）	0.45	0.47	0.47	0.43	0.39	0.33	0.38	0.42	0.44	0.45
每台挖掘机配套油缸价值量（万元/台）	1.80	1.90	1.86	1.71	1.57	1.32	1.54	1.68	1.76	1.80
可配套挖掘机台数（台）	33,830	46,785	39,057	43,830	35,659	30,786	34,397	68,531	110,000	110,000
挖掘机行业销量（台）	166,813	178,352	115,583	112,404	90,507	56,349	70,320	140,304	203,420	235,000
恒立液压的挖掘机油缸市占率	20.28%	26.23%	33.79%	38.99%	39.40%	54.63%	48.91%	48.84%	54.08%	46.81%

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，天风证券研究所

### 3.3. 非标油缸：积极向起重领域平台拓展，与挖机油缸形成有效协同

公司非标油缸业务收入来源主要包括盾构机油缸、高端海工海事油缸、起重系列类油缸，下游客户包括中国中铁、铁建重工、北方重工、法国 NFM、意大利 SELI 等，产品远销美国、欧洲、日本、澳大利亚等国家，近年来产销率近 100%。

2018 年以来，公司非标油缸积极向起重系列拓展，新开拓了马尼托瓦克、特雷克斯、帕尔菲格等优质客户，有望与非标油缸形成有效协同，有效平滑挖掘机的周期波动。

图 12：公司非标油缸下游客户分布



资料来源：公司公告，Wind，公司官网，天风证券研究所

表 4：公司非标油缸产销率近 100%

单位：条	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
产量	18,325	27,539	27,640	37,767	40,479	44,975	49,330	61,112	72,478	130,290
销量	16,974	28,245	27,042	36,627	38,003	42,908	47,124	57,591	67,441	127,475
库存	1,351	645	1,243	2,383	4,859	6,926	9,132	12,653	17,690	20,493
产销率	92.6%	102.6%	97.8%	97.0%	93.9%	95.4%	95.5%	94.2%	93.1%	97.8%

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，天风证券研究所

公司现有非标油缸年产能 15 万只左右，2018 年部分产能被挖机占用，2018H1 销量 65715 只，同比增长 19.33%，收入 58,623.75 万元，同比增长 29.29%，预计 2018 全年销量约为 12.8 万只，收入为 10.8 亿元，叠加 2018Q2 部分产品涨价，预计 2019 全年收入小幅增加，约为 11.38 亿元。

表 5：公司非标油缸业务收入测算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入-非标油缸（万元）	32,687.89	41,515.17	51,556.44	56,012.54	104,236.52	108,800	113,750
销量-非标油缸(只)	42,908	47,124	57,591	67,441	127,475	128,000	130,000
单价-非标油缸（万元/只）	0.76	0.88	0.90	0.83	0.82	0.85	0.88

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，天风证券研究所

进一步拆分非标油缸成本构成可以发现，原材料占成本比例较高，伴随 2018Q3-Q4 部分原材料降价，成本端有望改善，并在 2019Q1-Q2 的毛利率中有所体现。

表 6：公司非标油缸毛利率仍有提升空间

单位：万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
收入	23,638.86	28,487.63	32,687.89	41,515.17	51,556.44	56,012.54	104,236.52
原材料	8,917.29	11,258.42	13,911.75	19,366.31	21,822.31	24,258.15	51,357.33
直接人工成本	1,089.70	2,118.20	2,828.08	3,564.15	4,160.66	4,612.11	7,037.88
制造费用	3,580.23	5,318.87	6,891.22	10,379.33	15,971.07	16,362.34	12,766.39
毛利润	10,051.64	9,792.14	9,056.84	8,205.39	9,602.40	10,779.94	33,074.92
原材料占收入比例	37.72%	39.52%	42.56%	46.65%	42.33%	43.31%	49.27%
直接人工占收入比例	4.61%	7.44%	8.65%	8.59%	8.07%	8.23%	6.75%
制造费用占收入比例	15.15%	18.67%	21.08%	25.00%	30.98%	29.21%	12.25%
毛利率	42.52%	34.37%	27.71%	19.76%	18.63%	19.25%	31.73%

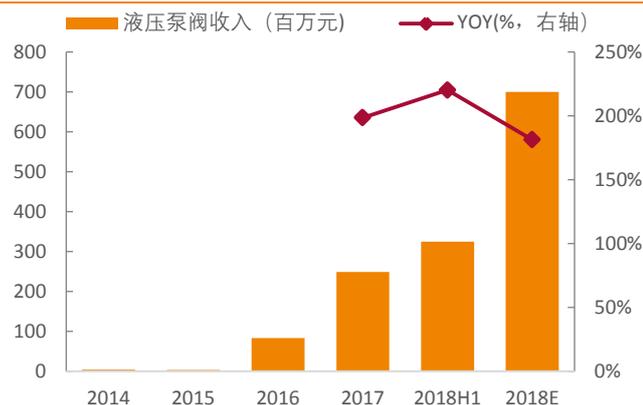
资料来源：Wind，公司公告，公司官网，天风证券研究所

### 3.4. 液压泵阀：19 年重点关注中大挖泵阀放量带来的盈利弹性

潜心液压泵阀研发多年，2016 年以来泵阀收入连续翻倍以上增长。公司自 2012 年开始加快液压泵阀业务的研发，当年并购上海立新布局工业液压泵阀领域，同时年产能 2.5 万吨铸件的铸造厂建成投产，开始生产高精铸件，2014 年公司成功开发 8 吨多路阀以及柱塞变量泵，并于 2015 年于德国哈威集团达成战略合作，成功收购柏林哈威 Inline 开始全球化布局。2017 年，公司积极把握工程机械高景气周期，建设年产 3 万吨的铸件厂二期，预计将于 2019 年落地，进一步提升泵阀产业链自供能力。2016-2018 年，公司液压泵阀收入有望从 0.83 亿元提升至 7 亿，CAGR 高达 190%，与此同时，伴随泵阀放量后规模效应逐步显现，毛利率有望持续提升。

短期内伴随泵阀持续放量，盈利弹性将加速释放。通过对泵阀成本进行拆分可以发现，液压泵阀业务的原材料和制造费用占比较高，参考挖机油缸放量后的成本结构，制造费用占收入比例有望下降至 12%左右，直接收入占收入比例有望下降至 8%左右，对应毛利率 40%以上，公司盈利能力仍有较大提升空间。

图 13：预计 2018 年公司液压泵阀收入 7 亿



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 14：预计 2018 年公司液压泵阀毛利率有望提高至 25%以上



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 7：公司液压泵阀业务收入成本拆分

单位：万元	2014	2015	2016	2017
液压泵阀收入	384.62	304.61	8,330.36	24,872.46
原材料	230.77	168.17	3,043.58	9,721.43
直接人工成本	76.92	118.18	636.63	3,037.95
制造费用	8.48	575.12	3,394.80	7,493.60
毛利润	68.44	-556.85	1,255.35	4,619.49
收入 YOY	-	-20.80%	2634.76%	198.58%
原材料 YOY	-	-27.13%	1709.83%	219.41%
直接人工成本 YOY	-	53.63%	438.70%	377.19%
制造费用 YOY	-	6681.95%	490.28%	120.74%
毛利润 YOY	-	-913.60%	125.44%	267.98%
原材料占收入比例	60.00%	55.21%	36.54%	39.09%
直接人工占收入比例	20.00%	38.80%	7.64%	12.21%
制造费用占收入比例	2.20%	188.80%	40.75%	30.13%
毛利率	17.79%	-182.81%	15.07%	18.57%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

中长期内，公司泵阀业务有望复制“油缸”发展道路，进入海外主机厂供应链并向非标准泵阀领域拓展。截至 2018H1，公司 15 吨及以下挖机泵阀大批量全面配套在中国主流主机厂中，如三一、徐工、柳工、临工等，未来有望凭借油缸积累的优质客户资源进入卡特、神钢等外资供应链。同时，公司积极开拓非挖掘机领域市场，高空作业车、水泥泵车、旋挖钻机、定向钻机用泵阀都得以量产，未来有望与挖机泵阀业务形成有效协同与互补。此外，全球液压龙头川崎、力士乐等都在积极进行电控泵阀的研发，公司在此方面亦有技术储备，未来有望全面对标外资，成长为全球性液压领军企业。

图 15：公司挖机泵阀客户主要为国内主机厂



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

根据我们的测算，公司 2018 年小挖泵阀出货量有望达到 2.62 万套，对应收入 4.7 亿元，市占率有望达到 23%左右，而中大挖泵阀出货量不足 1 万套，收入约为 2.5 亿元，对应中挖泵阀市占率 12%，大挖市占率仅 5.38%。展望 2019，预计泵阀仍将持续放量，小挖和中挖泵阀市占率有望冲刺 30%，大挖市占率有望达到 10%以上，19 年挖机泵阀合计收入有望达到 15 亿以上，同比 2018 全年保持翻倍以上增长，叠加泵阀放量带来的毛利率提升和费用率下降，公司盈利弹性将加速释放。

表 8：公司挖机泵阀收入测算

收入单位：万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
挖机泵阀收入合计	384.62	304.61	8,330.36	24,872.46	72,360	156,120
收入-小挖泵阀	384.62	304.61	8,330.36	24,872.46	47,160	69,120
收入-中挖泵阀					19,600	63,000
收入-大挖泵阀					5,600	24,000
单价-小挖泵阀	1.5	1.5	1.5	1.5	1.80	1.80
单价-中挖泵阀					2.80	3.50
单价-大挖泵阀					3.20	5.00
销量-小挖泵阀(套)	256	203	5554	16582	26,200	38,400
销量-中挖泵阀(套)					7,000	18,000
销量-大挖泵阀(套)					1,750	4,800
小挖掘机销量(台)	58331	37058	46667	91133	113,915	131,600
中挖掘机销量(台)	37293	23693	29837	58266	56,958	61,100
大挖掘机销量(台)					32,547	42,300
市占率-小挖泵阀	0.44%	0.55%	11.90%	18.19%	23.00%	29.18%
市占率-中挖泵阀					12.29%	29.46%
市占率-大挖泵阀					5.38%	11.35%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测和风险提示

综合考虑 18Q3 原材料降价以及中美贸易摩擦缓和，调整盈利预测，预计 2018-2020 年归母净利润为 8.63 亿(前值 8.63 亿)、11.61 亿(前值 11.5 亿)和 14.12 亿(前值 14.02 亿)，调整后 EPS 分别为 0.98 元、1.32 元和 1.6 元，对应 2019 年 PE 为 25 倍，持续重点推荐，维持“买入”评级。

表 9：公司分业务收入及毛利率测算

单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>						
产品	1,087.6	1,370.1	2,795.2	4,376.9	5,616.7	6,354.7
挖掘机专用油缸	407.0	529.1	1,153.9	1936.0	1980.0	1800.0
重型装备用非标准油缸	515.6	560.1	1,042.4	1088.0	1137.5	1380.0
液压泵阀	3.0	83.3	248.7	723.6	1561.2	1954.8
元件与液压成套装置	80.8	90.4	171.3	248.4	323.0	419.9
油缸配件	67.3	94.8	164.7	362.3	471.0	588.7
其他业务	13.9	12.4	14.2	18.5	24.1	31.3
马达业务					120.0	180.0
<b>收入增速假设</b>						
产品	-0.52%	25.98%	104.02%	57%	28%	13%
挖掘机专用油缸	-27.17%	29.99%	118.09%	68%	2%	2%
重型装备用非标准油缸	24.19%	8.64%	86.09%	4%	5%	20%
液压泵阀	-20.80%	2634.74%	198.58%	191%	116%	30%
元件与液压成套装置	1.13%	11.97%	89.50%	45%	30%	30%
油缸配件	158.50%	40.74%	73.81%	120%	30%	25%
其他业务	46.17%	-10.45%	14.58%	30%	30%	30%
马达业务						50%
<b>毛利率</b>						
产品	21.23%	22.02%	32.82%	35.35%	36.22%	37.12%
挖掘机专用油缸	25.17%	25.35%	38.80%	42.5%	43.0%	43.0%
重型装备用非标准油缸	18.63%	19.25%	31.73%	35.0%	36.5%	36.5%
液压泵阀		15.07%	18.57%	29%	35%	40%
元件与液压成套装置	16.73%	18.12%	16.78%	22%	22%	22%
油缸配件	21.11%	25.35%	35.48%	20%	21%	21%
其他业务	74.35%	55.18%	38.51%	35%	35%	35%
马达业务					36%	40%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 10：公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,370.10	2,795.21	4,376.85	5,616.72	6,354.68
增长率(%)	25.98	104.02	56.58	28.33	13.14
EBITDA (百万元)	215.51	697.01	1,090.95	1,458.22	1,743.74
净利润 (百万元)	70.35	381.94	862.53	1,161.40	1,412.37
增长率(%)	10.77	442.90	125.83	34.65	21.61
EPS (元/股)	0.08	0.43	0.98	1.32	1.60
市盈率 (P/E)	416.23	76.67	33.95	25.21	20.73
市净率 (P/B)	8.36	7.62	6.01	4.95	4.07
市销率 (P/S)	21.37	10.48	6.69	5.21	4.61
EV/EBITDA	45.59	24.53	26.42	19.44	15.74

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

风险提示：基建项目落地不及预期，行业竞争加剧，原材料涨价等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	869.56	1,145.94	1,190.83	1,346.94	2,341.55
应收账款	357.27	443.08	772.71	787.49	977.70
预付账款	60.72	140.56	173.87	224.15	219.87
存货	590.38	820.84	1,222.91	1,364.19	1,521.89
其他	428.95	744.12	952.41	1,127.68	1,277.65
<b>流动资产合计</b>	<b>2,306.88</b>	<b>3,294.54</b>	<b>4,312.73</b>	<b>4,850.44</b>	<b>6,338.66</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,942.87	2,063.07	2,124.58	2,209.27	2,321.88
在建工程	181.40	67.50	250.50	300.30	360.18
无形资产	279.94	271.92	261.70	251.49	241.27
其他	487.97	459.07	436.12	440.50	442.42
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,892.19</b>	<b>2,861.55</b>	<b>3,072.89</b>	<b>3,201.56</b>	<b>3,365.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,199.07</b>	<b>6,156.09</b>	<b>7,385.62</b>	<b>8,052.00</b>	<b>9,704.41</b>
短期借款	561.96	914.78	800.00	600.00	500.00
应付账款	229.03	320.50	665.80	519.38	775.39
其他	278.01	456.39	560.57	636.03	674.22
<b>流动负债合计</b>	<b>1,069.00</b>	<b>1,691.67</b>	<b>2,026.37</b>	<b>1,755.41</b>	<b>1,949.61</b>
长期借款	409.99	400.63	300.00	200.00	400.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	185.46	190.63	183.54	186.54	186.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>595.45</b>	<b>591.26</b>	<b>483.54</b>	<b>386.54</b>	<b>586.91</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,664.45</b>	<b>2,282.93</b>	<b>2,509.91</b>	<b>2,141.95</b>	<b>2,536.52</b>
少数股东权益	29.91	27.89	2.96	(7.97)	(21.25)
股本	630.00	630.00	882.00	882.00	882.00
资本公积	2,086.07	2,086.07	2,086.07	2,086.07	2,086.07
留存收益	2,874.12	3,214.48	3,990.75	5,036.01	6,307.15
其他	(2,085.49)	(2,085.27)	(2,086.07)	(2,086.07)	(2,086.07)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,534.61</b>	<b>3,873.16</b>	<b>4,875.71</b>	<b>5,910.05</b>	<b>7,167.90</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,199.07</b>	<b>6,156.09</b>	<b>7,385.62</b>	<b>8,052.00</b>	<b>9,704.41</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	67.38	381.00	862.53	1,161.40	1,412.37
折旧摊销	175.69	200.70	115.71	125.72	137.73
财务费用	(27.52)	77.74	26.37	14.68	0.85
投资损失	(53.17)	(37.30)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	96.38	(437.58)	(503.45)	(454.20)	(202.29)
其它	(251.40)	(30.35)	(26.25)	(11.50)	(13.98)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7.36</b>	<b>154.19</b>	<b>459.92</b>	<b>821.10</b>	<b>1,319.67</b>
资本支出	269.19	191.78	357.09	247.00	299.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(306.35)	(277.63)	(692.09)	(482.00)	(584.64)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(37.16)</b>	<b>(85.85)</b>	<b>(335.00)</b>	<b>(235.00)</b>	<b>(285.00)</b>
债权融资	987.83	1,339.56	1,119.64	819.89	921.23
股权融资	29.25	(84.42)	224.84	(14.68)	(0.85)
其他	(820.92)	(1,103.89)	(1,424.50)	(1,235.20)	(960.43)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>196.16</b>	<b>151.25</b>	<b>(80.03)</b>	<b>(429.99)</b>	<b>(40.05)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	50.00	(10.00)	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>166.37</b>	<b>219.60</b>	<b>94.89</b>	<b>146.11</b>	<b>994.62</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,370.10</b>	<b>2,795.21</b>	<b>4,376.85</b>	<b>5,616.72</b>	<b>6,354.68</b>
营业成本	1,068.37	1,877.96	2,829.81	3,582.13	3,996.11
营业税金及附加	19.21	35.54	54.71	67.40	76.26
营业费用	68.94	96.47	140.06	168.50	171.58
管理费用	200.39	287.15	372.03	466.19	514.73
财务费用	(29.84)	84.63	26.37	14.68	0.85
资产减值损失	25.76	37.96	70.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.17	37.30	65.00	5.00	15.00
其他	(106.33)	(100.52)	(130.00)	(10.00)	(30.00)
<b>营业利润</b>	<b>70.43</b>	<b>438.73</b>	<b>948.87</b>	<b>1,317.82</b>	<b>1,605.16</b>
营业外收入	23.22	8.15	40.00	40.00	45.00
营业外支出	1.60	0.19	5.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>92.06</b>	<b>446.69</b>	<b>983.87</b>	<b>1,352.82</b>	<b>1,645.16</b>
所得税	24.68	65.69	147.58	202.92	246.77
<b>净利润</b>	<b>67.38</b>	<b>381.00</b>	<b>836.29</b>	<b>1,149.90</b>	<b>1,398.39</b>
少数股东损益	(2.97)	(0.94)	(26.25)	(11.50)	(13.98)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>70.35</b>	<b>381.94</b>	<b>862.53</b>	<b>1,161.40</b>	<b>1,412.37</b>
每股收益(元)	0.08	0.43	0.98	1.32	1.60

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.98%	104.02%	56.58%	28.33%	13.14%
营业利润	284.91%	522.90%	116.28%	38.88%	21.80%
归属于母公司净利润	10.77%	442.90%	125.83%	34.65%	21.61%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.02%	32.82%	35.35%	36.22%	37.12%
净利率	5.13%	13.66%	19.71%	20.68%	22.23%
ROE	2.01%	9.93%	17.70%	19.62%	19.65%
ROIC	0.89%	13.89%	22.68%	25.65%	27.36%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.01%	37.08%	33.98%	26.60%	26.14%
净负债率	-4.91%	-4.98%	-4.15%	3.37%	-0.35%
流动比率	2.16	1.95	2.13	2.76	3.25
速动比率	1.61	1.46	1.52	1.99	2.47
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.85	6.98	7.20	7.20	7.20
存货周转率	2.67	3.96	4.28	4.34	4.40
总资产周转率	0.28	0.49	0.65	0.73	0.72
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.08	0.43	0.98	1.32	1.60
每股经营现金流	0.01	0.17	0.52	0.93	1.50
每股净资产	3.97	4.36	5.52	6.71	8.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	416.23	76.67	33.95	25.21	20.73
市净率	8.36	7.62	6.01	4.95	4.07
EV/EBITDA	45.59	24.53	26.42	19.44	15.74
EV/EBIT	242.08	34.37	29.56	21.28	17.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com