

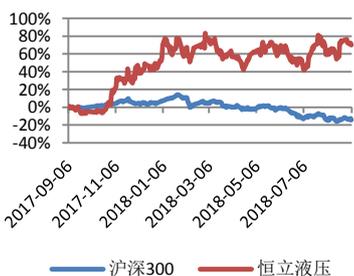
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	21.31
52周最高(元)	25.02
52周最低(元)	12.18
总市值(亿元)	188
流通市值(亿元)	188
总股本(亿股)	8.82
流通股本(亿股)	8.82
每股净资产(元)	4.73
资产负债率(%)	38.29

股价走势图



研发部

分析师：于晓军
SAC 执业证书编号：S1340514110001
Email: yuxiaojun@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

短期受益挖机景气，中期非标油缸、泵阀产品值得期待

——恒立液压（601100）

核心观点

● **国内挖掘机油缸龙头，下游景气+品类拓展带来看点。**2005年，公司前身江苏恒立高压油缸成立，2010年经历整体变更改制，于2011年登陆上交所，目前公司已经成长为一家专业生产液压元件及液压系统的公司，在挖掘机专用油缸、盾构机油缸等品类竞争优势明显，公司产品出口比例达20%以上。受益于下游挖机景气，2017年公司营业收入27.95亿元，同比增长104%；实现归母净利润3.82亿元，同比增长约443%，主要产品收入贡献占比为：挖掘机专用油缸41.3%、重型装备用非标准油缸37.3%、液压泵阀8.9%、元件与液压成套装置6.1%、油缸配件5.9%以及其它业务约0.5%。成长性方面，公司2013-2017年营业收入、归母净利润复合增速分别为22.8%、14.6%，其中2014-16年处于行业周期底部，同时叠加公司产能扩建导致的折旧、摊销增加与产能利用率低位，对业绩造成较大拖累。盈利能力方面，考虑到公司2011年才上市，早期盈利数据参考性较差，而公司2013-2017年摊薄ROE区间均值仅为4.58%，盈利能力与稳定性从历史表现来看，并不理想。当下时点，公司主要看点在于：1) 下游工程机械行业复苏拉动公司主力产品挖机油缸高增长，但市场对于下游需求景气可持续性存在分歧；2) 非标油缸稳增长+液压泵阀等品类拓展放量，有望一定程度平抑业绩周期波动，提升公司整体盈利能力与稳定性。

● **挖掘机专用油缸：需求增速边际承压，但中短期仍稳健。**1) 行业层面，下游需求增速边际承压，但中短期大幅下滑概率较小。一方面，据挖掘机分会统计数据，2018年1-7月挖掘机累计销量131,246台，同比+58.7%，在维持整体高增速的同时4月以来单月增速环比持续回落，相比2016年的渐入佳境、2017年的高位持平，增速韧性明显不足；另一方面，以三一重工、徐工机械为代表的重点挖掘机主机厂商应收账款科目基本正常，过度信用销售透支需求迹象尚未显现，同时考虑到7月份国常会定调财政、货币政策双宽松，基建有望成为经济稳增长重要着力点，两者都将为2019年挖机油缸销售稳定提供支撑，下游需求中短期断崖式下滑概率小。2) 公司层面，产品市占率高、客户资源优质，有助抵御行业周期波动。2018H1公司挖掘机专用油缸产品市占率近50%，稳居行业第一；同时公司下游主机厂客户包括：卡特彼勒、三一、徐工等国内外龙头挖机供应商，主要下游客户挖掘机市占率合计约67.9%，公司借助规模效应、品牌优势、优质客户构建相对竞争优

势，有助于抵御行业周期波动。3) 关于本轮挖掘机景气顶点的判断上，考虑行业“产品提价-扩张产能-信用销售放宽”的行动链条，并结合三一、徐工上一轮景气周期“应收暴增-增速向下换挡-利润见顶向下”的时间跨度经验，悲观情况下景气顶点约在 2019H2-2020H1 期间。

● **重型装备用非标油缸：行业需求旺盛，公司产能协同+客户拓展顺利，中短期高增长可期。**公司非标油缸下游应用品类及收入占比约为：盾构机 40%-50%（2017 年为 46%）、起重机+高空作业平台约 20%、海工海事设备 10%及其他 20%-25%，受益于不同应用领域需求弱关联性，公司该类业绩周期波动较小，在公司挖机油缸产品大幅下滑的 2012-2015 期间，非标油缸产品收入复合增速达到 21.5%，成为公司平抑挖机油缸周期业绩波动的关键力量。整体来看，非标油缸行业需求旺盛，公司产能协同+客户拓展顺利，中短期高增长可期：1) 目前我国已经成为全球盾构机最大的需求市场，2012-2016 年销售台数复合增速超过 26%，伴随着 2018-2020 年我国城轨建设高峰期到来，未来三年复合增速保守估计应在 20%左右，公司国内盾构机油缸市占率近 70%，借规模优势、品牌优势产品增速有望高于行业增速；2) 考虑公司非标油缸产能可以和挖机油缸产能灵活切换以及公司积极拓展非标油缸销售渠道的因素，2018H2 伴随挖机销售淡季到来，非标油缸供给能力提升，业绩释放有望优于上半年；3) 公司在高空平台国内外客户拓展方面持续突破，在美国市场布局的起重机油缸现已开发马尼托瓦克、斯诺克等龙头客户，开始进入业绩收获期。

● **液压泵阀等品类：进口替代空间可观，中短期业绩迎来放量。**液压泵阀属液压系统动力元件，伴随近两年来公司产品逐步量产，板块收入增长快速，成为重要业绩增量来源：1) **泵阀产品成本价值占比高，进口替代空间大。**从产品价值构成上来看，液压泵阀件在挖机用液压系统中成本占比近六成（其中液压泵、液压阀各占 30%），是油缸的三倍，市场空间可观。目前博世力士乐、伊顿、川崎及林德等外资品牌占据国内泵阀等中高端液压市场近 90%份额，中长期伴随国内厂商技术改进，进口替代空间很大；2) **阶段性产能缺口，为国内厂商提供供应链切入机遇。**2012-2015 年挖机周期底部期间，外资均收缩产能、以销定产，伴随着 2016 年末工程机械景气反弹，产能短期弹性有限，泵阀供需缺口扩大，公司有望借此机会，进入主机厂商泵阀供应链；3) **产品逐步配套龙头主机厂商，业绩迎来放量。**2018H1 子公司液压科技受益于 15T 以下挖机用主控泵阀大批量全面配套三一、徐工、临工、柳工等国内龙头主机厂，同时高空作业车、水泥泵车、旋挖钻机、定向钻机用泵阀得以量产，上半年实现收入约 3.25 亿（其中挖机主控泵阀 2.38 亿），同比+220%；实现净利润 3550 万元，同比+225%。考虑到目前公司中大挖机用泵阀已小批量配套主机厂，正处于逐步试用阶段，后期放量将有望为公司 2019、2020 贡献可观业绩。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.85 元、1.17 元和 1.12 元，目前股价对应 2018-2020 年动态市盈率分别为 25.2 倍、18.2 倍和 19.0 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**下游挖机景气持续性不及预期；非标油缸、泵阀产品

业绩释放不达预期；汇率波动损益风险。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,795	4,004	5,035	5,090
增长率（%）	104.0%	43.2%	25.8%	1.1%
净利润（百万元）	382	747	1,034	989
增长率（%）	442.9%	95.6%	38.5%	-4.3%
EPS（元）	0.43	0.85	1.17	1.12

注：这里对 2017EPS 按最新股本数进行了调整。

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,146	1,457	1,651	2,148
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	1,131	1,620	2,037	2,059
其他应收账款	12	12	12	12
存货	821	1,000	1,200	1,495
其他流动资产	185	96	96	96
流动资产合计	3,295	4,184	4,996	5,810
长期投资	-	-	-	-
固定资产	2,063	1,947.37	1,974.44	2,049.11
无形资产	272	267	490	495
其他非流动资产	527	522	572	382
非流动资产合计	2,862	2,736	3,036	2,926
资产总计	6,156	6,920	8,031	8,735
短期借款	915	897	948	966
应付及预收	606	868	1,091	1,103
其他流动负债	171	98	151	212
流动负债	1,692	1,863	2,190	2,281
长期借款	401	392	422	429
应付债券	-	-	-	-
其他非流动负债	191	190	190	190
非流动负债	591	582	612	620
负债合计	2,283	2,445	2,802	2,901
股本	630	882	882	882
资本公积	2,086	1,834	1,834	1,834
留存收益	1,129	1,738	2,501	3,115
母公司所有者权益	3,845	4,454	5,217	5,831
少数股东权益	28	21	12	4
负债和股东权益	6,156	6,920	8,031	8,735

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	154	582	871	940
投资现金流净额	-86	75	-427	-30
筹资现金流净额	151	-226	-250	-413

利润表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,795	4,004	5,035	5,090
营业总成本:	2,420	3,252	3,976	4,105
营业成本	1,878	2,626	3,303	3,409
营业税金及附加	36	51	64	65
销售费用	96	118	124	126
管理费用	287	341	357	373
财务费用	85	61	60	63
资产减值损失	38	54	68	69
其他经营收益:	37	90	114	115
公允变动收益	-	-	-	-
投资净收益	37	53	67	68
汇兑净收益	-	-	-	-
其他收益	26	37	46	47
营业利润	439	842	1,173	1,100
加: 营业外收入	8	25	30	50
减: 营业外支出	0	0	0	0
利润总额	447	868	1,202	1,150
减: 所得税	66	128	177	169
净利润	381	740	1,026	981
减: 少数股东损益	-1	-7	-9	-9
归属母公司净利	382	747	1,034	989

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	32.8%	34.4%	34.4%	33.0%
净利率	13.6%	18.5%	20.4%	19.3%
净资产收益率	9.9%	16.8%	19.8%	17.0%
市盈率 (倍)	56.6	25.2	18.2	19.0
市净率 (倍)	4.50	4.22	3.60	3.22
EPS	0.43	0.85	1.17	1.12
每股净资产 (元/股)	4.36	5.05	5.91	6.61
经营现金流 (元/股)	0.17	0.66	0.99	1.07

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。