

扬帆起航的液压系统巨头

——恒立液压（601100）深度报告

2016年07月11日

推荐/维持

恒立液压

深度报告

报告摘要:

公司是我国液压元件的龙头，依托高压油缸进入液压系统市场，目前已经牢固占据了高压油缸市场。在国内挖掘机油缸市场，公司市场占有率近40%，有效证明了公司的产品和技术能力。与此同时，公司不断拓展产品线，向具有更高门槛的泵阀市场进军：

- ◆ **公司的泵阀产品进入了加速成长期。**目前，公司的多路阀、柱塞泵方面，已经成功在三一、徐工、柳工、山东临工、山河智能等的小挖上实现小批量配套；其它领域诸如水泥泵车、旋挖钻机、叉车、高空作业车、环卫车辆也实现了样件或小批量。如果一切进展顺利，我们预计2017年公司泵阀产品将迎来爆发。
- ◆ **收购哈威 InLine 加速公司业务发展。**此次收购一方面将使公司获得世界级的轴向柱塞泵技术和产品。另一方面将会给双方带来良好的协同效应。哈威控股产品主要销往欧美市场，未来将通过公司打开中国市场。而哈威控股将可能采购恒立的精密铸件，从而有效提升恒立铸件厂的产能利用率。

公司利润率将进入拐点。目前，行业洗牌基本结束，恒立和日本 KYB 公司已经占据了近80%的市场份额，预计未来市场竞争将逐步趋缓。另外，公司高投入期已经过去，将迎来收获期，折旧费用增长将趋缓。销售收入和产能利用率将逐步增长，公司成本结构将逐步得到改善。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2016-2018年营业收入分别为12.64、15.36和19.27亿元，EPS分别为0.10、0.12和0.17元，对应PE分别为137/118/86倍。参考可比公司，按照市净率3.0倍，给予公司目标价16.54元，较现价存在32%的上涨空间，维持公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,093.29	1,087.59	1,280.75	1,556.19	1,952.35
增长率(%)	-11.10%	-0.52%	17.76%	21.51%	25.46%
净利润(百万元)	91.91	63.51	65.90	76.63	105.14
增长率(%)	-58.49%	-30.89%	3.75%	16.28%	37.21%
净资产收益率(%)	2.67%	1.83%	1.87%	2.15%	2.88%
每股收益(元)	0.15	0.10	0.10	0.12	0.17
PE	95.33	143.00	136.72	117.57	85.68
PB	2.62	2.59	2.56	2.52	2.47

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

任天辉

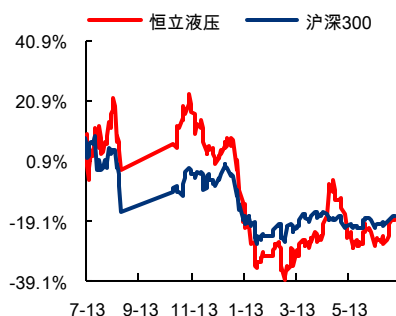
010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

交易数据

52周股价区间(元)	12.57-15.46
总市值(亿元)	79.19
流通市值(亿元)	79.19
总股本/流通A股(万股)	63000/63000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.93

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《恒立油缸（601100）调研快报：主业拐点+成长，挖机泵阀进口替代开启》2014-12-16
- 2、《恒立油缸（601100）：海外市场开花结果，关注高端液压元件项目进展》2013-08-21
- 3、《恒立油缸（601100）2012年半年报点评：折旧及管理费用增加影响公司盈利水平》2012-08-14
- 4、《恒立油缸（601100）调研快报》2012-03-05

目 录

1. 公司是国内液压元件龙头	4
1.1 管理层看好公司未来发展	4
1.2 公司经营业绩快速增长	5
2. 公司挖机油缸竞争地位稳固	6
2.1 挖掘机销量的短期上涨尚无法证明拐点已经到来	6
2.2 公司挖机油缸收入增速强于下游行业	7
3. 公司非标准油缸业务将继续稳步增长	8
4. 液压泵阀产品将进入加速成长期	9
4.1 液压泵阀市场空间大，竞争门槛高	9
4.2 公司泵阀产品已开始批量供货	10
4.3 外延并购加速公司业务发展	11
5. 公司利润率将进入拐点	11
6. 盈利预测及估值	13
7. 风险提示	14

表格目录

表 1:恒立液压发展历程	4
表 2:部分董事会及高管履历	5
表 3:公司分业务收入及毛利率预测	14
表 4:恒立液压与可比上市公司估值对比	14
表 5: 公司盈利预测表	16

插图目录

图 1:公司股权结构图	4
图 2:公司营业收入构成	6
图 3:国内销售收入 (亿元)	6
图 4:国外销售收入 (亿元)	6
图 5:我国挖掘机年度销量数据 (台)	7
图 6:我国挖掘机月度销量数据 (台)	7
图 7:恒立挖掘机油缸销量及增速 (台)	7
图 8:非标准油缸在工业中的应用	8
图 9:非标准油缸在海事港口中的应用	8
图 10:公司非标准油缸收入图	9
图 11:公司非标准油缸销量图	9
图 12:挖掘机液压系统构成	9
图 13:公司历年研发支出 (万元)	10
图 14:公司主要产品利润率 (%)	12
图 15:公司营业成本构成	12
图 16:公司历年折旧 (百万元)	12

1. 公司是国内液压元件龙头

恒立成立于 2005 年，主要产品为挖掘机专用油缸以及非标准油缸。2011 年 10 月在 A 股市场上市后，利用募集资金，先后投资建成了国内首个规模化生产高压精密液压铸件生产基地，液压阀、泵生产基地，并积极进行围绕主业的外延拓展，先后并购了上海立新、德国 Waco、德国哈威 Inline 公司。

目前公司产品已涵盖挖机油缸、非标准油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精度液压铸件等。公司的长期愿景是成为具有国际影响力的液压成套设备提供商和液压技术方案提供商。

表 1:恒立液压发展历程

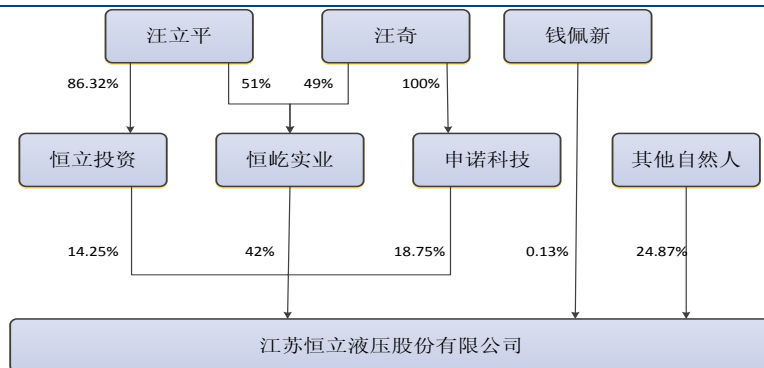
年份	事件
1990	无锡恒立液压气动有限公司成立。
1995	成功开发挖掘机专用高压油缸。
2011	在上海交易所成功上市，募集资金 24.15 亿。
2014	卡特彼勒成为公司第一大客户
2014	成功开发 8T 多路阀及柱塞变量泵
2015	收购 HAWE Inline 公司，打造全球高端液压产业链。

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

1.1 管理层看好公司未来发展

公司实际控制人汪立平家族，其对公司具有绝对控制力。基于对公司未来发展的信心，恒屹实业和申诺科技都出具了关于延长所持股份锁定期的承诺函，同时，钱佩新女士多次通过二级市场增持股票。

图 1:公司股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司管理团队在液压系统行业工作多年，具有丰富的经验。近年来，公司对高管团队进行了调整，选拔了部分专业素质较高的年轻骨干加入高管团队，进一步优化了管理层结构。

表 2:部分董事会及高管履历

姓名	职位	履历
汪立平	董事长	1966 年生，曾任无锡气动执行董事、本公司总经理。现任本公司董事长、恒立投资执行董事、志瑞机械董事长、上海立新董事、恒立科技董事长。
姚志伟	副董事长	1966 年生，历任无锡县气动元件厂车间主任，无锡气动车间主任、生产厂长，本公司副总经理、总经理、上海立新副董事长、总经理、董事长。现任公司副董事长、常务副总经理。
邱永宁	董事、总经理	1970 年生，本科毕业于南京航空航天大学，工程师。曾任凯迩必液压工业（镇江）有限公司生产部部长，现任本公司董事、总经理、恒立科技总经理。
徐进	副总经理	1980 年生，曾任本公司销售部经理，现任本公司董事、副总经理、销售总监。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 公司经营业绩快速增长

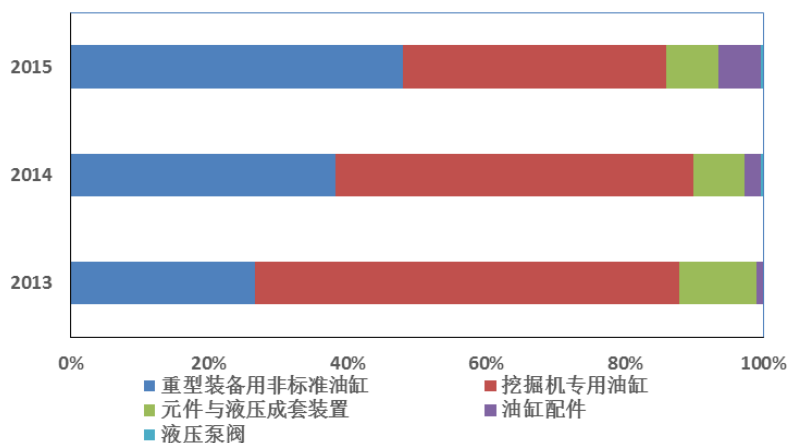
油缸，亦称液压缸或液压油缸，是液压系统中的一种重要执行元件，其功能就是将液压能转变成直线、摆动往复式的机械运动。

油缸按不同的使用压力可以分为低压、中高压和高压油缸。对于机床类机械一般采用低压油缸，其额定压力为 2.5-6.3MPa；对于要求体积小、重量轻、载荷大的建筑车辆和飞机用油缸多采用中高压油缸，额定压力为 10-16MPa；对于挖掘机等工程机械，大多采用高压油缸，额定压力通常大于 31.5MPa。

公司产品是高压油缸，具有技术含量高、结构设计复杂、长行程、大缸径、高压、批量生产质量控制难度高等特点，具有耐久、可靠、稳定的优良品质，是油缸行业的高端产品。公司的油缸产品包括挖掘机专用高压油缸以及应用于隧道掘进盾构机等大型基建设备、海事港口机械、桩工机械和大型桥梁施工设备等重型装备用非标准油缸。

2015 年，公司非标油缸同比增长 24.19%，主要是由于盾构机油缸销售收入同比增长 55%，在中国国内市场的占有率超过 70%，海事油缸销售收入同比增长 103%。同时，我国挖掘机销量 58,966 台，同比下滑 39.8%，受此影响，公司挖掘机专用油缸销售收入同比下滑 27.17%。

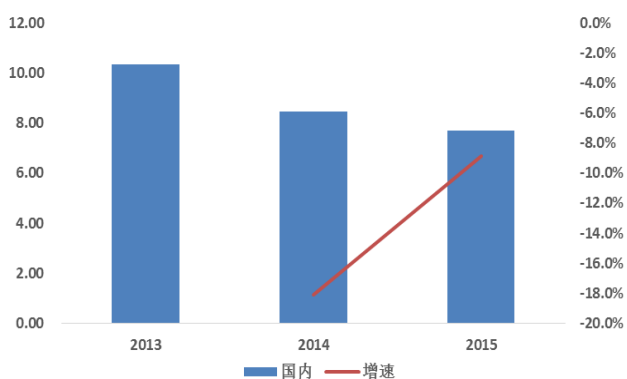
图 2:公司营业收入构成



资料来源: wind、东兴证券研究所

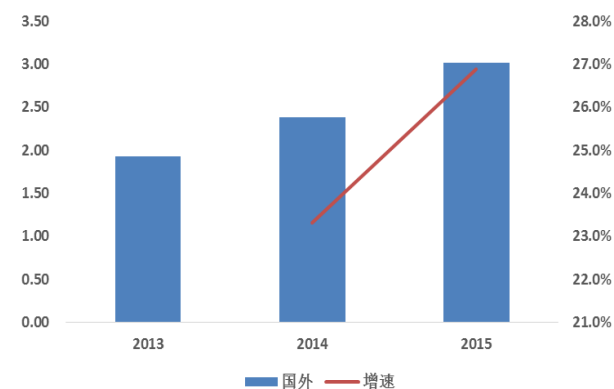
近年来,公司重点开拓欧洲、北美市场,海外高端品牌客户数量明显增加,提升了公司出口的占比,2015年公司实现国外销售3.02亿元,同比增长26.84%。

图 3:国内销售收入 (亿元)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 4:国外销售收入 (亿元)



资料来源: wind、东兴证券研究所

2. 公司挖机油缸竞争地位稳固

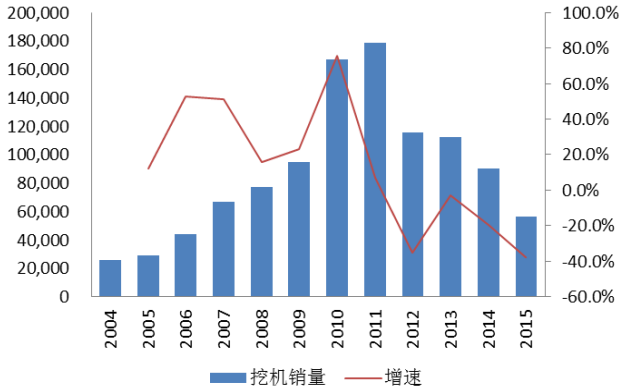
2.1 挖掘机销量的短期上涨尚无法证明拐点已经到来

挖掘机专用油缸竞争门槛高,公司竞争地位不断增强。根据公司招股书披露,2010年公司在国内挖掘机专用油缸市场占有率达20%。经过这些年的努力,2015年,公司的国内市场占有率达到近40%,与日本KYB公司市场份额相接近。

挖掘机专用油缸与下游挖掘机息息相关,具有明显的周期性。2011年之后,挖掘机销量连年下降。根据Wind数据,我国挖掘机销量从2011年的17.8万台下降到2015

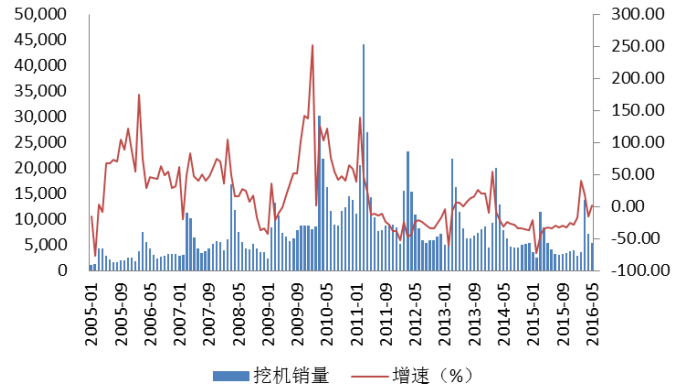
年的 5.6 万台。特别是 2015 年，我国挖掘机销量下降了 37.7%，是 2011 年以来销量下降幅度最大的一年。

图 5:我国挖掘机年度销量数据 (台)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 6:我国挖掘机月度销量数据 (台)



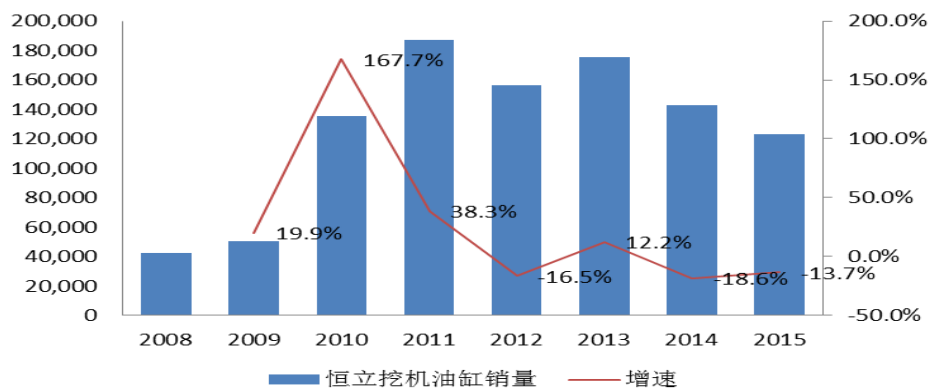
资料来源: wind、东兴证券研究所

2016 年以来，挖掘机销量明显上升，但尚难确定行业拐点到来。2016 年 2 月和 3 月，国内挖掘机销量同比分别增长了 40%和 19%。然而，挖掘机销量增速之后出现明显下降，根据中国工程机械工业协会挖掘机分会数据，2016 年 5 月，纳入统计的 28 家主机厂共销售挖掘机 5480 台 (含出口)，同比下降 4.2%。因此，挖掘机销量的短期上涨尚无法证明行业拐点已经到来。

2.2 公司挖机油缸收入增速强于下游行业

公司挖掘机专用油缸的销售增速要强于下游行业整体增速。从 2011 年到 2015 年，我国挖掘机销量从 17.8 万台下降到 5.6 万台，下降了 68%。而同期，公司的挖掘机专用油缸销量从 18.7 万只下降到 12.3 万只，下降了 34%，要显著好于挖掘机下游行业表现。

图 7:恒立挖机油缸销量及增速 (台)



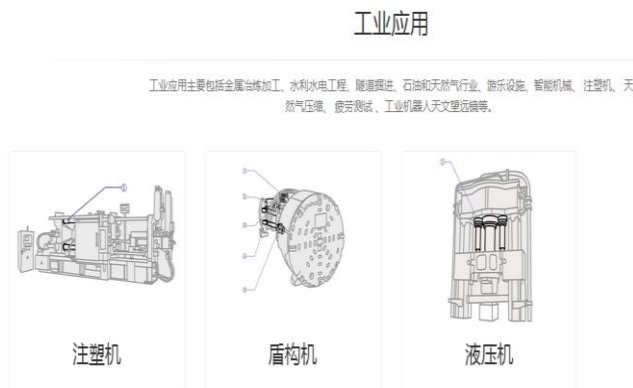
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

公司市场表现强于下游整体行业的主要原因在于公司巩固国内厂商的市场占有率的情况下，积极开拓了卡特彼勒等国外高端用户。早在 2011 年，公司挖掘机油缸客户已经囊括了国内工程机械主要厂商，包括三一、柳工、徐工、玉柴和中联等。此后，公司积极拓展国外客户，大力拓展海外高端市场。经过两三年的努力，公司已经成功进入了卡特彼勒、神钢、久保田、日立等外资知名品牌的全球供应体系，其中 2015 年卡特彼勒已经成为公司第一大客户。这一方面证明了公司在挖掘机油缸方面的竞争能力，另一方面提高了公司在挖掘机油缸市场的占有率。

3. 公司非标准油缸业务将继续稳步增长

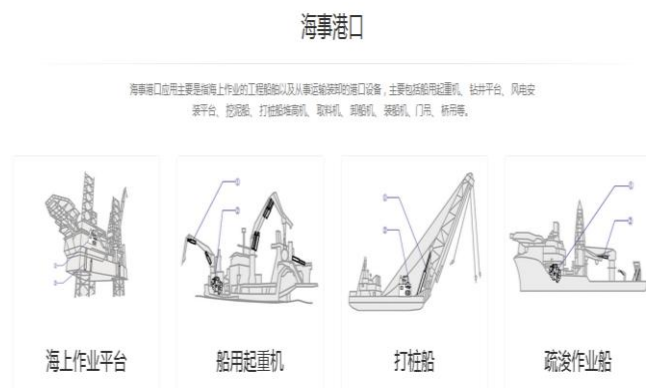
重型装备用非标准油缸应用行业和领域非常广泛，公司产品主要涵盖：盾构机油缸、海事港口机械油缸、高空作业平台车油缸、大型基建设备用非标准油缸和特种车辆用油缸等。

图 8:非标准油缸在工业中的应用



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

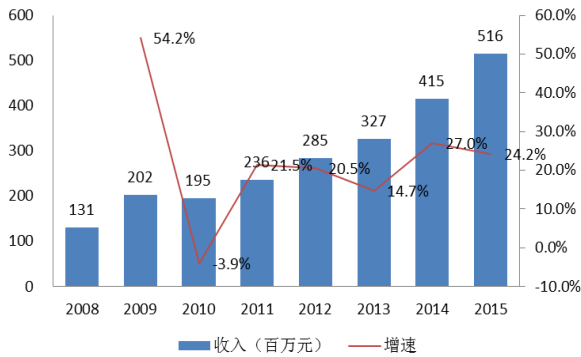
图 9:非标准油缸在海事港口中的应用



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

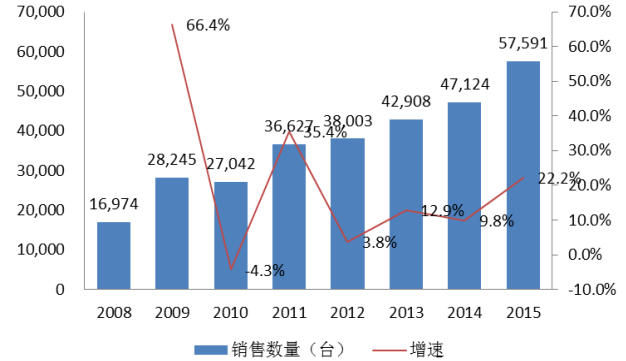
公司的非标准油缸收入一直保持稳步增长。从 2011 年到 2015 年，公司的非标准油缸收入从 2.4 亿元增长到 5.2 亿元，年均复合增长率为 21.5%。同期，公司的非标准油缸销售量从 3.7 万台增长到 5.8 万台，年均复合增长率为 12.0%。

图 10:公司非标准油缸收入图



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 11:公司非标准油缸销量图



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

公司非标准油缸市场主要由以下几个细分市场构成:

- ◆ 盾构机油缸, 约占非标准油缸收入的 1/3。恒立的盾构机油缸市场占有率超过 70%。国内最大的盾构机生产商铁建重工和中铁工程装备都是公司的下游客户。公司在该市场竞争地位稳固, 预计未来收入将随着整体市场稳步增长。
- ◆ 海事港口机械油缸, 约占非标准油缸收入的 1/3。产品主要应用在海上作业平台、船用起重机、打桩船和疏浚作业船等处。公司许多客户都是海外客户, 预计未来收入将保持稳定。
- ◆ 高空作业平台、特种车辆等油缸, 约占非标准油缸收入的 1/3。高空作业平台等细分市场空间巨大, 公司产品主要供应国外市场, 未来发展空间很大, 预计将保持快速增长。

4. 液压泵阀产品将进入加速成长期

4.1 液压泵阀市场空间大, 竞争门槛高

挖掘机液压系统一般包括高压油缸 (执行元件)、液压马达 (执行元件)、液压泵 (动力元件)、液压阀 (控制元件)、密封件(辅助元件)等。

图 12:挖掘机液压系统构成



资料来源: 行业资料、东兴证券研究所

液压泵阀的市场规模要大于液压油缸。根据 ISC 统计, 液压产品的销售构成比为: 阀门 19%, 轴向和径向柱塞泵 8%, 齿轮、叶片、摆线、螺杆泵等 10%, 液压缸 19%, 马达和回转执行器 9%, 滤油器(包括滤芯和固体分离器等)4%, 管件和软管总合 15%, 蓄能器 1%, 电子液压 4%, 其他 11%。

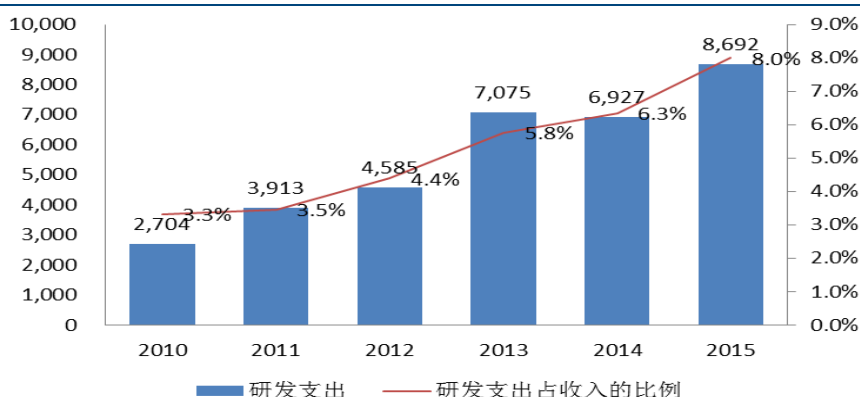
而我们以小型挖掘机为例, 挖掘机配置的液压多路阀和轴向柱塞泵市场价值约 2 万元/台, 而配套的高压油缸(假设为 4 个)则价值约为 1 万元/台。以此来看, 液压泵阀市场规模约是液压油缸的 1.5-2 倍。

液压泵阀比高压油缸门槛更高。泵阀都是液压系统的核心元件, 基本依赖进口。泵阀等核心零部件市场基本都掌握在 husco、川崎(kawasaki)等国外极少数厂家手中。因此, 液压泵阀市场进口替代空间巨大。

4.2 公司泵阀产品已开始批量供货

2013 年 4 月, 恒立油缸投资设立江苏恒立液压有限公司, 计划分期投资, 逐步建成公司液压阀和液压泵生产基地。液压泵阀技术门槛高, 公司设立了专门的液压研究院, 先后聘请了德国、日本、美国等数十位液压领域专家, 与国内液压行业的专家共同组成液压研发团队。从 2010 年到 2015 年, 公司研发支出从 2704 万元增长到 8692 万元, 研发支出占营业收入比例从 3.3% 上升到 8.0%。

图 13: 公司历年研发支出 (万元)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

建成先进精密铸件厂促进新产品开发。除了投入巨资进行研发之外, 公司还投入超募资金 5.96 亿元建设了高精密液压铸件厂, 形成年产 2.5 万吨铸件产能, 以生产工程机械用高压油缸端盖、导向套、高压多路阀阀体、泵、马达壳体等高精密铸件。先进的精密铸件能力也是液压件的核心能力之一, 公司投入巨资建设的先进精密铸件厂将对新产品开发起到有力的支撑作用。

由于泵阀都是液压系统的核心部件, 对整机性能都有重大影响。因此, 下游主机厂商在选择供应商时都会慎重从事。公司的泵阀产品先后经历了台架测试, 装机测试, 客户试用, 然后主机厂才会小规模采购, 最后才是批量采购。

经过两三年的努力,公司的泵阀产品进入了加速成长期。目前,公司的多路阀、柱塞泵方面,已经成功在三一、徐工、柳工、山东临工、山河智能等的小挖上实现小批量配套;其它领域诸如水泥泵车、旋挖钻机、叉车、高空作业车、环卫车辆也实现了样件或小批量。如果一切进展顺利,我们预计 2017 年公司泵阀产品将迎来爆发。

4.3 外延并购加速公司业务发展

在确立了从高压油缸延伸到整个液压系统的战略之后,公司一方面坚持研发新产品,另一方面积极进行外延扩张,先后收购了上海立新,德国哈威 Inline 公司,加快泵阀业务发展。

2012 年 10 月,公司收购上海立新液压 30% 的股份,此后增持股份至 82.86%。上海立新是国内知名工业液压产品制造商,产品包括工业液压阀、小型液压系统等,下游包括冶金、机械、能源、矿山等。收购立新除了使公司获得在国内工业液压领域的知名品牌,还初步获得了工业阀的技术能力。

公司对上海立新进行了业务和人员调整,效果将逐步显现。上海立新是一家始创于 1967 年的国企。公司在收购以后进行了大规模技改和人员结构调整,使得公司支付不少财务费用,拖累了公司的业绩。2014 年和 2015 年,上海立新分别亏损了 1679 万元和 1492 万元。由于过去两年的亏损,很大一部分都是一次性发生的。经过调整之后,我们预计 2016 年上海立新将会至少达到盈亏平衡状态。

2015 年 11 月,公司公告拟收购德国哈威控股有限公司(哈威控股)持有的哈威 InLine 液压有限公司 93.9% 的股权以及哈威 InLine 公司总经理 Andreas Gonschior 先生持有的 InLine 公司 6.1% 的股权,交易价格为 1,370 万欧元(约合 9,389 万人民币)。

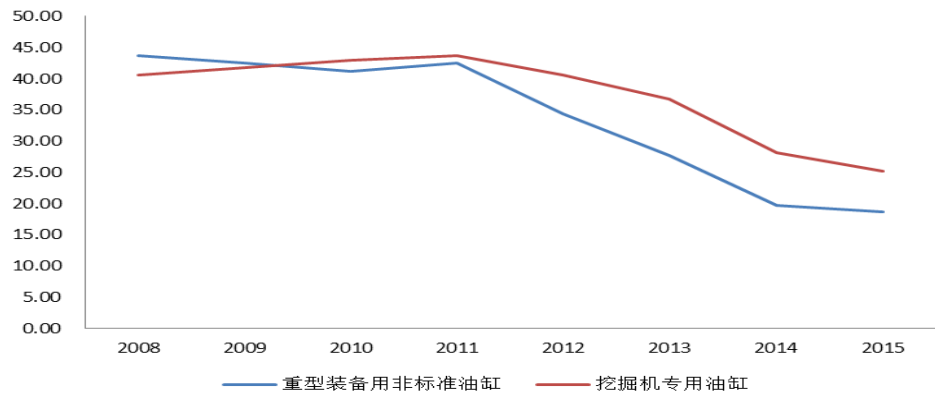
在收购哈威 InLine 的同时,公司还与哈维控股达成了全面的国际合作协议。此次收购加合作将给公司带来巨大的收益:

- ◆ **获得了世界级的轴向柱塞泵技术和产品。**哈威控股是欧洲排名前三的液压件企业。哈威 InLine 的轴向柱塞泵产品技术领先,定位高端。在收购完成后,一方面将促进公司自有轴向柱塞泵技术和产品的提升,另一方面哈威 InLine 的高端产品将和公司自有产品形成有效的高中档搭配。
- ◆ **国际合作协议将会给双方带来良好的协同效应。**哈威 InLine 之前产品主要销往欧美市场,未来将通过公司打开中国市场。而哈威控股将可能采购恒立的精密铸件,从而有效提升恒立铸件厂的产能利用率。

5. 公司利润率将进入拐点

从产品来看,公司重型装备非标准油缸的利润率要低于挖掘机专用油缸的利润率。这主要是由于非标准油缸的竞争更加充分,而挖掘机专用油缸的门槛更高,竞争压力相对更小。

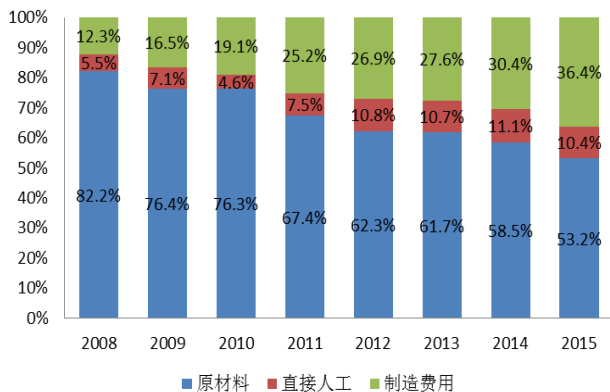
图 14:公司主要产品利润率 (%)



资料来源: wind、东兴证券研究所

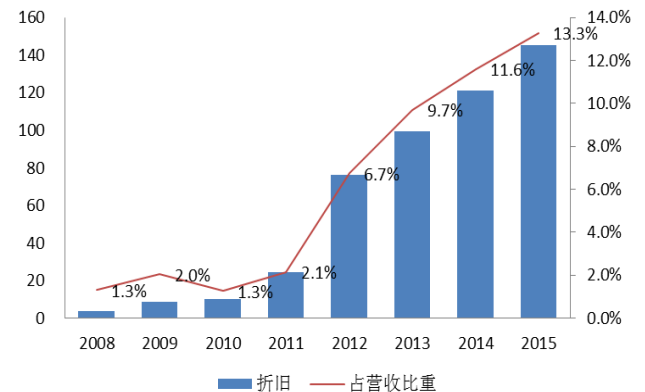
从趋势来看, 2012 年之后油缸的利润率呈现逐年下降的趋势。从 2011 年到 2015 年, 公司非标准油缸的毛利率从 34.3% 下降到 18.6%, 而挖掘机专用油缸的毛利率从 40.2% 下降到 25.2%。

图 15:公司营业成本构成



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 16:公司历年折旧 (百万元)



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

公司毛利率下降, 一方面是下游需求不足导致行业内产能过剩、市场竞争激烈, 另一方面是公司过去几年固定投资带来的折旧摊销不断增长的影响。我们预计公司的利润率将进入拐点:

- ◆ **公司挖机油缸市场占有率已经高达 40%, 垄断竞争格局初现。**从 2011 年到 2015 年, 挖机油缸国内市场销量从 17.8 万台下降到 5.6 万台, 下降了 68%。供大于求的竞争格局导致行业内出现了相当激烈的竞争。目前, 行业内已经经历了重新洗牌, 恒立和日本 KYB 已经占据了近 80% 的市场份额, 市场竞争格局短期内不会再出现较大改变。因此, 我们预计未来市场竞争将逐步趋缓。
- ◆ **公司高投入期已经过去, 未来将迎来收获期。**从 2011 年后, 公司利用募集资金先后投资建设了精密铸件厂、液压泵阀工厂、扩建了油缸生产线。巨额的投入导致公

司折旧逐年增长。从 2011 年到 2015 年, 公司折旧费用从 2432 万元增至 1.45 亿元, 占营业收入的比重从 1.3% 攀升到 13.3%。如此迅猛的折旧费用增长对公司利润率产生了较大影响。目前, 公司高投入期已经过去, 未来资本支出将趋于平稳, 折旧费用增长将趋缓。而另一方面, 公司的巨额投入将逐步迎来收获期, 销售收入和产能利用率将逐步增长。因此, 公司成本结构将逐步得到改善。

6. 盈利预测及估值

公司是我国液压元件的龙头。公司依托高压油缸进入液压系统市场, 目前已经牢固占据了高压油缸市场。在国内挖机油缸市场, 公司市场占有率近 40%。这有效证明了公司的产品和技术能力。与此同时, 公司不断拓展产品线, 向具有更高门槛的泵阀市场进军, 目前产品已经得到国内厂商的认可, 开始批量供货, 即将进入加速发展期。

预测假设如下:

- ◆ **挖机油缸收入启稳, 未来将缓慢增长。**我们预计 2016-2018 年挖机油缸收入分别同比增长 5%、5%和 10%。
- ◆ **非标准油缸仍然保持快速增长。**我们预计 2016-2018 年非标准油缸收入分别同比增长 20%、20%和 20%。
- ◆ **元件与液压成套装备将启稳回升。**在公司对上海立新进行整合调整之后, 我们预计该业务将启稳回升, 2016-2018 年收入分别同比增长 10%、15%和 15%。
- ◆ **油缸配件将有望大幅增长。**随着泵阀产能的提高及德国哈威采购公司精密铸件的逐步展开, 公司油缸配件将有望大幅增长。我们预计 2016-2018 年油缸配件收入分别同比增长 20%、50%和 50%。
- ◆ **液压泵阀进入加速成长期。**公司已经向下游厂家批量供应泵阀产品, 未来将逐步放量, 我们预计 2016-2018 年泵阀收入将分别达到 0.49 亿元、1.22 亿元和 2.44 亿元。

表 3: 公司分业务收入及毛利率预测

单位: 亿元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入						
重型装备用非标准油缸	3.27	4.15	5.16	6.19	7.42	8.91
挖掘机专用油缸	7.50	5.59	4.07	4.27	4.49	4.94
元件与液压成套装置	1.37	0.80	0.81	0.89	1.02	1.17
油缸配件	0.11	0.26	0.67	0.81	1.21	1.82
液压泵阀	0.00	0.04	0.03	0.49	1.22	2.44
合计	12.26	10.84	10.74	12.64	15.36	19.27
毛利率						
重型装备用非标准油缸	27.7%	19.8%	18.6%	19.0%	21.0%	23.0%
挖掘机专用油缸	36.7%	28.2%	25.2%	25.0%	28.0%	31.0%
元件与液压成套装置	35.6%	22.7%	16.7%	18.0%	20.0%	20.0%
油缸配件	34.4%	22.5%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
液压泵阀	0.0%	17.8%	-1.8%	20.0%	25.0%	28.0%
合计	34.21%	24.60%	21.23%	21.23%	23.38%	25.38%

资料来源: wind、东兴证券研究所

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 12.64、15.36 和 19.27 亿元, EPS 分别为 0.10、0.12 和 0.17 元, 对应 PE 分别为 137/118/86 倍。虽然公司短期估值较高, 但是主要受下游需求不足及公司处于高投入期导致的。从长期来看, 公司具有较高的投资价值。

目前, 公司估值处于低位, 市净率仅为 2.28, 而可比上市公司平均市净率为 3.46。考虑到工程机械行业复苏尚未明确, 我们按照市净率 3.0 倍, 给予公司目标价 16.54 元, 较现价存在 32% 的上涨空间, 维持公司“推荐”评级。

表 4: 恒立液压与可比上市公司估值对比

股票代码	股票名称	当前股价	P/B	EPS				P/E			
				2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
601100.SH	恒立液压	12.57	2.28	0.10	0.10	0.12	0.17	126	120	103	75
002026.SZ	山东威达	12.52	3.22	0.23	0.27	0.34	0.40	54	46	37	31
300185.SZ	通裕重工	8.88	2.71	0.13	0.16	0.22	0.28	68	56	40	32
603308.SH	应流股份	24.4	5.64	0.19	0.39	0.58	0.64	128	63	42	38
	平均		3.46						55		

资料来源: wind、东兴证券研究所

7. 风险提示

1、工程机械行业复苏不确定的风险

- 2、公司泵阀产品拓展不及预期的风险
- 3、公司外延收购整合的风险

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1697	2116	2020	2345	2806	营业收入	1093	1088	1281	1556	1952
货币资金	436	656	384	467	586	营业成本	824	857	1004	1191	1455
应收账款	198	232	273	332	416	营业税金及附加	7	9	13	16	20
其他应收款	7	124	145	177	222	营业费用	54	59	64	78	98
预付款项	29	25	35	47	62	管理费用	172	195	218	265	332
存货	459	436	510	606	740	财务费用	-8	-32	-5	7	15
其他流动资产	375	464	464	464	464	资产减值损失	3.40	17.11	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2362	2584	2593	2580	2539	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	13.63	34.91	30.00	30.00	30.00
固定资产	1537.49	1619.72	1640.23	1662.90	1690.90	营业利润	54	18	18	30	64
无形资产	272	266	239	213	186	营业外收入	55.14	58.50	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	94	24	0	0	0	营业外支出	0.75	1.98	0.00	0.00	0.00
资产总计	4059	4701	4613	4924	5345	利润总额	108	75	78	90	124
流动负债合计	391	815	718	966	1273	所得税	19	14	12	14	19
短期借款	40	489	384	588	833	净利润	89	61	66	77	105
应付账款	196	143	165	196	239	少数股东损益	-3	-3	0	0	0
预收款项	44	41	41	41	41	归属母公司净利润	92	64	66	77	105
一年内到期的非	14	19	0	0	0	EBITDA	195	158	215	260	310
非流动负债合计	189	380	344	354	395	BPS (元)	0.15	0.10	0.10	0.12	0.17
长期借款	8	205	205	205	205	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	580	1195	1062	1320	1668	成长能力					
少数股东权益	36	33	33	33	33	营业收入增长	-11.10%	-0.52%	17.76%	21.51%	25.46%
实收资本(或股	630	630	630	630	630	营业利润增长	-76.73%	-65.97%	-4.23%	72.03%	111.28%
资本公积	2086	2086	2086	2086	2086	归属于母公司净利润	-58.49%	-30.89%	3.75%	16.28%	37.21%
未分配利润	618	638	671	709	762	获利能力					
归属母公司股东	3444	3473	3518	3571	3645	毛利率(%)	24.60%	21.23%	21.63%	23.46%	25.47%
负债和所有者权	4059	4701	4613	4924	5345	净利率(%)	8.16%	5.57%	5.15%	4.92%	5.39%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.26%	1.35%	1.43%	1.56%	1.97%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	2.67%	1.83%	1.87%	2.15%	2.88%
经营活动现金流	252	160	81	78	40	偿债能力					
净利润	89	61	66	77	105	资产负债率(%)	14%	25%	23%	27%	31%
折旧摊销	148.42	171.62	202.60	222.48	231.58	流动比率	4.34	2.60	2.81	2.43	2.20
财务费用	-8	-32	-5	7	15	速动比率	3.17	2.06	2.10	1.80	1.62
应收账款减少	0	0	-41	-59	-84	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.28	0.25	0.28	0.33	0.38
投资活动现金流	-470	-564	-212	-170	-120	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.48	6.43	8.33	8.63	8.98
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	14	35	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.10	0.10	0.12	0.17
筹资活动现金流	-60	605	-141	175	199	每股净现金流(最新	-0.44	0.32	-0.43	0.13	0.19
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.47	5.51	5.58	5.67	5.79
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	95.33	143.00	136.72	117.57	85.68
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.62	2.59	2.56	2.52	2.47
现金净增加额	-277	201	-272	83	119	EV/EBITDA	44.37	57.49	34.40	35.96	30.54

资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。