

2017年05月17日

恒立液压 (601100.SH)

挖机需求强劲,高端泵阀放量及海外启动新引擎

■ **高端油缸行业龙头,积极攻克高端液压系统集成。**公司 1992 年成功研发液压油缸,通过对高压油缸制造的技术突破,规模不断扩大,公告显示 16 年挖掘机领域市占率已超过 50%,16 年公司获得卡特彼勒铂金奖章,还积累了包括卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田建机、三一、徐工、柳工、中国中铁等国内外知名主机厂商。同时公司 2012-2013 年公司相继收购了上海立新液压、德国 WACO、德国哈威 Inline 积极进军高端液压泵阀系统产业,并逐步成长为具有国际影响力的液压技术方案提供者。

■ **存量更新叠加基建投资加速,油缸主业强势复苏。**16 年下半年以来,PPP 项目带动基建投资回升,同时存量更换高峰来临,挖机市场需求回暖;工程机械协会数据显示,4 月挖掘机销量 14397 台,同比增长 101%,17 年累计销量 54863 台,同比增长 99.3%。受益于此,公司挖掘机油缸业务持续复苏,16 年共销售挖机专用油缸 13.76 万只,销售收入 5.29 亿元 (+30%)。非标油缸中盾构机板块持续增长,公司公告已拥有中铁工程、中国铁建、中交天和等盾构行业优质客户,“十三五”期间,伴随城轨及地下管廊发展,板块景气度不断抬升。

■ **海外市场加速布局,受益“一带一路”及美国万亿基建规划。**公司于日本、德国、美国均设有销售机构,布局全面,近年加速布局美国等北美市场。特朗普上任后呼吁 1 万亿美元基建计划,未来基建投资市场广阔。公司已积累众多优质美国客户,除挖机领域供货卡特彼勒外,还进入起重机龙头马尼托瓦克、高空作业车龙头特雷克斯等核心厂商,官网显示位于芝加哥的工厂已于 17 年 2 月建设完毕,即将投入使用。公司深入布局美国等市场,海外市场将为公司发展提供持续动力。

■ **液压市场前景广阔,国产设备进军高端领域。**目前全球高端液压泵阀被少数外资企业垄断,公司凭借自主研发+海外并购,部分产品的性能已超过国外同类产品,公告显示已批量配套三一、徐工等国内龙头主机厂,16 年液压泵阀实现收入 8330 万元。液压系统领域,公司公告中标“长春客车液压站项目”,成功进军轨交液压市场,同时开始从事盾构机整体液压系统配套业务,彰显公司液压系统集成实力。

■ **投资建议:**预计公司 2017-2019 年净利润 2.45 亿元、2.95 亿元、3.27 亿元, EPS 0.39 元、0.47 元、0.52 元,公司持续受益挖机回暖,海外市场布局全面,液压泵阀技术日渐成熟、进口替代空间广,维持买入-A 评级,6 个月目标价 17.76 元。

■ **风险提示:**工程机械等下游市场需求下滑,液压泵阀批量供货进展低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,087.6	1,370.1	1,964.1	2,491.5	2,955.0
净利润	63.5	70.4	245.1	294.9	326.6
每股收益(元)	0.10	0.11	0.39	0.47	0.52
每股净资产(元)	5.51	5.56	5.57	5.95	6.36

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	153.7	138.8	39.8	33.1	29.9
市净率(倍)	2.8	2.8	2.8	2.6	2.4
净利润率	5.8%	5.1%	12.5%	11.8%	11.1%
净资产收益率	1.8%	2.0%	7.0%	7.9%	8.2%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.6%	0.7%
ROIC	-0.4%	0.9%	4.8%	5.3%	5.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

矿山冶金机械

投资评级 **买入-A**

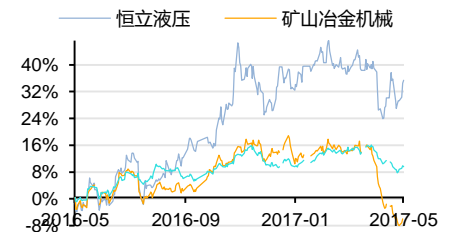
维持评级

6 个月目标价: **17.76 元**
 股价 (2017-05-17) **15.60 元**

交易数据

总市值(百万元)	9,828.00
流通市值(百万元)	9,828.00
总股本(百万股)	630.00
流通股本(百万股)	630.00
12 个月价格区间	11.12/16.97 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.12	-2.64	18.66
绝对收益	-3.25	-6.51	27.56

王书伟

分析师
 SAC 执业证书编号: S1450511090004
 wangsw@essence.com.cn
 021-35082037

李哲

报告联系人
 lizhe3@essence.com.cn

李倩倩

报告联系人
 liqq@essence.com.cn

相关报告

- 恒立液压: 17Q1 业绩反弹, 海外市场/液压泵阀不断发力 2017-05-02
- 恒立液压: 油缸需求复苏, 高端泵阀明年迎拐点 2016-12-09

内容目录

1. 恒立液压：高端油缸行业龙头，积极攻克高端液压系统集成	4
1.1. 深耕挖机油缸 25 年，积极进军高端液压元件产业.....	4
1.2. 非标油缸跨周期增长，高端液压泵阀加速放量.....	5
1.3. 17Q1 毛利影响消除，盈利能力显著回升.....	6
2. 发展战略：深度布局海外，国际化程度不断提升	6
2.1. 海外积累大量优质客户，美国新设工厂深入布局.....	6
2.2. 挖机油缸市占半数以上，“外延收购+战略合作”巩固龙头地位.....	9
3. 油缸业务：挖机油缸行业强劲复苏，非标油缸持续向好	9
3.1. 挖机油缸：景气度持续向好，尽享挖机复苏盛宴.....	9
3.1.1. 多重因素叠加，共促挖掘机销量触底反弹.....	9
3.1.2. 挖机油缸有望触底反弹，挖机油缸销售增速恢复.....	12
3.2. 非标油缸：国内城轨建设高峰来临，受益美国基建大潮.....	13
4. 积极开拓海外市场，受益美国大兴基建投资	14
5. 液压元件及系统：高端领域国产替代，市场规模达 30-40 亿美元	15
5.1. 液压件市场即将起步，国产替代有望加速.....	15
5.2. 液压泵阀：国产替代排头兵，打造公司业绩新引擎.....	17
5.2.1. 液压泵阀高端市场几乎被国外厂商垄断.....	17
5.2.2. 内生+外延齐出击，双线突破高端液压件壁垒.....	18
5.3. 液压系统：已掌握核心技术，中标中车液压系统加快进口替代.....	21
6. 盈利预测与投资评级	22
6.1. 盈利假设.....	22
6.2. 投资建议.....	23
7. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司自成立以来的发展历程及业务拓展.....	4
图 2：公司主要股权结构及所属子公司.....	5
图 3：近年来公司主营业务构成比例.....	5
图 4：2016 年公司营业收入同比增长 26%.....	5
图 5：2017Q1 净利润 5949.1 万元 (+1382%).....	6
图 6：17Q1 毛利率同比提升 8.73 个 pct.....	6
图 7：公司历年制造费用在营业成本占比较大.....	6
图 8：2016 年公司折旧费用占比高达 12.82%.....	6
图 9：2016 年公司海外营业收入占比 29%.....	7
图 10：公司的全球布局.....	7
图 11：恒立液压挖掘机专用油缸销量及市场占有率.....	9
图 12：16 年下半年挖掘机销量显著回暖.....	10
图 13：2016 年房地产开发累计投资完成额同比增速加快.....	10
图 14：2016 年房屋累积新开工面积同比增速加快.....	10
图 15：2017 年 1-3 月基建投资累计增速 25.34%.....	11
图 16：PPP 项目情况.....	11
图 17：挖掘机年限占比.....	11
图 18：挖机保有量.....	11

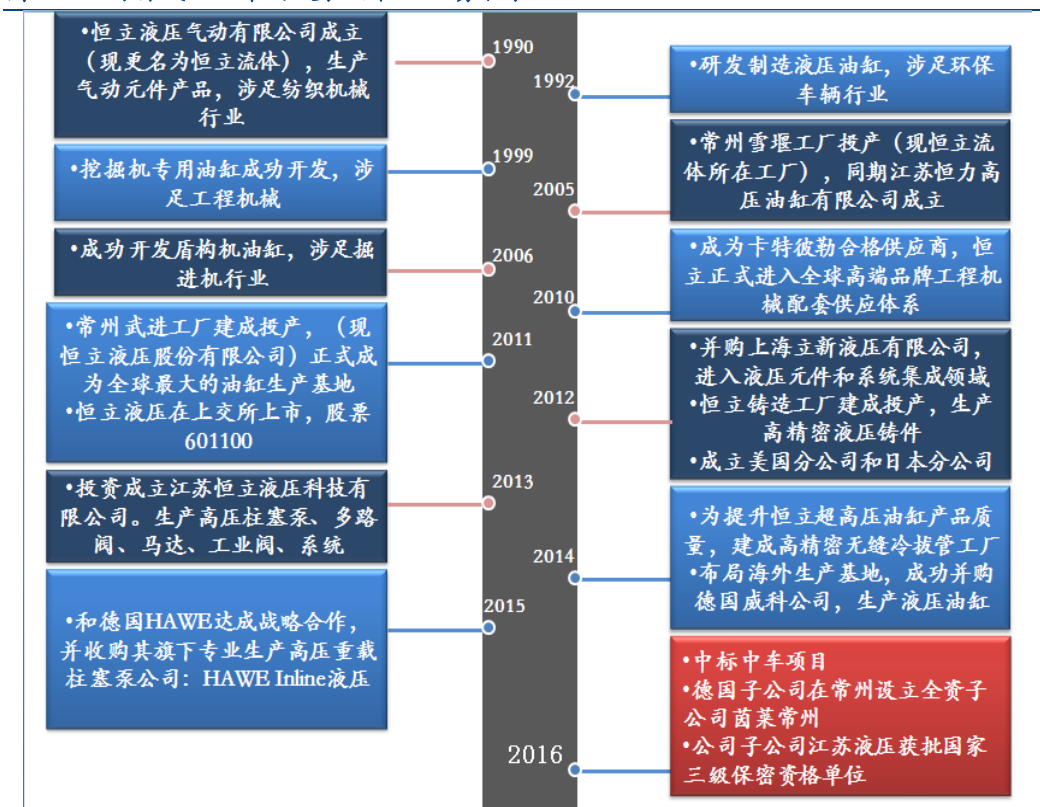
图 19: 公司挖掘机专用油缸销量	12
图 20: 恒立液压挖掘机专用油缸销售收入及收入增速	12
图 21: 公司重型装备非标准油缸营业收入 (百万元)	13
图 22: 公司重型装备非标准油缸销量 (万只)	13
图 23: 十三五期间城市轨交建设进入高峰	14
图 24: 2016-2018 年建成城市轨交 2000 公里以上	14
图 25: 液压系统四大关键部件	15
图 26: 液压件产品结构	15
图 27: 我国高端液压元件市场规模约 30-40 亿美元	16
图 28: 我国液压件进出口供需表	16
图 29: 我国液压件需求总量	16
图 30: “中国制造 2025”核心基础零部件---液压件展开	17
图 31: 2005-2015 中国液压工业产值及预测 (亿元)	17
图 32: 液压国际巨头历年营收及净利润 (百万欧元)	18
图 33: 公司研发费用占应收的比重不断增加	19
图 34: 公司在液压元件领域逐步实现技术突破	19
图 35: 2016 年小挖销量遥遥领先	19
图 36: 行走液压阀	20
图 37: 液压轴向柱塞泵	20
图 38: 2011-2016Q3 HAWE 控股财务状况 (百万欧元)	21
图 39: 2011-2015Q3 HAWE Inline 营收 (百万欧元)	21
图 40: 公司近三年液压泵阀收入情况	21
表 1: 公司高端装备制造液压核心零部件全球生产基地	8
表 2: 我国未来基建资产投资规模预测	11
表 3: 市占率 50% 条件下公司挖机油缸收入敏感性分析 (每个挖机配四支油缸)	12
表 4: 公司非标油缸主要应用方向	14
表 5: 液压件相关政策规划	17
表 6: 国际液压知名企业	18
表 7: 公司行走液压控制多路阀产品应用领域	18
表 8: 公司业务拆分预测 (亿元)	22

1. 恒立液压：高端油缸行业龙头，积极攻克高端液压系统集成

1.1. 深耕挖掘机油缸 25 年，积极进军高端液压元件产业

公司于 1990 年成立，1992 年成功研发液压油缸，经过 25 年的专注与创新，成为全球最具规模挖掘机油缸以及大型特种高压油缸的研发制造供应商。同时，公司积极进军高端液压元件产业，产品已经涵盖高压油缸、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。

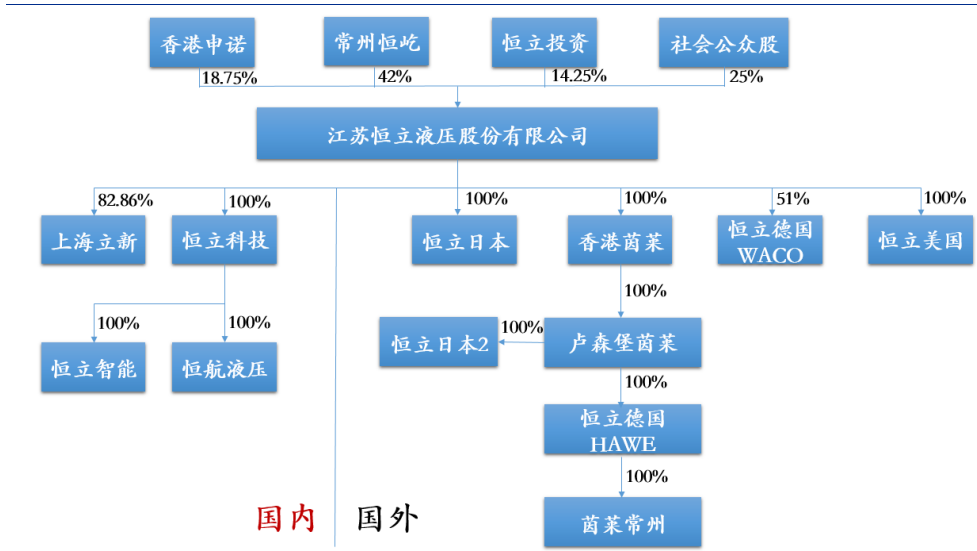
图 1：公司自成立以来的发展历程及业务拓展



资料来源：公司公告、公司官网、安信证券研究中心

公司股权较为集中，第一大股东为常州恒屹流体科技，截止 2017 年一季末，持股 2.65 亿股，持股比例 42%；公司实际控制人为汪立平先生、钱佩新女士。

图 2：公司主要股权结构及所属子公司



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

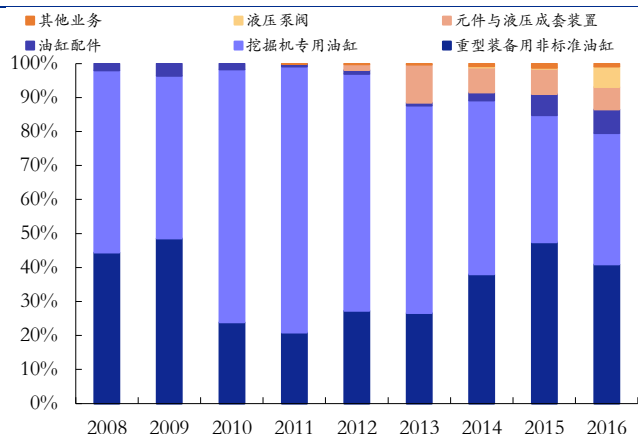
1.2. 非标油缸跨周期增长，高端液压泵阀加速放量

受益 16 年下半年挖掘机销量回暖，年报显示，16 年公司共销售挖机专用油缸 13.76 万只，销售收入 5.29 亿元 (+30%)，收入占比 38.64% (+1.23 个 pct)，明显复苏。挖掘机行业经历过去 5 年低迷，公司行业地位更加稳固，公告显示公司的挖机专用油缸市占率 50% 以上。

非标油缸业务营收持续增长，2011 年公司重型机械非标油缸业务 2.36 亿元，2015 年达到 5.6 亿元，营收占比从 2011 年的 21% 上升到 2016 年的 41%，已超过挖掘机油缸收入规模。非标油缸下游应用广泛，16 年盾构机板块非标油缸收入增长较快，同比大幅增长 29%，公司公告已拥有中铁工程、中国铁建、中交天和等盾构行业优质客户，“十三五”期间，伴随城轨及地下管廊发展，盾构机行业景气度高，经测算有望保持 16% 左右年均增速。

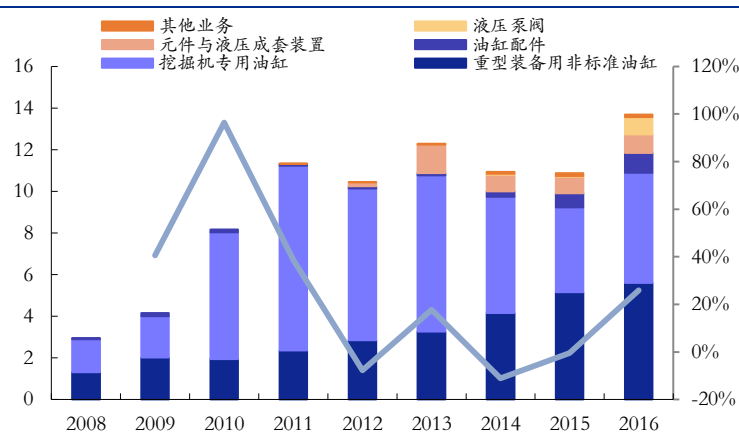
16 年受子公司恒立科技一期泵阀车间逐步投产以及并购生产液压柱塞泵德国哈威茵莱公司的影响，公司液压泵阀销售开始出现大幅增长，2016 年液压泵阀营业收入达 8,330 万元，大幅超过公司 2015 年液压泵阀全年营业收入 304.61 万元，液压泵阀及成套装置营收占比已经上升到 16% 以上。

图 3：近年来公司主营业务构成比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2016 年公司营业收入同比增长 26%

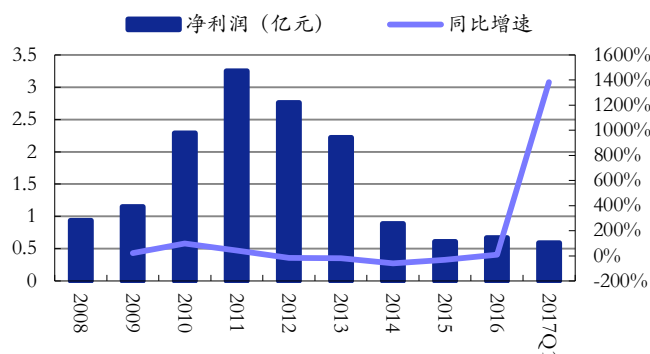


资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.3. 17Q1 毛利影响消除，盈利能力显著回升

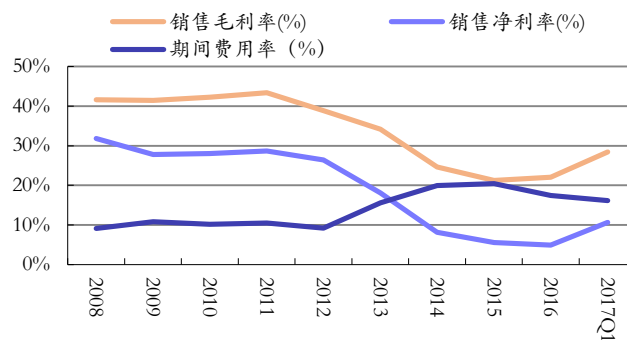
16年公司毛利率处于低位，系高精密液压铸件和泵阀新项目前期资本支出大。当前高投入期已经度过，未来资本支出将趋于平稳，折旧费用增长将趋缓，17Q1公司盈利能力已显著回升，综合毛利率28.44%，同比增加8.73个pct。未来受益摊销折旧减少及产能不断释放，预计公司盈利能力将持续好转。

图 5：2017Q1 净利润 5949.1 万元 (+1382%)



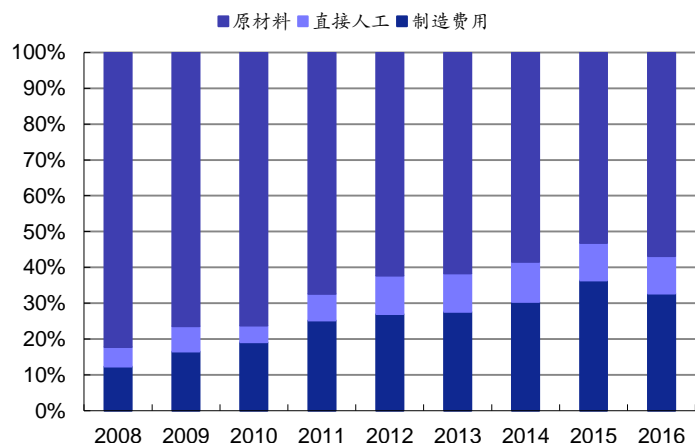
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：17Q1 毛利率同比提升 8.73 个 pct



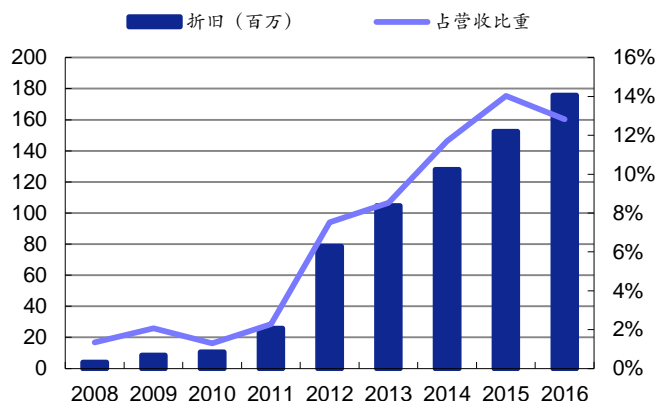
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：公司历年制造费用在营业成本占比较大



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2016 年公司折旧费用占比高达 12.82%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 发展战略：深度布局海外，国际化程度不断提升

2.1. 海外积累大量优质客户，美国新设工厂深入布局

公司产品销量主要受下游工程机械行业的景气度的影响，而工程机械行业整体受基础设施建设固定资产投资与房地产投资等因素影响比较显著，因此，布局多个市场可以有效对冲因固定资产投资减少而导致公司业绩大幅下滑的风险。以液压巨头博世力士乐为例，其总部设在欧洲，营销网点辐射全球。2015年在欧洲、亚洲、美洲销售收入分别为32/12/10亿欧元，总计54亿欧元，欧洲以外地区的营收占比达到41%，国际化市场程度很高。

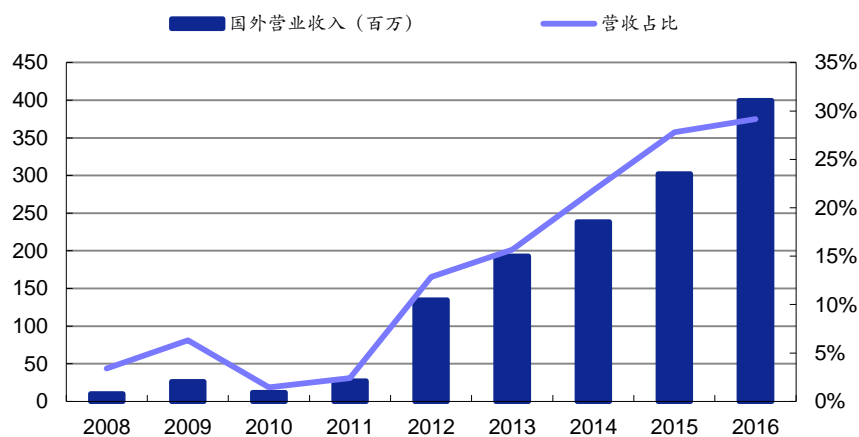
坚持海外市场布局，国际化程度不断加深。2010年以后海外营收占比不断增长，2016年接近30%，同比提升1.38个pct，生产产品已经销往20多个国家和地区，服务于全球1200

多家知名企业。海外业务主要是欧洲市场的海工海事，波浪补偿器及船舶等；北美市场，包括高空作业车、起重机、旋挖钻等。以挖机客户为例，客户不仅包括柳工、三一、徐工、玉柴等国内著名挖掘机品牌，还包括卡特彼勒、神钢、久保田、洋马、加藤、日立和沃尔沃等国际著名挖掘机品牌。

为加快全球布局，提高海外营收占比，公司在海外也积极建造研发中心和制造基地。目前，公司全球拥有4个研发中心（柏林、斯图加特、常州、上海）及7大制造基地（分布于德国、中国常州、上海），遍及工程车辆、港口船舶、能源开采、隧道机械、工业制造等诸多行业。目前，公司已经逐步的打开了美国市场，未来可期。公司在美国招聘了国际知名液压公司全球销售团队开辟当地渠道、制定营销策略。2016年成果开始体现，公司与美国最大的起重设备厂商达成合作，进军北美高空作业车市场并取得良好效果。此外，公司在芝加哥投资建立的集研发、生产、试验、售后服务为一体的现代化工厂即将投入运营，标志着公司美国本土化进程的基本落成，未来预计会为公司带来一个很大的海外增量市场。

北美市场上，特朗普上任后呼吁1万亿美元基建计划，未来基建投资市场广阔。公司官网信息显示，公司位于芝加哥的工厂已于17年2月建设完毕，即将投入使用。公司深入布局美国等市场，海外市场将为公司发展提供持续动力。

图 9：2016 年公司海外营业收入占比 29%



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：公司的全球布局



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 1：公司高端装备制造液压核心零部件全球生产基地

基地名称	行业地位	基地概览
油缸基地（常州）	全球规模最大的高压油缸生产基地	
铸造基地	国内首个规模化生产高精密液压铸件基地	
液压泵阀生产基地	工信部强基工程示范项目	
立新液压生产基地（中国上海）	新中国液压行业摇篮	
哈维莱茵生产基地（德国柏林）	中国制造 2025 与德国工业 4.0 对接代表项目	
恒立芝加哥工厂	集研发、生产、试验、售后服务为一体的现代化工厂	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

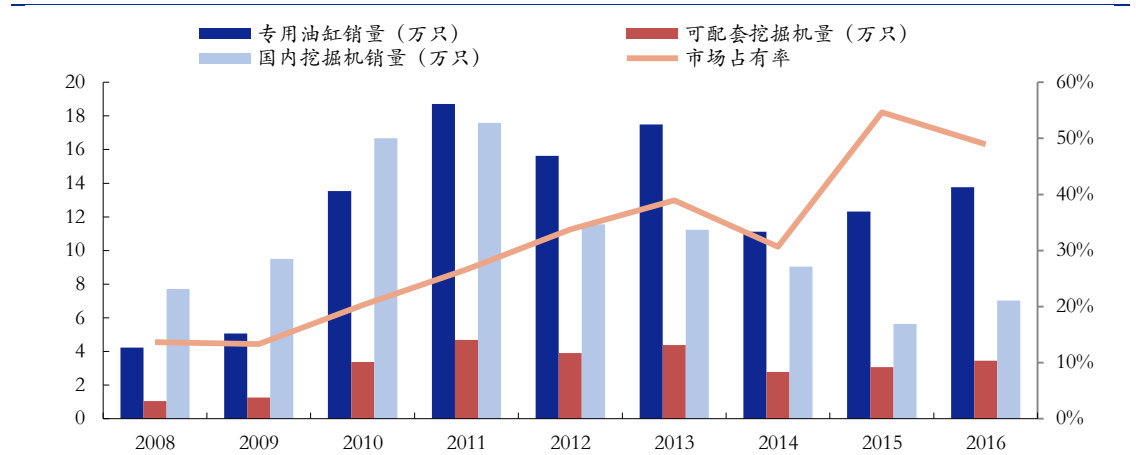
2.2. 挖机油缸市占半数以上，“外延收购+战略合作”巩固龙头地位

收购哈威 InLine，国际化布局成绩喜人。公司与德国哈威控股、Andreas Gonschior 先生（哈威 InLine 液压有限公司总经理）于 2015 年 11 月 12 日签订《国际合作协议》，各方拟在研发、采购、销售、品牌等方面全方位进行战略合作，并且收购了其旗下主营液压轴向柱塞泵研发、制造与销售的哈威 InLine，使公司在液压系统领域的发展更进一步。

高市占率优势难以撼动。作为国内四大挖掘机专用油缸供应商中唯一一家国内自主品牌企业，2016 年报显示，公司挖机油缸市场占有率 50% 以上，并实现 20% 出口；盾构机油缸销售增长 29%，集中了中铁工程、中国铁建、中交天合、三三工业等一批盾构机行业优质客户，目前盾构机专用油缸国内市场市占率超过 70%；海事油缸领域客户包含 TTS、麦基嘉、国民油井等，龙头地位难以撼动。

“外延发展&战略合作”强化市场龙头地位。2012-2013 年公司相继收购了上海立新液压有限公司、德国 WACO 公司、德国 HAWE Inline，拓展自身产业链，提高市场占有率。同时，公司为石油天然气开采平台提供配套液压油缸和系统，与国民油井 NOV、挪威 TTS 等企业达成合作，不断提升自身竞争优势。公司通过外延收购及战略合作的方式，使自身龙头地位持续巩固。

图 11：恒立液压挖掘机专用油缸销量及市场占有率



资料来源：工程机械协会，安信证券研究中心

3. 油缸业务：挖机油缸行业强劲复苏，非标油缸持续向好

3.1. 挖机油缸：景气度持续向好，尽享挖机复苏盛宴

3.1.1. 多重因素叠加，共促挖掘机销量触底反弹

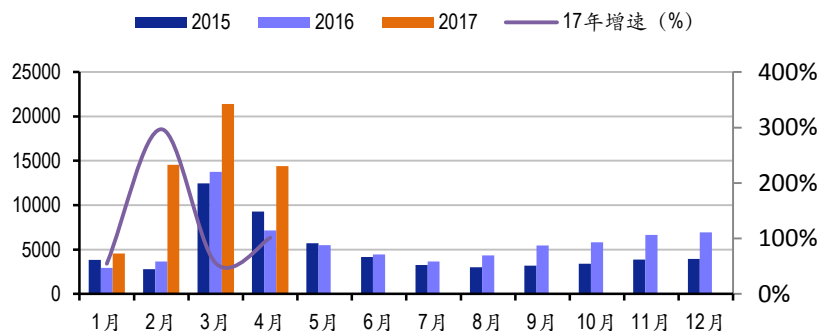
工程机械行业在产业链中处在中游位置，主要驱动因素有城镇固定资产投资增速、房地产新开工面积增速以及基建投资增速。具体到每个产品而言，下游的侧重各有区别。以挖掘机为例，约有 40%-50% 需求来自于房地产投资，20%-30% 需求来自于基础设施建设，10%-20% 需求来自于矿产开采，其余为制造业投资等。

挖机销量强力反弹，行业春意正暖。由于宏观经济的发展阶段的变化、市场和客户需求的变化、政策大力支持（如 4 万亿刺激）等多重因素，我国以挖掘机为代表的工程机械行业在 2011

年之前一直处于快速增长期，而 2011 年之后便进入深入调整期，市场需求极度萎靡，导致以挖掘机等工程机械销量大幅减少，各个企业库存大幅增加。

挖机销量持续向好。工程机械行业于 2016 年下半年情况逐渐改变，政策刺激与需求回暖叠加，共同推动以挖掘机为代表的工程机械产品显著回暖。根据工程机械协会数据，2016 年下半年以来，挖掘机连续 5 个月销量增速超过 50%；今年 4 月挖掘机销量 14397 台，同比增长 101.19%，2017 年 1-4 月累计销量 54863 台，同比增长 99.3%，累计销量占 2016 年全年销量的 78%

图 12：16 年下半年挖掘机销量显著回暖



资料来源：工程机械协会，安信证券研究中心

2016 年挖机销量提升主要来自政府 ppp 项目，未来 2 年依靠基建发力与更新换代带来的强大需求：

- **2016 年房地产投资增速加快，促进挖机销量回升。**2016 年房地产行业景气度较高，房地产累计开发投资完成额同比和房屋累计新开工面积同比增速明显加快。由于挖机销量受房地产影响较大，因此挖机销量在 2016 年下半年开始出现强力反弹。

图 13：2016 年房地产开发累计投资完成额同比增速加快



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14：2016 年房屋累积新开工面积同比增速加快



资料来源：Wind，安信证券研究中心

- **基建投资快速增长，PPP 持续发力。**根据统计局数据，2016 年全国固定资产投资（不含农户）596501 亿元，同比增长 8.1%，增速明显加快。基建投资维持高位，国家财政部通过 PPP 等方式筹措资金支持相关投资，前三批 PPP 项目累积投资 2.98 万亿元。PPP 项目主要投资于能源、交通、市政以及环保等众多基建领域。随着我国基建等固定资产投资投入不断加快，对挖掘机的需求也有很大的拉升作用。

表 2：我国未来基建资产投资规模预测

项目	规划
PPP 项目	未来 10 年，PPP 项目总投资有望达到 30 万亿
铁路建设	“十三五”新增铁路 3 万公里，其中，高铁 1.1 万公里
公路建设	“十三五”，新增公路 43 万公里，新改建主体公路 3 万公里
机场建设	5 年新增机场 50 个以上，预计 2020 年全国民用运输进厂总数超过 260 个
轨道交通	5 年新增轨道交通里程约 3000 公里
海绵城市	5 年相应建设总投资规模将达到 2 万亿

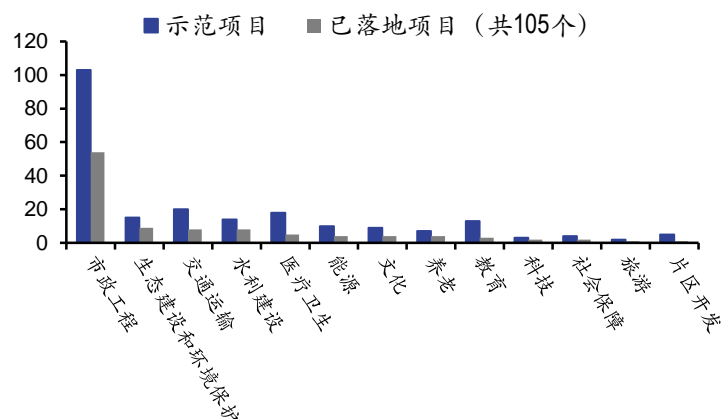
资料来源：财政部，安信证券研究中心

图 15：2017 年 1-3 月基建投资累计增速 25.34%



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

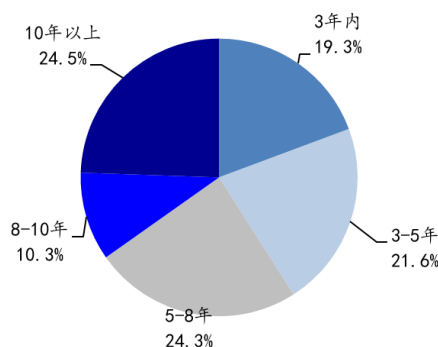
图 16：PPP 项目情况



资料来源：财政部，安信证券研究中心

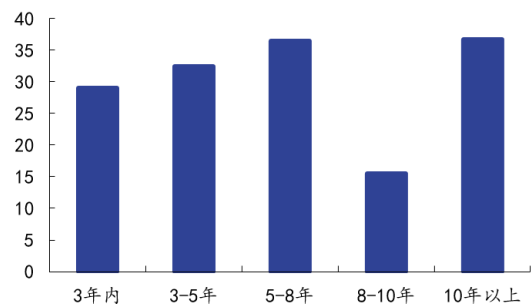
- 目前挖掘机更新需求逐渐占据市场主导。2015 年我国挖掘机保有量 150 万-160 万台，从使用年限上看，3 年以内的占比 19%、3-5 年的占比 22%、5-8 年的占比 24%（四万亿刺激拉动）、8-10 年的占比 10.3%、10 年以上的占比 24%。工程机械一般寿命 7-10 年，未来 2-3 年预计将有 40-60 万台挖掘机需要更新换代，如果未来 3 年每年更新 10 万台，也已经超过 2015 年全年挖掘机销量。因此，我们认为，挖掘机的更新换代将对挖掘机的销量起到了一个巨大托底作用。

图 17：挖掘机年限占比



资料来源：工程机械协会，安信证券研究中心

图 18：挖机保有量



资料来源：工程机械协会，安信证券研究中心

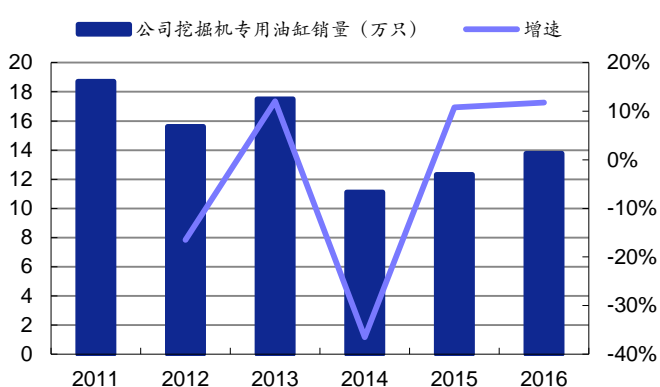
挖机景气度持续将持续。受政策调控影响，预计房地产增速在 2017 年将回调在一个较低的增速。为了维持经济较为稳定的增长 (+6.5%)，基建投资增速有望加快，将对挖机销量增长

产生推动作用。此外，挖机更新换代需求为挖机增量市场产生了巨大的托底作用。因此，我们认为挖机行业将逐步恢复正常业态，景气度或持续 2-3 年。

3.1.2. 挖机油缸有望触底反弹，挖机油缸销售增速恢复

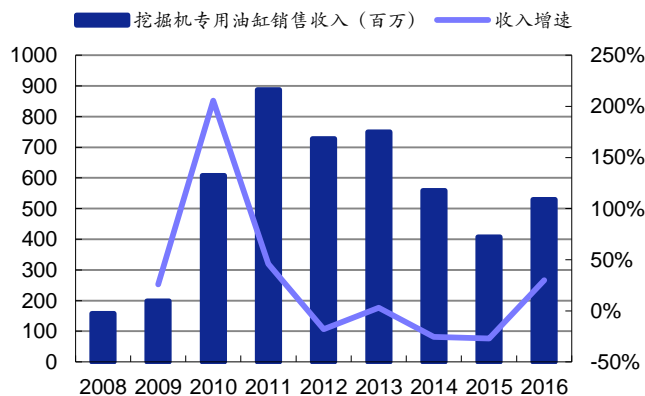
挖机市场回暖带动挖机油缸销量的提升。公司作为挖机油缸龙头企业，将充分受益于挖机行业景气度的持续回升。目前公司高端液压油缸产能 35 万只，其中挖掘机油缸产能 20 万只，另外公司专门给卡特彼勒建两条线 10 万只，总共 30 万只。挖机油缸每天生产量 850-900 支。挖机销量的大幅增长直接带来公司订单的增长，调研信息显示，公司目前挖机油缸在手订单充足，产能已经基本处于满负荷状态。随着挖机油缸订单的明显回升，公司挖掘机专用油缸销售收入增速逐渐恢复，现金流逐步改善，企业的盈利基础正在边际改善。

图 19：公司挖掘机专用油缸销量



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20：恒立液压挖掘机专用油缸销售收入及收入增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

2017 年挖掘机行业销量预计达到 10-12 万台左右，挖掘机用油缸收入预计 8 亿元左右。根据产业调研，目前小挖油缸单价 2500-3000 元/支 (4 支约 1 万元)，中挖油缸单价 4500-5000 元/支，大挖油缸单价 1-1.5 万元/支。鉴于此，我们做了如下情景测算，假设公司挖机油缸在市占率 50% 左右，收入显著受挖机整体销量和挖机油缸销售结构（小挖、中挖和大挖占比变化影响挖机油缸均价）的影响，公司业绩弹性非常大。我们按照 2017 年挖掘机行业销量 10 万台左右进行测算，预计公司挖机油缸收入 8 亿元左右。

表 3：市占率 50% 条件下公司挖机油缸收入敏感性分析（每个挖机配四支油缸）

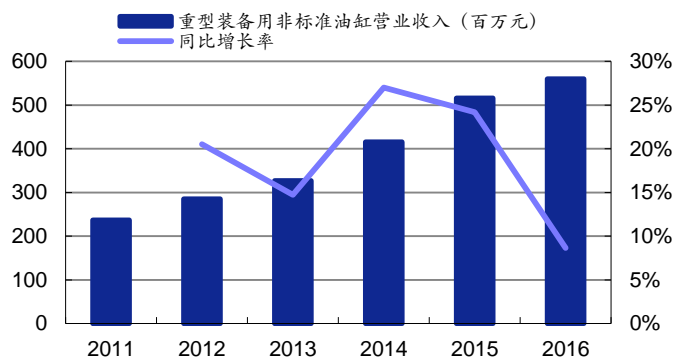
营收 (亿元)	油缸均价 (元)						
	3000	3500	4000	4500	5000	6000	7000
6.0	3.6	4.2	4.8	5.4	6	7.2	8.4
6.5	3.9	4.55	5.2	5.85	6.5	7.8	9.1
7.0	4.2	4.9	5.6	6.3	7	8.4	9.8
7.5	4.5	5.25	6	6.75	7.5	9	10.5
8.0	4.8	5.6	6.4	7.2	8	9.6	11.2
8.5	5.1	5.95	6.8	7.65	8.5	10.2	11.9
9.0	5.4	6.3	7.2	8.1	9	10.8	12.6
9.5	5.7	6.65	7.6	8.55	9.5	11.4	13.3
10.0	6	7	8	9.00	10	12	14
10.5	6.3	7.35	8.4	9.45	10.5	12.6	14.7
11.0	6.6	7.7	8.8	9.9	11	13.2	15.4
11.5	6.9	8.05	9.2	10.35	11.5	13.8	16.1
12.0	7.2	8.4	9.6	10.8	12	14.4	16.8
12.5	7.5	8.75	10	11.25	12.5	15	17.5
13.0	7.8	9.1	10.4	11.7	13	15.6	18.2

资料来源：安信证券研究中心测算

3.2. 非标油缸：国内城轨建设高峰来临，受益美国基建大潮

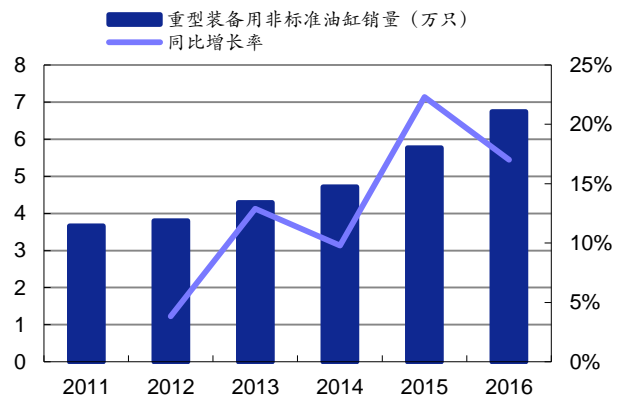
非标油缸发展较为迅速。公司 2016 年非标油缸实现销售收入 5.6 亿元，同比增长 8.53%，占比 41%。

图 21：公司重型装备非标油缸营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：公司重型装备非标油缸销量（万只）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

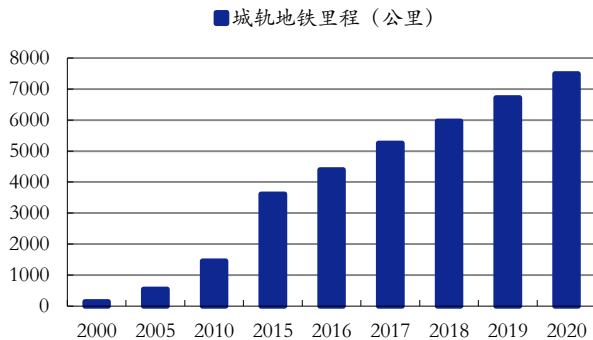
轨交、铁路等交运领域基建加快，盾构机油缸销量有望发力。盾构机通常用于隧洞施工，自动化程度高、节省人力等优点。盾构机上通常有百根油缸，又是耗损品，例如地铁挖十多公里就需要更换油缸。

根据统计，“十二五”期间全国轨道交通建成 1900 公里以上，完成投资 1.2 万亿元。2016 年 3 月 14 日在今年两会期间，交通部长杨传堂指出，在“十三五”时期，我国还要加大城市轨道交通的发展力度，到 2020 年有望达到 6000 公里，最后长远规划在 7000 公里以上。也就是说十三五期间，我国城市轨道交通将新增里程 2500 公里以上，同比十二五期间增长了 31.57%。

但是，我们初步统计了国家已批复的 40 个城市轨道交通建设规划，规划总里程约 8500 公里。

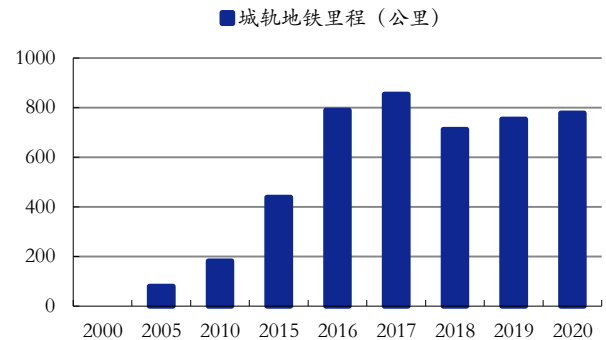
2015 年在建项目就已经达到 3300 公里,如果“十三五”期间完成这些在建项目并实现通车,未来五年新增里程就达到 3300 公里,因此整个“十三五”期间城轨通车里程可能将远远超过此前新增 2500 公里的规划,很可能达到或超过 8000 公里,预计到 2020 年我国开通地铁的城市将约 50 个。随着政府的规划方案逐步落地,叠加中国轨道交通的加速建设和公司去年已经中标的中车项目,未来公司应用在交通领域的盾构机油缸销量有望进一步突破。

图 23: 十三五期间城市轨交建设进入高峰



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 交通部, 安信证券研究中心

图 24: 2016-2018 年建成城市轨交 2000 公里以上



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 交通部, 安信证券研究中心

城市轨交一般按 2 公里一个标段进行招标,一个标段的中标单位自行采购盾构机施工。“十三五”期间城市轨交新增里程将超过 3000 公里,即双线 6000 公里。以此测算,共需盾构机 3000 台次。按照利旧率 30%计算,新增盾构机需求在 2100 台,年均需求 420 台。单台地铁盾构机价值量 5000 万元左右,仅地铁盾构机板块年均市场规模将达到 210 亿元。再考虑其它板块盾构机使用,国内盾构机总市场规模达到 350~420 亿元。一台盾构机的液压系统占其价值量的 20-30%,估计 1000-1250 万元,需要配置 30-40 支专用油缸、无数的泵阀组成的系统集成。2015 年,公司生产的盾构机油缸销售增长 55%,在全球市场占有率 60%、国内市场占有率 85%。

表 4: 公司非标油缸主要应用方向

非标油缸业务方向	油缸类型	主要应用行业	主要客户
盾构机	推进油缸、铰链油缸、伺服油缸、提升油缸、抓举油缸等	地铁、铁路、公路、市政、水电等隧道工程	中铁轨道、中铁隧道、南车隧道、北京华遂通
海工平台	平台滑移油缸、隔水管张紧油缸、挖泥船油缸等	钻井平台、挖泥船、翻滚船等船舶	振华重工、TTS 集团、麦基嘉、中海油

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4. 积极开拓海外市场, 受益美国大兴基建投资

海外市场重点开拓美国市场,受益于特朗普新政府加大投资用于基础设施建设。公司在美国招聘了国际知名液压公司全球销售团队开辟当地渠道、制定营销策略。2016 年成果开始体现,公司与美国最大的起重机设备厂商达成合作,进军北美高空作业车市场并取得良好效果。此外,公司在芝加哥投资建立的集研发、生产、试验、售后服务为一体的现代化工厂即将投入运营,标志着公司美国本土化进程的基本落成,未来预计会为公司带来一个很大的海外增量市场。受益于特朗普新政中万亿美金基建项目投资计划,预计未来三年出口美国的业务量将有一个较大的增长。目前美国业务增量来自于汽车吊和高空作业车用油缸(一些大型企业关闭自己的配套厂而转移向中国厂商采购):

- 挖掘机油缸进入卡特彼勒供应体系: 公司自 2010 年成为卡特彼勒合格供应商,正

式进入全球高端品牌工程机械配套供应体系。目前为卡特彼勒提供小挖、迷你挖和大挖用油缸占公司收入的 20%左右。

- **汽车吊积极开拓龙头企业：**美国最大的汽车吊龙头企业包括 MANITEX、MANITOWOC，目前带来的意向性油缸订单每年约 1200 万美元，预计未来 3 年公司配套汽车吊专用油缸产销规模与目前配套美国挖机油缸需求量相当（约 2 亿元左右）。
- **高空作业平台：**根据 IPAF 数据显示，2015 年全球高空作业平台租赁市场设备保有量约为 112 万台，其中美国市场保有量约 60 万台，超过全球保有量一半。公司正在积极开拓的主要客户为特雷克斯、SNorkel，预计高空作业车用油缸这一市场未来 3-4 年也基本与目前配套美国挖机油缸需求规模相当。

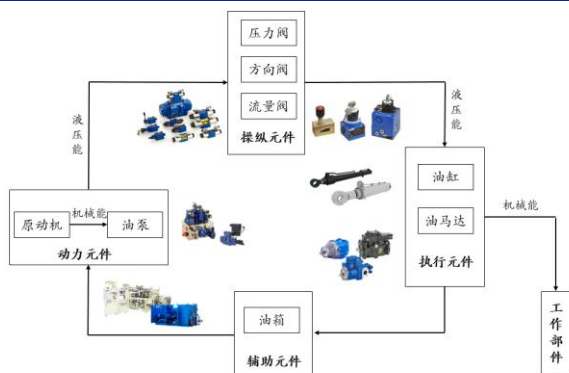
因此，我们认为，随着我国基建投资增速不断加快，叠加美国加快其国内基础设施建设带来的挖掘机用油缸和非标油缸需求巨大的潜在市场，公司业绩将会持续收益于公司国际化的推进。

5. 液压元件及系统：高端领域国产替代，市场规模达 30-40 亿美元

5.1. 液压件市场即将起步，国产替代有望加速

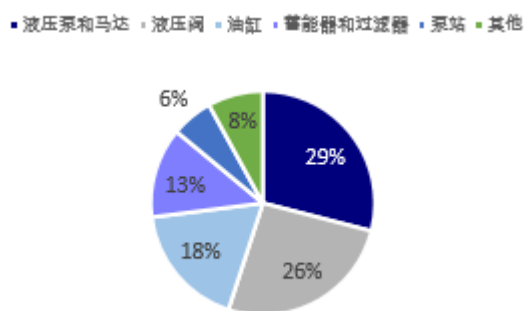
核心的液压系统包括液压泵、阀、马达、油缸四大类液压元件，上千个品种，上万种规格，广泛用于工程机械、农业机械、冶金矿山机械、塑料机械等各个行业。液压件产品结构中，液压泵和马达、液压阀的销售占比分别为 29%、26%，在我国需求量之大不言而喻。

图 25：液压系统四大关键部件



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

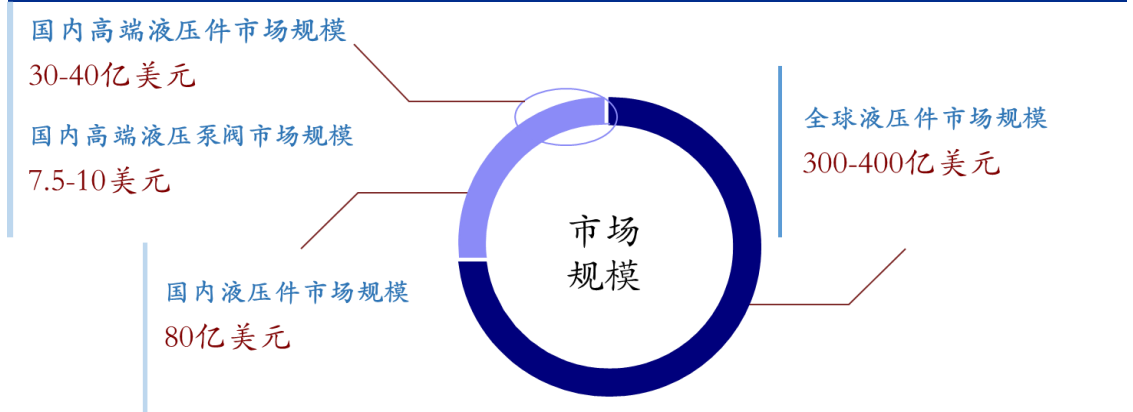
图 26：液压件产品结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

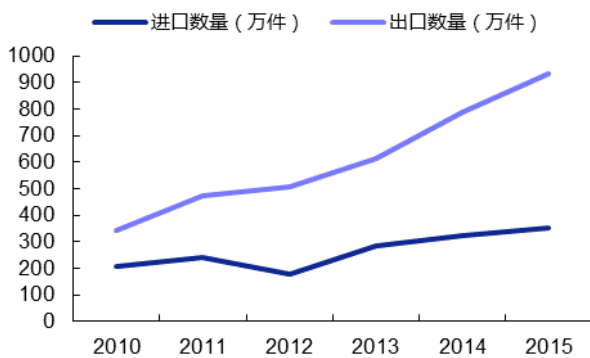
我国高端液压件市场规模达 200 亿元。我国作为最大的工程机械生产国，亦是全球最大的液压元件需求国，受国内宏观经济形势的影响，近几年液压件需求呈现小幅负增长，但是需求总量仍居世界第一。业内专家预计，全球液压件市场大约 300-400 亿美元，国内液压件市场约 80 亿美元，折合人民币约 500 亿元，高端液压件进口约 30-40 亿美元，液压泵阀约 25%。纵观中国进出口液压件数量，中国进口数量常年保持稳定，主要原因是由于高端液压件市场大部分被进口部件垄断。

图 27：我国高端液压元件市场规模约 30-40 亿美元



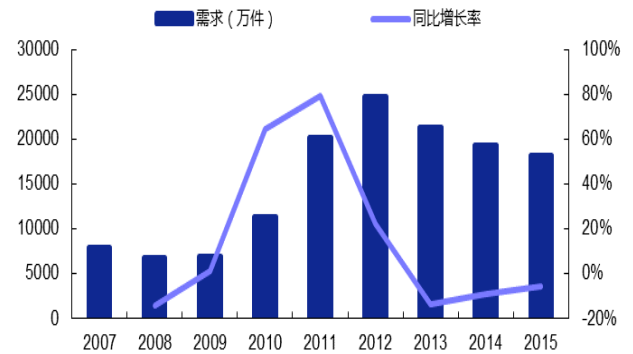
资料来源：安信证券研究中心

图 28：我国液压件进出口供需表



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 29：我国液压件需求总量



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

我国处于液压行业产业链低端位置。我国液压行业发展时间短、产业集中度较低，大多数企业规模小、自主创新能力不足，大部分液压产品处于价值链中低端，研发投入占销售额比例不足 3%，产品集中度和品牌影响力都较弱。高端液压元件产品方面基本被美德日等几家液压公司所垄断，大多依赖进口。从近五年来液压件出口均价长期低于 100 美元来看，也能看出中国液压件制造商绝大部分都处于高竞争中低端领域，虽然国内有少数液压件生产企业取得了技术突破，但尚未实现规模生产。

我们认为，一些有技术、有产品的国内领先的液压件厂商将会在液压件国产替代过程中充分受益。

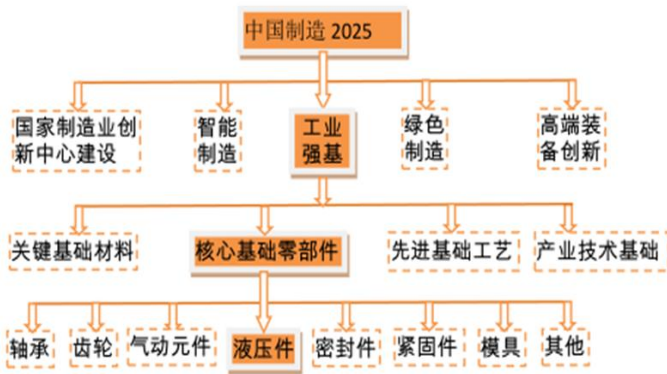
政策加码高端装备与智能制造，液压行业国产替代步伐有望加速。国家近期相继发布《液压气动密封行业“十三五”发展规划》、《智能制造发展规划》和《中国制造 2025》，重点突出中国集中优势、提高产品质量、加快替代高端进口产品步伐和智能化进程。其中《液压气动密封行业“十三五”发展规划》明确指出，十三五期间，我国液压销售额年均增长不低于 6%，到 2020 年达到 669 亿元，60% 以上高端液压元件及系统实现自主保障，受制于人的局面逐步缓解，装备工业领域急需的液压元件及系统得到广泛推广和应用。政策持续发力，利好我国高端液压件行业的发展。

表 5：液压件相关政策规划

政策名	主要内容
《液压气动密封行业“十三五”发展规划》	<p>*《行业发展规划》针对目前行业发展存在的问题，提出了质量为先、整体推进、市场主导、企业为主、自主研发、两化融合。</p> <p>*产业集中度方面，培育建设一批规模适度，优势突出的“专、精、特、新”小巨人企业。</p> <p>*到 2020 年行业各专业的产业集中度 CR10 有明显提高。原则，行业规模增长方面，行业销售额年均增幅不低于 6%，出口额年均增幅达 7% 以上，约占行业销售额的 10%。</p>
《智能制造发展规划》(2016-2020 年)	<p>*智能制造装备和先进工艺在重点行业不断普及，离散型行业制造装备的数字化、网络化、智能化步伐加快，流程型行业过程控制和制造执行系统全面普及，关键工艺流程数控化率大大提高；在典型行业不断探索、逐步形成了一些可复制推广的智能制造新模式，为深入推进智能制造初步奠定了一定的基础。</p> <p>*推动改革我国制造业供给侧结构性，打造我国制造业竞争新优势，实现制造强国。</p>
《中国制造 2025》	<p>*三步原则： 一.到 2025 年迈入制造强国行列 二.到 2035 年中国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平 三.到新中国成立一百年时，综合实力进入世界制造强国前列</p> <p>*过去 20 年，市场经济的崛起、国家的建设高潮助推着中国工程机械行业的飞速发展，尽管形成了门类齐全、独立完整的体系，但与世界先进国家的水平相比，我国工程机械行业仍然大而不强。数据显示，我国液压元器件等关键零部件的进口成本长期占到制造成本的 40% 以上，核心基础零部件等工业基础能力薄弱，这是制约我国工程机械行业甚至整个制造业创新发展和质量提升的症结所在</p>

资料来源：工信部，安信证券研究中心

图 30：“中国制造 2025”核心基础零部件---液压件展开



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31：2005-2015 中国液压工业产值及预测（亿元）



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

5.2. 液压泵阀：国产替代排头兵，打造公司业绩新引擎

5.2.1. 液压泵阀高端市场几乎被国外厂商垄断

液压泵是液压系统的动力元件，负责将机械能转化为工作液体压力能。液压阀是液压系统的操作元件，包括压力阀、流量阀和方向阀等。它们的作用是根据需要无级调节液动机的速度，并对液压系统中工作液体的压力、流量和流向进行调节控制。二者相当于液压系统中提供动力的心脏和控制肌肉的神经，至关重要，其发展历程基本与液压行业发展一致。

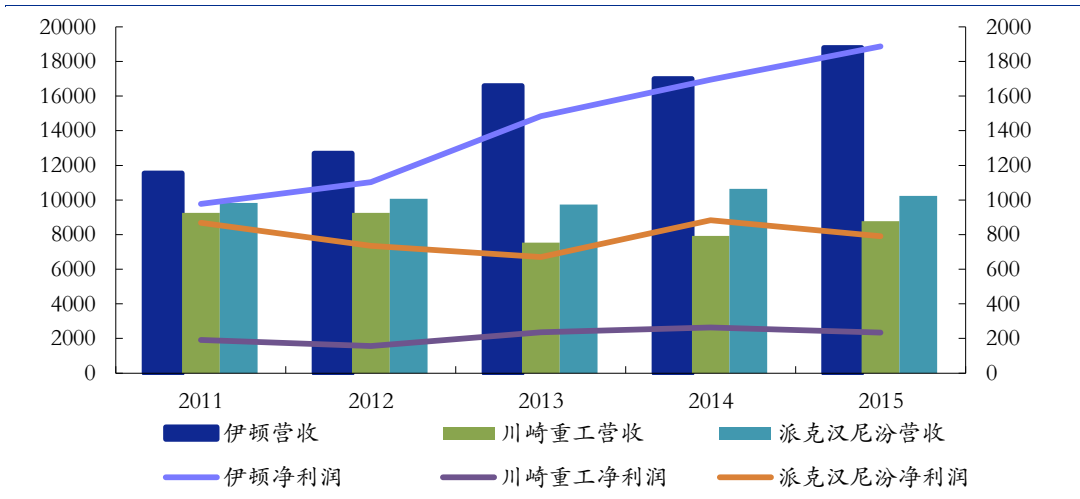
目前，全球的高端液压泵阀几乎被博世力士乐、川崎重工、伊顿、派克汉尼汾等少数几家液压生产企业所垄断，其中博世力士乐、川崎重工占据了相当的国内市场份额。如德国力士乐 2015 年全球销售额达 403 亿元人民币，欧洲占比 59%、美国占比 19%、亚太和美洲占比 22%，其年销售额已经接近我国规模以上企业销售额总和。

表 6：国际液压知名企业

公司名称	注册地	公司简介
博世力士乐 Rexroth	德国	力士乐致力于为各类机械和系统设备提供安全、精准、高效以及高性价比的传动与控制技术。公司融合全球的应用经验，研发创新的产品，为行走机械、机械应用与工程、工厂自动化及可再生能源每一个细分市场的客户量身定制系统解决方案及服务。博世力士乐同时为客户提供各种液压、电子传动与控制、气动、齿轮、线性传动及组装技术。公司业务遍及全球 80 多个国家，拥有 37,500 多名专业员工，2015 年全球的销售额近 403 亿人民币。
派克汉尼汾 Parker	美国	派克汉尼汾公司是全球一流的制造公司，致力于提供一流的产品及用户服务。作为纽约证券交易所 500 强公司之一（纽约证交所交易代码：PH），在运动控制方面分布于 1000 多个工业和航空领域。派克汉尼汾公司是唯一一家为客户提供液压、气动和机电一体化运动控制方案的制造商。公司在其领域内拥有最大的销售网络，有超过 7500 个销售商在为世界各地 400,000 个客户提供服务。
川崎重工 Kawasaki	日本	川崎重工株式会社(TYO: 7012)，乃日本的重工业公司，川崎重工起家于在明治维新时代，并以重工业为主要业务，与 JFE 钢铁（原川崎制铁）及川崎汽船有历史渊源。主要制造航空宇宙、铁路车辆、建设重机、电动自行车、船舶、机械设备等。[
伊顿 Eaton	美国	伊顿（EATON）公司是一家多元化的动力管理公司。作为全球技术领导者，伊顿致力于提供高效节能的解决方案，帮助客户更有效的管理电力、液压和机械动力。伊顿于 2012 年 11 月收购了库柏工业集团。2012 年伊顿和库柏两家公司的总销售额为 218 亿美元。伊顿拥有约 10.3 万名员工，产品销往 175 多个国家和地区。

资料来源：wind，安信证券研究中心

图 32：液压国际巨头历年营收及净利润（百万欧元）



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

5.2.2. 内生+外延齐出击，双线突破高端液压件壁垒

公司目前已经可以批量将部分高端液压泵阀国产化。公司液压泵产品主要包括定量泵、变量泵、单级泵和多级泵。液压阀产品主要包括压力阀、流量阀和方向阀。公司的液压泵除与阀配套使用在挖掘机上外，还广泛使用在高空作业车、注塑机、平地机、起重机、海工、港口机械、旋挖钻机等领域，其中行走液压控制多路阀产品运用广泛。公司在泵阀领域的突破，离不开公司持续高增长的研发投入及技术积极引进战略。

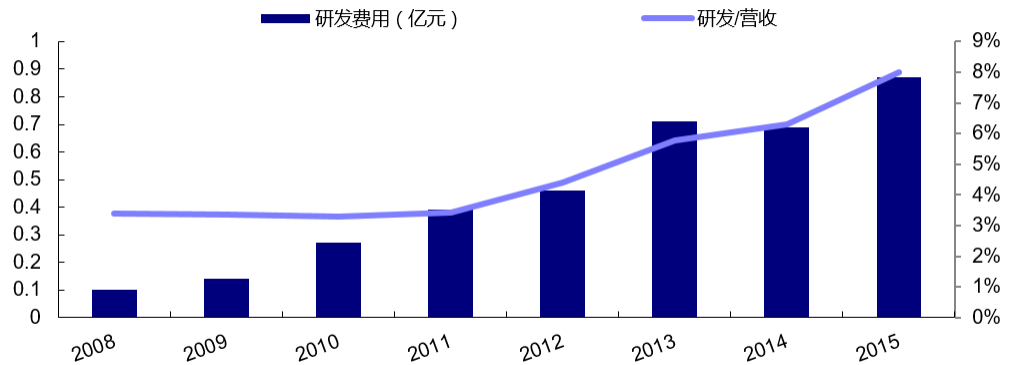
表 7：公司行走液压控制多路阀产品应用领域

产品系列	应用领域
HVS	挖掘机
HVSM	起重机、两头忙、伸缩臂叉车
HVSF、HVSH	叉车、环卫车
HVSP	旋挖钻、高空作业车、农林业

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

研发投入持续增加，高端技术不断被突破。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 33：公司研发费用占营收的比重不断增加



资料来源：wind，安信证券研究中心

在高端进口液压件领域，公司异军突起。公司油缸实现量产并占据了大部分市场。其他核心元件领域，公司也在不断寻求技术突破。2014 年公司成功开发 8T 多路阀及柱塞变量泵，突破 Rexroth、Parker、Eaton、Kawasaki 等外国液压企业对中国液压泵阀市场的垄断。2016 年上半年，公司研发出的 6T\8T 挖掘机专用高压柱塞泵和多路控制阀两项产品已批量供给三一重工、徐工集团、柳工集团等配套单位，性能达到并部分超过国际主流产品水平，液压泵阀进入快速发展期。

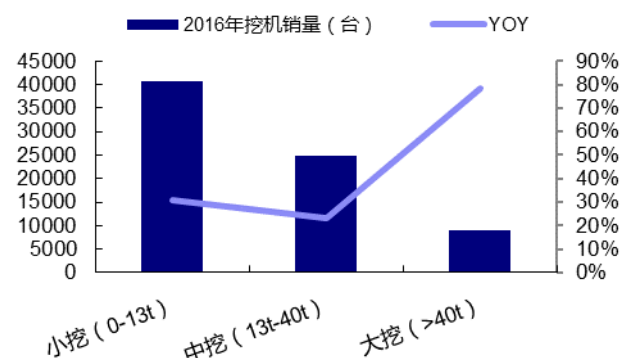
公司目前的挖掘机用泵阀主要用于 6 吨、8 吨级的国产小型挖机产品，未来计划继续开发 13 吨级中小挖用泵阀及其他车型配套产品。2016 年小挖销量约 4.1 万台，销量最大。伴随公司液压泵阀项目产能逐步释放及持续的科研投入转化为产品（如中挖用泵阀），叠加进口替代孕育的庞大市场规模，助力公司液压泵阀业绩有望持续提升。

图 34：公司在液压元件领域逐步实现技术突破



资料来源：安信证券研究中心

图 35：2016 年小挖销量遥遥领先



资料来源：工程机械协会，安信证券研究中心

图 36: 行走液压阀



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 37: 液压轴向柱塞泵



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

携手哈威，加速海外高端技术的引进。公司与德国哈威控股、Andreas Gonschior 先生（哈威 InLine 液压有限公司总经理）于 2015 年 11 月 12 日签订《国际合作协议》，各方拟在研发、采购、销售、品牌、股权等方面全方位进行战略合作：

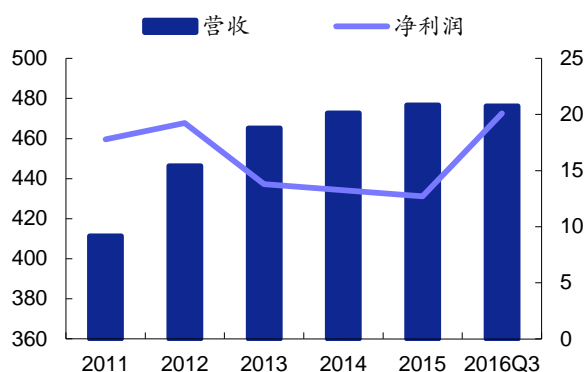
- **全球供应链合作。**利用各自的资源优势，为对方公司在采购业务方面提供便利。哈威控股优先考虑采购恒立的铸件产品。
- **全球销售与品牌合作。**公司和哈威控股将在展会参展方面开展合作，共同进行品牌推广。
- **全球研发合作。**将“德国工业 4.0”与“中国制造 2025”实现有效对接。用中国完备的工业体系和巨大的市场对接德国先进技术，优势互补，实现共赢。
- **收购 InLine 100% 股权。**公司公告收购生产液压柱塞泵德国哈威控股有限公司持有的哈威 InLine 液压有限公司 100% 股权。**哈威 inline 是由哈威 Hydraulik 控股的子公司，主要从事液压轴向柱塞泵研发、制造与销售。**

公司将用哈威公司的 4.0 工厂技术来打造恒立油缸的液压泵阀新增长点。哈威在德国境内有 4 个生产厂，6 家境外 100% 的控股公司和 30 多个全球范围销售服务网点，**主要产品有变量轴向柱塞泵、径向柱塞泵、手动泵，方向阀（截止式，滑阀式）、压力阀、流量阀。**

特别地，通过对 InLine 的收购，一方面公司可以依托 InLine 平台，将极大的提升公司在液压泵领域的竞争力，与公司的油缸产品形成有效的互补；另一方面，InLine 公司也将突破资金瓶颈、铸件供应质量差及产能瓶颈，共享公司的资金、人才、科技、资源、原料、渠道、终端销售等平台，在液压市场上有望获得更大发展。

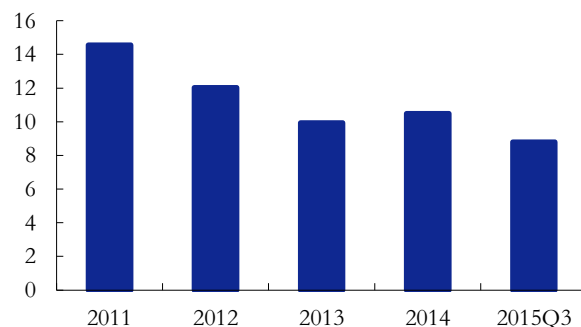
此外，2016 年 11 月，哈威 InLine 拟在常州设立全资子公司，将德国品质液压泵产品引进中国，利用公司在我国液压领域的影响力和渠道资源，进一步提升公司高压柱塞泵产品在亚太地区的市场占有率。

图 38: 2011-2016Q3 HAWE 控股财务状况 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 39: 2011-2015Q3 HAWE Inline 营收 (百万欧元)

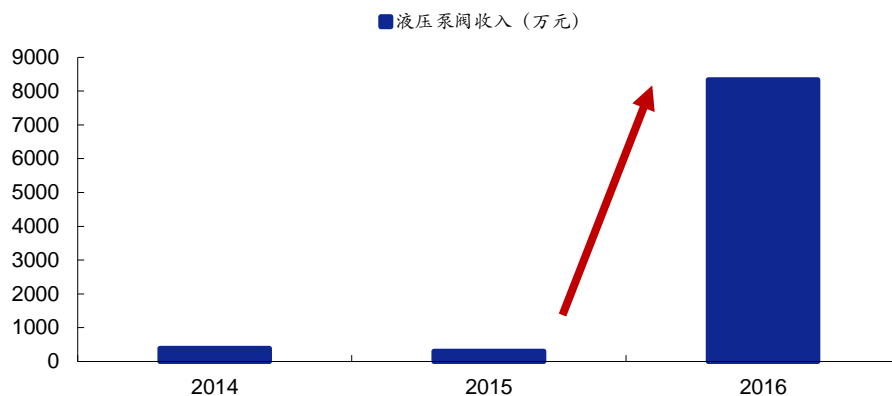


资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

公司还从德国引进熔炼、浇铸、制芯、在线检测、机器人去毛边等先进生产设备，采用世界先进的湿砂造型工艺和静压造型线，生产高精密液压铸件，形成年产产能 2.5 万吨高精密液压件。

液压泵阀收入大幅增长，尽享国产替代红利。受到子公司恒立科技一期泵阀车间逐步投产以及并购生产液压柱塞泵德国哈威茵莱公司的影响，公司液压泵阀业务呈现出快速增长态势，未来将充分享受国产替代红利（液压泵国内市场规模约 45-60 亿元，高端液压件 180-240 亿元），是公司未来业绩增长的新引擎。

图 40: 公司近三年液压泵阀收入情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

5.3. 液压系统：已掌握核心技术，中标中车液压系统加快进口替代

公司已经自主掌握了高端液压元件中的油缸技术和小挖用液压泵阀等技术，这些都是液压系统中必不可少的一部分。随着公司高端液压元件技术不断取得新进展，有望成为国内液压系统整体方案的提供商，进口替代的空间广阔。

液压系统斩获成效，逐渐获得认可。①2016 年 2 月，公司投资成立江苏恒航液压技术有限公司，并于 8 月获得军工三级保密资质，将面向航空、航天、船舶等行业专用设备的高端液压元件和系统领域，有望进一步增强公司在海工平台领域优势；②公司凭借在液压领域的技术和品牌优势脱颖而出，于 2016 年 10 月中标中车项目。此次中标验证了公司在液压系统领

域的核心竞争力，进一步奠定了公司在液压领域的行业地位。

液压系统价值含量高，未来可期。以盾构机液压系统为例，液压系统占其总价值约的 20-30%，达 1000-1250 万元，国内盾构机整体液压系统市场规模约为 16 个亿元。公司凭借其技术优势，有望率先分享液压系统这块市场的大蛋糕。

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利假设

挖掘机油缸业务：2016 年国内挖掘机销量 7 万台，随着挖机行业的回暖，2017、2018、2019 年国内挖掘机销量有望达到 10 万台、11.5 万台、12.5 万台，同时公司挖掘机油缸市占率稳中略升，测算出公司 2017-2019 年预计将销售 20 万只、24.38 万只、28 万只挖掘机油缸（每个挖机 4 支油缸）。若每只油缸均价 4000 元，那么 2017-2019 年公司挖掘机油缸业务营收预计为 8 亿元、9.75 亿元、11.4 亿元。

非标挖机油缸：2016 年公司非标油缸受海事油缸不景气的影响，营收增长 8.53%，增速下降，对应公司 5 万只产能。调研信息显示，2017 年公司在手订单充足，已经排产到 7-8 月份，预计 2017 年全年销售 7 万只左右，2018 年有望达到 10 万只。因此，我们预计 2017-2019 年非标油缸收入分别为 7.84 亿元、9.8 亿元、11.27 亿元。

液压泵阀：2016 年液压泵阀营收 8330 万元、2017 年公司每月生产液压油泵已经达到 700 套左右，按照每套价格 1.3-1.5 万元，预计 2017 液压泵阀收入达到 1.09-1.26 亿元，2019 年有望突破 3 亿元。

元件与液压装置成套设备：预计 2017-2019 年营收分别为 1.08 亿元、1.24 亿元、1.39 亿元，同比增长分别为 20%、15%、12%。

油缸配件：预计 2017-2019 年营收分别为 1.43 亿元、1.85 亿元、2.32 亿元，同比增长分别为 50%、30%、25%。

表 8：公司业务拆分预测（亿元）

	2017E	2018E	2019E
产品总收入	19.63	24.89	29.53
产品总成本	14.16	18.06	21.29
挖掘机专用油缸	8.00	9.75	11.40
产品毛利率	30.50%	30.00%	30.50%
重型装备用非标准油缸	7.84	9.80	11.27
产品毛利率	26.00%	25.50%	26.00%
液压泵阀	1.10	1.98	2.77
产品毛利率	30.00%	30.00%	30.00%
元件与液压成套装置	1.08	1.24	1.39
产品毛利率	18.00%	18.50%	18.00%
油缸配件	1.43	1.85	2.32
产品毛利率	26.00%	24.50%	24.00%

资料来源：安信证券研究中心

6.2. 投资建议

综上，我们预计公司 2017-2019 净利润 2.45 亿元、2.95 亿元、3.27 亿元，EPS 0.39 元、0.47 元、0.52 元，公司持续受益国内挖机强势复苏、城轨地铁大发展，海外市场积累优质客户资源、并于美国投资设厂深入布局。同时公司液压泵阀技术日渐成熟、进口替代空间广，维持买入-A 评级，6 个月目标价 17.76 元。

7. 风险提示

工程机械等下游市场需求下滑，液压泵阀批量供货进展低于预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,087.6	1,370.1	1,964.1	2,491.5	2,955.0	成长性					
减:营业成本	856.7	1,068.4	1,409.5	1,801.4	2,131.0	营业收入增长率	-0.5%	26.0%	43.4%	26.9%	18.6%
营业税费	9.0	19.2	15.7	17.4	21.9	营业利润增长率	-66.0%	284.9%	228.3%	22.5%	13.4%
销售费用	59.1	68.9	98.2	125.1	148.3	净利润增长率	-30.9%	10.8%	248.4%	20.3%	10.8%
管理费用	194.6	200.4	281.8	348.8	422.6	EBITDA 增长率	-20.6%	55.8%	71.1%	16.2%	6.5%
财务费用	-32.2	-29.8	-42.4	-54.1	-58.9	EBIT 增长率	-130.2%	-391.2%	365.1%	21.4%	14.5%
资产减值损失	17.1	25.8	10.0	12.0	10.0	NOPLAT 增长率	-129.6%	-363.0%	414.8%	22.9%	13.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.6%	-3.4%	10.5%	9.6%	9.4%
投资和汇兑收益	34.9	53.2	40.0	42.5	41.2	净资产增长率	0.7%	0.8%	-0.1%	6.3%	6.6%
营业利润	18.3	70.4	231.2	283.3	321.4	利润率					
加:营业外净收支	56.5	21.6	58.3	60.5	61.4	毛利率	21.2%	22.0%	28.2%	27.7%	27.9%
利润总额	74.8	92.1	289.6	343.8	382.8	营业利润率	1.7%	5.1%	11.8%	11.4%	10.9%
减:所得税	14.2	24.7	55.0	61.9	70.8	净利润率	5.8%	5.1%	12.5%	11.8%	11.1%
净利润	63.5	70.4	245.1	294.9	326.6	EBITDA/营业收入	12.7%	15.7%	18.8%	17.2%	15.4%
						EBIT/营业收入	-1.3%	3.0%	9.6%	9.2%	8.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	523	468	360	288	248
						流动资产周转天数	344	276	200	202	208
						流动资本周转天数	631	581	431	396	400
						应收账款周转天数	93	94	70	75	92
						存货周转天数	148	135	121	123	122
						总资产周转天数	1,450	1,301	950	795	741
						投资资本周转天数	1,048	859	620	538	496
						投资回报率					
						ROE	1.8%	2.0%	7.0%	7.9%	8.2%
						ROA	1.3%	1.3%	4.5%	4.8%	4.9%
						ROIC	-0.4%	0.9%	4.8%	5.3%	5.5%
						费用率					
						销售费用率	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
						管理费用率	17.9%	14.6%	14.4%	14.0%	14.3%
						财务费用率	-3.0%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.0%
						三费/营业收入	20.4%	17.5%	17.2%	16.8%	17.3%
						偿债能力					
						资产负债率	25.4%	32.0%	31.6%	35.8%	36.7%
						负债权益比	34.1%	47.1%	46.3%	55.7%	58.1%
						流动比率	2.60	2.16	1.78	1.98	2.29
						速动比率	2.06	1.61	1.24	1.35	1.61
						利息保障倍数	0.43	-1.36	-4.45	-4.23	-4.46
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	-	0.08	0.09	0.10
						分红比率	59.5%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.6%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	60.6	67.4	245.1	294.9	326.6	EPS(元)	0.10	0.11	0.39	0.47	0.52
加:折旧和摊销	152.4	175.7	179.9	199.1	193.7	BVPS(元)	5.51	5.56	5.57	5.95	6.36
资产减值准备	15.4	25.8	-	-	-	PE(X)	153.7	138.8	39.8	33.1	29.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.8	2.8	2.6	2.4
财务费用	-26.0	-27.5	-42.4	-54.1	-58.9	P/FCF	24.8	21.3	-47.7	44.9	43.7
投资损失	-34.9	-53.2	-40.0	-42.5	-41.2	P/S	9.0	7.1	5.0	3.9	3.3
少数股东损益	-2.9	-3.0	-10.6	-13.0	-14.7	EV/EBITDA	74.5	45.6	26.6	23.1	22.0
营运资金的变动	-23.1	96.4	-309.3	-311.5	-305.3	CAGR(%)	66.9%	66.7%	38.0%	66.9%	66.7%
经营活动产生现金流量	159.7	7.4	22.7	72.9	100.3	PEG	2.3	2.1	1.0	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-564.0	-37.2	6.5	-174.1	-217.5	ROIC/WACC	-0.0	0.1	0.5	0.5	0.6
融资活动产生现金流量	604.9	196.2	-309.6	259.4	256.3	REP	-81.4	33.8	5.7	4.7	4.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034