



# 恒立液压中报预告点评：兼具周期+成长优势，受益下游需求拉动，中报业绩超预期

## 相关重点报告

《机械 2017 年中期投资策略：工匠时代，质造未来》2017.6.30

《工程机械 6 月数据持续超预期，坚定推荐行业龙头三一重工和恒立液压》2017.7.16

《工程机械 2017 年一季报预告点评：一季度业绩加速增长符合预期，二季度仍将高增长》2017.4.17

《机械行业周报：挖机销量延续高增长，面板&半导体处投资向上周期，轨交有望恢复增长》2017.6.12

《徐工机械 2016 年报点评：四季度业绩加速回暖，起重机械领先市场》2017.3.28

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

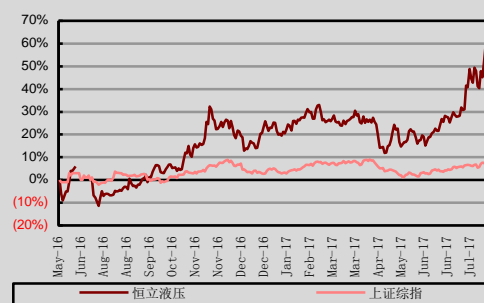
机械设备：工程机械

杨绍辉\*

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001  
(8621)2032 8569  
shaohui.yang@bocichina.com

\*陈祥为本报告重要贡献者

## 一年股价表现



资料来源：万得资讯、中银证券

恒立液压(601100.CH/人民币 20.50, 未有评级)发布中报预告,营业收入 13.6 亿, 归属母公司净利润 1.6 亿元, 同比增长 471%。主要得益于下游工程机械板块的整体复苏, 上半年主要产品油缸和泵阀销量均显著增长。公司作为零部件龙头供应商, 挖机油缸产品成供不应求状态, 非标油缸受益于盾构机的需求刺激, 新产品泵阀产销量迅速爬坡。由于上半年订单消化和增长惯性, 我们认为下半年下游挖机销量环比下降, 但对公司产品需求依旧成高增长态势, 我们重点推荐关注。

## 事件

恒立液压 7 月 19 日发布中报预告, 营业收入 13.6 亿, 归属母公司净利润 1.6 亿元, 同比增长 471%。主要得益于下游工程机械板块的整体复苏, 上半年主要产品油缸和泵阀销量均显著增长。

图表 1. 2017 年工程机械板块部分公司中报业绩预报

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	2017 年中报归母净利润 (百万元)	同比增速 (%)
601100.CH	恒立液压	118	162	471
000425.CH	徐工机械	275	500-600	1,508~1,981
000528.CH	柳工	101	238.2~246.2	1,390~1,440
000157.CH	中联重科	334	1,100~1,300	231~255
002097.CH	山河智能	65.64	79~88	350~400
000680.CH	山推股份	71.10	45~60	226~335
603338.CH	浙江鼎力	101	143	70

资料来源：公司公告、中银证券

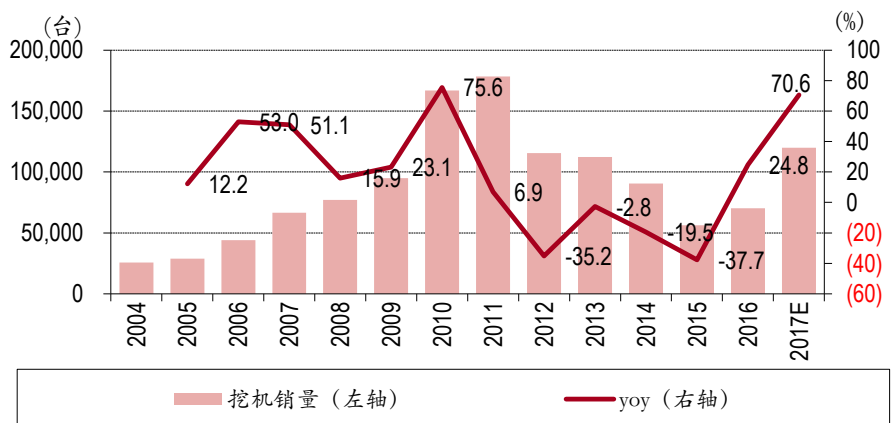
## 点评分析

### 受益于下游整体复苏，公司油缸产品成供不应求状态

徐工机械(000425.CH/人民币 4.03, 未有评级)、柳工(000528.CH/人民币 9.30, 未有评级)、中联重科(000157.CH/人民币 4.82, 未有评级)等工程机械公司中报业绩预期均大幅增长，尤其是徐工机械和柳工均同比 10 倍以上增长。受益于行业整体回暖复苏，下游的工程机械整机生产公司业绩实现高速增长，走出 11 年之后长达 5 年的持续低谷。

公司的拳头产品为挖机油缸，下游挖机全年销量呈高速增长，预计全年能实现 12 万台，同比增长 83%。公司目前挖机油缸的产能约为 45 万套/年，单台挖机需配备 4 根油缸，由此可见，公司挖机油缸对应国内、外市场成供不应求状态。

图表 2. 08 年到 17 年（预计）中国市场挖掘机销量与增速



资料来源：万得资讯，中银证券

公司的油缸产品在在在国内挖机市场的市占率 50% 左右（市占率=公司实际销售量/行业协会统计的挖机销量折算的需求量），处于龙头地位。公司第一大客户是卡特彼勒，国内主流企业三一重工(600031.CH/人民币 8.50, 买入)、徐工机械和柳工均为公司大客户。

图表 3. 公司油缸的下游客户和市占率

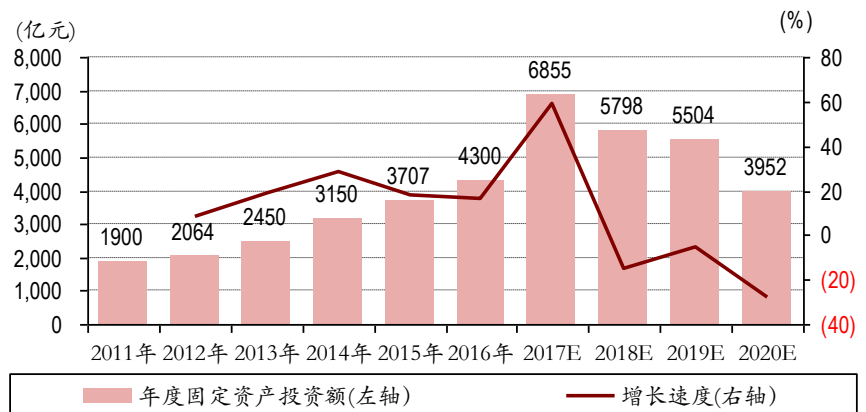
下游客户	供应商占有率	备注
三一重工	恒立 (60-70%)、凯途必 (20%)	
徐工机械	恒立 (40%)、徐工自供	国内市场稳定，市占率很高
柳工	恒立 (100%)	
卡特彼勒	自供 (50%)、恒立 (16%)、力士乐 (16%)	国外市场是未来发展的重点方向

资料来源：万得资讯，中银证券

### 受益于城轨建设高峰，公司盾构机非标油缸增速明显

2017 年有望迎来投资高峰，也是投产运营的高峰期。城轨建设周期一般为 4-5 年，结合前几年的投资计划，我们预测 17 年投资将超过 6,800 亿，投产运营里程超过 850 公里。

公司在盾构机中应用的非标油缸，下游中国铁建(601186.CH/人民币 13.38, 未有评级)、中国中铁(601390.CH/人民币 8.98, 未有评级)等公司都是公司的客户，市占率达 70% 左右。2016 年盾构机油缸业务有 30% 的增长幅度，17 年上半年业绩增速进一步提高。

**图表 4. 城轨固定资产投资 2017-18 年将迎来峰值**


资料来源：中国城市轨道交通协会，中银证券

### 泵阀产品由小挖成功导入，逐渐渗透至中挖和大挖产品

公司成功研发泵阀产品，目前主要应用于 15t 以下小挖的轴线柱塞泵和多路控制阀，销量将实现快速增长态势，预计全年将达到 14,000 套左右。同时预计今年年底将研发出中挖 60t 的泵阀产品。泵阀产品有望复制油缸的成功路径：持续研发—市场机遇—由小挖导入产品—持续改进—扩大到中挖和大挖—提高市占率。

### 毛利率提高，三费费用率在下降

公司挖机油缸的毛利率目标是 35% 左右，非标产品目标毛利率在 25%-30%；新产品泵阀的目标毛利率（全部满产之后）40% 左右。公司规定由 16 年 12 月份为节点，之前订单不提价，之后的订单提高 4-5% 的单价，导致产品毛利率提高 8.15 个百分点。

公司强化管理，精选下游客户订单，在销售费用率和管理费用率均同比减少 8.83 个百分点。此外，公司对收购的上海立新作出重要调整，精简和遣散部分销售人员和生产人员，目前已全面实现扭亏的业绩。

### 半年报业绩增长显著，全年业绩有望超预期

公司上半年业绩预报有望实现营业收入 13.6 亿元，归母净利润达 1.6 亿元，同比增长 471%；从目前排产情况来看，下半年订单仍处于饱和状态。虽然下游工程机械下半年环比增速会放缓，但不影响全年高增长的态势。我们认为公司上半年业绩是超预期的，全年超预期增长可期待。

### 建议关注

公司 17 年半年报业绩略超预期，全年高速增长可期。鉴于下游工程机械行业的稳定复苏，对公司主要产品的需求增长有支撑，后劲仍然十足。我们继续强烈推荐关注工程机械零部件龙头公司恒立液压。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371