

投资评级：增持(首次评级)

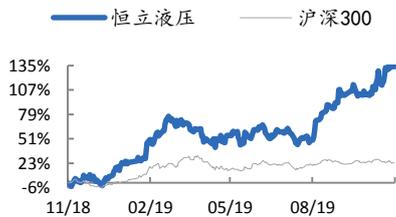
 当前价格(元): 45.1
合理价格区间(元): 49.68~55.2

证券分析师
韩伟琪

 资格编号: S0120518020002
电话: 021-68761616-6160
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

联系人
汪宇

 电话: 021-68761616-6384
邮箱: wangyu2@tebon.com.cn

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.4	12.7	56.5
相对涨幅(%)	15.9	12.5	55.0

资料来源: 德邦研究

相关研究

风起于青萍之末，浪成于微澜之间

恒立液压(601100)

投资要点:

- **国内液压行业龙头，经营业绩快速增长。**公司主营液压件产品的研发、生产和销售。油缸市占率国内第一，稳定在50%左右，泵阀快速放量并大批量供应下游主机厂，挤占外资厂商市场份额。2019年前三季度营收38.34亿元，同比增长21.32%，归母净利润9.17亿元，同比增长27.49%，经营业绩优异。
- **基建边际改善、房地产投资有韧性，公司挖掘机油缸业务有望稳定增长。**2019年11月，国常会下调最低资本金比例并首提权益型融资工资，释放提振基建稳增长、补短板的信号。同时，2019年以来地方政府融资环境的改善叠加房地产投资有韧性，行业挖掘机销量有望保持稳定，公司作为挖掘机油缸龙头，相关业务有望保持稳定增长。
- **泵阀业务复制油缸下游客户，缩短营销周期快速放量。**公司在液压泵阀领域技术获得突破以来，抓住行业复苏行情，快速进行产能投放。同时，泵阀业务充分利用油缸业务客户资源，进入下游主机厂并快速放量。目前，小挖泵阀已经大批量供应主机厂，未来中大挖泵阀在经过试用之后预计大规模供应。
- **公司下游客户资源丰富，国际化布局再下“一城”。**公司工程机械行业客户覆盖几乎全部的下游主机厂商，下半年韩系厂商获得突破。公司产品快速向轨交、新能源设备等行业渗透，增强熨平周期的能力。国际化方面，公司进军印度市场，深化和主机厂商的合作。
- **盈利预测和投资建议。**预计公司2019-2021年营收分别为54.48亿元、66.05亿元、76.86亿元，YOY分别为+29.4%、+21.2%、+16.4%，实现归母净利润12.65亿元、16.15亿元、18.48亿元，YOY分别为+51.2%、+27.7%、+14.4%，EPS分别为1.43元、1.83元、2.09元，对应PE分别为31.53、24.64x、21.58x。公司作为行业龙头，在渠道和技术方面处于国内领先，同时加快国际化布局，新进印度市场，打开成长空间。我们认为公司的合理估值对应2020年为27-30倍，合理股价区间为49.68-55.2元，首次覆盖，给予增持评级。
- **风险提示。**挖掘机销量出现断崖式下降；原材料价格大幅波动；海外市场需求下降；人民币大幅升值导致公司出现汇兑损失。

股票数据

总股本(百万)	882.00
流通A股(百万)	882.00
52周内股价区间(元)	45.16-18.36
总市值(百万)	39,584.16
总资产(百万)	8,039.97
每股净资产(元)	5.89

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2795	4211	5448	6605	7686
(+/-) YoY (%)	104.0	50.6	29.4	21.2	16.4
净利润(百万元)	382	837	1265	1615	1848
(+/-) YoY (%)	442.9	119.1	51.2	27.7	14.4
全面摊薄EPS(元)	0.43	0.95	1.43	1.83	2.09
毛利率(%)	32.8	36.6	41.8	42.0	41.6
净资产收益率(%)	9.9	18.4	21.8	21.8	19.9

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资要点

1. 预测假设

- 1) 行业挖掘机销量自 2016 年以来保持高增速,在高基数和受房地产市场新开工面积增速预期下降的背景下,假设 2019-2021 年挖掘机增速分别为 10%、0%、-5%。同时,相比于 2018 年 26.7%的中挖占比,2019-2021 年中挖占比降低,分别为 25.5%、25%、24.5%。
- 2) 基于公司在油缸市场的龙头地位,我们预计公司挖掘机油缸市占率 2019-2021 年保持在 50%。
- 3) 小、中、大挖泵阀市占率 2019-2021 年市占率分别为 45%/47%/50%、15%/25%/35%、10%/20%/25%。

2. 我们与市场不同的观点

公司以挖掘机油缸产品起家,挖机油缸市占率在国内市场接近 50%,下游客户几乎覆盖了全部的工程机械主机厂商。因此,市场担心如果行业挖掘机销量下滑会拖累公司的业绩,甚至使得公司营收和净利润出现负增长。市场认为公司深耕工程机械行业,作为零部件厂商,公司和传统工程机械主机厂商的业绩一样呈现出周期波动。

我们认为,公司非挖油缸业务正在快速成长,挖机泵阀的市占率即使在行业销量下滑的情况下仍然有很大的提升空间。同时,公司快速向非挖领域渗透,这些都可以弥补挖机油缸下滑带来的营收损失。随着公司技术研发突破瓶颈,快速向非传统工程机械领域渗透,下游客户涵盖轨交、石油钻井、AWP 等行业,公司周期属性波动趋于平稳,具备长期稳定增长能力。同时,公司通过多年的技术积累,液压技术已经比肩国际一流厂商,逐步从工程机械液压零部件提供商转型为液压系统集成供应商。

3. 股价催化剂

行业挖掘机销量 2020-2021 年超预期增长;公司挖机油缸供应沃尔沃、韩系等新厂商;挖掘机泵阀市占率 2020 年提升超预期;公司加快国际化布局。

4. 主要风险因素

挖掘机销量出现断崖式下降;原材料价格大幅波动;海外市场需求下降;人民币大幅升值导致公司出现汇兑损失。

目 录

1. 行业景气维持，公司增长势头良好.....	6
1.1 行业复苏，经营业绩优异.....	6
1.2 制造全流程掌控，技术研发实力不断增强.....	9
2. 挖掘机零部件：油缸销量预计保持稳定，泵阀有望快速放量.....	9
2.1 挖掘机零部件业务快速增长.....	9
2.2 下游基建：补短板、稳增长，基建投资增速有望边际改善.....	11
2.2.1 资金端：政府融资边际改善，国常会政策放大财政杠杆.....	11
2.2.2 投资端：“十三五”规划尚未完成，基建各类投资仍有增长空间.....	12
2.3 下游房地产市场：“房住不炒”政策指引下，房地产投资有韧性.....	17
3. 非挖零部件业务：客户持续拓展，快速向非工程机械行业渗透.....	19
3.1 非标油缸业务具备高弹性，下游市场有望保持稳定增长.....	19
3.2 盾构机油缸国内龙头，市占率保持第一.....	19
3.3 风电设备主要服务北美市场客户，下游行业预计保持稳定增长.....	19
3.4 北美高空作业平台市场有望改善，国内龙头租赁商加大开支跑马圈地.....	20
4. 盈利预测和估值.....	21
4.1 盈利预测.....	21
4.1.1 基本假设.....	21
4.1.2 盈利预测.....	21
4.2 估值和投资建议.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1 营收及营收增速 (单位: 百万元)	6
图 2 归母净利润及增速 (单位: 百万元)	6
图 3 在建工程 (单位: 百万元)	6
图 4 固定资产 (单位: 百万元)	6
图 5 销售毛利率和销售净利率	7
图 6 期间费用率 (管理费用率包括了研发费用)	7
图 7 海内外营收占比	7
图 8 海外业务收入及增速 (单位: 百万元)	7
图 9 美元兑人民币汇率 (单位: 元)	7
图 10 汇兑损益 (单位: 百万元)	7
图 11 现金流净增加额及增速 (单位: 百万元)	8
图 12 三大活动现金流净额情况 (单位: 百万元)	8
图 13 在手现金和有息负债对比 (单位: 百万元)	8
图 14 偿债比率	8
图 15 应收账款、应收票据合计及增速单位: 百万元)	8
图 16 应收账款及票据/总营收	8
图 17 营运能力指标	9
图 18 液压件生产流程	9
图 19 挖掘机销量及增速 (单位: 台)	10
图 20 公司挖掘机零部件业务收入占比	10
图 21 挖掘机油缸收入及增速 (单位: 百万元)	10
图 22 挖掘机泵阀收入及增速 (单位: 百万元)	10
图 23 挖掘机累计增速和基建投资累计增速	11
图 24 挖掘机累计增速和房地产新开工面积累计增速	11
图 25 PMI	11
图 26 CPI: 当月同比	11
图 27 固定资产投资完成额累计增速同比	12
图 28 基建投资完成额累计增速同比	12
图 29 全国 PPP 项目情况	13
图 30 轨交投资完成额及增速 (单位: 亿元)	14
图 31 普通省国道投资规模及增速 (单位: 亿元)	14

图 32 农村公路投资规模及增速 (单位: 亿元)	14
图 33 公路投资及增速 (单位: 亿元)	15
图 34 东、中、西部公路投资 (单位: 亿元)	15
图 35 铁道债到期余额情况 (单位: 亿元)	17
图 36 水利建设 PPP 项目落地数量	17
图 37 水利建设 PPP 项目落地投资金额 (单位: 亿元)	17
图 38 房地产开发累计投资完成额及增速 (单位: 亿元)	18
图 39 商品房销售累计面积及增速 (单位: 万平方米)	18
图 40 全国百城土地成交面积及增速 (单位: 万平方米)	18
图 41 房屋新开工面积及增速 (单位: 万平方米)	18
图 42 油缸营收及增速 (单位: 百万元)	19
图 43 油缸营收结构.....	19
图 44 轨交新增运营长度情况 (单位: 公里)	19
图 45 盾构机年产量 (单位: 台)	19
图 46 世界主要地区风电装机预测 (单位: GW)	20
图 47 美国风电市场份额	20
图 48 联合租赁资本开支 (单位: 亿美元)	21
图 49 国内租赁龙头预计采购量 (单位: 台)	21
图 50 恒立液压历史 PE Band	22
图 51 恒立液压历史 PB Band	23
表 1 近期中央基建政策梳理	12
表 2 52 号文明确申报条件	13
表 3 财政部 PPP 综合管理库轨交项目金额及数量	14
表 4 全国公路总里程及规划 (单位: 万公里)	15
表 5 2019 年 1-11 月城投债情况	16
表 6 铁路“十三五”规划完成情况	16
表 6 土地储备面积/销售面积	18
表 7 主要业务营收 (单位: 亿元)	22
表 8 可比公司估值.....	23

1.行业景气维持，公司增长势头良好

1.1行业复苏，经营业绩优异

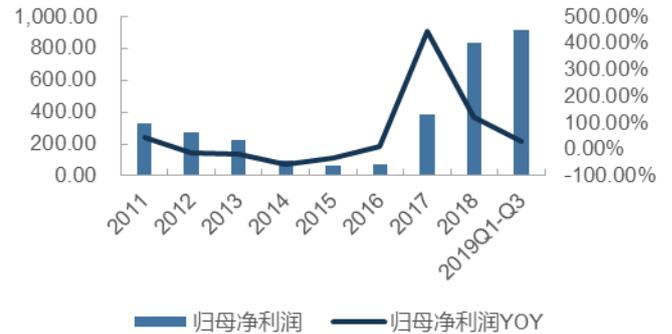
此轮工程机械行业复苏以来，公司营收及净利润快速增长。2019年前三季度营收38.33亿元，同比增长21.32%，归母净利润9.17亿元，同比增长27.49%。公司上市后在2012年-2015年将募投资金主要用于油缸产能的扩张，带来了大量的折旧费用叠加行业进入下行周期，公司净利润在2014-2016年处于周期底部。当前，公司资本开支趋于平稳，油缸产线的折旧费用计提完毕。未来，折旧成本对净利润的影响较小，对盈利能力起到改善作用。

图1 营收及营收增速（单位：百万元）



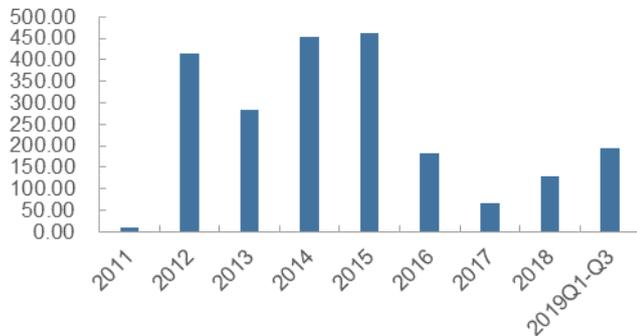
资料来源：wind，德邦证券研究所

图2 归母净利润及增速（单位：百万元）



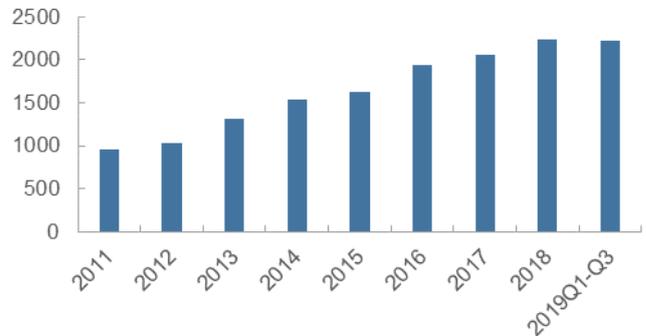
资料来源：wind，德邦证券研究所

图3 在建工程（单位：百万元）



资料来源：wind，德邦证券研究所

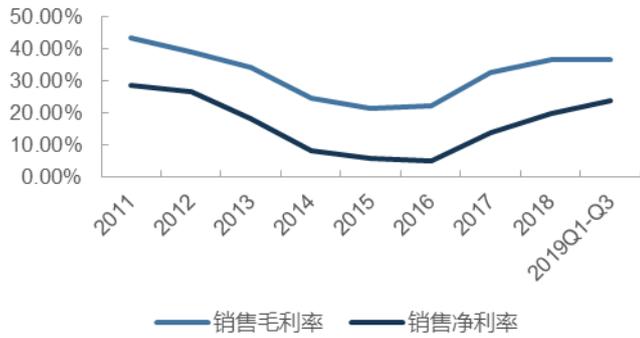
图4 固定资产（单位：百万元）



资料来源：wind，德邦证券研究所

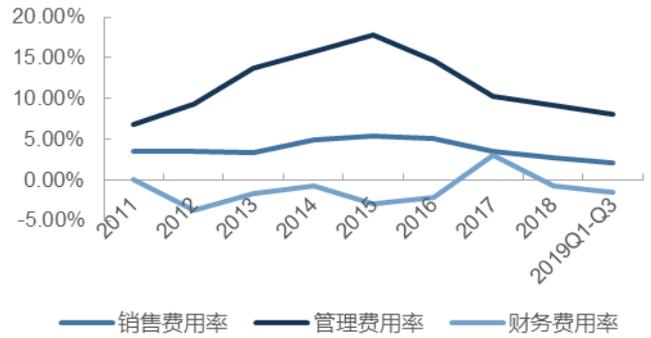
公司从工程机械行业起家，销售毛利率和净利率呈现出明显的“U”型。2016年以来，公司销售毛利率和净利率触底反弹。2019年前三季度公司毛利率36.55%，和2018年基本保持一致，销售净利率为23.96%，比2018年提升4.08pct。规模效应带来销售费用率、管理费用率出现双降。

图5 销售毛利率和销售净利率



资料来源: wind, 德邦证券研究所

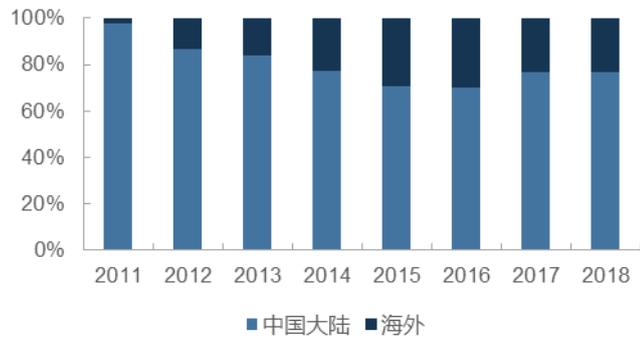
图6 期间费用率 (管理费用率包括了研发费用)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

公司积极开拓欧洲和北美市场,海外营收保持快速增长。2012年后行业进入下行周期,公司积极开拓海外市场。2011-2018年海外营收规模不断扩大,2019年前三季度6.5亿元左右,同比增长约25%,始终保持高速增长。2016年以来,国内业务营收增速快于海外市场营收,海外营收占比有所下降。

图7 海内外营收占比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图8 海外业务收入及增速 (单位:百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

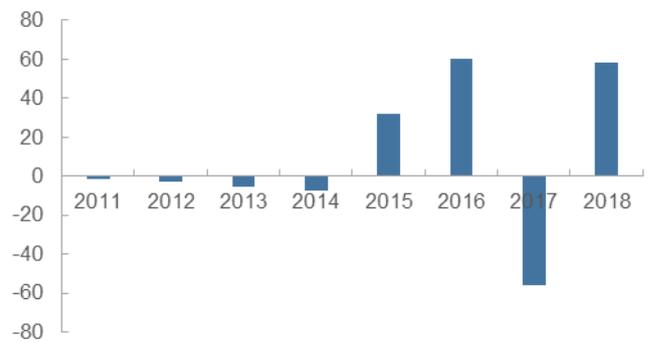
公司海外业务占比较高,美元升值提高公司盈利能力。公司2015、2016和2018年分别产生汇兑收益3200万、6000万、5800万,分别占当年归母净利润的50.39%、85.29%、6.93%。汇率波动在行业周期底部对公司净利润会产生较大影响,未来我们预计美元兑人民币单边波动的可能性较低。

图9 美元兑人民币汇率 (单位:元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图10 汇兑损益 (单位:百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

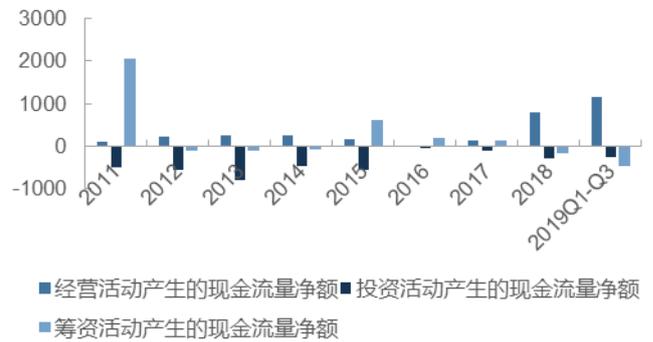
公司现金流状况良好,经营现金流保持增长。2019年前三季度恒立现金流净增加额为5.33亿元,同比增长93.11%,现金流情况创历史最好水平。其中,经营性现金流净额11.73亿元,同比增长215.8%。公司前期主要进行油缸及泵阀业务的资本开支,当前产能扩张完毕,投资活动现金流净额-2.39亿元,比上年减少约0.4亿元。

图 11 现金流净增加额及增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 12 三大活动现金流净额情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

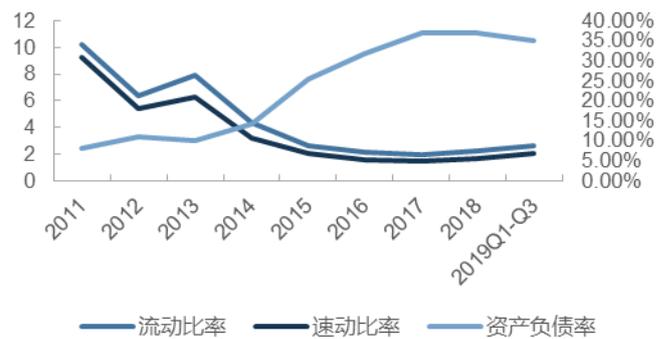
公司在手现金充沛, 足以覆盖长短期有息负债。公司当前在手现金 21.33 亿元, 长短期有息负债合计 10.06 亿元, 在手现金是有息负债的 2.12 倍, 偿债风险较低。2016 年以来公司流动比率和速动比率处于平稳上升状态, 资产负债率攀升主要是固定资产购置带来的经营杠杆增加。

图 13 在手现金和有息负债对比 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

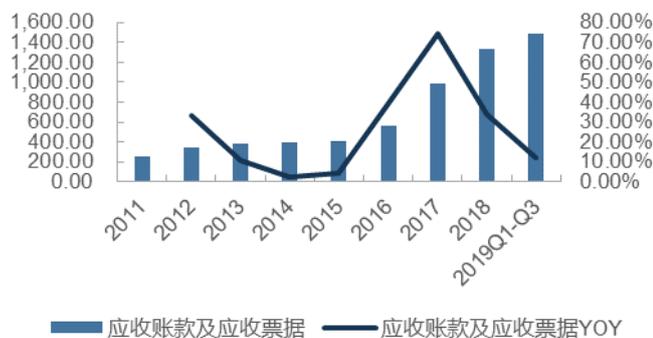
图 14 偿债比率



资料来源: wind, 德邦证券研究所

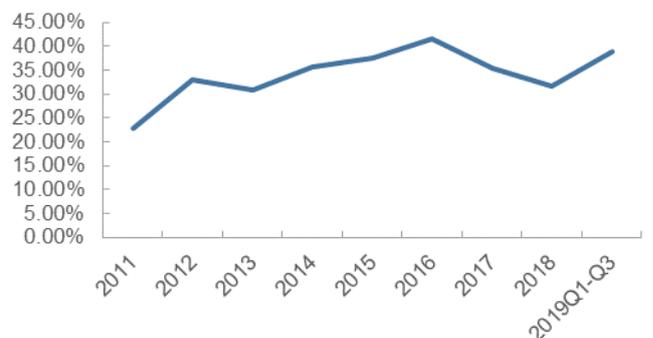
公司经营质量良好, 坏账风险较低。2019 年前三季度公司应收账款和票据共计 14.89 亿元, 同比增长 12.1%。公司将下游客户进行三级分类, 给予不同的账期政策。当前, 公司只给卡特、三一等客户一月左右的账期, 应收账款坏账风险较低。公司从铸件、加工、装配、测试实行全流程精细化管理, 并结合行业运行特点进行库存管理, 存货周转率和应收账款周转率出现双降。

图 15 应收账款、应收票据合计及增速单位: 百万元)



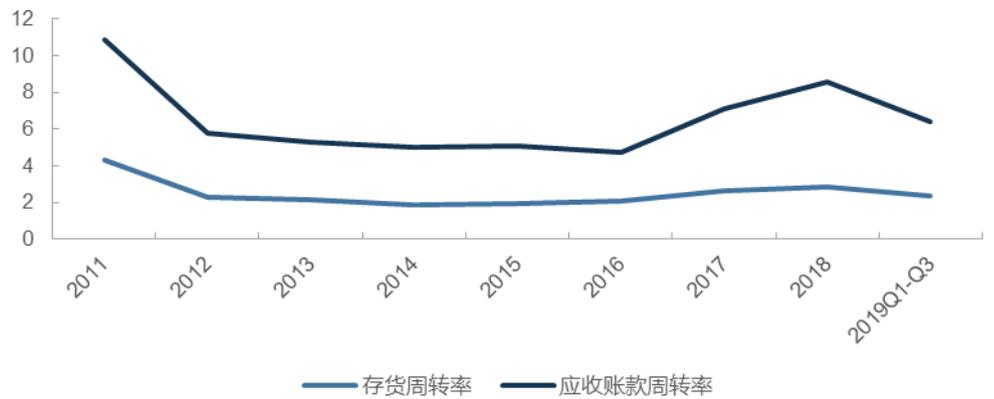
资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 16 应收账款及票据/总营收



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 17 营运能力指标

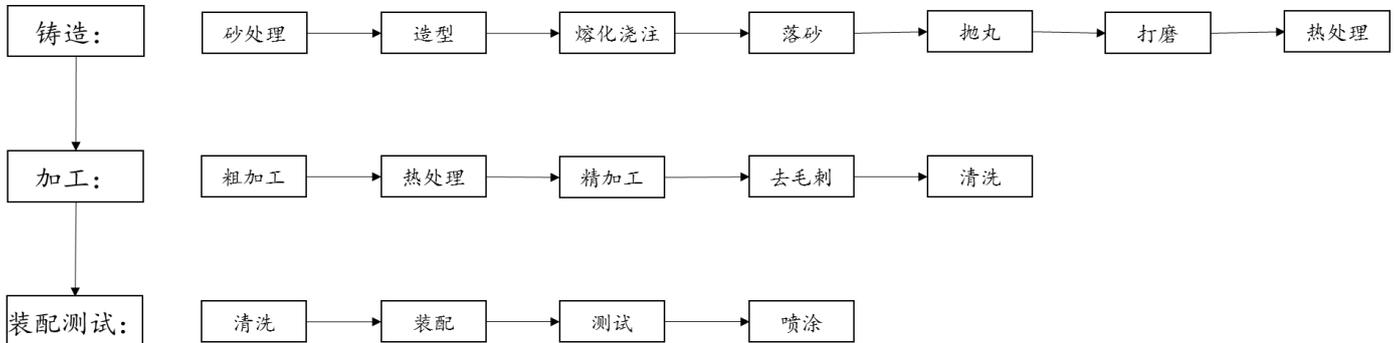


资料来源：wind，德邦证券研究所

1.2 制造全流程掌控，技术研发实力不断增强

液压件生产的流程主要包括铸造、加工、装配和测试。其中，铸造工艺是液压件制造的关键环节，需要生产企业长期的技术积累来保证产品的质量和可靠性，这也是国内厂商和外资厂商的差距所在。公司多年来通过自身的人才培养战略，形成了成熟稳定的专业技术团队，完全掌握从铸造、加工、测试等各项环节的技术，产品质量比肩外资厂商。

图 18 液压件生产流程



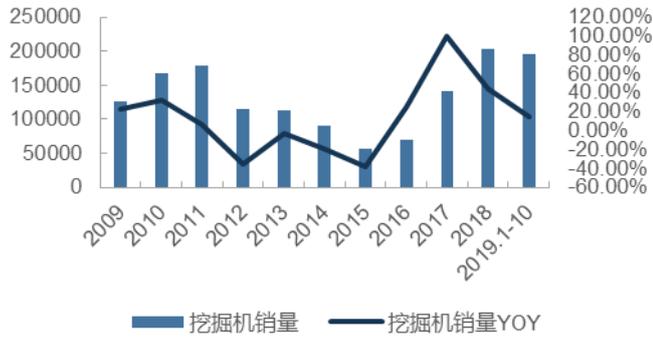
资料来源：wind，德邦证券研究所

2. 挖掘机零部件：油缸销量预计保持稳定，泵阀有望快速放量

2.1 挖掘机零部件业务快速增长

在挖掘机业务板块，公司主要为下游主机厂商供应挖掘机油缸、泵阀等核心零部件，产品定位前装市场，不涉及维保市场的销售工作。挖掘机油缸目前国内市占率保持在 50% 左右，共有 9 条生产线，年产能 45 万根。公司 2014 年开始进行挖掘机泵阀的研发生产工作，2018 年底全部产能投放完毕。

图 19 挖掘机销量及增速 (单位: 台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 20 公司挖掘机零部件业务收入占比

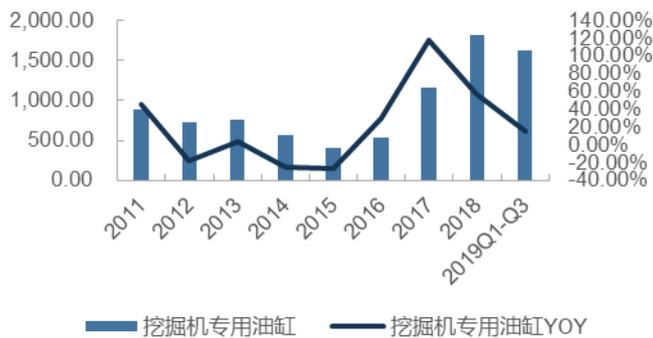


资料来源: wind, 德邦证券研究所

2011 年-2015 年, 行业挖掘机销量从 178352 台下跌到 56342 台, 跌幅 68.41%。挖掘机零部件营收来源主要是油缸业务收入, 营收规模从 2011 年 8.87 亿减少到 4.07 亿, 降幅 54.11%。公司挖掘机零部件业务营收占比从 2011 年的 78.26% 下降到 2015 年 37.71%。2016 年至今工程机械行业复苏, 挖掘机零部件业务营收从 6.12 亿增长到 25.4 亿元, 挖掘机零部件业务营收占比从 44.7% 提升到 66.26%。我们认为上涨一方面来源于挖掘机行业销量的上涨, 另一方面来自于公司泵阀新产品的快速放量。

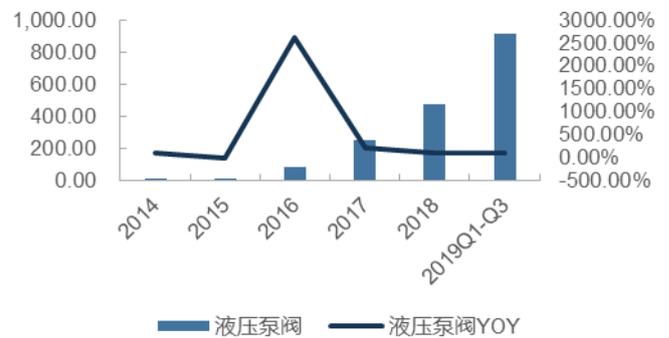
挖掘机主要应用于基建和房地产市场, 2016 年 6 月以来基建累计投资增速和挖掘机销量累计增速在整体上是趋势一致的, 但房屋新开工面积累计增速和挖掘机销量累计增速是背离的, 但下游房屋新开工面积的变化对挖掘机销量增速依然会形成干扰。因此, 基建和房地产市场对挖掘机增速有着重要影响。

图 21 挖掘机油缸收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 22 挖掘机泵阀收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

挖掘机主要应用于基建和房地产市场, 2016 年 6 月以来基建累计投资增速和挖掘机销量累计增速在整体上是趋势一致的。虽然房屋新开工面积累计增速和挖掘机销量累计增速是背离的, 但下游房屋新开工面积的变化对挖掘机销量增速依然会形成干扰。因此, 基建和房地产市场对挖掘机增速有着重要影响。

图 23 挖掘机累计增速和基建投资累计增速



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 24 挖掘机累计增速和房地产新开工面积累计增速



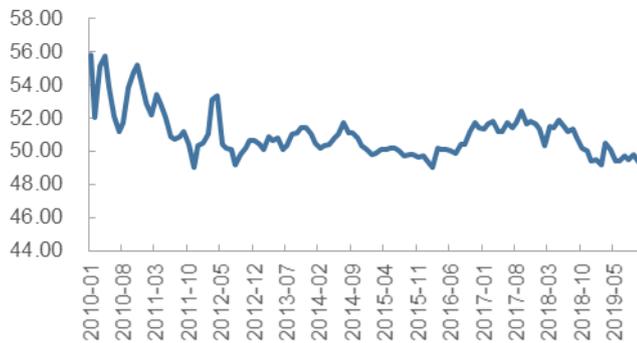
资料来源: wind, 德邦证券研究所

2.2 下游基建: 补短板、稳增长, 基建投资增速有望边际改善

2.2.1 资金端: 政府融资边际改善, 国常会政策放大财政杠杆

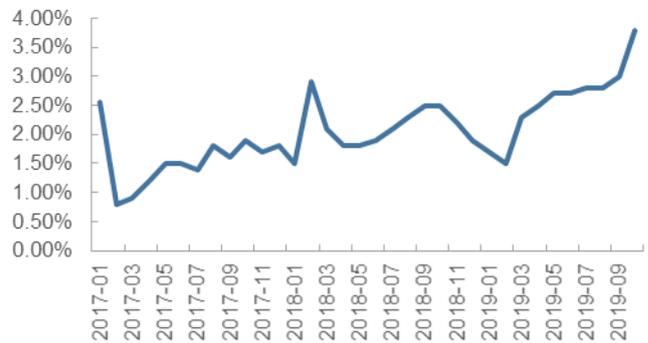
经济下行压力持续加大, 通货膨胀在高位运行, 基建投资成为政府稳增长的重要抓手。2019 年 10 月 PMI 指数 49.3, 较 9 月份 49.8 进一步下降, PMI 指数已经连续 6 个月处于枯荣线以下。2019 年第三季度 GDP 增速 6%, 增速进一步下滑, 经济下行的压力持续加大。同时, 由于受到猪肉价格上涨的影响, CPI 价格指数不断上涨, 2019 年 10 月份达到 3.8%。经济下行压力下, 货币政策受到通胀上行压力难有很大的发挥空间, 减税降费和基建投资成为政府稳增长的重要抓手。

图 25 PMI



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 26 CPI: 当月同比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

基建触底企稳, 受可支配资金影响较大。固定资产投资额增速不断下滑, 2019 年 10 月固定资产投资额累计增速 5.2%, 增速环比下降 0.2pct。其中, 基建投资完成额累计增速在 2018 年 8 月触底达到 5.3%, 随后保持较平稳的增长, 表明出政府扶基建用意明显。基建投资的财政资金包括公共预算、政府性基金、专项债以及政府平台资金。今年, 财政预算在交通运输、生态环保等领域的支出增速较快。土储、棚改占年度新增专项债 70%左右, 此外专项债还部分用于医疗、教育等民生事业, 对基建投资的支持力度都不及预期。同时, 2018 年资产新规对地方政府平台的融资能力都产生较大负面影响, 制约了基建投资增速。

图 27 固定资产投资完成额累计增速同比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 28 基建投资完成额累计增速同比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

降部分基建项目最低资本金, 中央扶基建用意明显。11 月 13 日国常会会议决定, 完善固定资产投资项目资本金制度, 一是降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目, 在收益可靠、风险可控前提下, 可适当降低资本金最低比例, 下调幅度不超过 5 个百分点。二是基础设施等项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过 50% 比例的资本金。三是限制明股实债, 项目借贷资金不得作为资本金, 不得违规增加地方政府隐性负债, 强化风险管理。

多措并举, 首提权益型融资工具。首次提出可通过权益型、股权类金融工具筹措不超过 50% 的资本金, 即单个基建项目的“实际”资本金比例可能降到 10%。目前绝大部分存量基建项目资本金比例都在 30% 以上, 下调最低比例的影响相对有限。通过权益性、股权类工具筹措资金为首次提出, 提升杠杆系数的同时不会加大融资主体的杠杆率(明股实债依旧被限制), 配合之前专项债可用于项目资本金的“组合拳”, 从而缓解地方政府短期的出资压力, 提高基建投资弹性。

表 1 近期中央基建政策梳理

日期	主要内容
2019-11-18	国常会召开南水北调后续工程工作会议, 研究部署后续工程和水利建设等工作。
2019-11-13	国常会会议决定健全固定资产投资项目资本金管理, 促进有效投资加强风险防范。
2019-09-19	中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》, 基本形成“全国 123 出行交通圈”(都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖)和“全球 123 快货物流圈”(国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达)
2019-09-04	国常会会议确定加快地方政府专项债券发行使用的措施, 带动有效投资支持补短板扩内需
2019-07-23	国常会会议提出财政更加积极的两大举措, 一是“聚焦减税降费”, 二是“加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”, 并且明确指出“在推动在建基础设施项目上早见成效”。

资料来源: wind, 德邦证券研究所

2.2.2 投资端: “十三五”规划尚未完成, 基建各类投资仍有增长空间

从细分行业来看, 基建投资领域主要包括道路运输业、水利建设、生态环保、铁路以及公共设施管理等行业。基建投资需求巨大, 以 PPP 项目为例, 截止 2019 年 9 月 25 日, 全国 PPP 项目综合管理库入库项目共计 9247 个, 其中基建类项目 6633 个, 占比 71.73%。其中, 交通运输类项目占比 14.1%, 水利建设占比 4.17%, 生态环境类占比 9.8%, 市政工程占比 39.88%, 政府基础设施 2.13%。

图 29 全国 PPP 项目情况



资料来源：财政部官网，德邦证券研究所

轨道交通投资是道路运输投资的重要组成部分，由于投资巨大且公益性明显，轨交投资主要依靠政府资金的支持。2018 年国务院出于对地方政府财力的担忧，颁布《关于进一步加强城市轨道交通建设管理意见》（简称 52 号文），明确了轨交投资财政资金不得低于 40%，并对轨交投资的申报条件，新增客运强度指标。

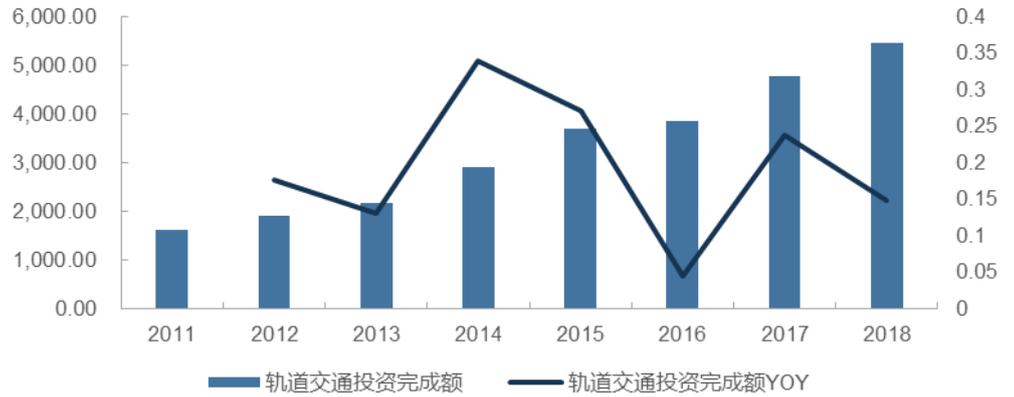
表 2 52 号文明确申报条件

类别	一般财政收入	地区生产总值	市区常住人口	初期客运强度	远期客流规模
地铁	>300 亿元	>3000 亿元	>300 万人	0.7 万人次每日每公里	单向高峰小时 3 万人次以上
轻轨	>150 亿元	>1500 亿元	>150 万人	0.4 万人次每日每公里	单向高峰小时 3 万人次以上

资料来源：52 号文，德邦证券研究所

2018 年受政策地方政府融资首先以及国务院对轨交建设的政策收紧，轨交全年投资额 5470 亿元，同比增长 14.88%，增速出现放缓。随着“项目资本金最低比例+权益型融资工具”政策组合的落地，将会极大缓解地方政府的出资压力。同时，从财政部轨交 PPP 项目储备来看，轨交建设未来投资有保障。在庞大的在建规模下，只要融资不出现断裂，轨交投资的增速将会得到改善。

图 30 轨交投资完成额及增速 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

表 3 财政部 PPP 综合管理库轨交项目金额及数量

	地铁	城轨	轻轨	有轨电车
金额 (单位: 亿元)	3633.53	26.29	149.82	380.06
数量 (单位: 个)	16	1	2	15

资料来源: 财政部官网, 德邦证券研究所

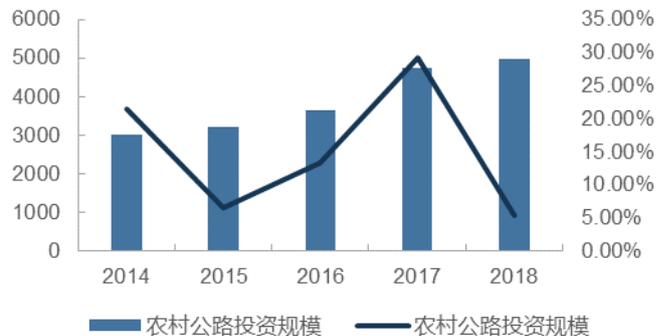
公路运输投资中, 中央投资保持平稳, 地方政府受资金限制下滑明显。从央地事权的划分来看, 中央主要负责国道、国家高速的建设, 地方政府承担省道及以下等级的道路建设。由于收费型公路有收益保障, 在公路建设中受资金制约影响较小。而非收费型公路的资金主要依靠财政收入和地方隐性债务的影响, 建设情况波动较大。2018 年, 地方政府隐性债务的规范治理使得非收费公路投资大幅下滑, 普通省国道投资投资 6378 亿元, 同比下降 12.2%, 农村公路投资 4986 亿元, 同比增长 5.4%, 增速下降 23.9pct。

图 31 普通省国道投资规模及增速 (单位: 亿元)



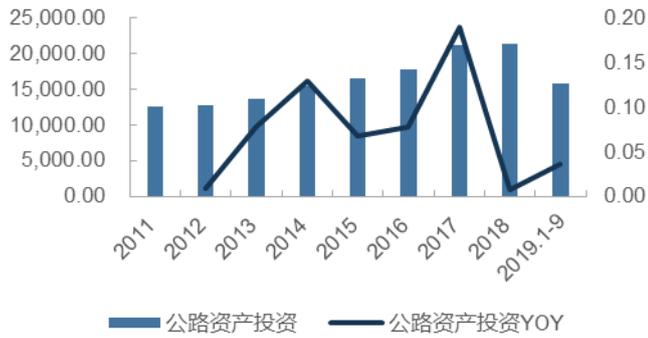
资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 32 农村公路投资规模及增速 (单位: 亿元)



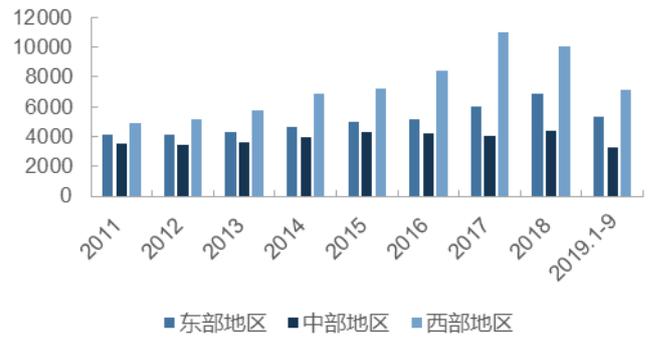
资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 33 公路投资及增速 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 34 东、中、西部公路投资 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

“十三五”规划目标仍未完成，地方平台融资能力得到改善。截止 2019 年 11 月 22 日，城投债融资总额 28755 亿元，同比增长 31.31%。平台公司不仅在融资规模上取得进展，融资利率较去年同期也普遍出现改善，缓解成本压力，这对于非收益型公路建设是一大利好。同时，根据“十三五”规划，全国高速和公路里程尚有缺口，年均建设总里程较 2018 年略有增加。

表 4 全国公路总里程及规划 (单位: 万公里)

年份	全国公路里程	国道	国家高速	国道	普通省道	升级高速	普通省道	县道	乡道	村道
2017	477.4	36.3	10.6	25.75	37.2	3.71	33.51	55	117.4	231.6
2018	484.7	36.3	10.6	25.75	37.2	3.71	33.51	55	117.4	231.6
十三五规划 (2020)	500		11.1			3.9				

资料来源: wind, 德邦证券研究所

表 5 2019 年 1-11 月城投债情况

地区	2018.1-2018.11			2019.1-2019.11		
	期间发行额(亿元)	发债数	发行平均票面(%)	期间发行额(亿元)	发债数	发行平均票面(%)
江苏	4,504.51	678	5.85	5,832.79	897	4.98
浙江	1,849.30	204	5.67	2,437.40	314	4.81
湖南	825.35	91	6.05	1,265.83	157	5.83
天津	1,286.50	104	5.2	1,420.35	132	4.5
北京	1,536.90	103	4.79	1,468.10	99	3.68
重庆	653.1	85	6.32	1,129.65	136	5.75
四川	1,002.20	118	5.97	1,581.15	181	4.77
山东	952.2	106	5.74	1,436.43	164	5.09
湖北	935.2	108	5.72	1,078.00	129	4.86
安徽	753.77	91	6	902.35	109	5.08
广东	1,107.20	90	4.58	1,235.80	122	3.41
江西	834.7	93	5.48	1,281.70	142	4.58
河南	692.9	76	5.41	871.5	98	4.76
福建	738	115	5.13	997.9	149	4.39
云南	788.6	72	5.67	1,104.10	102	4.82
贵州	247.2	25	7.53	536.93	54	7.12
陕西	733.88	66	5.37	794.8	81	4.27
广西	512	72	5.84	740.65	99	4.76
上海	448	48	4.65	542.95	49	3.72
新疆	209.8	33	6.34	295.4	46	5.42
辽宁	42.2	7	7.32	78.7	9	6.68
山西	311.81	34	6	343.5	41	4.77
吉林	321.2	28	5.62	418.1	41	5.8
河北	184.9	28	5.67	353.8	46	5.33
甘肃	185	21	5.28	235	26	4.96
内蒙古	77	8	5.56	160	16	4.71
黑龙江	77.9	9	7.16	67.6	11	6.49
青海	10	1	5.68	48	6	4.54
宁夏	47.5	9	4.97	61.1	14	4.02
西藏	30	2	5.7	23	3	3.88
海南				13	1	3.9
合计	21,898.82	2,525.00		28,755.58	3,474.00	

资料来源: wind, 德邦证券研究所

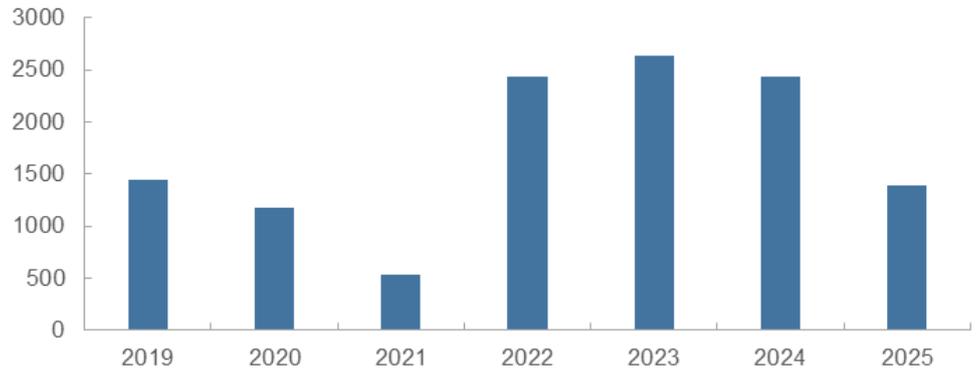
铁路投资未来保持平稳, 明后两年债务压力有所缓解。2020 和 2021 年铁道债到期余额分别为 1180 亿、530 亿, 较 2019 年的近 1500 亿有明显的降低, 缓解了相关方面的资金压力。从铁路“十三五”规划完成情况来看, 未来两年需完成营业里程 1.9 万公里和高铁里程 0.1 万公里的目标, 占五年规划目标里程的 65%。高铁建设目标近乎达成, 剩余未完成目标将由普通铁路建设完成, 普通铁路建设预计将会提速。但由于普通铁路的投资强度比高铁低, 铁路投资预计保持平稳增长。

表 6 铁路“十三五”规划完成情况

指标	2020 目标	2018 年	五年增加值	年均增长率
营业里程(万公里)	15	13.1	2.9	4.80%
高铁里程(万公里)	3	2.9	1.1	11.60%

资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 35 铁道债到期余额情况 (单位: 亿元)

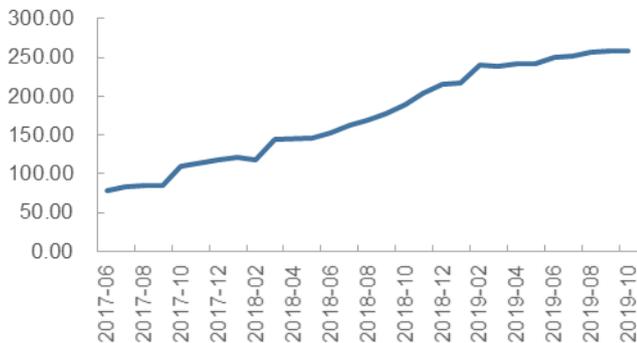


资料来源: wind, 德邦证券研究所

水利建设落地项目数量和落地金额纷纷加快。2019年10月,水利建设PPP项目落地数量达到259个,继续保持增长。水利建设PPP项目落地投资金额达到2086.27亿元,较9月份有所回落但总体上依旧保持增长态势。

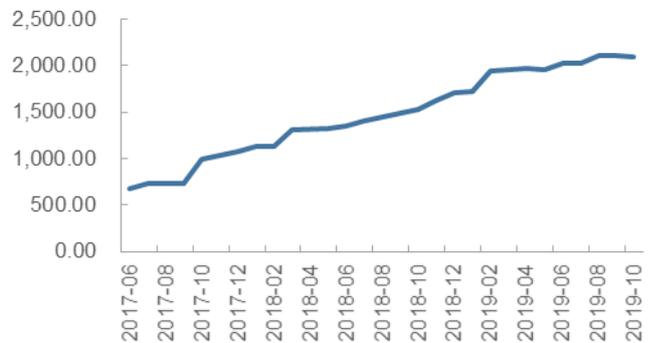
水利建设投资的规模和空间较大。按照“十三五”规划的目标要求,172项重大水利工程除少数需要深入论证之外基本开工建设。截止2018年末,172项重大水利工程已批复134项,开工132项,剩余38项水利工程建设有待提速,占规划目标的22.09%。水利建设项目高度依赖政府资金,企业和私人投资的占比较低。2018年全国水利建设投资6872.7亿元,在建工程规模超过万亿。未来,随着重大项目的持续推进和落地,水利建设投资和在建工程的规模有望保持增长。

图 36 水利建设 PPP 项目落地数量



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 37 水利建设 PPP 项目落地投资金额 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

2.3 下游房地产市场: “房住不炒” 政策指引下, 房地产投资有韧性

房地产投资有韧性, 房屋新开工面积波动对中吨位挖掘机增速产生影响。2019年1-10月份, 全国房地产开发投资109603亿元, 同比增长10.3%, 增速比1-9月份回落0.2个百分点。随着7月以来房地产调控政策大幅收紧, 房地产投资增速一直缓步下行, 但整体来看地产投资增速仍有韧性, 预计短期不会明显下滑。1-10月份, 商品房销售面积133251万平方米, 增速今年以来首次由负转正, 同比增长0.1%。

图 38 房地产开发累计投资完成额及增速 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 39 商品房销售累计面积及增速 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

房屋新开工面积主要受土地成交面积和房企土储面积的影响。从供给端来看，地方政府在财政收支压力下，供地意愿并未降低。从需求端来看，房地产企业通过调节拿地面积和土储面积来影响自身的新开工面积。2019 年 1-10 月，全国百城房地产成交面积 49922 万平方米，同比下降 4.85%，10 月份单月同比下降 11.92%，房屋新开工面积 185634 万平方米，同比增长 10%。土地成交下降和房屋新开工面积增速加快的强烈反差反映出在当前房地产调控背景下，房企快速释放自身土地储备，加快房屋施工。

图 40 全国百城土地成交面积及增速 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 41 房屋新开工面积及增速 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

限价和经营效率提升是影响房地产企业土储面积变动的重要因素。房地产调控以来，地方政府坚定落实“房住不炒”的政策要求，主要城市纷纷颁布限价措施。房地产企业在限价措施下囤地价值和意义大幅下降。从全国 15 大房企的土储面积与当年销售面积的比值来看，房地产行业为了快速回笼资金，处于“去库存”阶段。另一方面，大型房地产企业经营效率提升，通行“高周转”开发模式，从拿地到开盘销售周期大幅缩减，叠加小盘拿地成为各方利益最大化的选择，我们认为房地产行业土储面积大概率还存在继续下降的可能。

表 6 土地储备面积/销售面积

	碧桂园	恒大地产	万科	融创	保利	龙湖地产	新城控股	招商蛇口	华夏幸福	金地集团	中南建设	荣盛发展	绿地集团	阳光城	旭辉控股	合计 (10 城)	合计 (15 城)
2017	4.6	6.2	2.8	6.4	3.6	5.4	4.1	5.9	3.8	7.4	4.8	10.4	4.2	5.8	4.9	4.9	4.8
2018	4.8	5.5	2.8	5.4	3.1	5.4	3.0	5.1	2.8	6.7	4.0	6.7	3.9	3.5	4.3	4.4	4.2

资料来源: wind, 德邦证券研究所

土地成交面积增速受多方因素影响，但是大幅上涨的可能性较低。房地产企业的拿地行为主要受到对未来政策变化和房价变化的预期，目前从中央到地方的房地产调控意愿并未松动，仅在部分政策工具上根据地方实际情况进行微调。同时，一手房“限价”措施执行坚决，房企短期大规模拿地可能性较低。政策和行为博弈传导到新开工面积方面，

我们认为未来新开工面积增速大概率出现回落，对中控销量产生负面影响。

3.非挖零部件业务：客户持续拓展，快速向非工程机械行业渗透

3.1非标油缸业务具备高弹性，下游市场有望保持稳定增长

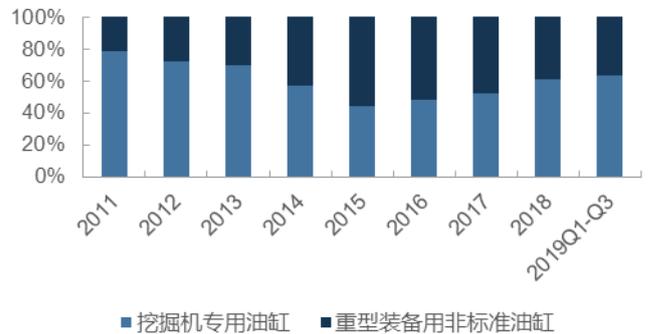
行业下行周期，公司通过重型非标油缸开拓市场。2011-2015年，公司通过开拓重型非标油缸市场缓冲油缸业务下滑给总营收带来的负面影响，使得公司收入在10亿-12亿之间保持稳定，重型非标油缸在油缸收入中的占比从21.04%提高到55.08%。2019年前三季度，非标油缸营收约9.3亿元，同比增长约36.47%。由于挖机油缸占用部分非标油缸产能，抑制了非标油缸的增长。我们认为非标油缸收入弹性高，在挖掘机销量下行期可以有效弥补油缸营收缺口。

图 42 油缸营收及增速 (单位：百万元)



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 43 油缸营收结构

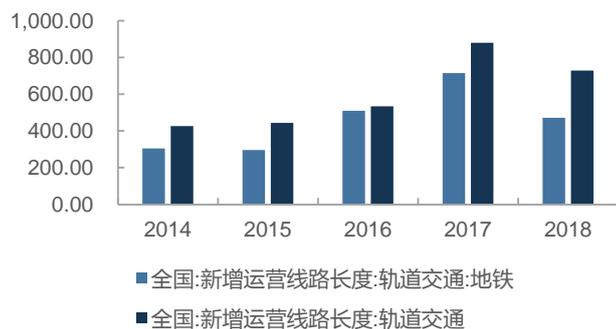


资料来源：wind，德邦证券研究所

3.2盾构机油缸国内龙头，市占率保持第一

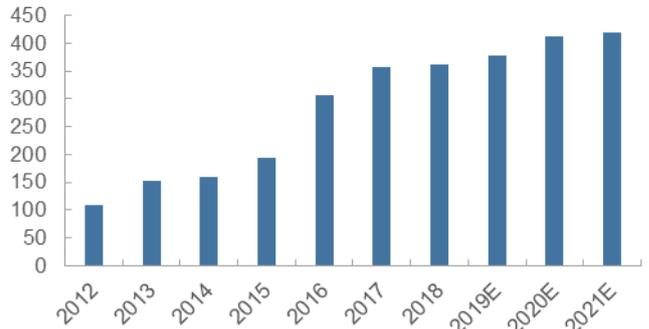
公司盾构机油缸下游客户主要包括中铁铁建、中铁装备等，国内市占率保持在70%左右。目前国内盾构机整体保有量大约在1500台左右，考虑未来3年中地铁建设需求、水利工程、市政建设（包括地下管廊、地下停车场等）以及公路铁路隧道的建设需求，预计国内盾构需求大约在2500台左右，平均未来三年的年产量在300-400台。

图 44 轨交新增运营长度情况 (单位：公里)



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 45 盾构机年产量 (单位：台)



资料来源：wind，德邦证券研究所

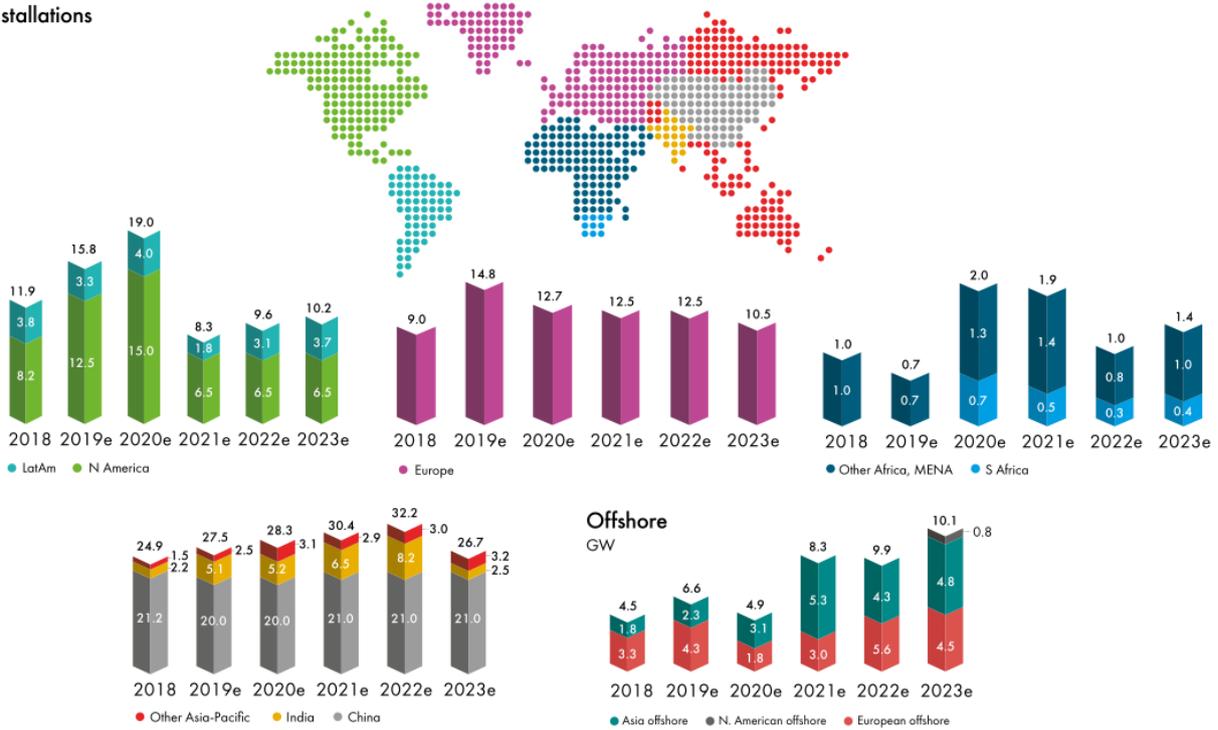
3.3风电设备主要服务北美市场客户，下游行业预计保持稳定增长

公司新能源设备油缸主要服务歌美飒和维斯塔斯。总整体上来看，北美市场总体上保持10GW左右的增长，歌美飒和维斯塔斯两家在美国市场的份额总体上保持在40%-50%的市场份额。在总量增长和市场份额稳定的前提下，下游客户的资本开始增加预计会为公司非标油缸业务带来增量。

图 46 世界主要地区风电装机预测 (单位: GW)

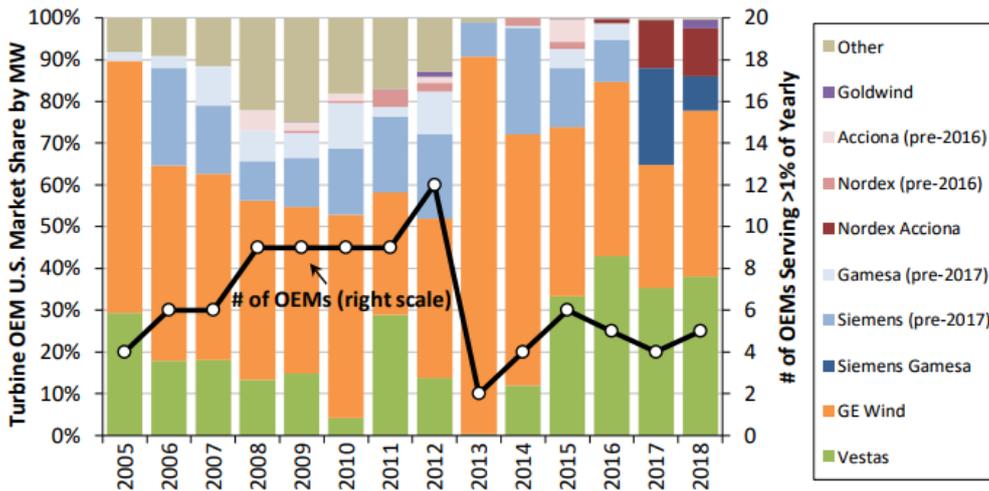
Regional onshore wind and offshore wind outlook

New installations
GW



资料来源: GWEC, 德邦证券研究所

图 47 美国风电市场份额



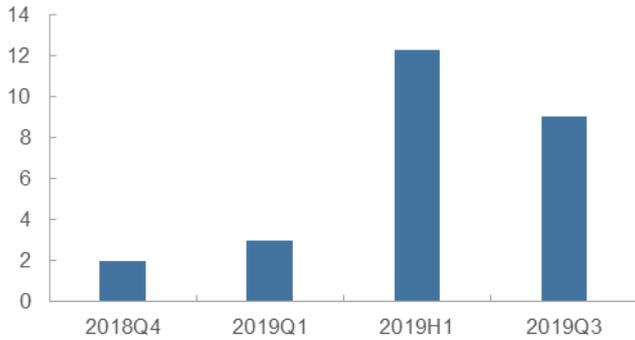
资料来源: NED, 德邦证券研究所

3.4 北美高空作业平台市场有望改善, 国内龙头租赁商加大开支跑马圈地

公司部分非标油缸主要服务北美汽车吊、高空作业平台市场龙头企业马尼托瓦克、特雷克斯以及国内高空作业平台市场龙头企业鼎力、星邦、临工。美国市场上半年由于下游大型租赁商资本开支减少, 高空作业平台市场出现下滑。以美国联合租赁为例, 2019H1 资本开支为 12.26 亿美元, 同比减少 6.13%, 而 2019Q3 资本开支 9.1 亿美元, 同比增长 15.19%, 资本开支回升明显。

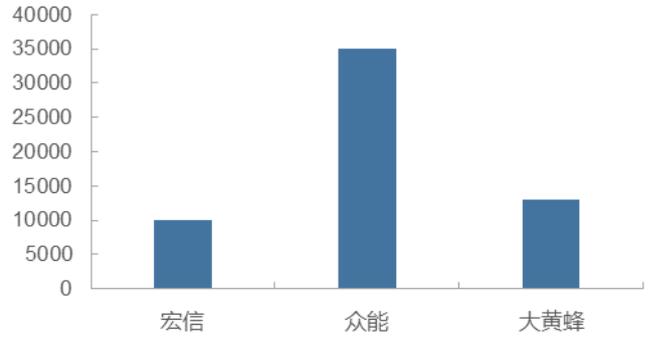
国内主要高空作业平台处于高增长的导入期。据不完全统计，2019年高空作业平台市场租赁商共计1600多家，比2018年新增800家左右，增幅预计100%。大量的资本和厂商进入市场，一方面是因为中国市场还处于开发阶段，和欧美发达国家相比发展前景广阔，另一方面各大租赁商加大资本开支抢占份额，也带动了相关产品的市场需求。几大龙头租赁厂商公布了2020年的资本开支计划，宏信、众能、大黄蜂的采购量都是2018年的两倍，分别达到10000台、35000台、13000台。高空作业平台市场的高增速势必会让鼎力、星邦、临工等主机厂商加大出货量。公司和鼎力、星邦以及临工都保持深度合作，下游行业的高增长预计会增加对非标油缸的需求。

图 48 联合租赁资本开支 (单位: 亿美元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 49 国内租赁龙头预计采购量 (单位: 台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

4.1.1 基本假设

我们的盈利预测基于以下假设:

1) 行业挖掘机销量自2016年以来保持高增速，在高基数和受房地产市场新开工面积增速预期下降的背景下，假设2019-2021年挖掘机增速分别为10%、0%、-5%。同时，相比于2018年26.7%的中挖占比，2019-2021年中挖占比降低，分别为25.5%、25%、24.5%。

2) 基于公司在油缸市场的龙头地位，我们预计公司挖掘机油缸市占率2019-2021年保持在50%。

3) 小、中、大挖泵阀市占率2019-2021年市占率分别为45%/47%/50%、15%/25%/35%、10%/20%/25%。

4.1.2 盈利预测

预计公司2019-2021年营收分别为54.48亿元、66.05亿元、76.86亿元，YOY分别为+29.4%、+21.2%、+16.4%，实现归母净利润12.65亿元、16.15亿元、18.48亿元，YOY分别为+51.2%、+27.7%、+14.4%，EPS分别为1.43元、1.83元、2.09元，对应PE分别为31.53、24.64x、21.58x。

表 7 主要业务营收 (单位: 亿元)

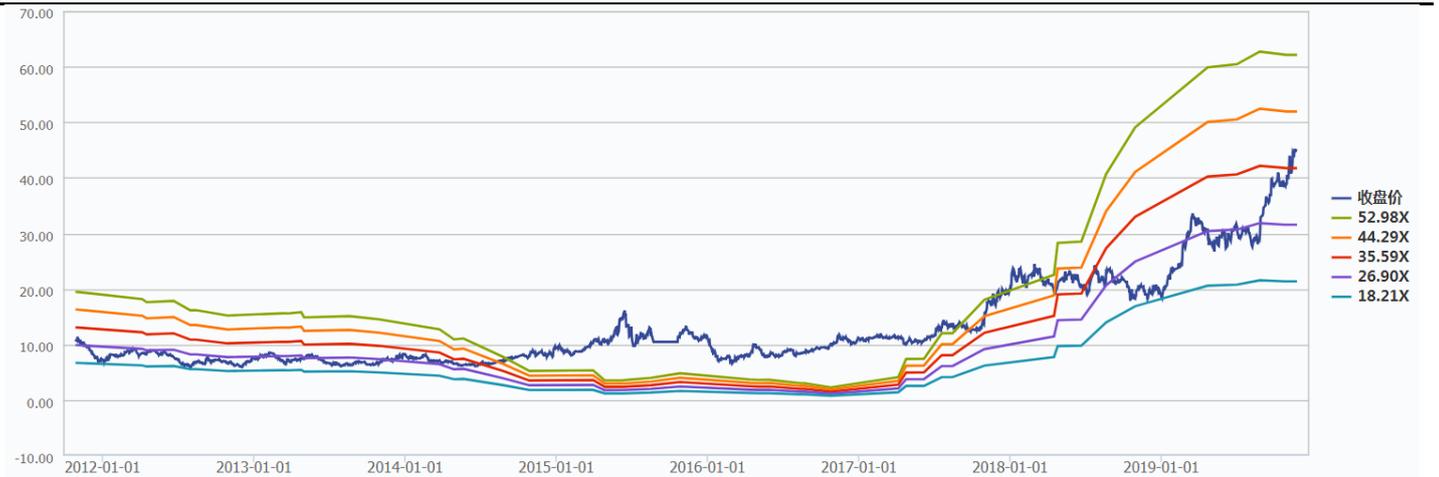
	2019	2020	2021
挖掘机油缸营收	19.19	19.12	18.1
毛利率	38.00%	38.00%	38.00%
泵阀营收	13.33	18.26	20.75
毛利率	30.00%	31.00%	32.00%
元件和成套系统营收	2.00	2.10	2.42
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%
非标油缸营收	10.95	15.33	20.04
毛利率	35.00%	33.00%	30.00%

资料来源: wind, 德邦证券研究所

4.2 估值和投资建议

公司一上市就面临行业进入下行周期, 股价和盈利能力都出现下滑, 公司估值水平保持在 18-26 倍之间。行业周期底部, 公司加快新产品研发进入并进行产能投入, 但因业绩未得到明显改善, 同时市场缺乏对公司的关注, 股价并未呈现公司的合理价值。2016 年以来, 行业进入复苏周期, 公司液压件技术也取得重大进展, 液压泵阀批量供应下游主机厂商。公司作为行业龙头, 在渠道和技术方面处于国内领先, 同时加快国际化布局, 新进印度市场, 打开成长空间。我们认为公司合理估值对应 2020 年为 27-30 倍, 合理股价区间为 49.68-55.2 元, 首次覆盖, 给予增持评级。

图 50 恒立液压历史 PE Band



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 51 恒立液压历史 PB Band



资料来源：wind，德邦证券研究所

表 8 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿人民币)	PE (TTM)	PE(19E)
601100.SH	恒立液压	412	39.8	33.8
603638.SH	艾迪精密	109	35.3	32.8
603338.SH	浙江鼎力	230	43.5	39.1

资料来源：wind，德邦证券研究所

5. 风险提示

挖掘机销量出现断崖式下降；原材料价格大幅波动；海外市场需求下降；人民币大幅升值导致公司出现汇兑损失。

表 9 公司业绩对挖掘机销量增速的敏感性分析

	-10.00%	-5.00%	0.00%	5.00%	10.00%
营收 (单位: 亿元)	61.9	63.98	66.05	68.12	70.2
营收 YOY	13.60%	17.40%	21.20%	25.00%	28.80%
归母净利润 (单位: 亿元)	15.22	15.68	16.15	16.62	17.08
归母净利润 YOY	20.30%	24.00%	27.70%	31.40%	35.10%

资料来源：wind，德邦证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业收入	4211	5448	6605	7686
每股收益	0.95	1.43	1.83	2.09	营业成本	2671	3170	3833	4491
每股净资产	5.16	6.59	8.42	10.51	毛利率%	36.6	41.8	42.0	41.6
每股经营现金流	0.91	1.70	1.85	2.17	营业税金及附加	43	65	76	89
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0	1.2	1.2	1.2
价值评估 (倍)					营业费用	115	153	182	210
P/E	20.88	31.29	24.51	21.42	营业费用率%	2.7	2.8	2.8	2.7
P/B	3.84	6.81	5.33	4.27	管理费用	213	251	284	323
P/S	9.40	7.27	5.99	5.15	管理费用率%	5.1	4.6	4.3	4.2
EV/EBITDA	13.97	21.28	16.99	14.45	研发费用	172	256	317	392
股息率%	0.0	0.0	0.0	0.0	研发费用率%	4.1	4.7	4.8	5.1
盈利能力指标 (%)					EBIT	997	1554	1914	2181
毛利率	36.6	41.8	42.0	41.6	财务费用	-30	-2	-28	-59
净利润率	19.9	23.2	24.5	24.0	财务费用率%	-0.7	0.0	-0.4	-0.8
净资产收益率	18.4	21.8	21.8	19.9	资产减值损失	119	67	11	10
资产回报率	11.5	14.7	15.6	15.2	投资收益	18	7	0	0
投资回报率	20.4	28.1	32.1	33.2	营业利润	961	1505	1915	2190
盈利增长 (%)					营业外收支	2	0	0	0
营业收入增长率	50.6	29.4	21.2	16.4	利润总额	963	1505	1915	2190
EBIT 增长率	100.2	55.8	23.2	14.0	EBITDA	1229	1805	2187	2480
净利润增长率	119.1	51.2	27.7	14.4	所得税	126	240	300	342
偿债能力指标					有效所得税率%	13.1	15.9	15.7	15.6
资产负债率%	37.1	32.3	27.9	23.7	少数股东损益	0	1	1	1
流动比率	2.2	2.8	3.5	4.2	归属母公司所有者净利润	837	1265	1615	1848
速动比率	1.6	2.2	2.8	3.5					
现金比率	0.8	1.2	1.7	2.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	1571	2350	3573	4875
应收帐款周转天数	100.5	101.0	99.5	99.0	应收款项	1328	1508	1801	2085
存货周转天数	127.8	120.0	115.0	110.0	存货	1050	1042	1208	1354
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	其它流动资产	494	552	605	667
固定资产周转率	2.0	2.4	2.8	3.2	流动资产合计	4443	5451	7186	8980
					长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	2233	2293	2380	2493
					在建工程	128	428	328	278
					无形资产	279	274	270	267
					非流动资产合计	2828	3173	3157	3216
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	7271	8625	10343	12196
净利润	837	1265	1615	1848	短期借款	851	662	568	473
少数股东损益	0	1	1	1	应付账款	691	912	1050	1169
非现金支出	350	318	285	309	预收账款	154	108	129	146
非经营收益	-43	51	61	86	其它流动负债	286	275	312	345
营运资金变动	-345	-133	-326	-333	流动负债合计	1981	1956	2059	2134
经营活动现金流	799	1501	1635	1910	长期借款	353	453	533	583
资产	-497	-617	-272	-398	其它长期负债	361	377	297	177
投资	170	10	0	0	非流动负债合计	715	830	830	760
其他	46	7	0	0	负债总计	2696	2786	2889	2894
投资活动现金流	-281	-600	-272	-398	实收资本	882	882	882	882
债权募资	-8	-189	-94	-94	普通股股东权益	4547	5809	7425	9272
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	28	29	29	30
其他	-143	66	-46	-116	负债和所有者权益合计	7271	8625	10343	12196
融资活动现金流	-152	-123	-140	-211					
现金净流量	366	779	1223	1302					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 29 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。