

目 录

一、公司简介：立足油缸，同心圆扩张	4
1、战略：立足油缸，进军关键零部件领域.....	4
2、股权结构.....	5
二、挖掘机液压油缸行业分析	5
1、国产挖掘机油缸供给不足.....	5
2、行业竞争格局：寡头垄断.....	6
3、前景展望：国产挖掘机油缸大有可为.....	6
三、恒立油缸：技术突破，扶摇直上	10
1、挖掘机油缸：立足国内，走出国门，成长空间已经打开.....	10
2、重型装备用非标油缸：稳定增长可期.....	16
3、未雨绸缪，进军其他关键零部件领域.....	16
四、盈利预测与估值	17
1、营业收入和净利润高增长.....	17
2、毛利率仍有提升空间.....	17
3、盈利预测.....	18
4、估值与投资建议.....	19
风险提示	19

图表目录

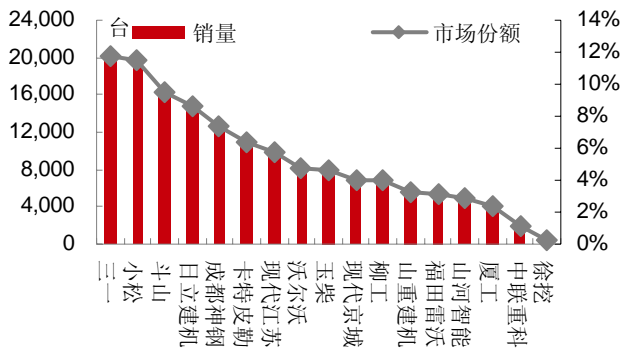
图 1:	2011 年挖掘机销量排名	4
图 2:	挖掘机油缸	4
图 3:	HZ/HX 型建设机械车辆用高压油缸	4
图 4:	公司产品结构以挖掘机油缸为主	4
图 5:	恒立油缸股权结构	5
图 6:	挖掘机销量稳步增长	5
图 7:	挖掘机油缸销量	5
图 8:	进口挖掘机油缸数量与市场份额	6
图 9:	FAI 和挖掘机销量增速	7
图 10:	城镇化率	7
图 11:	挖掘机出口金额和数量	7
图 12:	我国挖掘机和工程机械市场市场份额	7
图 13:	装载机销量/挖掘机销量	7
图 14:	我国挖掘机和装载机市场份额比较	8
图 15:	装载机均价/挖掘机均价	8
图 16:	履带挖掘机销量/轮式装载机销量	8
图 17:	国产挖掘机品牌逐步提升	9
图 18:	挖掘机油缸销量市场构成	10
图 19:	公司挖掘机油缸市场份额稳步增长	11
图 20:	相关客户挖掘机油缸采购量占比	11
图 21:	公司产品销量增速远超行业平均水平	11
图 22:	不同零部件公司相关产品毛利率比较	11
图 23:	挖掘机油缸产能利用率	12
图 24:	公司产能预测	12
图 25:	三一采购占比	14
图 26:	我国挖掘机销量和全球市场份额	15
图 27:	精度在 P5 及其以上轴承产量占比	16
图 28:	我国进口轴承金额	16
图 29:	公司 sales 和 NI 增长情况	17
图 30:	毛利率仍有提升空间	17
表格 1:	国内主要挖掘机油缸生产企业	6
表格 2:	不同品牌挖掘机价格对比	9
表格 3:	公司挖掘机油缸产品销量预测	13
表格 4:	公司高速成长期敏感性分析	15
表格 5:	挖掘机成本构成	17
表格 6:	盈利预测关键假设	18
表格 7:	可比公司盈利预测与估值比较	19

一、公司简介：立足油缸，同心圆扩张

1、战略：立足油缸，进军关键零部件领域

公司是规模化生产挖掘机专用油缸的唯一自主品牌企业，客户囊括了主要的国内挖掘机品牌供应商，包括三一重工、柳工、徐工、玉柴、中联重科、山重建机、福田雷沃等，并成功进入卡特彼勒、神钢、久保田、洋马、加藤、日立和沃尔沃等国际知名挖掘机品牌的供应商体系，与 KYB、东洋机电并列为全球三大专业挖掘机油缸供应商。

图 1： 2011 年挖掘机销量排名



资料来源：工程机械商贸网，华泰联合证券研究所

图 2： 挖掘机油缸

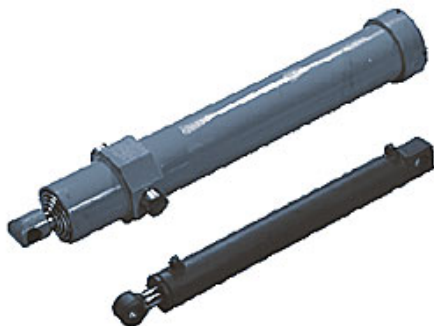


资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

重型装备用非标准油缸是公司另外一产品，主要应用于海工、船舶等大型工业设备。同时，公司利用超募资金进入精密液压件领域，力图改变高端液压零部件高度依赖进口的局面。

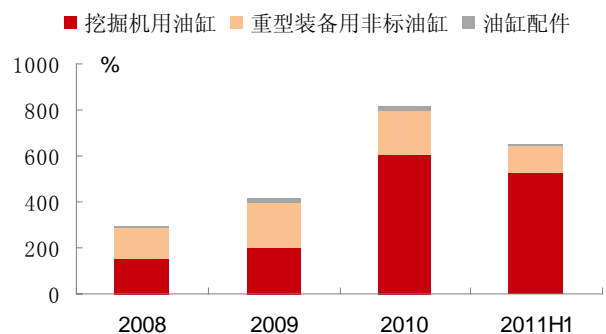
凭借在挖掘机油缸领域的优势，公司形成了以挖掘机专用油缸为核心，辅之重型装备非标准油缸，进军高端精密液压零部件领域的战略。在做强油缸主业的同时，也在积极培育新的增长点。

图 3： HZ/HX 型建设机械车辆用高压油缸



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

图 4： 公司产品结构以挖掘机油缸为主

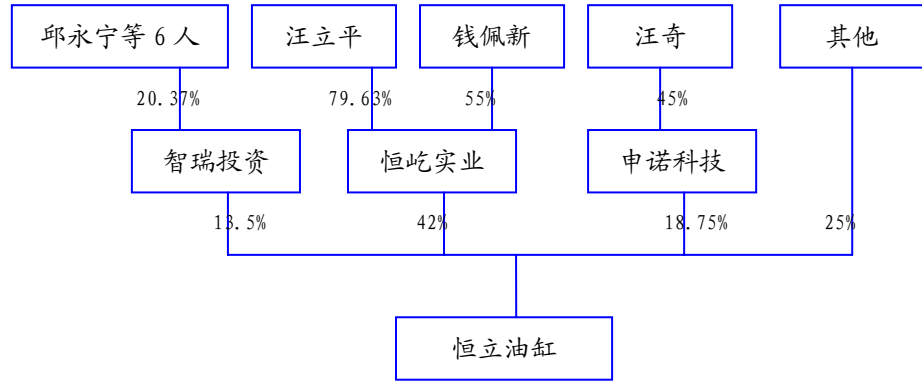


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2、股权结构

汪立平家族（汪立平、钱佩新、汪奇三人）持股数量占发行后总股本的 72.10%，处于绝对控股地位。

图 5： 恒立油缸股权结构



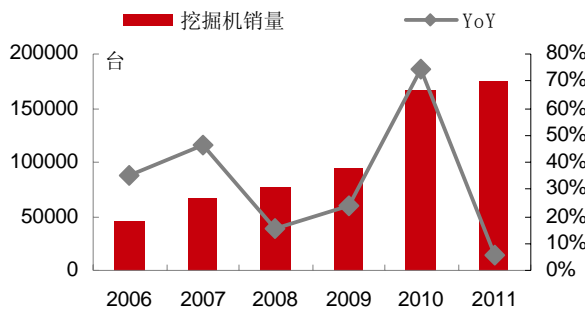
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

二、挖掘机液压油缸行业分析

1、国产挖掘机油缸供给不足

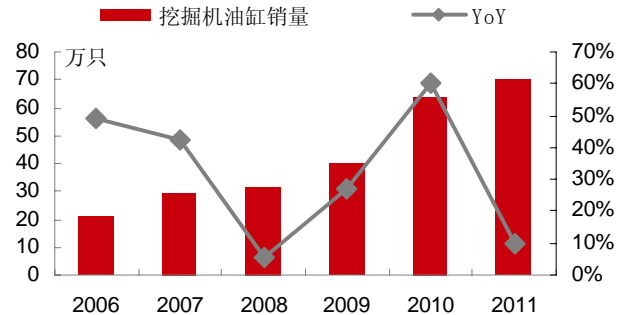
挖掘机油缸需求稳步增长。受益于工业化和城镇化的推进，挖掘机销量过去 5 年保持高速增长态势，挖掘机油缸作为挖掘机的互补品，销量随着挖掘机需求的增长而迅速增长，过去 5 年 CAGR=27.4%。

图 6： 挖掘机销量稳步增长



资料来源：工程机械商贸网，华泰联合证券研究所

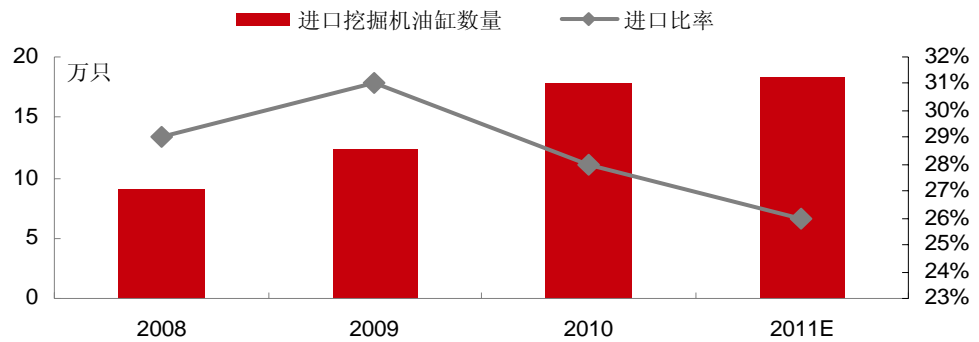
图 7： 挖掘机油缸销量



资料来源：工程机械工业年鉴，华泰联合证券研究所

现状：国内产能供给不足。随着我国液压技术的进步，中低端油缸基本实现自给，但是诸如挖掘机油缸等高端产品由于技术壁垒高，目前国内仅有极少数自主品牌企业（如本公司）生产加工设备和加工工艺已实现与国际同步，能够实现专业化、规模化生产的厂商数量寥寥无几。公司与 KYB、小松液压、东洋电机等企业挖掘机油缸产量与国内挖掘机主机厂商的需求之间仍有缺口，约 25% 依赖进口。

图 8: 进口挖掘机油缸数量与市场份额



资料来源: 油缸行业现状与发展, 华泰联合证券研究所

2、行业竞争格局: 寡头垄断

四雄逐鹿, 寡头垄断。目前国内挖掘机专用油缸市场形成了日系、韩系与自主品牌企业三足鼎立的格局。本公司与日资 KYB (镇江)、小松液压, 韩资东洋机电 (烟台) 占据着国内约 90% 市场份额, 市场呈寡头垄断格局。

表格 1: 国内主要挖掘机油缸生产企业

国内挖掘机专用油缸主要供应商	目前主要配套挖掘机品牌	备注
KYB(镇江)	日立、卡特彼勒、神钢、住友建机、部分国内挖掘机品牌	KYB 是由日本凯迩必在镇江设立的外商独资企业
东洋机电(烟台)	斗山、龙工、日立、厦工等	东洋机电(烟台)是韩国东洋机电在烟台设立的外商独资企业, 主要配套斗山
小松液压	主要为小松中国配套	小松液压是日本小松在山东设立的外商独资企业
现代液压	主要为现代江苏配套	
恒立油缸	柳工、三一、徐工、玉柴、力士德、中联重科、山东临工、山重建机、福田雷沃	加入卡特彼勒、神钢、久保田、洋马、加藤、日立和沃尔沃全球供应商体系

资料来源: 招股说明书, 华泰联合证券研究所

由于挖掘机高压油缸生产涉及新材料、新工艺和新结构的研发, 研发周期长, 生产工艺复杂, 流程工序多等特点, 对技术要求极高。我们判断未来 2-3 年内很难出现新的强劲竞争对手, 寡头垄断格局仍将持续, 相关公司的先发优势难以被显著削弱, 在未来 2-3 年内仍将保持高毛利率。

3、前景展望: 国产挖掘机油缸大有可为

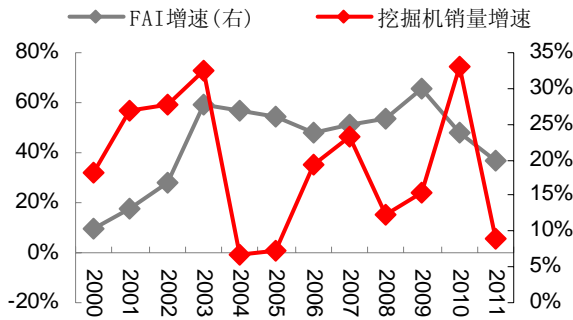
我们认为, 我国挖掘机油缸行业的未来发展主要驱动因素有三: **挖掘机行业的稳步增长、国产挖掘机市场份额的提升、国产挖掘机油缸市场份额的提升。**

3.1 挖掘机行业仍有较大发展空间

工业化和城镇化是挖掘机行业发展的主要驱动力。过去 10 年, 我国挖掘机行业 CAGR 高达 32.6%, 其背后推动力是工业化和城镇化进程中 FAI 高速增长带来的巨大需求

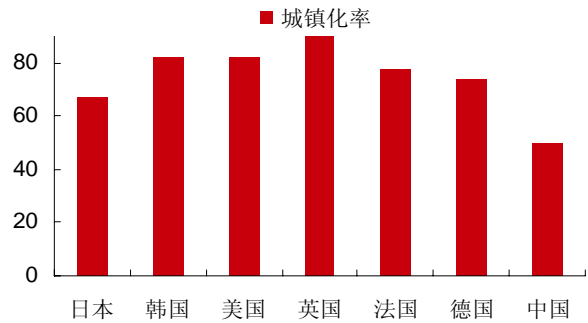
受制于“十二五”期间 FAI 增速下降，我们预计挖掘机行业增速将会下降。但是我国的城镇化率为 49.68%，和发达国家比仍有较大差距，城镇化进程仍处于中期。根据美国地理学家诺瑟姆（Northam, Ray. M.）城市化进程 S 型曲线，在城市化率 70% 之前，固定资产投资都处于高速增长期。我们认为我国城镇化进程中 FAI 的增长仍是挖掘机需求增长的重要驱动力。

图 9: FAI 和挖掘机销量增速



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

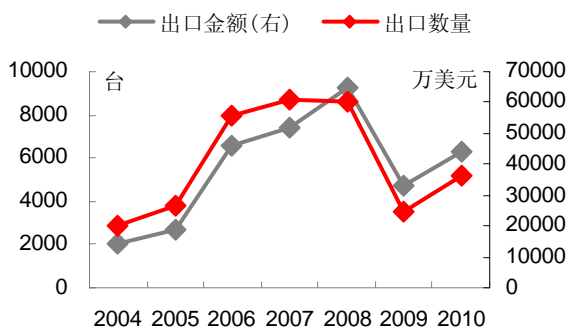
图 10: 城镇化率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

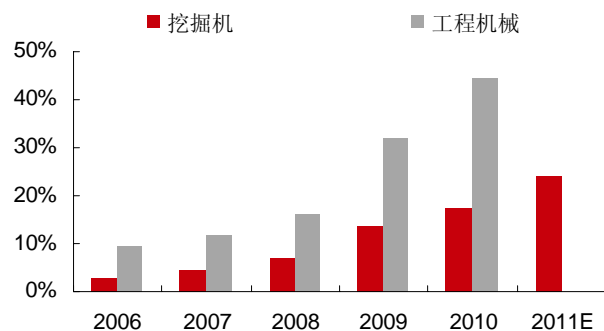
挖掘机国际化进程正在继续。随着技术的进步和品牌的提升，我国工程机械产品竞争力显著提升，三一、柳工、中联重科等纷纷进入国际市场，产品销量市场份额从 06 年的 9.7% 增长至 10 年的 44.5%，增长了 4.6 倍；而同期挖掘机市场份额从 06 年的 3.1% 增长 5.7 倍至 2010 年的 17.7%，增长速度高于工程机械平均水平，凸显出挖掘机行业的显著竞争优势。但我国挖掘机 17.7% 的国际市场份额显著低于工程机械行业 44.5% 的市场份额，随着我们挖掘机技术水平的提高和品牌形象的提升，未来在国际市场的份额仍有较大提升空间。

图 11: 挖掘机出口金额和数量



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

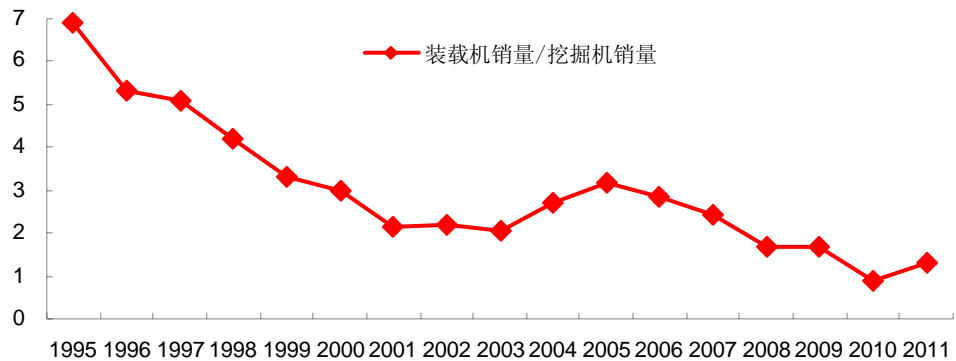
图 12: 我国挖掘机和工程机械市场市场份额



资料来源: Bloomberg, wind, 华泰联合证券研究所

抢占装载机市场份额。近年来我国挖掘机逐步替代装载机，装载机销量/挖掘机销量比率逐步走低。挖掘机占工程机械销量的比例从 06 年的 25.4% 增长到 2010 年的 41.5%，而装载机占工程机械销量的比率从 06 年的 72.2% 下降到 2010 年的 37.2%。

图 13: 装载机销量/挖掘机销量



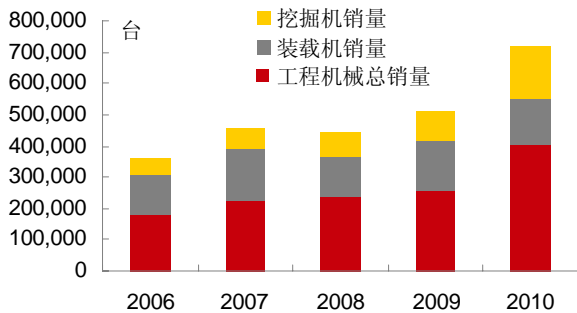
资料来源: 工程机械商贸网, 华泰联合证券研究所

我们认为其背后的原因主要有 2 个:

- 1、装载机与挖掘机在许多功能方面存在相互替代性。
- 2、相对来讲, 在 06-10 年期间, 挖掘机价格下降的幅度比装载机价格下降的幅度更大。

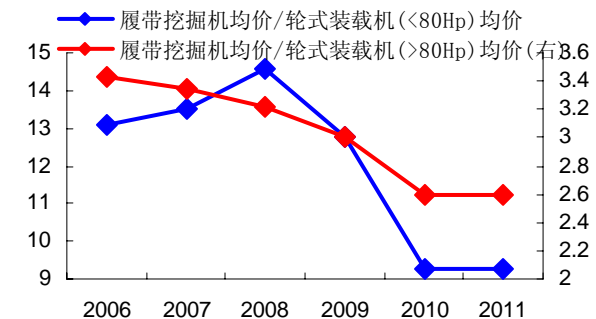
较低的市场价格和更加完善的功能, 对于下游企业来讲用挖掘机来替代装载机不仅可以提高企业的生产效率, 而且还降低了企业的运营成本。挖掘机性价比的提升又对挖掘机形成正反馈, 提升了市场份额。

图 14: 我国挖掘机和装载机市场份额比较



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 15: 装载机均价/挖掘机均价

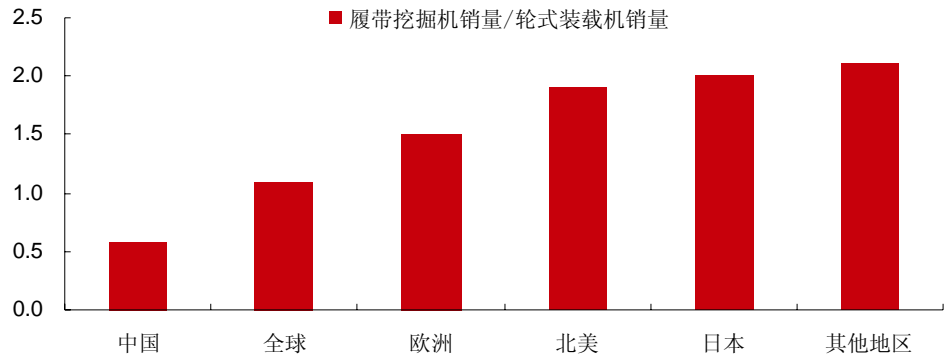


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们判断挖掘机替代装载机之路仍将继续, 市场份额有进一步提升的空间, 主要理由是: 关键零部件占挖掘机生产成本要比装载机高, 因此随着传动系统、泵、油缸、阀等系统逐步进口替代, 相对装载机, 未来挖掘机价格有更大下降空间, 性价比优势将会得到进一步强化, 而这将会有利于挖掘机市场份额的提升。

此外从发达国家经验来看, 国外挖掘机和装载机的保有量比率一般均大于 1, 而我国目前这一比率不到 0.7, 显著低于平均水平, 仍有较大的替代空间。

图 16: 履带挖掘机销量/轮式装载机销量



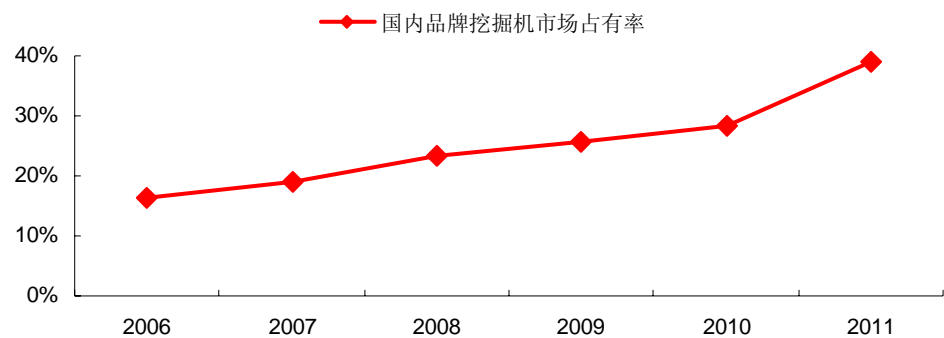
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

3.2 国产挖掘机市场占有率上升

国内挖掘机由于具备价格上的优势,而性能上已经和国外挖掘机产品性能相差无几,性价比的提升提高了国内挖掘机的市场份额,从06年的16%增长到2011年的39%。受益于挖掘机部分关键零部件进口替代,我们倾向于认为国产挖掘机的价格优势在未来的2-3年内仍将存在,而便利的服务配套体系为国产挖掘机市场占有率的提升起着锦上添花的作用。

由于国产挖掘机主要采用国产油缸,如中联重科、柳工、徐工等企业挖掘机油缸100%采用恒立油缸的产品,而诸如三一重工、玉柴等企业挖掘机油缸也主要采用国产产品。因此,国产挖掘机市场份额的提升将助推国产挖掘机油缸行业的发展。

图 17: 国产挖掘机品牌逐步提升



资料来源: 工程机械商贸网, 华泰联合证券研究所

表格 2: 不同品牌挖掘机价格对比

品牌	不同重量下挖掘机价格 (万元人民币)				
	1.6-1.8 (吨)	5-8 (吨)	12-15 (吨)	20-22 (吨)	30-33 (吨)
卡特彼勒		54	74	120	180
沃尔沃		42	68	106	170
斗山		36	56	76	130
现代		34	53	72	135

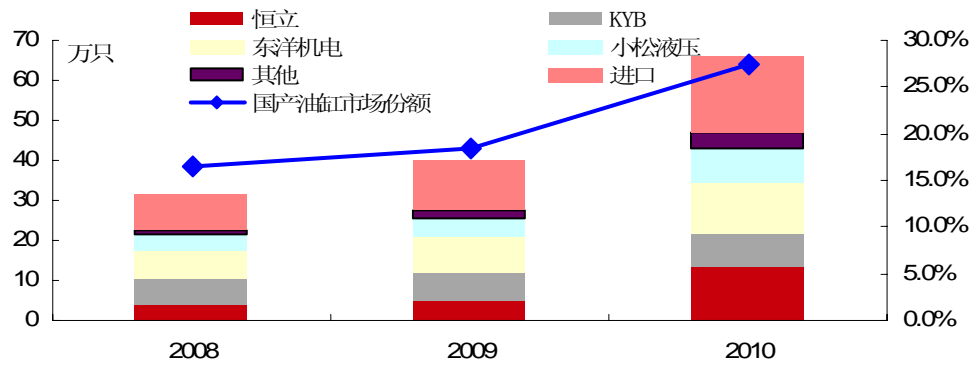
日立	46	65	98	150
神钢	42	64	96	
小松	48	69	98	165
三一	42	60	85	140
柳工	35	55	72	
山河智能	10	37	82	

资料来源: TIMER, 华泰联合证券研究所

3.3 国产挖掘机油缸市场占有率提升

随着恒立等国内品牌的崛起,国内挖掘机油缸的市场份额逐步提升。我们认为主要原因是国内油缸具备价格优势,相对于国外油缸便宜 10%左右,而便利的地利优势将使得公司能够提供更为便捷和优质的服务,市场份额稳步提高。

图 18: 挖掘机油缸销量市场构成



资料来源:《挖掘机专用油缸行业现状与发展》, 华泰联合证券研究所

三、恒立油缸：技术突破，扶摇直上

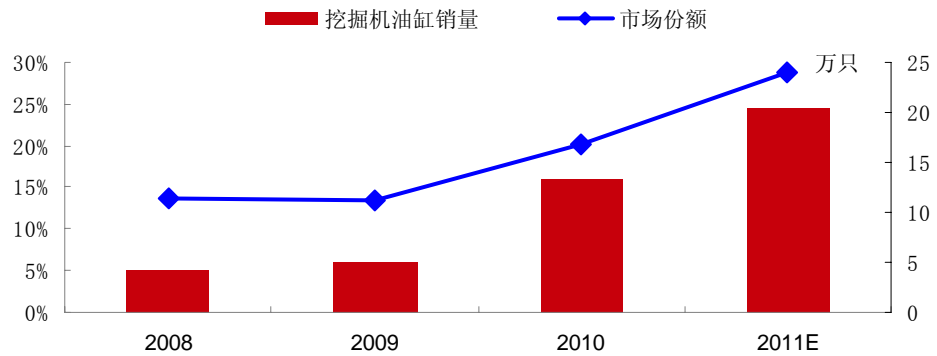
1、挖掘机油缸：立足国内，走出国门，成长空间已经打开

1.1 技术突破，市场领先

公司始终致力于高压油缸的研发,拥有一支高水平、富有实践经验的研发队伍。随着全球高压油缸领域顶尖技术人才(原 KYB 挖掘机油缸工厂厂长宫本孝彦、原日本小松挖掘机设计部部长村上高志、原德国力士乐铸造工厂高级工程师斯密斯)加盟,公司挖掘机油缸产品大获成功。

市场份额快速增长,仍有提升空间。公司成功打破挖掘机高端油缸被外资垄断的格局,与 KYB、小松、东洋电机并驾齐驱,称为国内四大挖掘机专用油缸供应商之一,并为唯一一家国内自主品牌。凭借技术实力和价格优势,市场开拓方面也硕果累累,挖掘机油缸市场份额相对于 08 年增长了 1.13 倍,目前市场份额约为 29%。目前公司挖掘机油缸产品性能与 KYB、小松不分仲伯,较东洋电机略胜一筹;而价格则低于 KYB。

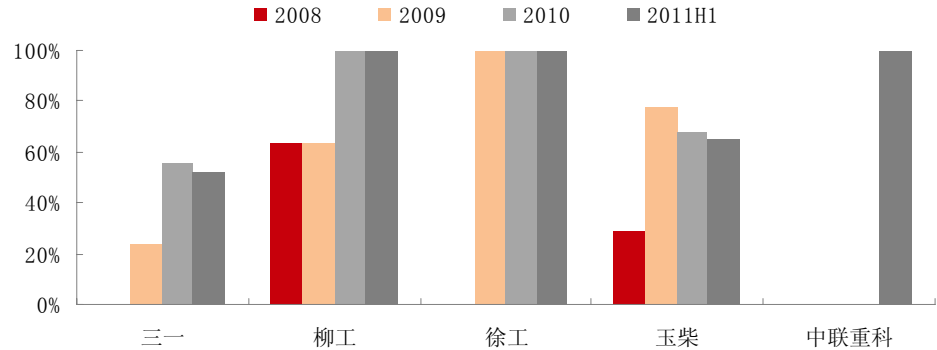
图 19： 公司挖掘机油缸市场份额稳步增长



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

立足国内，走出国门。公司囊括了主要的国内挖掘机品牌供应商，柳工、徐工、中联重科等公司挖掘机油缸 100% 采购公司产品，而三一、玉柴等公司大部分挖掘机油缸也采用公司产品。此外，公司与卡特彼勒、神钢、久保田、加藤等国际知名挖掘机品牌的供应商建立了良好的合作关系，未来成长的空间已将打开。

图 20： 相关客户挖掘机油缸采购量占比

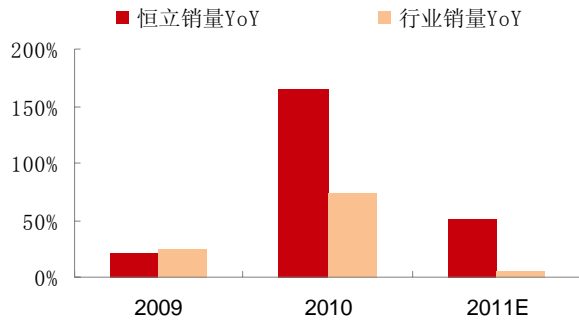


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

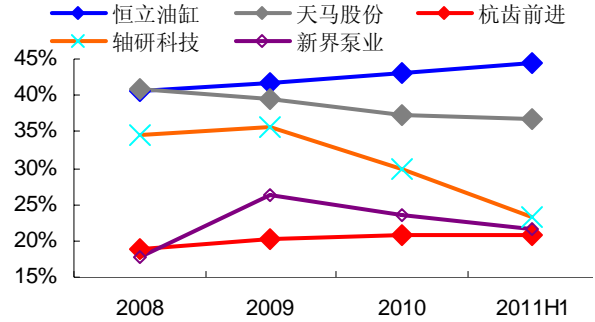
增速远高于行业平均水平，毛利率较高。伴随着技术的突破，产品销量快速增长，2008-2011 年公司挖掘机油缸销量的 CAGR=69.2%，是同期行业 31.6% 的 CARG 的 2.2 倍。数据显示公司挖掘机油缸毛利率显著高于同类零部件公司相关产品，我们判断凭借公司的寡头垄断地位，未来 2-3 年内挖掘机油缸高毛利率有望持续。

图 21： 公司产品销量增速远超行业平均水平

图 22： 不同零部件公司相关产品毛利率比较



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所



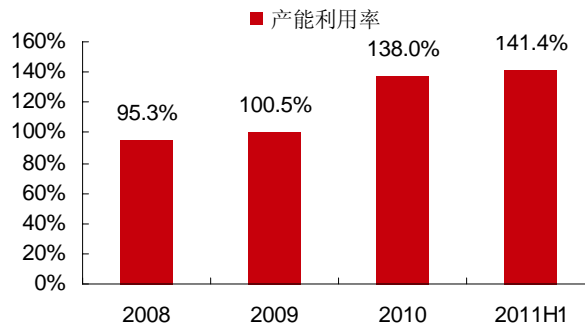
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

1.2 募投扩产，破解产能瓶颈

公司产品由于性价比较高，需求快速增长，一直处于供不应求的状态。由于产能瓶颈，公司不得不放弃部分订单。随着公司的上市，公司利用募集资金新建4条生产线，从上市前的2条生产线增长到如今的6条，产能瓶颈问题将迎刃而解。预计2011-2013年挖掘机油缸产能将增加至20.4、28和38万只。

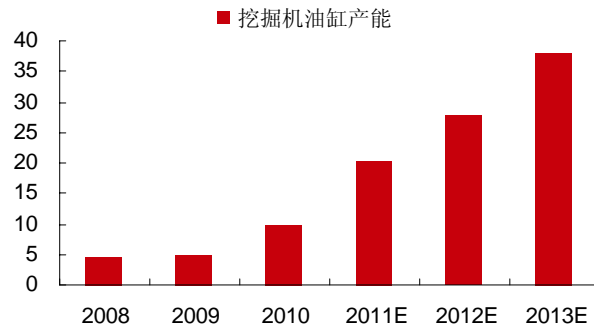
在国内客户产品需求量保持稳定增长，国外客户供应量大幅增加的情况下，我们判断公司产能不会过剩。预计2011-2013年供应外资品牌挖掘机油缸数量分别为0.14、3.11和10.22万只。

图 23： 挖掘机油缸产能利用率



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 24： 公司产能预测



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

1.3 加入国际挖掘机巨头供应链体系，打开未来成长空间

凭借良好的产品品质和价格优势，公司已经通过卡特彼勒和神钢的资质认证，成功进入卡特彼勒全球挖掘机全球供应体系和神钢在华挖掘机制造企业的供应体系。由于进入相关企业的资质认证体系需3-4年时间的考察期，考核体系较为严格，我们认为一旦进入其供应链体系，公司将会与卡特彼勒和神钢建立长期稳定的合作关系。而较高的转换成本也在一定程度上有利于双方保持合作关系的持续性。对于公司来讲，将会面临更加广阔和稳定的市场，减少对国内市场的依赖，熨平国内需求的波动性。

公司已经新建一条卡特彼勒挖掘机油缸生产专线，预计3月份将进入批量供应阶段，主要供应6-18吨挖掘机用油缸。我们判断公司和卡特彼勒挖掘机油缸的合作范围将

会逐步扩大，同时有可能延伸到其他工程机械产品油缸领域。在 2012-2016 年间公司将作为卡特彼勒主要的油缸供应商之一。

此外，公司和神钢、加藤、久保田等国际知名工程机械的合作也在有序开展，挖掘机油缸产品市场的国际化为公司未来的发展打开了空间。

1.4 挖掘机油缸销量预测

为估算公司挖掘机油缸销量，我们做如下假设：

- 1、根据工程机械工业协会挖掘机分会的预测，到 2015 年我国挖掘机销量为 25 万台。
- 2、国产挖掘机品牌市场占有率到 2015 年增长至 48%。
- 3、根据行业惯例，每台挖掘机对应油缸的需求量为 4 只。
- 4、随着部分企业（如三一重工）挖掘机油缸部分自给自足，我们认为公司挖掘机油缸在国内品牌挖掘机油缸的市场占有率到 2015 年减至 60%。
- 5、随着对卡特彼勒、神钢等外资工程机械企业油缸的批量供应，我们预计 2012-2015 年供应量分别为 3.11、10.22、12、14 万只。

表格 3：公司挖掘机油缸产品销量预测

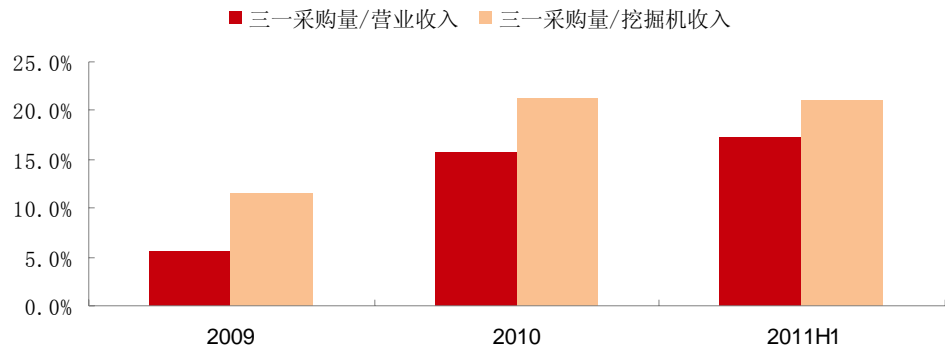
	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国内挖掘机销量	17.61	19.22	20.98	22.90	25.00
国产品牌市场占有率	38.0%	41.2%	43.5%	45.7%	48.0%
国产品牌挖掘机销量	6.69	7.92	9.12	10.47	12.00
每台挖掘机对油缸的需求量	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
国产挖掘机油缸需求	26.77	31.66	36.47	41.89	48.00
公司在国产挖掘机油缸的市场占有率	75.5%	75.0%	71.0%	65.0%	60.0%
公司供给国产挖掘机油缸数量	20.21	23.75	25.89	27.23	28.80
公司供给外资品牌挖掘机油缸数量	0.14	3.11	10.22	12.00	14.00
公司挖掘机油缸销量	20.35	26.86	36.11	39.23	42.80

资料来源：华泰联合证券研究所

1.5 三一部分挖掘机油缸自产对公司的负面冲击有多大？

数据显示三一重工是公司的第一大客户，2011 上半年从恒立油缸的采购量相当于三一挖掘机油缸需求量的 52%，占恒立油缸 2011H1 营业收入的 17.2%，占挖掘机油缸收入的 21.1%。因此，三一的采购量对公司的业绩起着举足轻重的作用。

图 25: 三一采购占比



资料来源: 招股说明书, 华泰联合证券研究所

三一已经在娄底建立自己的挖掘机油缸生产基地, 这个事件无疑对公司挖掘机销量形成负面的影响, 但是我们该如何评估这个负面影响呢?

我们判断短期影响不大, 主要理由是:

1、腾挪产能给外资品牌挖掘机, 对冲负面影响。我们预计 2011 年三一采购量占恒立油缸挖掘机油缸销量的 15%左右, 即约 3.1 万只。在最悲观的假设下, 三一 2012 年从公司的采购量为 0, 则原有供给三一的产能完全可以有外资品牌挖掘机来消化 (保守估计 2012 年外资品牌挖掘机需求量增加 3 万只。而从实际情况来看, 三一目前仅有少数吨位的挖掘机油缸实现自给, 大部分挖掘机油缸仍需外购, 三一对公司的挖掘机油缸订单有增无减。

2、品质存在差距, 完全自产尚需时日。从下游客户了解的情况来看, 三一自产的挖掘机油缸在质量方面和恒立油缸的产品存在一定的差距, 返修率显著高于恒立油缸的产品。我们认为, 技术壁垒将使得三一挖掘机油缸实现自给自足尚需时日。

3、油缸专业化生产是主流。工程机械是液压件的最大用户, 而近些年来国外工程机械有一种发展趋势: 主机制造企业逐步向组装企业方向发展, 液压件逐步由供应商来提供。比如世界上实力最强的主机制造企业美国的卡特彼勒、凯斯、日本的小松、瑞典的沃尔沃等世界上这些大型的工程机械主机制造企业, 其配套件主要由零部件制造企业来提供。

从卡特彼勒的经验来看, 其所需油缸的 70%外购, 专业化的生产有助于实现产品的规模经济, 降低单位产品固定成本。经济性使得挖掘机油缸外包生产的趋势仍将延续。

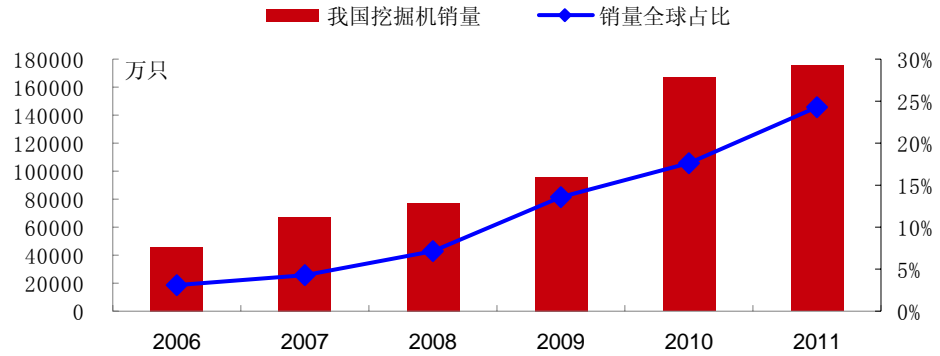
1.6 高速成长期还能持续多久?

公司挖掘机油缸占据国产产品挖掘机油缸需求量的 75%左右, 市场份额已经处于较高水平, 且主要的挖掘机生产商如柳工、徐工、中联重科等公司挖掘机油缸 100%采购公司产品; 三一、玉柴等公司 50%以上的挖掘机油缸也采用本公司产品。因此, 有投资者担心在公司已经占据较高市场份额、未来我国 FAI 增速走低的情况下, 未来的成长性是不是会显著降低?

伴随着公司产品走向国际市场, 我们认为考察恒立油缸的成长性不能将视野局限于国内市场, 而应该放在全球油缸市场范围内来衡量。我们预计 2011 年公司挖掘机油缸

销售收入为 9.1 亿元，挖掘机油缸销量为 20.35 万只，而 2011 年我国挖掘机销量为 17.6112 万只，按照每台挖掘机对应 4 只油缸计算，公司产品国内市场份额为 28.9%，根据 Bloomberg 数据显示，2011 年我国挖掘机销量国际市场份额为 24.2%，则 2011 年公司挖掘机油缸销量的国际市场份额为 $28.9\% \times 24.2\% = 6.99\%$ 。

图 26： 我国挖掘机销量和全球市场份额



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

目前公司与 KYB、东洋机电并列为全球三大专业挖掘机油缸供应商，公司产品性能与 KYB 不分仲伯，较东洋电机略胜一筹；而价格则低于 KYB。因此，未来公司产品市场份额的提升是大概率事件。未来计算公司未来高成长期的时间，我们做如下中性假设：

- 1、公司挖掘机油缸国际市场份额的天花板是 16%。
- 2、挖掘机油缸未来销售收入复合增长率是 30%。
- 3、对全球挖掘机油缸增长率做最为悲观的假设，0%。

表格 4： 公司高速成长长期敏感性分析

		CAGR						
		24%	26%	28%	30%	32%	34%	36%
未来挖掘机油缸国际市场份额	10%	1.66	1.55	1.45	1.36	1.29	1.22	1.16
	12%	2.51	2.34	2.19	2.06	1.95	1.85	1.76
	14%	3.23	3.01	2.81	2.65	2.50	2.37	2.26
	16%	3.85	3.58	3.35	3.16	2.98	2.83	2.69
	18%	4.40	4.09	3.83	3.61	3.41	3.23	3.08
	20%	4.89	4.55	4.26	4.01	3.79	3.59	3.42
	22%	5.33	4.96	4.64	4.37	4.13	3.92	3.73
	24%	5.73	5.34	5.00	4.70	4.44	4.21	4.01
	26%	6.11	5.68	5.32	5.01	4.73	4.49	4.27
	28%	6.45	6.00	5.62	5.29	5.00	4.74	4.51
30%	6.77	6.30	5.90	5.55	5.25	4.98	4.74	

资料来源：华泰联合证券研究所

在市场份额天花板为 16%、收入 CAGR=30%的中性和挖掘机全球增长率为 0%的悲观假设下，计算出公司 30%的复合增长率时间为 3.16 年（到 2014 年），若考虑全球挖掘机的增长，则公司高成长的时间将会更长。

因此，我们认为投资者无需过分担心公司未来的成长性，根据我们的分析来看，公司保持 3 年（到 2014 年）的高成长是完全可能的。

2、重型装备用非标油缸：稳定增长可期

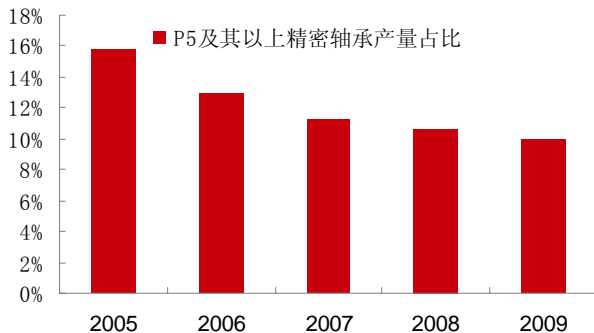
公司生产的重型装备用非标准油缸主要应用于高技术要求的大型建设设备、船舶、海洋工程设备、港口机械和大型工业设备等领域，目前的客户包括：全球最大的港口机械企业振华重工；国际著名船舶设备厂商 TTS 集团、主要旋挖钻机厂商三一。优质的客户群体奠定了公司的先发优势，形成了有效的市场壁垒，有利于保持公司稳定的市场份额和盈利能力。

目前，公司获取海工、船舶等行业充足的订单，可保障非标油缸的稳定增长。

3、未雨绸缪，进军其他关键零部件领域

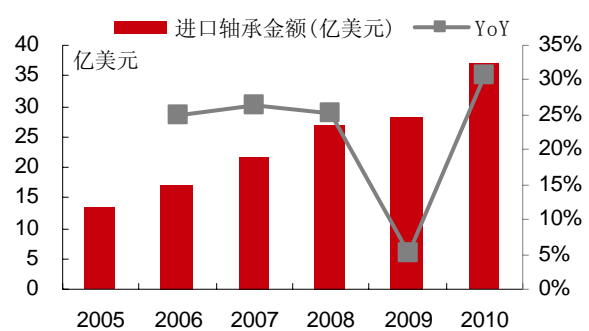
高端零部件高度依赖进口。由于在研发实力、生产工艺方面与发达国家存在明显差距，我国关键零部件如轴承、泵、阀门等高端精密产品高度依赖进口，国内产能严重不足。以轴承为例，相对于 2005 年，2010 年行业销量增长了 124%，但是精度在 P5 及其以上的精密轴承产量占比不增反降，从 05 年的 15.76%下降至 2010 年的 9.92%，严重依赖进口，进口金额节节攀升。而国内挖掘机油缸所需的泵、马达、阀门等关键零部件业面临类似局面，国内仅有隆源液压、中川液压等少数企业能够生产少量高端液压件，市场基本上由日本、德国、美国、韩国等相关企业垄断。

图 27： 精度在 P5 及其以上轴承产量占比



资料来源：机械工业年鉴，华泰联合证券研究所

图 28： 我国进口轴承金额



资料来源：机械工业年鉴，华泰联合证券研究所

进军高精密液压铸件领域。公司利用超募资金，积极探索进入泵、阀、马达等其他液压系统关键零部件领域，拟建设年产 25000 吨液压铸件产品，主要包括工程机械用高于油缸端盖、导向套、高压多路阀阀体、泵、马达壳体等。预计 2 年左右可以批量生产泵、马达；而阀门由于技术难度较大，攻克难关尚需时日。

高端精密铸件市场空间大。液压系统占挖掘机成本的 28%-33%，而油缸占比约为 5%，因此液压泵、马达、阀门在成本中的占比是油缸的 4.5-5.6 倍，一旦相关产品研发成功，公司液压件产品所面对的市场规模将比现在的油缸市场规模提高 5 倍左右。

目前公司已经从德国引进液压精密铸件行业的专家团队，并与日本合作研发液压泵，并计划于 2013 年实现小批量供应。若公司能够在液压泵、马达、阀门领域逐步实现突破的话，技术实力将会助推公司实现爆发式增长。

表格 5：挖掘机成本构成

类别	占比
液压系统（油缸、泵、马达、阀）	28%-33%
底盘	18%-23%
发动机	10%-15%
上车架	10%-12%
驾驶室	8%-12%
工装（动臂、斗杆、铲斗等）	5%-6%
电控系统	1%-3%

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

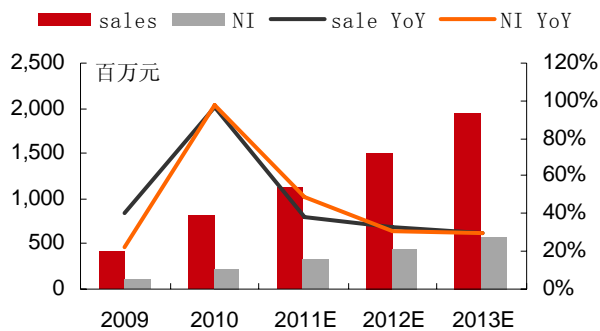
此外，油缸铸件的量产既可以降低约 2000 万元的采购成本，也可以解决油缸生产过程中，受到外资品牌铸件供应商产能不足导致油缸生产线停产的状况，提高油缸产品的核心竞争力。

四、盈利预测与估值

1、营业收入和净利润高增长

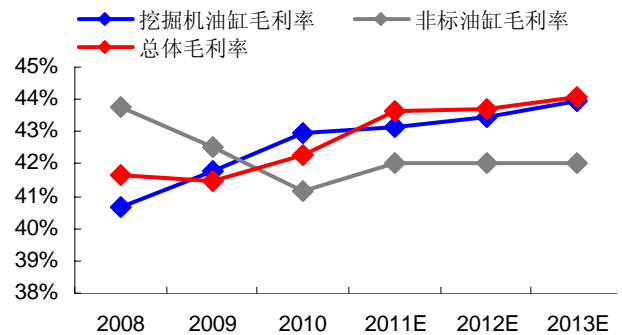
基于我们对公司的盈利预测，我们判断 2011-2013 年公司营业收入和净利润复合增长率分别为 33.7%和 36.4%。

图 29：公司 sales 和 NI 增长情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 30：毛利率仍有提升空间



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2、毛利率仍有提升空间

我们判断，公司挖掘机油缸产品毛利率仍有小幅提升空间，理由是

- 1、挖掘机油缸市场是寡头垄断市场，公司产品毛利率对原材料价格变化不明显，具备较强的成本转嫁能力。

2、随着公司热处理技术的进步和相关密封件产品的自产，挖掘机油缸产品的成本会有小幅下降空间，提升毛利率。

而非标油缸产品的定制化也有利于毛利率的稳定，总体来看公司产品的毛利率仍有小幅提升空间。

3、盈利预测

对公司基本面我们做如下假设：

1、随着产能的释放和需求的保障，公司挖掘机油缸销量保持高增长。

2、毛利率小幅增长。

表格 6：盈利预测关键假设

销量（万只）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
挖掘机油缸	4.22	5.06	13.53	20.35	26.86	36.11
小型	2.46	2.07	5.89	9.48	14.39	19.96
中型	1.62	2.88	7.06	8.98	10.03	11.90
大型	0.14	0.10	0.58	1.90	2.43	4.25
重型装备用非标油缸	1.70	2.82	2.70	3.42	5.85	6.75
单价（元）						
挖掘机油缸						
小型	2,517.92	2,317.59	2,414.54	2,380.00	2,360.00	2,350.00
中型	5,042.13	4,874.27	5,809.54	5,700.00	5,700.00	5,700.00
大型	10,775.72	10,097.81	9,590.49	9,200.00	9,100.00	9,000.00
重型装备用非标油缸	7,738.90	7,169.14	7,193.60	6,000.00	6,000.00	6,000.00
营业收入（百万元）						
挖掘机油缸	404.64	509.24	1,346.25	911.62	1,133.06	1,530.12
小型	106.19	117.17	326.73	225.53	339.54	468.98
中型	124.27	100.90	342.14	511.72	571.95	678.57
大型	174.18	291.17	677.38	174.36	221.57	382.56
重型装备用非标油缸	10.54	7.32	41.67	205.12	351.00	405.00
油缸配件	5.97	14.55	13.95	14.50	15.50	18.00
合计	421.15	531.10	1,401.87	1,131.23	1,499.56	1,953.12
毛利率（%）						
挖掘机油缸	40.7%	41.8%	42.9%	43.1%	43.5%	44.0%
小型	41.6%	41.3%	42.3%	43.0%	43.5%	44.0%
中型	40.1%	42.1%	43.5%	43.6%	43.8%	44.2%
大型	39.6%	38.9%	40.3%	42.0%	42.5%	43.5%
重型装备用非标油缸	43.7%	42.5%	41.2%	42.0%	42.0%	42.0%
油缸配件	21.0%	22.0%	26.6%	23.2%	24.0%	24.6%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

4、估值与投资建议

预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.81、1.07、1.40 元，对应 PE 分别为 22.4X、17.0X 和 13.0X。我们选取 A 股同类可比零部件公司来看，2011 和 2012 年平均 PE 分别为 29.2X 和 22.8X，公司相对估值较低。

鉴于公司寡头垄断的竞争地位以及未来进入国际工程机械巨头供应链体系所面对的广阔的市场空间，我们看好公司长期投资价值。合理估值区间是 20X-22XPE，对应的合理价值区间是 21.4-23.5 元，给予“买入”评级。

表格 7：可比公司盈利预测与估值比较

代码	简称	2.17 收盘价	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	10PE	11PE(E)	12PE(E)	PB	总市值(亿)
601100	恒立油缸	18.15	0.54	0.81	1.07	33.61	22.41	16.96	2.43	75.10
002122	天马股份	7.27	0.55	0.34	0.40	13.22	21.38	18.18	1.84	85.89
600495	晋西车轴	11.46	0.14	0.23	0.30	81.86	48.79	37.65	2.37	34.15
002553	南方轴承	15.50	0.55	0.65	0.87	27.98	23.82	17.73	2.53	13.15
002046	轴研科技	16.22	0.44	0.54	0.69	36.86	29.81	23.61	2.94	16.55
均值						38.71	29.24	22.82	2.42	

资料来源：wind，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、核心技术泄密
- 2、挖掘机行业销量增速低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	456	2972	3155	3890	营业收入	817	1131	1500	1953
现金	106	2491	2513	3061	营业成本	472	637	844	1092
应收账款	75	111	144	187	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收	1	14	11	16	营业费用	30	43	58	74
预付账款	147	174	247	316	管理费用	54	71	96	125
存货	68	92	118	155	财务费用	-1	-3	-18	-21
其他流动	59	90	123	155	资产减值损失	2	1	2	2
非流动资产	495	732	1179	1198	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	125	394	866	888	营业利润	261	380	517	680
无形资产	71	103	109	122	营业外收入	0	9	10	11
其他非流	299	235	204	188	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	951	3704	4334	5089	利润总额	261	389	527	691
流动负债	227	365	543	709	所得税	32	49	79	104
短期借款	50	120	130	150	净利润	229	341	448	587
应付账款	98	106	149	194	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动	80	139	264	364	归属母公司净利	229	341	448	587
非流动负债	195	177	180	181	EBITDA	270	403	553	734
长期借款	158	158	158	158	EPS (元)	0.73	0.81	1.07	1.40
其他非流	37	19	22	23					
负债合计	423	541	723	890					
少数股东	0	0	0	0					
股本	315	420	420	420					
资本公积	66	2255	2255	2255					
留存收益	147	488	936	1523					
归属母公	528	3163	3611	4199					
负债和	951	3704	4334	5089					

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	96.4%	38.5%	32.6%	30.2%
营业利润	101.4%	46.0%	36.0%	31.4%
归属母公司净利	98.1%	49.0%	31.6%	31.0%
获利能力				
毛利率(%)	42.3%	43.7%	43.7%	44.1%
净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%
ROE(%)	43.3%	10.8%	12.4%	14.0%
ROIC(%)	34.2%	32.4%	27.4%	33.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	44.5%	14.6%	16.7%	17.5%
净负债比率(%)	49.24%	60.61%	59.25	57.10
流动比率	2.01	8.15	5.81	5.49
速动比率	1.71	7.90	5.60	5.27
营运能力				
总资产周转率	1.27	0.49	0.37	0.41
应收账款周转率	14	12	12	12
应付账款周转率	7.12	6.25	6.63	6.37
每股指标(元)				
每股收益(最新)	0.54	0.81	1.07	1.40
每股经营现金流	0.49	0.55	0.96	1.29
每股净资产(最)	1.26	7.53	8.60	10.00
估值比率				
P/E	32.83	22.04	16.75	12.79
P/B	14.22	2.37	2.08	1.79
EV/EBITDA	28	19	14	10

现金流				
单位:百万元				
会计年	2010	2011E	2012	2013E
经营活动	208	231	404	542
净利润	229	341	448	587
折旧摊销	11	25	54	76
财务费用	-1	-3	-18	-21
投资损失	0	0	0	0
营运资金	-39	-114	-83	-101
其他经营	7	-18	3	2
投资活动	-394	-263	-500	-95
资本支出	395	225	487	75
长期投资	0	0	0	0
其他投资	0	-38	-13	-20
筹资活动	236	2417	118	101
短期借款	50	70	10	20
长期借款	158	0	0	0
普通股增	173	105	0	0
资本公积	66	2189	0	0
其他筹资	-212	52	108	81
现金净增	50	2385	22	548

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。