

机械基础件

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

6-12个月目标价: 27元

当前股价: 20.93元

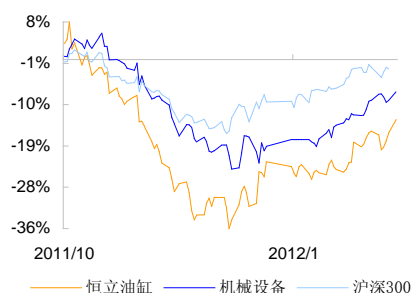
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2410.18
总股本(百万)	420
流通股本(百万)	105
流通市值(亿)	21
EPS	0.54
每股净资产(元)	1.68
资产负债率	44.46%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒立油缸	15.18	18.36	-4.90
机械设备	10.04	2.07	-11.54
沪深300指数	5.38	5.52	-3.33



相关报告

恒立油缸

601100

强烈推荐

国内挖掘机油缸龙头, 受益产能释放, 外资品牌替代加速

投资要点:

- 公司为国内挖掘机专用油缸龙头。公司专业研制挖掘机专用油缸和重型装备非标油缸, 是全球三大专业挖掘机油缸供应商之一, 是国内唯一具有全系列规模化供应挖掘机专用油缸自主品牌企业。预计2011年国内市场占有率达到29%。
- 国内挖掘机油缸市场仍供不应求, 短期内行业新增产能主要来自于公司。近年来国内市场挖掘机油缸30%左右来自于公司主要竞争对手日资企业KYB和韩资企业东洋机电的海外基地。日韩企业经营策略谨慎、扩产缓慢, 而公司2012年将新增产能50%、达产30万只, 潜在产能40-50万只。
- 公司开始抢占外资品牌市场份额, 预计2012年为7%。成功进入国际巨头-卡特彼勒全球供应体系显示公司挖掘机油缸质量已达到国际领先水平。考虑公司定价策略和本土化优势, 我们判断公司在满足内资品牌配套前提下将首先抢占KYB的客户群(市场份额约40%)。预计2012年公司抢占外资市场份额7%, 原内资市场份额提升2%, 总市占率达到38%。
- 泵阀业务将新增5倍市场空间, 研发值得期待。若研制顺利, 预计2012年年底公司精密铸件可以投产, 2014年以后有望依次批量生产泵、马达和多路阀。
- 首次给予公司“强烈推荐”的投资评级。我们预测公司2011-2013年每股收益分别为0.84、1.12和1.43元。公司未来两年盈利复合增长率31%, 且泵阀研制想象空间大; 给予公司2012年24倍市盈率, 对应目标价27元, 给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示: ①国内挖掘机销量急剧下滑; ②主机厂商油缸自主配套进度超预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	817	1156	1527	2014
收入同比(%)	96%	42%	32%	32%
归属母公司净利润	229	352	470	600
净利润同比(%)	98%	54%	34%	28%
毛利率(%)	42.3%	42.8%	42.5%	42.2%
ROE(%)	43.3%	11.1%	13.3%	15.0%
每股收益(元)	0.54	0.84	1.12	1.43
P/E	38.76	24.92	18.69	14.64
P/B	15.92	2.65	2.38	2.10
EV/EBITDA	33	21	16	12

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司为国内挖掘机专用油缸龙头	4
1.1 有志成为挖掘机液压系统成套供应商	4
1.2 挖掘机专用油缸为公司核心业务	4
二、行业下游需求平稳增长，国内产能不足	5
2.1 挖掘机行业短期有望回暖，长期平稳增长可期	5
2.1 寡头垄断格局，产能长期不足	6
三、公司竞争优势显著	8
3.1 人才技术优势雄厚	8
3.2 先发优势形成市场进入高壁垒	8
3.3 高管持股，股权激励到位	8
四、公司产能释放，外资品牌替代加速	9
4.1 国内挖掘机油缸产能长期不足，公司产能释放加速	9
4.2 外资品牌替代国内空间 30%，12 年预计达到 7%	10
4.3 内资品牌配套市场稳健增长	11
五、泵阀业务将增 5 倍市场空间，研发值得期待	12
5.1 重型装备用油缸业务稳定增长	12
5.2 泵阀研制成功将打开长期成长空间	13
六、投资建议：强烈推荐	14

图 表

图 1: 挖掘机油缸位置示意图.....	4
图 2: 挖掘机液压系统构成.....	4
图 3: 近三年一期公司收入构成.....	5
图 4: 近三年一期公司分业务毛利率情况.....	5
图 5: 国内挖掘机需求量增速与 FAI 实际增速关系.....	5
图 6: 国内挖掘机销量示意图.....	5
图 7: 中国与其他国家城市化率比较 (2009 年数据).....	6
图 8: 中国城市化率预测.....	6
图 9: 中国公路覆盖率与世界主要国家比较.....	6
图 10: 中国铁路覆盖率与世界主要国家比较.....	6
图 11: 国内市场主要挖掘机品牌及其油缸配套供应商.....	7
图 12: 国内挖掘机油缸销量市场构成.....	7
图 13: KYB 和东洋机电国内销量中进口产品比例.....	7
图 14: 公司股权结构.....	9
图 15: 公司挖掘机油缸占国内客户相关产品采购比例.....	9
图 16: 公司挖掘机油缸产能利用率.....	10
图 17: 公司挖掘机油缸产能预测.....	10
图 18: 国内挖掘机市场分品牌构成.....	10
图 19: 国内挖掘机销量约为全球 1/4.....	10
图 20: 公司挖掘机油缸市场份额逐步提升.....	11
图 21: 国产品牌挖掘机市场份额逐步提高.....	11
图 22: 2006-2011 年国内液压元件销售额及进口占比.....	13
表 1: 公司引进的国际液压技术专家情况表.....	8
表 2: 公司供应外资品牌挖掘油缸销量预测.....	11
表 3: 公司供应内资品牌挖掘油缸销量预测.....	12
表 4: 公司重型装备用油缸主要产品与相关客户.....	13
表 5: 液压挖掘机成本构成.....	14
表 6: 公司各业务主要盈利指标预测.....	15

一、公司为国内挖掘机专用油缸龙头

1.1 有志成为挖掘机液压系统成套供应商

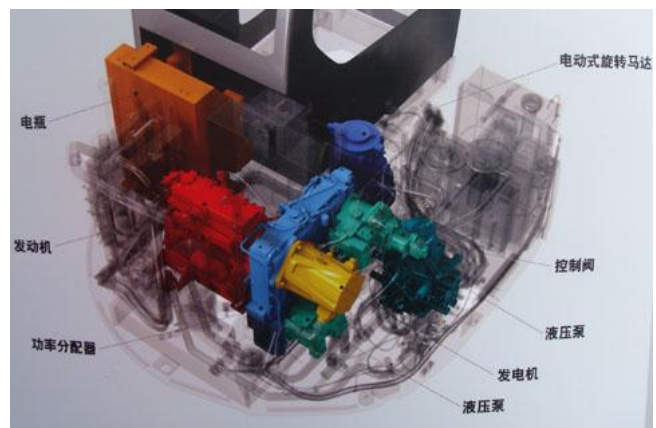
江苏恒立高压油缸股份有限公司（以下简称“恒立油缸”）成立于 2005 年，是集挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸系列产品的研发、生产和销售为一体的大型制造企业。公司具有十年油缸的研制经验，是目前国内唯一能够全系列规模化生产挖掘机专用油缸的自主品牌企业。公司不仅成为内资品牌挖掘机的主要油缸供应商，而且成功进入卡特彼勒、神钢等国际知名品牌的供应体系。

公司占地面积 430 余亩，配备近 850 台套全进口自动化加工设备，具有国际领先水平的油缸制造测试设备近 200 台套、挖掘机专用油缸产能 30 万只和重型装备用非标准油缸产能 8 万只，为全球最大的高压油缸生产基地。现有员工 1500 余名，其中研发及工程技术人员 110 多名，拥有一支强大的专业从事油缸研发、生产、制造团队，能针对客户具体需求提出最优化的密封和强度等设计方案，以保证产品的可靠性和适用性。

图 1：挖掘机油缸位置示意图¹



图 2：挖掘机液压系统构成



资料来源：网络资料，中投证券研究所

公司战略清晰：利用在高压油缸领域的研发经验和技術优势，开始研制用于高压油缸端盖、导向套等自用产品的高精密液压铸件，然后以此为基础进军液压泵、马达和阀等技术附加值更高的液压元件领域，成为挖掘机液压系统成套供应商。

1.2 挖掘机专用油缸为公司核心业务

挖掘机专用油缸为公司核心业务，近年来占公司营收比例逐步加大，2011 年上半年挖掘机专用油缸业务占比公司营业收入 81.51%；其中中型油缸占比 45.23%，大型和小型油缸占比分别为 16.60%和 19.68%。由于公司近年来产能一直不足，所以将主要精力集中在挖掘机专用油缸业务，导致重型装备用油缸业务停滞不前，占公司营收比例由 2008 的 44.43%降至 2011 年上半年的 17.67%。

¹通常一台液压挖掘机需要装配四只油缸，包括：动臂油缸、推土油缸、斗杆油缸和铲斗油缸四种类型。

图 3: 近三年一期公司收入构成

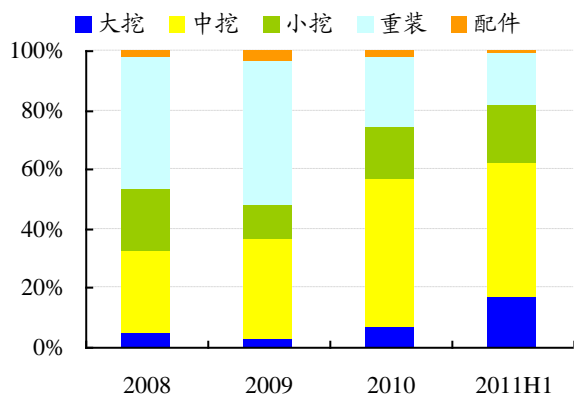
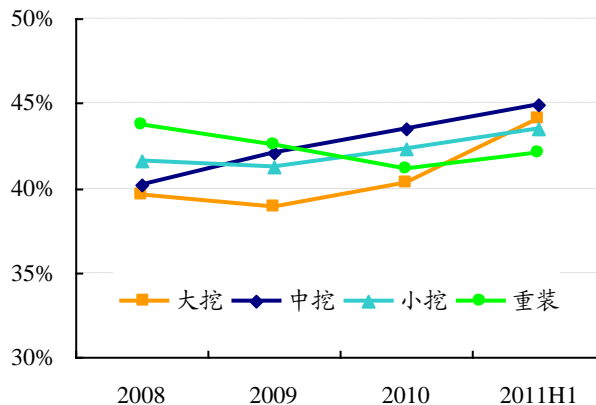


图 4: 近三年一期公司分业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

毛利率方面, 除重型装备用油缸毛利率略有下滑外, 挖掘机专用油缸毛利率均受益规模效应、稳步上升。公司挖掘机专用油缸毛利率(40%以上)显著高于内资品牌主机厂商毛利率(20%-30%), 市场上有投资者担心因主机厂商要求公司油缸降价导致毛利率下降; 我们觉得不大可能, 原因有三: (1) 短期内出现新的有力竞争者的概率较小, 寡头垄断格局有望延续; (2) 油缸占总机成本仅为 5%左右, 主机厂商对产品价格敏感度相对较低; (3) 自公司上市公开披露油缸毛利率以来, 的确有主机厂商与公司商讨降价事宜, 但受制于公司议价能力较强而未成功。

二、行业下游需求平稳增长, 国内产能不足

2.1 挖掘机行业短期有望回暖, 长期平稳增长可期

挖掘机专用油缸的市场需求与其下游-挖掘机行业保持一致。挖掘机主要应用在房地产、基建、矿山和水利等工程建设领域; 由于内资品牌挖掘机主要在国内市场销售, 所以国产挖掘机的需求与国内固定资产投资紧密相关。短期来看, 虽然目前受国家宏观调控、信贷紧缩影响, 下游需求弱势; 但预计下半年政策放松概率较大, 需求将会快速回升, 全年呈前低后高趋势, 增速在 5%左右。

图 5: 国内挖掘机需求量增速与 FAI 实际增速关系

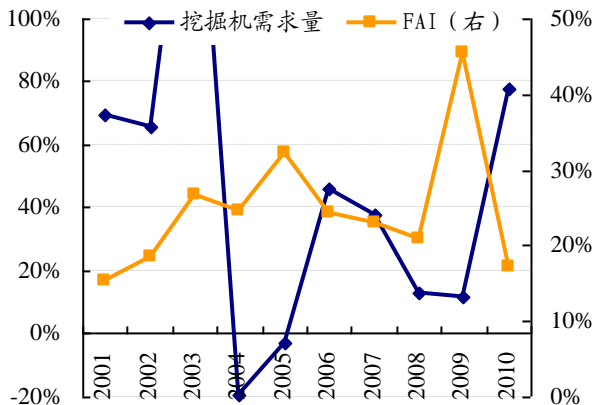
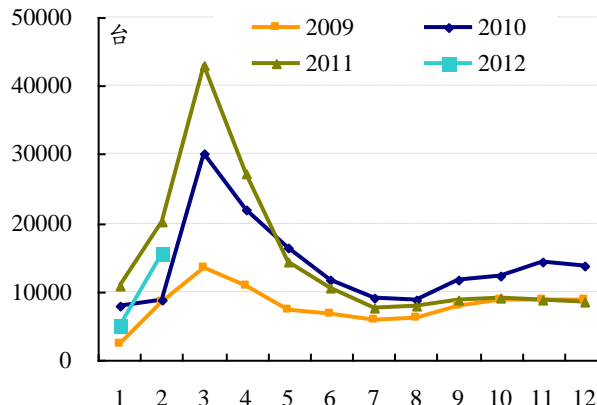


图 6: 国内挖掘机销量示意图

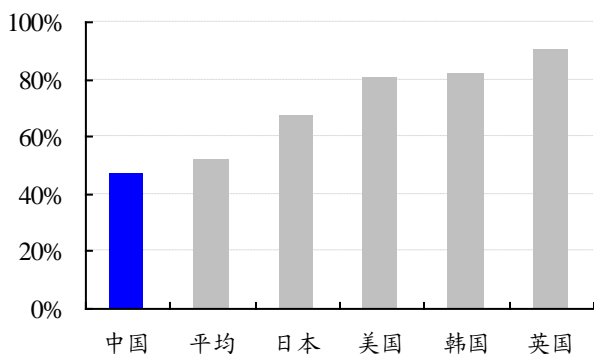


资料来源: 工程机械行业协会, 中投证券研究所

资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

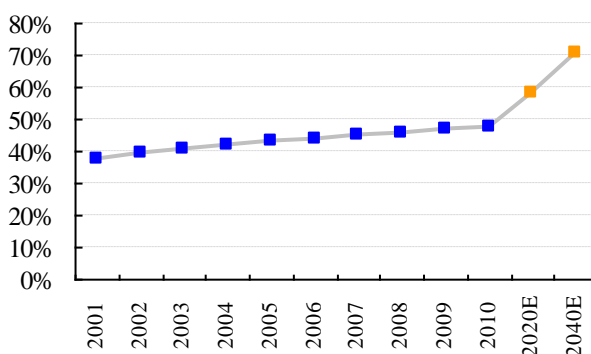
长期来看，未来十年我国城镇化率仍处于稳步上升阶段，房地产和基础设施建设仍有较大的发展空间；而且机械替代人工开始加速（如1台10t小挖使用成本只相当于10个劳动力，但作业效率可以替代30-50个劳动力。）业内专家普遍预计2015年国内挖掘机销量将达到25-30万台的峰值，较2011年20万台的销量还有25%-50%的增长空间。

图 7：中国与其他国家城市化率比较（2009 年数据）



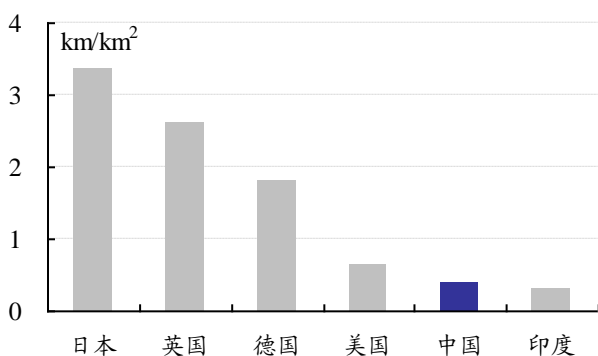
资料来源：Euromonitor，中投证券研究所

图 8：中国城市化率预测



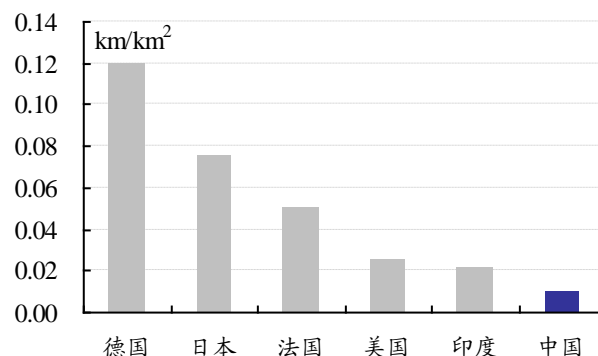
资料来源：Global insight，中投证券研究所

图 9：中国公路覆盖率与世界主要国家比较



资料来源：世界银行，交通部，铁道部，中投证券研究所

图 10：中国铁路覆盖率与世界主要国家比较



2.1 寡头垄断格局，产能长期不足

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；按不同的使用压力可以分为低压、中高压和高压油缸。高压油缸要求具有高压、大流量、高频高载等特点及良好的缓冲性能及密封性能，能适应复杂恶劣的工况，技术含量高，工艺复杂，制造难度高。挖掘机油缸是高压油缸中技术要求最高的产品之一。

国内低端油缸生产厂商较多、竞争激烈，有供过于求的趋势。而以挖掘机专用油缸为代表的高端产品，由于能够实现全系列批量化生产的企业较少，产品供应偏紧，30%仍依赖进口。目前国内挖掘机专用油缸市场主要有日资企业小松液压、KYB、韩资企业东洋机电和国产品牌恒立油缸，这四家企业占据了国内 90% 的市场份额，呈寡头垄断格局。其中小松液压仅给自己的主机厂小松配套油缸，不对外销售，KYB 和东洋机电由于国内产能不足，其在国内的销售产品部分来自于海外基地。截止 2011 年年底，国内产能 KYB 为 8 万台、东洋机电 25 台、恒立油缸

20万台，合计产能53万台，而2011年国内挖掘机油缸需求量在70万台左右，产能依然不足。我们分析一下未来产能情况：

(1) 现有主要供应商产能预测：KYB（镇江）和东洋机电（烟台）作为日韩企业的国内基地，经营策略较为保守，扩产响应速度慢，且缺乏足够的资金支持；短期内未看到有扩大产能计划。恒立油缸2011年下半年完成上市融资，资金充足，预计2012年新增产能10万只、达到30万只；且恒立产能弹性大，潜在产能40-50万只。即使不考虑国内需求增长，KYB和东洋机电的国内产能，加上恒立扩产达到40万只，也仅能刚好满足国内需求。

(2) 潜在竞争者的产能预测：未来可能会使市场竞争格局产生变化的是国内主机厂完成油缸的自主配套。前期国内主机厂商大部分液压件需要从日韩进口，这不仅造成由于液压件进口价格高导致挖掘机成本高企，而且供货周期长，一旦遇到销售高峰期则优先供应本国主机厂、导致国内企业可能拿不到货。为了解决液压件受制于人的问题，国内主机企业纷纷开始进行自主研发。目前国内一些主机厂已实现起重机和泵车油缸自制，但挖掘机专用油缸方面，目前仅有三一能批量生产20吨左右的中挖油缸，且据下游客户反映，其与恒立的油缸在质量上仍存在一定差距。我们认为目前内资品牌挖掘机正在树立品牌形象、抢占市场份额，在不能确保自主研发的油缸可靠性有保障的前提下，不会进行油缸的大规模自主配套。即使最乐观的假设，三一在今年全部完成自主配套，按照2011年销量，减少市场需求8万只左右，影响不大。

图 11：国内市场主要挖掘机品牌及其油缸配套供应商

	小松	日立	神钢	斗山	现代	卡特彼勒	三一	柳工	徐工	玉柴
恒立			✓			✓	✓	✓	✓	✓
KYB		✓	✓			✓				
东洋机电				✓	✓		✓			
小松液压	✓									

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

图 12：国内挖掘机油缸销量市场构成

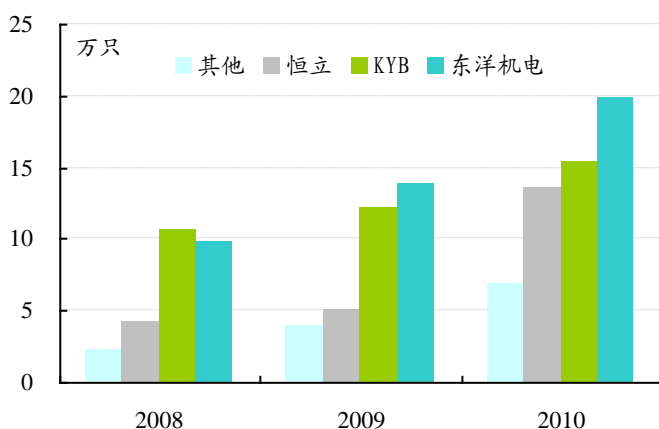
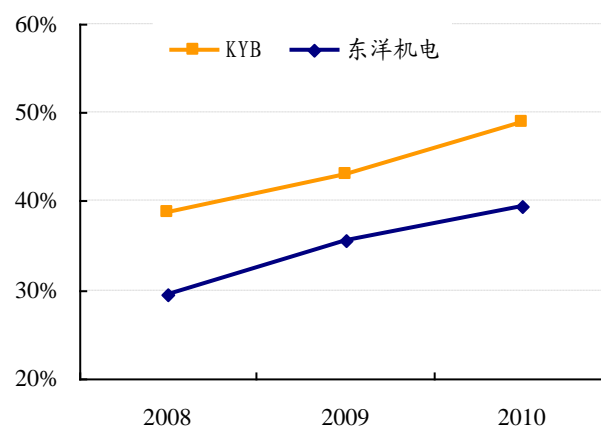


图 13：KYB 和东洋机电国内销量中进口产品比例



资料来源：《我国挖掘机专用油缸行业的现状和发展》，中投证券研究所

三、公司竞争优势显著

3.1 人才技术优势雄厚

公司一直致力于油缸技术的开发和众多领域的知识储备,将高端油缸的研发和生产作为系统性工程来进行,在近 10 年油缸产品研发和生产实践中,形成了独特的专有技术知识体系。公司系省级高新技术企业,自主研发的中型挖掘机配套高压油缸、大型履带挖掘机配套系列高压油缸和盾构机械用推进油缸等多种产品被江苏省科技厅认定为高新技术产品。

公司将人才作为企业创新发展的根本动力,拥有一支高水平、富有实践经验的研发队伍;特别是引进了一批顶尖液压技术人才,这些人才的加盟进一步完善了公司的工艺和品质管控,优化公司产品设计,并将帮助公司向液压系统中的其它产品(如泵、马达和阀等)发展。

表 1: 公司引进的国际液压技术专家情况表

专家	原工作单位及职务	擅长领域	从业年限
宫本孝彦	日本 KYB 挖掘机油缸工厂厂长	油缸制造	40
村上高志	日本小松挖掘机设计部部长	挖掘机设计制造	35
斯密斯	德国力士乐铸造工厂高级工程师	液压件铸造	40

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

3.2 先发优势形成市场进入高壁垒

液压系统是主机的核心组成部分,而高压油缸作为液压系统的一部分,其质量高低直接影响到主机的稳定性和可靠性、进而影响到售后服务费用和客户评价,因此,主机厂商对油缸供应商的选择极为慎重。

油缸供应商一般要经过客户对其研发、生产管理及质量管理体系的严格考察认证,产品必须经过长时间的实际运行,以检验其稳定性和可靠性,才能逐步取得客户信任,成为其合格供应商。公司在国内挖掘机行业发展的初期进入挖掘机专用油缸市场领域,当时挖掘机专用油缸市场正处于被国外品牌垄断,市场产品严重短缺的状况,这为本公司提供了难得的进入机遇,并有较多市场验证机会。公司抓住机遇,实现了挖掘机专用油缸的规模化生产;而现阶段国内挖掘机行业已经逐渐成熟,潜在竞争者不再具备过去的市场环境和发展机遇。

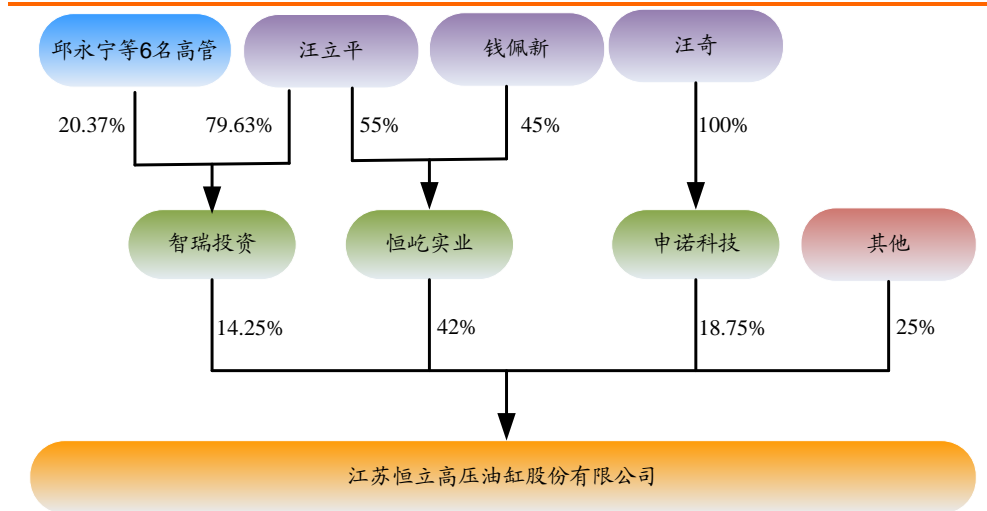
而且,主机厂商为保持其产品性能的稳定性的,在确立油缸供应长期合作关系后,通常不会轻易更换,甚至会产生一定程度的依赖,因此对新进入者形成较高市场进入壁垒。

3.3 高管持股,股权激励到位

公司于 2011 年 10 月在上交所发行上市 1.05 亿股,目前公司总股本为 4.20 亿股。董事长汪立平家族(包括妻子钱佩新和儿子汪奇)合计持有公司约 72.10% 股份,具有绝对控制权。公司其他管理层通过智瑞投资间接持有公司 2.09% 股份,

充分保证了管理层与公司利益的一致，极大激发其工作积极性。董事长家族及邱永宁等 6 名高管承诺：自公司股票上市交易之日起三年内不转让本次发行前已直接或间接持有的公司股份。

图 14: 公司股权结构



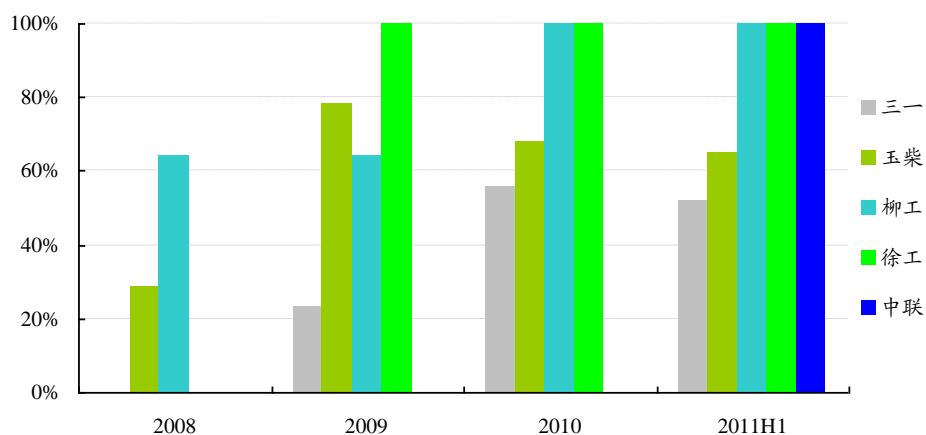
资料来源：招股书，中投证券研究所

四、公司产能释放，外资品牌替代加速

4.1 国内挖掘机油缸产能长期不足，公司产能释放加速

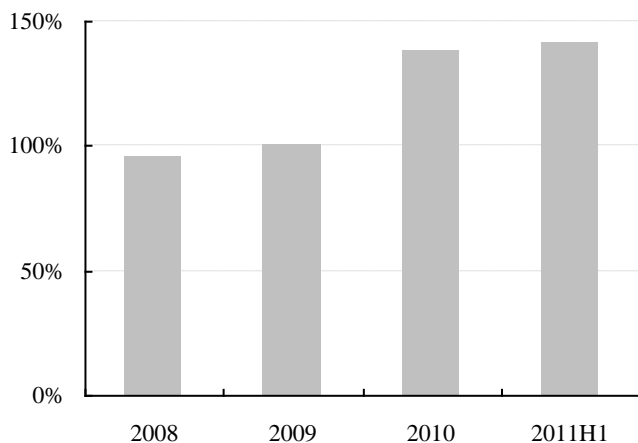
由于公司依赖于内资品牌主机厂起家，因此过去在产能不足的情况下主要给内资厂商配套。2011 年公司供应外资品牌油缸约 2000 只，占公司当年销量不到 1%。随着公司新厂房投产，产能将从原有的 20 万只增加到目前的 30 万只（潜在产能 40-50 万只），供应内资品牌厂商已不成问题，我们预计公司在外资品牌开拓这一块会加速。2011 年下半年公司开始进入美国卡特彼勒和日本神钢的供应体系并与日本加藤、洋马、久保田等品牌合作开发产品，也佐证了我们的判断。

图 15: 公司挖掘机油缸占国内客户相关产品采购比例



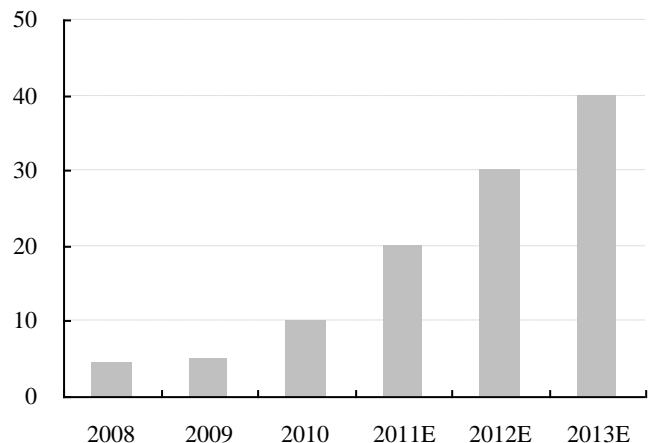
资料来源：招股说明书，中投证券研究所

图 16: 公司挖掘机油缸产能利用率



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 17: 公司挖掘机油缸产能预测



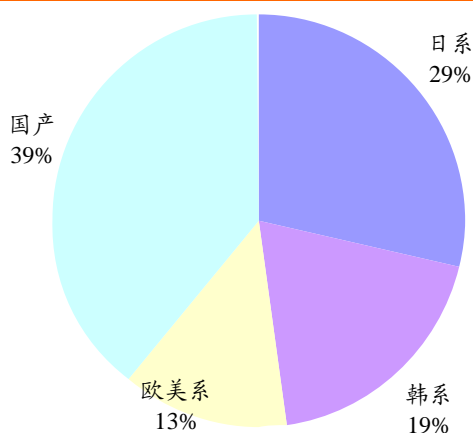
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

4.2 外资品牌替代国内空间 30%，12 年预计达到 7%

目前公司在国内挖掘机专用油缸市场上的竞争对手为日本 KYB（镇江）和东洋机电（烟台）。公司产品质量性能比东洋机电好，与 KYB 差距不大，但售价比 KYB 便宜 10%左右，比东洋机电贵 10%-20%；且公司作为本土供应商，服务响应速度更快；因此，公司产品在国内市场极具竞争力。

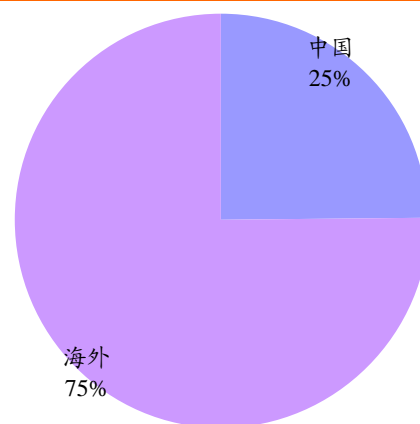
从公司的定价策略来看，公司短期内将 KYB 作为主要竞争者。我们认为公司产能释放将会首先抢占 KYB 的客户。从主要竞争对手的客户群来看，日本 KYB（镇江）主要供应日系主机厂商日立、神钢和欧美系的卡特彼勒，韩国东洋机电主要供应给韩系品牌斗山和现代。大体上看，按照国内挖掘机市场划分，公司短期内会抢占日系和欧美系主机厂商客户。这些客户中只有日系小松和美国的卡特彼勒油缸由自己配套，因为小松在山东设有油缸厂小松液压，公司给小松配套的可能性较小；而卡特彼勒虽然自身有油缸供应，但其油缸厂在日本，生产和运输成本较国内高，而公司已进入卡特彼勒的全球供应体系，我们预计卡特彼勒在华油缸采购转移到恒立。所以，我们剔除掉小松的市场份额 11%，公司可以抢占的日系和欧美系主机客户的市场份额为 32%。

图 18: 国内挖掘机市场分品牌构成



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

图 19: 国内挖掘机销量约为全球 1/4



资料来源: 工程机械协会, 中投证券研究所

当然，随着国内厂商的崛起，未来外资品牌市场份额在逐步下降；但公司占据了国内厂商配套油缸的绝大部分市场份额，外资品牌被国内厂商侵蚀的市场份额仍会被公司占据。我们预计公司 2012 年、2013 年将抢占外资品牌市场份额分别为 7%、13%，对应供应外资品牌挖掘机油缸量分别为 5 万只和 11 万只。

表 2: 公司供应外资品牌挖掘机油缸销量预测

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
挖掘机行业增速	-1.43%	5.00%	15.00%	15.00%	10.00%
挖掘机行业销量(台)	176725	185561	213395	245405	269945
抢占外资品牌市占率	0%	7.00%	13.00%	16.00%	17.00%
公司供应外资品牌销量(只)	2000	51957	110965	157059	183563

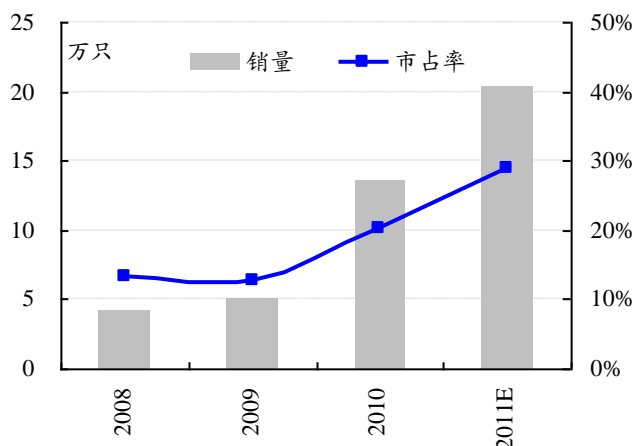
资料来源：中投证券研究所

进入国际工程机械巨头-卡特彼勒的全球供应体系显示出公司产品质量位居国际领先水平，同时也打开了公司的长期发展空间。根据工程机械协会资料，我国挖掘机销量约为国外的 1/4，海外出口空间巨大。

4.3 内资品牌配套市场稳健增长

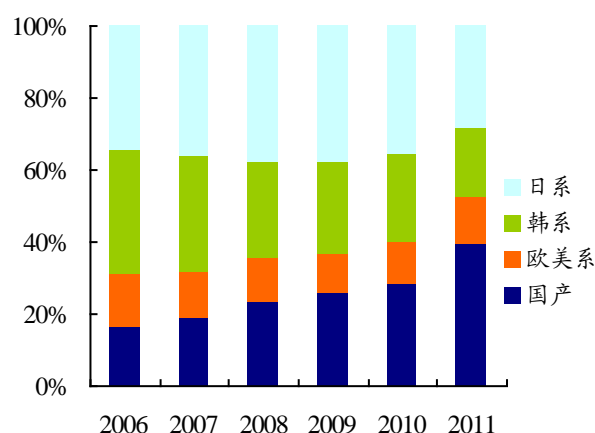
受制于产能，公司一直以来主要给内资品牌挖掘机厂商配套油缸。近年来，随着国产品牌挖掘机质量快速提升、与外资差距不大，且营销力度更强、售后服务响应更加及时，国产品牌挖掘机市场份额快速提升，由 2008 年的 24% 上升至 2011 年的 39%。因此，2008-2011 年公司挖掘机油缸销量年复合增速高达 69%，远超行业增速 31%。

图 20: 公司挖掘机油缸市场份额逐步提升



资料来源：工程机械行业协会，中投证券研究所

图 21: 国产品牌挖掘机市场份额逐步提高



资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

2011 年公司挖掘机油缸销量占内资品牌挖掘机油缸需求量的 73%。市场上有投资者担心国内主机厂商自主研发油缸会对公司造成较大负面冲击。我们认为这种担忧不足为虑，原因有：（1）目前仅有一开始自主配套油缸，2011 年生产挖掘机油缸 1 万余套；其中 20 吨左右的中挖油缸批量供应，小挖油缸还处于小批量生产阶段；据下游客户反映，其与恒立的油缸在质量上仍存在一定差距。我们认为目前内资品牌挖掘机正在积极树立品牌形象、抢占市场份额，在不能确保自主研发的油缸可靠性有保障的前提下，不会进行油缸的大规模自主配套。（2）一般油缸

和挖掘机的生产销售分属于不同的团队，若油缸质量不能得到保证，进而影响挖掘机的销量，则会受到挖掘机团队的抵制；（3）放眼全球，液压件专业化生产是主流方向，毕竟只有专业化生产才能实现产品的规模经济、降低单位产品的固定成本。即使像卡特彼勒自身具备油缸生产能力，但仍有 70%的油缸来自外购；（4）即使三一完全有能力自主配套全系列油缸，但由于新厂房需要到 2012 年年中才能投产，今年对恒立影响不大；从目前三一对恒立的订单来看，并没有比去年同期减少。

为了测算公司给国产挖掘机供应油缸的数量，我们进行如下假设：（1）国内挖掘机销量保持 10%左右的平稳增长；（2）国产品牌挖掘机市场份额继续提升；（3）悲观假设 2014 年开始三一停止向公司采购挖掘机油缸；（3）我们认为短期内国内其他主机厂不具备批量生产挖掘机油缸的能力，公司占其他内资品牌市场份额保持稳定；测算结果显示，公司在内资品牌市场新增油缸较稳定，每年在 2-3 万只左右。

表 3: 公司供应内资品牌挖掘机油缸销量预测

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
挖掘机行业增速	-1.43%	5.00%	15.00%	15.00%	10.00%
挖掘机行业销量（台）	176725	185561	213395	245405	269945
国产品牌挖掘机市占率	39.22%	44.00%	48.00%	52.00%	55.00%
三一	11.66%	14.00%	16.00%	18.00%	20.00%
其他国产品牌	27.56%	30.00%	32.00%	34.00%	35.00%
国产品牌挖掘机销量(台)	69306	81647	102430	127610	148470
三一（台）	20606	25979	34143	44173	53989
其他国产品牌（台）	48700	55668	68287	83438	94481
公司在三一市占率	50.00%	40.00%	20.00%	0.00%	0.00%
公司供应三一油缸量（只）	41212	41566	27315	0	0
公司在其他国产品牌市占率	82.28%	83.00%	83.00%	83.00%	80.00%
公司供应其他国产品牌油缸量	160288	184819	226711	277013	302339
公司供应国内品牌总销量（只）	201500	226385	254026	277013	302339
增速	48.92%	12.35%	12.21%	9.05%	9.14%

资料来源：中投证券研究所

五、泵阀业务将增 5 倍市场空间，研发值得期待

5.1 重型装备用油缸业务稳定增长

公司的重型装备用非标准油缸产品具有技术含量高、结构设计复杂、长行程、大缸径、高压、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，主要应用于桩工机械、大型桥梁施工设备、隧道掘进盾构机等大型基建设备和船舶、海洋工程设备、港口机械等重型装备。由于客户要求不同、尺寸变化频繁，重型装备用非标准油缸属于小批量、多批次定制模式，难以流程化作业。

公司拥有非常优质的客户群，包括全球最大的港口机械制造商振华重工，国际著名船舶设备厂商 TTS 集团、麦基嘉等。众多的优质客户群为公司建立了明显的先发优势，对后来潜在竞争者构成较强的进入壁垒。

表 4：公司重型装备用油缸主要产品与相关客户

主要产品类别	代表性行业与客户
大型基建设备用非标准油缸	旋挖钻机：宝峨公司、三一、金泰工程、上海工程机械厂 隧道掘进设备：中铁轨道、中铁隧道、南车隧道、北京华隧通 大型桥梁施工设备：天业通联、郑州大方
船舶、海洋工程及港口机械用油缸	港口机械：振华重工 船舶设备：TTS 集团、麦基嘉
大型工业设备用油缸	冶金矿业设备：西马克梅尔、达涅利 风电设备：贺德克

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

前期由于产能受限，公司将发展重点放在挖掘机油缸上，重型装备用油缸业务停滞不前。今年公司新厂房已投产，将新增 5 万只非标准油缸的产能。目前公司在手订单充足，我们预计 2012 年公司重型装备用油缸销量在 4.5 万台左右，同比增长 40%。

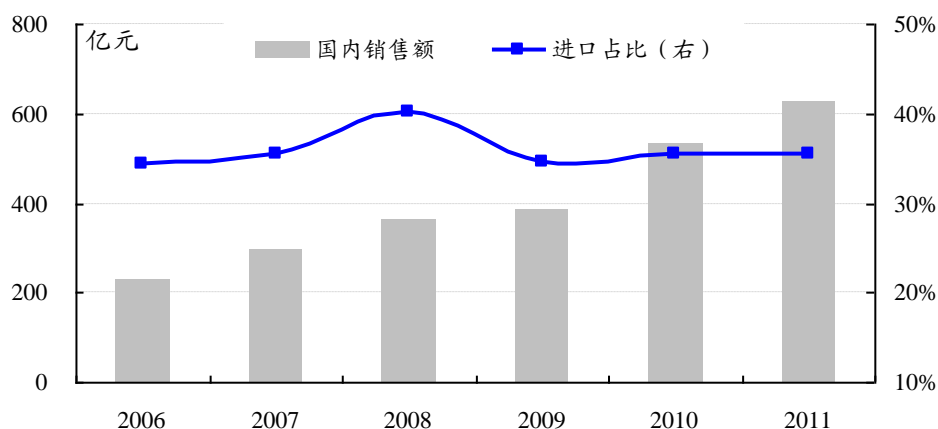
5.2 泵阀研制成功将打开长期成长空间

(1) 高端液压元件依赖进口

液压挖掘机主要由发动机、液压系统、工作装置、行走装置和电气控制等部分组成。液压传动系统一般又包括油缸、马达、泵和阀，其通过泵将发动机的动力传递给马达、油缸缸等执行元件，推动工作装置动作，从而完成各种作业；采用液压传动技术的程度已成为衡量一个国家工业水平的重要标志之一。

虽然我国液压产品在性价比方面具有一定优势，但技术力量不足、大部分国内企业仅能在中低端产品上进行竞争，而高端液压元件中除高压油缸能实现部分国产外，变量柱塞泵、马达、多路阀（开发难度依次由低到高）等大部分依赖进口。根据液压协会数据显示，近年来液压元件进口额占国内销售额比例在 35% 左右。

图 22：2006-2011 年国内液压元件销售额及进口占比



资料来源：液压协会，中投证券研究所

国际众多品牌液压件的发展规律表明:高压液压件的制造的主要瓶颈是高精密液压件的铸造,突破高精密液压铸件的技术与工艺是解决工程机械行业核心液压件的关键所在。

(2) 市场空间大, 公司研发值得期待

公司有志于成为挖掘机液压系统成套供应商。公司在近几年油缸生产中, 通过向供应商采购以及合作开发油缸端套、导向套等液压铸件的过程中, 逐步积累了液压铸件的制造技术与经验; 同时, 公司从德国引进液压精密铸件行业的优秀专家团队, 为公司打下了良好的技术基础。2011 年底公司公告, 拟用超募资金 5.96 亿元投资建设高精密液压铸件项目, 形成年产 2.5 万吨液压铸件制品的生产能力。项目建成投产后, 将形成年产 7000 吨油缸铸件、6000 吨多路阀铸件和 1.2 万吨泵、马达壳体主铸件。油缸铸件量产后预计每年可降低约 2000 万元 (为公司 2010 年利润总额的 7.69%) 的采购成本, 并可以有效解决受到外资品牌铸件供应商产能不足导致公司油缸生产线停产的问题。

公司战略清晰。首先通过生产高精密液压铸件用于高压油缸端盖、导向套等自用产品, 同时可以为其他公司提供泵、马达壳体等铸件, 然后以此为基础进军液压泵、马达和阀等技术附加值更高的液压元件领域。目前公司还与部分日本公司合作, 在日本设立研发中心研制适合中国市场需求的液压泵。

根据我们和公司以及行业内人士交流, 我们预计 2012 年年底公司精密铸件可以投产, 2014 年前后可以批量生产泵和马达, 液压阀由于技术难度最高、批量生产时间预计到 2015 年后。根据行业协会资料, 液压系统占挖掘机成本比例在 30% 左右, 油缸占成本比例在 5% 左右; 一旦公司泵阀研制成功, 将新增 5 倍于挖掘机油缸的市场空间。

表 5: 液压挖掘机成本构成

挖掘机构成	成本占比
液压系统 (油缸、泵、马达、阀等)	28%--33%
底盘 (下车架、四轮一带)	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%
合计	100%

资料来源: 工程机械行业协会, 中投证券研究所

六、投资建议: 强烈推荐

根据前文的分析, 我们做如下假设:

(1) 考虑目前公司给卡特彼勒供货主要是 18 吨以下的小挖油缸, 且根据国际经验, 国内小挖比例上升空间较大, 我们假设公司油缸构成中大挖比例保持基本稳定, 小挖比例逐年提高, 中挖比例趋于下降。

(2) 考虑卡特彼勒等外资厂商对产品质量要求更高, 预计公司向其供应的油缸单价较公司目前水平高, 且公司规模优势有利于毛利率的提升, 所以公司毛利率挖掘机油缸毛利率仅略微下降。

(3) 暂不考虑高端精密铸件、泵阀研制带来的经济效益。

表 6: 公司各业务主要盈利指标预测

		2010	2011E	2012E	2013E
挖掘机油缸业务					
国内挖掘机销量增速 (%)		76.54%	-1.43%	5.00%	15%
国内挖掘机销量 (万台)		17.93	17.67	18.56	21.34
公司供应内资品牌挖掘机油缸销量 (万只)		13.53	20.35	22.64	25.40
公司供应外资品牌挖掘机油缸销量 (万只)			0.20	5.19	11.09
公司挖掘机油缸国内总销量 (万只)		13.53	20.35	27.83	36.49
公司占国内市场份额 (%)		18.87%	28.79%	37.50%	42.76%
油缸销量结构 (%)	大挖	4.29%	7.86%	8.00%	9.00%
	中挖	52.18%	45.21%	40.00%	37.00%
	小挖	43.53%	47.17%	52.00%	54.00%
油缸销量 (万只)	大挖	0.58	1.60	2.23	3.28
	中挖	7.06	9.20	11.13	13.50
	小挖	5.89	9.60	14.47	19.71
油缸销售单价 (万元/只)	大挖	0.96	0.95	0.94	0.93
	中挖	0.58	0.58	0.57	0.56
	小挖	0.24	0.24	0.24	0.23
油缸毛利率 (%)	大挖	40.33%	43.07%	42.50%	42.00%
	中挖	43.52%	44.00%	43.50%	43.00%
	小挖	42.31%	43.00%	43.00%	43.00%
挖掘机油缸销售收入 (百万)		608.09	910.55	1185.59	1528.40
挖掘机油缸销售成本 (百万)		346.94	513.72	673.66	874.24
重装油缸业务					
重装油缸销量 (万只)		2.70	3.20	4.50	6.50
重装油缸单价 (万元/只)		0.72	0.72	0.72	0.72
重装油缸毛利率 (%)		41.17%	41.00%	41.00%	41.00%
重装油缸销售收入 (百万)		194.53	230.55	324.22	468.31
重装油缸销售成本 (百万)		114.44	136.03	191.29	276.30
油缸配件业务					
油缸配件收入 (百万)		13.95	15.34	16.88	17.04
油缸配件毛利率 (%)		26.58%	27.00%	27.00%	27.00%
油缸配件成本 (百万)		10.24	11.20	12.32	12.44
营业收入 (百万)		816.57	1156.44	1526.68	2013.76

营业成本（百万）	471.62	660.94	877.27	1162.99
----------	--------	--------	--------	---------

资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 11.56、15.27 和 20.14 亿，归属于母公司净利润分别为 3.52、4.70 和 6.00 亿，每股收益分别为 0.84、1.12 和 1.43 元。公司未来两年盈利复合增长率 30.68%，且泵阀研制若成功能新增 5 倍市场空间；目前公司股价对应 2012 年 18.80 倍市盈率，价值低估，给予“强烈推荐”的投资评级。

主要风险提示：①国内挖掘机销量急剧下滑；②主机厂商油缸自主配套进度超预期。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	456	2823	2982	3258
现金	106	2383	2400	2489
应收账款	75	116	153	201
其他应收款	1	12	15	20
预付账款	147	132	175	233
存货	68	99	132	174
其他流动资产	59	81	107	141
非流动资产	495	695	955	1212
长期投资	0	0	0	0
固定资产	125	437	706	961
无形资产	71	71	71	71
其他非流动资产	299	188	178	180
资产总计	951	3518	3938	4470
流动负债	227	186	241	314
短期借款	50	10	10	10
应付账款	98	99	132	174
其他流动负债	80	76	100	130
非流动负债	195	158	158	158
长期借款	158	158	158	158
其他非流动负债	37	0	0	0
负债合计	423	344	399	472
少数股东权益	0	0	0	0
股本	315	420	420	420
资本公积	66	2255	2255	2255
留存收益	147	499	863	1322
归属母公司股东权益	528	3174	3538	3998
负债和股东权益	951	3518	3938	4470

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	208	215	398	509
净利润	229	352	470	600
折旧摊销	0	14	30	45
财务费用	-1	-8	-25	-20
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-91	-87	-115
其他经营现金流	-21	-52	9	-2
投资活动现金流	-394	-200	-300	-300
资本支出	395	200	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	236	2262	-80	-121
短期借款	50	-40	0	0
长期借款	158	0	0	0
普通股增加	173	105	0	0
资本公积增加	66	2189	0	0
其他筹资现金流	-212	8	-80	-121
现金净增加额	50	2277	17	88

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	817	1156	1527	2014
营业成本	472	661	877	1163
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	30	42	55	72
管理费用	54	72	95	125
财务费用	-1	-8	-25	-20
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	261	389	524	672
营业外收入	0	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	261	399	534	682
所得税	32	48	64	82
净利润	229	352	470	600
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	229	352	470	600
EBITDA	260	396	529	697
EPS (元)	0.54	0.84	1.12	1.43

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	96.4%	41.5%	32.0%	31.9%
营业利润	101.4	49.5%	34.5%	28.3%
归属于母公司净利润	98.1%	53.7%	33.6%	27.8%
获利能力				
毛利率	42.3%	42.8%	42.5%	42.2%
净利率	28.0%	30.4%	30.8%	29.8%
ROE	43.3%	11.1%	13.3%	15.0%
ROIC	34.2%	35.6%	33.8%	34.4%
偿债能力				
资产负债率	44.5%	9.8%	10.1%	10.6%
净负债比率	49.24	48.93%	42.11	35.59%
流动比率	2.01	15.22	12.36	10.37
速动比率	1.71	14.68	11.82	9.81
营运能力				
总资产周转率	1.27	0.52	0.41	0.48
应收账款周转率	14.17	12.14	11.38	11.38
应付账款周转率	7.12	6.71	7.60	7.60
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.84	1.12	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.51	0.95	1.21
每股净资产(最新摊薄)	1.26	7.56	8.42	9.52
估值比率				
P/E	3876	24.92	18.69	14.64
P/B	15.92	2.65	2.38	2.10
EV/EBITDA	32.75	21.50	16.09	12.21

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434