

恒立油缸 (601100)

强烈推荐

行业：机械基础件

挖机油缸企稳+非标油缸成长+泵阀突破放量， 周期+成长助力公司业绩反转

公司是国产液压油缸龙头，技术、产能领先国内同行，多个产品打破国外垄断并实现出口。之前公司受行业不振、自身投资折旧影响业绩跌至谷底，未来随着挖机市场周期反弹+泵阀新品突破放量，周期+成长将助力公司业绩反转，业绩高弹性可期。

投资要点：

◇ **货币宽松+基建加码+一带一路，15年挖机市场有望弱复苏。**经济通缩成共识，货币持续宽松可期；15年稳增长基调+十二五收官在即，基建投入高增长已成中央、地方政府的明确规划，也是挖机市场弱复苏的短期支撑；而一带一路的如期推进将成为挖机中长期复苏的重要支撑。我们判断15年挖机市场将加速去库存，挖机产销量进入企稳弱复苏周期。

◇ **公司油缸龙头地位稳固，挖机油缸+非标油缸整体稳步增长。**挖机油缸国内市占率逆市上行高达40%+海外积极开拓，公司有信心企稳；非标油缸下游盾构、海工、风电等行业需求良好，有望20%+持续增长。

◇ **高性价比挖机主泵阀突破在即，30亿进口代替空间即将打开。**以往挖机主泵阀90%+进口，我们保守估计进口替代空间达30亿。公司的挖机主泵阀产品性能卓越，实验测试优于国外同类产品，价格便宜10%~20%，性价比高，目前已进入挖机主机厂测试阶段，今年有望突破供货1500~2000套。

◇ **15年铸件、工业阀放量，有助公司消化固定成本，提高盈利能力。**铸件、泵阀项目投资基本已完成，未来资本开支少，经营杠杆趋稳。15年铸件、工业阀开始放量，未来公司整体预期利润率将提高。

◇ **维持“强烈推荐”评级。**预计14~16年EPS为0.17、0.25、0.37元，对应当前股价81、53、36倍。虽然公司目前估值偏高，我们看好公司在液压行业优秀的竞争力，业务转型带来的广阔市场空间、挖机周期反弹+非标成长+泵阀放量带来的高业绩弹性，我们中长期持续看好，给予目标价17.5元，维持“强烈推荐”评级。短期催化剂为挖机主泵阀测试合格突破供货，中长期催化剂为挖机市场周期反弹、主泵阀、工业阀逐步放量带来高业绩弹性预期。

◇ **风险提示：**挖机市场复苏不及预期；挖机主泵阀进口替代进度低于预期。

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：石炯

S0960114070038

0755-82026565

shijiong@china-invs.cn

6-12个月目标价：17.5

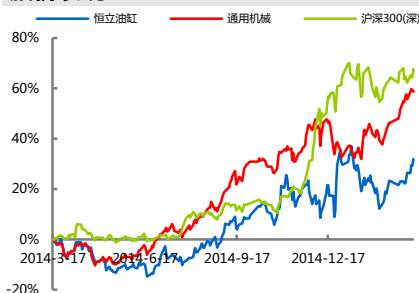
当前股价：13.47

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	630
流通股本(百万股)	630
总市值(亿元)	85
流通市值(亿元)	85
成交量(百万股)	3.57
成交额(百万元)	48.22

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1230	1152	1574	1999
收入同比(%)	18%	-6%	37%	27%
归属母公司净利润	221	104	160	233
净利润同比(%)	-20%	-53%	53%	46%
毛利率(%)	34.2%	26.9%	28.0%	29.5%
ROE(%)	6.4%	3.0%	4.5%	6.2%
每股收益(元)	0.35	0.17	0.25	0.37
P/E	38.33	81.47	53.09	36.44
P/B	2.47	2.46	2.37	2.26
EV/EBITDA	25	53	33	23

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

一、 公司简介：国内液压油缸龙头，泵阀新品突破在即	4
二 货币宽松+基建加码+一带一路，15 年挖机市场有望弱复苏	6
1. 货币有望持续宽松，加速主机厂经营情况修复	6
2. 15 年中央+地方政府基建投资加码显著，成挖机短周期复苏支撑	6
3. “一带一路”的深入推进是挖机市场中长周期复苏的重要推动力	8
4. 预计 15 年挖机主机厂去库存加快，产销量进入企稳复苏周期	8
三 公司油缸龙头地位稳固，挖机油缸+非标油缸整体稳步增长	10
1. 国内市占率逆市上行+海外积极开拓，挖机油缸业务公司有信心企稳	10
2. 盾构、海工、风电等需求良好，非标油缸有望 20%+持续成长	12
四 高性价比挖机主泵阀突破在即，30 亿进口代替空间即将打开	13
1. 以往挖机主泵阀 90%+进口，保守估计进口替代空间达 30 亿	13
2. 公司产品性价比高，今年有望突破供货 1500~2000 套	13
五 15 年铸件、工业阀放量，有助公司消化固定成本，提高盈利能力	14
1. 铸件、泵阀项目投资基本已完成，未来资本开支少，经营杠杆趋稳	14
2. 15 年铸件、工业阀开始放量，未来公司整体预期利润率将提高	15
六 盈利预测与投资建议：14~16 年 EPS0.17、0.25、0.37，维持强推	16

图目录

图 1 公司股权结构	4
图 2 14 年已达近年业绩低点	5
图 3 业务结构 (2013)	5
图 4 各类产品毛利率跌至近年低点	5
图 5 近年折旧摊销加大, 加速 EBIT、净利率下滑	5
图 6 政府稳增长基调	6
图 7 通缩加剧	6
图 8 一带一路地域分布	8
图 9 一带一路涉足经济指标	8
图 10 房地产开发投资额增速下行 (亿元)	9
图 11 房屋新开工面积增速下行 (万平方米)	9
图 12 挖掘机下游需求行业分布	9
图 13 近年挖掘机产销量趋势下行 (台)	9
图 14 挖掘机专用油缸示例	10
图 15 公司挖机油缸销量市占率逆市上升	10
图 16 公司作为外资品牌供应商所获部分荣誉	11
图 17 公司挖掘机专用油缸营收 (亿元)、毛利率	11
图 18 公司非标油缸营收 (亿元)、毛利率	12
图 19 2014 年全国挖掘机销售结构	13
图 20 主泵阀市场空间 30 亿 (基于 14 年挖机销量)	13

表目录

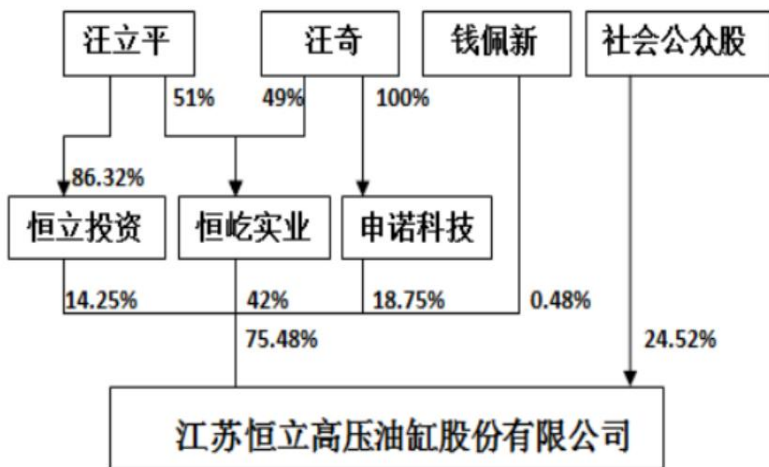
表 1 2015 年中央、地方政府部分投资计划	7
表 2 公司非标油缸的主要下游应用情况	12
表 3 挖掘机主泵阀基本情况	13
表 4 高精密液压铸件项目情况	14
表 5 恒立液压项目情况	14
表 6 预期利润率稳步提升	15
表 7 公司分块业务营收、毛利率预测 (单位: 百万元)	16
表 8 公司未来三年盈利预测 (单位: 百万元)	17

一、公司简介：国内液压油缸龙头，挖机主泵阀新品突破在即

公司是国内的液压油缸龙头，技术、产能领先于国内同行，产品包括挖掘机高压油缸、特种非标高压油缸，下游主要为挖掘机、港口机械、船舶海事、新能源发电、特种车辆、盾构、水泥、冶金、汽车吊等诸多行业，客户包括卡特彼勒、神钢、三一、柳工、徐工、TTS、麦基嘉、振华港机、日立造船、川崎重工等国内外著名企业。公司目前正在往挖机主泵阀、工业阀、液压系统方向拓展，未来目标是成为全球领先的液压系统元件集成商。

公司成立于 2005 年，为江苏常州的民营企业，2011 年在上海主板上市，目前总股本与流通股本均为 6.3 亿股，实际控制人为董事长汪立平先生、妻子钱佩新女士、儿子汪奇先生，实际控制人及其一致行动人合计持有的恒立油缸的股份均为 75.48%，持股比例较为集中。

图 1 公司股权结构

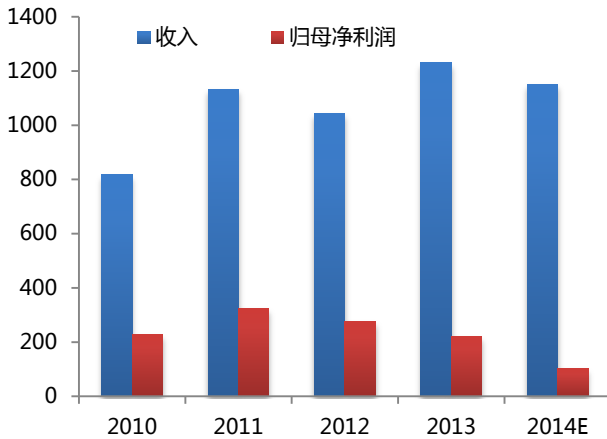


资料来源：中国中投证券研究总部

挖掘机油缸为公司最核心的产品，目前市占率国内第一，约 40%，从开发至今，**产品以其良好的性价比打破了国外厂商的垄断，逐步替代了进口并实现出口，成长路径清晰**；非标油缸下游行业多样，包括盾构、海工、风电等，多个产品也打破了国外垄断、实现出口，盾构机油缸全球市占率更高达 80%，产品成长性较好；

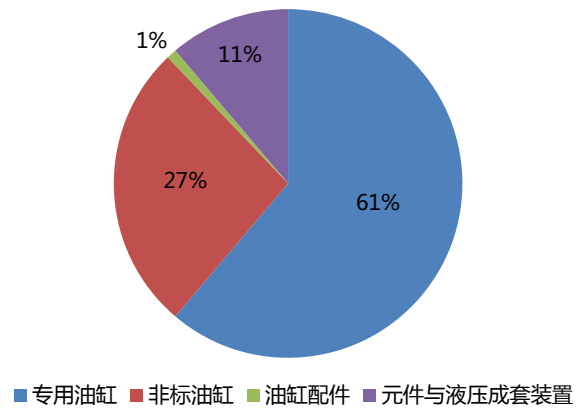
在发展传统油缸业务的同时，公司正努力复制以往油缸进口替代的发展史，专攻挖机主泵阀、工业阀液压件的研发。**公司的挖机主泵阀产品研发已较成熟，实验室测试结果良好，测试指标持平甚至优于同类美国 Husco 产品，目前已进入主机厂上机测试状态，今年有望实现小批量供货，开启保守 30 亿的挖机主泵阀进口替代空间。**

图 2 14 年已达近年业绩低点



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

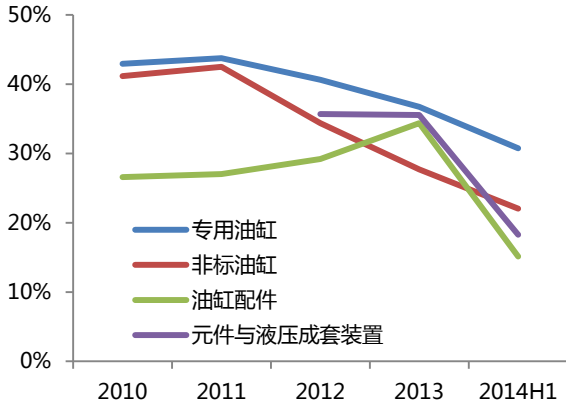
图 3 业务结构 (2013)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

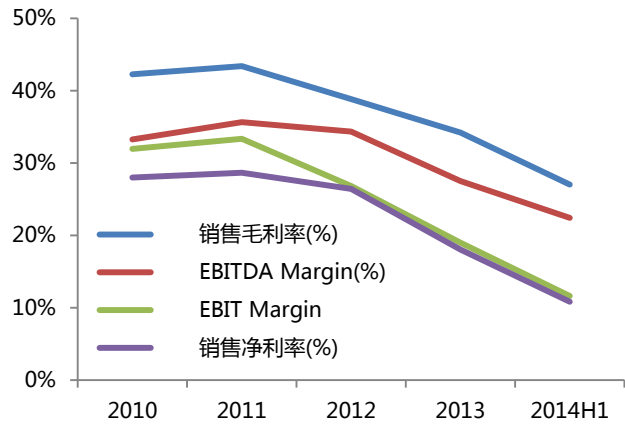
由于受累挖机行业周期不振，近年公司营收没呈现出成长性。由于市场产品结构、竞争、项目投资折旧摊销增加、产能利用率低等因素，各产品的毛利率、整体盈利能力的各项指标也已跌至近年最低点，**但我们相信随着 15 年挖机的弱复苏、主泵阀、工业阀产品放量、公司产能利用率的提升，公司整体盈利能力将开始触底反弹。**

图 4 各类产品毛利率跌至近年低点



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 近年折旧摊销加大，加速 EBIT、净利率下滑



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

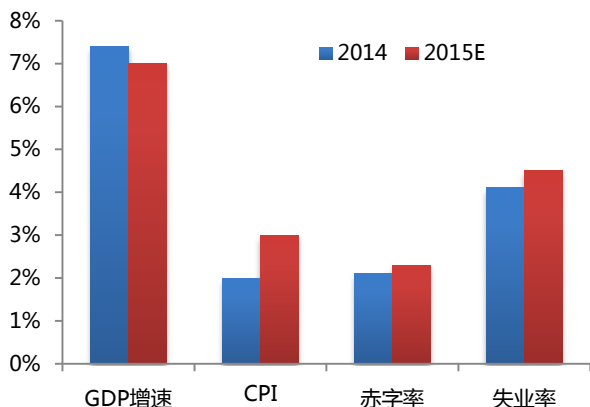
公司前期项目投资较大，资本开支较大，带来巨量折旧摊销，但未来预期资本开支已较少，经营杠杆已趋稳定，随着未来周期+成长的节奏开启，公司将呈现出较高的业绩弹性。

二 货币宽松+基建加码+一带一路，15 年挖机市场有望弱复苏

1. 货币有望持续宽松，加速主机厂经营情况修复

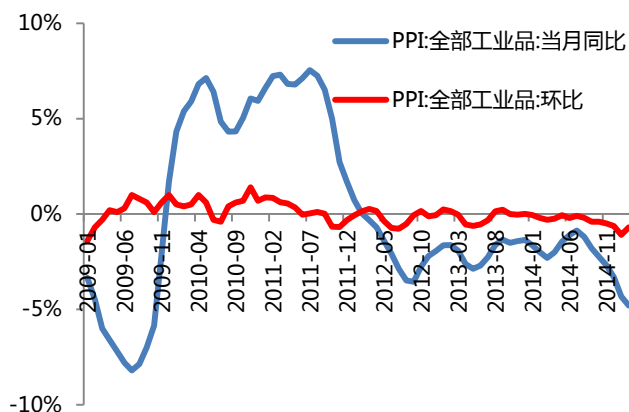
政府稳增长基调+通缩加剧——倒逼货币持续宽松

图 6 政府稳增长基调



资料来源：中国中投证券研究总部

图 7 通缩加剧



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

货币宽松预期下，15 年可能出现多次降息，利好主机厂经营情况修复：

- ✓ 宽松货币环境下，有望带动挖机下游房地产投资、基建投资的需求，加速主机厂去库存进度，加大主机厂新开工需求；
- ✓ 宽松货币环境下，将更好改善主机厂应收帐款质量问题，提高资产质量；
- ✓ 宽松货币环境下，主机厂财务成本将显著降低，提高盈利能力。

2. 15 年中央+地方政府基建投资加码显著，成挖机短周期复苏支撑

稳增长基调下，为对冲房地产下行的投资需求，中央、地方政府 15 年均将基建投资视为一个对冲平衡经济稳定的重要方法。同时，15 年作为“十二五”的收官之年，中央、地方会加速推进一些重点基建项目的投资建设。

15 年的中央政府报告中提到，15 年水利投资预期 8000 亿元，同比增长 63.9%，铁路投资预期 8000 亿元，与去年持平。水利投资加码明显。

而 15 年地方政府的规划中，不完全统计多地合共投资规模已超 20 万亿，多省的固定资产投资投资规划超过 2 万亿，投资增速多在 20%+，高于 14 年平均 15% 的固定资产投资增速，其中基建投资为固定资产投资的重要组成部分。投资整体加码显著。

表 1 2015 年中央、地方政府部分投资计划

地区	2015 投资计划
中央	中国政府已批准了总投资超 10 万亿元的 420 多个基建项目 ，项目将从 14 年底持续到 16 年。其中，今年开工项目预计约 300 个，2015 年国家将扩大有效投资放到稳增长非常突出的位置， 国家层面已经建立了重大基础设施建设项目推进机制，即“七大工程包” ，包括粮食水利、交通、生态环保、健康养老服务、信息电网油气等重大网络工程、清洁能源、油气及矿产资源保障工程等，已批准的基础设施投资项目将由中央、地方政府、国有企业和私营部门贷款提供融资。
重庆市	重庆市发改委公布今年重庆市市级重点项目总投资达 2.64 万亿元 ，年度计划投资 4000 亿元，投资强度保持在全社会固定资产投资的 25% 以上，项目有 600 余个，涵盖了交通、旅游、文化体育、城市开发等方面。
河北省	今年河北省实施投资 10 亿元以上产业项目 1500 个以上，投资增长 20% 以上，其中计划开工和续建项目 1262 项， 总投资 3.2 万亿元 。同时，重点推进一批重大交通、水利、能源、生态、城市管网、农业农村设施、保障性安居工程等领域项目， <i>抓好石济客专、荣乌高速保定段、承德机场等交通项目，加快南水北调中线配套工程建设，计划完成交通投资 1020 亿元。</i>
湖北省	今年要确保完成投资 2.9 万亿元+ (+19%) ，重点投向高端制造、高新技术产业、现代农业、现代服务业、环保、基础设施、城市地下管网改造等。
湖南省	提出积极培育内需新增长点，力争完成固定资产投资 2.6 万亿元 (+18%)
陕西省	2015 年设定的固定资产投资目标为 2.2 万亿元 (+20%)
福建省	3 万亿 重点投资 490 个项目，主要涉及农林水利、交通、能源、城乡建设与生态环保等领域
江苏省	预计完成投资 4900 亿元，加大新一代信息基础设施、能源输储设施、交通网络以及农业水利基础设施等领域投资力度
西藏	今年将新开工建设 16 个重点项目，其中交通、水电项目涵盖 13 个。
青海省	今年将围绕构建交通、能源、水利、信息、生态等五大支撑体系，持续谋划开工建设一批大项目
浙江省	今年重点项目投资中，产业转型升级类投资和基础设施完善类投资“平分秋色”，两大类投资均超过 2000 亿元

北京市、上海市、天津市、重庆市、四川省等地虽然在政府工作报告中并未提及投资规模，但依然明确指出投资将成为拉动经济增长的关键推手，**并且将以基础设施建设等重大项目作为投资拉动经济增长的关键。**

资料来源：中国中投证券研究总部

基建投资的资金将由中央政府、地方政府、国有企业、其他社会资本共同筹集，而融资方式包括财政资金池、债务融资、股权融资、PPP 融资，资产证券化等。

基建作为挖机重要的下游应用板块，15 年中央和地方强劲的基建投资预期将成为挖机市场短周期复苏的重要支撑。

3. “一带一路”的深入推进是挖机市场中长周期复苏的重要推动力

图 8 一带一路地域分布



资料来源：百度百科、中国中投证券研究总部

图 9 一带一路涉足经济指标



资料来源：百度百科、中国中投证券研究总部

我们认为“一带一路”的如期推进将带动挖机中长期复苏反弹

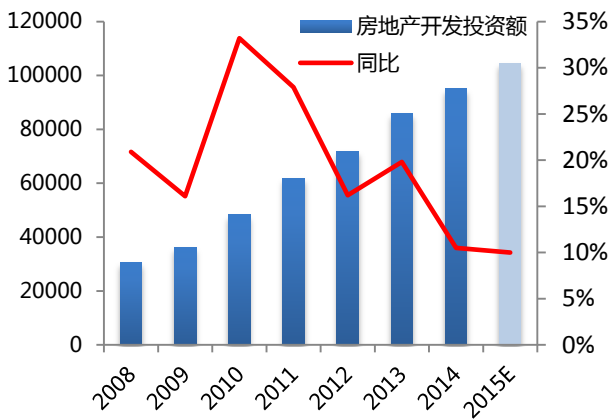
- ✓ “一带一路”是重要的国家长期战略，建设量庞大，建设周期较长，或许跨度在 5~10 年以上，将在中长期很好地支撑基建行业，带动我们性价比高的优质挖机走向国门，支撑挖机市场复苏反弹；
- ✓ “一带一路”在走出去的同时，也协同带动了国内京津冀、长江经济带、珠江经济带等区域经济的共同发展，带动了国内区域经济体体内、体间的交通基建巨大的投资需求，国内基建投资也因此可能超预期；
- ✓ “一带一路”若进展符合预期，其巨大的投资空间带动的挖机需求将远超过国内房地产投资下行而减少的挖机需求，挖机市场周期向上可期。

4. 预计 15 年挖机主机厂去库存加快，产销量进入企稳复苏周期

14 年国内挖机产销量均为近 5 年的低点，约为 12.4 万台/9 万台，同比下滑 15%/21%。主要原因我们认为有以下几点：

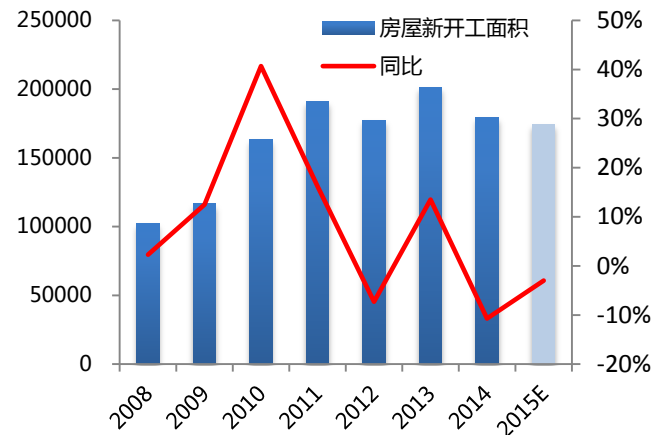
- ✓ 14 年房地产开发投资额增速创了近年来的新低，从之前 20%左右的投资增速降到 10%。同时，房地产新开工面积也从 13 年 14%增速大幅回落至-11%；
- ✓ 近几年主机厂处相对库存高位，加之房地产下行周期，主机厂去库存速度慢，影响了新产量；
- ✓ 前几年行业过度的信用销售导致行业很多企业应收帐款质量较差，影响公司的现金流水平及恢复速度。

图 2 房地产开发投资额增速下行 (亿元)



资料来源：国家统计局、易居房地产研究院、中国中投证券研究总部

图 3 房屋新开工面积增速下行 (万平方米)

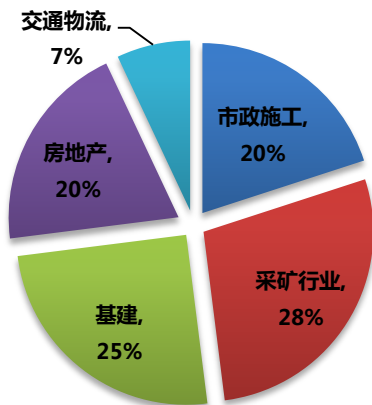


资料来源：国家统计局、易居房地产研究院、中国中投证券研究总部

而从 15 年开始,往后看,我们认为主机厂将加速去库存,产销量进一步企稳回弹:

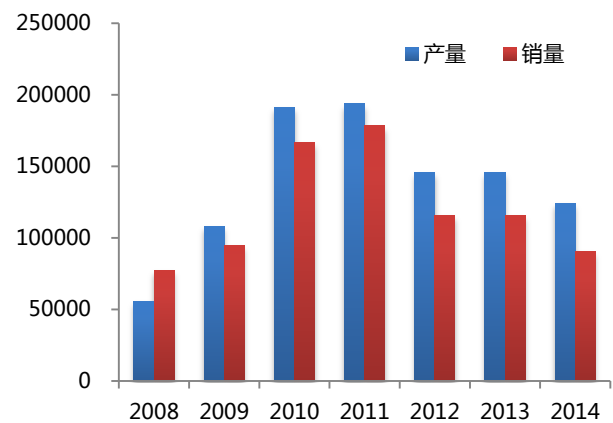
- ✓ 14 年相比 13 年看,房地产开发投资额增速、房屋新开工面积增速大幅下滑,我们预期 15 年的情况相对 14 年将较为平稳,15 年房地产开发投资额增速预期与 14 年持平 (10%),15 年房地产新开工面积预期增速下滑幅度优于 14 年 (15 年-3%,14 年-10%)。这也是我们判断挖机市场不会相较 14 年大幅下滑,有望企稳的重要原因之一;
- ✓ 我们认为 15 年中央、地方基建加码有望对冲房地产投资增量的减少,利于挖机市场短期企稳复苏,“一带一路”的深入推进也将利好市场中长期复苏回弹,并有带来超预期的挖机需求的可能;
- ✓ 因主机厂多数处于库存相对高位,以上催化剂首先将加速行业去库存,然后再拉动新开工需求,总体上我们判断 15 年挖机市场企稳弱复苏。

图 4 挖掘机下游需求行业分布



资料来源：工程机械工业协会、中国中投证券研究总部

图 5 近年挖掘机产销量趋势下行 (台)



资料来源：工程机械工业协会、中国中投证券研究总部

三、公司油缸龙头地位稳固，挖机油缸+非标油缸整体稳步增长

1. 国内市占率逆市上行+海外积极开拓，挖机油缸业务公司有信心企稳

图 6 挖掘机专用油缸示例



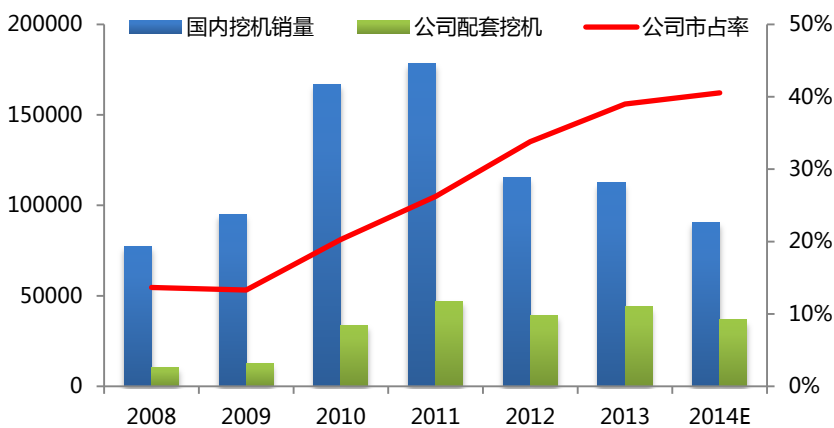
一台挖掘机需要 4 个高压液压油缸：

- 1、红色标记旁的黑杆为铲斗油缸
- 2、蓝色标记旁的黑杆为斗杆油缸
- 3、黄色标记旁的 2 个黑杆为动臂油缸，动臂油缸的技术难度要易于前二者。

资料来源：百度、中国中投证券研究总部

挖掘机专用油缸在高压、高频、高速环境下工作，设计、生产技术难度较大，开始市场为国外厂商垄断。公司于 1999 年开始开发挖掘机专用油缸，2004 年开始量产配套柳工、徐工等主机厂，打破了国外垄断。之后，产品凭借稳健的性能、较高的性价比不断替代进口产品，并且在近年挖掘市场下行情况下市场占有率仍逆市上升，凸显产品强大的竞争力，14 年市占率约达 40%，稳坐国产挖机油缸龙头地位，目前客户已遍布多数国内外著名主机厂、且合作关系较为稳定。

图 7 公司挖机油缸销量市占率逆市上升



资料来源：中国工程机械工业协会、公司年报、中国中投证券研究总部

同时，为对冲国内需求的下行，公司积极拓展海外挖机油缸市场，目前进展良好。

- ✓ 14 年世界工程机械巨头卡特彼勒已成为公司第一大客户，预计将为公司贡献收入约 1.8 亿元。国外客户对产品要求比较苛刻，如公司的挖机油缸产品，卡特的认证周期为一二年，周期比较长，但一旦质量通过认证，后续的合作将会有比较大的稳定性、持续性（变更成本高）；
- ✓ 公司的挖机油缸产品屡获外资品牌授予的荣誉，也再次验证了公司挖机油缸产品强大的竞争力，强化了公司海外拓展的信心；

图 8 公司作为外资品牌供应商所获部分荣誉

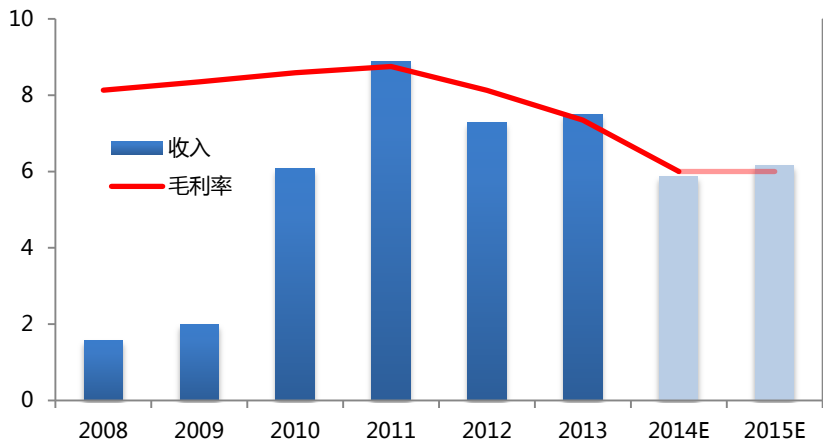


资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

整体上，15 年挖机油缸业务公司有信心实现平稳增长，主要归因于：

- ✓ 公司有信心努力保持目前国内的市占率；（市场可能对一些主机厂自己研发油缸对其业务冲击有疑虑，公司表示挖机油缸技术壁垒较高，目前主机厂研发进度仍较慢，公司产品目前的性价比、竞争力依然强可持续）
- ✓ 基于产品目前的海外拓展情况，公司未来对海外市场进一步拓展有信心。

图 9 公司挖掘机专用油缸营收（亿元）、毛利率



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部预测

2. 盾构、海工、风电等需求良好，非标油缸有望 20%+持续成长

非标油缸是目前挖机油缸周期性下行下重要的战略发展方向。非标油缸下游较为分散，包括海工、轨道交通、风电、港口机械、冶金等多个热门行业，抗周期性较强。由于下游的需求结构分散且需求良好，所以非标油缸近年的成长性要强于挖机油缸，公司表示将持续加大非标的拓展力度，争取将其在业务结构中占比提高（14 年已提高至约 40%）。

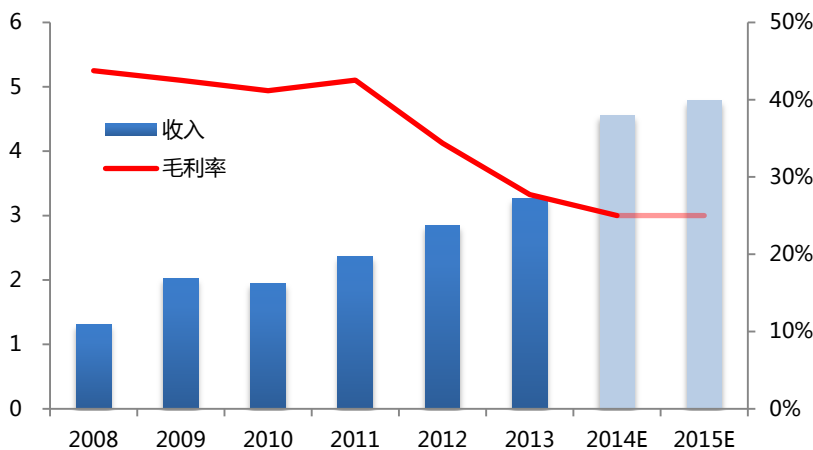
14 年非标油缸预计销量约 5 万台，预计贡献收入 4 个多亿。因其下游多点开花、需求良好，我们认为未来几年非标油缸业务有望以 20%+ 增长。

表 2 公司非标油缸的主要下游应用情况

下游行业	客户	配套产品	业务情况
轨道交通	中铁隧道、中国铁建、南车隧道等	隧道盾构机	我国近年轨道交通行业的快速发展带动了开挖隧道、盾构机的强劲需求。公司已是全球领先的盾构机生产企业，近期生产的缸径为 17.45 米产品打破了全球最大盾构机油缸纪录。目前，盾构机的收入已占非标油缸收入的 1/3，累计出厂盾构机油缸 269 台套，成功出口到日本、欧洲等世界各地， 公司盾构机油缸全球的市场占有率遥遥领先，高达 80%。
海工	挪威 TTS、麦基嘉等	海工装备、钻井平台	随着油价的进一步触底反弹，海工设备未来会有更多的需求。 公司未来加大海工油缸的销售 ，14 年公司收购了德国 WACO 公司 51% 的股权，将有助于其进一步扩张海外海工
风电	德国贺德克等	风电设备	风电设备用油缸主要用于风力发电机的叶片变角和转速控制。2014 年全球风电新增装机容量达到 51477 兆瓦。这一创纪录的装机数据显示全球市场实现了 44% 年增长，也表明全球风电从近两年来的缓慢增长中全面恢复，作为新兴行业，无论是全球或是中国， 风电设备未来仍具很大的成长性。

资料来源：中国中投证券研究总部

图 10 公司非标油缸营收（亿元）、毛利率



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部预测

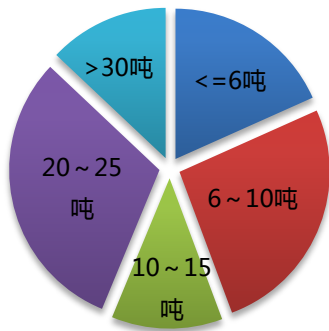
四、高性价比挖机主泵阀突破在即，30 亿进口代替空间即将打开

1. 以往挖机主泵阀 90%+进口，保守估计进口替代空间达 30 亿

挖掘机主泵、主阀是挖机中技术含量较高的液压件，每台挖机需要 1 个主控液压阀、1 个高压柱塞泵。因为研发、制造工艺、材料、测试综合技术难度较大，所以以往国内挖机配套的主泵阀 90%以上是进口的。国内之前有中川液压、宁波塞克斯等厂商在做，但其产品质量并未实质性达标，未能开启真正的进口替代。

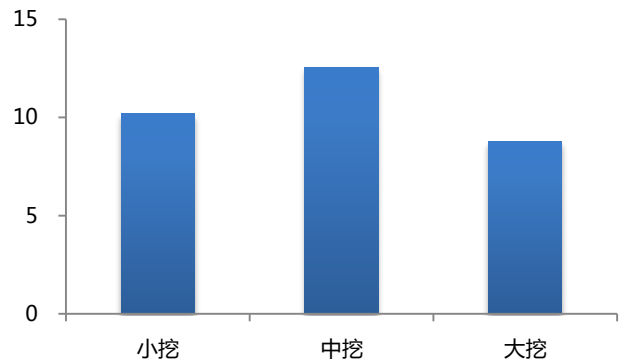
我们按 14 年挖机销量及结构做市场空间测算，挖机主泵阀进口替代空间达 30 亿。因我们判断 14 年挖机销量将是近年低点，所以按此量测算的主泵阀市场空间较为保守，未来随着下游周期反弹主泵阀的市场空间也将快速扩大。

图 11 2014 年全国挖掘机销售结构



资料来源：工程机械工业协会、中国中投证券研究总部

图 20 主泵阀市场空间 30 亿（基于 14 年挖机销量）



资料来源：中国中投证券研究总部测算

2. 公司产品性价比高，今年有望突破供货 1500~2000 套

公司产品实验结果良好，现处主机厂测试中，整体性价比高，今年有望供货配套 1500~2000 台主机，事件具有突破性意义有望提升估值。

表 3 挖掘机主泵阀基本情况

项目要点	基本情况
研发种类	目前主要开发 6~8 吨的小挖主泵阀，未来再做中、大挖
产能 / 预期价格	2 万套 / 预期价格每套比国外同性能同类产品 (泵：日本川崎、美国 Husco，阀：德国力士乐等)便宜 10~15%
实验测试结果良好	公司挖机主泵阀已完成实验，实验测试各项指标良好，部分指标还优于进口同类产品美国 Husco 的标准。
主机厂测试进行中	今年准备在柳工、徐工、山东临工、山东力士德、雷沃、三一等厂商进行主机上机测试，国产主机厂测试周期大概 3~4 个月。柳工、徐工目前已处测试周期中。
今年有望小手批量供货	公司计划 15 年供货配套主机 1500~2000 台，预期贡献收入 3000~4000 万

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

五、15 年铸件、工业阀放量，有助公司消化固定成本，提高盈利能力

1. 铸件、泵阀项目投资基本已完成，未来资本开支少，经营杠杆趋稳

公司立志成为全球领先的液压系统集成服务商。围绕这一战略，公司近年资本开支较大，先后投资了高精密液压铸件项目（投入约 4.96 亿元）、恒立液压项目（成立子公司，投入超过 6 亿元）、上海立新液压（并购控股 82.86%）等项目。

项目基本已完成资本开支，基本情况如下：

表 4 高精密液压铸件项目情况

项目要点	基本情况
总投资	4.96 亿元
建设情况	建设完毕，14 年开始转固
项目产出	项目采用世界先进的湿砂造型工艺和静压造型线，生产工程机械用高压油缸端盖、导向套、高压多路阀阀体，泵、马达壳体等高精密液压铸件。
项目产能	达产后，年总产能 25000 吨高精密液压件。分别为 7000 吨油缸端盖、导向套铸件，6000 吨多路阀铸件、12000 吨泵、马达壳体铸件
项目意义	降低油缸原材料采购成本、提高供应链连续及时性； 作为质量要求较高的重要原材料，为挖机主泵阀、工业阀配套；

资料来源：中国中投证券研究总部

表 5 恒立液压项目情况

项目要点	基本情况
总投资	新设子公司恒立液压，目前已投入超过 6 亿元，后续预期投入较少
建设情况	厂房基建已完成，第一批设备已安装工作，后续设备陆续入场， 预计于 15 年下半年开始转固
项目产出	挖掘机主控液压阀、高压柱塞泵， 各类标准工业阀（可用于注塑机、机床、军工、其他工程机械、核电、油气）
项目产能	挖机主泵阀 2 万套/年，各类工业阀 199 万件/年
项目意义	合格供货后挖机主泵阀将打破国外垄断，实现真正意义的进口替代； 工业阀放量将大拓展公司增长点与业务结构；满产状态下预期收入 15 亿/年，

资料来源：中国中投证券研究总部

前期公司的资本开支基本已完成，后续预期的资本开支较小（恒立液压可能会微小开支），公司的经营杠杆已渐趋稳定，后续随着周期+成长因素公司业绩弹性将增大。

2. 15 年铸件、工业阀开始放量，未来公司整体预期利润率将提高

1、15 年铸件项目产量将逐步增大，提高项目的产能利用率，有利于降低油缸的原材料成本，提高整体利润率。15 年公司除生产满足油缸用的端盖、导向套铸件 3000 ~ 4000 吨外，作为泵阀尚未放量的过渡期，公司还计划外销铸件 5000 吨，有望贡献收入 6000 万元。客户包括国际著名液压件企业：萨奥丹弗斯、赛伊德索特、盐城布雷维尼 行星减速机等，这也侧面说明了公司铸件材质、质量一流。

2、工业阀方面，公司设计产能为 199 万件/年。我们预计公司今年能放 30 ~ 50 万件，具体有待跟进。这也将提高恒立液压的产能利用率、公司整体利润率。

在中性假设下，产品逐步放量预期未来公司整体利润率稳步提高

表 6 预期利润率稳步提升

	2014E	2015E	2016E
挖机主泵阀	/	1500 套	5000 套
铸件外销量	/	6000 吨	7000 吨
工业阀	/	30 万件	60 万件
预期毛利率	26.9%	28.0%	29.5%
预期净利率	9.0%	10.2%	11.7%

资料来源：中国中投证券研究总部测算

六、盈利预测与投资建议：14~16年EPS0.17、0.25、0.37，维持强推

■ 关键假设：

1) 挖机专用油缸业务：我们判断挖机市场经历了解14年低点后15年开始进入弱复苏周期。基于15年房地产新开工情况好于14年、货币持续宽松、15年中央与地方基建加码、一带一路推进、公司油缸海外拓展顺利的综合预期，我们判断未来挖机市场去库存加快，进入弱复苏周期，预计14~16年公司挖机专用油缸业务收入增速为-21%、5%、5%；随着铸件放量、油缸量回稳、固定成本压力进一步减轻，预计14~16年挖机油缸毛利率为30%、32%、35%；

2) 非标油缸业务：基于非标油缸主要下游盾构机、海工、风电等行业良好的成长性与景气度及公司产品较强的竞争力，我们判断14~16年非标油缸业务收入增速为39.5%、25%、22%；我们判断非标油缸毛利率整体平稳，预计14~16年均为25%；

3) 挖机主泵阀业务：我们预计挖机主泵阀15~16年供货1500、5000套，毛利率为35%、40%；

4) 工业阀业务：我们预计挖机主泵阀15~16年供货30万、60万件，毛利率为30%、30%；

■ 盈利预测如下：14~16年EPS为0.17元、0.25元、0.37元。

表7 公司分块业务营收、毛利率预测 (单位：百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
挖机专用油缸					
业务收入	728.13	750.09	586.92	616.27	647.08
增速	-17.91%	3.02%	-21.75%	5.00%	5.00%
毛利率	40.64%	36.74%	30.00%	32.00%	35.00%
非标油缸					
业务收入	284.88	326.88	456.00	570.00	695.40
增速	20.51%	14.74%	39.50%	25.00%	22.00%
毛利率	34.37%	27.71%	25.00%	25.00%	25.00%
元件与液压系统					
业务收入	18.09	137.19	96.97	116.36	139.63

增速		658.02%	-29.32%	20.00%	20.00%
毛利率	35.70%	35.55%	18.00%	20.00%	22.00%

挖机主泵阀

业务收入				25.50	85.00
增速				100.00%	233.33%
毛利率				35.00%	40.00%

工业阀

业务收入				174.50	349.80
增速				100.00%	100.46%
毛利率				30.00%	30.00%

高精度铸件

业务收入				60.00	70.00
增速				100.00%	16.67%
毛利率				25%	25%

公司总收入	1042.82	1225.54	1151.69	1574.43	1998.72
增速	-33.75%	17.52%	-6.03%	36.71%	26.95%
综合毛利率	38.71%	34.18%	26.91%	28.05%	29.51%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部预测

表 8 公司未来三年盈利预测（单位：百万元）

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1230	1152	1574	1999
营业成本	809	842	1133	1409
营业税金及附加	6	7	9	12
营业费用	42	54	68	80
管理费用	170	184	220	260
财务费用	-20	-21	-9	-0
资产减值损失	-0	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	10	10	10

请务必阅读正文之后的免责条款部分

营业利润	231	95	163	248
营业外收入	30	25	25	25
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	259	120	187	273
所得税	37	17	27	40
净利润	222	102	160	233
少数股东损益	1	-2	0	1
归属于母公司净利润	221	104	160	233
EBITDA	316	148	240	340
EPS (元)	0.35	0.17	0.25	0.37

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部预测

■ 投资建议：维持“强烈推荐”评级

看好公司在液压行业优秀的技术竞争力，未来有望享受挖机市场周期复苏、非标成长、泵阀进口替代加快带来的业绩弹性。

公司作为国内挖机专用油缸龙头，市占率近年逆市上行，高达 40%。未来，随着房地产新开发下滑放缓、货币宽松、基建加码、一带一路推进，**油缸业务有望享受挖机市场周期反弹带来的量、价齐升，业绩弹性预期高；**

非标油缸业务下游需求良好结构分散，成为公司稳定增长的安全垫；

挖机主泵阀突破实现供货意义较大，**将标志我国泵阀产品真正打破国外垄断，开启了保守年 30 亿的市场空间，未来随着挖机市场周期反弹、进口替代渗透率提高，业务将贡献较高的业绩弹性；**

整体上，公司 15 年业绩反转，未来周期+成长，业绩弹性大，建议关注。我们预计公司 14~16 年 EPS 分别为 0.17 元、0.25 元、0.37 元，对应该当年股价 PE 分别为 81、53、36 倍。**虽然目前估值较高，我们看好公司的在液压行业优秀的竞争力、业务转型带来的广阔的市场空间、未来周期反弹+成长带来的高业绩弹性，我们中长期持续看好，给予目标价 17.5 元，维持公司“强烈推荐”评级。短期催化剂为挖机主泵阀测试合格突破供货，中长期催化剂为货币宽松+基建加码+一带一路带动挖机市场周期反弹、主泵阀、工业阀逐步放量带来高业绩弹性预期。**

■ 风险提示：

1、挖掘市场周期复苏进度不及预期。基建投资、一带一路的推进若不达预期将拖慢挖机市场周期复苏的进度；2、挖掘主泵阀进口替代进度不及预期。若主机厂测试周期拉长、或产品市场认可度不高，可能使主泵阀进口替代进度低于预期。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2024	1892	2420	2984
现金	705	501	685	869
应收账款	238	322	394	500
其它应收款	5	5	6	8
预付账款	202	253	340	423
存货	417	421	566	704
其他	457	391	430	481
非流动资产	1830	2186	2100	2009
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1309	1636	1703	1691
无形资产	229	244	239	234
其他	292	306	158	83
资产总计	3854	4078	4520	4993
流动负债	256	414	733	1028
短期借款	0	97	325	529
应付账款	142	185	249	310
其他	114	132	159	189
非流动负债	126	171	171	171
长期借款	3	3	3	3
其他	123	168	168	168
负债合计	382	586	904	1199
少数股东权益	38	36	36	37
股本	630	630	630	630
资本公积	2086	2086	2086	2086
留存收益	717	740	863	1040
归属母公司股东权益	3434	3456	3580	3757
负债和股东权益	3854	4078	4520	4993

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	253	181	-26	26
净利润	222	102	160	233
折旧摊销	105	74	86	91
财务费用	-20	-21	-9	-0
投资损失	-9	-10	-10	-10
营运资金变动	-42	10	-254	-288
其它	-3	25	0	-0
投资活动现金流	-785	-421	10	10
资本支出	567	410	0	0
长期投资	-251	0	0	0
其他	-469	-11	10	10
筹资活动现金流	-94	36	200	148
短期借款	0	97	228	204
长期借款	3	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他	-100	-61	-28	-56
现金净增加额	-630	-204	184	184

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1230	1152	1574	1999
营业成本	809	842	1133	1409
营业税金及附加	6	7	9	12
营业费用	42	54	68	80
管理费用	170	184	220	260
财务费用	-20	-21	-9	-0
资产减值损失	-0	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	10	10	10
营业利润	231	95	163	248
营业外收入	30	25	25	25
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	259	120	187	273
所得税	37	17	27	40
净利润	222	102	160	233
少数股东损益	1	-2	0	1
归属母公司净利润	221	104	160	233
EBITDA	316	148	240	340
EPS (元)	0.35	0.17	0.25	0.37

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	17.7%	-6.3%	36.7%	26.9%
营业利润	-24.0%	-58.8%	71.1%	52.6%
归属于母公司净利润	-19.6%	-53.0%	53.5%	45.7%
获利能力				
毛利率	34.2%	26.9%	28.0%	29.5%
净利率	18.0%	9.0%	10.2%	11.7%
ROE	6.4%	3.0%	4.5%	6.2%
ROIC	6.3%	1.9%	3.9%	5.9%
偿债能力				
资产负债率	9.9%	14.4%	20.0%	24.0%
净负债比率	0.78%	17.02%	36.24%	44.34%
流动比率	7.89	4.57	3.30	2.90
速动比率	6.27	3.55	2.53	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.29	0.37	0.42
应收账款周转率	5	4	4	4
应付账款周转率	4.48	5.14	5.22	5.04
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.17	0.25	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.29	-0.04	0.04
每股净资产(最新摊薄)	5.45	5.49	5.68	5.96
估值比率				
P/E	38.33	81.47	53.09	36.44
P/B	2.47	2.46	2.37	2.26
EV/EBITDA	25	53	33	23

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国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。

石炯,中国中投证券研究所机械行业研究员,暨南大学金融学硕士,华南理工大学工业工程学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国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。中国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,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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434