

恒立液压 (601100.SH)

其它通用设备行业

评级：买入 首次评级

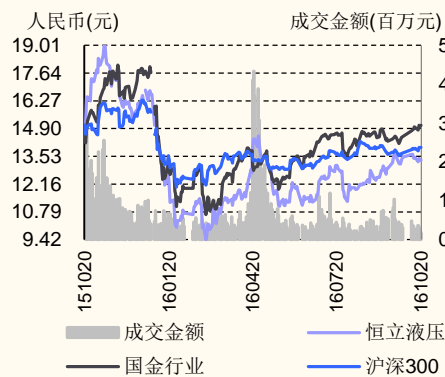
公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.35 元
 目标价格 (人民币): 18.00-18.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 247.28 |
| 总市值(百万元) | 8,410.50 |
| 年内股价最高最低(元) | 19.01/9.42 |
| 沪深 300 指数 | 3318.60 |
| 上证指数 | 3084.46 |



传统业务触底反弹，新业务放量指日可待

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.146 | 0.101 | 0.141 | 0.243 | 0.361 |
| 每股净资产(元) | 5.47 | 5.51 | 5.61 | 5.78 | 6.03 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.40 | 0.26 | 0.39 | 0.06 | 0.19 |
| 市盈率(倍) | 91.44 | 164.66 | 94.39 | 54.93 | 37.03 |
| 行业优化市盈率(倍) | 40.37 | 70.57 | 62.45 | 62.45 | 62.45 |
| 净利润增长率(%) | -58.49% | -30.89% | 40.28% | 71.85% | 48.33% |
| 净资产收益率(%) | 2.67% | 1.83% | 2.52% | 4.21% | 5.98% |
| 总股本(百万股) | 630.00 | 630.00 | 630.00 | 630.00 | 630.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内液压油缸龙头，产品结构调整卓有成效：**恒立液压成立于 2005 年，是中国液压行业制造规模最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的大型企业。目前，公司的挖掘机专用油缸市场占有率超过 50%，成功打破国外品牌垄断。近几年，公司在传统主业下游低迷情况下，大力推进产品结构调整，着重发展重型装备用非标准油缸、液压泵阀等其他液压系统产品。非标准油缸已成为公司最重要的收入来源，液压泵阀也进入项目落地、加速放量阶段。此外，公司坚持定位高端，海外市场销售实现逐年增长，成为公司越来越重要的战略高地。
- **油缸泵阀齐发力，业绩触底反弹在即：**公司非标准油缸业务将持续受益高景气的下游发展，特别是盾构机专用油缸，目前市占率已超过 60%，未来将有望成为公司业绩的重要增长点。此外，液压泵阀是公司近几年着力打造的新产品之一，目前该项业务已进入逐步投产阶段。公司通过推进高精密液压铸件项目扫除技术障碍、设立常州恒立科技分管生产基地建设、收购德国 HAWE InLine、收购上海立新提升配套技术等动作，全方位布局液压泵阀产品。目前泵阀项目放量在即，将有效缓解该项目折旧和人工成本对公司业绩的影响。
- **军工与航空航天液压空间广阔，未来的全套液压系统供应商初现端倪：**除传统工程机械领域之外，液压系统还广泛应用于军工领域各类设备。在欧美发达国家，液压系统工业产值约占机械工业产值的 3%，其中很大的需求量都来自航空航天和军方；在我国，相应占比只有 0.18% 左右，其中中空天、军事领域的高端液压产品自给更是严重不足，特种液压部件仍主要依赖进口。未来，军工领域的液压系统进口替代是大势所趋。目前，公司全资孙公司“恒航液压”已获批成为三级军工保密资格单位。公司进入军工相关液压行业的第一道障碍已扫除，在军工领域的业务拓展将值得期待。

投资建议

- 恒立液压是我国液压油缸的龙头供应商。公司在传统挖掘机专用油缸市场已占据半壁江山，近年来在重型装备用非标准油缸市场拓展卓有成效，同时，公司液压泵阀产品逐步开始放量，在军工领域的业务拓展也初现端倪。考虑到今年起公司传统业务企稳回升，募投项目逐步放量，新业务前景广阔。我

司景喆 联系人
 (8621)60870938
 sijz@gjzq.com.cn

时代 联系人
 (8621)60893123
 shidai@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

们认为，今年下半年将是公司业绩触底反弹的拐点，同时公司未来增长空间广阔。目前，恒立液压已开始由挖掘机专用油缸向多种类型油缸（非标准）、由单一油缸产品到多种液压配件（泵阀）供应商的逐步转变，在成为全套液压系统供应商之路上步步为营。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 18 元目标价位，相当于 127.66 倍 16PE 和 74.07 倍 17PE，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险

- 泵阀项目达产进展不及预期；
- 公司军工项目进程不及预期。

内容目录

| | |
|------------------------|----|
| 恒立液压公司概况 | 5 |
| 公司是国内液压油缸龙头 | 5 |
| 收入维稳，利润驻底 | 5 |
| 油缸业务触底反弹，泵阀进入放量期 | 10 |
| 挖掘机专用油缸进口替代佼佼者 | 10 |
| 大力开拓重型装备用非标油缸市场 | 11 |
| 液压泵阀步入放量期 | 15 |
| 特种液压空间广阔 | 17 |
| 液压系统广泛应用于军工设备 | 17 |
| 多样化和全套配件供应能力至关重要 | 18 |
| 全套液压系统供应商初见端倪 | 21 |
| 盈利预测与投资建议 | 22 |
| 盈利预测 | 22 |
| 投资建议 | 22 |
| 估值 | 22 |
| 风险 | 22 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1: 恒立液压股权结构 | 5 |
| 图表 2: 公司产品图 | 6 |
| 图表 3: 公司主要产品和应用领域 | 6 |
| 图表 4: 公司 2016 年半年报产品结构 | 6 |
| 图表 5: 公司分项目产品情况 | 6 |
| 图表 6: 公司总收入增长情况 | 7 |
| 图表 7: 公司归母净利润增长情况 | 7 |
| 图表 8: 恒立非标准油缸销量及增长情况 | 7 |
| 图表 9: 公司挖掘机专用油缸市场占有率 (%) | 8 |
| 图表 10: 公司海内外业务营收情况 | 8 |
| 图表 11: 公司整体毛利率和净利率情况 | 8 |
| 图表 12: 公司分产品收入情况 | 9 |
| 图表 13: 公司分产品毛利率情况 | 9 |
| 图表 14: 公司各项费用增长较快 | 9 |
| 图表 15: 油缸结构图 | 10 |
| 图表 16: 挖掘机专用油缸示意图 | 10 |
| 图表 17: 我国挖掘机和恒立油缸销售情况 | 11 |
| 图表 18: 我国挖掘机和恒立油缸销售累计降幅情况 | 11 |
| 图表 19: 2016 我国挖掘机单月销量及同比增速 | 11 |

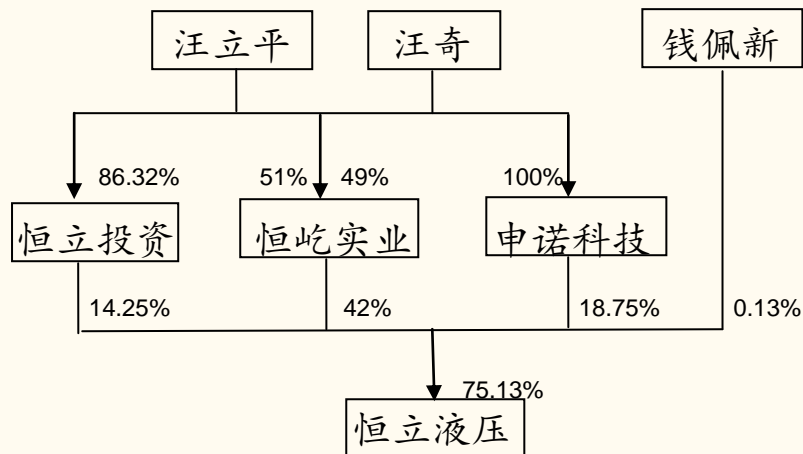
| | |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 20: 2016 我国挖掘机累计销量及增速 | 11 |
| 图表 21: 公司重型装备用非标准油缸产品 | 12 |
| 图表 22: 大型基建设备用非标准油缸用途 | 12 |
| 图表 23: 大型基建设备用非标准油缸示意图 | 12 |
| 图表 24: 我国铁路固定资产投资和新线投产里程 | 13 |
| 图表 25: 盾构机及配套油缸 | 13 |
| 图表 26: 城市轨道交通投资预测 | 14 |
| 图表 27: 盾构机需求预测 (台) | 14 |
| 图表 28: 挖掘机市场规模预测 (万台) | 15 |
| 图表 29: 液压泵阀市场空间预测 | 15 |
| 图表 30: 公司泵阀项目新增产能情况 | 16 |
| 图表 31: 公司在液压泵阀的战略布局 | 16 |
| 图表 32: 坦克炮塔液压系统构成 | 17 |
| 图表 33: 商用飞机液压系统 | 17 |
| 图表 34: 舰船供电用液压系统 | 18 |
| 图表 35: 全球液压系统供应商收入规模 (2015 年单位: 亿美元) | 18 |
| 图表 36: 伊顿液压业务并购历程 | 19 |
| 图表 37: 伊顿液压分板块营收占比 | 20 |
| 图表 38: 伊顿航空航天液压产品列举 | 20 |
| 图表 39: 派克和伊顿航空航天液压产品毛利率 | 21 |
| 图表 40: 分产品盈利预测 | 22 |

恒立液压公司概况

公司是国内液压油缸龙头

- 恒立液压成立于 2005 年，是中国液压行业制造规模最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的大型企业集团。公司 2011 年在主板上市，曾用名恒立油缸。
- 公司的实际控制人为汪立平家族。汪立平、钱佩新、汪奇通过直接和间接持股共计持有恒立液压 75.13% 的股份，对公司有绝对控股权。同时申诺科技和恒屹实业都基于对公司未来发展的信心向公司出具了关于延长所持股份锁定期的承诺函，将锁定期延长 24 个月至 2016 年 10 月 28 日。

图表 1：恒立液压股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 恒立液压先后投资建成了国内首个规模化生产高压精密液压铸件生产基地，液压阀、泵生产基地，并通过并购上海立新、德国 waco、德国 HAWE Inline，开始海外市场的拓展。目前公司产品已涵盖高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精度液压铸件等，成为具有国际影响力的液压成套设备的提供商以及液压技术方案的提供商。
- 公司设立液压研究院，投资配备了全球领先的技术设备，运用先进的工艺技术。公司拥有江苏省示范智能车间 2 个，获得了美国卡特彼勒、杭州神钢、广西柳工、日立建机等知名主机企业颁发的“2015 年度优秀供应商”称号。
- 此外，公司更还参与制定《液压传动液压铸铁件技术条件》行业标准。2015 年，公司获得中国工程机械产业最具影响力液压系统品牌，公司的行业地位可见一斑。

收入维稳，利润驻底

- 液压设备广泛用于工程机械、农业机械、冶金矿山机械、塑料机械等各个行业，核心高端液压元件包括液压泵、阀、马达、油缸，其中油缸（重型装备专用非标准油缸除外）是最早实现国产化供应的，其余三种目前多依赖进口。
- 公司目前主要产品是挖掘机专业油缸和非标准油缸，并且成功研发了液压泵阀项目，产品种类丰富，下游应用领域广阔。

图表 2：公司产品图



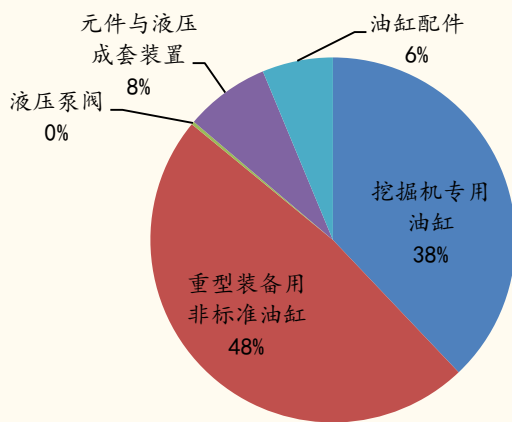
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司主要产品和应用领域

| 产品类别 | 主要应用领域 |
|---------|------------------------------------------|
| 挖掘机专用油缸 | 液压挖掘机专用配套关键零部件 |
| 非标准油缸 | 应用于高技术要求的大型基建设备、船舶、海洋工程设备、港口机械和大型工业设备等领域 |
| 液压泵阀 | 液压系统的动力元件，应用于化工、石油、制药、航空、航天、海洋、船舶等领域中 |

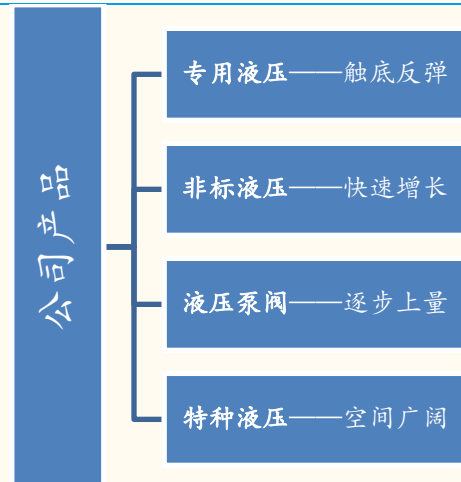
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 4：公司 2016 年半年报产品结构



来源：WIND，国金证券研究所

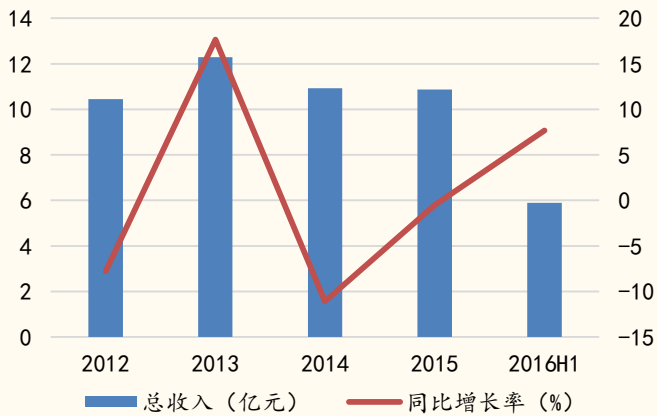
图表 5：公司分项目产品情况



来源：国金证券研究所

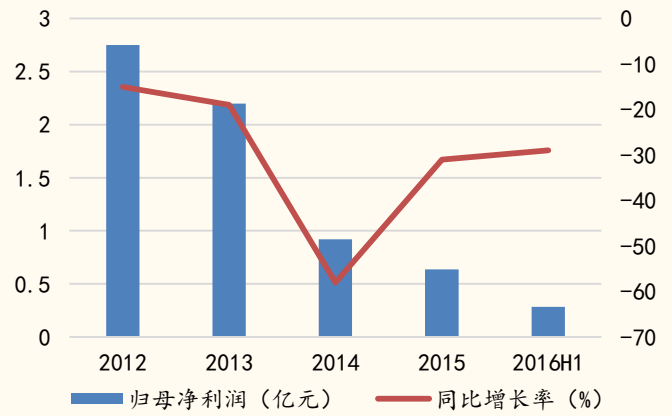
- 分产品来看，近几年公司的挖掘机专用油缸收入下滑，非标准油缸和液压泵阀项目增长较快；区域方面，国内销售基本稳定，海外市场增幅明显。
- 公司自 2012 年以来营业收入基本保持稳定，2016H1 公司营收达到 5.9 亿元，实现同比正增长 (+7.67%)；实现归母净利润 2831.05 万元，同比下降 29%。

图表 6: 公司总收入增长情况



来源: WIND, 国金证券研究所

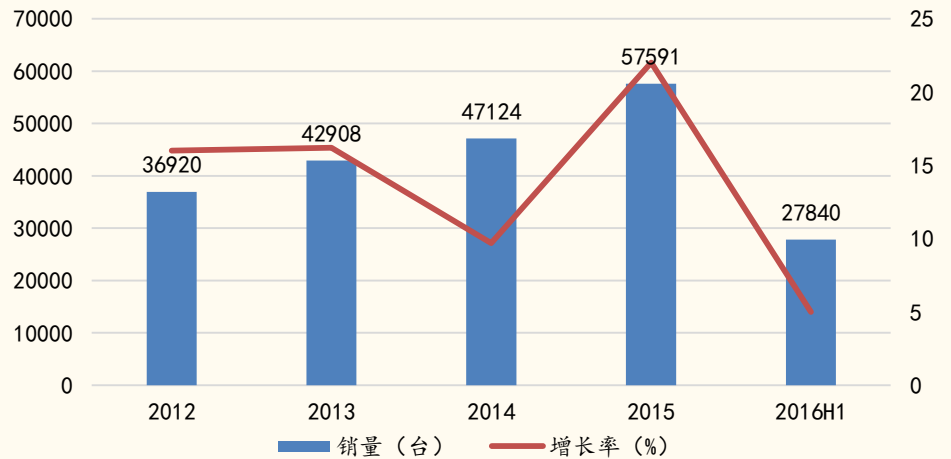
图表 7: 公司归母净利润增长情况



来源: WIND, 国金证券研究所

- 下游行业低迷情况下, 公司整体业务销售维持稳定, 主要由于: (1) 公司产品结构调整收效明显, 重型装备用非标准油缸产品实现放量销售; (2) 公司优势的专用油缸实现进口替代, 市占率逐年提升; (3) 公司对海外市场的开拓卓有成效, 有效分散国内市场风险。
- 非标准油缸是公司上市募投推进的重点项目之一, 2012 年以来该业务迅速发展, 目前已成为公司营收的主要来源。2015 年, 公司共计销售非标准油缸 5.76 万台, 同比增长 22%。公司目前拥有非标准油缸设计方案 4893 套, 近 5 倍于挖掘机专用油缸。

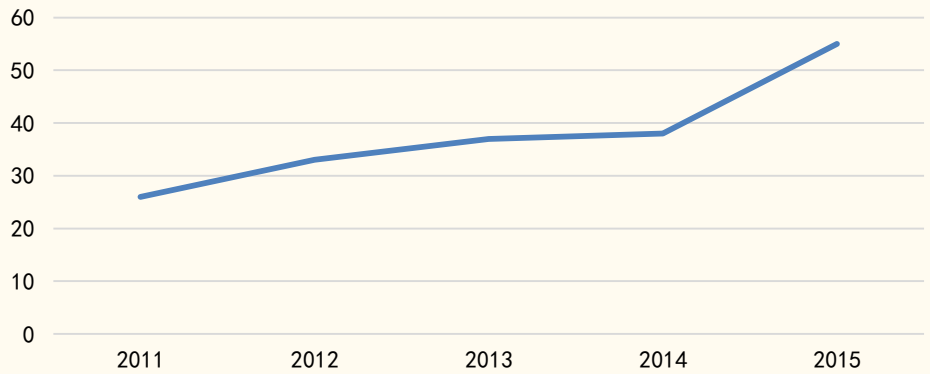
图表 8: 恒立非标准油缸销量及增长情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司是国内挖掘机专用油缸四大品牌 (小松、东洋机电、KYB、恒立) 中唯一的内资品牌。行业下游低迷环境下, 供应商开始分化, 低品质和低竞争力的供应商被淘汰, 公司利用龙头优势积极拓展市场, 2010-2015 年市占率从 20% 攀升至 55% (根据我国挖掘机整体销量及公司产品销量按比例测算)。

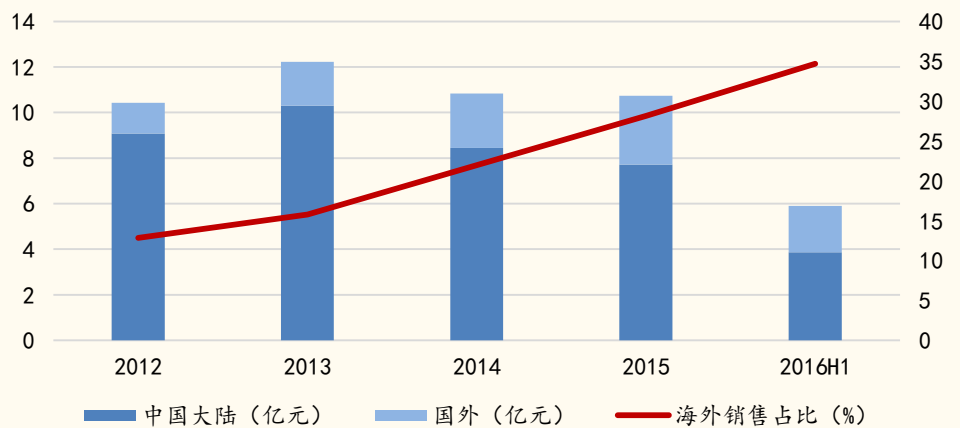
图表 9: 公司挖掘机专用油缸市场占有率 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

- 近几年, 公司通过产品结构调整, 实现了出口的大幅增长; 通过重点开拓欧洲、北美市场, 海外高端品牌客户数量明显增加。公司与美国罗宾斯、日本小松、日本川崎重工达成了战略合作, 同时德国 InLine 纳入合并范围, 2015 年, 公司实现国外销售 3.02 亿元, 同比增长 26.84%。

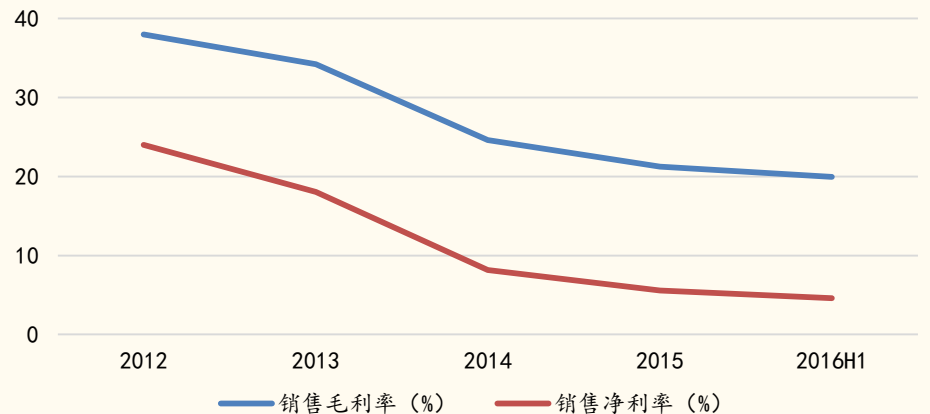
图表 10: 公司海内外业务营收情况



来源: 国金证券研究所

- 公司近年来盈利水平下降明显, 主要由于: (1) 2012 年以后国内工程机械装备行业步入低迷周期, 行业竞争加剧、公司推进产品结构调整, 导致综合毛利水平下降; (2) 2014 年起公司的新建产线开始逐步转固, 新品尚未形成规模, 折旧费用、人员成本和研发费用大幅上升。

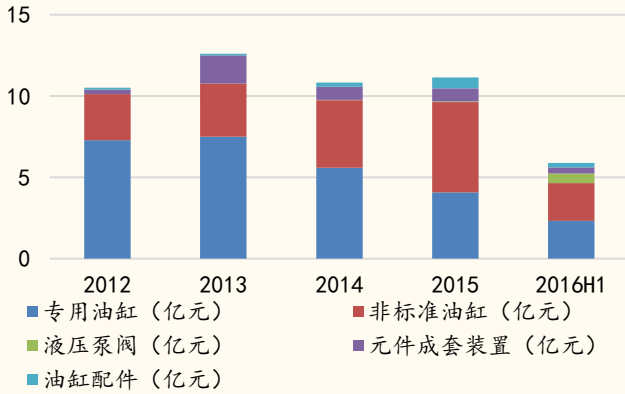
图表 11: 公司整体毛利率和净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

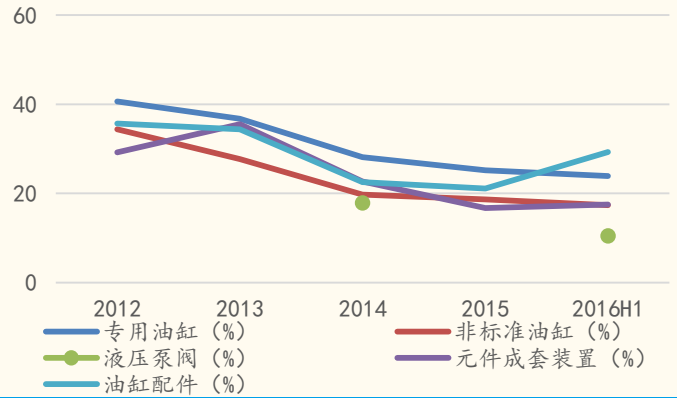
- 分产品来看，作为标准化产品的挖掘机专业油缸依然为公司毛利最高的产品，但由于市场的变化，这部分产品在整个收入占比逐年降低。公司近几年大力发展非标准油缸业务，由于这类产品批量较小导致毛利率较低，也使得公司整体毛利水平下降。公司研发的液压泵阀项目2016H1 毛利率为 10.45%，随着项目投产与大规模量产，该项目毛利率未来有望提高。

图表 12：公司分产品收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

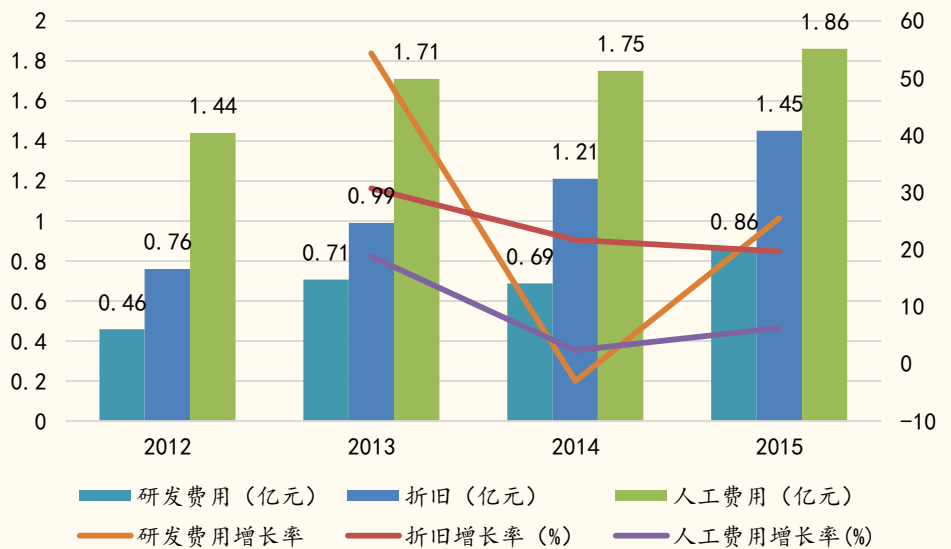
图表 13：公司分产品毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 受铸件项目固定资产全部转固和液压泵阀项目年底投产部分转固影响，公司 2015 年折旧费用计提达到 1.45 亿元，同比增长 19.6%。同时，由于子公司恒立科技在泵阀产品上的研发力度增加，相应产品的规模效应尚未显现，因而近年来在人工薪酬、设备折旧、试验试制等方面的支出成本增长较快。

图表 14：公司各项费用增长较快



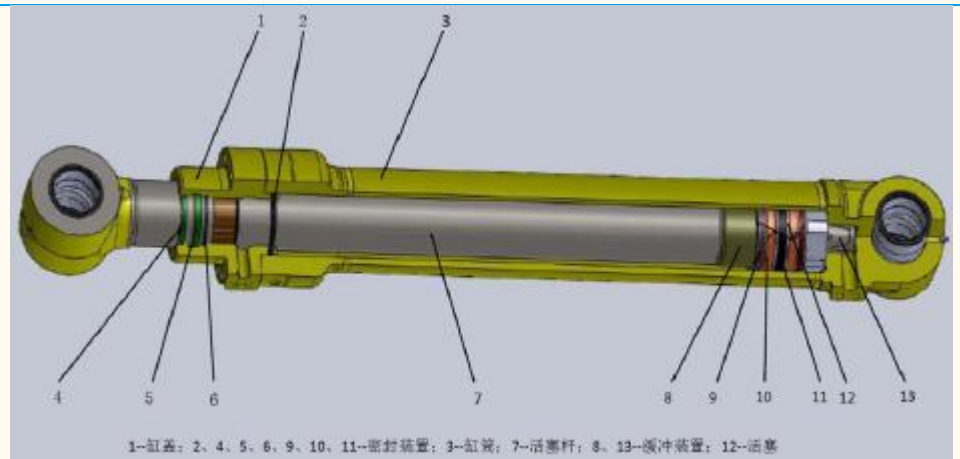
来源：公司公告，国金证券研究所

油缸业务触底反弹，泵阀进入放量期

挖掘机专用油缸进口替代佼佼者

- 液压传动是以液体作为工作介质来传递能量和进行控制的传动方式，其特点是功率重量比大，可柔性传送动力，因此在挖掘机、桩工机械、大型桥梁施工设备、船舶和海洋工程设备及航空航天等多个行业有广泛应用。液压传动系统一般由动力元件、执行元件、控制调节元件、辅助元件和工作介质组成。
- 油缸即液压缸，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。典型直线往复液压缸一般由缸筒、缸盖、活塞、活塞杆、密封装置与缓冲装置等部分组成。

图表 15：油缸结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 挖掘机专用油缸是液压挖掘机专用配套关键零部件，对下游挖掘机行业发展依赖程度较高。通常来讲，一台挖掘机需要四只油缸，分别为斗缸油缸、动臂油缸、铲斗油缸和推斗油缸。由于密封老化的原因，挖掘机油缸的使用寿命一般在 10-15 年。

图表 16：挖掘机专用油缸示意图



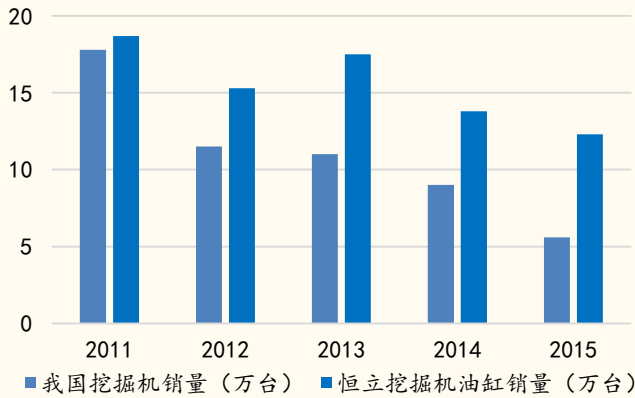
来源：iHydrostatics，招股说明书，国金证券研究所

- 公司的主要产品之一即为挖掘机专用油缸，包括：动臂油缸、斗杆油缸和铲斗油缸(部分装备推土油缸)。由于挖掘机的工作环境十分恶劣，工况有重载、高速、灰尘多的特点，对油缸在高压、高频、高速情形下的缓冲性能、耐腐蚀性及稳定性等方面要求非常苛刻。公司的高压油缸产品定位高端，具有技术含量高、结构设计复杂、长行程、大缸径、高压、批量生产质量控制难度高等特点。
- 2011 年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大部分

的市场份额，呈寡头垄断格局。此后，恒立逐步打破国外垄断，实现进口替代。2015年，公司的挖掘机专用油缸在国内市场占有率已达55%，成为国产挖掘机专用油缸进口替代佼佼者。

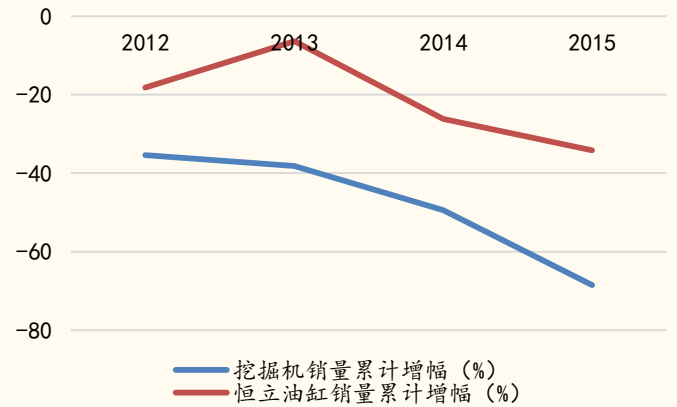
- 我国工程机械自2011年起开始步入下行周期，挖掘机专用油缸销量呈整体下降态势。2011-2015年，我国挖掘机整体销量从17.8万台降至5.6万台，行业规模缩水68.5%；相比之下，恒立挖掘机专用油缸销量从18.7万台降至12.3万台，降幅小于下游挖掘机行业，侧面反映出低迷环境下公司的龙头竞争优势凸显，市场地位提升。

图表 17：我国挖掘机和恒立油缸销售情况



来源：WIND，国金证券研究所

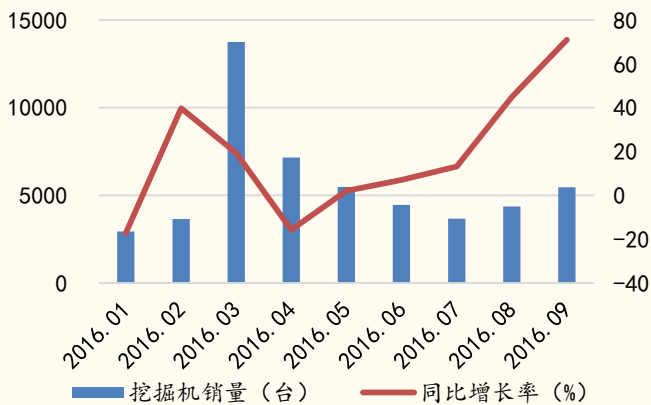
图表 18：我国挖掘机和恒立油缸销售累计降幅情况



来源：国金证券研究所

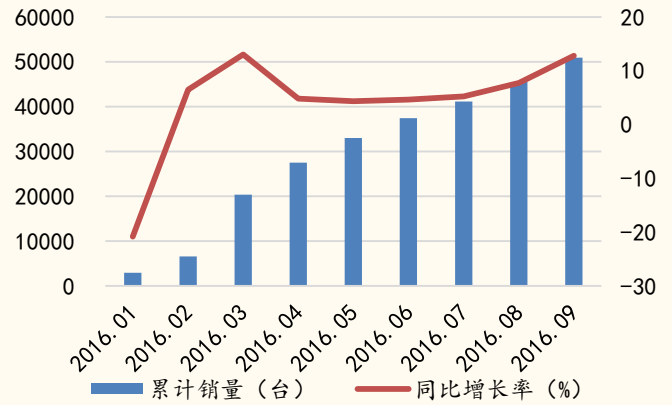
- 持续 4-5 年低位运转后，我国工程机械总量近期出现回暖趋势，相应地，公司挖掘机专用油缸业务有望得到改观。9 月份，全国挖掘机生产企业共销售挖掘机 5459 台，同比增长 71%，环比增长 25%。2016 年 1-9 月份挖掘机总销量达到 5.1 万台，同比增长 12%。预计未来三年挖掘机销量将大概率维稳，甚至可以期待小幅增长。

图表 19：2016 我国挖掘机单月销量及同比增速



来源：WIND，国金证券研究所

图表 20：2016 我国挖掘机累计销量及增速

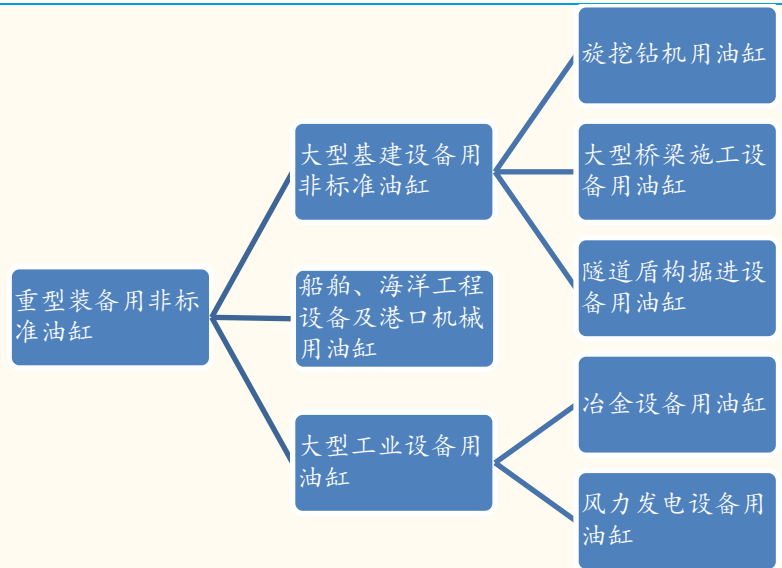


来源：WIND，国金证券研究所

大力开拓重型装备用非标油缸市场

- 除去工程机械中的挖掘机标准油缸，重型装备用非标准油缸也是公司近几年大力拓展的领域，主要产品包括大型基建设备用非标准油缸、船舶、海洋工程设备及港口机械用油缸、大型工业设备用油缸等，其中大型基建设备用非标准油缸是主要的组成部分。

图表 21: 公司重型装备用非标准油缸产品



来源: 国金证券研究所

- 公司的大型基建设备用非标准油缸包括旋挖钻机用油缸、大型桥梁施工设备用油缸、隧道盾构掘进设备用油缸、大型履带吊用油缸等，其中盾构机专用油缸产品占到大型基建设备用非标准油缸收入的 35%，是这类油缸的增长主力。

图表 22: 大型基建设备用非标准油缸用途

| 旋挖钻机 | 大型桥梁施工设备 | 盾构机 |
|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> • 用于高铁建设、市政建设、公路桥梁、高层建筑等基础施工工程 | <ul style="list-style-type: none"> • 包括提梁机、运梁车和架桥机 | <ul style="list-style-type: none"> • 广泛用于地铁、铁路、公路、市政、水电等隧道工程 |

来源: 国金证券研究所

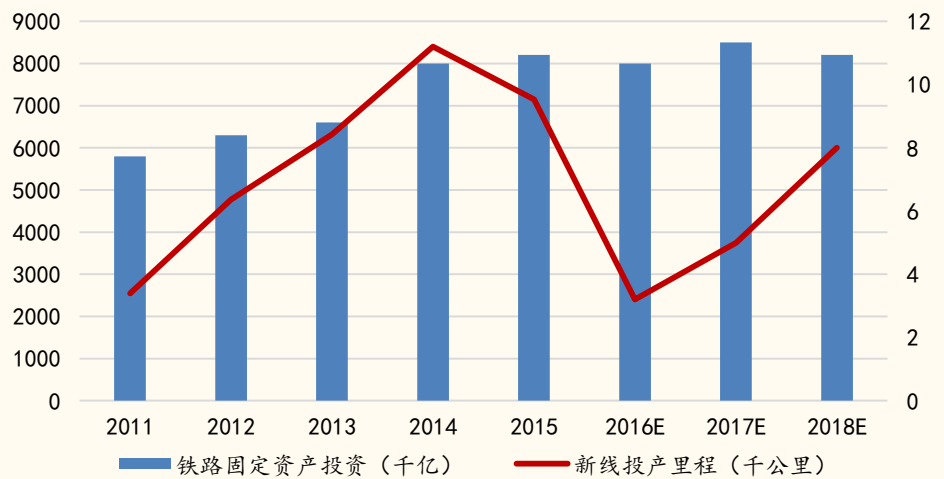
图表 23: 大型基建设备用非标准油缸示意图



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 铁路在我国交通运输体系中处于主导地位，2015 年，我国铁路固定资产投资达到 8200 亿，新线投产里程达到 9531 公里。
 - 根据《中长期铁路网规划》，我国将继续扩大铁路基础设施网络，铁路建设与航空、公路、水运将结合成综合交通运输体系，增加有效供给，提升运输服务保障能力。届时，沿海、京沪等“八纵”通道和陆桥、沿江等“八横”通道为主干，城际铁路为补充的高速铁路网，实现相邻大中城市间 1—4 小时交通圈、城市群内 0.5—2 小时交通圈。
 - 2010 年到 2015 年铁路建设所需的新增提梁机、架桥机、运梁车的投资规模在 220 亿元左右，平均每年 37 亿元。根据《中长期铁路网规划》，预计“十三五”期间，铁路固定资产投资规模将达到 3.5 万亿-3.8 万亿元人民币，建设新线 3 万公里。
 - 对于高速铁路而言，桥梁占全部施工的比例超过 50%。高铁施工高峰的到来意味着大量的铁路桥梁施工设备需求，而铁路大型桥梁施工设备的快速发展将有效带动配套专用油缸行业发展。

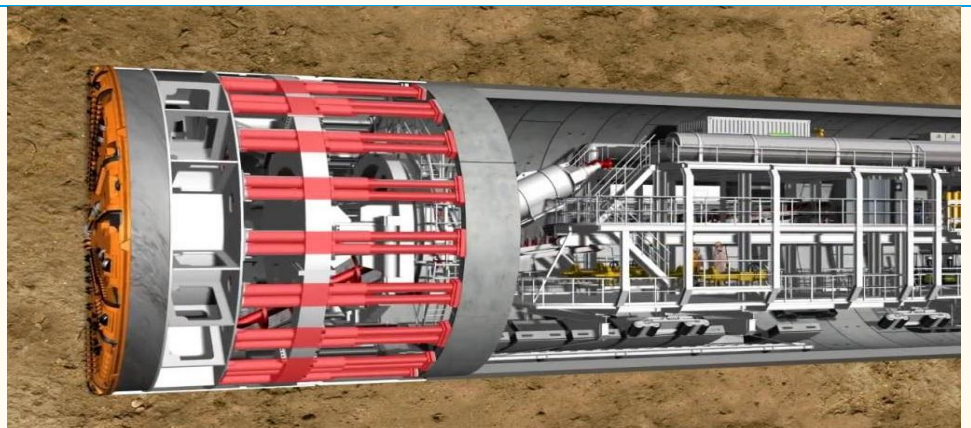
图表 24：我国铁路固定资产投资和新线投产里程



来源：《铁路“十三五”发展规划》，国金证券研究所

- 作为地铁、隧道施工的工具，盾构机需求在“十三五”期间仍然保持旺盛。
 - 盾构机全名盾构隧道掘进机，是一种隧道掘进的专用工程机械，广泛用于地铁、铁路、公路、市政、水电等隧道工程。目前，盾构掘进设备的推进系统基本实现了液压化。根据盾构掘进设备规格不同，其推进系统、铰接系统需要不同数量的油缸。由于盾构机用于隧道开挖时只能前进不能后退，通常仅用于一次性作业，重置或维修成本高昂，因此盾构机油缸对可靠性要求极高。

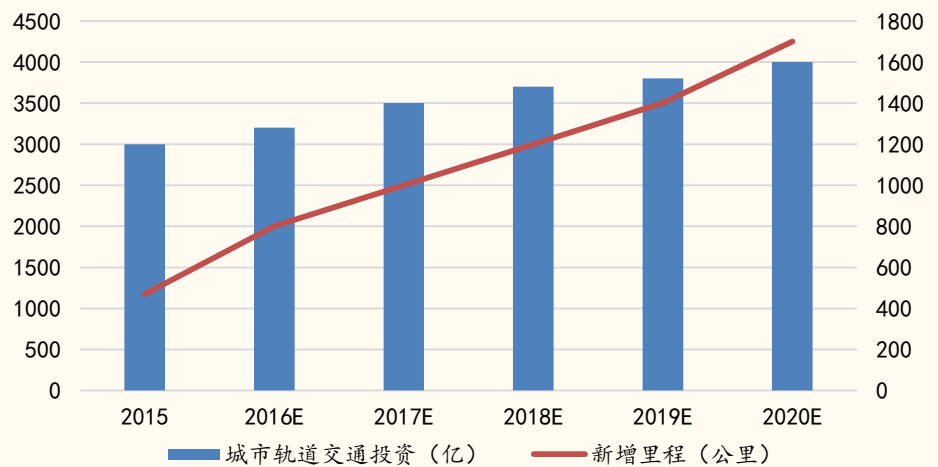
图表 25：盾构机及配套油缸



来源：国金证券研究所

- 受益于 PPP 模式的推广等因素，城市轨道交通建设正在形成新一波的热潮，盾构施工市场有望迎来井喷。
 - 城市轨交建设如火如荼。2015 年末，我国城市轨道交通累计通车里程达 3286 公里，累计已有 25 座城市的 112 条线路通车运行。根据发改委已经批复的城市轨道交通项目，以及各地的城市轨道交通建设规划，预计到 2020 年，我国城市轨道交通通车里程有望达到 8500 公里，比 2015 年末增长 150% 以上，“十三五”期间新增城市轨道交通通车里程更是比“十二五”期间的约 1700 公里增长 200% 以上。
 - 城市轨交项目投资总额可观。“十二五”期间，我国城市轨道交通投资额达到 1.16 万亿元，年均投资额 2300 亿元；预计“十三五”期间，每年城市轨道交通投资额都将维持在 3000 亿元~3500 亿元以上，甚至有望超 4000 亿元，“十三五”期间累计投资额有望超过 2 万亿元。

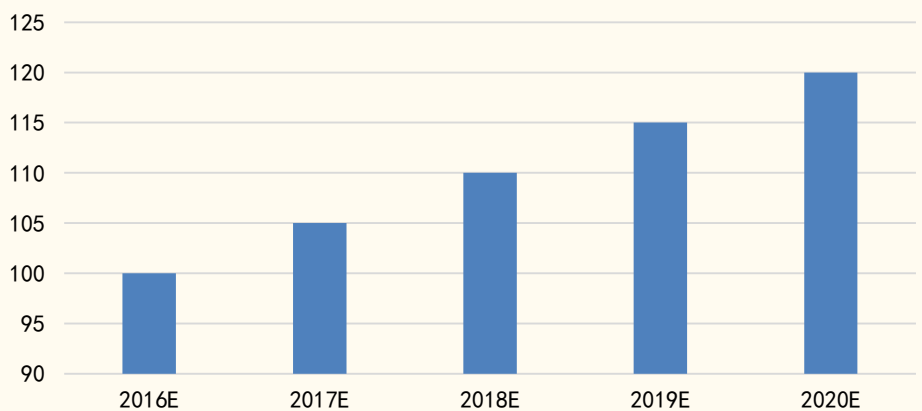
图表 26：城市轨道交通投资预测



来源：国金证券研究所

- 目前，我国盾构机保有量约在 600 台左右，2010-2015 年期间盾构机增量约 300 台。一台盾构机的寿命在 8-10 年，根据现有的铁路建设投资和城市轨道交通建设投资预测，未来 5 年铁路施工对盾构机的需求将在 500 台左右，将其他领域需求和国际市场考虑在内，年均盾构机的预计需求为 100-120 台之间，并将呈现逐年递增。

图表 27：盾构机需求预测 (台)



来源：国金证券研究所

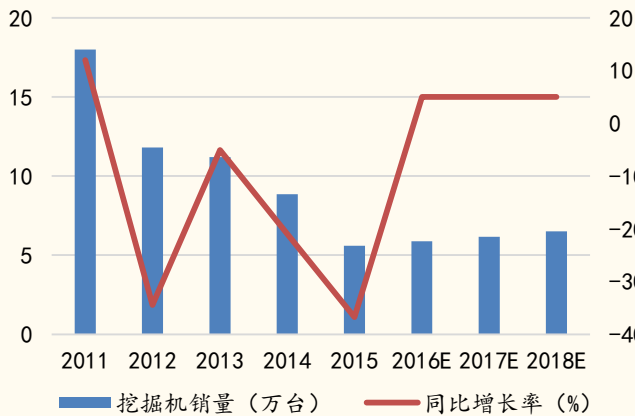
- 公司生产的盾构机专用油缸下游对接国内主要隧道掘进设备供应商中铁轨道、中铁隧道、北京华隧通、南车隧道，以及知名大型桥梁施工设备生产

企业天业通联、郑州大方，在我国盾构机油缸市场占有率超过 60%。2015 年，公司盾构机油缸业务实现同比+55%的大幅增长；考虑到公司是国内盾构机需求增长的最大受益者，预计未来盾构机专用油缸也将成为驱动其业绩增长的重要方面。

液压泵阀步入放量期

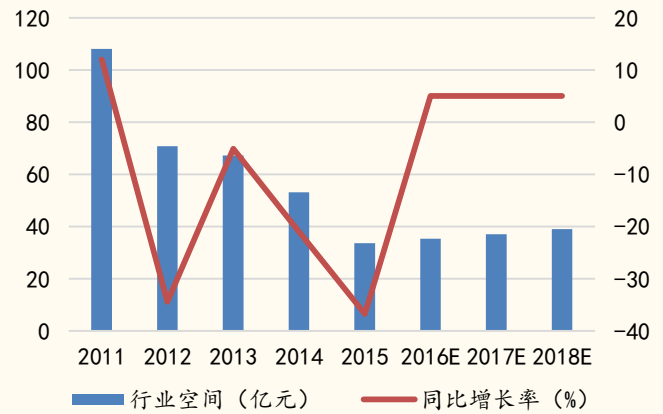
- 液压泵阀是公司近几年着力打造的新产品之一，目前该项业务已进入逐步投产、加速放量阶段。
- 液压泵阀是液压元件中技术壁垒高、相应价格也较高的产品，我国的液压泵阀市场，尤其是变量柱塞泵、马达、多路阀等泵阀等高技术含量、高附加价值的核心零部件，目前国产化率仍然较低，主要还是依赖进口。核心零部件市场掌握在小川、川崎、博士等国外厂家中。
- 在挖掘机液压系统的主要配件中，液压泵阀的技术含量最高，单只挖掘机中泵阀价格为油缸总和的 3-4 倍，因此液压泵阀的市场空间是油缸的三倍以上。
- 基于上游大宗商品价格已企稳，中游方面重型卡车数据也在改善，下游开工数据改善加上 PPP 模式影响对销量拉动有一定正面的影响。按照 2016-2018 年挖掘机年销量保持小幅增长态势 (+5% CAGR) 估计，则液压泵阀市场空间达到十亿级别。按照一比四的油缸配套率以及单套油缸 5000 元的单价，我们测算我国液压泵阀每年的市场空间在 30 亿元以上。

图表 28: 挖掘机市场规模预测 (万台)



来源：国金证券研究所

图表 29: 液压泵阀市场空间预测



来源：国金证券研究所

- 公司自上市后起，以自身传统液压油缸为基础，积极布局拓展液压泵阀领域。
- 2011 年底，公司使用 5.96 亿元超募资金投入高精密液压铸件项目，打破高精密液压铸件制造瓶颈，为公司生产高性能液压泵阀打下基础。该项目已于 2013 年上半年正式投产，铸件年产能达 2.5 万吨。
- 2012 年，公司收购具有多年生产液压阀的技术及成熟客户群体上海立新液压，正式进军液压阀产业。
- 2013 年，公司出资 5.7 亿元设立常州立新液压有限公司（现恒立科技），并分期投资 15 亿元，逐步建成公司液压阀和液压泵生产基地，目标形成年产 2 万件挖掘机用高压柱塞泵、2 万件挖掘机用液压多路阀、199 万件通用高性能液压控制阀和 1 万件电液比例伺服阀的生产能力。该项目建设期预计为 2 年，预计第 5 年全面达产，投资回收期 5.8 年。

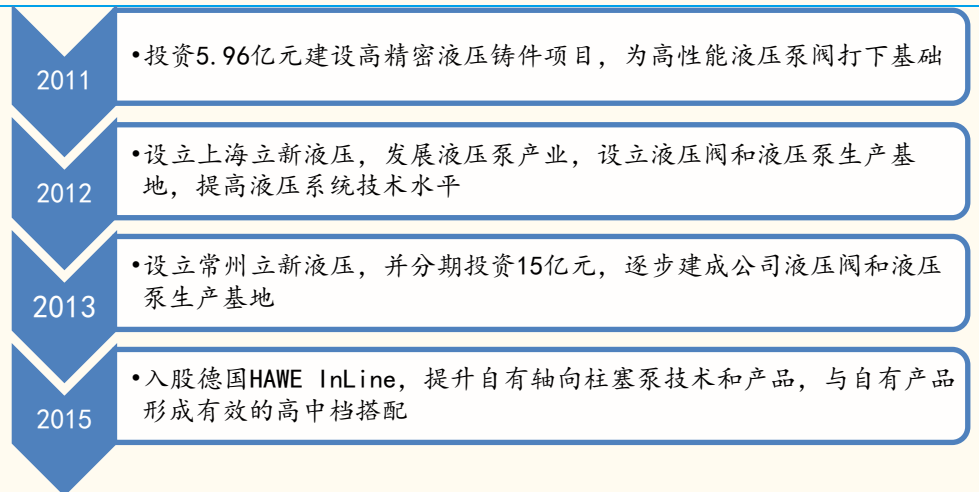
图表 30: 公司泵阀项目新增产能情况

| 项目 | 预计产能 | 投资金额 | 项目进展 |
|--------------|-------|-----------------------------------|---------------------|
| 年产通用高性能液压控制阀 | 199万件 | 6亿元（公司和上海立新按出资比例分期投入）+9亿元（常州立新筹集） | 2015年批量投产，2017年全面达产 |
| 电液比例伺服阀 | 1万件 | | |
| 挖掘机用高压柱塞泵 | 2万件 | | |
| 液压多路阀 | 2万件 | | |

来源：国金证券研究所

- 2015年11月，公司与德国液压行业著名企业HAWE集团签订全球战略合作协议，入股专业生产轴向柱塞泵的HAWE Inline公司（目前已通过增资实现全资收购），并以此为契机，开展双方在全球供应链拓展、工业4.0制造技术应用、产品技术研发等方面的深度合作。

图表 31: 公司在液压泵阀的战略布局



来源：国金证券研究所

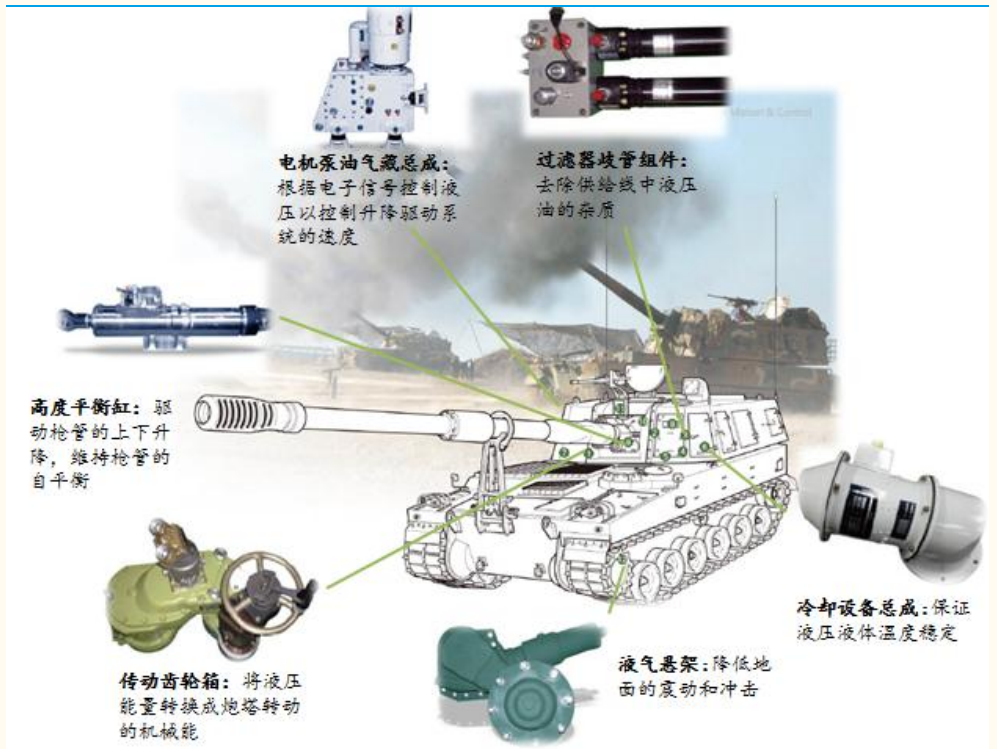
- 2015年底，子公司恒立科技一期泵阀车间逐步投产（截至2016上半年为小批量供货），同时并购与德国HAWE InLine公司战略协同效果显现。2016H1，公司泵阀业务营业收入达到5982万，实现同比大幅增长。
- 预计未来公司将基于液压油缸产品已有的下游客户基础，高效能引流配套泵阀产品，同时依靠德国HAWE InLine的先进技术，打造其泵阀产品在其他机械工程领域品牌形象，逐步形成市场规模。可以预见，泵阀产品达产放量和国产化替代将是公司未来业绩的重大看点。

特种液压空间广阔

液压系统广泛应用于军工设备

- 在传统工程机械领域之外，液压系统还广泛应用于军工领域的炮塔，坦克，以及航空、航天、舰船等各类设备。
 - 炮塔作为常见的弹丸设计武器，是坦克、舰船、轰炸机上必不可少的装备，而炮塔的正常工作（如弹药填装、炮筒瞄准、炮架制退等过程）离不开液压系统的配合。

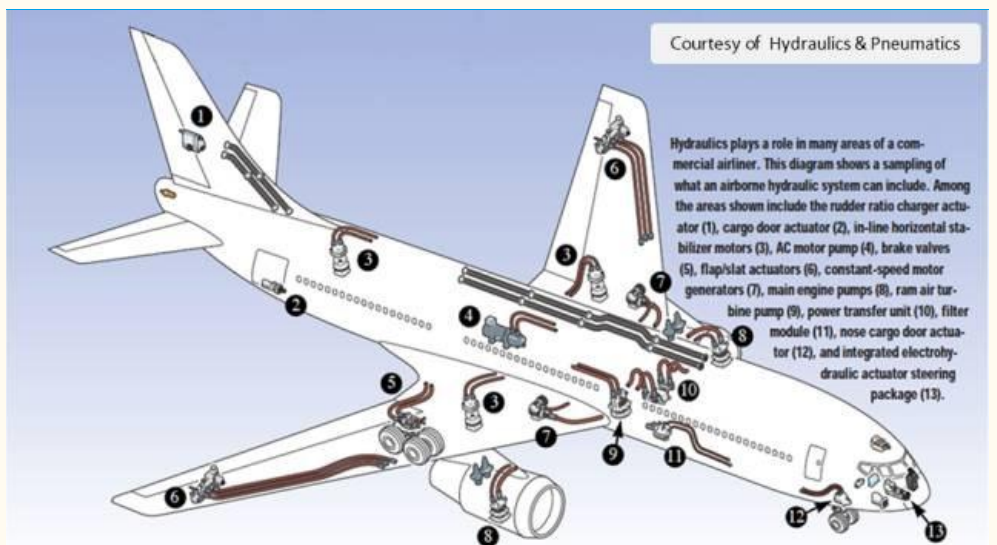
图表 32：坦克炮塔液压系统构成



来源：Doosan，国金证券研究所

- 航空航天也是液压系统应用的重要领域，一般飞机上，主飞行控制、襟翼/前缘缝翼驱动、起落架、前轮转弯操纵、紧急液压驱动发电机等均需要专用的液压系统。

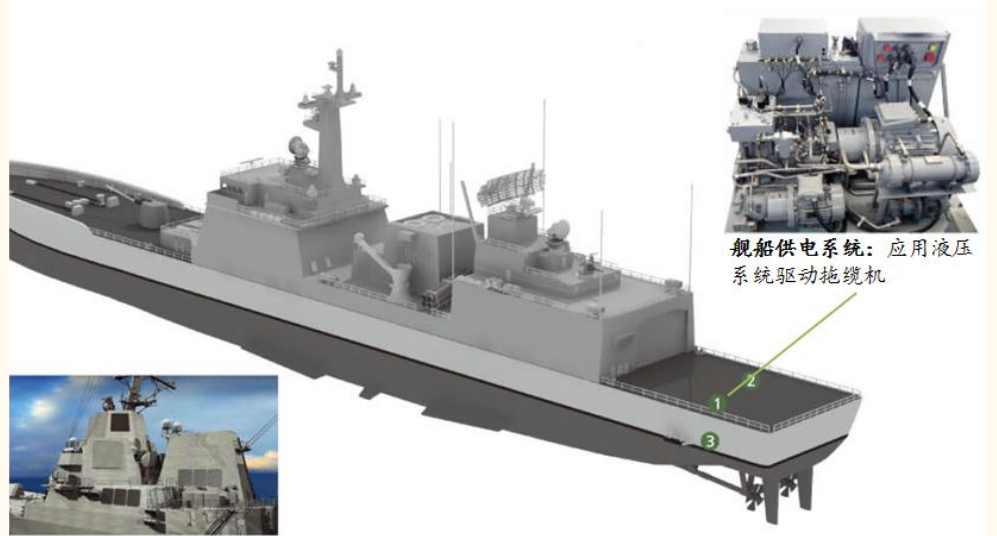
图表 33：商用飞机液压系统



来源：iHydrostatics，国金证券研究所

- 此外，舰船上动力系统（柴油机转速调节）及供电设备也常用到液压控制。

图表 34：舰船供电用液压系统



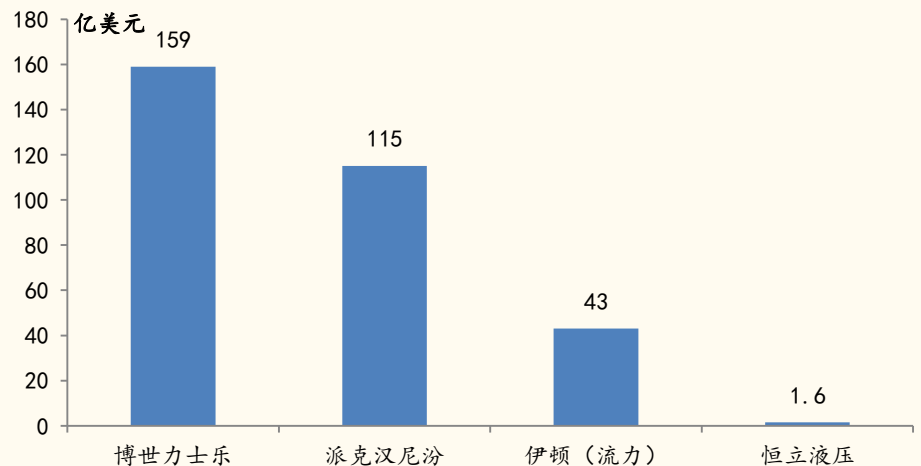
来源：Doosan，国金证券研究所

- 事实上，在欧美发达国家，液压系统工业产值约占机械工业产值的 3%，其中很大的需求量都来自航空航天和军方；根据相关统计，我国的相应占比只有 0.18% 左右，主要是由于在机械工程发展初期，我国“重主机、轻配套”，导致了液压行业起步较晚，高端产品供给严重不足，目前用在空天、军事领域的核心液压部件仍存在严重的进口依赖。
- 未来，航空航天和船舶军工领域的液压系统进口替代是大势所趋，相比市场空间日渐饱和的机械工程领域，这块市场蛋糕无疑更加诱人；而对国产品牌来说，谁能最早发展出高端可靠、成系统的高端液压产品，谁便可以在这块市场上确立先发优势。

多样化和全套配件供应能力至关重要

- 从全球范围来看，顶尖的液压系统供应商博世力士乐、派克汉尼汾、伊顿等，每年液压相关营收均超百亿美元（伊顿 2015 年收入 209 亿美元，下图仅统计了其流力相关业务），展示了巨大的市场空间。而要实现亿级（目前的恒立液压）到百亿级巨头的目标，发展多样化、甚至全套液压系统配件是必经之路。

图表 35：全球液压系统供应商收入规模（2015 年单位：亿美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 博世力士乐（Bosch Rexroth）创建于 1795 年，最初为一家水力驱动的锻铁作坊。1952 年，力士乐公司开始生产标准化液压元件和液压装路。20 年后，公司推出首套液压伺服阀，自此之后便一直坚持高端化的发展战略。1976 年，力士乐收购 Brueninghaus 有限公司，承接了其轴向柱塞泵和马达的生产；此后，力士乐由液压阀生产商逐步向液压系统提供商过渡。2001 年，力士乐与博世自动化技术公司合并，博世力士乐股份公司成立。目前，博世力士乐已成为为各类机械和系统设备提供安全、精准、高效以及高性价比的传动与控制技术，同时提供各种液压、电子传动与控制、气动、齿轮、线性传动及组装技术的一站式服务商。
- 派克汉尼汾（Parker Hannifin）起步于美国汽车工业和航空航天业发展的黄金时代，其最初业务是为航空业提供接头、连接器和阀门等产品。1957 年，Parker 收购 Hannifin Company，推出新的汽缸和阀门产品。1978 年，公司收购著名飞行控制设备生产商 Berteau Corporation，并在之后的 10 年间完成了 36 桩并购，成功切入液压、气动和电动三个技术领域。1980 年，Parker 收购 Ermeto Armaturen GmbH（著名液压接头和阀门制造商），填补相关领域空白；通过随后几次并购，派克汉尼汾成功成长为全球运动和运动控制领域最大、产品种类最完备的公司，也是唯一一家为客户提供液压、气动和机电一体化运动控制方案的制造商。
- 伊顿（Eaton）公司创始于 1911 年，最初为汽车零部件供应商，从最初单一业务到扩张成为电气、宇航和液压等市场的领先动力管理解决方案提供商，伊顿的成长之路同样跟各类并购密不可分。目前，伊顿公司已成为涵盖电源品质、输配电及控制系统，工业设备、移动工程机械、商用和军用航空航天液压、燃油和气动系统，卡车、汽车性能、安全及动力传输系统等多方面业务的综合动力管理公司。

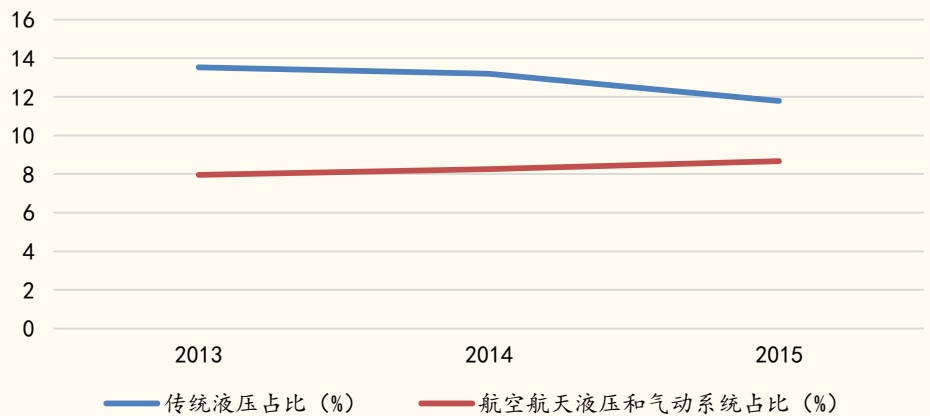
图表 36：伊顿液压业务并购历程

| 时间 | 并购公司 | 并购业务 | 并购效果 |
|------|---------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 1930 | Wilcox-Rich | 发动机阀门 | 进入重型飞机发动机行业，阀门产量提高 2 倍 |
| 1970 | Char-Lynn | 液压发动机 | 进入农业和工业设备行业 |
| 1999 | Aeroquip-Vickers | 液压泵、气门和控制装置和革命性的用于飞机刹车的软管接头 | 增强伊顿的液压业务，大大提升公司航天控制业务的市场地位 |
| 2005 | Cobham, PerkinElmer | 流体和空气业务液压 | 开拓宇航业务 |
| 2009 | Argo-Tech | 航空航天发动机燃油泵 | 进入高性能航空航天液压行业 |

来源：公司年报，国金证券研究所

- 值得注意的是，伊顿的传统液压业务自 2013 年起承压，公司着力发展航空航天液压业务，与美国军方合作日趋紧密，实现了该项目收入、利润逐年增长。2016 年，伊顿披露其航空航天液压和气动系统获得 F-35 战机和空客 A-350 共计 3.7 亿美元的订单，为其带来持续增长动力。





图表 37: 伊顿液压分板块营收占比



来源: 国金证券研究所

- 如今, 伊顿的液压元件被广泛应用在航天液压发电、流体分配原件及系统等方面。伊顿的航空航天液压系统包括高压发动机驱动泵、电机驱动发电机、交直流电机驱动泵、液压动力传输单元、流体控制部件、以及各类流体分配软管、油管、配件、中继器等。

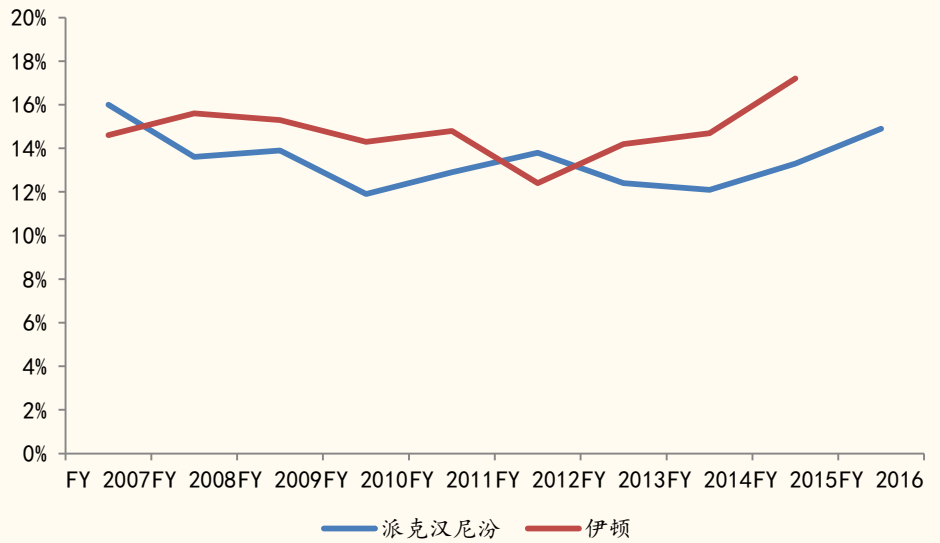
图表 38: 伊顿航空航天液压产品列举

| 液压电机驱动发电机 | 液压马达 |
|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  |
| 液压动力传输单元 | 液压泵 |
|  |  |

来源: 国金证券研究所

- 对比液压系统巨头不难发现, 从单一产品延伸至全套系统、从产品供应至配套服务, 几乎是规模扩张的必由之路, 定位高端、外延并购是切实有效的战略和手段。同时, 液压系统与军品关系密切, 航空航天液压系统的市场空间和利润水平均非常可观。

图表 39: 派克和伊顿航空航天液压产品毛利率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

全套液压系统供应商初见端倪

- 目前, 恒立液压已开始由挖掘机专用油缸向多种类型油缸 (非标准)、由单一油缸产品到多种液压配件 (泵阀) 供应商的逐步转变, 在成为全套液压系统供应商之路上步步为营。
 - 2016 年 2 月, 公司公告通过全资子公司江苏恒立液压有限公司设立全资孙公司江苏恒航液压技术有限公司 (“恒航液压”), 业务范围主要面向航空、航天、船舶等行业专用设备的高端液压元件和系统领域。根据规划, 恒航液压的主要产品将能够实现进口替代、填补国内空白。
 - 2016 年 8 月, 恒航液压获批成为三级军工保密资格单位。公司进入军工相关液压行业的第一道障碍已扫除, 未来在军工领域的业务拓展将值得期待。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我国工程机械总量今年出现低基数下回暖，公司作为挖掘机专用油缸龙头供应商有望直接受益。按照下游市场逐步探底回升，同时公司坚持高端定位、市场占有率持续提升，我们预计 2016-2018 年公司挖掘机专用油缸业务增速将达 2%/12%/15%，毛利率逐年小幅提升。
- 重型装备用非标准油缸领域，公司将持续受益盾构需求增长和进口替代推进，预计 2016-2018 年能够实现 8%/25%/20%同比增速。
- 随着公司液压泵阀项目落地，今年下半年该业务有望实现放量增长，未来达产率提升及液压系统配套需求将促进泵阀业务持续增长，预计 2016 年公司液压泵阀将实现 1.5 亿收入，2017-2018 年增速在 50%/30%。
- 公司全资孙公司目前已获军工保密单位资质，未来两年公司与军方合作有望加速落地，以特种液压产品为主的“其他业务”有望实现超预期增速。
- 公司的投资收益和营业外收支主要来自理财项目收益及政府补助列转，预计未来三年公司资金实力将继续维持稳健。

投资建议

- 恒立液压是我国液压油缸的龙头供应商。公司在传统挖掘机专用油缸市场已占据半壁江山，近年来在重型装备用非标准油缸市场拓展卓有成效，同时，公司液压泵阀产品逐步开始放量，在军工领域的业务拓展也初见端倪。考虑到今年起公司传统业务企稳回升，募投项目逐步放量，新业务前景广阔。我们认为，今年下半年将是公司业绩触底反弹的拐点，同时公司未来增长空间广阔。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 18 元目标价位，相当于 127.66 倍 16PE 和 74.07 倍 17PE，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险

- 泵阀项目达产进展不及预期；
- 公司军工项目进程不及预期。

图表 40：分产品盈利预测

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 1133 | 1045 | 1230 | 1093 | 1088 | 1366 | 1803 | 2287 |
| 产品 | 1133 | 1043 | 1226 | 1084 | 1074 | 1348 | 1767 | 2200 |
| 挖掘机专用油缸 | 887 | 728 | 750 | 559 | 407 | 415 | 465 | 535 |
| 重型装备用非标准油缸 | 236 | 285 | 327 | 415 | 516 | 556 | 695 | 835 |
| 液压泵阀 | | | | 4 | 3 | 154 | 232 | 301 |
| 元件与液压成套装置 | | 18 | 137 | 80 | 81 | 77 | 85 | 94 |
| 油缸配件 | 9 | 12 | 11 | 26 | 67 | 145 | 291 | 436 |
| 其他业务 | 1 | 2 | 4 | 9 | 14 | 18 | 35 | 88 |
| 营收增速 | | -7.79% | 17.66% | -11.10% | -0.52% | 25.59% | 31.97% | 26.89% |
| 产品 | | -7.92% | 17.52% | -11.57% | -0.93% | 25.58% | 31.08% | 24.45% |
| 挖掘机专用油缸 | | -17.91% | 3.02% | -25.49% | -27.17% | 1.96% | 12.00% | 15.00% |
| 重型装备用非标准油缸 | | 20.51% | 14.74% | 27.00% | 24.19% | 7.91% | 25.00% | 20.00% |
| 液压泵阀 | | | | | -20.78% | 4961.64% | 50.00% | 30.00% |
| 元件与液压成套装置 | | | 657.96% | -41.80% | 1.13% | -4.20% | 10.00% | 10.00% |
| 油缸配件 | | 28.12% | -2.90% | 129.02% | 158.53% | 115.82% | 100.00% | 50.00% |
| 其他业务 | | 177.38% | 80.26% | 125.95% | 46.15% | 26.39% | 100.00% | 150.00% |
| 毛利率 | 43.40% | 38.84% | 34.21% | 24.60% | 21.23% | 21.63% | 23.93% | 25.94% |
| 产品 | 43.36% | 38.71% | 34.17% | 24.37% | 20.55% | 20.94% | 23.42% | 25.38% |
| 挖掘机专用油缸 | 43.75% | 40.64% | 36.74% | 28.16% | 25.17% | 25.00% | 26.00% | 29.00% |
| 重型装备用非标准油缸 | 42.52% | 34.37% | 27.71% | 19.76% | 18.63% | 18.00% | 19.00% | 20.00% |
| 液压泵阀 | | | | | | 20.00% | 22.50% | 25.00% |
| 元件与液压成套装置 | | 35.70% | 35.55% | 22.67% | 16.73% | 19.32% | 22.00% | 23.00% |
| 油缸配件 | 27.04% | 29.20% | 34.37% | 22.54% | 21.11% | 29.87% | 31.00% | 32.00% |
| 其他业务 | 100.00% | 95.71% | 45.48% | 51.42% | 74.33% | 74.70% | 50.00% | 40.00% |

来源：公司年报，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 1,230 | 1,093 | 1,088 | 1,366 | 1,803 | 2,287 | 货币资金 | 705 | 436 | 656 | 300 | 300 | 512 |
| 增长率 | | -11.1% | -0.5% | 25.6% | 32.0% | 26.9% | 应收款项 | 387 | 397 | 532 | 489 | 617 | 748 |
| 主营业务成本 | -809 | -824 | -857 | -1,060 | -1,371 | -1,694 | 存货 | 417 | 459 | 436 | 523 | 657 | 766 |
| %销售收入 | 65.8% | 75.4% | 78.8% | 77.6% | 76.1% | 74.1% | 其他流动资产 | 516 | 405 | 494 | 457 | 473 | 479 |
| 毛利 | 421 | 269 | 231 | 306 | 431 | 593 | 流动资产 | 2,024 | 1,697 | 2,116 | 1,769 | 2,048 | 2,505 |
| %销售收入 | 34.2% | 24.6% | 21.2% | 22.4% | 23.9% | 25.9% | %总资产 | 52.5% | 41.8% | 45.0% | 40.5% | 46.4% | 53.6% |
| 营业税金及附加 | -6 | -7 | -9 | -11 | -15 | -19 | 长期投资 | 0 | 0 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 固定资产 | 1,591 | 1,990 | 2,081 | 1,934 | 1,682 | 1,473 |
| 营业费用 | -42 | -54 | -59 | -68 | -90 | -114 | %总资产 | 41.3% | 49.0% | 44.3% | 44.2% | 38.1% | 31.5% |
| %销售收入 | 3.4% | 4.9% | 5.4% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 无形资产 | 229 | 273 | 273 | 430 | 436 | 442 |
| 管理费用 | -170 | -172 | -195 | -219 | -270 | -343 | 非流动资产 | 1,830 | 2,362 | 2,584 | 2,601 | 2,362 | 2,168 |
| %销售收入 | 13.8% | 15.7% | 17.9% | 16.0% | 15.0% | 15.0% | %总资产 | 47.5% | 58.2% | 55.0% | 59.5% | 53.6% | 46.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 203 | 36 | -32 | 8 | 56 | 117 | 资产总计 | 3,854 | 4,059 | 4,701 | 4,370 | 4,410 | 4,673 |
| %销售收入 | 16.5% | 3.3% | n.a | 0.6% | 3.1% | 5.1% | 短期借款 | 0 | 54 | 508 | 196 | 10 | 0 |
| 财务费用 | 20 | 8 | 32 | -7 | -3 | 6 | 应付款项 | 209 | 287 | 245 | 331 | 436 | 541 |
| %销售收入 | -1.6% | -0.7% | -3.0% | 0.5% | 0.2% | -0.3% | 其他流动负债 | 47 | 50 | 62 | 76 | 96 | 111 |
| 资产减值损失 | 0 | -3 | -17 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 256 | 391 | 815 | 603 | 541 | 652 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 3 | 8 | 205 | 205 | 205 | 205 |
| 投资收益 | 9 | 14 | 35 | 40 | 50 | 60 | 其他长期负债 | 123 | 181 | 175 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 3.3% | 12.6% | 46.7% | 37.9% | 27.3% | 22.0% | 负债 | 382 | 580 | 1,195 | 808 | 746 | 857 |
| 营业利润 | 231 | 54 | 18 | 41 | 103 | 183 | 普通股股东权益 | 3,434 | 3,444 | 3,473 | 3,533 | 3,639 | 3,797 |
| 营业利润率 | 18.8% | 4.9% | 1.7% | 3.0% | 5.7% | 8.0% | 少数股东权益 | 38 | 36 | 33 | 29 | 25 | 19 |
| 营业外收支 | 28 | 54 | 57 | 65 | 80 | 90 | 负债股东权益合计 | 3,854 | 4,059 | 4,701 | 4,370 | 4,410 | 4,673 |
| 税前利润 | 259 | 108 | 75 | 106 | 183 | 273 | | | | | | | |
| 利润率 | 21.1% | 9.9% | 6.9% | 7.7% | 10.2% | 11.9% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -37 | -19 | -14 | -20 | -35 | -52 | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税率 | 14.3% | 17.5% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 222 | 89 | 61 | 86 | 148 | 221 | 每股收益 | 0.351 | 0.146 | 0.101 | 0.141 | 0.243 | 0.361 |
| 少数股东损益 | 1 | -3 | -3 | -3 | -5 | -6 | 每股净资产 | 5.451 | 5.466 | 5.512 | 5.608 | 5.776 | 6.026 |
| 归属于母公司的净利润 | 221 | 92 | 64 | 89 | 153 | 227 | 每股经营现金净流 | 0.402 | 0.400 | 0.256 | 0.391 | 0.056 | 0.191 |
| 净利率 | 18.0% | 8.4% | 5.8% | 6.5% | 8.5% | 9.9% | 每股股利 | 0.130 | 0.056 | 0.060 | 0.045 | 0.075 | 0.110 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 6.45% | 2.67% | 1.83% | 2.52% | 4.21% | 5.98% |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 总资产收益率 | 5.74% | 2.26% | 1.35% | 2.04% | 3.47% | 4.86% |
| 净利润 | 222 | 89 | 61 | 86 | 148 | 221 | 投入资本收益率 | 5.00% | 0.84% | -0.61% | 0.17% | 1.17% | 2.36% |
| 非现金支出 | 105 | 131 | 170 | 151 | 156 | 163 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | -30 | -31 | -61 | -80 | -115 | -139 | 主营业务收入增长率 | 17.66% | -11.10% | -0.52% | 25.59% | 31.97% | 26.89% |
| 营运资金变动 | -44 | 62 | -7 | 90 | -154 | -124 | EBIT 增长率 | -23.68% | -82.25% | -188.25% | -125.58% | 590.49% | 108.64% |
| 经营活动现金净流 | 253 | 252 | 161 | 247 | 35 | 120 | 净利润增长率 | -19.56% | -58.49% | -30.89% | 40.28% | 71.85% | 48.33% |
| 资本开支 | -566 | -500 | -221 | -101 | 163 | 121 | 总资产增长率 | 1.03% | 5.33% | 15.80% | -7.03% | 0.91% | 5.96% |
| 投资 | -252 | 0 | -386 | 0 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 33 | 30 | 43 | 40 | 50 | 60 | 应收账款周转天数 | 69.0 | 72.7 | 72.1 | 72.0 | 70.0 | 68.0 |
| 投资活动现金净流 | -785 | -470 | -564 | -61 | 213 | 181 | 存货周转天数 | 169.1 | 193.9 | 190.5 | 180.0 | 175.0 | 165.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 81.6 | 74.8 | 72.1 | 70.0 | 73.0 | 75.0 |
| 债权募资 | 3 | 39 | 645 | -486 | -186 | -10 | 固定资产周转天数 | 388.4 | 513.3 | 543.6 | 420.3 | 307.9 | 233.3 |
| 其他 | -101 | -106 | -12 | -55 | -62 | -79 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -98 | -67 | 634 | -541 | -248 | -89 | 净负债/股东权益 | -20.22% | -10.73% | 1.63% | 2.85% | -2.31% | -8.04% |
| 现金净流量 | -630 | -285 | 231 | -356 | 0 | 212 | EBIT 利息保障倍数 | -10.2 | -4.7 | 1.0 | 1.1 | 20.0 | -19.0 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 9.92% | 14.29% | 25.43% | 18.49% | 16.93% | 18.35% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD