

日期: 2017年3月24日
行业: 机械设备-通用设备

挖掘机油缸供不应求，液压泵阀 市场潜力无限



分析师: 邵锐
Tel: 021-53686137
E-mail: shaorui@shzq.com
SAC 证书编号: S0870513050001
研究助理: 倪瑞超
Tel: 021-53686179
E-mail: niruichao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116070010

基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	16.30
12mth 股价格区间 (元)	10.32-17.17
总股本/流通股本 (亿股)	6.30/6.30
总市值/流通市值 (亿元)	102.69/102.69

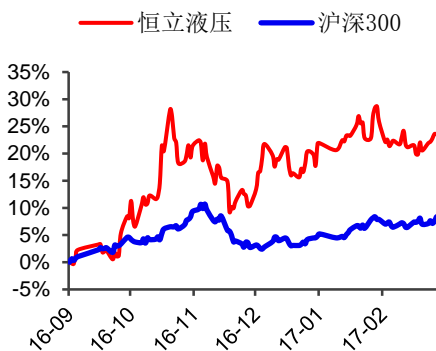
主要股东 (最新)

常州恒屹流体科技有限公司	42.00%
申诺科技(香港)有限公司	18.75%
江苏恒立投资有限公司	14.25%

收入结构 (2016H1)

挖掘机专用油缸	39.46%
重型装备用非标油缸	39.20%
元件与液压成套装置	6.31%
液压泵阀	10.14%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



数据来源: WIND

报告编号: NRC17-CT13

首次报告日期: 2017年3月24日

相关报告: 无

核心观点

挖掘机油缸供不应求

公司作为国内挖掘机油缸的龙头，在挖掘机油缸市场占有率达 50%，基本囊括了所有一线挖掘机品牌。公司目前也在积极向全球挖掘机龙头供应其全球采购（卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田建机等）。受益于中国国内挖掘机销量的回升，公司挖掘机油缸供不应求，上半年产能已经排完。**挖掘机 2017 年 1/2 月份分别销售 4548/14530 台，同比分别增长 54.17%/297.65%。3 月份根据我们的草根调研，行业销量同比增长大概率 50%以上，个别厂家 100%增长。**

重型装备用非标油缸订单应接不暇

公司目前的重型装备用非标油缸主要应用于包括盾构机、高端海工海事、特种车辆（高空作业平台）等。**2015 年公司盾构机专用油缸在中国国内市场占有率超过 70%，，产品远销美国、欧洲、日本、澳大利亚等国家。（根据数据 2012/2013/2014/2015 年国内盾构机生产台数为：141/164/198/231 台，同比分别增长 16%/21%/17%/。世界盾构机 2012/2013/2014/2015 年生产台数为 883/927/988/1074 台。）**根据中国船舶工业经济与市场研究中心 2016 年全球共成交各类海洋工程装备 52.3 亿美元，移动钻井平台、移动生产平台和海洋工程船成交额分别为 10.0 亿美元、6.1 亿美元和 36.2 亿美元。

根据以前的数据，公司的重型装备用非标油缸基本每年保持 20% 的增速，成为挖掘机油缸收入下降以后公司收入的主要增长来源。公司重型装备用非标油缸应用领域广泛，公司重型装备用非标油缸订单应接不暇，未来有望继续保持 20% 左右的增速。

液压泵阀系统市场潜力无限

公司未雨绸缪进入市场更加广阔的液压泵阀系统，目前主要配套相关的挖掘机主机厂。从 2014 年开始小批量供货，2016 年液压泵阀销售开始放量，2017 年大概率放量增长，将成为公司收入快速增长的重要来源。液压件最主要的是液压油缸、液压泵、液压阀三类产品。**2016 年中国液压件市场容量约 580 亿元，至 2021 年市场容量有望提升至 759 亿元，市场容量进一步扩大。**

随着销量的上升，公司的财务状况有望改善

公司利用超募资金，分别投资了液压泵阀和液压铸件项目，这两个项目陆续投入使用，转为固定资产。但目前其实际销量较低，产能利用率低，导致了公司每年固定资产折旧较高，2014/2015/2016上半年固定资产折旧分别高达1.21/1.45/0.80亿元，进而导致公司的毛利率和净利率持续下滑。未来随着产品销量的放量，公司的利润率有望得到改善。按照我们的预测未来净利率有望回升到10%左右。不排除公司利润率改善超预期的可能。

■ **风险提示:** 挖掘机销量增速回落、泵阀市场开拓不及预期、财务状况未有明显改善

■ 投资建议

我们预测公司2016/2017/2018年销售收入为14.70亿元、19.04亿元、23.97亿元，归属母公司净利润0.91亿元、1.38亿元、2.28亿元，EPS为0.14元、0.22元、0.36元。对应的PE为112.8倍、74.5倍、45.1倍。

公司作为液压油缸的优秀制造企业，目前虽然估值较高，未来有望随着液压泵阀放量，估值回到合理区间，不排除未来业绩超预期的可能。首次覆盖，给予公司“谨慎增持”评级，给予公司2018年50倍PE，目标价：18.07元。

表 1 公司盈利预测结果

区分	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入：百万	1087.59	1469.98	1903.53	2396.91
增长率 YOY	-0.52%	35.16%	29.49%	25.92%
归属母公司股东净利润：百万	63.51	91.02	137.87	227.70
增长率 YOY	-30.89%	43.31%	51.47%	65.15%
EPS(元)	0.10	0.14	0.22	0.36
PE(倍)	161.7	112.8	74.5	45.1

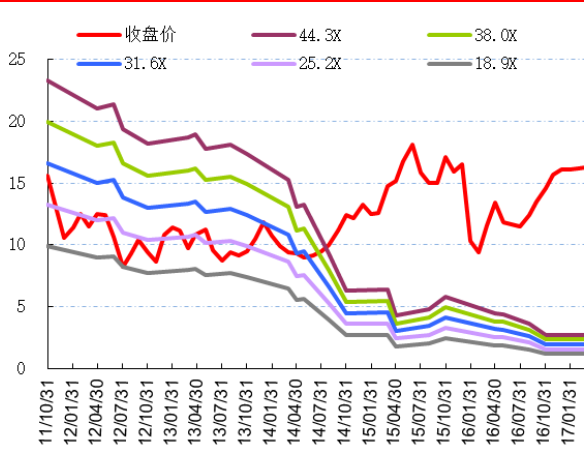
数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/3/24）

表 2 主要工程机械公司估值对比

公司	股价 (元)	EPS(元)				PE(倍)			
		2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
中联重科	4.89	0.01	-0.04	0.10	0.15	449.0	-127.3	48.2	32.0
徐工机械	4.18	0.01	0.03	0.07	0.10	578.9	141.2	63.9	43.9
柳工	9.44	0.02	0.04	0.17	0.23	498.4	256	55.6	40.6
三一重工	7.61	0.02	0.04	0.20	0.30	420.5	197.2	37.9	25.3
恒立液压	16.30	0.10	0.13	0.24	0.34	161.7	112.8	74.5	45.1

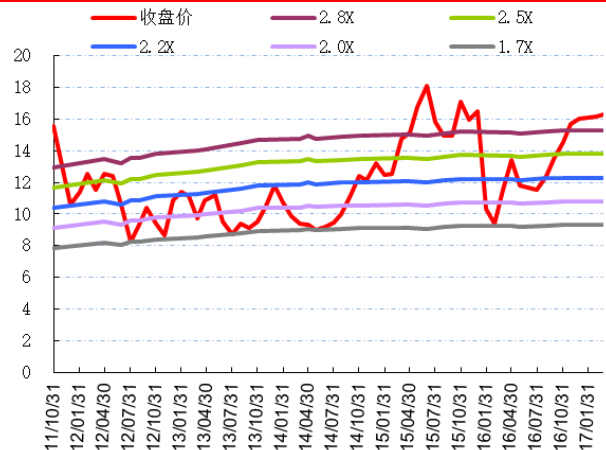
数据来源：柳工、恒立液压上海证券研究所预测，其他来自WIND一致预期（截止到2017/3/24）

图 1 恒立液压历史 PE



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 2 恒立液压历史 PB



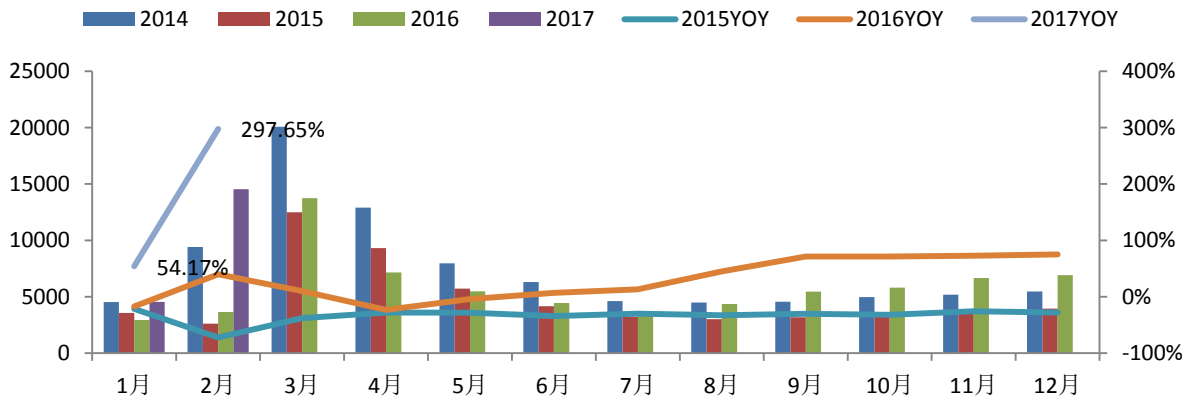
数据来源: WIND 上海证券研究所

表 3 盈利预测基本假设

区分		2015A	2016E	2017E	2018E
挖掘机专用油缸	收入: 百万	407.03	508.79	661.42	793.71
	YOY	-27.17%	25.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	25.17%	24.00%	27.00%	28.00%
重型装备用非标油缸	收入: 百万	515.56	618.67	773.34	966.68
	YOY	24.19%	20%	25%	25%
	毛利率	18.63%	19.00%	20.00%	22.00%
元件与液压成套装置	收入: 百万	80.75	80.00	100.00	125.00
	YOY	1.13%	-1%	25%	25%
	毛利率	16.73%	18%	20%	21%
油缸配件	收入: 百万	67.32	87.52	113.77	136.52
	YOY	158.53%	30.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	21.11%	23.00%	23.00%	23.00%
液压泵阀	收入: 百万	3.05	160	240.00	360.00
	YOY	-20.78%	5146%	50%	50%
	毛利率	-182.81%	15%	18%	20%
其他业务收入	收入: 百万	13.88	15.00	15.00	15.00
	收入: 百万	1087.59	1469.98	1903.53	2396.91
合计	YOY	-0.52%	35.16%	29.49%	25.92%
	毛利率	21.23%	21.00%	22.75%	23.99%
	金额: 百万	194.59	220.50	266.49	311.60
管理费用	管理费用率	17.89%	15.00%	14.00%	13.00%
	金额: 百万	59.11	66.15	76.14	83.89
销售费用	销售费用率	5.44%	4.50%	4.00%	3.50%

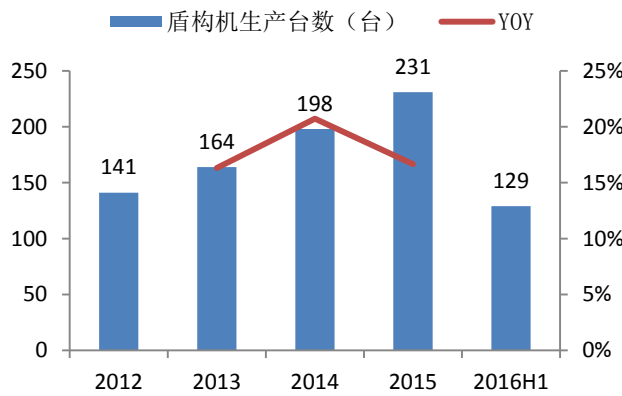
数据来源: WIND 上海证券研究所预测 (截止到 2017/3/24)

图 3 挖掘机销量连续高增长



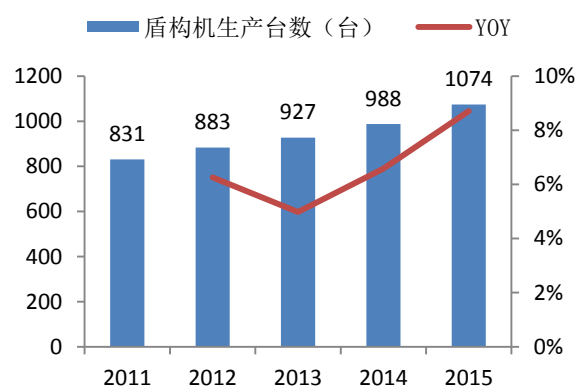
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 4 国内盾构机生产台数



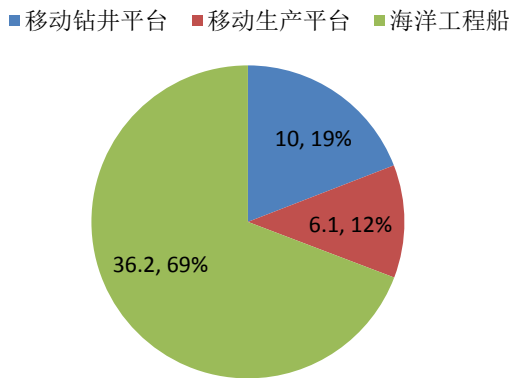
数据来源: 立木信息咨询 上海证券研究所

图 5 世界盾构机生产台数



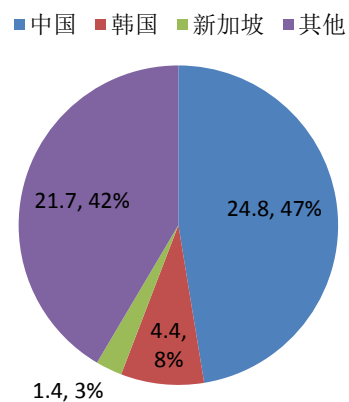
数据来源: 智研数据中心 上海证券研究所

图 6 2016 年全球海洋工程装备市场



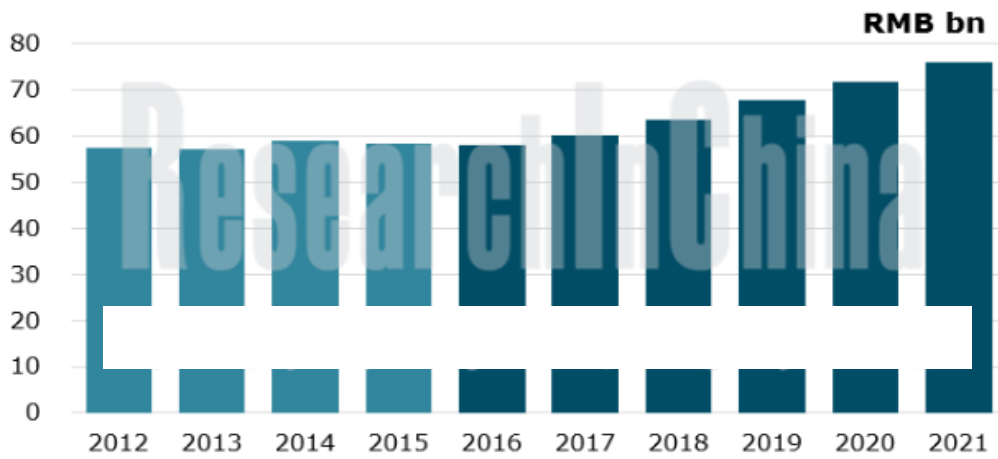
数据来源: 中国船舶工业经济与市场研究中心 上海证券研究所

图 7 2016 年全球海洋工程装备市场



数据来源: 中国船舶工业经济与市场研究中心 上海证券研究所

图 8 中国液压件市场规模



数据来源：水清木华研究中心 上海证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	429	15	148	187
存货	436	788	776	1,162
应收账款及票据	557	483	584	743
其他	464	460	460	460
流动资产合计	1,886	1,745	1,968	2,552
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,620	1,862	1,831	1,600
在建工程	461	200	0	0
无形资产	266	258	251	244
其他				
非流动资产合计	2,578	2,551	2,312	2,073
资产总计	4,464	4,296	4,279	4,625
短期借款	489	64	0	0
应付账款及票据	201	380	363	558
其他	63	98	96	134
流动负债合计	753	542	458	692
长期借款和应付债券	205	205	205	205
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	205	205	205	205
负债合计	958	747	664	897
少数股东权益	33	31	29	27
股东权益合计	3,506	3,549	3,616	3,728
负债和股东权益总计	4,464	4,296	4,279	4,625

现金流量表（单位：百万元）

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	26	19	52	127
折旧和摊销	152	224	241	241
营运资本变动	(7)	(60)	(110)	(312)
经营活动现金流	128	207	197	68
资本支出	224	200	4	5
投资收益	35	44	57	72
投资活动现金流	(564)	(130)	80	93
	0			
股权融资		0	0	0
负债变化	645	(425)	(64)	0
股息支出	51	67	81	122
融资活动现金流	605	(492)	(144)	(122)
净现金流	198	(415)	133	39

利润表（单位：百万元）

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,088	1,470	1,904	2,397
营业成本	857	1,161	1,470	1,822
营业税金及附加	9	12	15	19
营业费用	59	66	76	84
管理费用	195	220	266	312
财务费用	(32)	(15)	12	8
资产减值损失	17	3	2	2
投资收益	35	44	57	72
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	18	66	119	222
营业外收支净额	57	31	31	31
利润总额	75	97	150	253
所得税	14	8	14	27
净利润	61	89	136	226
少数股东损益	(3)	(2)	(2)	(2)
归属母公司股东净利润	64	91	138	228

财务比率分析

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入增长率	-0.52%	35.16%	29.49%	25.92%
EBITDA 增长率	2.51%	51.29%	17.52%	24.81%
EBIT 增长率	-20.35%	60.27%	36.32%	61.59%
净利润增长率	-32.08%	46.83%	52.63%	66.11%
毛利率	21.23%	21.00%	22.75%	23.99%
EBITDA/总收入	20.81%	23.30%	21.14%	20.96%
EBIT/总收入	6.79%	8.06%	8.48%	10.88%
净利润率	5.57%	6.06%	7.14%	9.42%
资产负债率	21.47%	17.39%	15.51%	19.39%
流动比率	2.50	3.22	4.29	3.69
速动比率	1.31	0.92	1.60	1.34
总资产回报率 (ROA)	1.66%	2.76%	3.77%	5.64%
净资产收益率 (ROE)	1.83%	2.59%	3.84%	6.15%
EV/营业收入	9.5	7.1	5.3	4.2
EV/EBITDA	45.8	30.3	25.3	20.2
PE	161.7	112.8	74.5	45.1
PB	3.0	2.9	2.9	2.8

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/3/24）

分析师承诺

邵锐 倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。