



买入

52% ↑

目标价格:人民币 32.80

601100.CH

价格:人民币 21.46

目标价格基础:40倍 18年市盈率

板块评级:未有评级

恒立液压

高端液压件进口替代唯一标的

公司是国内液压行业的龙头企业，具有明显的技术优势和领先的市场地位。受益于国家对基础设施建设投资，下游工程机械行业复苏，液压件需求量大幅提升。公司多年来深耕高端液压件领域，在高压油缸成功占领市场后，加大对其他高端液压件如液压泵阀等的研发力度，有望重复油缸产品的成功路径：研发-市场导入-持续改进-市占率提高，泵阀新产品有望借助此轮下游行业复苏，迅速导入并占领液压泵阀市场、实现高端液压件的国产化。通过国内外公司并购，进一步丰富产品线，向液压系统集成商转变。我们给予买入的首次评级，目标价格 32.80 元。

支撑评级的要点

- **内生+外延向液压系统集成商转变：**恒立液压 2011 年起对内投资扩大高端液压件研发和生产规模，对外并购具有多年泵阀等研发、生产经验的上海立新和 Hawe-Inline 公司。恒立液压攻克技术含量更高的液压元件，布局液压泵阀、马达等高端液压件领域，产品不断丰富，由单一油缸产品向液压系统集成商转变。
- **工程机械板块复苏，泵阀顺势拓展市场：**下游工程机械产业在持续低迷后走向全面复苏，2017 年国内挖机销量有望超过 12 万台，其油缸市场规模超过 20 亿、液压泵阀规模达 60 亿。经过在高端液压件领域多年的深耕，公司的液压泵阀产品有望复制油缸成功路径，把握产业爆发式增长造成的供需不均衡的机会迅速占领市场，实现高端液压件的国产化。
- **技术持续革新，产品利润大幅提升：**近 5 年来公司的研发投入居高不下，组建专业研发团队，产品获得多项专利。预计随着工艺的不断改进，产品成本将进一步降低，供不应求的市场状态保障公司价格的谈判能力，公司产品的毛利率和净利率将呈上升趋势。同时积极开拓旋钻机械、盾构机械、注塑机械、海事海工、和风电设备等下游市场，力争做大做强每一个细分领域。

评级面临的主要风险

- 宏观经济周期性波动风险，市场竞争加剧风险，海外投资与经营风险。

估值

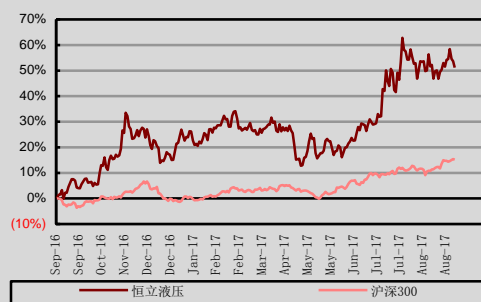
- 预测公司 2017-18 年每股收益为 0.60、0.82 元，对应市盈率为 36、26 倍。考虑到公司成长性和稀缺性，我们给予公司 2018 年 40 倍市盈率，目标价 32.80 元，首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	1,088	1,370	2,620	3,436	4,237
变动(%)	(1)	26	91	31	23
净利润(人民币百万)	58	64	379	519	667
全面摊薄每股收益(人民币)	0.101	0.112	0.601	0.823	1.059
变动(%)	(30.9)	10.8	438.6	36.9	28.6
全面摊薄市盈率(倍)	212.9	192.2	35.7	26.1	20.3
价格/每股现金流量(倍)	84.6	1,836.4	(15.7)	10.8	(39.7)
每股现金流量(人民币)	0.25	0.01	(1.37)	1.99	(0.54)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	131.1	83.9	23.9	16.3	13.2
每股股息(人民币)	0.060	0.066	0.252	0.000	0.000
股息率(%)	0.3	0.3	1.2	n.a.	n.a.

资料来源：公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	36.4	18.0	10.4	53.2
相对上证指数	28.2	16.7	6.1	43.9

发行股数(百万)	630
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	13,520
3个月日均交易额(人民币百万)	45
净负债比率(%) (2017E)	38
主要股东(%)	
常州恒屹流体科技有限公司	42

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 10 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《恒立液压中报预告点评：兼具周期+成长优势，受益下游需求刺激，中报业绩超预期》2017.5.8

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：通用机械

杨绍辉*

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

*陈祥为本报告重要贡献者

目录

工程机械核心零部件系统领航者	5
致力于成为一家高端液压系统集成供应商	5
掌握核心技术，成为液压元件的龙头供应商	5
股权结构集中且稳定	6
公司业绩有望迎来高速增长期	7
国内液压件市场规模、增速及竞争格局	9
液压件分类	9
液压件市场规模分析	10
市场竞争格局：行业集中度高，国产化替代潜力大	11
公司所处的行业地位及液压件业务模式	13
产品：公司由油缸延伸到泵阀产品	13
市场：下游客户多，市场广阔	18
内生+外延，持续研发高端新产品	23
公司业务领域正成功从工程机械渗透到更多领域	25
盾构机用的非标油缸受益于城轨建设高峰	25
涉足高空作业平台液压件	27
风电设备液压系统供应商	28
公司“黑科技”油缸产品，有望应用于海事海工领域	28
注塑机行业，中低端注塑机主要配备液压元件	30
盈利预测与估值	31
风险提示	32
研究报告中所提及的有关上市公司	34

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸为公司主要产品	6
图表 3. 公司股权结构集中.....	6
图表 4. 汪氏家族是公司的实际控制人.....	7
图表 5. 营业收入有望迎来增长周期.....	7
图表 6. 2017 年公司净利润有望实现大幅增长.....	7
图表 7. 公司产品成本下降, 售价提高, 毛利率呈上升趋势.....	8
图表 8. 公司净利率呈上升趋势.....	8
图表 9. 公司产品涵盖液压系统的执行、控制、和动力元件.....	9
图表 10. 液压系统工作原理.....	9
图表 11. 2010 年公司挖掘机专用油缸随挖掘机销量增长而大幅提升	10
图表 12. 公司挖机油缸的下游主要客户和市占率.....	10
图表 13. 2017 年国内挖机油缸市场空间达 30 亿元.....	11
图表 14. 泵阀产品价值量是油缸的 3-4 倍.....	11
图表 15. 全球主流液压件生产企业对比.....	12
图表 16. 液压缸由五个部分组成.....	13
图表 17. 液压缸的分类.....	13
图表 18. 油缸按使用压力分为三类.....	14
图表 19. 挖机中使用三类作用不同的油缸.....	14
图表 20. 液压泵的工作原理.....	15
图表 21. 液压泵的分类和特点.....	16
图表 22. 恒立液压公司液压泵产品.....	16
图表 23. 变量柱塞液压泵的技术难点.....	17
图表 24. 液压阀的分类.....	17
图表 25. 恒立液压阀产品丰富.....	18
图表 26. 下游客户众多, 绑定国内外主流主机厂.....	19
图表 27. 恒立液压与对标公司泵阀产品对比.....	20
图表 28. 挖机油缸的成功路径.....	20
图表 29. 持续布局泵阀产品, 已取得初步效果.....	21
图表 30. 液压泵阀项目的产品方案, 以通用液压控制阀为主.....	21

图表 31. 2016 年液压泵阀进入量产阶段，预期未来将成爆发式增长	22
图表 32. 上海立新主要产品为液压阀和液压集成系统	23
图表 33. Hawe-InLine 的核心产品	24
图表 34. 油缸行业产业链	25
图表 35. 非标油缸收入已超过挖机专用油缸	25
图表 36. 应用于盾构机的油缸和泵阀产品	26
图表 37. 公司盾构机油缸	27
图表 38. 应用于高空作业平台的油缸和泵阀	27
图表 39. 风电设备用油缸	28
图表 40. 国内风力装机容量持续增长	28
图表 41. 公司产品在海事港口应用	29
图表 42. 我国注塑机在塑料成型设备中占比 40%	30
图表 43. 全球注塑机市场竞争格局	30
图表 44. 收入预测	31
图表 45. 工程机械上市公司估值表（万得数据一致预期）	31
损益表(人民币 百万)	33
资产负债表(人民币 百万)	33
现金流量表(人民币 百万)	33
主要比率 (%)	33

工程机械核心零部件系统领航者

致力于成为一家高端液压系统集成供应商

恒立液压是一家主要生产液压系统元件的公司。公司成立于 2005 年，产品包括高压油缸、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。

公司通过内生和外延不断研发新的液压件，由液压油缸供应商向高端液压系统供应商迈进。恒立 2012 年全资收购上海立新公司，该公司拥有多年生产液压阀的技术和品牌信誉，以及成熟的客户群体。2013 年成立江苏恒立液压有限公司（现江苏恒立液压科技有限公司），主要生产液压泵、阀等液压元件。2015 年与德国 HAWE 达成战略合作，并全资收购 HAWE 集团旗下 HAWE-Inline Hydraulic 公司，该公司主要生产轴向柱塞液压泵，这标志着恒立跻身高端液压泵阀生产企业行列，成为液压系统集成供应商之一。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

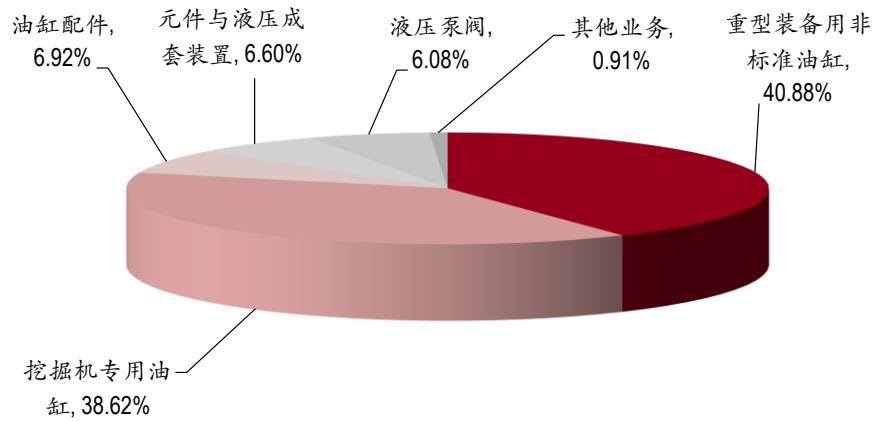
掌握核心技术，成为液压元件的龙头供应商

油缸是公司的拳头产品。公司生产的挖掘机专用油缸是国家产业政策重点支持发展的关键配套件，对打破国外技术壁垒，替代进口有着重大意义。目前公司通过加大研发投入和与高端液压件厂商合作开发的方式，研发并推出液压泵阀等高端液压产品。

目前，挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸为公司主要产品。挖掘机专用油缸生产可根据对应挖掘机吨位（大中小挖）不同，设置不同生产线，以进行标准化、批量化生产，该产品 2016 年营业收入占总收入的比重为 40.88%。公司的挖掘机专用油缸在国内市场占有率达 50% 以上。

非标油缸应用领域广。非标油缸的产品结构、缸杆径、行程差异均较大，无法进行标准化、批量生产，主要应用于基建设备、船舶、海洋工程、港口机械、注塑机、风电设备等领域，该产品 2016 年收入占总收入的比重为 38.62%。

图表 2. 挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸为公司主要产品

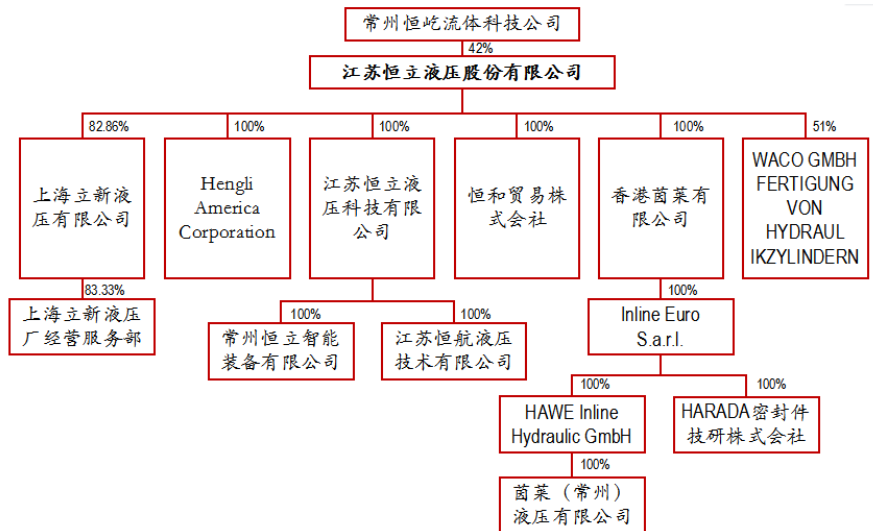


资料来源：公司公告，中银证券

股权结构集中且稳定

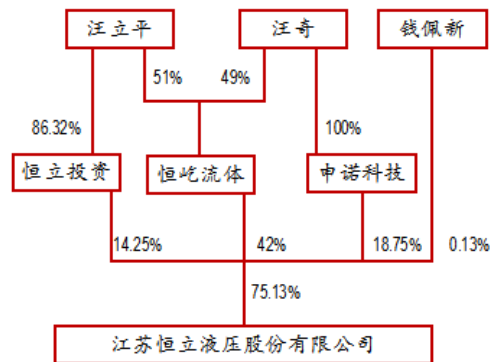
汪立平家族是创始人和实际控制人。公司有 6 个子公司和若干二级子公司，母公司为常州恒屹流体科技公司。第一大股东为母公司常州恒屹流体科技公司，直接持有 42% 的公司股份，申诺科技（香港）有限公司和江苏恒立投资有限公司分别持有 18.75% 和 14.25% 的股份，位居二、三位。汪立平与钱佩新为夫妻关系，与汪奇为父子关系。

图表 3. 公司股权结构集中



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 汪氏家族是公司的实际控制人

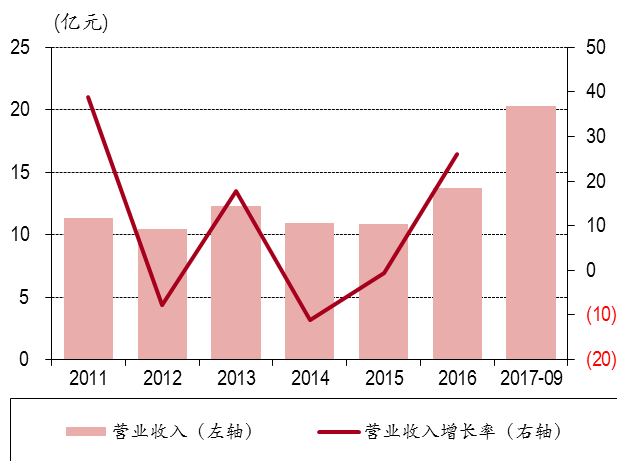


资料来源：公司公告，中银证券

公司业绩有望迎来高速增长期

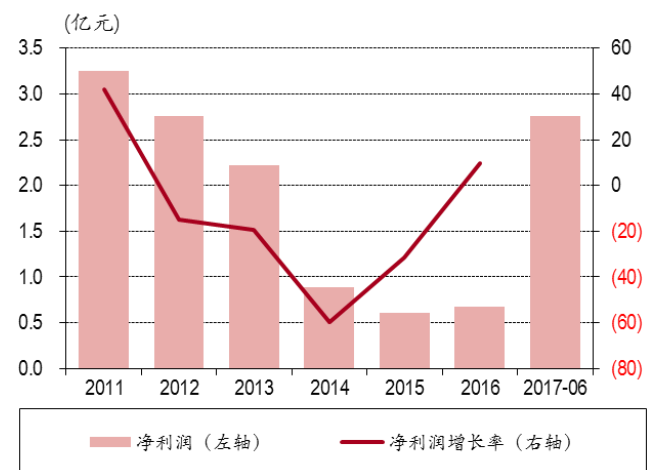
受下游需求拉动，公司近年来业绩恢复性增长。公司 2017 年上半年实现营业收入 13.59 亿元，同比增长 130%；归母净利润 1.62 亿元，同比增长 471%，并实现正的经营性净现金流量。

图表 5. 营业收入有望迎来增长周期



资料来源：公司公告，万得，中银证券

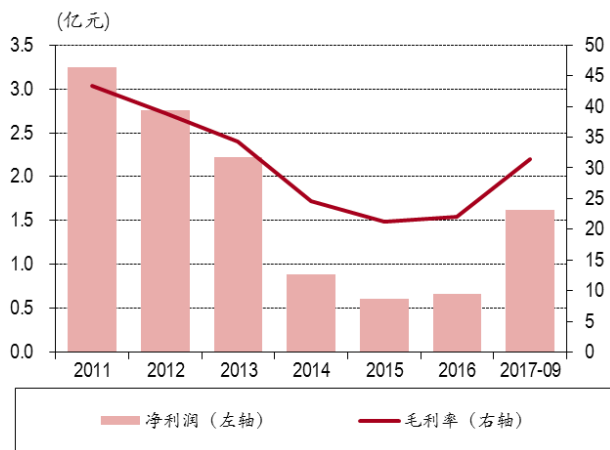
图表 6. 2017 年公司净利润有望实现大幅增长



资料来源：公司公告，万得，中银证券

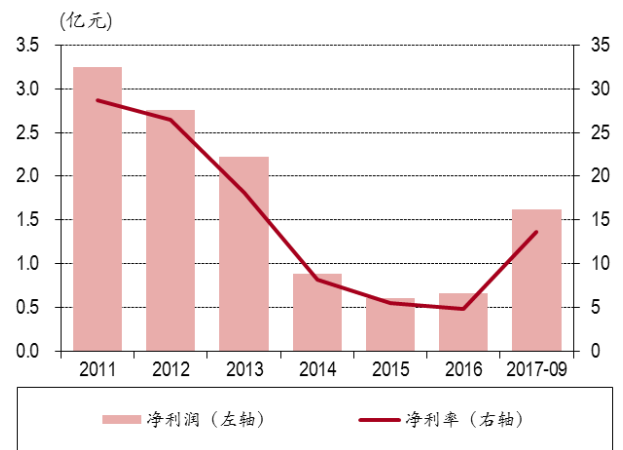
产品毛利率和净利率均成上涨趋势。2017 年上半年毛利率较年初上涨 6.07pct，净利率上涨 6.99pct。公司 2016 年年初向上调整产品售价，另一方面通过改进工艺 306 项，成本控制效应开始显现，产品毛利率得以大幅提升。预计随着工艺的不断改进，规模化生产利于成本的摊销，产品成本将进一步降低，毛利率有持续提高的趋势。

图表 7. 公司产品成本下降，售价提高，毛利率呈上升趋势



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 8. 公司净利率呈上升趋势



资料来源：公司公告，万得，中银证券

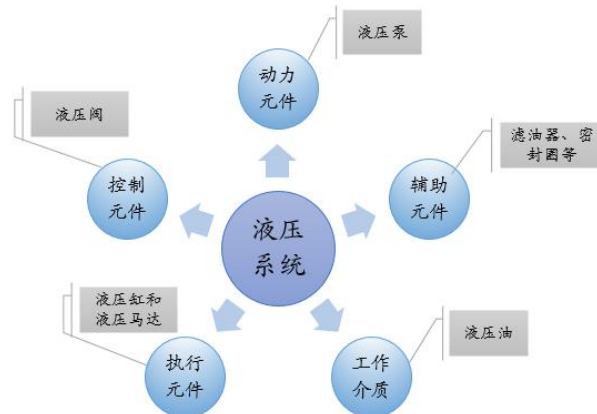
国内液压件市场规模、增速及竞争格局

液压件分类

液压系统主要由 5 部分组成。液压系统的作用为通过改变压强增大作用力。完整的液压系统由五个部分组成，动力元件（液压泵）、执行元件（液压缸和液压马达）、控制元件（液压阀）、辅助元件（滤油器、密封圈等）和工作介质（液压油）。

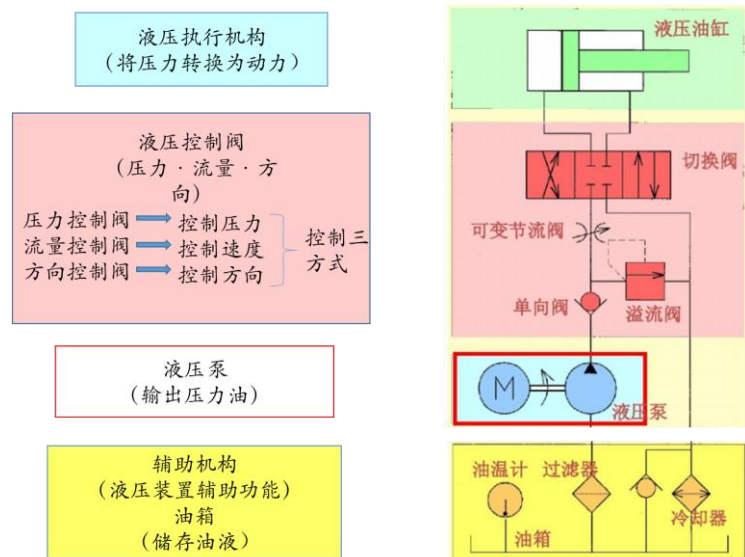
液压装备有很多优点，从民用到国防，从一般传动到精密控制，都得到了广泛的应用。在机械工业中，目前机床传动系统有 85% 采用液压传动与控制，如磨、铣、组合车床等；在工程机械中，普遍采用了液压传动，如挖掘机、推土机，平地机、压路机等；在汽车工业中，液压制动、液压自卸、消防云梯等都得到广泛应用；在轻纺工业中，诸如注塑机、纺织机械等；在船舶工业中，如全液压挖泥船、打捞船、采油平台及船舶辅机等。

图表 9. 公司产品涵盖液压系统的执行、控制、和动力元件



资料来源：谷歌学术，中银证券

图表 10. 液压系统工作原理



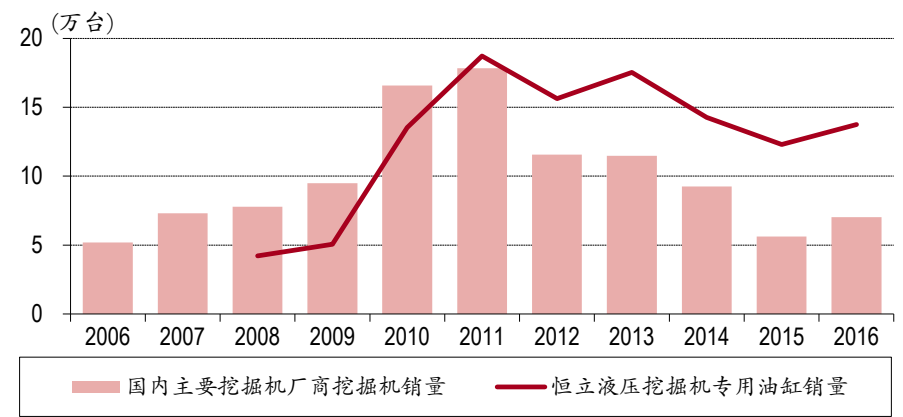
资料来源：谷歌学术，中银证券

液壓件市場規模分析

挖掘機油缸的國內市場空間超過 20 億元

我們估算 2017 年挖掘機專用油缸國內市場超過 20 億元，未來市場需求量相對穩定。挖掘機按照噸位分作大、中、小挖，公司為各種挖掘機配備的油缸有所差異，價值量也有所區別。毫無疑問的是：挖掘機銷量的變化直接影響着挖掘機油缸的需求，公司油缸產品緊隨下游需求的变化而变化，是工程機械板塊復蘇的提前量。

圖表 11. 2010 年公司挖掘機專用油缸隨挖掘機銷量增長而大幅提升



資料來源：中國工程機械工業協會挖掘機分會，中銀證券

挖掘機專用油缸為技術含量最高的油缸產品之一。國內能夠規模化生產的企業除恒立液壓外，還有幾家國外品牌在華投資企業，如凱途必（鎮江）、小松液壓、東洋機電（煙台）。國內外主流工程機械公司多為公司的客戶，且在下游公司內市占率較高。

圖表 12. 公司挖掘機油缸的下游主要客戶和市占率

下游客戶	供應商佔有率	備註
卡特彼勒	自供 (50%)、恒立 (16%)、力士樂 (16%)	國外市場是未來發展的重點方向
三一重工	恒立 (60-70%)、凱途必 (20%)	
徐工機械	恒立 (40%)、徐工自供	國內市場穩定，市占率很高
柳工	恒立 (100%)	

資料來源：萬德數據，中銀證券

(1) 一般的，單台挖掘機需要 2 個動臂油缸、1 個斗杆油缸和 1 個鏟斗油缸，共 4 個油缸。目前小挖油缸單價約 2,500-3,000 元/支（4 支約 1.2 萬元左右），中挖油缸單價約 5,000-5,500 元/支，大挖油缸單價約 1-1.5 萬元/支。

(2) 2017 年國內挖機銷量有望超過 13 萬台，油缸總需求量約 52,000 支，可以測算 2017 年挖機油缸國內市場規模近 30 億元。

(3) 2018 年有望持續增長 20-30%，預計 2020 年之後年需求量將相對穩定。

图表 13. 2017 年国内挖机油缸市场空间达 30 亿元

	小挖(0~20t)	中挖 (20-30t)	大挖 (>30t)	总计
占比(%)	55.00	27.00	18.00	100.00
台数	71,500	35,100	23,400	130,000
油缸/台	4	4	4	
油缸需求	286,000	140,400	93,600	520,000
单价(元)	3,000	5,000	15,000	
市场规模(亿元)	8.58	7.02	14.04	29.64

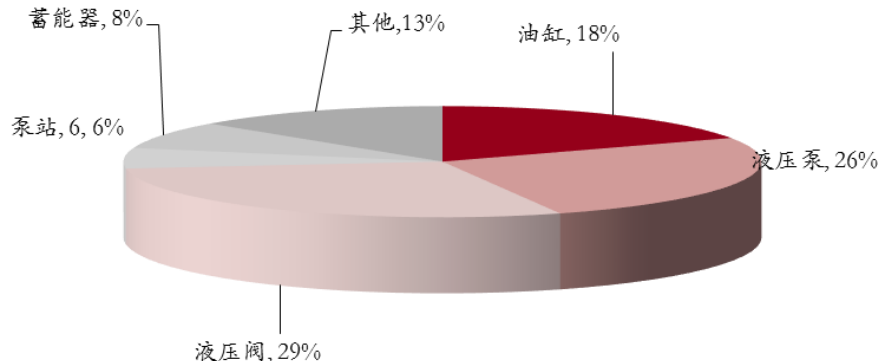
资料来源：中银证券

非标油缸应用领域多，市场空间更大

公司已经成为全球盾构油缸的领军企业，国内外市场市占率均排名第一。2016 年盾构机专用油缸实现收入 1.8 亿元，同比增长 29%；国内市场占有率超过 70%，处于绝对领先地位。目前国内盾构机保有量在 600 台左右，单台设备需要油缸数量在 30-40 支。随着国内城市轨道交通的修建高峰，盾构机的需求快速增长，传导到公司油缸产品有望实现高速增长，且能持续。

挖机用泵阀市场为油缸 3-4 倍，达到百亿元左右

国内挖机用液压泵阀的市场空间保守估计为 100 亿元。根据工程机械协会的数据，挖掘机成本拆解，液压泵和液压阀的采购成本大约为液压缸的 3-4 倍之间。

图表 14. 泵阀产品价值量是油缸的 3-4 倍


资料来源：机械工程协会、中银证券

市场竞争格局：行业集中度高，国产化替代潜力大

全球液压系统市场空间大，但目前主要被日本川崎、博世力士乐、伊顿等海外企业占据，国内企业的市占率存在很高的提升空间。我国液压产品性价比方面具有一定优势，但由于起步较晚、技术力量不足、高端产品不全。装备制造所需液压关键核心零部件，如变量柱塞泵、马达、多路阀等高端液压元件仍很大程度上依赖进口，同时也是恒立液压的龙头公司未来技术突破的方向。

对比世界知名液压件公司，恒立液压有较大成长潜力。高端液压件全球市场主要被博世力士乐、川崎、伊顿等公司占据，未来恒立液压有望凭借液泵液阀产品，进一步扩大销售规模，实现高端液压件的进口替代，跻身全球液压系统供应商。

图表 15. 全球主流液压力件生产企业对比

名称	主要产品	概况	2016 年销售额
博世力士乐	液压元件、铸造技术、系统和功能模块和工程软件等	总部位于德国洛尔，在传动、控制及运动领域内提供全方位的解决方案	50 亿欧元
川崎重工业株式会社精密机械公司	液压泵、液压控制阀、液压马达、周边装置系统应用，工业用机器人等	在中国拥有三家子公司	15,188 亿日元
林德液压（中国）有限公司	泵阀、马达、液压动力总成、柴油机等	全球化的模块化液压系统供应商	
伊顿液压（上海）有限公司	泵阀、连接器、油缸、电子产品与软件、过滤器、配件、液压辅助系统等	全球领先的多元化动力管理公司	197 亿美元
美国派克汉尼汾	液压缸、气缸、马达、驱动器、泵阀等	全球领先的传动与控制技术和系统的多元化制造商	113.6 亿美元

资料来源：各公司官网、中银证券

公司所处的行业地位及液压件业务模式

产品：公司由油缸延伸到泵阀产品

公司的油缸产品率先取得突破

液压缸是将液压能转变为机械能、做直线往复运动（或摆动运动）的液压执行元件。油缸实现往复运动时，可以免去减速装置，并且没有传动间隙，运动平稳，因此在各种机械的液压系统中得到了广泛应用。

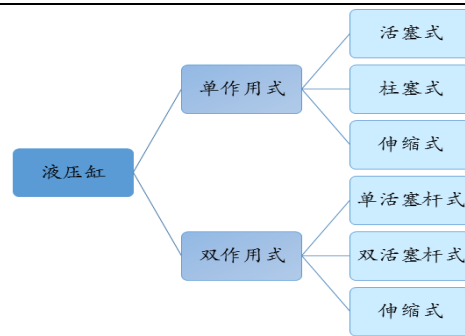
图表 16. 液压缸由五个部分组成



资料来源：谷歌学术、中银证券

液压缸按作用形式分可以分为单作用式和双作用式。单作用液压缸有柱塞式，活塞式，伸缩式三种结构；双作用液压缸按活塞杆形式不同，分为单活塞杆式，双活塞杆式，伸缩式三种形式。

图表 17. 液压缸的分类



资料来源：谷歌学术、中银证券

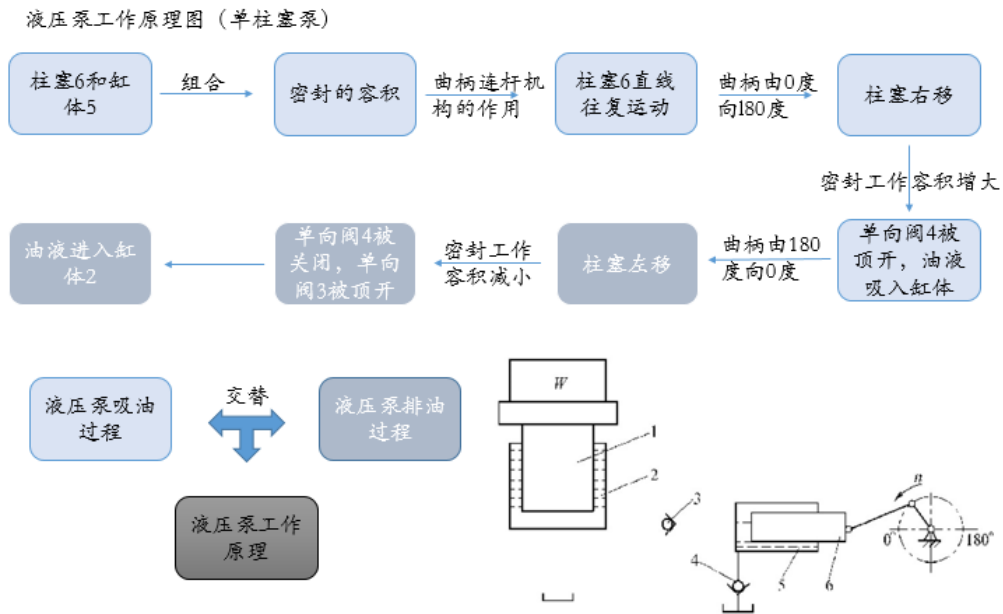
油缸按不同的使用压力可以分为低压、中高压和高压油缸。对于机床类机械一般采用低压油缸，其额定压力为 2.5-6.3MPa；对于要求体积小、重量轻、载荷大的建筑车辆和飞机用油缸多采用中高压油缸，额定压力为 10-16MPa；对于挖掘机等工程机械，大多采用高压油缸，额定压力通常大于 31.5MPa。公司主要生产高压液压油缸，技术含量更高，价值量也更高。

泵阀产品持续研发和突破，已逐步导入市场

液压泵

液压泵是一种能量转换装置。将原动机的机械能转换成油液的压力，使其驱动的工作部件作旋转运动。**液压泵基本工作原理**：通过曲柄的连续转动，液压泵不断地交替吸油和排油，从而完成持续向系统供油的动作。

图表 20. 液压泵的工作原理



资料来源：谷歌学术，中银证券

恒立液压主要生产轴线柱塞泵。液压泵的分类：可以分为齿轮泵、叶片泵、螺杆泵、柱塞泵等，其中柱塞泵也细分为轴向柱塞泵、径向柱塞泵、和往复式柱塞泵。公司产品的优点为：结构紧凑、效率高、适合重载、可靠性高、控制方式多，广泛适用于挖掘机、旋挖钻机、船舶、海洋工程、市政车辆等。

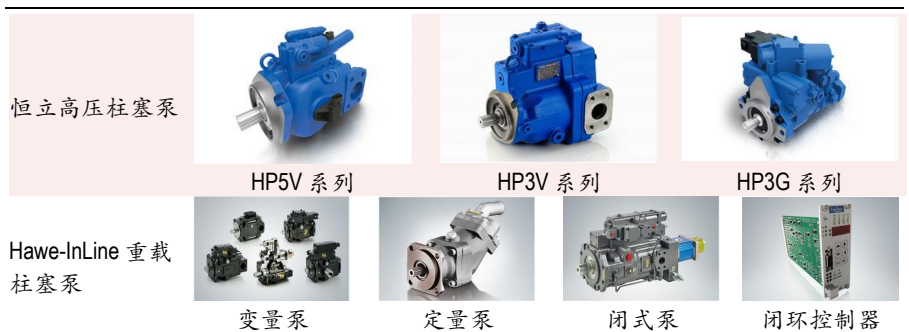
图表 21. 液压泵的分类和特点

大分类	中分类	小分类	작동原理和构造	变容量机构
旋转式泵	齿轮泵	外啮合	根据齿槽和罩壳之间的间隙所包围的容积的变化, 发挥泵作用。使用传动齿轮, 和从动齿轮, 构造最简单。	困难
		内啮合	跟外啮合式一样。使用1组内齿轮和副齿轮。	
	叶片泵	平衡式	根据插入转子槽的叶片间的容积变化, 发挥泵作用。在轴对称的位置上有2组吸入孔, 排出孔。构造简单程度仅次于齿轮泵。	基本上定量式
		非平衡式	跟平衡式一样。有1组吸入孔, 排出孔。多为变量式, 构造比平衡式稍微复杂。	根据凸轮环偏心量的增减。
螺杆泵	3轴式	根据螺杆槽内的容积移动发挥泵作用。主螺杆1根, 从动螺杆2根构成1组, 咬合。构造比较简单。	困难	
往复式泵	轴向柱塞泵	斜轴式	在与缸体轴平行的油缸内径里插入柱塞。根据交叉的轴心的倾斜进行往复运动。柱塞和旋转轴结合。	根据中心杆的倾角的增减。
		斜盘式	柱塞配置和斜轴式一样。柱塞端在倾斜盘面上滑动产生往复运动。	根据盘的倾角的增减。
	径向柱塞泵	旋转缸式	柱塞被成放射状油缸内。通过偏心使柱塞做半径方向的往复运动。	根据中心杆的倾角的增减。
		固定缸式	柱塞朝外插入成放射状设计在轴的垂直面上的油缸内。根通过偏心产生往复运动。	困难
	往复式柱塞泵	曲柄式	曲轴使柱塞在(含轴的平面内, 与轴垂直的)平行缸体内往复运动。	

资料来源: 公司公告, 中银证券

恒立高压柱塞泵斜盘式柱塞马达, 内置有机械式制动器、溢流阀、补油阀, 防反转阀。公司基于成熟技术, 对产品进行了轻量化、紧凑化改进, 提高了输出功率, 可用于挖掘机、旋挖钻机移动机械的回转场合。

Hawe-Inline 轴向柱塞泵适用于高压重载应用场合。产品的优势是结构坚固、重载、可靠性高、控制方式多。在工业、船舶、海洋工程、农林机械、工程机械及市政车辆上有着广泛的应用。

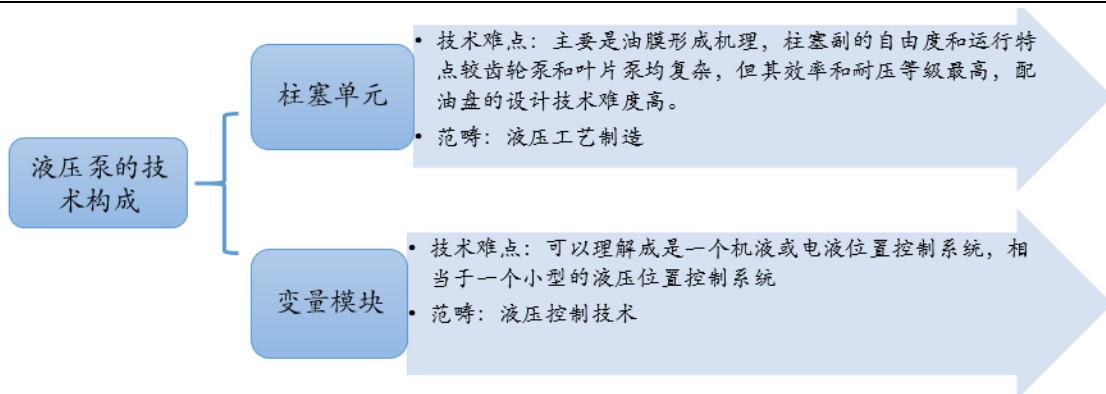
图表 22. 恒立液压公司液压泵产品


资料来源: 公司官网, 中银证券

变量柱塞泵的技术难点: 主要包括柱塞单元本体(制造工艺)和变量模块控制(液压控制技术)两个方面。

柱塞单元的技术难点: 主要是油膜形成机理复杂, 配油盘的设计技术难度高; 变量模块的技术难点: 机-电-液-位置控制系统, 采取不同技术手段(变量缸弹簧、位移传感器等)调节控制变量。

图表 23. 变量柱塞液压泵的技术难点

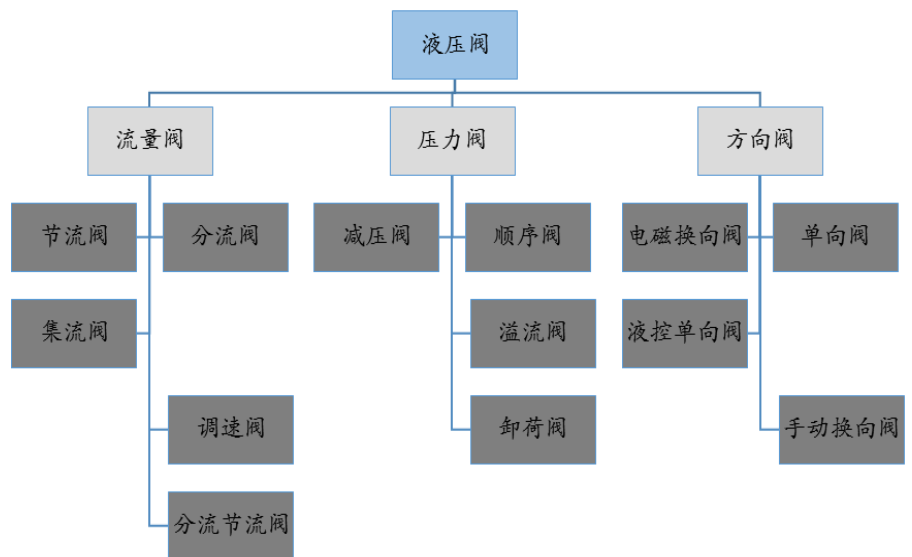


资料来源：谷歌学术、中银证券

液压阀

液压阀是一种用压力油操作的自动化元件，它受配压阀压力油的控制，通常与电磁配压阀组合使用,可用于远距离控制水电站油、气、水管路系统的通断。

图表 24. 液压阀的分类



资料来源：谷歌学术、中银证券

图表 25. 恒立液压阀产品丰富



资料来源：公司官网，中银证券

市场：下游客户多，市场广阔

下游客户众多，国内外市场齐发力

公司产品凭借技术打开国内外广阔市场。产品远销亦欧美、日本等发达国家和地区，出口比例达 30% 以上，积累了一批行业优质客户。众多的优质客户群体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进入壁垒，充分的保障了公司未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

挖掘机液压产品主要客户包括：卡特彼勒、神钢、日立、久保田、加藤、三一、徐工、柳工、山东临工等；

盾构机液压产品主要客户包括：中铁铁建、中铁装备、小松、大林组、特瑞特科、日立造船、罗宾斯等；

海工海事客户包括：TTS、麦基嘉、国民油井等；

新能源设备领域客户包括：歌美飒、维斯塔斯等；

工业液压产品客户包括：海天、伊之密、安德里茨等；

特种车辆客户包括：马尼托瓦克、特雷克斯、帕尔菲格等。

图表 26. 下游客户众多，绑定国内外主流主机厂

供应产品	配套客户名称	客户简介	供应产品	配套客户名称	客户简介
挖掘机专用油缸	三一重机有限公司	该公司为三一集团旗下核心成员，是最大的内资挖掘机品牌制造商。	大型基建设备用非标准油缸	中铁隧道装备制造有限公司	国内盾构、硬岩掘进机等隧道设备的高新技术企业，隶属于中国中铁股份有限公司。
	柳州柳工挖掘机有限公司	该公司是广西柳工机械股份有限公司的全资子公司，主要从事系列挖掘机产品开发、生产。		三一重工股份有限公司	国内最早进入旋挖钻机行业的企业之一，销量连续多年居行业第一。
	徐州徐工挖掘机机械有限公司	徐工集团的挖掘机生产企业，徐工集团是国内最大的工程机械企业集团。		秦皇岛天业通联重工股份有限公司	国内最大的铁路桥梁施工起重设备供应商，产品涵盖运梁车、架桥机、提梁机、盾构掘进机等，2009年市场份额为36%。
	广西玉柴重工有限公司	国内最早进入小型挖掘机领域的制造商，同时也是我国小型挖掘机械产品的主要出口基地。		郑州新大方重工科技有限公司	该公司是以研制特种工程机械和装备为主的国家级高新技术企业。
	长沙中联重工科技发展股份有限公司	我国工程机械装备制造领军企业。		宝峨(天津)机械工程有限公司	德国宝峨集团是国际最著名的专业基础工程承包商及设备制造商之一，是全球规模最大的多功能小直径工程钻机制造企业。
	力士德工程机械股份有限公司	专业液压挖掘机生产企业，产品远销国内和海外等五十个国家和地区。		上海宝峨机械有限公司	上海电气集团股份有限公司的下属公司，该公司钻机销量多年位居我国机械类钻机第一。
	福田雷沃国际重工股份有限公司	该公司是一家以工程机械、农业装备、车辆为主体业务的大型装备制造业企业。		上海金泰工程机械有限公司	集铁路轨道系统、城市轨道交通系列产品 and 重型施工装备研发、制造、施工、检测为一体的大型企业集团。
	山重建机有限公司	山东重工集团全资子公司，是集山推股份有限公司和山东众友工程机械有限公司挖掘机业务优势。		北京华隧通掘进装备有限公司	秦皇岛天业通联重工股份有限公司的控股子公司，是集掘进装备科研、设计、生产、销售、服务于一体的专业公司。
	山东临工工程机械有限公司	沃尔沃集团(VOLVO)的核心企业之一，世界工程机械50强，中国机械工业100强，国家级高新技术企业。		成都南车隧道装备有限公司	我国一家专业研制隧道掘进机厂家，属中央国有大型企业。
	卡特彼勒(中国)投资有限公司	卡特彼勒是全球最大的工程机械制造供应商，居全球500强前列。		上海振华重工(集团)股份有限公司	该公司是重型装备制造行业的龙头企业，港口机械全球市场占有率超过六成。
成都神钢工程机械(集团)有限公司	日本神户制钢株式会社(世界500强企业之一)与成都工程机械(集团)有限公司共同出资设立。	TTS集团	T公司已实现对TTS集团在挪威、德国和我国上海、大连生产基地的油缸供应。		
西马克梅尔工程(中国)有限公司	西马克集团是世界著名的冶炼和轧制技术研发和设备制造商，全球最大的冶金设备制造商之一。	船舶、海洋工程及港口机械用油缸	麦基嘉集团	该公司是全球海运工业的领导者，客户包括船东、船舶经营者、造船厂和远洋工业，同时为远洋起重设备方面提供世界级的服务和解决方案。	
达涅利冶金设备(北京)有限公司和常熟达涅利冶金设备有限公司	达涅利冶金设备(北京)有限公司和常熟达涅利冶金设备有限公司为达涅利集团在华设立企业，主要从事冶金设备制造。	林德(中国)叉车有限公司		该公司是亚洲最大的物料搬运综合解决方案及物流方案提供商之一。	
贺德克液压技术(上海)有限公司	该公司是德国贺德克公司在华设立企业，德国贺德克公司是世界风电领域液压系统领先企业。				

资料来源：招股说明书，中银证券

图表 27. 恒立液压与对标公司泵阀产品对比

	恒立液压	博世力士乐	林德	川崎	伊顿
泵产品					
	恒立高压柱塞泵	轴向柱塞泵	开式高压泵	斜盘式轴向柱塞泵	开式柱塞泵
	Hawe-inline 重载柱塞泵	径向柱塞泵	闭式高压泵	斜轴式轴向柱塞泵	闭式柱塞泵
		外齿轮啮合泵	开式中压泵	螺杆泵	齿轮泵
		内齿轮啮合泵	串联泵	精密齿轮泵(非液压)	叶片泵
		摆线泵	集成泵/马达驱动单元		
		叶片泵			
		电液控制泵			
阀产品					
	单向阀、梭阀、充液阀	截止阀	林德同步控制(负荷传感方向控制阀)	方向控制阀	电磁阀
	方向阀	方向阀	整体式多路阀	压力控制阀	单向阀
	压力阀	压力阀	模块化设计的负载敏感 VT 阀	流量控制阀	方向控制阀
	流量阀	流量阀		逻辑阀	压力控制阀
	二通插装阀	二通插装阀		电磁比例控制阀	流量控制阀
	比例阀、伺服阀、放大器	比例方向阀		SUN 插装阀	逻辑阀
	压力继电器、压力表开关	比例压力阀		多路控制阀	运动控制阀
	多位置油路块	比例流量阀		先导(远控)阀	比例阀
	多路控制阀	方向控制阀		工程机械用 任选阀	电磁阀
	先导油源阀组	方向伺服阀		农业机械用阀	
	负载保持阀			伺服逻辑阀	
				小型升降阀	
				无冲击阀	

资料来源：公司官网，中银证券

把握市场机遇，绑定核心大客户

油缸的成功路径，研发-导入-持续改进-市占率提高

2008 年首次迎来油缸产品的广阔市场。2008 年底提出了“四万亿”投资计划，其中 1.5 万亿用于铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造，导致对挖掘机需求大幅提升，国内主要挖掘机厂商挖掘机销量从 2006 年的 5.18 万台增长到 2010 年的 16.58 万台，年复合增长率为 33.76%。

图表 28. 挖机油缸的成功路径


资料来源：公司公告，中银证券

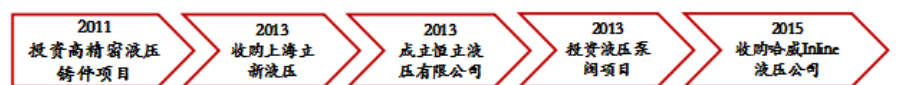
国产油缸抓住机遇，油缸产品导入挖机市场。随着挖掘机行业的高速增长，国外厂商的油缸产能无法跟上，专用油缸市场呈供不应求的局面，国内挖掘机制造厂商开始“被迫”尝试国产油缸。2011年以前我国挖掘机专用油缸等高端液压件产品主要依赖于进口。中高端液压产品的进口依赖度高达70%以上，其中挖掘机专用油缸等产品进口比率更高。

公司油缸持续改进，获得卡特彼勒公司优秀供应商资质。经过与下游客户的合作，产品性能不断提高，产品的市场份额持续扩大。全球工程机械龙头卡特彼勒公司2009年在华挖掘机销量约为6,000台，2010年6月其宣布到2014年卡特彼勒在华挖掘机产能扩大4倍，公司借此机会于2010年成功进入卡特彼勒公司，并于2016年获得了卡特彼勒公司总部颁发的优秀供应商质量认证(SQEP)最高等级奖——铂金奖。

泵阀产品有望重复油缸的成功路径

1. **高精度液压铸件项目:**2011年底投资约6亿元建设高精度液压铸件项目,2013年上半年正式投入生产,为公司生产高性能液压泵阀打下了良好的基础。
2. **收购上海立新:**上海立新液压有限公司创建于1967年,是上海最早生产液压元件的企业之一。主营业务为液压元件、液压总成、液压机械设备、小型液压船舶的制造,具有多年生产液压阀的技术和品牌信誉以及成熟的客户群体,并通过ISO9001质量关联体系认证。
3. **成立江苏恒立液压有限公司:**2013年5月与上海立新共同投资设立江苏恒立液压有限公司,将打造国内规模最大的高端液压件产业园基地之一。公司主要生产液压泵、阀等液压元件。
4. **液压泵阀项目:**2013年开始建设液压泵阀项目,建成后将形成年产204万件液压泵阀的生产能力。
5. **收购Hawe-Inline液压公司:**2015年公司全资收购Hawe旗下生产轴向柱塞液压泵的InLine公司,恒立正式跻身高端液压泵阀生产企业行列。恒立依托InLine公司平台加快发展液压泵产业,液压系统技术水平也得到进一步提升。

图表 29. 持续布局泵阀产品，已取得初步效果



资料来源：公司公告，中银证券

图表 30. 液压泵阀项目的产品方案，以通用液压控制阀为主

序号	产品名称	规格型号	正常年产量(万件)
1	通用高性能液压控制阀	DBE10-30/31.5Y	199
2	电液比例伺服阀	4WSE3EE161X/100B9-315K9EV	1
3	挖掘机用高压柱塞泵	HLPV90PSC/1R-NG-DAF	2
4	挖掘机用液压多路阀	HLCV180	2
5	合计		204

资料来源：公司公告，中银证券

各产品简述如下：

(1) 通用高性能液压控制阀

通用高性能液压控制阀（DBE 型）为先导控制式比例溢流阀，根据输入的电信号来调节系统压力，DBE 型阀在液压系统中主要作为溢流阀或安全阀使用。

(2) 电液比例伺服阀

液压比例伺服阀是比例阀中的比例电磁铁和伺服阀中的阀芯和阀套等的有机结合，由阀体、阀套、阀芯、比例电磁铁等构件组成。

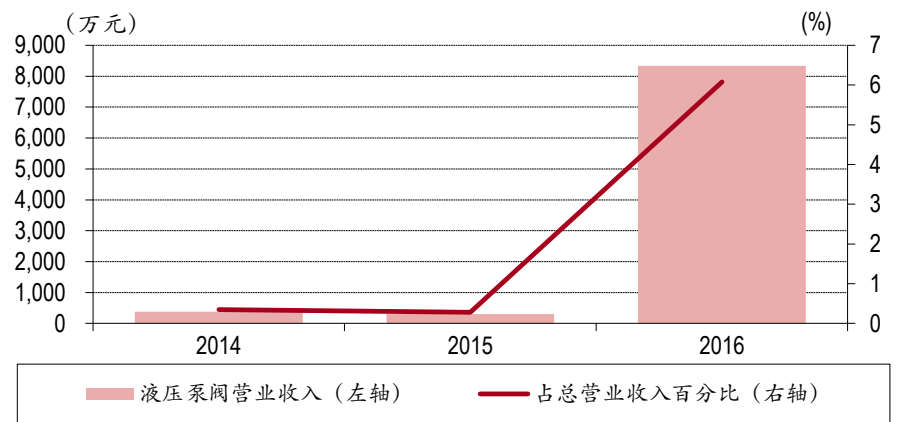
(3) 挖掘机用高压柱塞泵

高压柱塞泵是液压系统的一个重要装置，具有额定压力高、结构紧凑、效率高和流量调节方便等优点，广泛应用于高压、大流量和流量需要调节的场合，诸如液压机、工程机械和船舶中。

(4) 挖掘机用液压多路阀

液压多路阀由多个阀体组合而成，其作用是将来自液压柱塞泵的压力油液分配到各个执行元件中去，通过多路阀阀芯的移动，就可以改变执行机构的运动速度和运动方向，保证整个系统协调工作。如挖掘的回转速度和回转方向的控制，行走速度和行走方向的控制，挖机机动臂、斗杆、铲斗工作速度和方向的控制等。液压多路阀在工程机械中应用广泛。

图表 31. 2016 年液压泵阀进入量产阶段，预期未来将成爆发式增长



资料来源：公司公告，中银证券

泵阀新品已成功导入主机厂，研发和市场持续推进

铸件分公司为公司全系产品提供铸件产品，收入同比大幅增长。公司于 2016 年将铸造事业部升格为分公司，实施独立核算目标经营责任制。2016 年，铸件产销量同比增长 96.16%，铸件产品收入同比增长 180%。全年共开发新品 229 种，其中液压泵阀类 138 种，液压油缸端盖导向套类 53 种，液压减速机、马达类 14 种，其余 24 种。

改进工艺，控制良率，有效降低成本，提高毛利率。公司通过改进工艺改进 306 项，成本节约效应开始显现，产品毛利率有所提升，在改进工艺的同时，不断提升产品质量，不良率控制在 5% 以内。

液压科技生产的工业阀，在机器人自动化线具备量产条件，在港机、吊机、农业机械等领域的高端客户实现了批量生产，发展了多个北美、欧洲地区的经销商，为未来的增量市场打下了坚实的基础。

柱塞泵和多路阀已导入国内主要主机厂。在柱塞泵和多路阀方面，目前已成功开发了适用于 15t 以下小型挖掘机用的 HP3V 系列轴向柱塞泵和 HVS 系列多路控制阀，产品各项性能指标均达到设计要求，尤其产品的精确操控性和燃油经济性超过国外同类产品，并已批量配套三一、徐工、临工、柳工等国内龙头主机厂。大、中挖适用的泵阀产品在试制中。

公司产品获得高度赞赏，16 年全年累计销售泵阀产品约 4,000 台套。在中国机械工业联合会组织的产品科技成果鉴定会上，鉴定委员会给予恒立液压产品“国内领先、国际先进”的评价。实现了替代进口、批量配套的国家“工业强基”的要求。

内生+外延，持续研发高端新产品

收购上海立新公司，整顿后实现扭亏

上海立新和恒立油缸资产重组，实现优势互补。上海立新液压有限公司创建于 1967 年，是中国最早生产液压元件和液压系统的企业之一，有近 50 年的液压元件及系统研发经验。2012 年 10 月江苏恒立高压油缸股份有限公司控股 82.86%。

公司在上世纪 80 年代引进消化博世力士乐液压阀全套 12,000 多种各类液压阀图纸技术，经过自主创新，研制生产压力、流量、方向三大类各类型标准工业用液压阀以及定制各类液压集成系统。

图表 32. 上海立新主要产品为液压阀和液压集成系统



资料来源：公司官网，中银证券

收购 Hawe-InLine 公司，加速研发泵阀产品

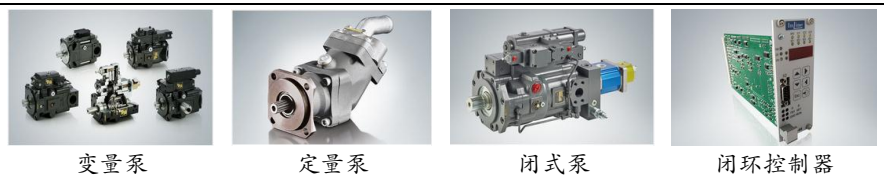
Hawe-Inline 总部在德国慕尼黑，是全球知名的液压企业，也是德国工业 4.0 代表性企业。公司有超过 60 年历史，专业从事液压泵、阀和液压系统的研发、制造与销售。目前已拥有超过 2,200 名员工。其德国境内销售办事处与全球 14 个子分公司、30 多个代表处构成 HAWE 全球销售网络。

InLine 公司有着几十年的设计生产泵产品的经验，主要产品是重载高品质的轴向柱塞泵和全系列变量泵。InLine 工厂位于德国柏林，产品广泛应用于压机、工业设备、船用起重机和绞车、泵站建设，农林机械、起重机机械、升降机械、工程机械等行业，为客户提供高压、多种控制形式、寿命长、可靠性高的各类优质产品。

收购 InLine 公司将会对公司未来企业发展和经营产生积极的影响。公司实施对 InLine 公司 100% 股权收购，实现公司产品多元化，使公司成为液压系统成套供应商的战略目标更近一步。

恒立公司将依托 InLine 公司为平台加快发展液压泵产业，公司产品将进一步丰富，公司液压系统技术水平得到进一步提升；InLine 公司也将突破资金瓶颈、铸件供应质量差及产能瓶颈，共享恒立的资金、资源、原料、渠道、终端销售等平台，在液压泵市场上取得更大的发展，实现公司与 InLine 公司的优势互补。

图表 33. Hawe-InLine 的核心产品

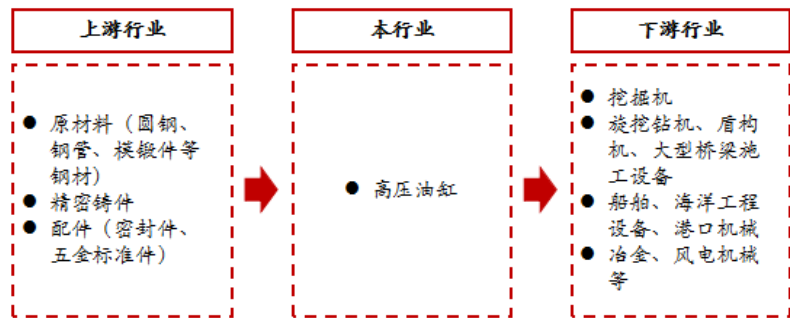


资料来源：公司官网，中银证券

公司业务领域正成功从工程机械渗透到更多领域

液压油缸上游稳定，下游应用领域广泛。液压油缸产品主要应用于挖掘机等大型基建设备、船舶、海洋工程设备和工业设备行业，这些行业发展直接影响到高压油缸行业市场需求，但同时由于高压油缸应用领域广泛，并且其应用领域有进一步扩大趋势。

图表 34. 油缸行业产业链

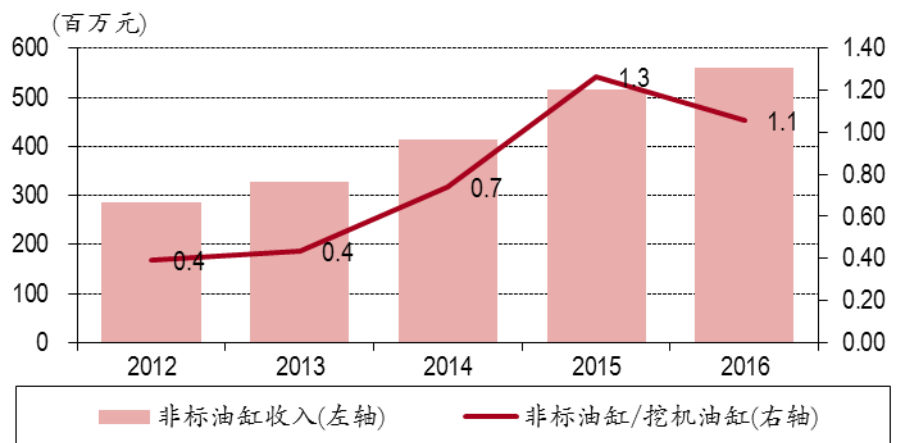


资料来源：招股说明书，中银证券

公司产品由挖机油缸突破，延伸到非标油缸。随着油缸技术的持续突破，有望将公司非标油缸扩展应用到更多领域，争取更大的市场空间。

非标油缸收入占比持续增长，已超过挖机油缸收入。非标油缸无法标准化批量生产，但其由于应用领域广，随着产品的技术不断改进，和市场稳步开拓，非标油缸业务可以持续做大做强。

图表 35. 非标油缸收入已超过挖机专用油缸



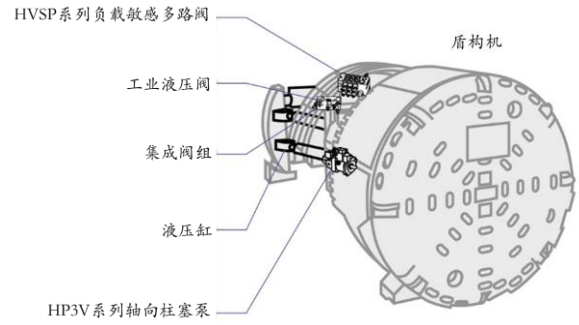
资料来源：机械工程协会，中银证券

盾构机用的非标油缸受益于城轨建设高峰

公司非标油缸大量使用于盾构机中，占国内盾构机市场 70-80%。目前，国内盾构机械保有量已超 1,200 台，被广泛用于城市轨道交通建设、铁路及公路隧道工程、引水工程中。

盾构机的销量主要受城市轨道交通建设工程量的影响。地铁盾构是城市地铁施工中一种重要的施工技术，是在地下暗挖隧洞的一种施工方法。盾构机是地铁工程建设中重要的机械设备，一般用来掘进两个站点之间的区间，具有安全、环保、速度快、效率高等特点。

图表 36. 应用于盾构机的油缸和泵阀产品



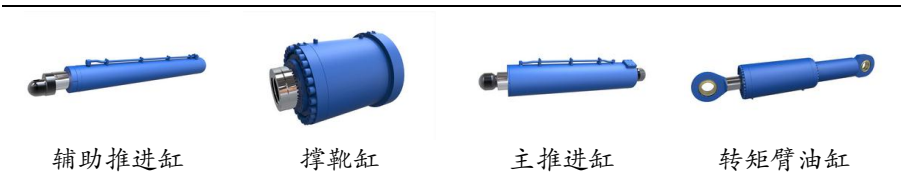
资料来源：百度图片，公司官网，中银证券

《中国交通运输发展》白皮书指出，“十三五”期间，我国要建设现代高效的城际城市交通，投产里程有望超 3 万公里，相比“十二五”期间增长 80% 以上；城轨固定资产投资规模有望达 2.6 万亿，相对于“十二五”期间投资额度翻番。

从 2005-2016 年，中国内地拥有城市轨道交通的城市从 8 座发展为 30 座；运营线路数由 17 条增长为 134 条；运营线路总长由 381.6 公里增长至 4,153 公里，复合增长率 24.2%。

面向优质大客户，盾构机非标油缸增速明显。恒立液压 2016 年全年共销售重型装备用非标准油缸销售 67,441 只，净增销售收入 1.08 亿元。盾构机、高端海工海事、特种车辆用液压油缸产品依然占据非标产品的半壁江山。特别是盾构板块收入增长 29%，集中了中铁工程、中国铁建、中交天合、三三工业等一批盾构行业的优质客户。

图表 37. 公司盾构机油缸



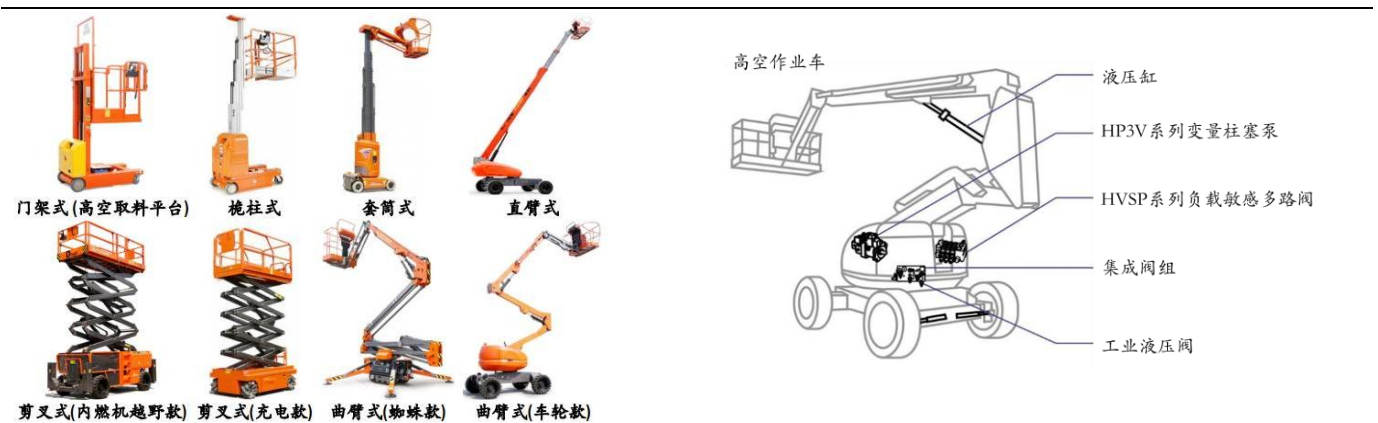
资料来源：公司官网，中银证券

涉足高空作业平台液压件

非标油缸有望伴随高空作业平台普及率提高而增长。国内高空作业平台行业起步较晚，行业发展处于初期阶段，产品普及率低。但随着经济的发展，高空作业平台应用领域的逐渐扩大，高空作业平台市场需求日益增加。

中国作为高空作业平台新兴市场，近年来发展迅速，主要因素包括：（1）安全性：相较传统脚手架，高空作业平台可以降低安全事故率，保障高空作业安全。（2）经济性：高空作业平台可以减少用工劳动力，提高工作效率，缩短工期，施工成本得以减少。

图表 38. 应用于高空作业平台的油缸和泵阀



资料来源：各租赁商/制造商网站，中银证券

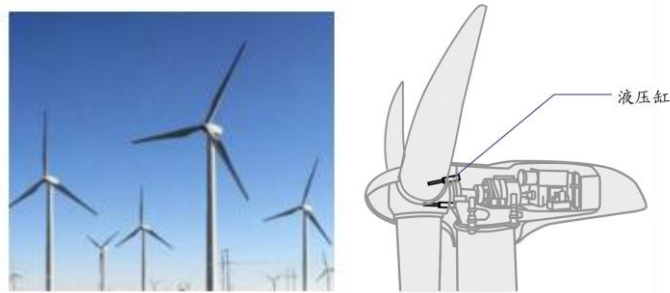
风电设备液压系统供应商

液压系统在风电设备中应用较多。风力发电设备采用液压系统趋势明显，油缸在风力发电设备领域应用广泛。其中风力发电机的安全与功率控制单元绝大部分通过液压系统控制，风力发电的迎风偏航系统也大多采用液压系统。

风电是我国增长速度最快的可再生能源之一，风电快速增长需要大量风力发电设备供应，极大地推动了国内风力发电设备用油缸市场需求。

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。对风力发电的输出功率、叶片速度或频响控制有至关重要的作用，具有耐腐蚀性强，稳定性高等特点。

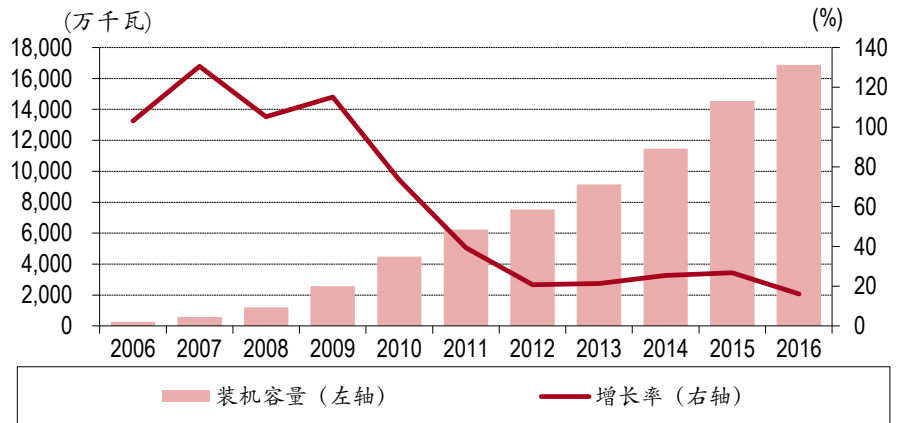
图表 39. 风电设备用油缸



资料来源：招股说明书，中银证券

我国加大对风力发电领域的投资力度，国内新增风电装机容量持续增长。根据我国《可再生能源中长期发展规划》，到 2020 年我国可再生能源在能源结构中的比重将达到 20%；风力发电设备用油缸面临良好的市场前景。

图表 40. 国内风力装机容量持续增长

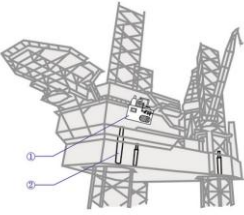
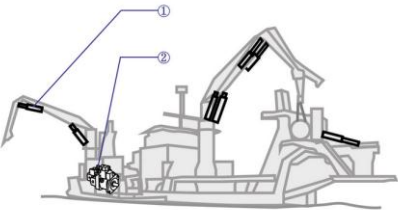
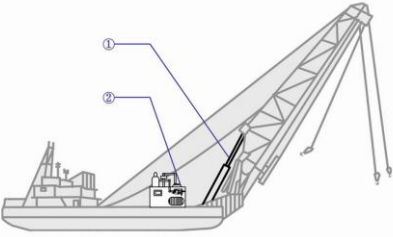
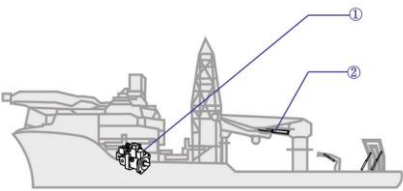
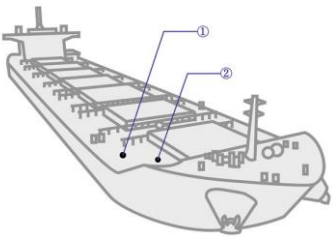


资料来源：万德数据，中银证券

公司“黑科技”油缸产品，有望应用于海事海工领域

海事港口应用主要是指海上作业的工程船舶以及从事运输装卸的港口设备，主要包括船用起重机、钻井平台、风电安装平台、挖泥船、打桩船堆高机、取料机、卸船机、装船机、门吊、桥吊等。

图表 41. 公司产品在海事港口应用

主要应用	主要产品
	<p>海上作业平台 液压油缸 液压系统</p>
	<p>船用起重机 液压缸 V30E 系列重载变量泵</p>
	<p>打桩船 液压缸 电液相结合的液压系统</p>
	<p>疏浚作业船 液压缸 V30E 系列重载变量泵</p>
	<p>运输船 液压油缸 液压系统</p>

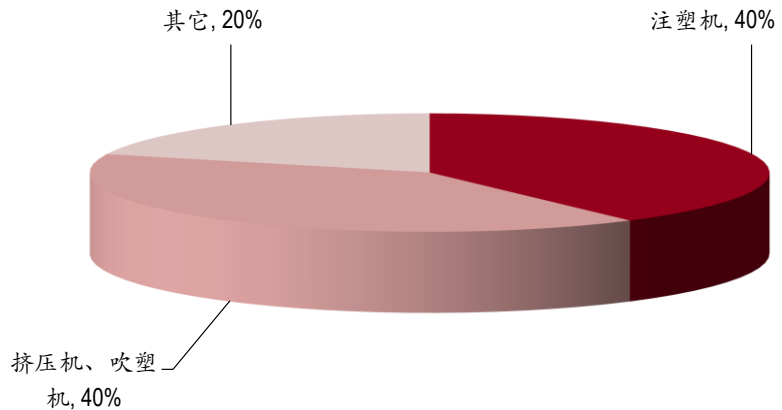
资料来源：公司官网，中银证券

公司成功研发用于海事海工的波浪补偿器，作为公司的黑科技产品，其单台价值量超过千万，有待推出市场。该产品既是公司研发实力的体现，也会丰富产品线，创造更大价值。

注塑机行业，中低端注塑机主要配备液压元件

注塑机在塑料成型设备中占比 40%。从美国、日本、德国、意大利、加拿大等主要生产国来看，注塑机的产量都在逐年增加，在塑料成型设备总量中占比达 60%-85%，所以与发达国家相比我国注塑机市场仍有较大发展空间。

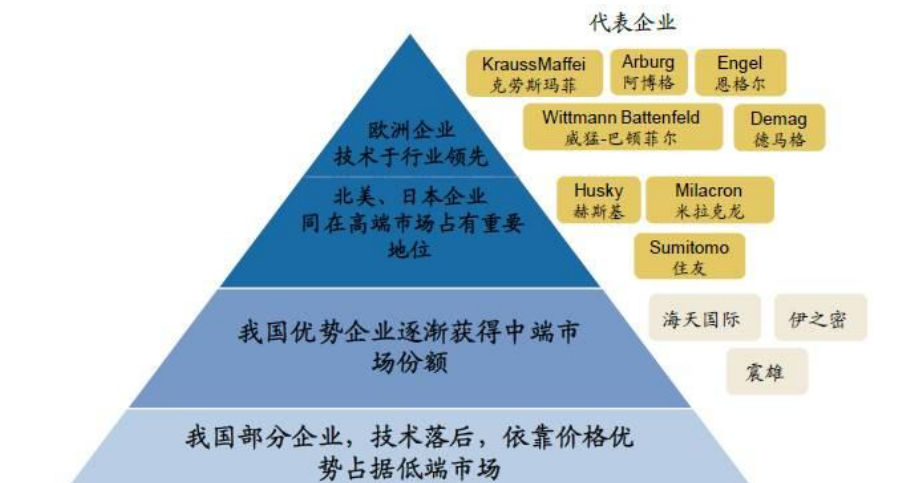
图表 42. 我国注塑机在塑料成型设备中占比 40%



资料来源：中国塑料机械工业协会，中银证券

中低端注塑机仍广泛采用液压系统。近年来国内的主要需求大多由之前的全液压机型向电液伺服的三代机升级，而欧美、日本等高端制造业需求则以全电机和高精度的四代机为主。我国国产注塑机设备则占据了中低端市场，注塑机制造业向高端市场进军是趋势，所保有的中低端注塑机将进行更新换代，注塑机市场需求依旧旺盛。

图表 43. 全球注塑机市场竞争格局



资料来源：中国产业信息网，中银证券

上述的主要下游行业：盾构机、高空作业平台、注塑机、海工海事、新能源风电行业均有十亿元以上的市场规模，公司将凭借持续研发+市场推广，进一步做大做强，未来业绩值得期待。

盈利预测与估值

我们认为公司质地优良，受益于下游工程机械板块复苏，新技术带领新产品快速渗透市场，实现高端装备核心零部件的国产化替代逻辑确立。内生外延共发作用，油缸泵阀齐发力，逐步打造液压系统集成供应商。

公司毛利率成上升趋势，2017年三季度单季度产品毛利率达38%，大幅上升，环比第二季度提高了10个pct，同比去年第三季度提高了19个pct，主要原因有4点：1.年初上调产品售价；2.规模效应因素；3.折旧水平控制良好；4.非标油缸产品占比提高，并优选高质量客户。

我们预测公司2017-19年营收为26.2/34.4/42.4亿元，EPS为0.60/0.82/1.06元，对应的PE为36/26/20倍。

图表 44. 收入预测

(人民币, 百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
挖机油缸	407.03	529.08	1,058.16	1,322.70	1,587.24
同比增长(%)	(27)	30	100	25	20
非标油缸	515.56	560.13	1,008.23	1,310.70	1,572.85
同比增长(%)	24	9	80	30	20
油缸配件	67.32	94.75	123.18	160.13	200.16
同比增长(%)	159	41	30	30	25
泵阀	3.05	83.30	316.54	506.46	709.05
同比增长(%)	(21)	2631	280	60	40
液压成套装置	80.75	90.42	99.46	119.35	149.19
同比增长(%)	1	12	10	20	25
其他业务	13.87	12.42	14.90	16.39	18.03
同比增长(%)	46	-10	20	10	10
总收入	1087.58	1370.10	2620.48	3435.74	4236.52
同比增长(%)	(1)	26	91	31	23

资料来源：公司公告，中银证券

PE 估值法估值

我们选取2017/18年的工程机械行业平均PE作为参照，工程机械的主机厂公司17/18年的一直预期PE为33/23，我们将恒立液压对应18年的PE定位40倍，高于工程机械行业平均值，原因有三个：1、公司作为零部件公司，主要的国产机械主机厂均为公司的客户；2、公司目前市值123亿左右，仍处于成长期；3、公司作为油缸零部件进口替代的唯一上市公司，具有很强的稀缺性。

基于对行业景气度和恒立液压基本面的乐观判断，我们给予公司2018年40倍PE，目标价32.80元，对应上涨空间52%，首次覆盖给予**买入**评级。

图表 45. 工程机械上市公司估值表 (万得数据一致预期)

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			16A	17E	18E	16A	17E	18E
000528.CH	柳工	9.23	0.04	0.33	0.47	210.84	27.59	19.58
002097.CH	山河智能	8.99	0.09	0.26	0.34	101.47	34.99	26.80
600031.CH	三一重工	7.78	0.03	0.32	0.45	292.28	24.32	17.40
000425.CH	徐工机械	3.84	0.03	0.13	0.18	129.01	30.40	21.02
000157.CH	中联重科	4.60	(0.12)	0.16	0.20	(37.57)	29.19	22.70
平均			0.04	0.24	0.33	135.75	32.51	22.98

资料来源：万得数据，中银证券

风险提示

宏观经济周期性波动风险：恒立液压主要为挖掘机等工程机械、海洋工程设备、港口船舶、大型工业设备等重型装备提供关键液压件。下游行业的发展与宏观经济形势具有较强的相关性。因此，恒立液压的营业业绩有可能受到宏观经济周期性波动的影响

市场竞争加剧风险：恒立液压在高压油缸领域已拥有较高的市场占有率和知名度。但在液压泵、阀和马达领域是市场的新进者，由于公司进入该领域，势必引起行业内的竞争加剧。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,088	1,370	2,620	3,436	4,237
销售成本	(866)	(1,088)	(1,865)	(2,434)	(2,970)
经营费用	(119)	(120)	(132)	(143)	(160)
息税折旧前利润	103	162	623	858	1,106
折旧及摊销	(152)	(175)	(199)	(249)	(316)
经营利润(息税前利润)	(49)	(13)	424	609	790
净利息收入/(费用)	32	30	(53)	(74)	(80)
其他收益/(损失)	91	75	75	75	75
税前利润	75	92	446	610	785
所得税	(14)	(25)	(67)	(92)	(118)
少数股东权益	(3)	(3)	0	0	0
净利润	58	64	379	519	667
核心净利润	68	70	382	522	670
每股收益(人民币)	0.101	0.112	0.601	0.823	1.059
核心每股收益(人民币)	0.109	0.111	0.607	0.828	1.064
每股股息(人民币)	0.060	0.066	0.252	0.000	0.000
收入增长(%)	(1)	26	91	31	23
息税前利润增长(%)	(250)	(74)	(3,472)	44	30
息税折旧前利润增长(%)	(36)	57	284	38	29
每股收益增长(%)	(31)	11	439	37	29
核心每股收益增长(%)	(29)	3	444	37	28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	75	92	446	610	785
折旧与摊销	152	175	199	249	316
净利息费用	(32)	(30)	53	74	80
运营资本变动	(21)	(34)	(739)	396	(757)
税金	(17)	(28)	(67)	(92)	(118)
其他经营现金流	3	(168)	(753)	18	(647)
经营活动产生的现金流	160	7	(860)	1,255	(340)
购买固定资产净值	(6)	14	243	313	283
投资减少/增加	35	6	53	53	53
其他投资现金流	(593)	(57)	(293)	(691)	(586)
投资活动产生的现金流	(564)	(37)	3	(325)	(250)
净增权益	(38)	(42)	(159)	0	0
净增债务	650	275	2,056	(405)	1,159
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(7)	(64)	(300)	(111)	(281)
融资活动产生的现金流	605	196	1,650	(413)	1,099
现金变动	201	166	794	517	508
期初现金	436	656	870	1,663	2,181
公司自由现金流	(404)	(30)	(857)	930	(591)
权益自由现金流	214	215	1,253	599	648

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,124	1,079	1,873	2,477	2,927
应收帐款	532	576	1,502	1,310	2,107
库存	436	590	1,290	1,128	1,784
其他流动资产	25	61	200	29	289
流动资产总计	2,116	2,307	4,865	4,944	7,099
固定资产	2,081	2,124	2,171	2,235	2,202
无形资产	266	280	278	277	276
其他长期资产	30	43	43	39	42
长期资产总计	2,377	2,448	2,492	2,551	2,521
总资产	4,701	5,199	7,607	7,810	9,955
应付帐款	201	338	591	628	851
短期债务	489	562	1,792	1,800	1,860
其他流动负债	126	169	242	233	306
流动负债总计	815	1,069	2,626	2,661	3,017
长期借款	205	410	1,235	822	1,921
其他长期负债	175	185	185	182	184
股本	630	630	630	630	630
储备	2,842	2,874	2,901	3,485	4,173
股东权益	3,473	3,505	3,531	4,115	4,803
少数股东权益	33	30	30	30	30
总负债及权益	4,701	5,199	7,607	7,810	9,955
每股帐面价值(人民币)	5.51	5.56	5.60	6.53	7.62
每股有形资产(人民币)	5.09	5.12	5.16	6.09	7.19
每股净负债/(现金)(人民币)	0.06	0.16	2.17	0.70	1.73

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.5	11.8	23.8	25.0	26.1
息税前利润率(%)	(4.5)	(0.9)	16.2	17.7	18.7
税前利润率(%)	6.9	6.7	17.0	17.8	18.5
净利率(%)	5.3	4.7	14.5	15.1	15.7
流动性					
流动比率(倍)	2.6	2.2	1.9	1.9	2.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	8.0	8.3	9.8
净权益负债率(%)	1.1	2.9	38.3	10.7	22.6
速动比率(倍)	2.1	1.6	1.4	1.4	1.8
估值					
市盈率(倍)	212.9	192.2	35.7	26.1	20.3
核心业务市盈率(倍)	197.5	192.6	35.4	25.9	20.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	294.5	287.2	52.8	38.6	30.1
市净率(倍)	3.9	3.9	3.8	3.3	2.8
价格/现金流(倍)	84.6	1,836.4	(15.7)	10.8	(39.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	131.1	83.9	23.9	16.3	13.2
周转率					
存货周转天数	188.5	172.2	184.0	181.3	179.0
应收帐款周转天数	155.8	147.6	144.7	149.4	147.2
应付帐款周转天数	74.1	71.9	64.7	64.8	63.7
回报率					
股息支付率(%)	65.5	64.6	41.9	0.0	0.0
净资产收益率(%)	1.7	1.8	10.8	13.6	15.0
资产收益率(%)	(0.9)	(0.2)	5.6	6.7	7.6
已运用资本收益率(%)	0.4	0.4	1.7	1.9	2.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

三一重工(600031.CH/人民币 8.20, 买入)

徐工机械(000425.CH/人民币 3.76, 未有评级)

柳工(000528.CH/人民币 8.89, 未有评级)

以2017年10月31日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371