



601100.CH

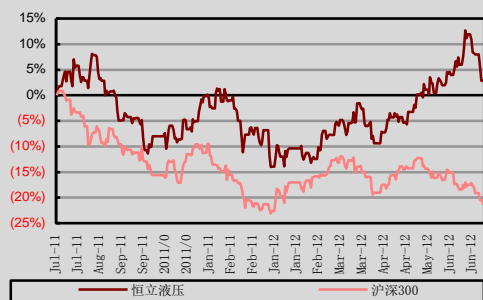
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 30.69

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.4	11.8	43.0	91.6
相对上证指数	1.5	6.6	40.4	81.4

发行股数(百万)	630
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	19,335
3个月日均交易额(人民币 百万)	174
净负债比率(%) (2018E)	净现金
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2018年1月31日收市价为标准

相关研究报告

《恒立液压: 高端液压件进口替代唯一标的》  
20171106  
《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

中银国际证券股份有限公司  
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

# 恒立液压

## 液压系统龙头, 泵阀产品已启动未来持续高速增长引擎

恒立液压发布 2017 年业绩预告, 预计 2017 年度实现归母净利润为 37,000-40,000 万元, 同比增长 425.94-468.59%。公司具有明显的技术优势和领先的市场地位, 产品研发路线: 油缸—泵阀—马达—液压系统, 产品线不断向技术难度更高、市场空间更大的方向延伸, 远期打造国内液压系统龙头公司。我们测算公司 2018 年归母净利润 7.1 亿元, 考虑到公司标的稀缺和快速成长性, 我们给予 2018 年 35 倍 PE, 上调目标价至 43 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 国内液压系统的龙头企业, 产品结构典型倒金字塔发展路径。公司具有明显技术优势: 以技术为主驱动力, 持续向难度更大、瓶颈更高、市场空间更广阔的产品进行研发和突破, 远期打造国内液压系统龙头公司。公司具有市场优势: 目前国内几乎没有竞争者, 主要对标企业如力士乐(德国 200 多年历史)、川崎(日本 140 年历史)、KYB(日本 99 年历史)等国际液压件龙头公司, 属于典型的国产化替代稀缺标的。
- 下游工程机械行业健康发展, 公司是最受益标的。我们判断工程机械行业经历大起(08-11年)大落(12-16年)之后, 将进入健康发展阶段。我们认为在挖机销量维持高位震荡的环境下, 公司油缸产品、泵阀产品都是最佳受益品种。油缸产品在下游主要客户的市占率已经很高, 整体成供不应求状态, 公司在无大量扩产的情况下, 更多通过调整产品结构和提高售价的方式, 以平衡需求。泵阀产品有望快速弥补市场空缺, 解决国内主机厂的燃眉之急。公司正逐步扩产, 有望不断满足市场需求, 提高市占率。
- 打造国际化企业愿景: 海外收入占比有望由 30% 提高到 50%。公司具备国际化基因, 油缸产品历时 4 年进入卡特彼勒供应链体系, 未来泵阀产品有望进一步导入。此外公司在北美市场开发高空作业平台客户 Snorkel 公司等, 欧洲市场开发 Liebherr 公司等, 和日本市场开发神钢, 久保田公司等, 正逐步开拓, 海外市场值得期待。

### 风险

- 工程机械行业出现断崖式下跌; 中大挖泵阀产品研发进度低于预期

### 估值

- 我们预测公司 2017-19 年每股收益为 0.668、1.236 和 1.557 元, 对应市盈率为 46、25 和 20 倍。考虑到公司成长性和稀缺性, 我们给予公司 2018 年 35 倍市盈率, 上调目标价至 43 元, 维持买入评级。

### 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	2,946	4,302	5,466
变动(%)	(1)	26	115	46	27
净利润(人民币 百万)	58	64	386	713	898
全面摊薄每股收益(人民币)	0.101	0.112	0.668	1.236	1.557
变动(%)	(30.9)	10.8	498.6	84.9	26.0
全面摊薄市盈率(倍)	304.4	274.8	45.9	24.8	19.7
价格/每股现金流量(倍)	121.0	2,626.2	34.6	17.0	30.1
每股现金流量(人民币)	0.25	0.01	0.89	1.80	1.02
企业价值/息税折旧前利润(倍)	187.3	119.7	28.9	16.1	12.5
每股股息(人民币)	0.060	0.066	0.252	0.741	0.934
股息率(%)	0.2	0.2	0.8	2.4	3.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**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	2,946	4,302	5,466
销售成本	(866)	(1,088)	(1,949)	(2,707)	(3,416)
经营费用	(119)	(120)	(331)	(419)	(524)
息税折旧前利润	103	162	666	1,177	1,526
折旧及摊销	(152)	(175)	(199)	(249)	(316)
经营利润(息税前利润)	(49)	(13)	468	927	1,210
净利息收入/(费用)	32	30	(31)	(42)	(58)
其他收益/(损失)	91	75	74	74	74
税前利润	75	92	511	959	1,227
所得税	(14)	(25)	(108)	(214)	(287)
少数股东权益	(3)	(3)	(18)	(33)	(41)
净利润	58	64	386	713	898
核心净利润	68	70	390	717	903
每股收益(人民币)	0.101	0.112	0.668	1.236	1.557
核心每股收益(人民币)	0.109	0.111	0.619	1.139	1.434
每股股息(人民币)	0.060	0.066	0.252	0.741	0.934
收入增长(%)	(1)	26	115	46	27
息税前利润增长(%)	(250)	(74)	(3,818)	98	30
息税折旧前利润增长(%)	(36)	57	311	77	30
每股收益增长(%)	(31)	11	499	85	26
核心每股收益增长(%)	(29)	3	456	84	26

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	511	959	1,227
折旧与摊销	152	175	199	249	316
净利息费用	(32)	(30)	31	42	58
运营资本变动	(21)	(34)	(79)	(84)	(159)
税金	(17)	(28)	(108)	(214)	(287)
其他经营现金流	3	(168)	5	183	(511)
经营活动产生的现金流	160	7	559	1,136	643
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)	(467)	(589)
净增债务	650	275	822	493	972
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(7)	(64)	(278)	(80)	(258)
融资活动产生的现金流	605	196	438	49	346
现金变动	201	166	1,000	860	739
期初现金	436	656	870	1,870	2,730
公司自由现金流	(404)	(30)	562	811	393
权益自由现金流	214	215	1,415	1,346	1,422

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	2,080	3,026	3,708
应收帐款	532	576	897	1,254	1,479
库存	436	590	533	206	726
其他流动资产	25	61	211	42	312
流动资产总计	2,116	2,307	3,721	4,529	6,225
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	6,463	7,395	9,081
应付帐款	201	338	632	722	976
短期债务	489	562	1,164	1,607	2,233
其他流动负债	126	169	268	276	362
流动负债总计	815	1,069	2,063	2,605	3,571
长期借款	205	410	629	679	1,025
其他长期负债	175	185	185	182	184
股本	630	630	630	630	630
储备	2,842	2,874	2,943	3,320	3,733
股东权益	3,473	3,505	3,573	3,950	4,363
少数股东权益	33	30	12	(21)	(62)
总负债及权益	4,701	5,199	6,463	7,395	9,081
每股帐面价值(人民币)	5.51	5.56	5.67	6.27	6.93
每股有形资产(人民币)	5.09	5.12	5.23	5.83	6.49
每股净负债/(现金)(人民币)	0.06	0.16	(0.12)	(0.71)	(0.34)

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	22.6	27.3	27.9
息税前利润率(%)	(4.5)	(0.9)	15.9	21.6	22.1
税前利润率(%)	6.9	6.7	17.3	22.3	22.4
净利率(%)	5.3	4.7	13.1	16.6	16.4
流动性					
流动比率(倍)	2.6	2.2	1.8	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	15.1	22.0	21.0
净权益负债率(%)	1.1	2.9			
速动比率(倍)	2.1	1.6	1.5	1.7	1.5
估值					
市盈率(倍)	304.4	274.8	45.9	24.8	19.7
核心业务市盈率(倍)	282.4	275.4	49.6	26.9	21.4
市净率(倍)	5.6	5.5	5.4	4.9	4.4
价格/现金流(倍)	121.0	2,626.2	34.6	17.0	30.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	187.3	119.7	28.9	16.1	12.5
周转率					
存货周转天数	188.5	172.2	105.2	49.8	49.8
应收帐款周转天数	155.8	147.6	91.3	91.3	91.3
应付帐款周转天数	74.1	71.9	60.1	57.4	56.7
回报率					
股息支付率(%)	65.5	64.6	41.2	65.5	65.5
净资产收益率(%)	1.7	1.8	10.9	18.9	21.6
资产收益率(%)	(0.9)	(0.2)	6.3	10.4	11.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

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