

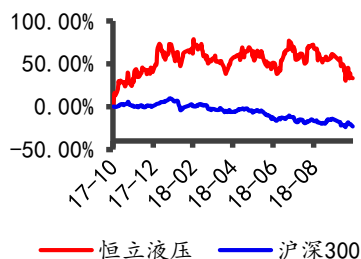
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	18.38
52周最高(元)	25.02
52周最低(元)	13.77
总市值(亿元)	162
流通市值(亿元)	162
总股本(亿股)	8.82
流通股本(亿股)	8.82
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	36.13

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
 SAC 执业证书编号：S1340511010001
 Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
 SAC 执业证书编号：S1340118010016
 Email: yanghao@cnpsec.com
 电话：010-67017788-9506

相关研究报告

《恒立液压(601100)：短期受益挖机景气，中期非标油缸、泵阀产品值得期待》-2018.9.6

受益公司产品放量，业绩略超预期
——恒立液压(601100)

事件：

10月29日晚间，公司发布2018年第三季度报告：公司1-9月合计实现营业收入约31.60亿元，同比增长55.92%；实现归母净利7.19亿元，同比增长160.38%；实现扣非净利6.20亿元，同比增长136.12%。

公司三季度单季实现营业收入9.96亿元，同比增长49.19%；实现归母净利2.56亿元，同比增长123.31%；实现扣非净利1.99亿元，同比增长72.97%。

核心观点

● **受益公司产品放量、汇兑收益增加，三季报业绩好于预期。**1) 整体来看，收入端受益于挖机专用油缸及主控泵阀销售增长带动，公司营业收入增长55.92%；利润端，因子公司产品放量规模效应、产品结构优化，叠加汇兑收益增加，归母净利同比增长160.38%，略超我们之前的预期。2) 盈利能力方面，三季报销售毛利率35.87%，因泵阀产品放量规模效应显著的影响，同比提升4.49个百分点，相比半年度提升1.27个百分点；销售费用率2.73%，相比半年度提升0.49个百分点；管理费用率(加研发费用)8.15%，相比半年度提升0.78个百分点，主要受职工薪酬、办公费及油缸、泵阀产品研发投入增加所致；因人民币贬值积极影响，公司汇兑收益大幅增加，财务费用率-1.37%，收益贡献为正。

● **挖掘机专用油缸：需求增速边际承压，但中短期仍稳健。**1) 行业层面，下游需求增速边际承压，但中短期大幅下滑概率较小。一方面，据挖掘机分会统计数据，2018年1-9月挖掘机累计销量15.6万台，同比+53.27%，在维持整体高增速的同时自4月以来单月增速环比持续回落，相比2016年的渐入佳境、2017年的高位持平，增速韧性明显不足；另一方面，以三一重工、徐工机械为代表的重点挖掘机主机厂商应收账款科目基本正常，过度信用销售透支需求迹象尚未显现，同时考虑到7月份国常会定调财政、货币政策双宽松，基建有望成为经济稳增长重要着力点，两者都将为2019年挖机油缸销售稳定提供支撑，下游需求中短期断崖式下滑概率小。2) 公司层面，产品市占率高、客户资源优质，有助抵御行业周期波动。2018H1公司挖掘机专用油缸产品市占率近50%，稳居行业第一；同时公司下游主机厂客户包括：卡特彼勒、三一、徐工等国内外龙头挖机供应商，主要下游客户挖掘机市占率合计约67.9%，公司借助规模效应、品牌优势、优质客户构建相对

竞争优势，有助于抵御行业周期波动。3) 关于本轮挖掘机景气顶点的判断上，考虑行业“产品提价-扩张产能-信用销售放宽”的行动链条，并结合三一、徐工上一轮景气周期“应收暴增-增速向下换挡-利润见顶向下”的时间跨度经验，悲观情况下景气顶点约在 2019H2-2020H1 期间。

● **重型装备用非标油缸：行业需求旺盛，公司产能协同+客户拓展顺利，中短期高增长可期。**公司非标油缸下游应用品类及收入占比约为：盾构机 40%-50% (2017 年为 46%)、起重机+高空作业平台约 20%、海工海事设备 10% 及其他 20%-25%，受益于不同应用领域需求弱关联性，公司该类业绩周期波动较小，在公司挖机油缸产品大幅下滑的 2012-2015 期间，非标油缸产品收入复合增速达到 21.5%，成为公司平抑挖机油缸周期业绩波动的关键力量。整体来看，非标油缸行业需求旺盛，公司产能协同+客户拓展顺利，中短期高增长可期：1) 目前我国已经成为全球盾构机最大的需求市场，2012-2016 年销售台数复合增速超过 26%，伴随着 2018-2020 年我国城轨建设高峰期到来，未来三年复合增速保守估计应在 20% 左右，公司国内盾构机油缸市占率近 70%，借规模优势、品牌优势产品增速有望高于行业增速；2) 考虑公司非标油缸产能可以和挖机油缸产能灵活切换以及公司积极拓展非标油缸销售渠道的因素，2018H2 伴随挖机销售淡季到来，非标油缸供给能力提升，业绩释放有望优于上半年；3) 公司在高空平台国内外客户拓展方面持续突破，在美国市场布局的起重机油缸现已开发马尼托瓦克、斯诺克等龙头客户，开始进入业绩收获期。

● **液压泵阀等品类：进口替代空间可观，中短期业绩迎来放量。**液压泵阀属液压系统动力元件，伴随近两年来公司产品逐步量产，板块收入增长快速，成为重要业绩增量来源：1) **泵阀产品成本价值占比高，进口替代空间大。**从产品价值构成上来看，液压泵阀件在挖机用液压系统中成本占比近六成 (其中液压泵、液压阀各占 30%)，是油缸的三倍，市场空间可观。目前博世力士乐、伊顿、川崎及林德等外资品牌占据国内泵阀等中高端液压市场近 90% 份额，中长期伴随国内厂商技术改进，进口替代空间很大；2) **阶段性产能缺口，为国内厂商提供供应链切入机遇。**2012-2015 年挖机周期底部期间，外资均收缩产能、以销定产，伴随着 2016 年末工程机械景气反弹，产能短期弹性有限，泵阀供需缺口扩大，公司有望借助此机会，进入主机厂商泵阀供应链；3) **产品逐步配套龙头主机厂商，业绩迎来放量。**2018 年以来，子公司液压科技受益于 15T 以下挖机用主控泵阀大批量全面配套三一、徐工、临工、柳工等国内龙头主机厂，同时高空作业车、水泥泵车、旋挖钻机、定向钻机用泵阀得以量产，三季报显示子公司液压科技泵阀产品收入同比增长达 325.12%。考虑到目前公司中大挖机用泵阀已小批量配套主机厂，正处于逐步试用阶段，后期放量将有望为公司 2019、2020 贡献可观业绩。

● **盈利预测与评级：**考虑到三季报业绩超预期的情况，上调财务预测，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.04 元、1.39 元和 1.38 元，目前股价对应 2018-2020 年动态市盈率分别为 17.7 倍、13.2 倍和 13.3

倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**下游挖机景气持续性不及预期；非标油缸、泵阀产品业绩释放不达预期；汇率波动损益风险。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,795	4,227	5,317	5,349
增长率（%）	104.0%	51.2%	25.8%	0.6%
净利润（百万元）	382	915	1,230	1,216
增长率（%）	442.9%	139.7%	34.3%	-1.1%
EPS（元）	0.43	1.04	1.39	1.38

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。