

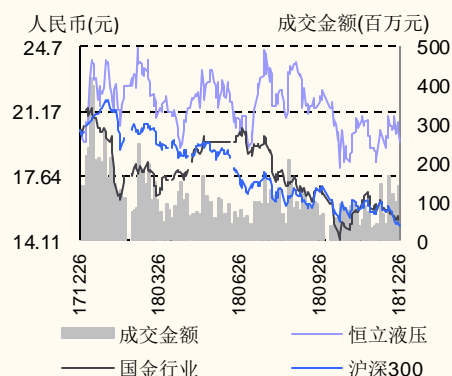
## 恒立液压 (601100.SH) 买入 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 19.50 元  
 目标价格 (人民币): 25.00-25.00 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	882.00
总市值 (百万元)	17,199.00
年内股价最高最低 (元)	24.72/18.08
沪深 300 指数	3002.03
上证指数	2498.29



## 液压件国产化龙头，泵阀业务驱动增长

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.112	0.606	0.972	1.178	1.395
每股净资产 (元)	5.56	6.10	7.22	8.63	10.35
每股经营性现金流 (元)	0.01	0.24	0.61	0.73	1.23
市盈率 (倍)	143.82	45.26	20.06	16.55	13.98
净利润增长率 (%)	10.77%	442.90%	124.42%	21.22%	18.43%
净资产收益率 (%)	2.01%	9.93%	18.83%	19.10%	18.88%
总股本 (百万股)	630.00	630.00	882.00	882.00	882.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **潜心修炼内功，铸就国产液压件行业龙头。**恒立液压主营液压元件的研发制造，公司从最初挖机专用油缸，拓展到非标油缸及液压泵阀领域。2016年下半年开始，挖机市场景气复苏，公司油缸业务大幅增长；同时液压泵阀顺利切入市场，市占率稳步提升。2018前三季度公司收入 31.6 亿、同比增长 56%，归母净利润 7.19 亿、同比增长 160%。
- **液压泵阀放量突破。**挖机液压泵阀市场规模是油缸两倍，此前基本由国外厂商占据。公司在行业低谷期持续投入，成立液压科技子公司重点开发泵阀产品；同时对外收购上海立新及德国哈威 InLine，获取行业领先的品牌和技术。2017年，借助下游工程机械复苏，公司顺利切入挖机泵阀市场，实现收入 2.5 亿、同比增长 198%；目前小挖泵阀已大批量出货，中大挖泵阀完成产线布局，产能逐步释放。
- **挖机油缸趋于稳定。**公司挖机油缸业务与整机销量高度相关，2011年至今挖机行业经历萧条到复苏周期，挖机油缸收入随之波动。2018年前 11 月挖机累计销量 18.74 万台、增长 48%，展望后续更新需求占据主导、行业销量趋于稳定，公司继续拓展客户范围，预计挖机油缸仍有增长空间。
- **非标油缸提供安全垫。**公司在非标油缸领域具备优势，国内盾构机市场份额一度超过 70%，在过去几年挖机行业低谷时期，公司加大开拓非标油缸业务，平滑整体收入的波动。今年以来，公司在海外高空作业平台、海工装备等非标油缸领域取得了较快的增长。国内盾构机+海外高空作业平台两大市场液压油缸需求量在 30 亿元/年，非标油缸庞大分散的市场为公司提供业绩保障的安全垫。

## 投资建议

- 我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 8.6 亿、10.4 亿、12.3 亿元，同比增长 124%、21%、18%；PE 分别为 20、17、14 倍。首次覆盖给予“买入”评级，6-12 个月目标价 25 元。

## 风险提示

- 挖机销量大幅下降的风险；应收账款与存货上升的风险；泵阀产品市场销售不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险。

卞晨曦 分析师 SAC 执业编号: S1130518070004  
 biancy@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人  
 zhaoyuewei@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、潜心修炼内功，铸就国产液压件龙头.....	5
1.1、液压油缸起家，历史业绩跟随挖机行业.....	5
1.2、挖机经历周期低谷复苏，基建补短板稳定需求.....	7
2、挖机油缸稳定，液压泵阀突破.....	9
2.1、挖机油缸：总体需求趋于稳定，市场份额仍有提升空间.....	9
2.2、液压泵阀：行业低迷期坚定投入，借势复苏快速崛起.....	12
3、非标油缸提供安全垫，工业装备液压件需求广阔.....	14
3.1、非标油缸下游广泛，具备较强抗风险能力.....	14
3.2、产能释放带来制造费用摊薄，钢价下行有利毛利率稳定.....	17
盈利预测与投资建议.....	19
风险提示.....	20

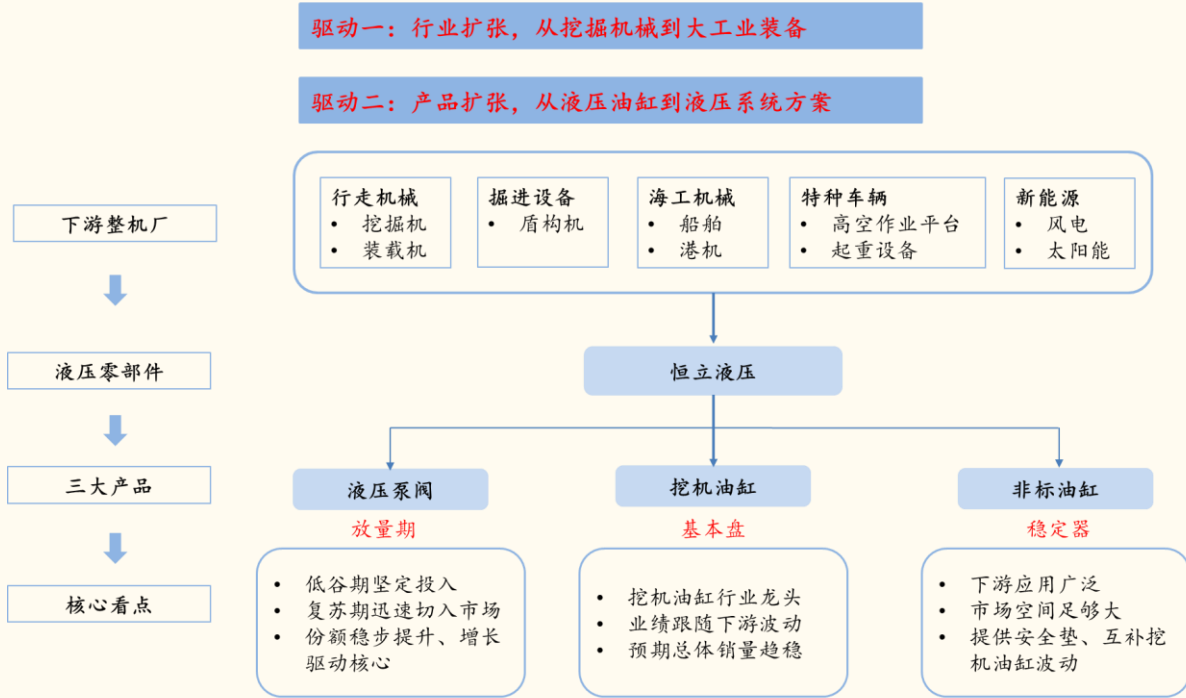
## 图表目录

图表 1：恒立液压投资逻辑.....	4
图表 2：挖掘机销量的决定因素.....	4
图表 3：公司产品下游分类.....	5
图表 4：下游领域及客户.....	5
图表 5：公司重点子公司业务布局.....	6
图表 6：公司历史收入表现.....	6
图表 7：公司历史净利润表现.....	7
图表 8：挖掘机销量的决定因素.....	7
图表 9：挖掘机历史销量及增速.....	8
图表 10：固定资产投资规模与挖机销量测算.....	8
图表 11：挖掘机液压系统主要构成.....	9
图表 12：液压产品下游销售分布.....	9
图表 13：公司历年分产品收入（亿元）.....	10
图表 14：2017 年分产品收入构成.....	10
图表 15：挖机油缸市场规模预计.....	10
图表 16：挖机油缸主要供应商.....	11
图表 17：恒立液压挖机油缸销量.....	11
图表 18：公司挖机油缸市场份额跟随龙头主机厂提高.....	11
图表 19：国内挖机油缸市场需求测算.....	11
图表 20：挖机泵阀市场规模预计.....	12
图表 21：国内挖机销量增速高于国外液压件收入增速.....	12
图表 22：公司液压泵阀业务发展布局.....	13
图表 23：公司泵阀业务收入变化.....	13
图表 24：上海立新与液压科技净利润（万元）.....	14

图表 25: 我国液压市场销售规模.....	15
图表 26: 液压产品下游销售分布.....	15
图表 27: 重型装备非标油缸下游应用领域.....	16
图表 28: 公司非标油缸收入规模持续增长.....	16
图表 29: 我国城轨新增运营线路长度及预测 (公里).....	17
图表 30: 欧美高空作业平台液压油缸市场规模测算.....	17
图表 31: 公司分产品毛利率.....	18
图表 32: 公司成本构成.....	18
图表 33: 公司挖机油缸单位产品成本 (元/只).....	18
图表 34: 钢材价格 10 月下旬开始下行.....	19
图表 35: 公司分产品收入拆分.....	20

- **公司投资逻辑：**恒立液压是国内液压零部件龙头，从行业角度，液压件是核心基础零件，公司市场从挖机延伸到各类重型装备，应用空间扩张；从产品角度，公司在液压油缸保持高市占率，液压泵阀进入放量期。

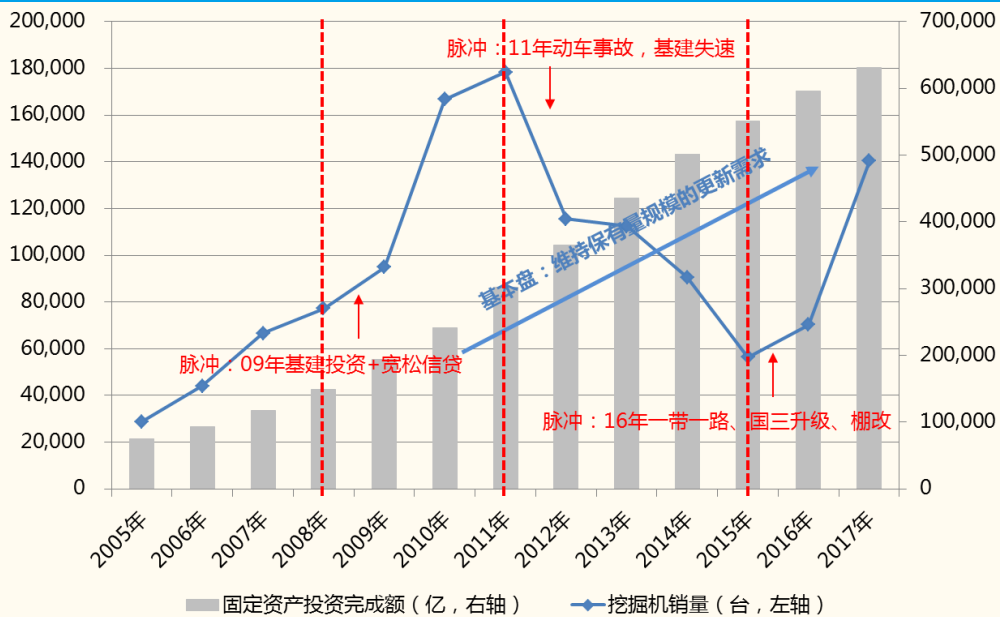
图表 1：恒立液压投资逻辑



来源：公司公告，国金证券研究所

- **关键因素：对下游挖机销量的分析。**挖掘机销量由“基本需求+脉冲需求”两部分因素决定，其中固定资产投资规模决定挖机需求的基本盘，脉冲因素影响销量增长的弹性。当前基建补短板预期之下，固定资产投资增速平稳，脉冲因素没有明显变化，预计未来挖机销量趋于稳定。

图表 2：挖掘机销量的决定因素



来源：国家统计局，工程机械协会，国金证券研究所

## 1、潜心修炼内功，铸就国产液压件龙头

### 1.1、液压油缸起家，历史业绩跟随挖机行业

- 恒立液压是液压元件及系统的专业制造商。公司产品从液压油缸，扩展到液压泵阀、液压马达等领域，下游应用包括挖掘机、盾构机、海工、高空作业平台、风电太阳能等装备制造行业。

图表 3：公司产品下游分类

产品分类	细分品种	下游行业
液压油缸	挖机专用油缸	液压挖掘机
	重型装备非标油缸	盾构机、高空作业平台、海工装备、新能源
液压泵	高压柱塞泵	挖掘机、起重机、高空作业、搬运机械
	重载柱塞泵	农林机械、起重机械、升降机械、工程机械
液压阀	行走机械液压阀	挖掘机、起重机、装载机
	工业液压阀	压力、流量、方向三大类工业用液压阀
液压系统	--	盾构机、注塑机、风电、水利、物料输送等

来源：公司网站，国金证券研究所

- 客户从国内一线主机厂拓展到海外龙头公司。公司下游客户从国内工程机械龙头，如三一、徐工、柳工等，逐步进入到卡特、神钢等国外工程机械企业供应体系，目前已经覆盖了全球知名的工程机械主机厂商。在挖掘机专用油缸领域，公司市场份额约 50%；盾构机非标油缸领域，市占率超过 70%。

图表 4：下游领域及客户

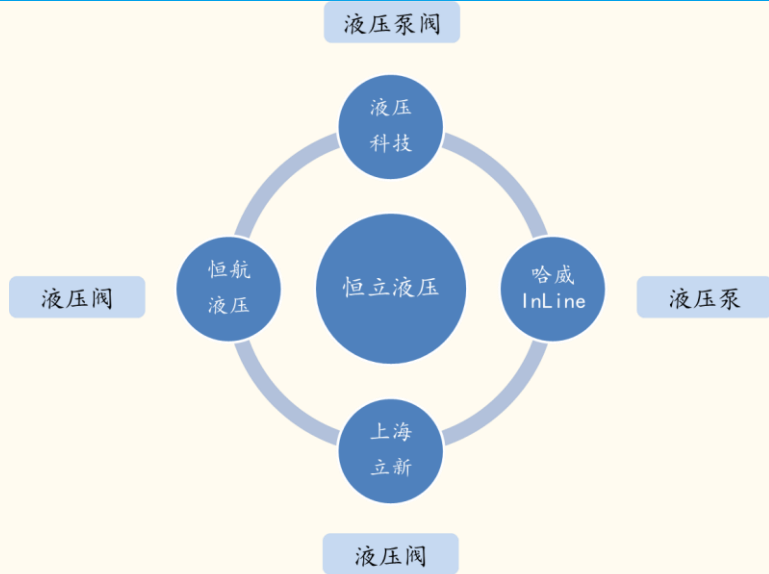
产品分类	主要客户
挖掘机	卡特彼勒、神钢、日立、久保田、加藤； 三一、徐工、柳工、山东临工
盾构机	中铁铁建、中铁装备、小松、大林组、特瑞特科、日立造船、 罗宾斯
海工	TTS、麦基嘉、国民油井
高空作业平台	马尼托瓦克、特雷克斯、帕尔菲格
工业液压	海天国际、伊之密、安德里茨

来源：公司公告，国金证券研究所

- 上市资本实力增强，内外布局逐渐完善。2011 年公司上市募集资金 23.32 亿元，资金实力大为增强，一方面投资扩产，增加高精密铸件产能，建设

液压泵阀生产线；另一方面，对外收购直接获取液压泵阀产品和技术，2012年收购上海立新，2015年收购德国哈威 InLine。

图表 5：公司重点子公司业务布局

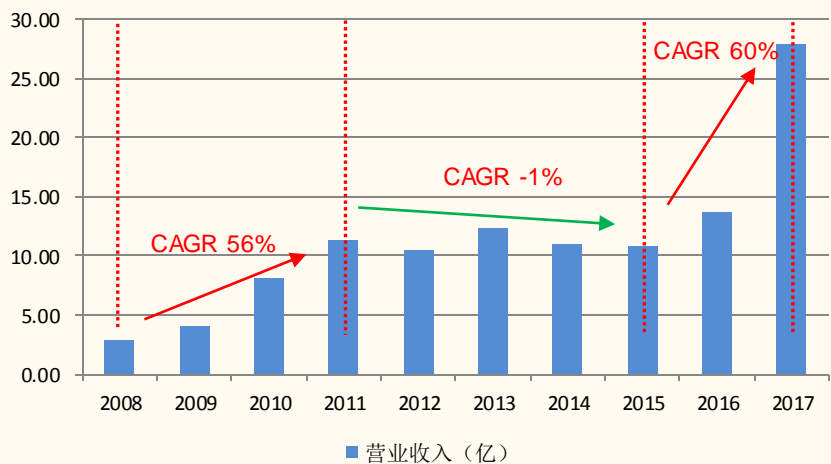


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 历史业绩跟随挖机行业，2016年起步入增长通道：

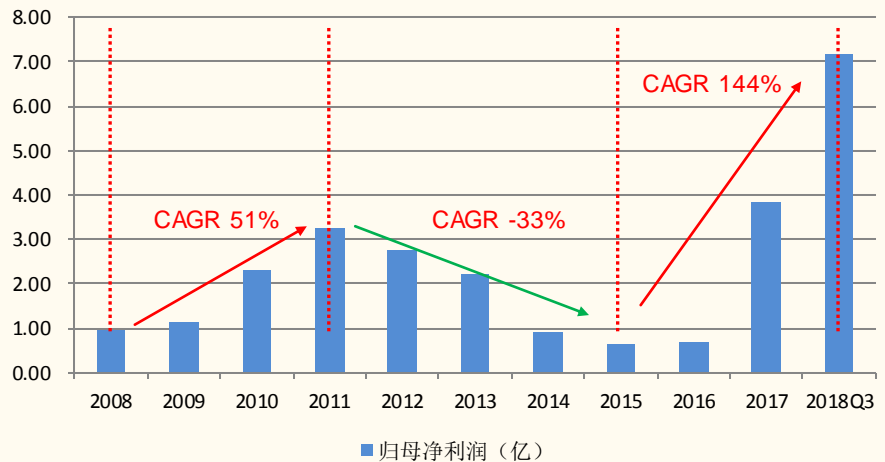
- (1) 2008年至2011年，国内工程机械快速发展，对液压油缸需求大增，公司收入复合增速达到56.4%。
- (2) 2011年至2015年，工程机械由繁荣进入低谷，挖掘机销量由前期高点砍去七成；由于非标油缸业务的拓展，公司总收入得以稳定，但净利润明显下滑。
- (3) 2015年至2018年，工程机械行业复苏，挖机销量突破前期高点，2017年公司收入规模达到新高27.95亿元、同比增长104%。2018前三季度，公司收入31.6亿、增长56%，归母净利润7.2亿、增长160%。

图表 6：公司历史收入表现



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：公司历史净利润表现

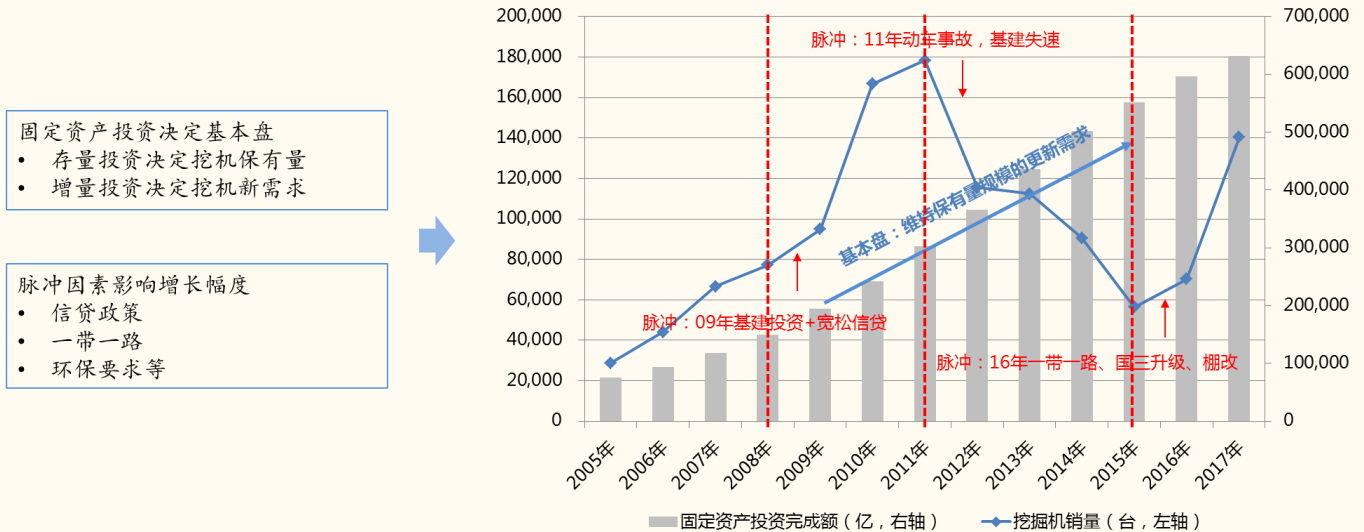


来源：公司年报，国金证券研究所

### 1.2、挖机经历周期低谷复苏，基建补短板稳定需求

- 挖机销量由“基本需求+脉冲需求”两部分决定。公司最大的下游行业为液压挖掘机，是工程机械大类中市场规模最大的细分品种，2016年以来的工程机械行业的复苏，挖掘机是最主要的推动力。固定资产投资规模决定挖机需求的基本盘，脉冲因素（如信贷政策、环保要求、一带一路等）影响销量增长的幅度。在当前基建补短板的预期之下，固定资产投资增速平稳，脉冲因素没有明显变化，预计未来挖机销量大概率持平、小幅波动。

图表 8：挖掘机销量的决定因素

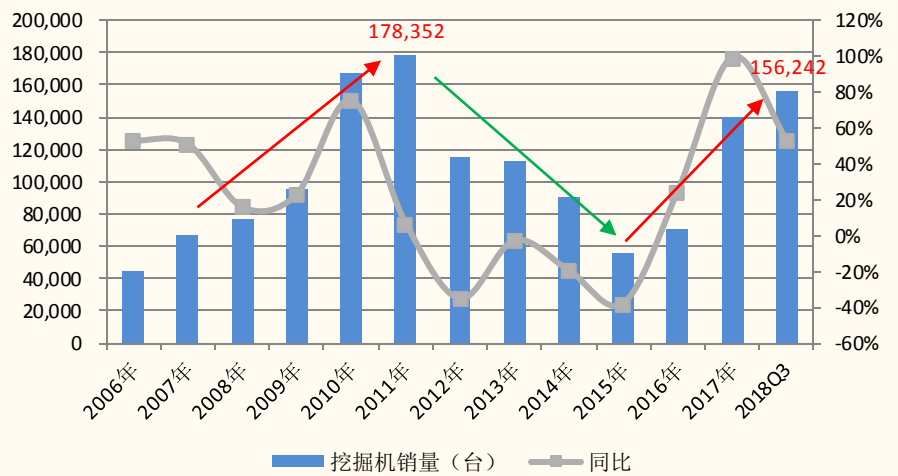


来源：国家统计局，工程机械协会，国金证券研究所

- 2008-2011 年是国内工程机械第一轮繁荣期，基建、房地产投资的扩张叠加宽松的信贷政策，促成了挖机需求的爆发，年销量由 7.7 万台增长至 17.8 万台。
- 随后基建大幅减速，固定资产新增投资需求下降，工程机械行业进入下行期，挖机销量持续萎缩，2015 年销量 5.63 万台，仅有 2011 年的 32%。
- 2016 年下半年，挖机行业开始复苏，单月销量增速升至 50% 以上，全年累计增长 25%；2017 年复苏趋势强化，全年销量同比翻番、达到

14万台；截至2018年前11月，挖机累计销量18.74万台、同比增长48%。

图表 9：挖掘机历史销量及增速



来源：工程机械行业协会，国金证券研究所

- **挖机需求测算模型：存量更新+增量采购+净出口。**挖机需求基本盘来自于固定资产的投资规模，维持现有保有量的更新换代，以及对增量投资的新增采购。测算2019-2022年我国挖机需求量在20万~22万台之间，其中存量设备更新比例超过50%。
  - (1) 更新需求：2017年底，我国液压挖掘机保有量155.7~168.6万台，较上年增长约3.9%。工程机械依据不同工况和维保状态，使用期限在10~20年，按照15年平均寿命估算更新替代需求。
  - (2) 新增需求：当前挖机在固定资产投资当中的使用密度为2.46台/亿元，按照固定资产投资增长4%~5%计算新增需求。
  - (3) 净出口量：近年挖机出口与进口基本持平，出口略大于进口，差额约400台。

图表 10：固定资产投资规模与挖机销量测算

年份	固定资产投资额 (亿)	挖机密度 (台/亿元)	挖机保有量 (万台)	挖机销量 (台)			
				新增需求	更新需求	净出口	总需求
2019E	702,410	2.46	173.1	85,577	115,419	600	201,596
2020E	737,530	2.46	181.8	86,564	121,190	800	208,554
2021E	772,932	2.46	190.5	87,257	127,007	1,000	215,264
2022E	808,487	2.46	199.3	87,635	132,849	1,200	221,684
2023E	843,252	2.46	207.8	85,688	138,562	1,400	225,650

来源：工程机械行业协会，国金证券研究所预测

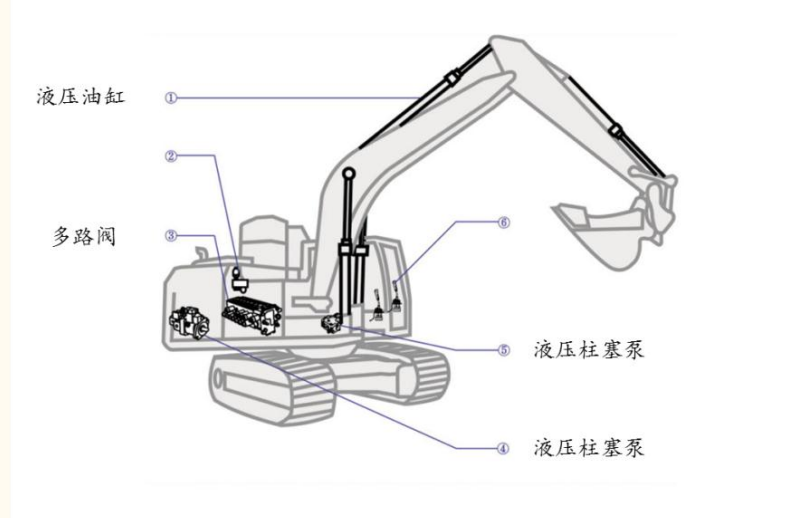
- **2019年挖机行业的脉冲因素：**一是铁路、公路、能源等领域的基建补短板措施对需求的支撑；二是挖掘机在矿山开采与农村基建的应用继续加深；三是2020年国四排放标准进入实施阶段。当前基建补短板的预期之下，固定资产投资平稳，脉冲因素没有明显变化，预计未来挖机销量趋于稳定。

## 2、挖机油缸稳定，液压泵阀突破

### 2.1、挖机油缸：总体需求趋于稳定，市场份额仍有提升空间

- 挖掘机液压系统一般包含：动力元件（液压泵）、控制元件（液压阀）、执行元件（液压油缸、马达）、动力媒介（液压油）、辅助元件（油箱、压力计、蓄能器等），是挖掘机的执行机构与核心部件。

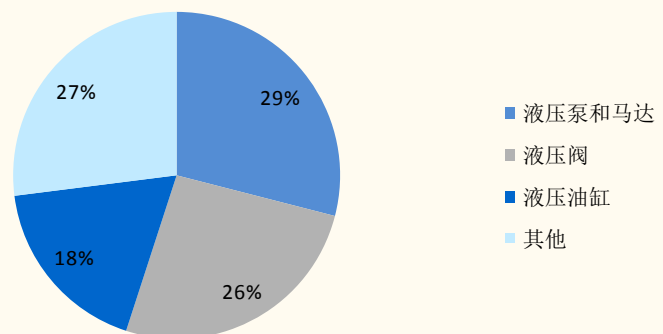
图表 11：挖掘机液压系统主要构成



来源：恒立液压网站，国金证券研究所

- 挖掘机液压系统占整机成本 30%左右，其中液压泵和马达占液压系统 29%，液压阀占比 26%，液压油缸占 18%，其他占比 27%。挖掘机专用油缸包括动臂油缸、斗杆油缸、铲斗油缸等，通常一台液压挖掘机需要装配四只油缸。

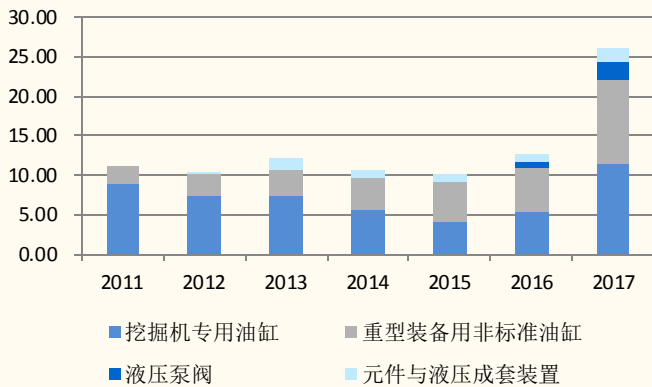
图表 12：液压产品下游销售分布



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

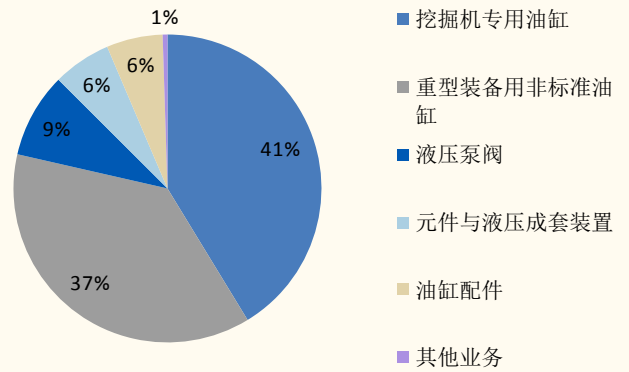
- 公司挖机油缸收入占比最大，液压泵阀快速增长。液压油缸是公司成熟产品，2017年在总收入中占比 78%，其中挖机油缸占比 41%，非标油缸占比 37%。液压泵阀是公司重点拓展的新产品，收入规模快速放量，2017年达到 2.49 亿元、同比增长 200%，在总收入中的比例达到 9%。液压成套装置在总收入中占比 6%，主要为上海立新及液压科技部分工业泵阀产品。

图表 13: 公司历年分产品收入 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 2017 年分产品收入构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 在挖机销量总体趋于稳定的情况下, 油缸市场需求将保持平稳。测算 2019-2021 年国内挖机油缸市场规模达到 32 亿、34 亿、35 亿元。
  - (1) 大、中、小挖销量占比结构为: 大挖 15%、中挖 25%、小挖 60%。
  - (2) 油缸价格: 大挖油缸均价约 10000 元/个, 中挖 4000 元/个, 小挖 2000 元/个。

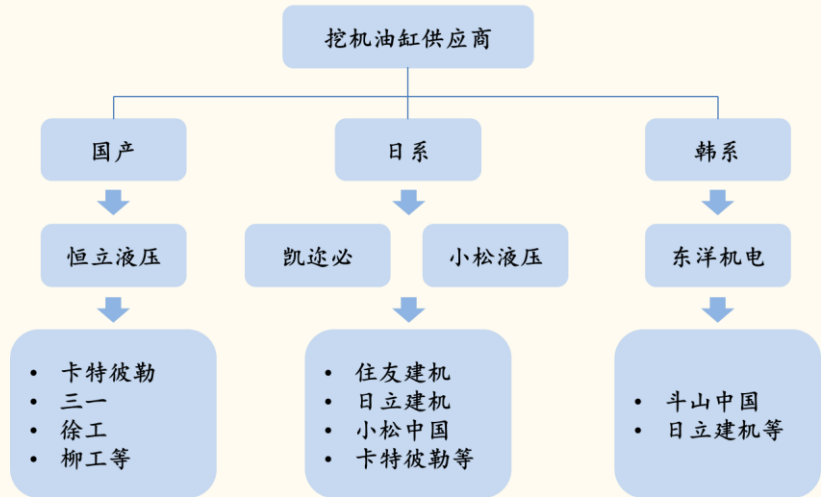
图表 15: 挖机油缸市场规模预计

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
挖机销量 (台)	201,596	208,554	215,264	221,684	225,650
大挖占比	15%	15%	15%	15%	15%
中挖占比	26%	25%	25%	25%	25%
小挖占比	59%	60%	60%	60%	60%
<b>挖机油缸需求量 (个)</b>	<b>806,383</b>	<b>834,216</b>	<b>861,055</b>	<b>886,737</b>	<b>902,599</b>
大挖需求	120,957	125,132	129,158	133,010	135,390
中挖需求	209,660	208,554	215,264	221,684	225,650
小挖需求	475,766	500,530	516,633	532,042	541,559
<b>挖机油缸市场规模 (亿)</b>	<b>31.50</b>	<b>33.95</b>	<b>35.04</b>	<b>36.09</b>	<b>36.74</b>
大挖市场规模	12.70	13.76	14.21	14.63	14.89
中挖市场规模	8.81	9.18	9.47	9.75	9.93
小挖市场规模	9.99	11.01	11.37	11.70	11.91

来源: 国金证券研究所预测

- **挖机专用油缸国产厂商占据主导。**国内挖机油缸市场存在国产、日系、韩系三类供应商, 其中国产油缸制造商已经占据主导, 行业龙头恒立液压市场份额接近 50%; 日系小松液压主要供应小松中国工厂, 韩系东洋机电配套斗山中国、日立建机等挖机厂商。但在液压泵阀领域, 大部分依靠进口, 尤其在中大挖泵阀市场, 基本全部依靠进口。

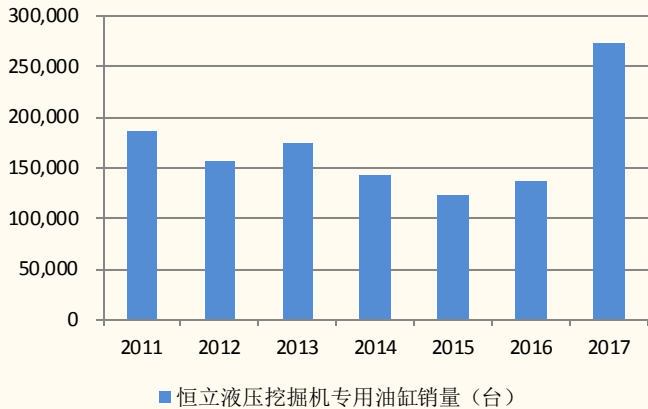
图表 16: 挖机油缸主要供应商



来源: 公司公告, 国金证券研究所

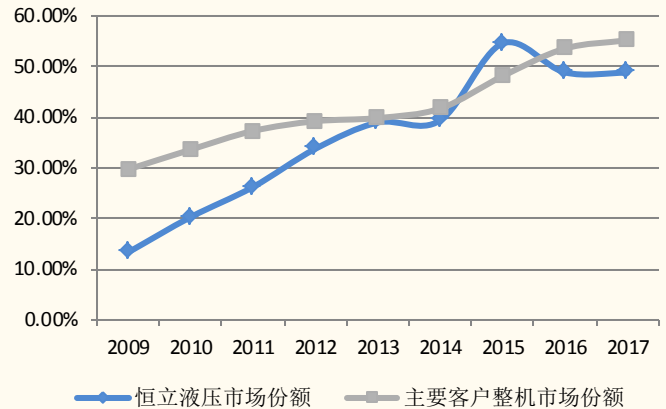
- 2009 年国内挖机市场增长初期, 公司挖机油缸销量 5.06 万台, 占国内挖机油缸市场份额约 13.3%。到 2017 年, 恒立挖机油缸销量 27.41 万台, 公司在挖机专用油缸市场份额约 48.8%。公司客户主要为三一、柳工、徐工、玉柴等大型主机厂, 行业低谷期中小主机厂退出, 市场份额向一线龙头厂商集中, 公司与客户一同发展, 挖机油缸市场份额逐步提高。

图表 17: 恒立液压挖机油缸销量



来源: 工程机械工业协会, 国金证券研究所

图表 18: 公司挖机油缸市场份额跟随龙头主机厂提高



来源: 公司公告, 工程机械行业协会, 国金证券研究所

- 在挖机总体销量保持稳定的情况下, 公司份额随主机厂份额仍存在有小幅的提升空间, 预计公司挖机油缸业务销量增速在 5%~10%。

图表 19: 国内挖机油缸市场需求测算

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
挖机油缸市场需求量 (万个)	80.64	83.42	86.11	88.67	90.26
恒立液压市场份额	52%	53%	53%	54%	55%
恒立液压挖机油缸销量 (万个)	42.00	44.00	46.00	48.00	50.00
销量增速	--	5%	5%	4%	4%

来源：国金证券研究所预测

## 2.2、液压泵阀：行业低迷期坚定投入，借势复苏快速崛起

- 从价值量来看，液压泵阀是油缸的两倍，技术难度更高。以挖机销量测算为基础，预计 2019-2021 年国内挖掘机液压泵阀市场规模有望达到 69 亿、71 亿、73 亿元。

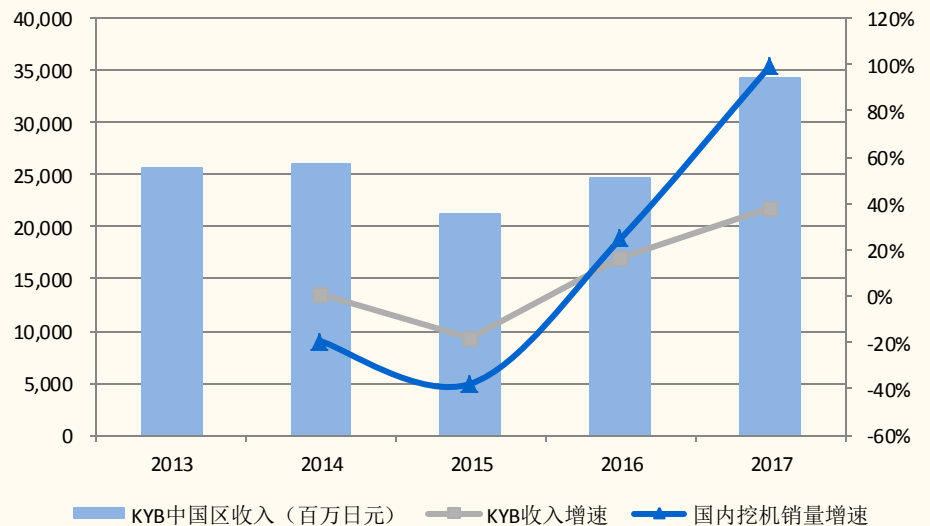
图表 20：挖机泵阀市场规模预计

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
挖机销量（台）	201,596	208,554	215,264	221,684	225,650
大挖占比	15%	15%	15%	15%	15%
中挖占比	26%	25%	25%	25%	25%
小挖占比	59%	60%	60%	60%	60%
挖机泵阀市场规模（亿）	69.05	70.91	73.19	75.37	76.72
大挖市场	30.24	31.28	32.29	33.25	33.85
中挖市场	20.97	20.86	21.53	22.17	22.56
小挖市场	17.84	18.77	19.37	19.95	20.31

来源：国金证券研究所预测

- 挖机液压泵阀当前主要依靠进口，国外供应商包括日本川崎重工，德国博世力士乐，美国伊顿等国际液压件巨头。2017 年，国内挖机销量同比增长 99.5%，日本液压件厂商 KYB 中国区收入增长 38%，主机厂销量增速明显高于国外零部件厂商收入增速。国外液压件厂商出现产能不足、供货周期延长，恒立液压等国内液压制造商迎来市场切入机遇。

图表 21：国内挖机销量增速高于国外液压件收入增速



来源：KYB 年报，工程机械行业协会，国金证券研究所

- 公司内外兼修，液压泵阀持续投入。在挖机油缸取得市场优势地位的同时，公司借助上市融资机遇，开始拓展液压泵阀市场。高精密铸件是液压产品主要瓶颈，2011 年公司投资 5.94 亿元建设高精密液压铸件一期项目；2018 年，由于一期项目产能利用饱满，公司计划自有资金投入 5 亿建设高精密液压铸件项目二期，以支持液压泵、液压阀产品发展。外延方面，公

司先后收购上海立新与德国哈威 InLine，获得国内领先和国际知名的液压泵阀产品品牌。

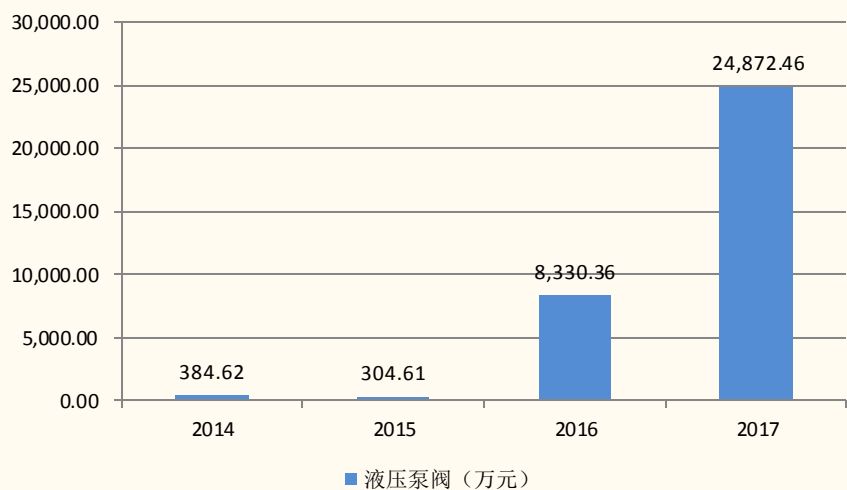
图表 22：公司液压泵阀业务发展布局



来源：公司公告，国金证券研究所

- **受益挖机行业复苏，泵阀业务初见成效。**从 2011 年到 2015 年，公司内外并举，形成了液压泵阀的产品能力。2014 年，公司液压泵阀实现收入 385 万元，彼时工程机械行业仍处于低谷期。2016 年下半年，下游开启复苏，挖机销量自 8 月起稳步增长，全年累计销量增长 19%。公司前期投建的液压生产基地，也达到了预定状态，恰逢行业复苏、收入开始放量，小型挖机液压泵阀批量配套三一、柳工、徐工等龙头主机厂，2016 年累计销量约 4000 台，贡献收入 8330 万。
- **借势供给缺口，公司产品迅速切入市场。**2017 年挖机销量大幅增长，达到 14 万台，增长 99.5%。国外液压泵阀供应商出现产能不足，难以满足市场需求的爆发增长。公司借势行业缺口，小挖泵阀继续在国内主机厂中推广使用，同时中大挖泵阀产品加速推进，并开始小批量配套主机厂。

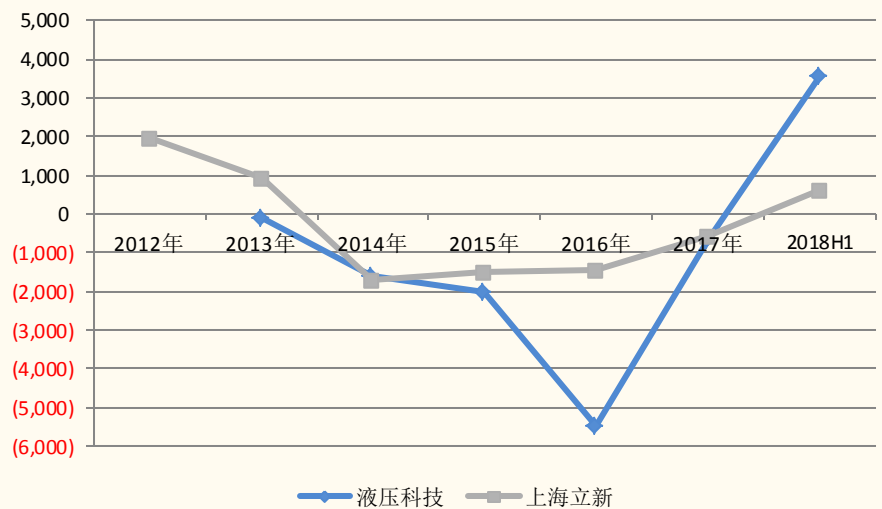
图表 23：公司泵阀业务收入变化



来源：wind，国金证券研究所

- 公司泵阀产品处于向上增长期，小挖市场已经取得突破，在 15T 及以下机型中大批量全面配套国内主流主机厂，预计 2018 年在小挖泵阀占有近 20% 市场。中大挖泵阀产线到位，产能有效补充，出货量稳步提升。
- 销售放量、规模效应体现，液压泵阀子公司逐步扭亏为盈。此前几年子公司液压科技资本开支大，但销售规模尚未放量，单位产品摊销成本较高，2014-2016 年连续亏损，其中 2016 年亏损 5469 万。2017 年，借势行业回暖东风，及产品储备，子公司液压科技的泵阀销售开始放量，规模效应显现，2018 中报实现盈利 3550 万。

图表 24：上海立新与液压科技净利润（万元）



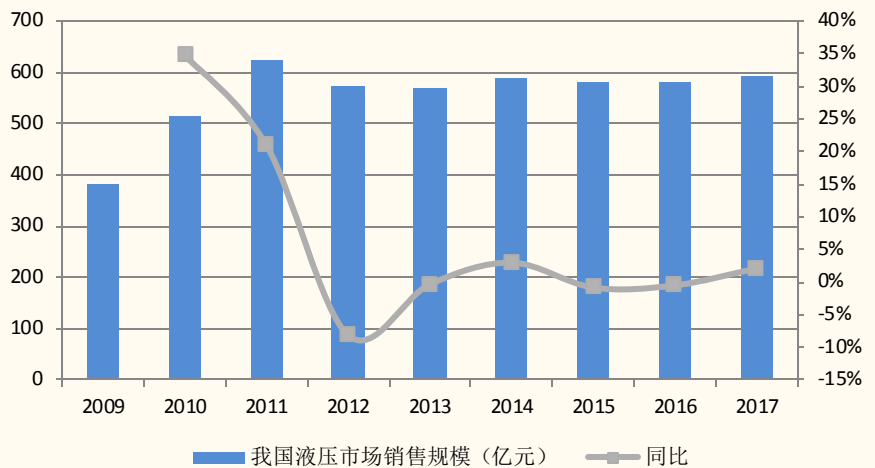
来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、非标油缸提供安全垫，工业装备液压件需求广阔

#### 3.1、非标油缸下游广泛，具备较强抗风险能力

- 从整体机械装备工业来看，液压传动具有功率重量比大、体积小等优点，机械装备工业中得到广泛应用。发达国家中液压工业产值占机械工业总产值的比例 2%~3.5%，2017 年我国液压行业销售额达到 592 亿元，占整个机械工业总产值比例不到 1%。

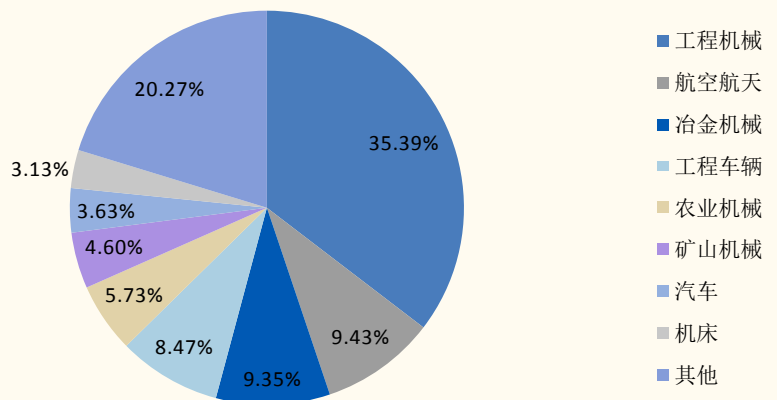
图表 25：我国液压市场销售规模



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 液压件在大型工业装备中应用较广，如工程机械、航空航天、冶金机械、农业机械、矿山机械等。根据中国产业信息网数据，2014 年工程机械领域液压产品销售额占液压市场的 35%。

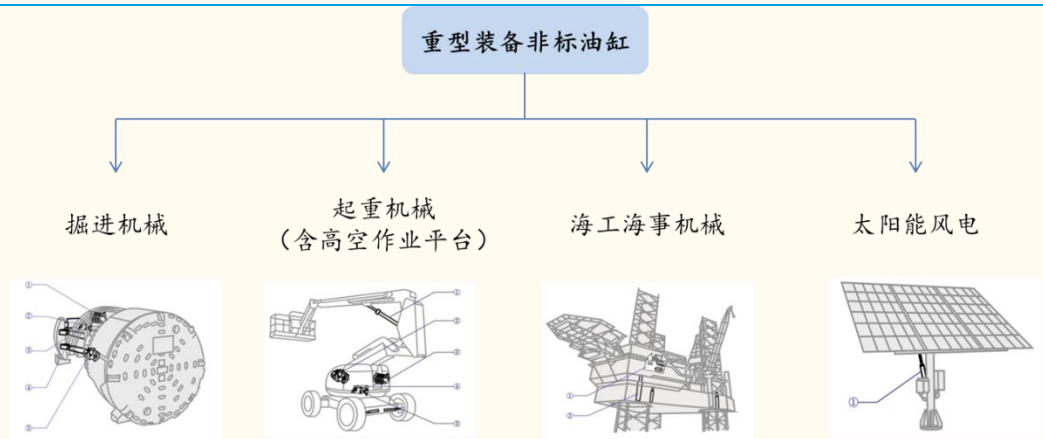
图表 26：液压产品下游销售分布



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 公司重型装备用非标油缸应用广泛，下游覆盖盾构机、海工装备、高空作业平台、新能源等领域。国内城轨建设预计将在 2020 年迎来通车高峰期，带来盾构机市场需求稳定；海外市场高空作业平台、起重设备需求旺盛，非标业务有较大的弹性市场开拓空间。

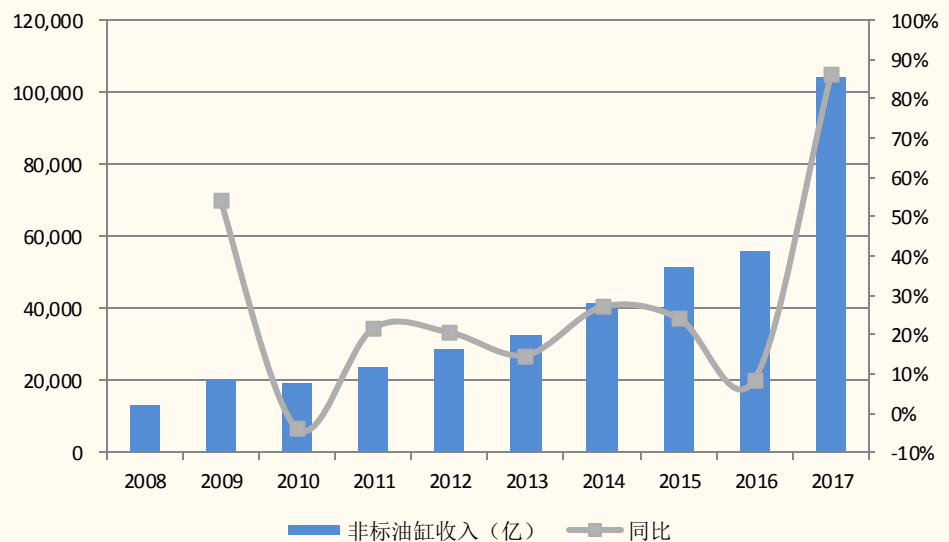
图表 27：重型装备非标油缸下游应用领域



来源：公司网站，国金证券研究所

- 在挖机行业下行期，公司发力开拓重型装备市场，非标油缸销量与收入稳步提升。2011 至 2015 年，公司非标油缸业务收入从 2.36 亿元增加至 5.16 亿元，年均复合增速 21.5%，对冲了挖机油缸业务收入下降带来的不利影响。

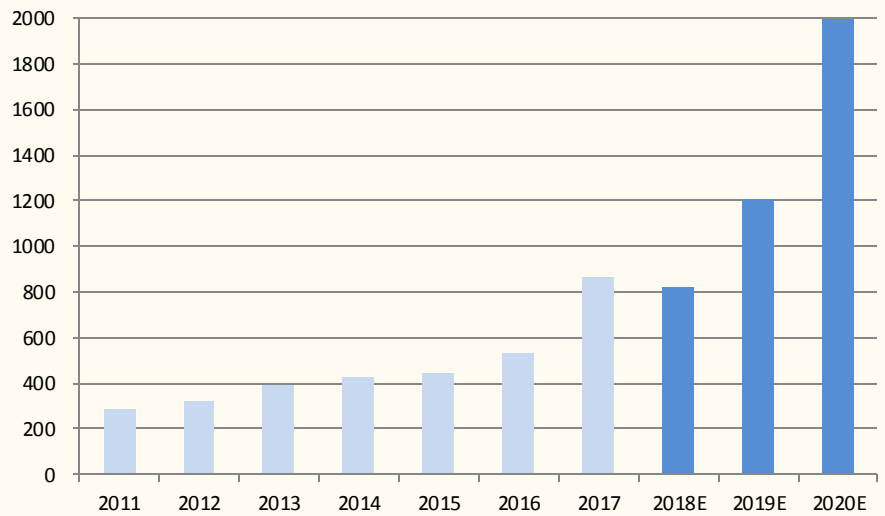
图表 28：公司非标油缸收入规模持续增长



来源：工程机械行业协会，国金证券研究所

- 盾构机与高空作业平台市场提供非标油缸业绩保障安全垫：
  - 地铁建设拉动需求，预计盾构机油缸市场规模年均 13 亿。地铁、公路、铁路等隧道建设带动盾构机市场需求，其中地铁是盾构机最主要需求。2017 年末全国累计城轨运营线路长度 5021.7 公里，2017 年新增 868.9 公里。根据 44 个在建城市规划梳理，预计 2018-2020 年国内新增地铁里程约 4000 公里、年均新增里程约 1300 公里，对应盾构机的市场需求在 200 台/年。再考虑公路及铁路隧道需求，预计未来三年国内盾构市场总需求量 325 台/年。按照盾构机市场均价 4000 万/台，液压油缸成本占比 10%，预计未来三年盾构机油缸市场规模 13 亿/年。

图表 29：我国城轨新增运营线路长度及预测（公里）



来源：发改委，城市轨道交通协会，国金证券研究所

- **高空作业平台欧美市场需求年均 17 亿元。**恒立液压高空作业平台用油缸主要出口欧美市场，2016 年美国与欧洲十国，高空作业平台设备保有量约 83 万台，预计 2018-2020 年年均设备采购量 18 万台，按照液压油缸占高空作业平台成本 5% 测算，高空作业平台液压油缸市场需求 17.2 亿/年。

图表 30：欧美高空作业平台液压油缸市场规模测算

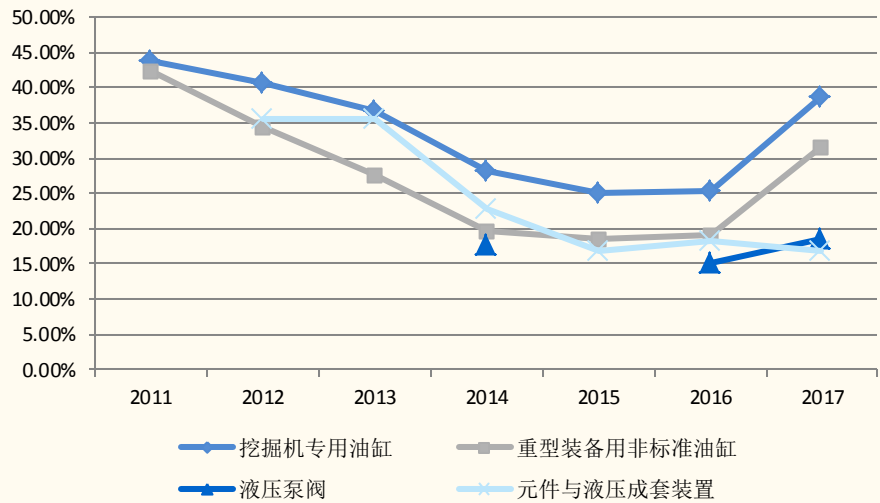
	2018E	2019E	2020E
美国市场需求 (万台)	12.62	13.12	13.65
欧洲市场需求 (万台)	4.73	4.87	5.02
欧美市场需求合计 (万台)	17.35	17.99	18.67
市场均价 (万)	31.87	31.87	31.87
高空作业平台市场规模 (亿)	553	573	595
高空作业平台成本 (亿)	332	344	357
液压油缸占成本比例	5%	5%	5%
<b>高空作业平台油缸市场规模 (亿)</b>	<b>16.59</b>	<b>17.20</b>	<b>17.85</b>

来源：IPAF，浙江鼎力招股书，国金证券研究所

### 3.2、产能释放带来制造费用摊薄，钢价下行有利毛利率稳定

- **伴随下游复苏，公司毛利率快速回升。**公司历年挖机油缸毛利率中枢 36%，2017 年下游挖机行业需求旺盛，产量释放带动毛利率上升至 38.8%；重装非标油缸毛利率中枢 28%，趋势与挖机油缸相符，2017 年达到 31.7%；液压泵阀毛利率随规模效应释放处于上升期，2017 年达到 18.6%。

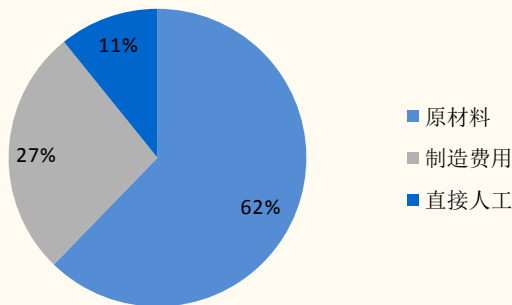
图表 31：公司分产品毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

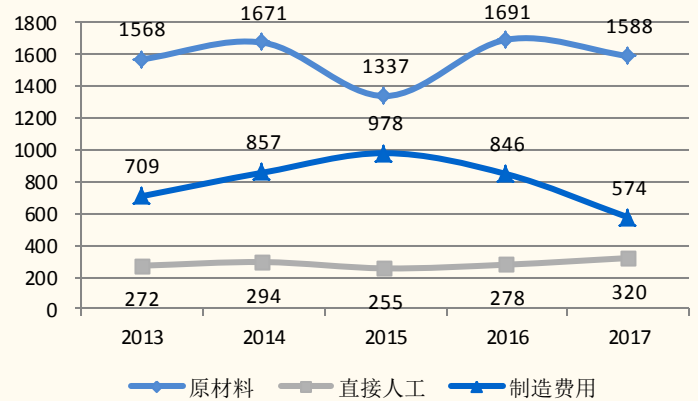
- **毛利率提升主要来自产品销量提升带来制造费用摊薄。**恒立液压成本构成三部分：原材料、直接人工、制造费用。其中原材料占总成本比例约 60%，主要为钢材及钢制品。从单位成本拆分来看，近年影响公司毛利率的主导因素，来自于产量释放的规模效应带来制造费用的摊薄。2013 至 2017 年，公司挖机油缸单位产品原材料成本上升 1.26%，直接人工上升 17.7%，但制造费用下降了 19%；同期，挖机油缸毛利率提升 2.06 个百分点。

图表 32：公司成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

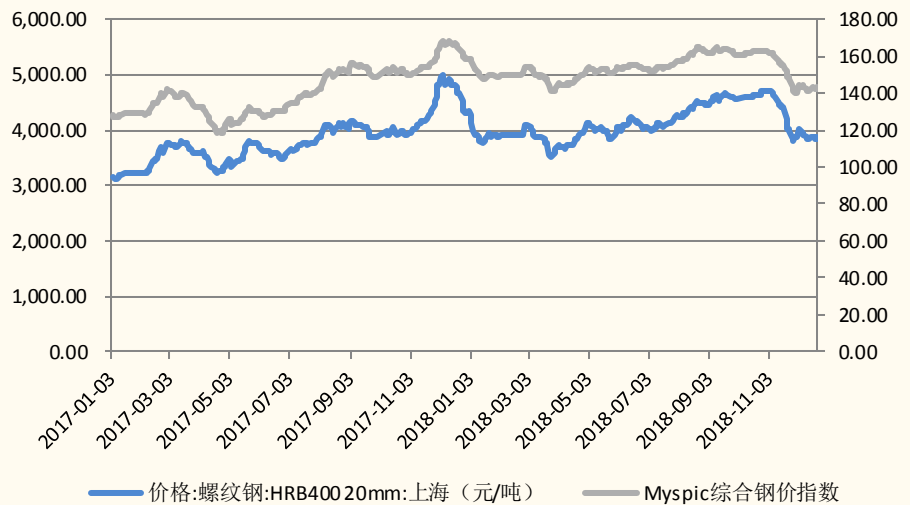
图表 33：公司挖机油缸单位产品成本 (元/只)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **钢材成本占比过半，钢价下行有利稳定毛利率。**公司主要原材料为钢材及钢制品，占主营业务成本约 50%。11 月下旬，钢材价格明显回落，当前螺纹钢价格 3800 元/吨，相比年初下降约 10%。考虑公司当前成本占比结构及毛利率水平，在产品售价保持稳定情况下，预计钢材价格每下降 10%，毛利率提升约 3%。

图表 34：钢材价格 10 月下旬开始下行



来源：wind，国金证券研究所

### 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 41 亿、52 亿、60 亿元，分别同比增长 47%、27%、15%；归母净利润分别为 8.6 亿、10.4 亿、12.3 亿元，分别同比增长 124%、21%、18%；PE 分别为 20、17、14 倍。首次覆盖给予“买入”评级，6-12 个月目标价 25 元。
- 分产品收入预测：
  - **挖机油缸**：与下游挖机销量有较强的相关性，2019 年及以后挖机行业整体销量趋于稳定，公司继续开拓挖机主机客户，预计收入保持中速增长。下游需求趋稳及钢价下行后，产品价格难以明显提升，预计毛利率高位略有下降。
  - **液压泵阀**：泵阀业务处于放量增长期，小挖泵阀已经大批量供货，中大挖泵阀伴随新产线投入使用，产能逐步释放，预计收入增速 50%以上；毛利率伴随规模效应提升。
  - **非标油缸**：受益盾构机、高空作业平台、海工装备需求，非标油缸与挖机油缸产能可调配，预计收入稳定增长，平滑整体业绩波动；毛利率预计高位略有下降。

图表 35：公司分产品收入拆分

项 目	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>挖机专用油缸</b>					
销售收入（百万元）	1,717.39	1,830.57	1,965.45	2,095.89	2,230.75
增长率（YOY）	48.84%	6.59%	7.37%	6.64%	6.43%
毛利率	42.00%	41.50%	41.00%	40.50%	40.00%
占总销售额比重	41.78%	35.10%	32.75%	31.04%	29.90%
占主营业务利润比重	49.55%	40.61%	36.76%	34.22%	32.53%
<b>重型装备用非标油缸</b>					
销售收入（百万元）	1,217.73	1,412.23	1,631.38	1,840.51	2,053.66
增长率（YOY）	16.82%	15.97%	15.52%	12.82%	11.58%
毛利率	34.00%	33.80%	33.00%	32.35%	32.00%
占总销售额比重	29.63%	27.08%	27.18%	27.26%	27.53%
占主营业务利润比重	28.44%	25.52%	24.56%	24.00%	23.95%
			16.10%		14.53%
<b>液压泵阀</b>					
销售收入（百万元）	690.00	1,404.00	1,758.00	2,112.00	2,400.00
增长率（YOY）	177.42%	103.48%	25.21%	20.14%	13.64%
毛利率	27.00%	34.00%	38.00%	40.00%	41.00%
占总销售额比重	16.79%	26.92%	29.29%	31.28%	32.17%
占主营业务利润比重	12.80%	25.52%	30.48%	34.05%	35.87%
			91.90%		57.36%
<b>元件与液压成套装置</b>					
销售收入（百万元）	228.00	286.00	336.00	386.00	432.00
增长率（YOY）	33.07%	25.44%	17.48%	14.88%	11.92%
毛利率	18.00%	19.00%	20.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	5.55%	5.48%	5.60%	5.72%	5.79%
占主营业务利润比重	2.82%	2.90%	3.07%	3.11%	3.15%
<b>配件</b>					
销售收入（百万元）	242.00	266.00	293.00	318.00	343.00
增长率（YOY）	46.95%	9.92%	10.15%	8.53%	7.86%
毛利率	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%
占总销售额比重	5.89%	5.10%	4.88%	4.71%	4.60%
占主营业务利润比重	5.98%	5.12%	4.81%	4.61%	4.50%
销售总收入（百万元）	4,110.12	5,214.80	6,001.83	6,752.75	7,459.53
销售总成本（百万元）	2,654.48	3,344.08	3,809.90	4,271.90	4,716.13
毛利（百万元）	1,455.64	1,870.72	2,191.93	2,480.86	2,743.40
平均毛利率	35.42%	35.87%	36.52%	36.74%	36.78%

来源：公司年报，国金证券研究所

## 风险提示

- **挖机销量大幅下降的风险：**11月小松建筑机械开工小时数同比下降13.7%，挖机专用油缸占公司收入约四成，如果固定资产投资增速出现明显下滑，可能造成挖机销量低于预期的风险，进而影响公司挖机油缸业务收入。
- **应收账款与存货上升的风险：**前三季度公司应收账款与存货周转天数环比上升，下游主机厂三一、柳工、徐工也出现应收周转天数延长的情况，近期工程机械行业回款与销售质量有所下降。
- **液压泵阀推广进度低于预期的风险：**由于国外零部件厂商产能不足的原因，公司在挖机液压泵阀取得快速突破，如果未来挖机销量出现下降，液压件总体需求下降，公司泵阀产品市场开拓进度存在低于预期的风险。
- **钢材价格大幅上涨的风险：**钢材及钢制品占公司主营业务成本一半以上，如果钢材价格短期出现大幅上涨，公司产品毛利率存在下降的风险。

**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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,088</b>	<b>1,370</b>	<b>2,795</b>	<b>4,110</b>	<b>5,215</b>	<b>6,002</b>	货币资金	656	870	1,146	1,854	2,800	3,691
增长率	26.0%	104.0%	47.0%	26.9%	15.1%		应收账款	532	576	996	1,483	1,981	2,360
<b>主营业务成本</b>	<b>-857</b>	<b>-1,068</b>	<b>-1,878</b>	<b>-2,654</b>	<b>-3,344</b>	<b>-3,810</b>	存货	436	590	821	1,044	1,529	1,995
%销售收入	78.8%	78.0%	67.2%	64.6%	64.1%	63.5%	其他流动资产	494	271	332	468	537	584
<b>毛利</b>	<b>231</b>	<b>302</b>	<b>917</b>	<b>1,456</b>	<b>1,871</b>	<b>2,192</b>	流动资产	2,116	2,307	3,295	4,850	6,849	8,630
%销售收入	21.2%	22.0%	32.8%	35.4%	35.9%	36.5%	%总资产	45.0%	44.4%	53.5%	62.5%	70.1%	74.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>	<b>-36</b>	<b>-49</b>	<b>-52</b>	<b>-60</b>	长期投资	200	390	332	332	332	332
%销售收入	0.8%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	固定资产	2,081	2,124	2,131	2,143	2,160	2,166
<b>营业费用</b>	<b>-59</b>	<b>-69</b>	<b>-96</b>	<b>-119</b>	<b>-151</b>	<b>-174</b>	%总资产	44.3%	40.9%	34.6%	27.6%	22.1%	18.7%
%销售收入	5.4%	5.0%	3.5%	2.9%	2.9%	2.9%	无形资产	273	334	330	328	327	325
<b>管理费用</b>	<b>-195</b>	<b>-200</b>	<b>-287</b>	<b>-329</b>	<b>-417</b>	<b>-480</b>	非流动资产	2,584	2,892	2,862	2,907	2,922	2,927
%销售收入	17.9%	14.6%	10.3%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	55.0%	55.6%	46.5%	37.5%	29.9%	25.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-32</b>	<b>13</b>	<b>498</b>	<b>958</b>	<b>1,250</b>	<b>1,478</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,701</b>	<b>5,199</b>	<b>6,156</b>	<b>7,757</b>	<b>9,771</b>	<b>11,556</b>
%销售收入	n.a	1.0%	17.8%	23.3%	24.0%	24.6%	短期借款	508	578	939	1,656	2,553	3,102
<b>财务费用</b>	<b>32</b>	<b>30</b>	<b>-85</b>	<b>38</b>	<b>-34</b>	<b>-34</b>	应付款项	245	410	608	727	912	1,035
%销售收入	-3.0%	-2.2%	3.0%	-0.9%	0.7%	0.6%	其他流动负债	62	82	144	186	231	265
<b>资产减值损失</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	<b>-38</b>	<b>-59</b>	<b>-69</b>	<b>-74</b>	流动负债	815	1,069	1,692	2,570	3,695	4,402
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	205	410	401	401	401	401
<b>投资收益</b>	<b>35</b>	<b>53</b>	<b>37</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	其他长期负债	175	185	191	208	208	208
%税前利润	46.7%	57.8%	8.4%	1.8%	1.6%	1.5%	<b>负债</b>	<b>1,195</b>	<b>1,664</b>	<b>2,283</b>	<b>3,178</b>	<b>4,304</b>	<b>5,010</b>
<b>营业利润</b>	<b>18</b>	<b>70</b>	<b>439</b>	<b>975</b>	<b>1,192</b>	<b>1,419</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,473</b>	<b>3,505</b>	<b>3,845</b>	<b>4,551</b>	<b>5,439</b>	<b>6,518</b>
营业利润率	1.7%	5.1%	15.7%	23.7%	22.9%	23.6%	少数股东权益	33	30	28	28	28	28
<b>营业外收支</b>	<b>57</b>	<b>22</b>	<b>8</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,701</b>	<b>5,199</b>	<b>6,156</b>	<b>7,757</b>	<b>9,771</b>	<b>11,556</b>
<b>税前利润</b>	<b>75</b>	<b>92</b>	<b>447</b>	<b>1,005</b>	<b>1,217</b>	<b>1,439</b>							
利润率	6.9%	6.7%	16.0%	24.4%	23.3%	24.0%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-66</b>	<b>-148</b>	<b>-178</b>	<b>-209</b>		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	19.0%	26.8%	14.7%	14.7%	14.6%	14.5%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>381</b>	<b>857</b>	<b>1,039</b>	<b>1,231</b>	每股收益	0.101	0.112	0.606	0.972	1.178	1.395
少数股东损益	-3	-3	-1	0	0	0	每股净资产	5.512	5.563	6.104	7.224	8.633	10.346
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>382</b>	<b>857</b>	<b>1,039</b>	<b>1,231</b>	每股经营现金净流	0.256	0.012	0.245	0.613	0.734	1.233
净利率	5.8%	5.1%	13.7%	20.9%	19.9%	20.5%	每股股利	4.374	0.066	0.220	0.240	0.240	0.240
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	1.83%	2.01%	9.93%	18.83%	19.10%	18.88%
净利润	61	67	381	857	1,039	1,231	总资产收益率	1.35%	1.35%	6.20%	11.05%	10.63%	10.65%
少数股东损益	-3	-3	-1	0	0	0	投入资本收益率	-0.61%	0.21%	8.14%	12.27%	12.64%	12.54%
非现金支出	170	201	239	262	278	294	<b>增长率</b>						
非经营收益	-61	-82	33	12	37	59	主营业务收入增长率	-0.52%	25.98%	104.02%	47.04%	26.88%	15.09%
营运资金变动	-7	-179	-499	-746	-892	-807	EBIT增长率	N/A	-141.56%	3676.9%	92.39%	30.45%	18.20%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>161</b>	<b>7</b>	<b>154</b>	<b>386</b>	<b>462</b>	<b>777</b>	净利润增长率	-30.89%	10.77%	442.90%	124.42%	21.22%	18.43%
资本开支	-221	-181	-212	-217	-199	-204	总资产增长率	15.80%	10.60%	18.41%	26.01%	25.95%	18.27%
投资	-386	83	73	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	43	62	53	18	20	22	应收账款周转天数	72.1	77.5	51.4	72.0	78.0	82.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-564</b>	<b>-37</b>	<b>-86</b>	<b>-199</b>	<b>-179</b>	<b>-182</b>	存货周转天数	190.5	175.3	137.1	145.0	170.0	195.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	72.1	62.7	52.7	53.0	53.0	53.0
债权募资	645	268	351	718	896	549	固定资产周转天数	543.6	517.6	269.4	168.3	125.4	103.3
其他	-12	-26	-257	-196	-234	-253	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>634</b>	<b>243</b>	<b>95</b>	<b>522</b>	<b>663</b>	<b>296</b>	净负债/股东权益	1.63%	3.35%	5.00%	4.43%	2.80%	-2.89%
<b>现金净流量</b>	<b>231</b>	<b>213</b>	<b>163</b>	<b>708</b>	<b>946</b>	<b>891</b>	EBIT利息保障倍数	1.0	-0.4	5.9	-25.4	36.5	43.1
							资产负债率	25.43%	32.01%	37.08%	40.97%	44.05%	43.35%

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	1	4	25	31	64
增持	0	2	10	10	16
中性	0	0	2	2	5
减持	0	0	1	1	1
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.45</b>	<b>1.39</b>	<b>1.34</b>

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

**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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH