

## 恒立液压 (601100.SH) 买入 (维持评级)

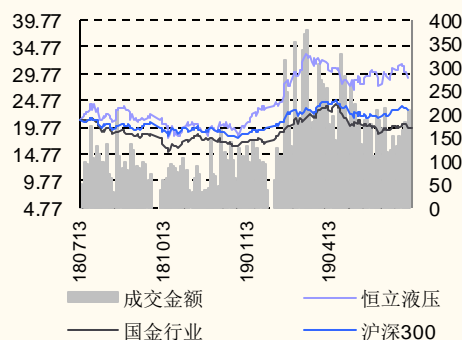
## 公司深度研究

市场价格(人民币): 29.34元

目标价格(人民币): 34元-34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)	25,877.88
年内股价最高最低(元)	33.58/17.91
沪深300指数	3802.79
上证指数	2933.36



## 相关报告

1. 《业绩超预期, 期待中大挖泵阀放量-《2019-04-22 公司点...》, 2019.4.23

2. 《液压件国产化龙头, 泵阀业务驱动增长-恒立液压公司研究》, 2018.12.26

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人  
zhaojin1@gjzq.com.cn

## 液压件龙头进口替代, 受益挖掘机泵阀放量

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.61	0.95	1.35	1.73	2.07
每股净资产(元)	6.10	5.16	6.11	7.34	8.81
每股经营性现金流(元)	0.24	0.91	1.27	1.65	2.15
市盈率(倍)	45.26	20.88	21.44	16.79	14.01
净利润增长率(%)	443%	119%	43%	28%	20%
净资产收益率(%)	10%	18%	22%	24%	24%
总股本(百万股)	630	882	882	882	882

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **1、恒立液压为国内液压件龙头, 从油缸到泵阀积极拓展。**公司主营挖掘机专用油缸、非标油缸及液压泵阀, 2018年收入占比分别为43%/27%/11%。公司前五大客户是三一、徐工、卡特彼勒等国内外工程机械龙头和中国中铁、中国铁建等央企。过去3年收入复合增速57%, 归母净利润复合增速136%; 过去10年收入复合增速29%, 归母净利润复合增速25%。
- **2、中国液压市场空间约600亿元, 低速增长, 海外品牌主导, 进口替代空间大。**全球行业巨头为博世力士乐、川崎重工、伊顿等, 川崎重工目前在国内外价值量较高的中大挖液泵阀中市占率超过50%。液压产品每年进口额超100亿元, 且大部分外资品牌在中国建立生产基地, 进口替代空间大。对标海外龙头, 恒立液压在盈利能力、运营和生产效率等方面具备竞争优势。
- **3、油缸板块: 挖掘机油缸进入低速增长阶段, 非标油缸市场空间大竞争格局分散, 有望成为新的增长点。**1) 我国挖机油缸前装市场空间约38亿, 公司市占率超过50%。预计挖掘机销量进入平稳增长阶段, 但国产品牌市占率不断提升有望提升公司油缸份额, 预计2019-2021年营收增速12%/2%/1%。2) 全球非标油缸市场空间约340亿, 下游应用广泛, 竞争格局分散。随着高空作业平台油缸在北美和国内的持续渗透以及盾构机油缸增速下滑趋势逆转, 预计非标油缸收入2019-2021年增长25%/19%/18%。
- **4、泵阀板块: 进入放量期, 市占率及利润率快速提升。**我国挖掘机泵阀前装市场空间约52亿, 川崎中大挖市占率50%以上, 公司产品性能、盈利能力不输川崎, 在时效性协同性等方面具备优势。恒立液压泵阀市场份额快速提升, 预计未来3年泵阀收入复合增长66%, 同时规模效应将带来毛利率大幅提升, 预计未来2-3年毛利率达到40%。

## 投资建议

- 公司作为国内液压件龙头, 短期内挖掘机泵阀业务放量带来业绩高增长, 中长期公司向非工程机械领域不断拓展, 不断扩张成为高端液压装备综合制造商, 实现多产品多领域的进口替代。
- 预计2019-2021年净利润12.0/15.2/18.3亿元, 同比增长43%/28%/20%, 3年复合增长30%。EPS为1.35/1.73/2.07元, 对应PE为21/17/14倍。分部估值: 油缸对标海外龙头给予15倍PE, 市值144亿元; 泵阀2019-2021年净利润增长206%/65%/42%, 给予2019年65倍PE, 市值154亿元, 合计298亿元, 对应每股34元, 2019年PE25倍, “买入”评级。

## 风险提示

- 挖掘机销量不及预期; 泵阀放量不及预期; 原材料价格大幅波动; 个别季度业绩不达预期。

## 投资要件

### 1、预测假设：

假设 2019-2021 年挖掘机销量增速为 10%/2%/-1%。公司挖掘机油缸 2019-2021 年收入增长 12%/2%/-1%，随着 2019 年挖掘机油缸供需情况改善，毛利率预计承压回到 40%左右。

公司非标油缸业务持续性强，产能切换自如，有望持续稳定增长。预计 2019-2021 年收入增长 26%/19%/18%，毛利率水平稳中有升。

公司液压泵阀业务快速放量，市占率快速提升，规模效应显现毛利率水平快速提升。目前估算公司在小/中/大挖泵阀上的市占率为 30%/5%/2%，2019 年小/中/大挖泵阀市占率有望达到 40%/20%/10%，并且随着规模效应显现毛利率有望快速提升，到 2021 年有望超过 40%。

### 2、我们与市场不同观点

市场担心公司挖掘机油缸业务可能出现大幅下滑，我们认为公司挖机油缸业务配套市占率提升的国内龙头，2019-2020 年仍能保持平稳增长。

市场认为公司会受到工程机械周期波动较大的影响，我们认为公司在非标油缸和液压泵阀的拓展有望减缓周期波动的冲击，另外公司其他液压件产品有望不断推出，具备长期成长能力。

### 3、估值、盈利预测与投资评级

- 预计 2019-2021 年公司归母净利润为 12.0/15.2/18.3 亿元，同比增长 43%/28%/20%，3 年复合增长 30%。EPS 为 1.35/1.73/2.07 元，对应 PE 为 21/17/14 倍。分部估值：油缸对标海外龙头给予 15 倍 PE，市值 144 亿元；长期来看未来公司泵阀估值会超过油缸，泵阀 2019-2021 年净利润预计增长 206%/65%/42%，给予 2019 年 65 倍估值，市值 154 亿元，合计 298 亿元，对应每股 34 元，对应 2019 年 PE 25 倍，维持“买入”评级。

### 4、催化剂

公司液压泵阀放量超预期，公司油缸市占率提升超预期，液压产品品类拓展超预期。

### 5、主要风险因素

挖掘机销量不及预期；泵阀放量不及预期；原材料价格波动；个别季度业绩不达预期。

优势

## 内容目录

一、恒立液压：国内液压传动及系统集成制造商龙头.....	6
1、聚焦高端液压领域，从油缸向泵阀和系统集成拓展.....	6
2、下游客户均为国内外龙头，国际市场积极布局.....	6
3、受益下游工程机械回暖，公司过去3年归母净利润复合增长136%.....	7
二、液压件：中国市场空间600亿，保持低速增长，外资占比高.....	8
1、液压传动下游44%用于工程机械，高端液压件制造壁垒高.....	8
2、我国液压件市场规模约600亿，未来保持低速增长，进口替代空间大.....	9
3、国内液压件竞争格局集中，外资品牌主导，恒立多方面具备竞争优势.....	10
三、挖掘机油缸配套国内外龙头主机厂，未来进入低速增长阶段.....	12
1、预计挖掘机销量进入平稳增长阶段，国产品牌市占率62%仍不断提升.....	12
2、我国挖掘机油缸前装市场空间约38亿，恒立市占率超过50%.....	12
3、挖机油缸收入预测：供需紧张情况缓解，未来保持低速增长.....	13
四、非标油缸：不断拓展应用领域及下游客户，未来保持稳定增长.....	15
1、非标油缸收入近3年复合增长30%，下游应用广泛，竞争格局较为分散.....	15
2、高空作业平台油缸领域快速拓展，测算全球年均约65亿市场空间.....	15
3、盾构机油缸销量增速下滑趋势有望逆转，市占率高具备议价能力.....	16
4、非标油缸收入预测：预计2019-2021年增长25%/19%/18%.....	17
五、液压泵阀：市占率及利润率快速提升.....	18
1、我国挖掘机泵阀前装市场空间约在52亿，川崎中大挖市占率50%以上.....	18
2、公司产品性能、盈利能力不输川崎，在时效性协同性等方面具备优势.....	19
3、恒立液压泵阀市场份额快速提升，预计未来3年泵阀收入复合增长66%.....	20
4、规模效应将带来毛利率的大幅提升，预计未来2-3年毛利率达到40%.....	21
六、盈利预测与估值分析：分部估值，合理市值298亿元.....	22
1、收入端预测：2019-2021年的营收增长复合增长22%.....	22
2、毛利率预测：折旧摊销已达高峰，毛利率平稳提升.....	22
3、费用率预测：管理能力提升，研发费用保持稳定，费用率稳中有降.....	23
4、ROE：经营质量向好，ROE持续提高，2019-2021年平均23.3%.....	24
5、估值分析：合理市值298亿元，目标价34元.....	25
七、风险提示：挖掘机销量低于预期、公司泵阀业务低于预期.....	26

## 图表目录

图表1：恒立液压历史沿革，2012年开始布局泵阀领域.....	6
图表2：2018年公司油缸收入占总收入比例约为70%.....	6
图表3：2015年来泵阀快速增长，2018年占总营收11%.....	6
图表4：恒立液压各类产品下游主要客户均为国内外龙头企业.....	7

图表 5：近 3 年/10 年公司营业收入复合增长 57%/29% .....	7
图表 6：近 3 年/10 年公司归母净利润复合增长 136%/25%.....	7
图表 7：液压件主要包括液压缸、液压泵阀及液压马达等.....	8
图表 8：2016 年我国液压件销售下游应用中工程机械占比约为 44%.....	8
图表 9：液压系统中各部分零件占比，泵阀占比最大约为 37%，油缸 19%....	8
图表 10：液压件制造主要分为铸件生产、机械加工和装配测试三大环节.....	9
图表 11：我国液压市场规模约 600 亿元，预计未来保持低速增长.....	9
图表 12：我国液压件进口规模约 100 亿元.....	9
图表 13：全球非标油缸和泵阀市场空间超 1000 亿（单位：亿元人民币）...10	10
图表 14：国际液压件龙头及国内公司基本在不同产品上均有布局.....	10
图表 15：国外液压龙头发展历史悠久且在中国市场份额排名靠前.....	10
图表 16：2018 年恒立液压毛利率为 37%，已超越海外龙头公司 .....	11
图表 17：公司 2018 年 ROE 达 18%，超过其他海外龙头追平派克汉尼汾...11	11
图表 18：国外液压件龙头的应收账款周转率保持平稳，恒立逐步好转并反超 .....	11
图表 19：恒立人均营收 15 万美元/人，与多数国外龙头 20 万美元/人的差距在逐步缩小.....	11
图表 20：2019 年 1-5 月挖掘机销量同比增长 15%.....	12
图表 21：2019 年 1-5 月国产品牌市占率提升至 62%.....	12
图表 30：挖掘机油缸示意，单台挖机配 4 根油缸.....	12
图表 31：挖掘机中油缸价值量占比约为 6%.....	12
图表 24：恒立液压过去 3 年油缸销量复合增长 50%.....	13
图表 25：挖机油缸市占率持续增长，2018 年超过 50% .....	13
图表 26：挖掘机专用油缸未来 3 年营收增长约分别为 12%/2%/-1%.....	13
图表 27：公司近 3 年非标油缸销量复合增长 36%.....	15
图表 28：公司非标油缸营收近 3 年复合增长 30%.....	15
图表 29：非标油缸下游应用广泛，恒立液压与主要竞争对手的竞争格局较为分散 .....	15
图表 30：全球高空作业平台油缸市场空间 2019-2021 年年均为 65 亿元.....	16
图表 31：在建地铁逐年增长，2018 年增速放缓 .....	17
图表 32：2019-2021 年盾构机油缸年均市场空间 13 亿.....	17
图表 33：非标油缸预测销量 2019-2021 年增长 25%/19%/18%.....	17
图表 34：每台挖掘机上有 1 套泵阀，2 个行走马达，1 个回转马达.....	18
图表 35：国内小挖泵阀亿力士乐及恒立为主，中大挖泵阀以川崎为主.....	18
图表 36：川崎、力士乐泵阀核心零部件供应紧张，铸件产能不足，恒立液压铸件产能充足 .....	19
图表 37：川崎精密机械 2018 年营收约是恒立液压的 3 倍，增速低于恒立...19	19
图表 38：2018 年恒立液压营业利润率为 23%，远高于川崎精密机械 11%...19	19
图表 39：2018 年恒立研发费用占营收比重 4%高于川崎 2.7%.....	20

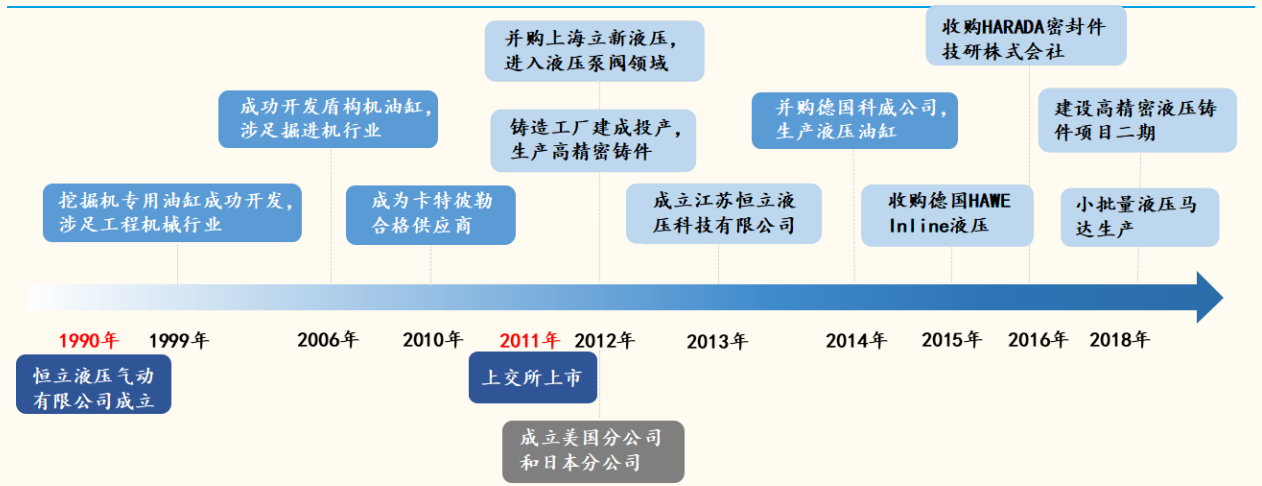
图表 40 : 2018 年液压科技扭亏, 净利润取得突破增长.....	20
图表 41 : 预测挖掘机泵阀 2019-2021 年分别增长约 145%、46%和 27% ....	21
图表 42 : 公司整体成本结构比例较为稳定, 受原材料价格波动和泵阀前期投入影响.....	21
图表 43 : 液压泵阀产品成本结构, 制造费用大幅下滑.....	21
图表 44 : 近 3 年毛利率快速增加, 2019Q1 略降为 35%.....	22
图表 45 : 公司折旧摊销预计达到高峰, 增速下降.....	22
图表 46 : 公司未来 3 年营收复合增长 22%, 2021 年毛利率达到 38.6%.....	22
图表 47 : 公司 2015 年至今销售&管理费用率大幅下降 .....	23
图表 48 : 近 3 年研发费用复合增长 25.5%.....	24
图表 49 : 近 3 年研发人员数量复合增长 91.6%.....	24
图表 50 : 预计 2019-2021 年费用率稳中有降.....	24
图表 51 : 预计 2019-2021 年公司 ROE 水平为 22%/24%/24%.....	24
图表 52 : 国内工程机械可比公司估值, 零部件公司相对主机厂具备一定的估值溢价.....	25
图表 53 : 海外可比液压件公司估值, 对标美股成熟液压公司的合理 PE 约在 15 倍 .....	25

## 一、恒立液压：国内液压传动及系统集成制造商龙头

### 1、聚焦高端液压领域，从油缸向泵阀和系统集成拓展

- **国内液压龙头，从液压油缸向液压泵阀和系统集成拓展。**公司前身恒立液压气动有限公司成立于1990年，1999年开发出挖掘机专用油缸，2006年开始供应给三一重工，2010年供应卡特彼勒进入海外高端市场。2011年上市募集资金24.2亿元后开始拓展液压泵阀业务（收购上海立新及德国HAWE Inline、建成高精密铸件厂）并进军海外（成立美国、日本子公司）。公司经历30年发展，目前已成为我国液压传动系统龙头制造商并逐步具备全球竞争力。

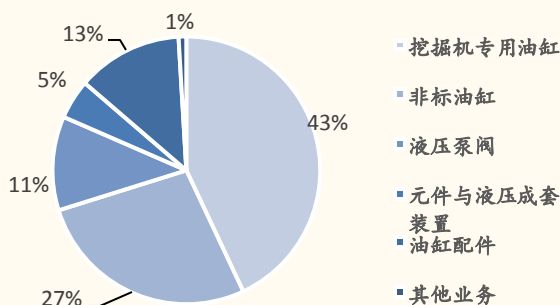
图表 1：恒立液压历史沿革，2012 年开始布局泵阀领域



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

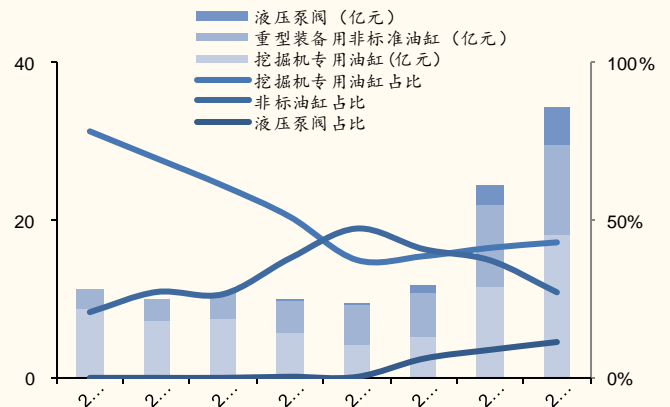
- **油缸是公司主要收入来源，泵阀自 2015 年开始占比快速提升。**公司三大主营业务分别是挖掘机油缸、重型非标油缸以及液压泵阀，目前油缸业务是公司最主要的收入来源。2018 年挖掘机油缸和重型非标油缸的合计营收占比为 70%。2015 泵阀投产以来，2018 年营收 4.8 亿元，同比增长 92%，占总营收比重达到 11%。

图表 2：2018 年公司油缸收入占总收入比例约为 70%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2015 年来泵阀快速增长，2018 年占总营收 11%



来源：公司公告，国金证券研究所

### 2、下游客户均为国内外龙头，国际市场积极布局

- **国内知名主机厂及建筑央企认可度高：**公司的前五大客户一直是国内外工程机械龙头三一、徐工、卡特彼勒和央企中国中铁、中国铁建等。近年来

公司第一大客户三一重工占公司营收比例约 20%左右。公司持续聚焦液压件高端前装市场，与龙头合作有利于公司技术水平和运营效率的提升，并且未来公司有望随下游龙头市场份额提升进一步提升自身市占率。

- **国际市场积极布局，2018 年海外收入占比 22.5%:** 公司通过子公司恒立日本拓展挖机油缸客户，与神钢、日立、住友、洋马、久保田等建立了稳定的合作关系；在欧洲，依托并购的 HAWE Inline 建立研发中心，拥有欧洲优质海工海事领域客户 TTS、麦基嘉、卡哥特科等；依托恒立美国公司大力开拓美国市场，在美国成功开发了汽车吊、履带吊、高空作业车等领域的一批知名客户，Terex、Snorkel、Manitowoc、Manitex 等。

图表 4：恒立液压各类产品下游主要客户均为国内外龙头企业

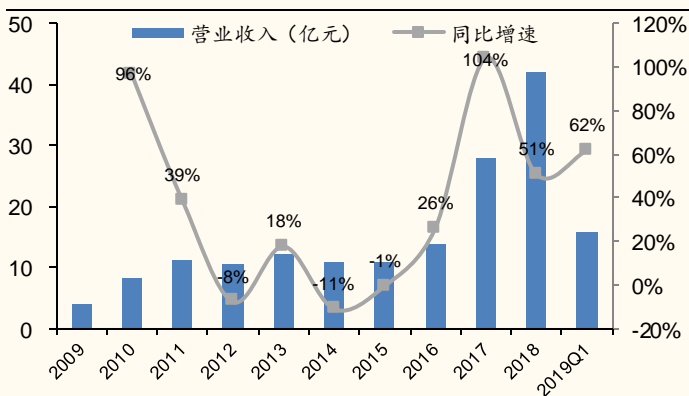
	产品细分	下游行业	主要客户
液压油缸	挖机专用油缸	液压挖掘机	三一、徐工、柳工、山东临工；卡特彼勒、神钢、日立、久保田、加藤
		盾构机	中铁铁建、中铁装备、小松、大林组、特瑞特科、日立造船、罗宾斯
	重型装备非标油缸	高空作业平台	马尼托瓦克、特雷克斯、帕尔菲格
		海工海事（船舶、钻井平台等）	TTS、麦基嘉、国民油井
		新能源（光伏、风电设备）	歌美飒、维斯塔斯
液压泵		挖掘机、起重机、高空作业、搬运机械	三一、徐工、柳工
液压阀	行走机械液压阀	挖掘机、起重机、装载机	三一、徐工、柳工
	工业液压阀	压力、流量、方向三大类工业用液压阀	海天国际、伊之密、安德里茨

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、受益下游工程机械回暖，公司过去 3 年归母净利润复合增长 136%

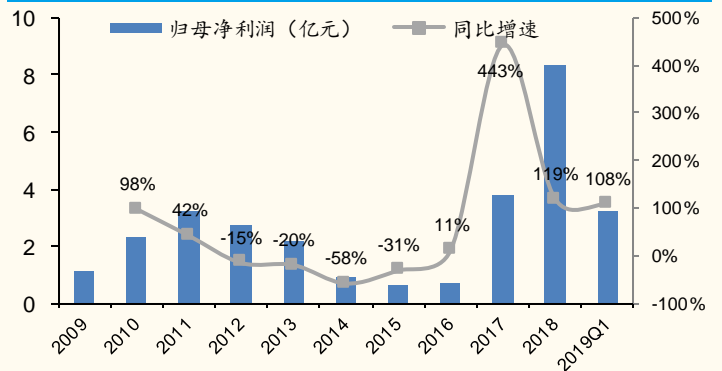
- **过去 10 年公司经营情况及业绩受到工程机械景气度较大的影响:** 2009-2011 年，国内工程机械快速发展，对液压油缸需求大增，公司收入复合增长 56%，归母净利润复合增长 68%，毛利率在 40%以上。2011-2015 年，工程机械步入低谷，挖掘机销量由前期高点砍去七成；由于非标油缸的拓展，公司收入保持稳定，但净利润明显下滑。2015-2018 年，工程机械行业复苏，挖机销量突破前期高点，公司 3 年营收复合增长 57%，归母净利润复合增长 136%，净利润得以大幅提升的主要原因是产品涨价带来的毛利率回升以及规模效应带来的固定成本摊薄、期间费用率大幅下降。

图表 5：近 3 年/10 年公司营业收入复合增长 57%/29%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：近 3 年/10 年公司归母净利润复合增长 136%/25%



来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、液压件：中国市场空间 600 亿，保持低速增长，外资占比高

### 1、液压传动下游 44%用于工程机械，高端液压件制造壁垒高

- **液压传动原理：**液压传动系统的主要功用是传递动力和运动，输送液压油，液压油进入油缸的腔内，利用密封容积内液体体积的变化，控制油缸活塞杆伸出或缩回来，执行各种动作以传递和控制能量的。

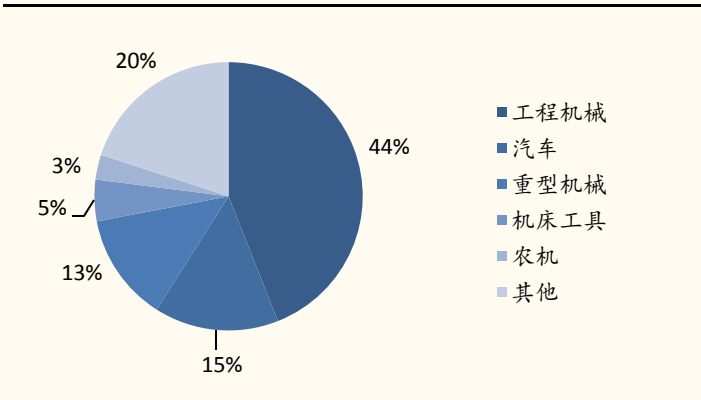
图表 7：液压件组成部分、主要功能和对应产品：液压件主要包括液压缸、液压泵阀及液压马达等

组成部分	功能	主要产品
动力元件	将带动它工作的发动机、电动机或其他原动机输入的机械能转换成流动液体的压力能，向整个液压系统提供动力，是液压系统的核心	液压泵
控制元件	无级调节执行元件的速度，并对液压系统中工作液体的压力、流量和流动方向进行调节控制，保证执行元件完成预定的动作	各种压力、流量和方向液压阀及以上液压阀的集成系统
执行元件	将流动液体的压力能转换为机械能，驱动各工作部件作回转运动或直线往复运动	液压马达、液压缸
辅助元件	提供必要的条件使液压系统得以正常工作，是液压系统不可或缺的组成部分，对液压系统进行监测和反馈	油箱、过滤器、油管与管接头、密封装置、蓄能器等
工作介质	液压系统用工作介质作为传递能量的介质，其性能会直接影响到液压传动的工作	各种矿物油、乳化液和合成型液压油

来源：艾迪精密招股书，国金证券研究所

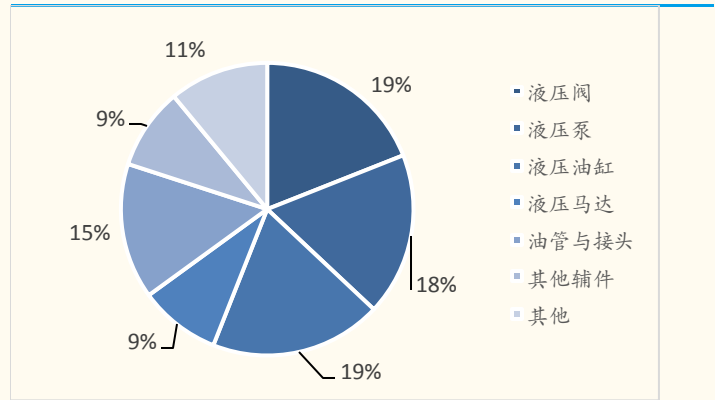
- **液压传动应用广泛工程机械占比 44%：**液压传动技术广泛应用于航空航天、舰船、深海探测、节能环保装备、新能源装备、机床与工具、重型机械、工程建筑机械、农业机械、汽车等装备制造业各领域。从近年市场需求来看，行走机械（包括工程机械、农业机械、矿山机械和专用车辆等）液压所占市场份额不断增加，其中工程机械的应用占比最多，约为 44%。
- **液压产品中泵阀占比最大约为 37%：**从价值量来看液压系统，价值量最大的液压泵/阀/油缸分别占比 19%/18%/19%，是液压系统中最重要的组成部分。

图表 8：2016 年我国液压件销售下游应用中工程机械占比约为 44%



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 9：液压系统中各部分零件占比，泵阀占比最大约为 37%，油缸 19%



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **液压件制造壁垒较高，主要难在铸造工艺以及前期资本投入。技术方面：**精密制造产品工艺复杂，精密铸件是关键。液压系统关键部件对于材料、精密加工、热处理、装配、测试等方面具有较高的要求，需要生产企业有完善的工艺和长期的经验积累来保证质量和产品的可靠性，开发制造技术难度大。**人力难点：**技术密集型行业，高端人才缺乏。目前国内高端液压产品的专业人才基本依靠企业自身培养，行业新进入者很难在短时间内形成一支有竞争力的专业技术团队。**资金难点：**资本密集型行业，需要前期高额资本投入。液压产品的生产需要大规模的固定资产投入，特别是精

密加工设备、热处理设备、高压液压件铸件生产设备、检测设备等，需要较高的前期资本投入。

图表 10：液压件制造主要分为铸件生产、机械加工和装配测试三大环节

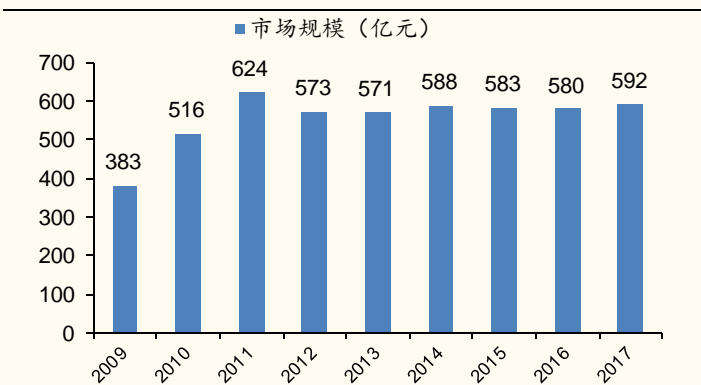
- 1) 精密铸件的铸造工序：砂处理、制芯→造型→合箱→熔化→浇注→落砂→去冒口→抛丸→打磨→热处理→抛丸等；
- 2) 铸件、锻件、棒材的加工工序：粗机械加工→热处理→精机械加工→去毛刺→清洗→防锈等；
- 3) 使用标准件及调节元件对液压元件进行组装成品工序：清洗→装配→测试→清洗→喷涂等。

来源：艾迪精密招股书，国金证券研究所

## 2、我国液压件市场规模约 600 亿，未来保持低速增长，进口替代空间大

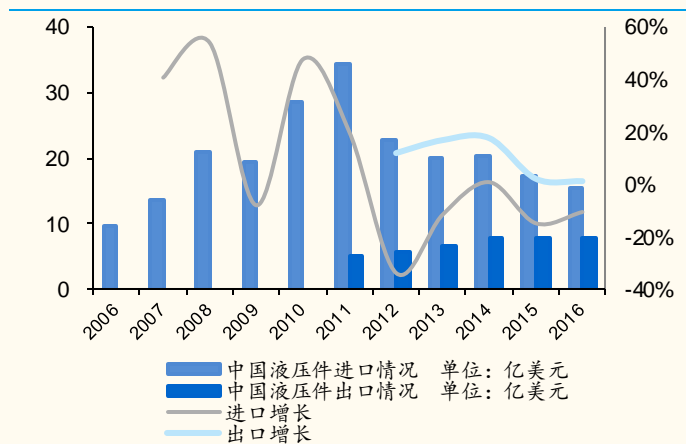
- 我国液压件市场规模约 600 亿元，为全球第二大市场：根据国际流体协会预测，2016 年全球液压市场约 282 亿欧元空间，我国是仅次于美国的全球第二大市场占全球份额的 26%。我国液压行业市场销售规模从 2009 年的 383 亿元增长至 2017 年的 592 亿元左右，年均复合增长率为 6%。近 5 年我国液压件市场规模低速增长，预计 2019 年市场空间约在 600 亿元。
- 液压产品每年进口额超 100 亿元，大部分外资品牌在中国建立生产基地，进口替代空间大。我国大多数液压产品处于价值链的中低端，高端产品主要依赖进口和包括恒立液压在内的少数国内龙头企业。2016 年我国液压行业进口金额约 15.5 亿美元，以 2016 年末即期汇率折算约合人民币 108 亿元，进口液压产品占国内液压市场规模的 20%左右。除了进口外，很多外资品牌例如博世力士乐、川崎重工均在中国有自己的生产基地，这部分进口替代也具有较大的市场空间。

图表 11：我国液压市场规模约 600 亿元，预计未来保持低速增长



来源：《2019 年中国液压市场分析报告-行业竞争现状与发展前景预测》，国金证券研究所

图表 12：我国液压件进口规模约 100 亿元



来源：《2019 年中国液压市场分析报告-行业竞争现状与发展前景预测》，国金证券研究所

- 根据 Off-Highway Research，2018 年全球工程机械销售额 1100 亿美元，挖掘机占 36%，则 2018 年全球挖机销售额约为 2700 亿元人民币。三一重工 2018 年挖掘机销量 4.6 万台，挖掘机销售额 192.5 亿元，平均单价 42 万/台。考虑全球与中国挖掘机销售价差以及吨位结构差异，给予全球挖掘机单价 20%溢价，平均单台挖掘机 50 万元，推算出 2018 年全球挖掘机需求量数据约为 54 万台。
- 全球各类液压产品市场空间估算：根据液压泵阀、油缸、马达在整个液压系统中价值量占比分别为 37%、19%和 9%，我国液压件市场占全球的 26%以及前面对挖掘机相关数据的计算，我们对国内外各类液压产品的市场空间进行估算，仅非标油缸和泵阀全球市场空间超千亿，其中国内非标泵阀具备 162 亿元空间，国产厂商还未大规模进入。

图表 13：全球非标油缸和泵阀市场空间超 1000 亿（单位：亿元人民币）

	挖掘机油缸	非标油缸	挖掘机泵阀	非标泵阀	液压马达
国内	38	70	60	162	54
海外	64	260	115	550	162
合计	102	340	175	712	216
	油缸共计 432 亿元		泵阀共计 887 亿元		

来源：Off-Highway Research，中国工程机械协会挖掘机分会，中国产业信息网，国金证券研究所估算

### 3、国内液压件竞争格局集中，外资品牌主导，恒立在这方面具备竞争优势

- 国内液压件竞争格局集中，泵阀元件方面仍由外资主导。
- 1、**液压油缸**：主要外资品牌有日本 KYB，韩国东洋电机、美国派克汉尼汾等。在挖掘机油缸领域，2011 年 KYB 占据我国 50% 市场，2011 年恒立油缸抓住国产化率提升的关键期迅速崛起，目前国内市占率已超 50%。
- 2、**液压泵阀**：主要外资品牌有德国博世力士乐，日本川崎重工、英国戴维布朗以及美国伊顿、派克汉尼汾。目前川崎、力士乐等龙头公司在我国挖掘机泵阀市场中占比较高。恒立液压经过多年的研发，在泵阀领域取得了突破，小吨位挖掘机中已经实现主机厂的批量供应，但与国际巨头仍有较大的差距。
- 3、**液压马达**：国内挖掘机的回转马达以外资 KYB 和丹佛斯为主，国产品牌中恒立实现小批量供应；行走马达中外资以纳博特斯克为主，国产制造商中有艾迪精密，艾迪精密在建的液压马达项目 2023 年可具备 8 万台/年产能。

图表 14：国际液压件龙头及国内公司基本在不同产品上均有布局

	博世力士乐	川崎重工	伊顿	派克汉尼汾	KYB	纳博特斯克	东洋电机	恒立液压	艾迪精密
液压油缸	√		√	√	√		√	√	
液压泵	√	√	√	√	√			√	√
液压阀	√	√	√	√	√		√	√	√
液压马达	√	√	√	√	√	√	√	√	√

来源：各公司官网，国金证券研究所

- 对标全球龙头，恒立产品线逐步完善成长空间广阔：液压行业龙头企业均为海外公司，博世力士乐 2018 年收入 62 亿欧元（480 亿元人民币）行业规模第一，美国伊顿公司的液压元件业务营收 28 亿美元，川崎的精密机械事业部 2018 年收入 18 亿美元。恒立液压 2018 年收入约 6.7 亿美元，与龙头公司有一定差距，但恒立在液压领域相对全面的产品线有助于其进一步拓展市场空间。

图表 15：国外液压龙头发展历史悠久且在中国市场份额排名靠前

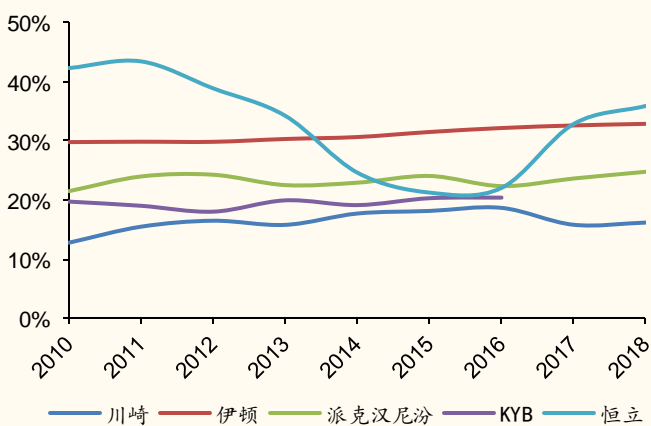
公司	国家	成立时间	主营业务	员工数量	液压相关部门	液压部门 2018 年全球收入	中国市场排名
川崎重工	日本	1878 年	船舶、航空航天、燃气轮机、摩托车、机器人及液压元件等	35805 (3420)	精密机械事业部	17.96 亿美元	2
博世力士乐	德国	1795 年	液压、电子传动控制、齿轮、线性传动组装技术，智能运动解决方案	29500		62 亿欧元	1
伊顿	美国	1911 年	输配电及控制系统；液压力元件；燃油、液压和气动系统	99000	液压元件	27.56 亿美元	3
派克汉尼汾	美国	1918 年	液压、气动和机电一体化运动控制方案	57170		119.87 亿美元	4
KYB	日本	1919 年	液压设备和液压减震器	13796	液压元件	11.07 亿美元	

恒立液 中国 2005年 液压油缸及液压泵阀等 3415 6.7亿美元

来源：各公司官网，Bloomberg，国金证券研究所

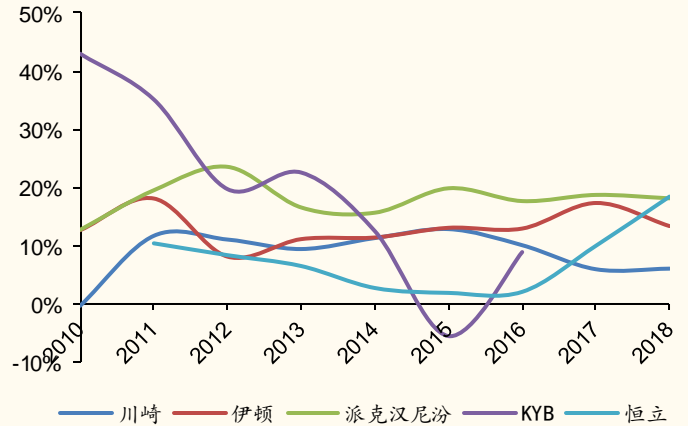
- 恒立液压在盈利能力、生产运营效率方面已逐渐超越国际龙头。国内行业转暖及规模效应带来恒立液压毛利率大幅提升，ROE 持续提升。海外龙头公司业务稳定且下游行业较多，毛利率保持稳定。公司投入液压泵阀后随着费用率的下降，净利率端显著回升，带动 ROE 的上行。运营方面，公司 2018 年应收账款周转率为 8.58 次，在整个工程机械行业回暖后，公司的资金使用效率和运营效率进一步提升。此外恒立液压的生产效率在 2016 年探底后逐年回升，2018 年人均产值约 14.95 万美元，与伊顿（21.83 万美元/人）和派克汉尼汾（25.02 万美元/人）等海外巨头差距在逐步缩小。

图表 16：2018 年恒立液压毛利率为 37%，已超越海外龙头公司



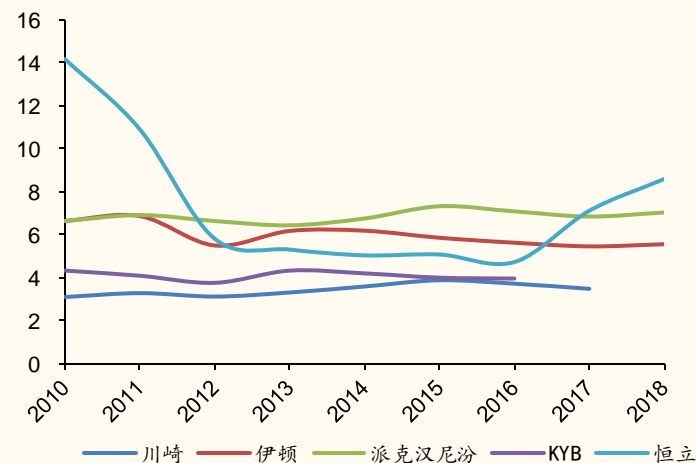
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 17：公司 2018 年 ROE 达 18%，超过其他海外龙头追平派克汉尼汾



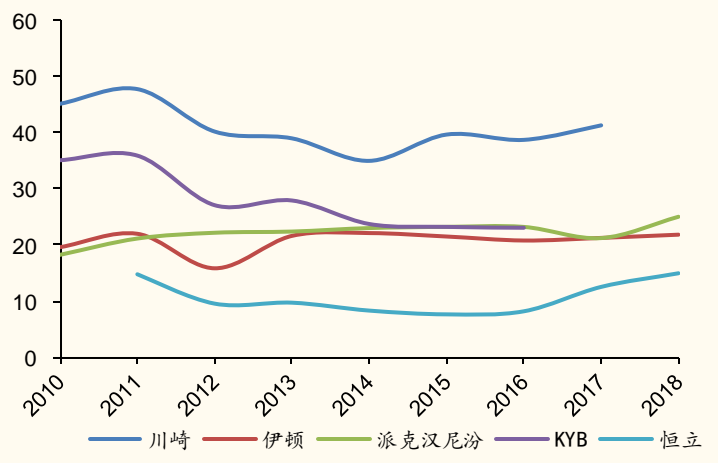
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 18：国外液压件龙头的应收账款周转率保持平稳，恒立逐步好转并反超



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 19：恒立人均营收 15 万美元/人，与多数国外龙头 20 万美元/人的差距在逐步缩小



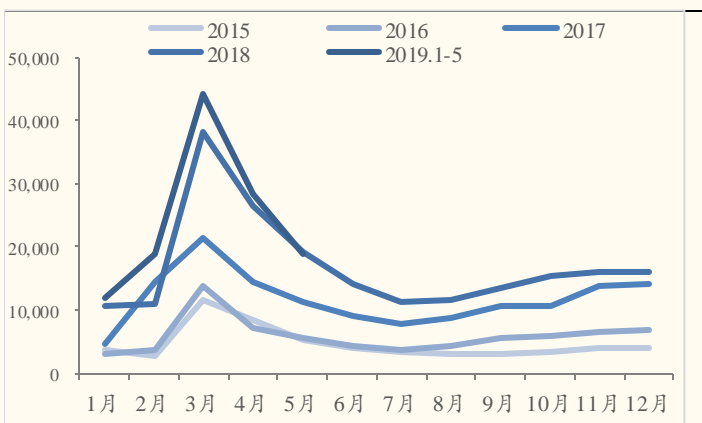
来源：Bloomberg，国金证券研究所

### 三、挖掘机油缸配套国内外龙头主机厂，未来进入低速增长阶段

#### 1、预计挖掘机销量进入平稳增长阶段，国产品牌市占率 62%仍不断提升

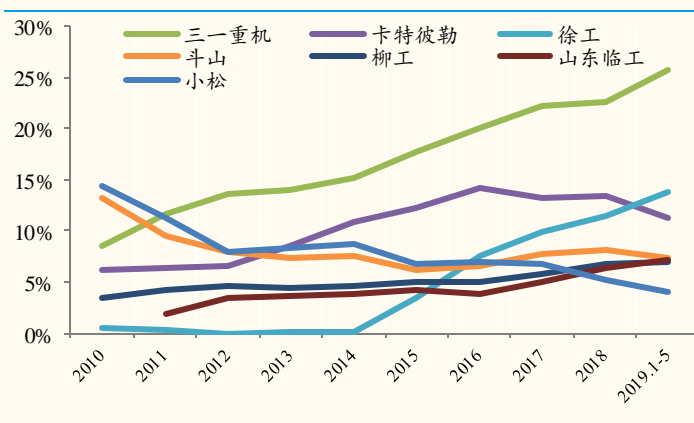
- **挖掘机销量进入平稳增长阶段：**根据工程机械协会，2018 年挖掘机销售 20.3 万台创历史新高，受高基数影响，预计挖掘机销量进入平稳增长阶段。2019 年 1-5 月挖掘机销量同比增长 15%，国内同比增长 14%，出口同比增长 34%。我们预计 2019 年房地产投资同比增长 5-10%，基建投资同比增长 5%左右，为工程机械市场带来较为稳定的增量需求。挖掘机寿命在 8 年左右，2011 年是挖掘机上一轮销量顶峰，预计 2018-2019 年更新需求达到高峰。2019 年 1-5 月出口占总销量 8%，增速远超国内，出口成为新的增长驱动力。
- **国产挖机占比持续增长有利于公司市占率提升：**2007 年国产品牌市占率为 18%，到 2019 年 1-5 月提高到 62%。公司与多家国产主机龙头建立了长期的合作关系，三一、徐工多年为公司前五大客户。高端液压件客户粘性强，新产品进入需要前期约一年的试用，一旦进入下游也具备较高的壁垒。所以随着国产品牌挖机市场份额的提升，无论是公司的油缸还是处在放量期的泵阀都有望持续受益。

图表 20：2019 年 1-5 月挖掘机销量同比增长 15%



来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会，国金证券研究所

图表 21：2019 年 1-5 月国产品牌市占率提升至 62%



来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会，国金证券研究所

#### 2、我国挖掘机油缸前装市场空间约 38 亿，恒立市占率超过 50%

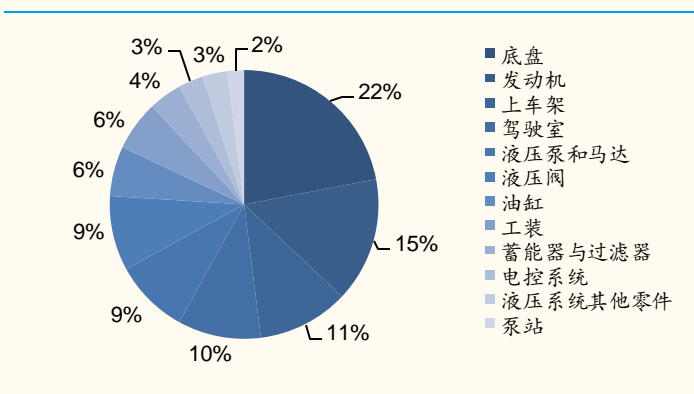
- **挖掘机油缸前装市场空间约为 38 亿：**单台挖掘机一般需要 2 个动臂油缸、1 个斗杆油缸和 1 个铲斗油缸。目前小挖油缸单价约 2000 元/根，中挖油缸单价约 4700 元/根，大挖油缸单价约 1.2-1.3 万元/根。挖掘机中油缸价值量占比约为 6%。

图表 22：挖掘机油缸示意，单台挖机配 4 根油缸



来源：公司官网，国金证券研究所

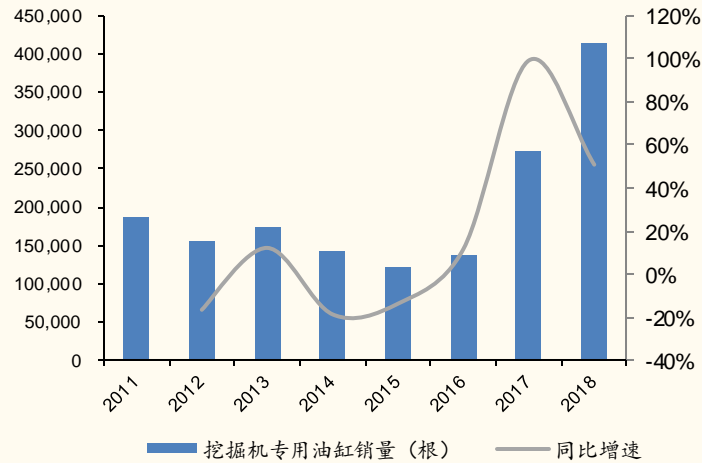
图表 23：挖掘机中油缸价值量占比约为 6%



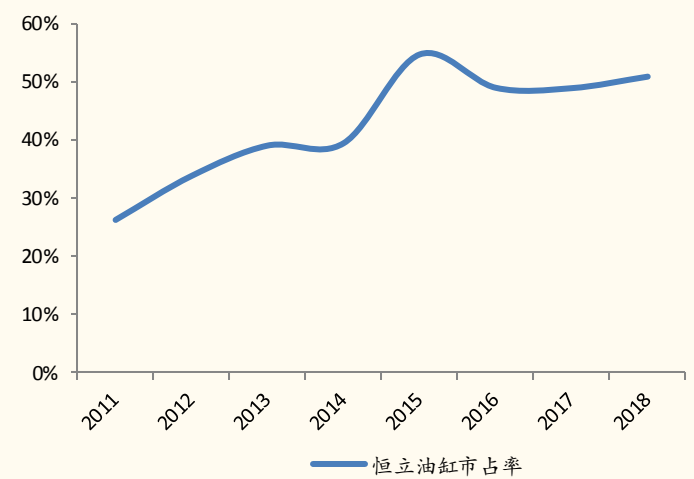
来源：中国产业信息网，前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **挖机油缸经过长期发展，公司龙头地位稳固，市占率超 50%：**公司于 1999 年开始进入挖机油缸领域，2011 年上市时挖机油缸销量约为 18.7 万根，2018 年销量达到 41.4 万根，8 年销量复合增长 10%，营收复合增长率 9%，目前产能达到 48 万根/年。2010 年，日本油缸制造商 KYB、小松和东洋电机等占据我国 80% 的市场空间，2018 年恒立挖机油缸的市占率超过 50%，远超 KYB。

图表 24：恒立液压过去 3 年油缸销量复合增长 50%



图表 25：挖机油缸市占率持续增长，2018 年超过 50%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，中国工程机械工业协会挖掘机分会，国金证券研究所

- **国内外大客户采购比例高，三一徐工卡特彼勒为公司前五大客户：**目前公司的前五大客户中包含国内外龙头主机厂三一、徐工、卡特彼勒等，主要得益于挖机油缸的供应。三一挖机采购恒立挖机油缸的比例约在 60%，其余采用 KYB 或者自供；徐工有用自己的液压件事业部且发展较早，约有 40% 采购恒立挖机油缸，其余均采用自供；柳工挖机则 100% 采用恒立产品。卡特彼勒关闭在中国及日本的液压件厂而采用外购，未来不排除国内像三一这样的挖掘机巨头逐渐缩减自己的自供比例而采用恒立的产品。

### 3、挖机油缸收入预测：供需紧张情况缓解，未来保持低速增长

- **工程机械结束高速增长，未来进入平稳增长阶段，油缸供需紧张情况得到缓解，公司之前提价带来较高的毛利率面临一定的压力。**根据工程机械协会统计数据，假设 2019 年全年销量小、中、大挖销量分别增长 12%、9% 和 6% 且公司挖掘机油缸市占率小幅提升。小挖由于销售吨位有向小吨位集中的趋势，平均价格有一定的下滑，中大挖油缸平均价格略增。根据以上预测我们可以估算挖掘机油缸板块 2019-2021 年营收增长约分别为 12%/2%/-1%。

图表 26：挖掘机专用油缸未来 3 年营收增长约分别为 12%/2%/-1%

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
挖机销量 (台)	72541	102604	114916	118364	118364
增速	89%	41%	12%	3%	0%
小挖 (<13t)					
油缸市占率	50%	51%	52%	53%	53%
油缸销量 (根)	138992	187380	239026	248564	250932
油缸价格 (元/根)	2150	2040	2000	2000	2000
收入 (百万)	299	382	478	497	502
中挖 (13-30t)					
挖机销量 (台)	47937	70733	77099	77870	76313
增速	105%	48%	9%	1%	-2%

	油缸市占率	48%	50%	51%	52%	52%
	油缸销量 (根)	100823	176626	157282	160412	158730
	油缸价格 (元/根)	4500	4500	4600	4550	4500
	收入 (百万)	454	795	723	730	714
	挖机销量 (台)	19754	30083	31888	32207	31563
	增速	137%	52%	6%	1%	-2%
大挖	油缸市占率	49%	51%	52%	53%	53%
(t>30t)	油缸销量 (根)	33182	52850	66327	67634	66913
	油缸价格 (元/根)	12500	12500	12500	12500	12500
	收入 (百万)	415	661	829	845	836
	油缸总销量	272997	413500	462635	476611	476575
	销量增速	99%	51%	12%	3%	0%
总计	总收入 (百万)	1154.04	1811.27	2030.64	2072.43	2052.56
	收入增速	118%	57%	12%	2%	-1%

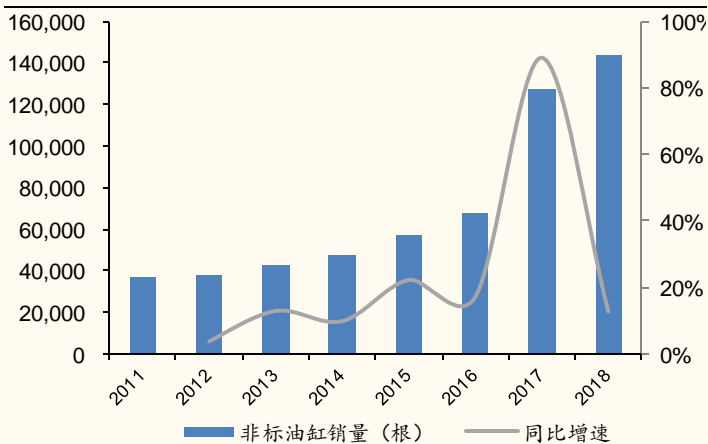
来源：工程机械协会，公司公告，国金证券研究所（注：标红为关键假设）

#### 四、非标油缸：不断拓展应用领域及下游客户，未来保持稳定增长

##### 1、非标油缸收入近3年复合增长30%，下游应用广泛，竞争格局较为分散

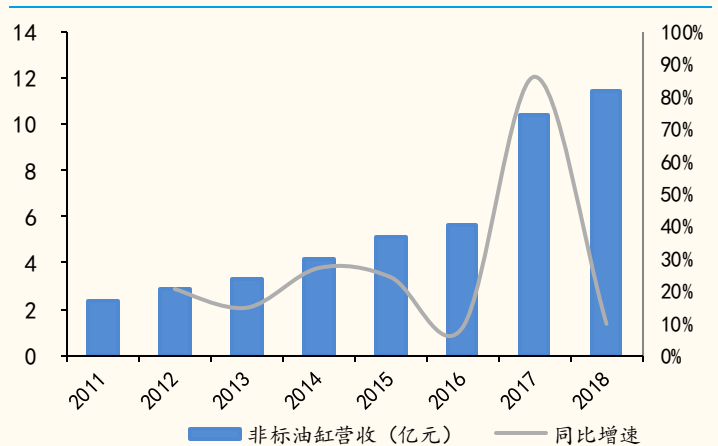
- 下游客户广泛，公司非标重型油缸具体应用领域包括隧道盾构机、起重系列设备、船舶海洋工程设备、风电设备等。非标油缸下游行业众多，受单个行业周期影响较小，在上市初期2011年销量约3.7万根，2018年销量14.4万根，8年销量复合增速为18.5%。公司在2017年非标业务收入10.4亿元，同比增长86%。2018年受产能制约因素影响营收增速下滑，一部分产能用于挖掘机专用油缸的生产，实现11.4亿收入同比增长9.8%。

图表 27：公司近3年非标油缸销量复合增长36%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：公司非标油缸营收近3年复合增长30%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：非标油缸下游应用广泛，恒立液压与主要竞争对手的竞争格局较为分散

公司	主要产品及优势领域
四川长江液压件	公司主要生产液压缸、齿轮泵、齿轮马达、多路换向阀、液压机具、液压系统等液压产品
徐工液压	研制高中压液压油缸、阀锁以及成套液压系统的专业厂 已形成了自主开发、生产多系列、多规模的油缸、阀锁以及成套液压系统的能力，产品应用涉及工程、水利、冶金、矿山、油田等行业
实用动力（上海）	美国实用动力集团在华投资企业，重点负责恩派克（ENERPAC）液压工具在中国市场的推广 恩派克（ENERPAC）液压工具在世界上有较高知名度，拥有8大类别的产品，在诸如石油化工、铁路矿山、港口工程、冶金、风电、核能等工业领域处于优势地位
博世力士乐（常州）	德国博世力士乐公司的全资子公司 博世力士乐（常州）公司主要设计和生产水利、水电液压启闭设备和非标准液压缸及成套液压系统
海卓泰克液压技术（苏州）	丹麦海卓泰克公司在华设立的子公司 该公司主要产品包括：风电油缸、船用油缸、工业油缸、车载油缸、冶金油缸、水利发电油缸 海卓泰克目前在全球船用油缸领域有较大优势

来源：公司公告，各公司官网，恒立液压招股书，国金证券研究所

##### 2、高空作业平台油缸领域快速拓展，测算全球年均约65亿市场空间

- 公司高空作业平台油缸高速增长，主要为北美龙头客户。2018年增长最快的是起重系列油缸，实现6亿元收入同比增长214%，其中80%收入来自北美高空作业平台（AWP），主要客户是北美高空作业平台龙头JLG、Snorkel、Terex等。
- 估计全球AWP油缸年均市场规模约为65亿元。根据Ducker International

以及 IPAF 等数据，我们估算 2017 年北美/欧洲/日本/中国的 AWP 保有量为 50/30/10/4 万台，平均使用年限 4.5/8/6/8 年，由于各地区之间剪叉式和直臂式比例不同（以剪叉式约 7 万元/台，直臂式约 35 万元/台计算），以 18/20/18/12 万元均价估算市场规模。计算得到未来 3 年全球年均市场空间约在 430 亿元，按油缸价值量占比 15%估算，AWP 油缸年均市场规模约为 65 亿元。

- **海外稳定增长，国内快速拓展。**目前恒立液压在北美 AWP 中的市场份额约为 20%，随着北美客户逐步关停自产油缸的产线以及在国内 AWP 公司如浙江鼎力中的加速拓展，公司在全球 AWP 油缸中的市场份额将会进一步增长。

**图表 30：全球高空作业平台油缸市场空间 2019-2021 年年均为 65 亿元**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>北美市场</b>					
保有量增速%		5%	4%	4%	3%
市场保有量 (万台)	50	53	55	57	58
保有量增量 (万台)		3	2	2	2
年更新量 (万台, 更新率 22%)		12	12	12	13
合计新增需求 (万台)		14	14	15	15
平均单价 (万元/台)		18	18	18	18
市场规模 (亿元)		253	254	264	262
油缸市场规模 (亿元)		38	38	40	39
<b>欧洲市场</b>					
市场保有量 (万台)	30	30	30	30	30
年更新量 (万台, 更新率 13%)		4	4	4	4
平均单价 (万元/台)		18	18	18	18
市场规模 (亿元)		70	70	70	70
<b>日本市场</b>					
市场保有量 (万台)	10	10	10	10	10
年更新量 (万台, 更新率 17%)		2	2	2	2
平均单价 (万元/台)		20	20	20	20
市场规模 (亿元)		34	34	34	34
<b>中国市场</b>					
保有量增速%		60%	45%	40%	35%
市场保有量 (万台)	4	6	9	13	18
保有量增量 (万台)		2	3	4	5
年更新量 (万台, 更新率 13%)		1	1	2	2
合计新增需求 (万台)		3	4	5	7
平均单价 (万元/台)		12	12	12	12
市场规模 (亿元)		39	49	65	82
油缸市场规模 (亿元)		6	7	10	12
新机需求合计 (万台)		23	24	26	27
新增市场规模合计 (亿元)		396	407	433	448
油缸市场规模 (亿元)		59	61	65	67

来源：Ducker International, IPAF, 市场调研, 高空机械工程, 浙江鼎力公告, 国金证券研究所

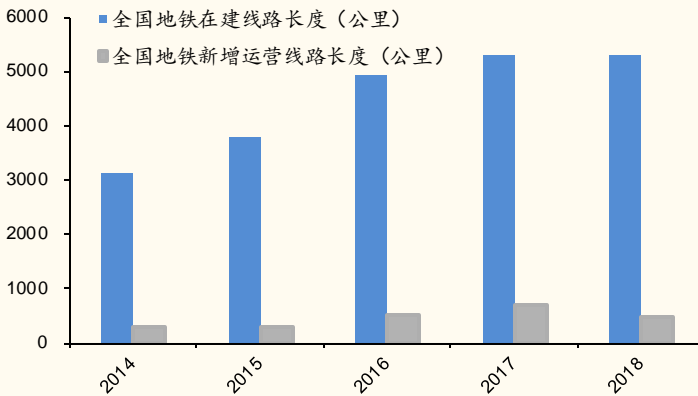
### 3、盾构机油缸销量增速下滑趋势有望逆转，市占率高具备议价能力

- **2019 年铁路固定资产投资增速反弹。**盾构机是一种地下掘进设备，常用于地铁、铁路及地下综合管廊等隧道工程。根据中铁总数据，2018 年我国铁路固定资产投资及地铁在建里程均为零增长。2019 年来基建投资增速反弹，地方债发放提速，2019 年 1-5 月我国铁路固定资产投资增长 11%。
- **我国盾构机油缸年均规模 13 亿。**据《工程机械周刊》：到 2017 年为止，

中国在造的和在施工的盾构机保有量已经接近 2000 台，其中接近 80%是国产设备，假设 3 年更换，保有量每年 5%增长，单台盾构机油缸价格约在 150 万元，粗略估算未来 3 年盾构机油缸的年均市场规模约为 13 亿。

- **下游客户优质，公司市占率高具备一定的议价能力。**公司盾构机油缸主要客户是国内龙头中铁工业、中交天和、三三工业等。2018 年受到产能限制公司砍掉部分低毛利率订单，2019 年产能限制问题缓解盾构机油缸增速下滑趋势有望逆转。目前恒立液压在盾构机领域处于垄断地位，具备一定的议价能力。

图表 31：在建地铁逐年增长，2018 年增速放缓



来源：国家统计局，城市轨道交通协会，国金证券研究所

图表 32：2019-2021 年盾构机油缸年均市场空间 13 亿

	2018	2019E	2020E	2021E
盾构机存量 (台)	2000	2100	2205	2315
盾构机油缸存量更新需求 (台)		700	735	772
盾构机新增需求 (台)		100	105	110
盾构机销量		800	840	882
盾构机油缸市场规模 (亿元)	12	13	13	13

来源：《工程机械周刊》，国金证券研究所

#### 4、非标油缸收入预测：预计 2019-2021 年增长 25%/19%/18%

- **根据测算，全球非标油缸市场空间约为 340 亿，公司在全球非标油缸市场中仍具有很大的拓展空间。**公司海外客户持续开拓，除了美国市场以工程机械为主，欧洲市场主要以海工海事和各类工业设备为主。恒立油缸与海外竞争对手相比具有 10% 以上的价格优势。

图表 33：非标油缸预测销量 2019-2021 年增长 25%/19%/18%

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
盾构机	营收 (百万)	477	344	406	467	523
	占比	46%	30%	28%	27%	26%
	增速	102%	-28%	18%	15%	12%
起重系列	营收 (百万)	190	597	716	860	1032
	占比	18%	52%	50%	50%	51%
	增速		214%	20%	20%	20%
海工海事	营收 (百万)			207	238	274
	占比			14%	14%	14%
	增速			15%	15%	15%
新能源	营收 (百万)			108	140	190
	占比			8%	8%	9%
	增速			20%	30%	35%
总计	总收入 (百万)	1042	1144	1437	1705	2018
	收入增速	86%	10%	26%	19%	18%

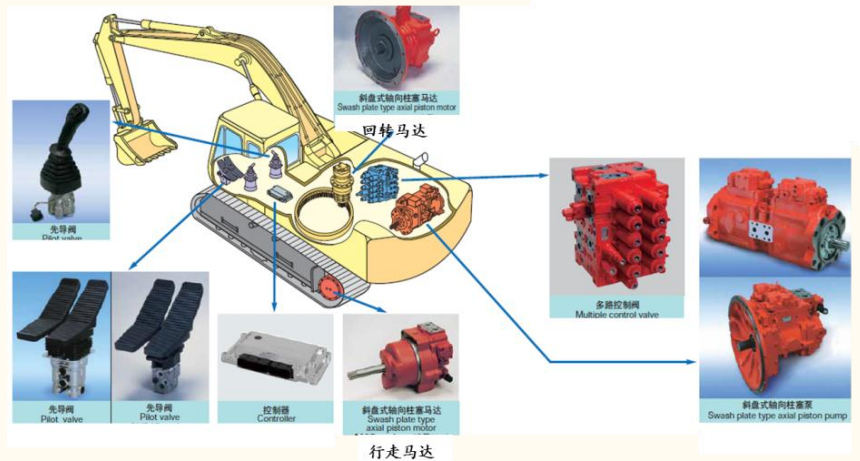
来源：公司公告，国金证券研究所

## 五、液压泵阀：市占率及利润率快速提升

### 1、我国挖掘机泵阀前装市场空间约在 52 亿，川崎中大挖市占率 50%以上

- **挖掘机泵阀前装市场空间约为 52 亿：**单台挖掘机配套一套液压泵阀，目前小挖泵阀单价约 1.2 万元/套，中挖泵阀单价约 3 万元/套，大挖泵阀单价约 6 万元/套，按 2018 年挖掘机销量和大中小挖比例来计算，挖掘机泵阀前装市场空间约为 52 亿。

图表 34：每台挖掘机上有 1 套泵阀，2 个行走马达，1 个回转马达



来源：川崎精密事业部官网，国金证券研究所

- **川崎重工在国内挖机泵阀市场上市占率第一：**在国内挖掘机泵阀前装市场中，恒立液压的泵阀产品目前在小挖上放量，2018 年销量约 3 万台套，同比翻番增长，在小挖中估算市占率约为 30%。在中挖和大挖的泵阀市场中，川崎重工的市占率超过了 50%。

图表 35：国内小挖泵阀力士乐及恒立为主，中大挖泵阀以川崎为主

	小挖 (0-13t)	中挖 (13-30t)	大挖 (>30t)
行业	力士乐+恒立液压	川崎	川崎
三一	力士乐+恒立液压	川崎	川崎
卡特彼勒	部分使用自产、部分外购川崎、力士乐		
徐工	6t 以下自产，其余为力士乐+恒立液压	川崎	川崎
小松	自产		
柳工	以川崎为主		
斗山	韩国东明		

来源：艾迪招股书，公司公告，市场调研，国金证券研究所

- **川崎精密机械的高端液压件历史悠久，在全球液压挖掘机也占有一定的市场份额：**川崎重工业集团(KAWASAKI)成立于 1878 年日本明治维新时期，事业涉及摩托车制造、铁路车辆、航空工业、能源环境设备以及液压设备、机器人等领域。分公司“川崎精密机械(KPM)”从 1916 年开始船用液压机械的研发，之后不断研发生产液压泵、液压控制阀、执行机构、液压回转马达以及电器控制元件、控制系统等，拥有一流的研究团队和试验设备，日本、英国、中国、韩国、印度五大生产基地以及加上美国在内的六大销售服务基地。
- **川崎在中国的布局：**2005 年川崎精密在苏州设立工厂，2009 年成立合资

公司。KPM 在中国拥有销售总公司川崎精密机械商贸（上海）有限公司，液压件生产工厂川崎精密机械（苏州）有限公司以及川崎春晖精密机械（浙江）有限公司三个公司。KPM（苏州）目前在中国有三个工厂，2006 年开始量产液压泵阀，2008 年开始量产液压马达，2012 年就具备年产 20 万台的生产能力。

## 2、公司产品性能、盈利能力不输川崎，在时效性协同性等方面具备优势

- **恒立液压泵阀产品功能性能不输川崎：**恒立开式高压轴向柱塞泵和德国 Inline 轴向柱塞泵都是具有市场竞争优势的产品。从挖机用泵阀产品的主要功能参数方面来看，在主要的压力及流速参数上恒立液压已经完全可以实现下游产品需求，与川崎的泵阀产品并没有差距。
- **恒立液压在时效性和协同性方面较国外厂商具备优势：**恒立液压的交货周期为 1-2 个月，这方面国外厂商有一定的限制，交货周期滞后。同时恒立液压有自己的铸件厂，在协同性方面具备很大优势，川崎和力士乐在国内仅有泵阀产品的组装线。液压行业中“得铸造者得天下”，恒立液压拥有国内首个规模化高精密液压铸件生产基地和全球先进的液压铸件生产工艺，聘请德国、日本专家组成研发制造团队负责生产工艺流程。通过自主研发，在高精密铸造技术的研究上实现了重大突破，形成年总产能 5.5 万吨高精密液压件，除满足自身产能还可对外销售。

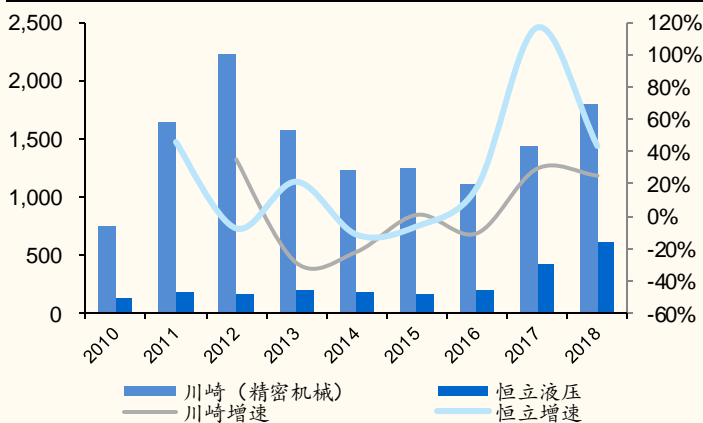
图表 36：川崎、力士乐泵阀核心零部件供应紧张，铸件产能不足，恒立液压铸件产能充足

	液压泵生产	液压泵产能情况	液压阀生产	液压阀产能情况
川崎	国内组装，核心零部件进口	核心零部件供应紧张	日本	铸件产能不足
力士乐	部分国内组装，核心零部件进口	核心零部件供应紧张	部分国内组装，核心零部件进口	核心零部件及铸件供应紧张
恒立液压	国内	产能充足	国内	铸件产能充足可以外销

来源：川崎官网，恒立官网，力士乐官网，市场调研，国金证券研究所整理

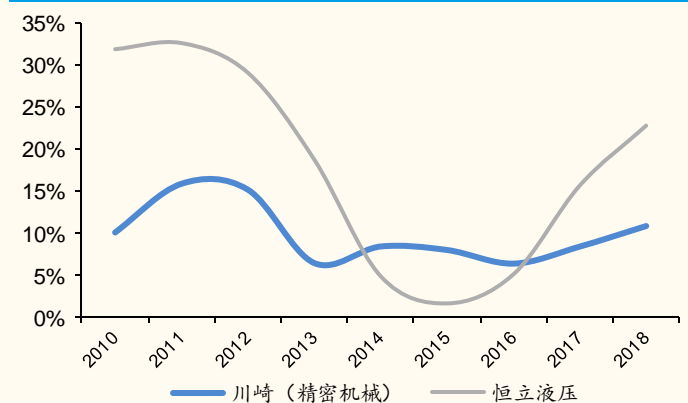
- **盈利能力逐渐超越川崎：**由于国内 2016 年来挖掘机行业的复苏以及泵阀产品规模效应的显现，公司迎来连续 3 年营收高增长。由于川崎精密事业部 2011 年之前只包含液压产品，2011 年将机器人业务并入，所以在体量上大致估算，我们认为恒立液压目前的收入已与川崎的液压件收入大致相当（川崎在油缸方面收入少）。从营业利润率方面来看，恒立液压营业利润率 2016 年触底反弹，持续快速增长到 2018 年的 23%，而近年来川崎精密事业部的营业利润率相对较为稳定，2018 年为 11%。

图表 37：川崎精密机械 2018 年营收约是恒立液压的 3 倍，增速低于恒立



来源：Bloomberg, wind, 国金证券研究所（单位百万美元，2011 年川崎重工集团将机器人业务并入川崎精密机械事业部）

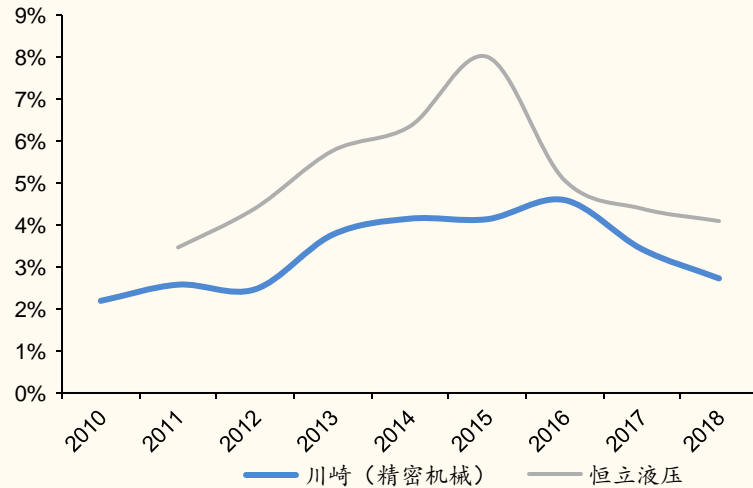
图表 38：2018 年恒立液压营业利润率为 23%，远高于川崎精密机械的 11%



来源：Bloomberg, wind, 国金证券研究所

- **在研发投入方面**：2010年以来，恒立液压研发费用率在2015年达8%，后因营收大幅增长降低到4%，未来有望持续维持这一水平。川崎精密机械在仅有液压件业务时研发费用率为2%，注入机器人业务后占比有所提升。而大多数机器人企业的研发费用率在4%-10%，所以单以液压件研发投入来看，川崎精密机械的投入远低于恒立液压。

**图表 39：2018 年恒立研发费用占营收比重 4% 高于川崎 2.7%**

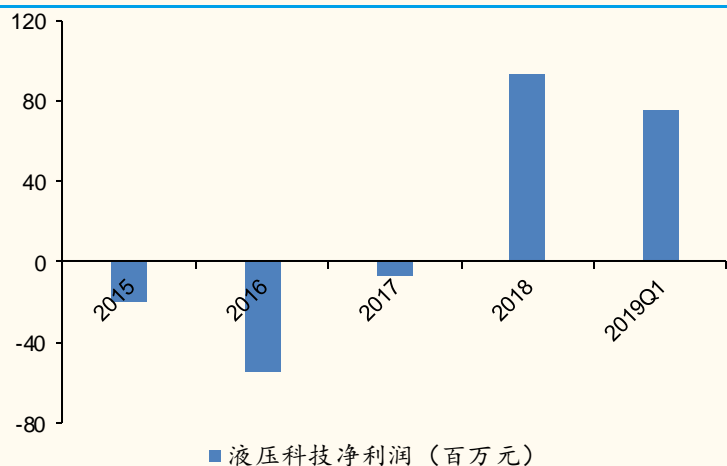


来源：Bloomberg, wind, 国金证券研究所

### 3、恒立液压泵阀市场份额快速提升，预计未来 3 年泵阀收入复合增长 66%

- **液压科技业绩扭亏，2019Q1 增长 200%**。公司子公司液压科技主要承担泵阀产品的生产，根据公司公告，液压科技 2015-2017 年连续 3 年亏损，2018 年业绩扭亏实现 7.42 亿收入和 9349 万净利润（其中还包括工业阀和工业系统），2019 年一季度营收增长了 204%，净利润超过 7000 万。

**图表 40：2018 年液压科技扭亏，净利润取得突破增长**



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们假设到 2021 年小挖泵阀的市占率达到目前油缸的水平为 50%左右，中大挖泵阀不断渗透，2019 年市占率约为 10%-20%，2020 年 20%-30%，2021 年 30%-40%，通过预测我们判断 2019-2021 年挖掘机泵阀营收增速分别为 145%、46%和 27%。

图表 41：预测挖掘机泵阀 2019-2021 年分别增长约 145%、46%和 27%

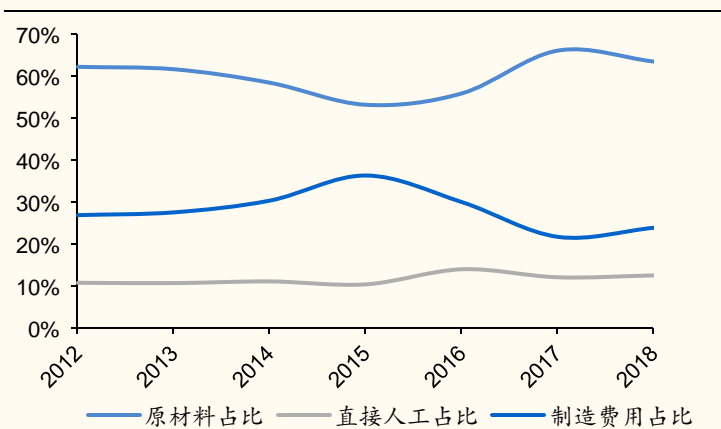
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
小挖 (<13t)	挖机销量 (台)	72541	102604	114916	118364	118364
	增速	89%	41%	12%	3%	0%
	泵阀市占率	21%	27%	38%	45%	50%
	泵阀销量 (套)	1.5 万套	3 万套	43668	53264	59182
	泵阀价格 (元/套)	14500	12500	12000	12000	12000
	收入 (百万)	约 220	约 350	524	639	710
中挖 (13t-30t)	挖机销量 (台)	47937	70733	77099	77870	76313
	增速	105%	48%	9%	1%	-2%
	泵阀市占率	2%	5%	20%	30%	40%
	泵阀销量 (套)	600 套	3607	15420	23361	30525
	泵阀价格 (元/套)	36000	30000	30000	30000	30000
	收入 (百万)	约 30	约 100	463	701	916
大挖 (t>30t)	挖机销量 (台)	19754	30083	31888	32207	31563
	增速	137%	52%	6%	1%	-2%
	泵阀市占率	0%	2%	10%	20%	30%
	泵阀销量 (套)	0	1500 个	3189	6441	9469
	泵阀价格 (元/套)	60000	60000	58000	58000	58000
	收入 (百万)	0	约 45	185	374	549
总计	总收入 (百万)	249	479	1172	1714	2175
	收入增速	200%	93%	145%	46%	27%

来源：工程机械协会，公司公告，国金证券研究所（注：标红为关键假设）

#### 4、规模效应将带来毛利率的大幅提升，预计未来 2-3 年毛利率达到 40%

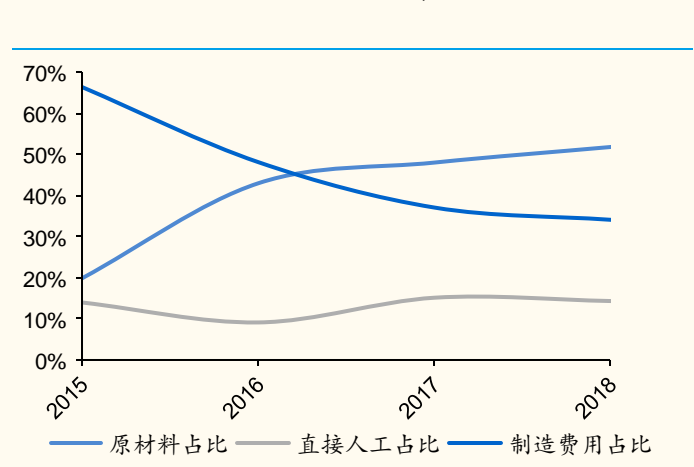
- 根据对公司整体成本和液压泵阀业务成本拆分的对比，公司整体成本中原材料占比约为 55%-65%，期间受到了原材料价格下跌的扰动，制造费用占比约 25%-35%，直接人工占比比较稳定在 10%；而对于液压泵阀业务 2015-2018 年 3 年间制造费用占比从接近 70%下降到 35%，规模效应初步显现，泵阀的毛利率从 2016 年的 15%上升到 2018 年的 30%，对标国外泵阀制造商的毛利率水平，恒立泵阀的毛利率有望进一步提升，未来 2-3 年有望达到 40%。

图表 42：公司整体成本结构比例较为稳定，受原材料价格波动和泵阀前期投入影响



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：液压泵阀产品成本结构，制造费用大幅下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

## 六、盈利预测与估值分析：分部估值，合理市值 298 亿元

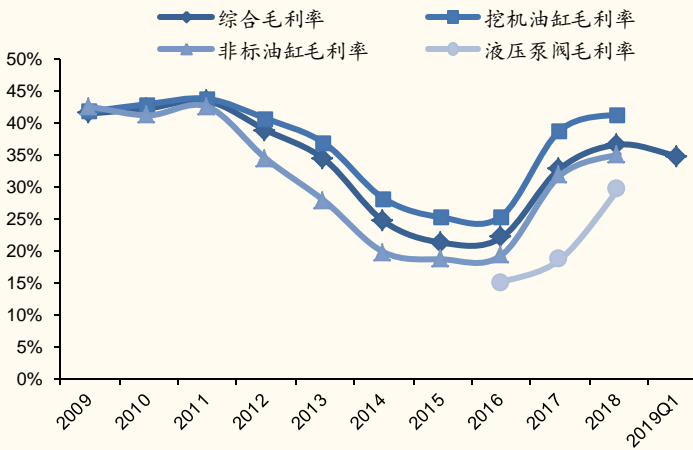
### 1、收入端预测：2019-2021 年的营收增长复合增长 22%

- 1、国内挖掘机销量增速逐渐放缓，2019-2021 年公司挖机油缸销量增速为 12%/3%/0%。由于一根大挖油缸价格是小挖的 5-6 倍，小挖占比提升会对挖机油缸收入增速带来影响，预计 2019-2021 年挖机油缸收入增速 12%/2%/-1%。
- 2、非标油缸下游应用领域广泛，预计 2019-2021 年营收增长分别为 26%/19%/18%。公司油缸产品不包括在美国征税名单中，出口不受影响。
- 3、公司液压泵阀的产能逐步爬坡，中大挖泵阀逐步进入国内龙头主机厂，我们测算 2019-2021 年全年泵阀收入增长 145%/46%/27%。
- 4、公司液压马达 2019 年预计实现 1 亿收入逐渐放量，计入其他业务中。
- 5、产能不存在瓶颈：挖机油缸设计年产能 48 万根，非标油缸 15 万根，液压泵阀目前小挖/中挖/大挖已经分别达到每月 4000/1500/400 套。
- 综上，我们预计恒立液压 2019-2021 年的营业收入分别为 56/67/76 亿元，同比增长 34%/18%/14%，复合增速 22%。

### 2、毛利率预测：折旧摊销已达高峰，毛利率平稳提升

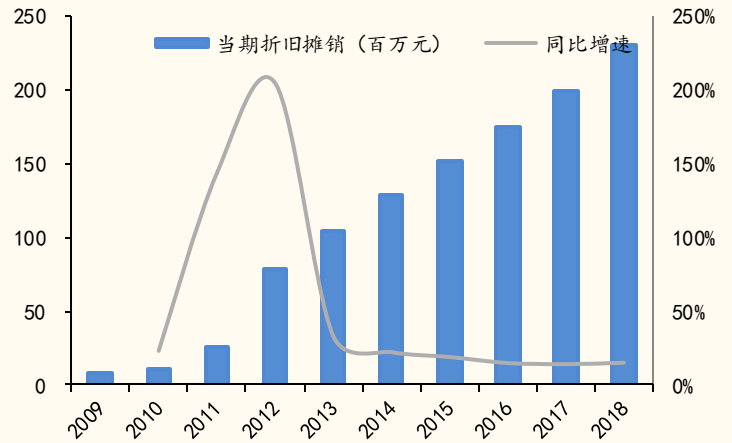
- **价格端**：近 3 年受益工程机械行业复苏，液压件供不应求，公司产品价格不断提升，对毛利率贡献较大；**成本端**：公司折旧摊销预计达到高峰，同时规模效应摊薄固定成本，营业成本占比下降。未来供需情况缓解，产品价格有下行压力，同时折旧摊销未来有望进入下行通道。综上，我们预计毛利率进入缓慢提升阶段，2019-2021 年分别为 36.7%/37.4%/38.4%。

图表 44：近 3 年毛利率快速增加，2019Q1 略降为 35%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：公司折旧摊销预计达到高峰，增速下降



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：公司未来 3 年营收复合增长 22%，2021 年毛利率达到 38.6%

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>产品 I 挖机专用油缸</b>					
销售收入 (百万元)	1154	1811	2030	2072	2052
增长率 (YOY)	118.1%	57.0%	12.1%	2.1%	-1.0%
毛利率	38.8%	41.4%	40.5%	41.0%	41.0%
占总销售额比重	41.3%	43.0%	36.0%	31.1%	27.1%
<b>产品 II 非标油缸</b>					
销售收入 (百万元)	1042	1144	1437	1705	2017
增长率 (YOY)	86.1%	9.7%	25.6%	18.6%	18.4%

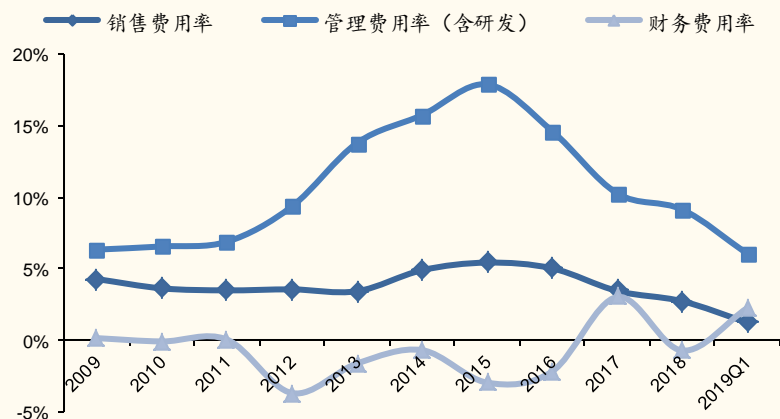
毛利率	31.7%	35.1%	36.0%	36.5%	37.0%
占总销售额比重	37.3%	27.2%	25.5%	25.6%	26.7%
产品 III 液压泵阀					
销售收入 (百万元)	249	479	1171	1712	2174
增长率 (YOY)	198.6%	92.5%	144.6%	46.3%	26.9%
毛利率	18.6%	29.7%	35.0%	37.0%	40.0%
占总销售额比重	8.9%	11.4%	20.7%	25.7%	28.7%
产品 IV 元件与液压成套装置					
销售收入 (百万元)	171	201	251	301	361
增长率 (YOY)	89.5%	17.2%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率	16.8%	21.1%	23.0%	25.0%	26.0%
占总销售额比重	6.1%	4.8%	4.4%	4.5%	4.8%
产品 V 油缸配件					
销售收入 (百万元)	165	537	618	698	768
增长率 (YOY)	73.8%	226.4%	15.0%	13.0%	10.0%
毛利率	35.5%	35.7%	36.5%	37.0%	38.0%
占总销售额比重	5.9%	12.8%	11.0%	10.5%	10.2%
产品 VI 其他业务					
销售收入 (百万元)	14	39	137	165	189
增长率 (YOY)	14.6%	175.4%	250.0%	20.0%	15.0%
毛利率	38.5%	35.6%	30.0%	31.0%	32.0%
占总销售额比重	0.5%	0.9%	2.4%	2.5%	2.5%
销售总收入 (百万元)	2795	4211	5644	6654	7562
增长率 (YOY)	104.0%	50.7%	34.0%	17.9%	13.7%
销售总成本 (百万元)	1878	2671	3571	4163	4659
毛利 (百万元)	917	1540	2074	2490	2904
平均毛利率	32.8%	36.6%	36.7%	37.4%	38.4%

来源: wind, 国金证券研究所

### 3、费用率预测：管理能力提升，研发费用保持稳定，费用率稳中有降

- 公司管理能力提升以及规模效应带来销售、管理费用率下降：公司近年来不断降本增效，提升单位人员投入产出比，同时规模效应带来销售费用和管理费用率的快速下降，2019年 Q1 销售/管理费用率 1.24%/2.65%，预计 2019 年公司期间费用仍将较快下降，2020-2021 年保持平稳。

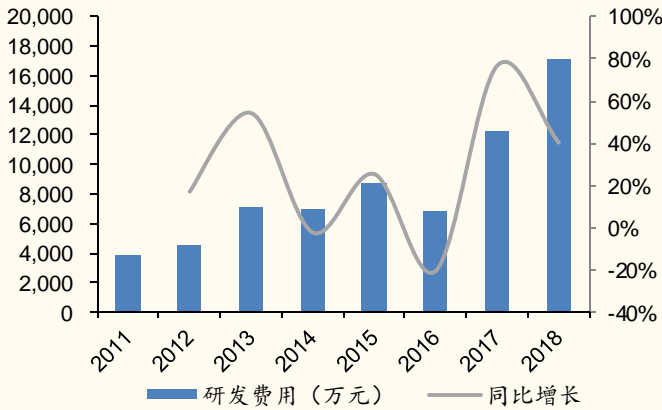
图表 47：公司 2015 年至今销售&管理费用率大幅下降



来源: 公司公告, 国金证券研究所

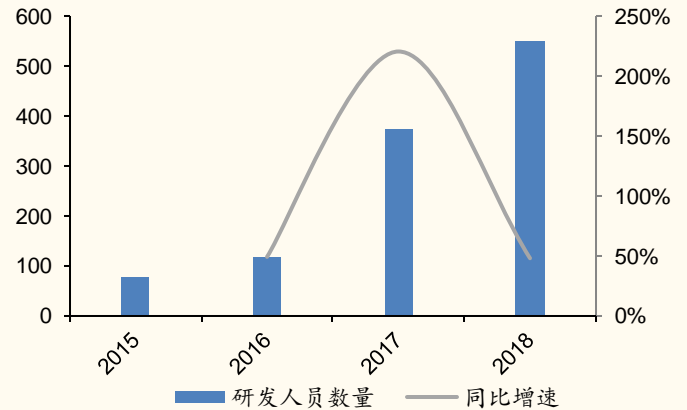
- **专注研发，保持高额研发投入，预计研发费用率保持在 4%：**公司自上市以来，无论外部宏观经济和市场环境起伏变化，一直围绕液压主业保持高强度的研发投入，目前恒立液压拥有 5 个研发中心（德国柏林、日本东京、美国芝加哥、中国上海和常州）与世界研发前沿同步。预计公司未来继续重视泵阀等新产品的研发，研发费用率保持在 4%。

图表 48：近 3 年研发费用复合增长 25.5%



来源：国金证券研究所

图表 49：近 3 年研发人员数量复合增长 91.6%



来源：，国金证券研究所

图表 50：预计 2019-2021 年费用率稳中有降

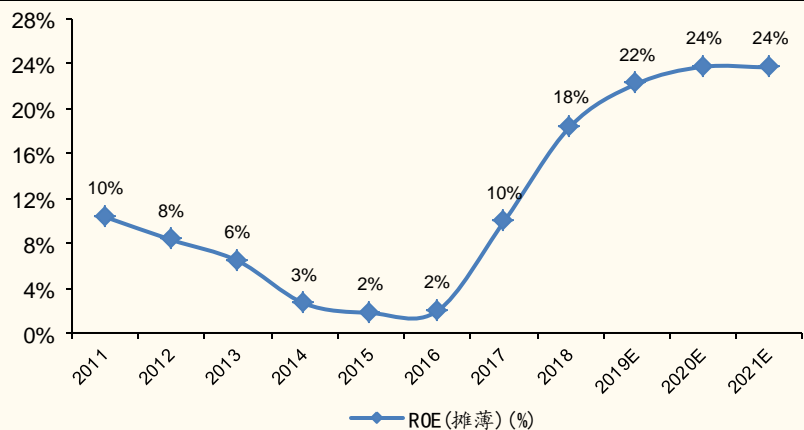
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	5.03%	3.45%	2.73%	2%	1.9%	1.8%
管理费用率	9.58%	5.89%	5.06%	4%	4%	4%
研发费用率	5.05%	4.38%	4.08%	4%	4%	4%

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4、ROE：经营质量向好，ROE 持续提高，2019-2021 年平均 23.3%

- 公司 2018 年销售净利率达到 19.9%，2019 年一季度为 20.8%，净利率逐步进入良性区间。2018 年总资产周转率为 0.63，较 2017 年增加 0.14。2018 年 ROE 达到历史最高 18.4%，预计公司未来净利润率、总资产周转率有望持续提升，权益乘数较为稳定，ROE 有望持续提升，预计 2019-2021 年 ROE 为 22%/24%/24%。

图表 51：预计 2019-2021 年公司 ROE 水平为 22%/24%/24%



来源：公司公告，国金证券研究所

### 5、估值分析：合理市值 298 亿元，目标价 34 元

- 根据以上分析，我们预测 2019-2021 年归母净利润为 12.0/15.2/18.3 亿元，同比增 43%/28%/20%，3 年复合增长 30%。EPS 为 1.35/1.73/2.07 元，对应的 PE 为 21/17/14 倍。
- 恒立液压具备进口替代市占率快速提升的能力，现阶段周期性较弱，而且非标和挖机油缸的产能切换灵活，非标下游行业相对分散可以对冲周期风险，所以可以给予其较一般工程机械企业一定的估值溢价。
- 拆分来看，我们预计油缸业务保持平稳增长，结合国外液压件龙头估值，我们给予油缸业务 15 倍 PE。泵阀业务具备很大的弹性，根据我们的预测未来 3 年营收复合增长率为 65%，我们判断 2021 年泵阀毛利率有望达到 40%。分部估值：油缸对标海外龙头给予 15 倍 PE，市值 144 亿元；泵阀 2019-2021 年净利润预计增长 206%/65%/42%，给予 2019 年 65 倍估值，市值 154 亿元，合计 298 亿元，对应目标价 34 元，对应 2019 年 PE 25 倍，维持“买入”评级。

图表 52：国内工程机械可比公司估值，零部件公司相对主机厂具备一定的估值溢价

上市公司	代码	股价(元)	市值(亿元)	EPS(元)				PE(倍)				PB
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
三一重工	600031	13.13	1100	0.75	1.13	1.30	1.45	18	12	10	9	2.84
徐工机械	000425	4.52	354	0.26	0.45	0.55	0.65	17	10	8	7	1.15
中联重科	000157	5.6	439	0.26	0.42	0.51	0.58	22	13	11	10	1.12
柳工	000528	6.53	96	0.54	0.76	0.88	0.95	12	9	7	7	1.01
艾迪精密	603638	25.15	97	0.86	0.86	1.14	1.45	29	29	22	17	9.15
恒立液压	601100	29.34	259	0.95	1.35	1.74	2.07	31	21	17	14	5.62

来源：wind，国金证券研究所（股价为 2019.7.12 收盘价，除恒立液压外其余公司估值均采用 wind 一致预期，PB 计算取最新一期财报的净资产）

图表 53：海外可比液压件公司估值，对标美股成熟液压公司的合理 PE 约在 15 倍

上市公司	代码	股价(美元)	市值(亿美元)	EPS(美元)				PE(倍)				PB
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
川崎重工	7012.J	23.38	39	1.48	2.24	2.62	2.99	16	10	9	8	0.98
派克汉尼汾	PH.US	169.07	217	10.4	11.65	12.26	13.08	16	15	14	13	3.61
伊顿	ETN.US	82.21	344	5.41	5.89	6.25	6.73	15	14	13	12	2.12
KYB	7242.J	29.45	8	-	-2.84	5.72	6.04		-10	5	5	0.58
恒立液压	601100	4.26	38	0.14	0.20	0.25	0.30	31	21	17	14	5.62

来源：Bloomberg，国金证券研究所（股价为 2019.7.12 收盘价，汇率为 7.12 日汇率，除恒立液压外其余公司估值均采用 Bloomberg 一致预期，PB 计算取最新一期财报的净资产）

## 七、风险提示：挖掘机销量低于预期、公司泵阀业务低于预期

- **挖掘机行业销量不及预期。**如果挖掘机下游基建及房地产投资低于预期、环保政策推行不确定性加大，会对挖掘机销量产生影响，从而冲击公司目前最主要的挖机油缸业务。
- **恒立液压泵阀放量不及预期。**公司目前泵阀业务的体量还较小，目前泵阀业务板块完全满产，若泵阀的产能扩张和爬坡的速度不及预期，则会对营收产生影响。
- **原材料价格波动风险。**上游原材料价格通过成本对上市公司盈利产生很大影响，若上游原材料价格大幅增长，则企业会面临较大的业绩压力。

**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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	1,370	2,795	4,211	5,645	6,654	7,563	货币资金	870	1,146	1,571	1,827	2,146	3,085
增长率		104.0%	50.6%	34.0%	17.9%	13.7%	应收账款	576	996	1,348	1,434	1,749	2,019
<b>主营业务成本</b>	-1,068	-1,878	-2,671	-3,571	-4,163	-4,659	存货	590	821	1,050	1,168	1,348	1,431
%销售收入	78.0%	67.2%	63.4%	63.3%	62.6%	61.6%	其他流动资产	271	332	474	529	553	573
<b>毛利</b>	302	917	1,540	2,074	2,490	2,904	流动资产	2,307	3,295	4,443	4,957	5,797	7,108
%销售收入	22.0%	32.8%	36.6%	36.7%	37.4%	38.4%	%总资产	44.4%	53.5%	61.1%	62.9%	65.1%	68.6%
<b>营业税金及附加</b>	-19	-36	-43	-62	-73	-83	长期投资	390	332	10	20	20	20
%销售收入	1.4%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	2,124	2,131	2,361	2,408	2,530	2,621
<b>营业费用</b>	-69	-96	-115	-113	-126	-136	%总资产	40.9%	34.6%	32.5%	30.5%	28.4%	25.3%
%销售收入	5.0%	3.5%	2.7%	2.0%	1.9%	1.8%	无形资产	334	330	288	307	325	342
<b>管理费用</b>	-200	-287	-385	-452	-532	-605	非流动资产	2,892	2,862	2,828	2,930	3,109	3,258
%销售收入	14.6%	10.3%	9.1%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	55.6%	46.5%	38.9%	37.1%	34.9%	31.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	13	498	997	1,447	1,758	2,080	<b>资产总计</b>	5,199	6,156	7,271	7,887	8,906	10,367
%销售收入	1.0%	17.8%	23.7%	25.6%	26.4%	27.5%	短期借款	578	939	905	415	81	0
<b>财务费用</b>	30	-85	30	-36	-10	17	应付款项	410	608	905	826	965	1,083
%销售收入	-2.2%	3.0%	-0.7%	0.6%	0.2%	-0.2%	其他流动负债	82	144	172	576	708	834
<b>资产减值损失</b>	-26	-38	-119	-84	-36	-33	流动负债	1,069	1,692	1,981	1,818	1,754	1,918
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	410	401	353	503	503	503
<b>投资收益</b>	53	37	18	20	20	20	其他长期负债	185	191	361	150	150	150
%税前利润	57.8%	8.4%	1.9%	1.4%	1.1%	0.9%	<b>负债</b>	1,664	2,283	2,696	2,471	2,408	2,571
<b>营业利润</b>	70	439	961	1,377	1,762	2,114	<b>普通股股东权益</b>	3,505	3,845	4,547	5,387	6,470	7,767
营业利润率	5.1%	15.7%	22.8%	24.4%	26.5%	27.9%	少数股东权益	30	28	28	28	28	28
<b>营业外收支</b>	22	8	2	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	5,199	6,156	7,271	7,887	8,906	10,367
税前利润	92	447	963	1,387	1,772	2,124							
利润率	6.7%	16.0%	22.9%	24.6%	26.6%	28.1%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	-25	-66	-126	-194	-248	-297		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	26.8%	14.7%	13.1%	14.0%	14.0%	14.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	67	381	837	1,193	1,524	1,826	每股收益	0.112	0.606	0.949	1.353	1.728	2.071
少数股东损益	-3	-1	0	0	0	0	每股净资产	5.563	6.104	5.155	6.108	7.336	8.806
<b>归属于母公司的净利润</b>	70	382	837	1,193	1,524	1,826	每股经营现金净流	0.012	0.245	0.906	1.273	1.648	2.152
净利率	5.1%	13.7%	19.9%	21.1%	22.9%	24.1%	每股股利	0.070	0.220	0.300	0.400	0.500	0.600
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.01%	9.93%	18.40%	22.15%	23.55%	23.51%
净利润	67	381	837	1,193	1,524	1,826	总资产收益率	1.35%	6.20%	11.51%	15.13%	17.11%	17.62%
少数股东损益	-3	-1	0	0	0	0	投入资本收益率	0.21%	8.14%	14.74%	19.65%	21.35%	21.55%
<b>非现金支出</b>	201	239	350	324	302	328	<b>增长率</b>						
非经营收益	-82	33	-43	-21	1	-7	主营业务收入增长率	25.98%	104.02%	50.65%	34.04%	17.88%	13.66%
<b>营运资金变动</b>	-179	-499	-345	-372	-373	-249	EBIT增长率	N/A	3676.87%	100.17%	45.17%	21.48%	18.27%
<b>经营活动现金净流</b>	7	154	799	1,123	1,453	1,898	净利润增长率	10.77%	442.90%	119.05%	42.62%	27.72%	19.84%
资本开支	-181	-212	-497	-305	-415	-420	总资产增长率	10.60%	18.41%	18.12%	8.46%	12.93%	16.40%
投资	83	73	170	-7	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	62	53	46	20	20	20	应收账款周转天数	77.5	51.4	42.5	42.0	42.0	40.0
<b>投资活动现金净流</b>	-37	-86	-281	-292	-395	-400	存货周转天数	175.3	137.1	127.8	120.0	120.0	115.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	62.7	52.7	69.0	65.0	65.0	65.0
债权募资	268	351	-8	-504	-335	-81	固定资产周转天数	517.6	269.4	193.5	142.2	123.0	108.7
其他	-26	-257	-86	-71	-404	-479	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	243	95	-94	-575	-739	-559	净负债/股东权益	3.35%	5.00%	-6.84%	-16.76%	-24.04%	-33.12%
<b>现金净流量</b>	213	163	424	255	320	939	EBIT利息保障倍数	-0.4	5.9	-33.1	40.1	174.8	-125.2
							资产负债率	32.01%	37.08%	37.08%	31.33%	27.03%	24.80%

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	2	6	11	32	50
增持	0	0	1	8	20
中性	0	0	2	3	3
减持	0	0	0	0	1
评分	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.36</b>	<b>1.33</b>	<b>1.39</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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH