

能否扛起液压件国产化大旗？

——恒立液压首次覆盖报告

● 始于液压油缸，迈向液压传动全套产品

公司以挖掘机油缸业务起家，上市后通过自主研发及海外并购，实现了向特种油缸、泵、阀、马达、辅助元件等全套液压产品的拓展。液压件是“中国制造2025”提出的核心基础零部件之一，广泛应用于行走机械、工业机械、航天军工等诸多领域。公司的主要客户多为全球知名企业，包括卡特彼勒、三一重工、特雷克斯等，全球工程机械50强大部分为公司的客户或合作伙伴。公司通过新产品研发实现超越行业的增长。

● 全球液压行业市场规模约300亿欧元，集中于欧美日龙头企业

全球液压行业需求平稳，美国、中国、日本为主要的液压件市场。高端液压件市场呈现寡头垄断格局，主要集中于欧美日龙头企业，行业巨头博世力士乐、派克汉尼汾、伊顿、川崎等年营业额均超百亿元人民币。中国液压件市场规模约600亿元，进口液压件占总需求的25%以上，如果考虑到外资在中国设厂、以及外资品牌定位中高端，我国高端液压件对外依存度估计50%以上。恒立作为液压件领域最大的内资品牌，进口替代空间巨大。

● 油缸龙头：从进口替代到走向全球

2018年公司油缸业务收入近30亿，占营业总收入的70%。油缸业务中，挖掘机油缸占比近三年呈现提升趋势，2018年达到61%。2009年以来，公司挖掘机油缸市场份额持续提升，从10%左右稳步提升至50%以上，在主流挖机企业三一、卡特、徐工、柳工等企业的份额均接近或超过50%，成功挤占外资品牌的份额，并成为卡特彼勒的全球供应商，在卡特彼勒全球的挖机油缸采购中占比约50%。2011年起为对冲国内挖机下行风险，公司在特种油缸及出口业务上发力，近十年特种油缸收入复合增速21.2%、近八年海外业务收入复合增速70.3%。特种油缸及出口业务成为公司收入的稳定器，在大多数年份公司油缸业务收入增速都显著高于挖掘机行业增速，显示了较强的抗周期性。

● 泵阀崛起：复制油缸成功的路径

液压泵阀市场更加广阔，价值量约为油缸的2倍，是高端液压产品主战场，全球液压巨头基本都是以泵阀为核心产品。公司泵阀业务总投资逾20亿元，2018年子公司液压科技收入7.42亿，小挖泵阀综合市占率达到30%。公司泵阀产品已经得到市场初步的检验和认可，我们认为，未来三年公司有望复制油缸成功的路径，实现泵阀产品市场份额的快速提升。我们预计，子公司液压科技2019~2021年进入快速成长期，利润贡献有望接近甚至超过油缸板块，“再造”一个恒立液压。

● 投资建议与盈利预测

我们预计，公司2019~2021年营业收入分别为52.22、67.60、78.72亿元，归母净利润分别为12.16、16.59、20.14亿元。考虑到液压件行业广阔的进口替代空间及公司的龙头地位，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧，下游行业景气度不及预期，海外市场风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2795	4211	5222	6760	7872
收入同比(%)	104	51	24	29	16
归母净利润(百万元)	382	837	1216	1659	2014
归母净利润同比(%)	443	119	45	36	21
ROE(%)	9.9	18.4	22.1	24.8	24.8
每股收益(元)	0.43	0.95	1.38	1.88	2.28
市盈率(P/E)	71.03	32.43	22.32	16.35	13.47

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|首次评级

当前价/目标价：30.76元/47元

目标期限：12个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：33.9/18.08

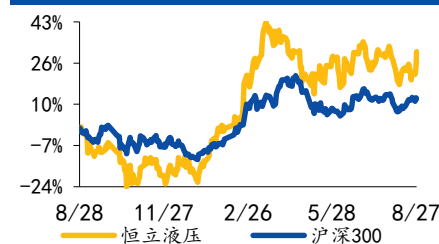
A股流通股(百万股)：882.00

A股总股本(百万股)：882.00

流通市值(百万元)：27130.32

总市值(百万元)：27130.32

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

目 录

1.始于液压油缸，迈向液压传动全套产品	5
1.1 内生外延中外兼顾，专注液压元件及液压系统	5
1.2 乘“中国制造 2025”东风，液压件重要地位凸显	7
1.3 产品应用广泛，客户实力雄厚	8
1.4 经营状况与下游联系密切，新产品提升公司抗风险能力	10
2.液压行业：全球市场波动增长，龙头集中度高	11
2.1 全球液压市场波动增长，行走机械为主要应用领域	11
2.2 德美日孕育行业巨头，行业集中度高	13
2.3 中国液压市场规模约 600 亿，高端产品对外依存度高	15
3.油缸龙头：从进口替代到走向全球	16
3.1 挖掘机油缸为主、特种油缸为辅，特种油缸为收入稳定器	17
3.2 成功挤占外资品牌份额，挖掘机油缸市占率稳步提升	18
3.3 特种油缸收入持续增长，业务体量增大进一步提升抗周期能力	19
3.4 2011 年为海外收入发力元年，海外市场为公司再添收入稳定器	20
3.5 母公司盈利能力佐证油缸板块抗周期能力	20
4.泵阀崛起：复制油缸成功的路径	21
4.1 油缸崛起之路，抓住时机实现进口替代	21
4.2 自研并购全方位打造，泵阀业务蓄势待发	22
4.3 突破早期瓶颈，进口替代进程有望加速	23
4.4 对标油缸，业绩弹性巨大	24
5.盈利预测与投资建议	25
6.风险提示	25

图表目录

图 1：公司产品主要包含液压油缸、液压泵、液压阀等液压元件及液压系统 ..	5
图 2：汪立平家族持股比例达 69.16%	5
图 3：公司产品不断扩展，产能稳步提升	6
图 4：液压件是“中国制造 2025”核心基础件	7
图 5：液压传动系统主要由动力、控制、执行、辅助元件和工作介质组成	8
图 6：全球工程机械 50 强大部分为公司客户或合作伙伴	9
图 7：2018 年来自前五大客户的收入占比达 55%	9
图 8：2009 年起，挖机销量可分为三个阶段	10
图 9：2011 年起，公司特种油缸收入稳步提升	10
图 10：公司收入下降趋势明显缓于挖掘机销量	10
图 11：公司归母净利润波动幅度更加明显	10
图 12：2016 年起，公司净利率及 ROE 持续增长	11
图 13：经营活动现金流入占收入比基本稳定	11

图 14: 研发支出保持增长趋势	11
图 15: 全球液压行业市场规模呈波动性增长	12
图 16: 2017 年美国、中国、日本本土液压产品销售额位居前三	12
图 17: 2008 年工程机械占日本液压行业应用的 42%	13
图 18: 2014 年工程、农业机械位居美国液压应用冠亚军	13
图 19: 派克汉尼汾主要包含四大板块业务	14
图 20: 最大板块航天业务占比也不足 20%	14
图 21: PH ROE 稳定在 20% 左右、ROA 稳定在 8% 左右	14
图 22: PH 毛利率 20~25% 之间, 净利率维持在 8% 左右	14
图 23: 川崎精机营业收入超 2000 亿日元	14
图 24: 川崎精机订单量充足	14
图 25: 2018 年川崎精机 ROIC 达 20%	15
图 26: 营业利润率维持在 8% 左右	15
图 27: 工程机械在液压系统应用中占据重要位置	15
图 28: 国内液压行业销售规模趋于稳定	15
图 29: 液压行业国内产值小幅稳定提升	15
图 30: 我国高端液压件进口金额较高并呈上升趋势	16
图 31: 国外液压巨头在华市占率较高	16
图 32: 油缸业务收入占营业总收入的 70%	16
图 33: 挖掘机油缸收入呈现周期性	17
图 34: 特种油缸收入 2011 年起稳步增长	17
图 35: 挖掘机油缸收入占油缸总收入比例过半	18
图 36: 油缸业务毛利率呈现“U”字型	18
图 37: 2018 年公司挖机油缸在国内市占率领先	18
图 38: 恒立液压在下游龙头企业中占有重要市场份额	18
图 39: 恒立液压市占率稳步提升	19
图 40: 外资品牌 KYB 市占率呈下降趋势	19
图 41: 近十年, 特种油缸收入年均复合增速为 21.2%	19
图 42: 起重系列、盾构机、海工油缸收入位列前三	19
图 43: 特种油缸毛利率与收入贡献反向波动	20
图 44: 2011 至 2018 年, 海外收入年均复合增速达 70.3%	20
图 45: 2011 年起, 海外收入对营业总收入贡献提升	20
图 46: 母公司收入呈现弱周期性	21
图 47: 母公司收入增速显著优于挖掘机行业增速	21
图 48: 2016 年起, ROE 进入新一轮扩张	21
图 49: 经营性现金流维持较高水平	21
图 50: 抓住时机, 油缸实现崛起之路	22
图 51: 泵阀业务发展之路: 夯实铸造基础、设厂自主研发、国内海外并购 ..	22
图 52: 2015 至 2018 年, 液压科技高速增长	23
图 53: 2018 年, 小挖泵阀综合市占率达到 30%	24
图 54: 2019 年上半年, 公司泵阀产品市占率全面提升	24

表 1: 公司产品覆盖以工程机械为主的众多下游行业.....	8
表 2: 10 年间, 前五大客户动态变化, 助力企业各阶段发展.....	9
表 3: 液压巨头主要来自德国、美国和日本	13
表 4: 2018 年液压科技对比母公司财务数据增长空间大.....	24
表 5: 液压科技业绩预测弹性大.....	24

1.始于液压油缸，迈向液压传动全套产品

1.1 内生外延中外兼顾，专注液压元件及液压系统

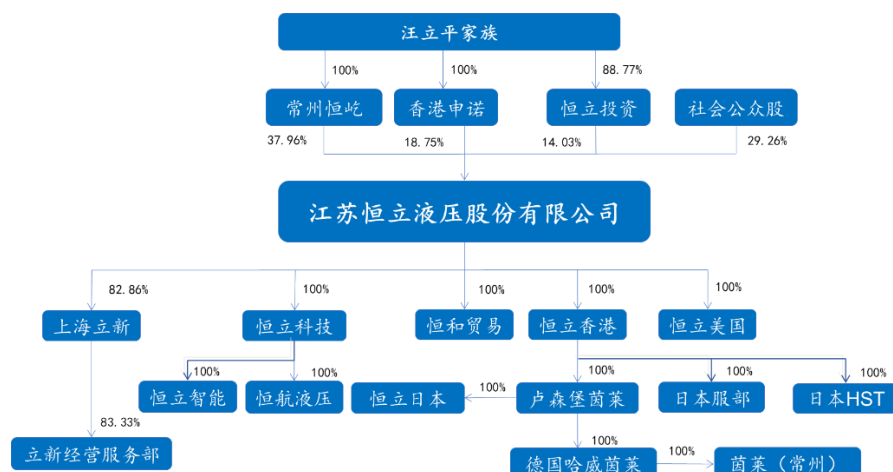
公司是一家专业生产液压元件及液压系统的公司。公司成立于2005年，从液压油缸制造发展成为涵盖高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精密液压铸件等产品研发和制造的大型综合性企业。

图1：公司产品主要包含液压油缸、液压泵、液压阀等液压元件及液压系统



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

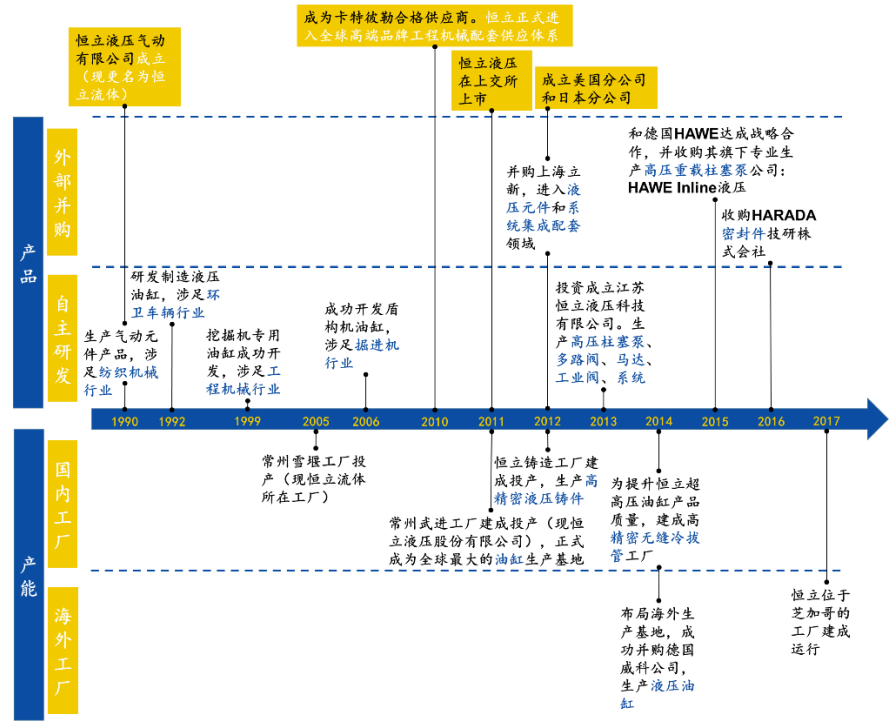
图2：汪立平家族持股比例达69.16%



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

汪立平家族为企业实际控制人，持股比例达 69.16%。汪立平家族包含汪立平、钱佩新、汪奇三人。汪奇系汪立平钱佩新夫妇之子。汪立平持有本公司股东常州恒屹 51.00%的股权，汪奇持有常州恒屹 49.00%的股权。钱佩新持有本公司股东申诺科技(香港)有限公司 100.00%的股权。汪立平同时还持有本公司股东恒立投资 88.773%的股权。汪立平、钱佩新及汪奇通过间接及直接持股达到 69.16%，能够控制本公司。

图 3：公司产品不断扩展，产能稳步提升



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

自研并购双管齐下，立足油缸拓展业务。1990年，恒立液压气动有限公司成立，生产气动元件产品，涉及纺织机械行业。1990~2010年20年间，公司通过自主研发成功开发出挖掘机油缸和特种油缸多项产品，逐步进入工程机械行业。2011年，恒立液压在上交所成功上市。上市后的公司开始通过外部并购拓展业务。2012年，恒立液压并购上海立新，进入液压元件和系统集成配套领域。2013年，公司投资成立江苏恒立液压科技有限公司，生产高压柱塞泵、多路阀、马达、工业阀、系统等产品。2015年，公司和德国HAWE达成战略合作，并收购其旗下专业生产高压重载柱塞泵公司HAWE Inline 液压。2016年，公司收购HARADA密封件技术株式会社，拓展液压辅助元件领域的业务。

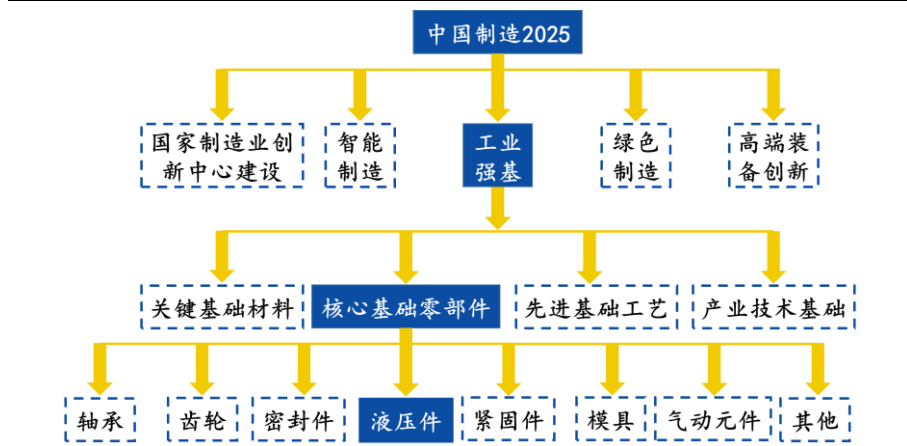
匹配业务建厂扩产，中外兼顾布局全球。随着公司在油缸领域业务的发展，2010年，恒立液压成为卡特彼勒合格供应商，正式进入全球高端品牌工程机械配套供应体系。2011年，常州武进工厂建成投产（现恒立液压股份有限公司），正式成为全球最大的油缸生产基地。2012年，恒立铸造工厂建成投产，生产高精密液压铸件。为提升恒立超高压油缸产品质量，2014年公司建成高精密无缝冷拔管工厂。2017

年，公司位于芝加哥的工厂建成运行。目前，公司在中国常州、上海、德国柏林、美国芝加哥、日本东京分别建有 4 个液压研发中心和 7 个制造基地。

1.2 乘“中国制造 2025”东风，液压件重要地位凸显

公司定位液压元件及系统，液压件是“中国制造 2025”核心基础件。“中国制造 2025”包含中国制造业创新中心建设工程、智能制造工程、工业强基工程、绿色制造工程及高端装备创新工程 5 大工程。液压件属于工业强基工程中的核心基础零部件。“中国制造 2025”明确提出，到 2020 年，40% 的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，受制于人的局面逐步缓解，航天装备、通信装备、发电与输变电设备、工程机械、轨道交通装备、家用电器等产业急需的核心基础零部件（元器件）和关键基础材料的先进制造工艺得到推广应用。到 2025 年，70% 的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，80 种标志性先进工艺得到推广应用，部分达到国际领先水平，建成较为完善的产业技术基础服务体系，逐步形成整机牵引和基础支撑协调互动的产业创新发展格局。

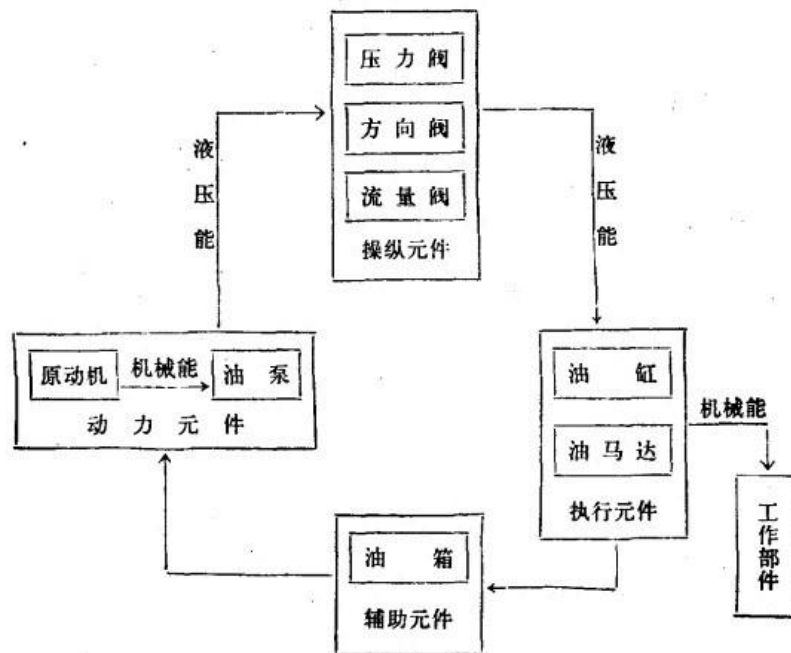
图 4：液压件是“中国制造 2025”核心基础件



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

液压传动系统主要由 5 部分组成，传动效果优势明显。液压传动是由液压动力元件、液压控制元件、液压执行元件、液压辅助元件和液压工作介质组成的液压系统。液压动力元件把机械能转换成液体的压力能，液压控制元件和液压辅助元件控制液压介质的压力、流量和流动方向，将液压动力元件输出的压力能传给执行元件，执行元件将液体压力能转换为机械能，以完成要求的动作。液压传动具备输出力大、容易实现无级调速、容易实现过载保护、容易实现自动控制、定位精度高、传动平稳、使用寿命长、容易实现复杂动作等多项优势。

图 5：液压传动系统主要由动力、控制、执行、辅助元件和工作介质组成



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

1.3 产品应用广泛，客户实力雄厚

下游应用领域广泛，全球工程机械 50 强大部分为公司客户或合作伙伴。恒立液压产品包含液压油缸、液压阀、液压泵、液压马达、液压系统等，产品应用于以工程机械为主的众多下游行业，覆盖范围广泛。公司服务于全球各领域 1200 多家企业，全球工程机械 50 强大部分为公司客户或合作伙伴。

表 1：公司产品覆盖以工程机械为主的众多下游行业

产品分类	产品细分	下游行业
液压油缸	挖掘机专用油缸	挖掘机
	重型装备非标油缸	行走机械（汽车起重机、高空作业车等）
		工业应用（掘进机、注塑机等）
		海事港口（船舶、钻井平台等）
	新能源（风力发电、太阳能发电等）	
液压泵		挖掘机、起重机、高空作业、搬运机械
液压阀	行走液压阀	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
液压马达		挖掘机、起重机
液压系统		高性能液压件测试台、工程机械、海工船舶、电力行业、水泥行业、冶金行业

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 6：全球工程机械 50 强大部分为公司客户或合作伙伴



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

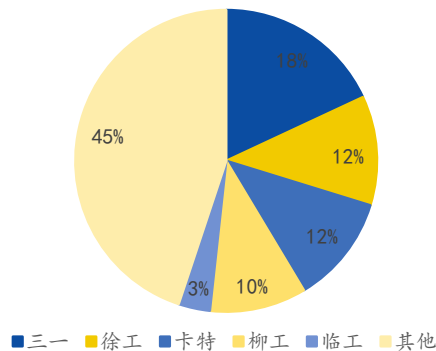
锁定下游挖掘机龙头企业，特种油缸客户保障公司收入稳定。2008 年柳工为公司第一大客户，在公司起步时发挥了重要作用。2009 到 2011 年，国内工程机械快速发展，2009 年起国内挖掘机龙头三一重工进入公司前五大客户。2011 到 2015 年，国内工程机械步入低谷，特种油缸及出口业务成为公司重要的收入增量。2010 年，公司成为全球高端工程机械企业 CAT 合格供应商，2012 年起 CAT 进入公司前五大客户。随后，三一重工和 CAT 始终处于公司大客户前列，在公司成长中发挥了关键作用。在 2013 到 2016 年的挖掘机行业下行过程中，除了挖掘机龙头公司外，中国铁建、中国中铁、TTS、振华重工等也曾进入前五大客户，特种油缸成为公司收入重要的稳定器，做出重要贡献。

表 2：10 年间，前五大客户动态变化，助力企业各阶段发展

2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
三一	CAT	CAT	CAT	CAT	三一	三一	三一	三一	玉柴	柳工
徐工	三一	三一	三一	三一	CAT	徐工	柳工	柳工	柳工	玉柴
CAT	徐工	中国中铁	柳工	柳工	徐工	柳工	徐工	徐工	上海强农	上海小嵩
柳工	柳工	中国铁建	中国铁建	徐工	柳工	中联	玉柴	玉柴	三一	振华港机
临工	中铁	柳工	中国中铁	中国中铁	TTS	CAT	中联	力士德	上海小嵩	上海金泰

资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：2018 年来自前五大客户的收入占比达 55%



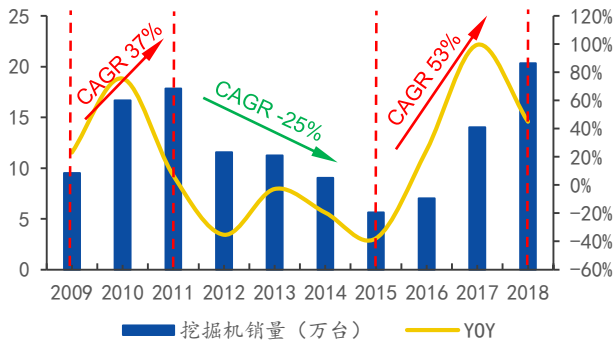
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.4 经营状况与下游联系密切，新产品提升公司抗风险能力

收入与挖掘机销量联系紧密，特种油缸成为公司收入稳定器。挖掘机油缸是公司的主要产品，是公司收入的主要来源。挖掘机的销量对公司收入有重要影响。2009年至今，挖掘机销量可分为3个阶段，公司收入也呈现相应阶段性变化。

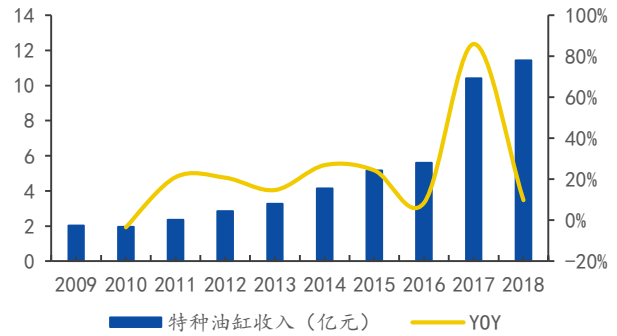
- 2009年到2011年，基建、房地产投资的扩张叠加宽松的信贷政策，国内工程机械处于发展繁荣期，挖掘机年销量由9.50万台增加至17.84万台，公司收入年均复合增速达65%，归母净利润年均复合增速达68%。
- 2011年到2015年，动车发生重大事故，国内基建大幅减速，工程机械进入下行阶段，2015年，挖掘机年销量减少至5.63万台，仅为2011年销量的31.56%。受挖掘机销量减少的不利影响，公司收入及归母净利润出现下降趋势。与此同时，2011年起，公司特种油缸收入稳步提升，有力地弥补了挖掘机油缸销量减少对公司收入造成的损失。公司收入年均复合增速为-1%，远优于挖掘机年销量-25%的年均复合增速。
- 2016年，受一带一路、国三升级以及棚改的积极影响，挖掘机行业开始复苏，2017年，复苏趋势增强，挖掘机年销量同比增长达99.52%。至2018年，挖掘机年销量达到20.34万台。同期，公司收入年均复合增速达57%，归母净利润年均增速达136%。

图 8：2009 年起，挖机销量可分为三个阶段



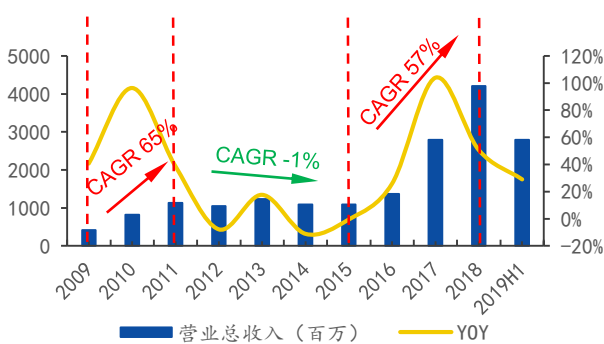
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 9：2011 年起，公司特种油缸收入稳步提升



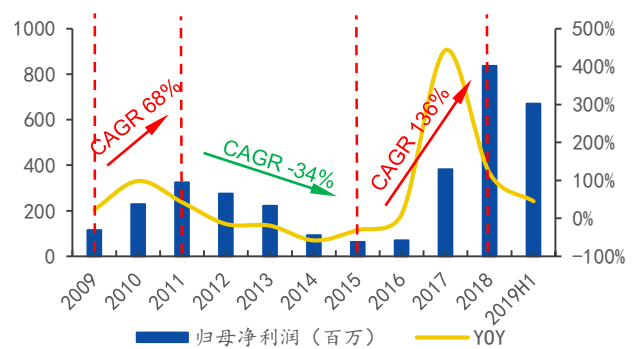
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 10：公司收入下降趋势明显缓于挖掘机销量



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

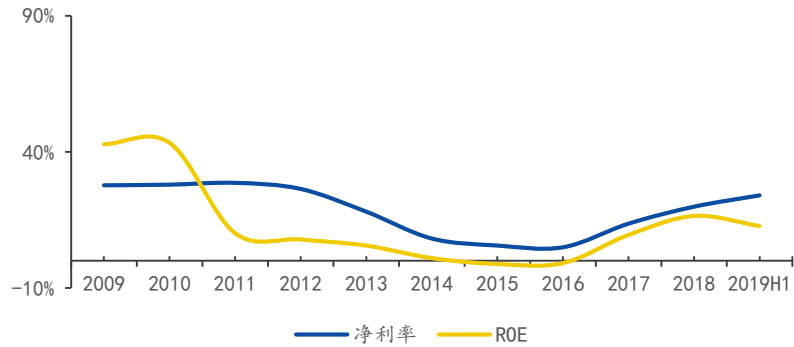
图 11：公司归母净利润波动幅度更加明显



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

行业复苏带动公司净利率及 ROE 持续提升。2016 年以来，随着国内行业的复苏以及销量增加带来的规模优势，公司净利率持续增长。2019 年上半年，公司净利率达到 24.06%。与此同时，净利率增长带动公司 ROE 持续增长，公司盈利能力显著增强。

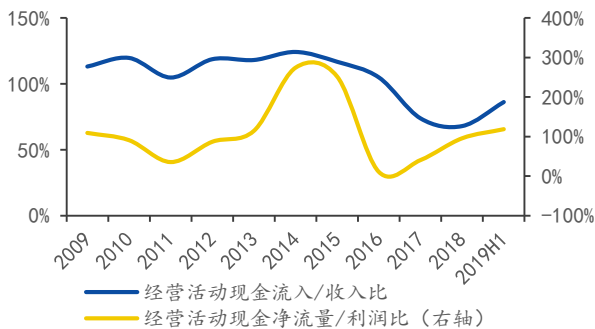
图 12：2016 年起，公司净利率及 ROE 持续增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

经营活动现金流入占收入比基本稳定，增加研发支出保障新产品开发。2016 年起，公司为应对下游市场回暖，购买原材料的支出及应收账款大幅增长，2017 年公司经营活动现金流入占收入比例下降为 74%。为拓展业务领域，公司 2012 到 2013 年先后并购上海立新、建立铸件厂、成立恒立液压科技，公司挖掘机用主阀、高压柱塞泵等液压元件和高精密铸件的研发导致研发支出大幅增加。2017 年，泵阀等新产品的研发投入增加是研发支出增长的主要原因。

图 13：经营活动现金流入占收入比基本稳定



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 14：研发支出保持增长趋势



资料来源：Wind，国元证券研究中心

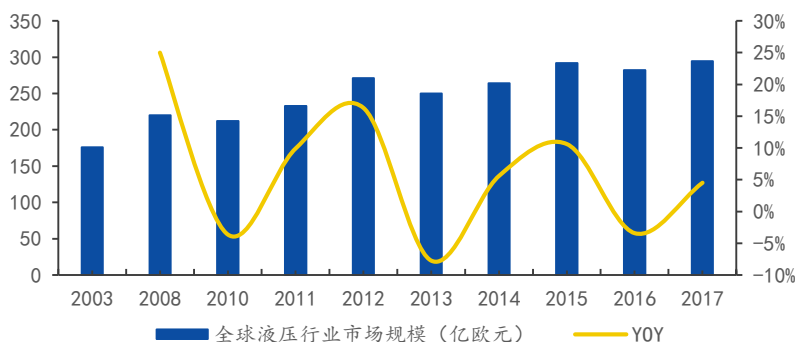
2. 液压行业：全球市场波动增长，龙头集中度高

2.1 全球液压市场波动增长，行走机械为主要应用领域

全球液压行业市场规模呈波动性增长，2017 年近 300 亿欧元。液压工业经过近百年发展已经较为成熟，在 20 世纪 90 年代左右，全球液压工业开始由持续性增长转为波动性增长。2017 年，全球液压行业市场规模近 300 亿欧元，较 2003 年 176

亿欧元增长 70%，年均复合增速达 4%。

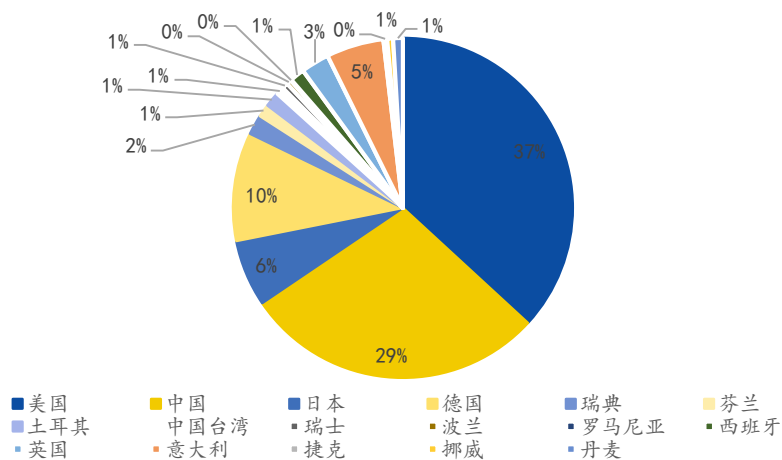
图 15：全球液压行业市场规模呈波动性增长



资料来源：《世界流体动力工业现状及发展动力》，国元证券研究中心

美国为液压行业最大市场，中国市场发展迅速跃升全球第二。2017 年，美国、中国、日本本土液压产品销售额位居前三。美国占比最高，达 37%，而中国液压产品需求增长最快，市场地位显著提升。得益于 2008 年以来四万亿经济刺激政策的投入，中国液压行业在 2010 年前后实现井喷增长，中国市场发展迅速。2000 到 2017 年，国内液压市场规模从 5 亿欧元迅速扩大至 84 亿欧元，绝对规模增长近 17 倍，占全球市场的份额从 3% 提升至 29%，位居美国之后，居全世界第二。

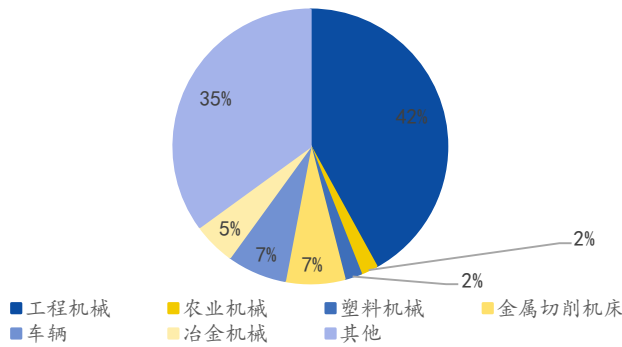
图 16：2017 年美国、中国、日本本土液压产品销售额位居前三



资料来源：国际流体动力统计委员会，国元证券研究中心

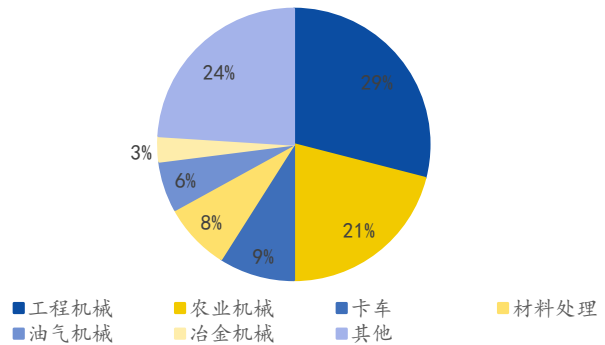
行走机械为液压产品主要应用领域，工业机械、农业机械占据重要地位。液压产品广泛应用于国民经济的各个领域，通常可分为行走机械和其他工业应用两大块。行走机械包含工程机械、农业机械、车辆等，其他工业应用包括航空航天、机床等。日本作为液压挖掘机生产大国，2008 年其液压产品在工程机械应用占比达到 42%。而美国农业也很发达，农业机械占比较高，工程机械占比有所降低，2014 年美国液压产品应用在工程机械、农业机械的占比分别为 29%、21%。

图 17：2008 年工程机械占日本液压行业应用的 42%



资料来源：《世界流体动力工业现状及发展动向》，国元证券研究中心

图 18：2014 年工程、农业机械位居美国液压应用冠军



资料来源：美国流体动力协会 NFPA，国元证券研究中心

2.2 德美日孕育行业巨头，行业集中度高

德、美、日液压产业全球领先，孕育行业巨头百年老店。德、美、日制造业底蕴深厚，液压产业在全球保持领先，拥有液压行业最优质企业。总体而言，液压产业的发展离不开庞大的本土市场需求和企业强大的技术研发实力与工艺积淀，德、美、日作为传统的制造业强国，强大的制造业底蕴成就了一批液压行业的百年老店，全球液压元件行业公认的百年老店包括：博世力士乐（Rexroth）、派克汉尼汾（Parker Hannifin）、伊顿（Eaton）、川崎重工等。上述全球主流液压品牌年营业额均超百亿元人民币，恒立液压作为最大的内资品牌，仍有很大提升空间。

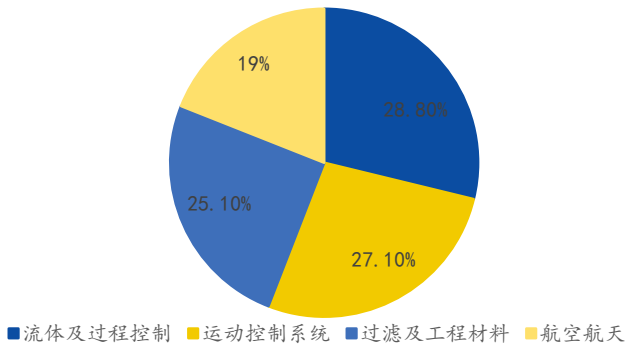
表 3：液压巨头主要来自德国、美国和日本

公司名称	国家	成立时间	2018 年收入	2018 年液压收入	液压产品
博世力士乐	德国	1795 年	62 亿欧元	约 60 亿美元	工业液压：泵、马达、油缸、阀、系统
派克汉尼汾	美国	1911 年	143.02 亿美元	119.87 亿美元	液压系统、油缸、泵、阀与控制设备、动力单元
伊顿	美国	1918 年	216.09 亿美元	27.56 亿美元	液压油缸、泵、马达、变速箱、阀、储能器、控制系统
川崎重工	日本	1878 年	1.60 万亿日元	17.96 亿美元	液压泵、马达、控制阀等
KYB	日本	1919 年	4.12 千亿日元	11.07 亿美元	液压设备

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

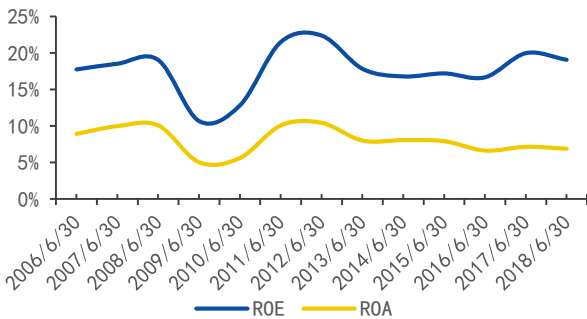
派克汉尼汾：多元化发展抗周期能力强，财务能力优秀稳健。派克汉尼汾主营业务主要分为航空航天、流体及过程控制、过滤及工程材料和运动控制系统四大板块。最大的收入板块航空航天业务对收入的贡献也不足 20%。单一产品对收入的贡献比例均低于 1%，单一客户对收入的贡献均低于 3%。其下游遍布航空、航天、汽车、轮船、农机、工业自动化等广泛的领域，多元化的发展使其具备更强大的抗风险、抗周期能力。公司 ROE 稳定在 20% 左右、ROA 稳定在 8% 左右；销售毛利率在 20~25% 之间，净利润率维持在 8% 左右。这些既是公司抵御风险、穿越周期的财务基础，也为公司的持续并购、产品研发提供了财务支持。

图 19: 派克汉尼汾主要包含四大板块业务



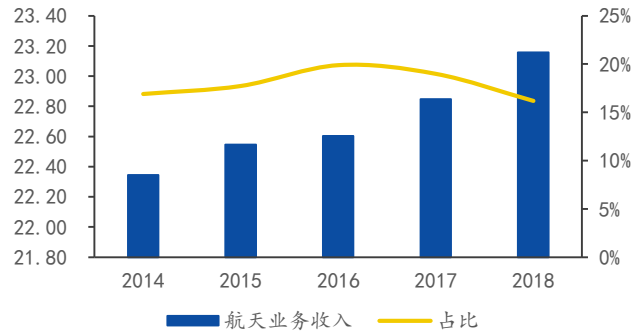
资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

图 21: PH ROE 稳定在 20%左右、ROA 稳定在 8%左右



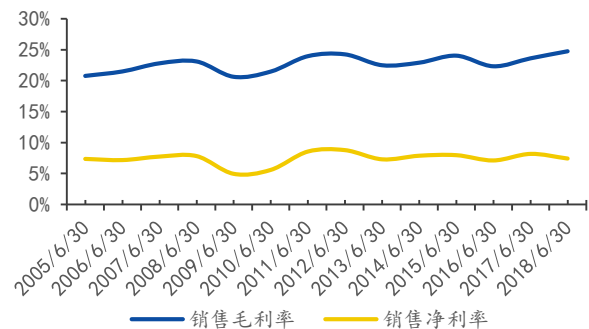
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 20: 最大板块航天业务占比也不足 20%



资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

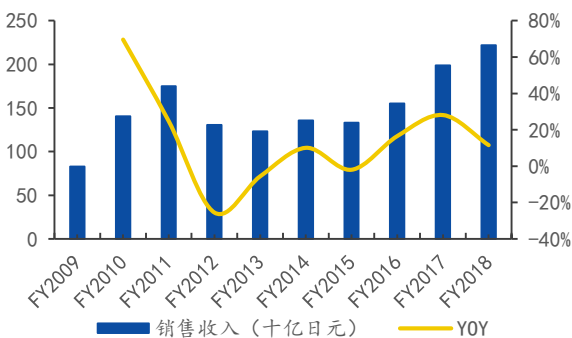
图 22: PH 毛利率 20~25%之间, 净利率维持在 8%左右



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

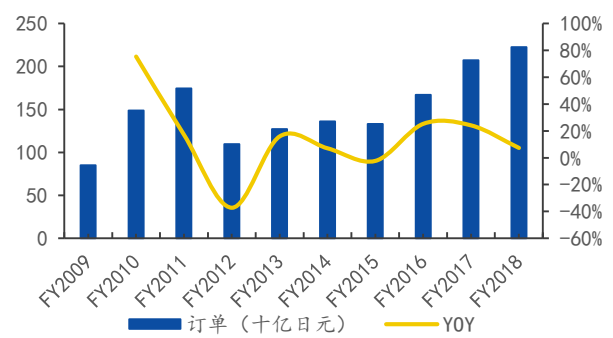
川崎精机: 背靠军工商用海陆空巨无霸, 营业收入超 2000 亿日元。川崎精机为日本川崎重工全资子公司。母公司川崎重工创立于日本明治维新时代。最初以造船业为主要业务, 后逐渐涉足于航空宇宙、铁路车辆、建设重机和机械设备等重工业领域。目前, 川崎重工跨越陆、海、空三个制造领域, 是日本军工产业的重要成员。在民用机械方面, 川崎重工生产以液压泵、电动机、执行机构、液压控制阀等液压元件为首, 生产的机械设备包括成套设备用的液压装置、液压甲板机械、电动液压操舵机、捕鱼用液压机械等的各种应用机械。2018 年, 川崎精机营业收入已超过 2000 亿日元, 营业利润率保持在 8%左右。

图 23: 川崎精机营业收入超 2000 亿日元



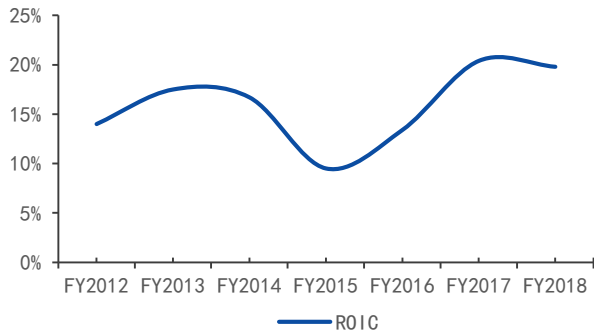
资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

图 24: 川崎精机订单量充足



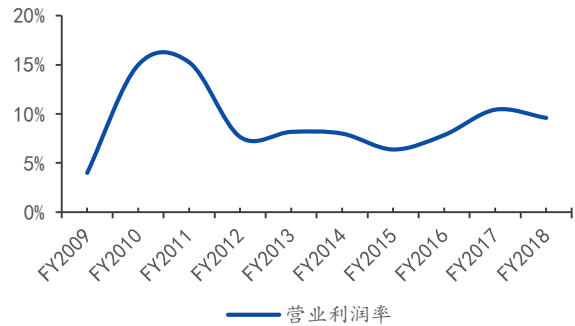
资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

图 25: 2018 年川崎精机 ROIC 达 20%



资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

图 26: 营业利润率维持在 8% 左右

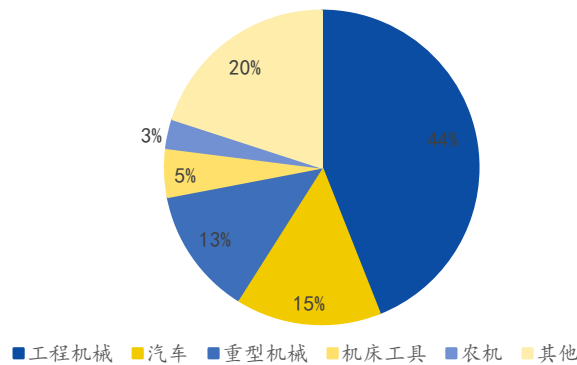


资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

2.3 中国液压市场规模约 600 亿, 高端产品对外依存度高

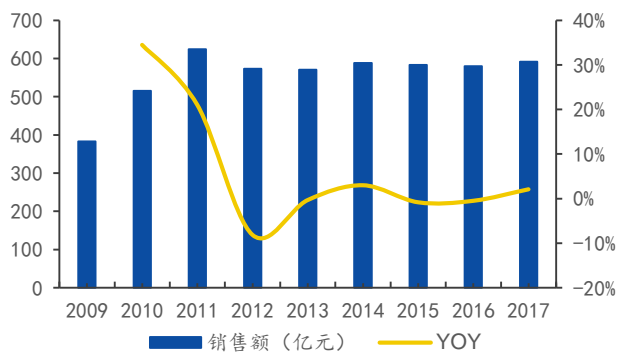
国内液压产品应用中, 工程机械几乎占据半壁江山。液压产品的下游行业分布广泛, 中国液压件市场的下游行业以工程机械、汽车、重型机械、机床工具为主, 其中占比 44% 的工程机械行业为液压行业最主要的下游行业。

图 27: 工程机械在液压系统应用中占据重要位置



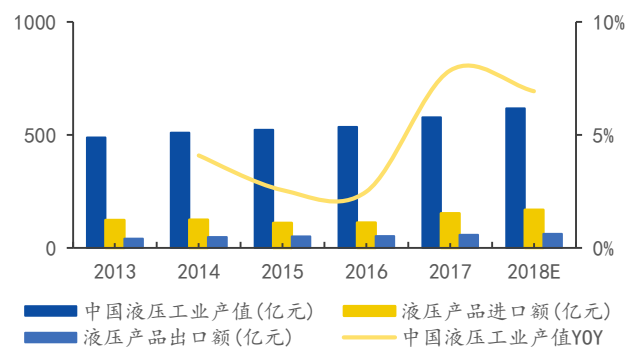
资料来源: 中国液压气动密封件工业协会, 国元证券研究中心

图 28: 国内液压行业销售规模趋于稳定



资料来源: 中国液压气动密封件工业协会, 国元证券研究中心

图 29: 液压行业国内产值小幅稳定提升



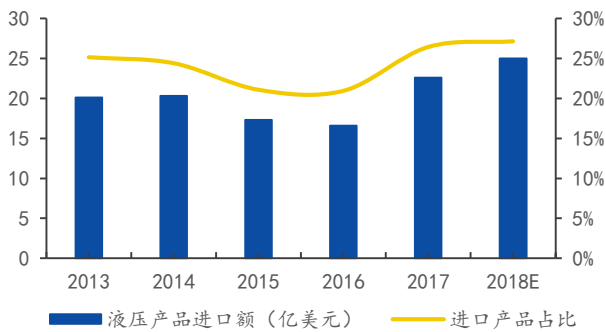
资料来源: 中国液压气动密封件工业协会, 国元证券研究中心

国内液压市场规模维持在约 600 亿水平, 国内产值小幅稳步提升。2009 年以后,

液压行业国内市场销售规模有所增长。2010年，我国液压件行业的销售额增幅高达35%，此后受国内经济增速放缓影响，行业销售额在2012年下滑了8%。2013年之后行业销售整体保持平稳状态，约600亿。中国液压行业工业产值呈现小幅上升趋势。

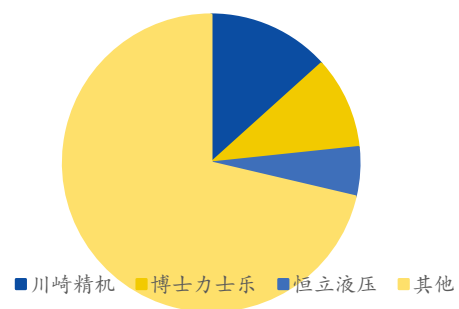
高端液压件进口额居高不下，长期依赖外资品牌。我国每年进口液压件占总需求的25%以上，且从2016年起呈上升趋势。我们估计，2018年，力士乐和川崎在华销售额分别约为50亿元、80亿元人民币。如果考虑到外资在中国设厂、以及外资品牌定位中高端，我国液压件对外依存度更高。我们估计，我国高端液压件的对外依存度50%以上。

图 30：我国高端液压件进口金额较高并呈上升趋势



资料来源：中国海关，国元证券研究中心

图 31：国外液压巨头在华市占率较高

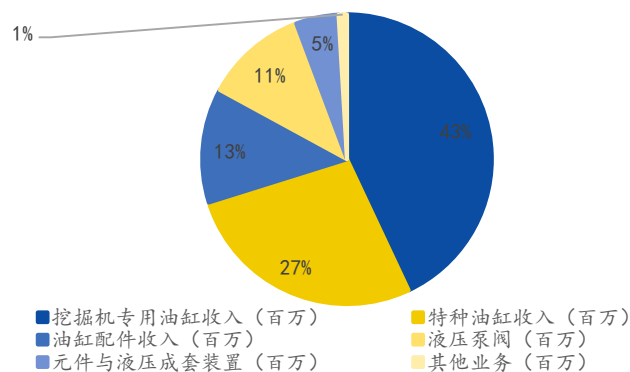


资料来源：公司年报，国元证券研究中心

3.油缸龙头：从进口替代到走向全球

油缸业务收入近30亿，是公司收入的主要来源。2018年，公司实现营收42.11亿元，其中油缸业务收入达29.55亿元，占营业总收入的70%。其中，挖掘机油缸收入为18.11亿元，占油缸业务收入的61%。起重系列类油缸、盾构机油缸、高端海工海事油缸为构成特种油缸收入来源的三大主要板块。此外，公司特种油缸在光热发电、海上风电等领域亦有所突破。

图 32：油缸业务收入占营业总收入的70%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.1 挖掘机油缸为主、特种油缸为辅，特种油缸为收入稳定器

挖掘机油缸呈现周期性，特种油缸 2011 年开始上量。受下游挖掘机销量波动性变化的影响，挖掘机油缸收入呈现相应周期性。2009 年~2011 年，挖掘机销量增加叠加公司产品市占率提升，挖掘机油缸收入从 1.99 亿元增加至 8.87 亿元，年均复合增速高达 111%。其中，2010 年增速最快，挖掘机油缸收入同比增长 205.53%。2011 年~2015 年，挖掘机销量呈下行趋势，挖掘机油缸收入减少至 4.07 亿元。2016 年起，下游行业复苏，2015 年~2018 年挖掘机油缸收入年均复合增速再次达到 111% 的高水平。2009 年，特种油缸收入为 2.02 亿元，2011 年起，特种油缸收入开始稳步增长，2011 年~2015 年，特种油缸收入每年保持在 20% 左右的增长速度，年均复合增速为 19%。2017 年，盾构机用液压油缸产品增长迅猛，销售收入同比增长 101.70%，达 4.77 亿元，带动特种油缸总体收入增速达到 86%。

图 33：挖掘机油缸收入呈现周期性

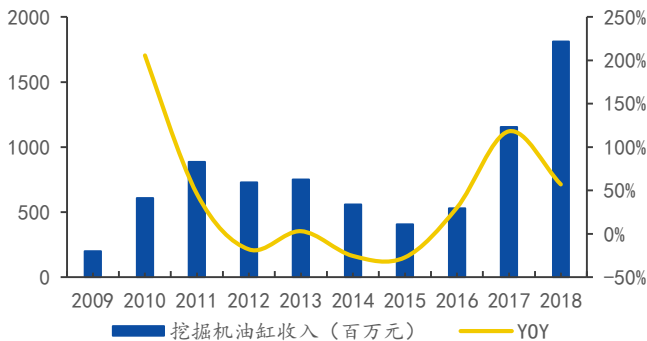
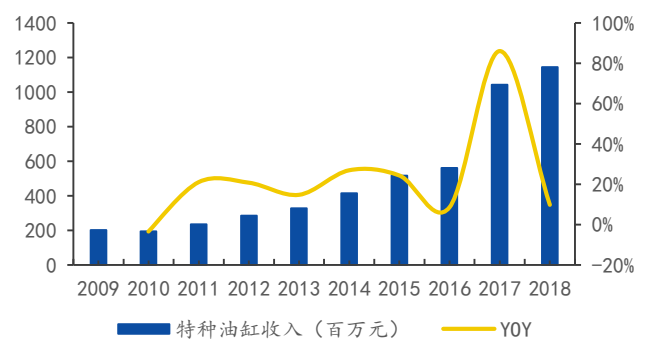


图 34：特种油缸收入 2011 年起稳步增长



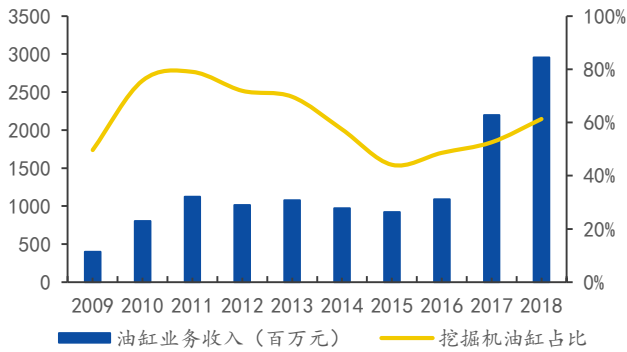
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

挖掘机油缸收入占比小幅高于特种油缸，2018 年占比达 61%。挖掘机油缸收入占油缸总收入的比例基本维持在 50% 以上，2011 年~2015 年，占比小幅下降。同期，特种油缸收入占比增加，为该阶段公司油缸收入做出贡献。2016 年起，挖掘机油缸收入占油缸总收入的比例开始提升，2018 年，挖掘机油缸收入占比达到 61%。

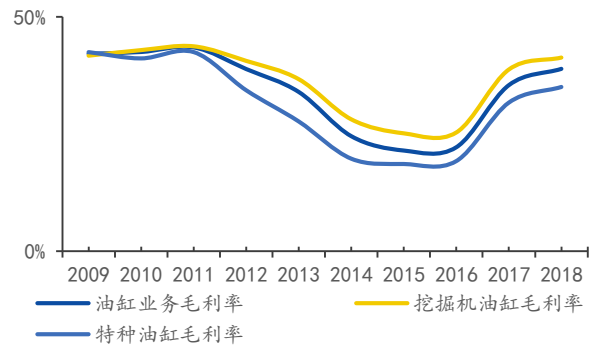
挖掘机、特种油缸毛利率同频“U”型变化，挖掘机油缸毛利率较特种油缸高 6% 左右。挖掘机油缸、特种油缸毛利率同步下游行业发展状况呈现明显的“U”字型变化趋势。下游行业处于下行阶段时，油缸行业竞争加剧，为抢夺市场份额，公司采用低价策略，毛利率有所下降。2016 年起，下游行业走强叠加销量增加带来的规模效应，油缸业务毛利率呈增长趋势。2018 年，油缸业务毛利率达到 41.35%。2011 年以前，挖掘机油缸与特种油缸毛利率处于同一水平。2011 年起，公司大力发展特种油缸业务，为打开特种油缸市场，特种油缸毛利率有所下降。此后，挖掘机油缸毛利率较特种油缸毛利率维持在高出 6% 左右的水平。2018 年，挖掘机油缸毛利率为 41%，特种油缸毛利率为 35%。

图 35：挖掘机油缸收入占油缸总收入比例过半



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 36：油缸业务毛利率呈现“U”字型

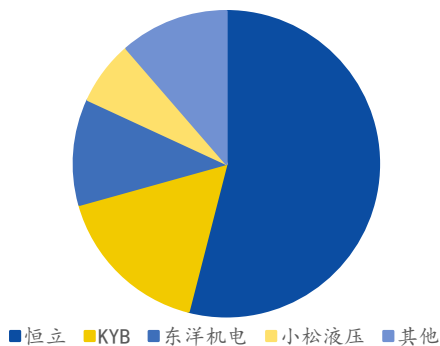


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2 成功挤占外资品牌份额，挖掘机油缸市占率稳步提升

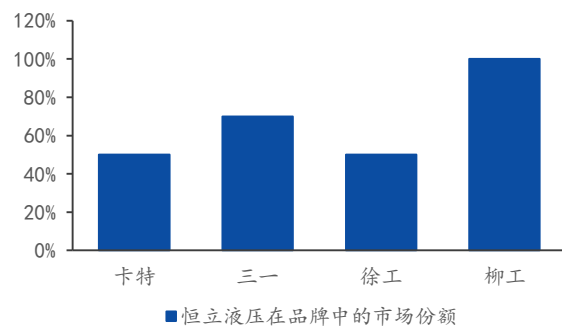
恒立液压市占率领先，为下游龙头企业主要供应商。根据下游客户挖掘机销量推算，公司2018年市占率全国第一，领先于其他品牌。日本KYB、东洋电机公司也占有一定的市场份额。恒立液压是卡特彼勒的全球供应商，挖掘机油缸供应给卡特中国、日本、美国、印尼等工厂，我们估计份额占比约50%；我们估计，公司在三一、徐工、柳工的市场份额分别约为60~70%、50%、100%。2018年，三一、卡特、徐工、柳工挖掘机销量位列全国前五，销量分别为44357台、24501台、23040台、13675台。

图 37：2018 年公司挖机油缸在国内市占率领先



资料来源：国元证券研究中心估计

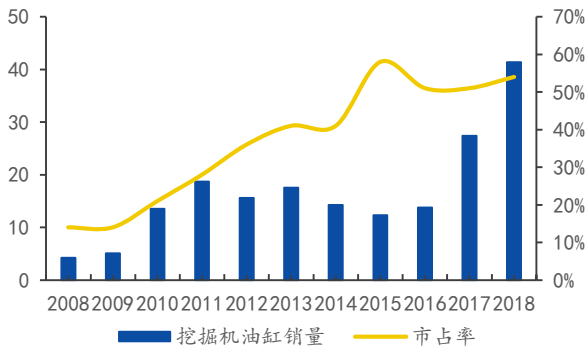
图 38：恒立液压在下游龙头企业中占有重要市场份额



资料来源：国元证券研究中心估计

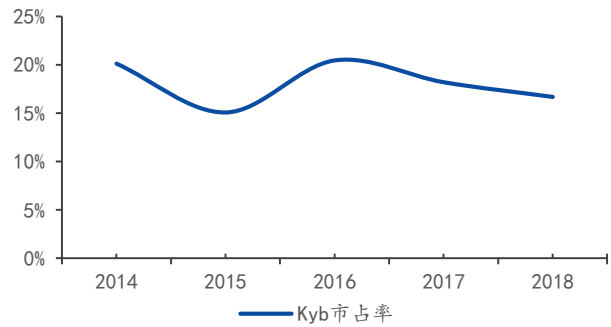
恒立液压市占率持续走高，外资品牌KYB市占率呈下降趋势。2009年以来，恒立液压挖掘机油缸市场占有率稳步提升。2009年到2011年，公司挖掘机油缸市占率由10%提升至20%；2011年至2015年，挖掘机油缸市占率持续增高，上升至50%以上；2016年以来，公司挖掘机油缸继续保持上升趋势。反观恒立液压主要竞争对手日本品牌Kyb，2016年以来，其市占率不断走低，呈下降趋势。

图 39：恒立液压市占率稳步提升



资料来源：国元证券研究中心估计

图 40：外资品牌 KYB 市占率呈下降趋势

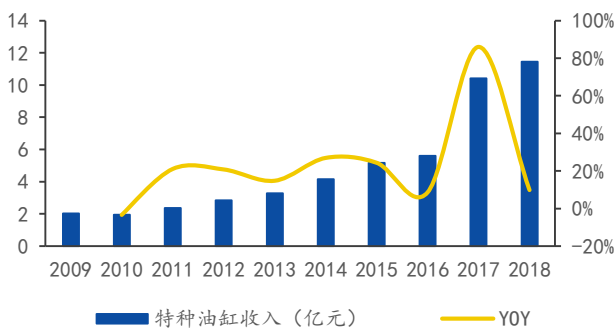


资料来源：公司年报，国元证券研究中心估计

3.3 特种油缸收入持续增长，业务体量增大进一步提升抗周期能力

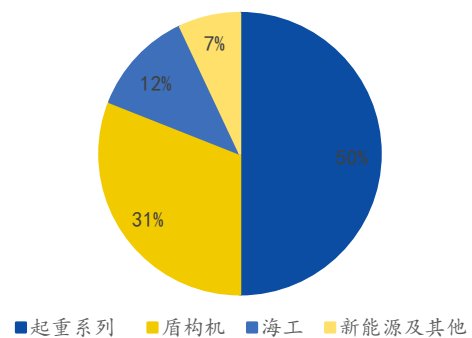
近十年特种油缸收入持续增长，起重系列、盾构机、海工油缸为三大“利剑”。2009年~2018年，公司特种油缸收入复合增速为 21.2%。除了 2010 年、2016 年、2018 年挖掘机需求超预期爆发，导致公司产能受限以外，其余年份特种油缸收入增速都在 15% 以上。起重系列类油缸、盾构机油缸、高端海工海事油缸为构成特种油缸收入来源的三大主要板块。2018 年，全年共销售特种油缸 14.37 万只，同比增长 12.76%，实现销售收入 11.44 亿元，同比增长 9.73%。其中，起重系列类油缸产品销售收入达 5.97 亿元，占比达 50%，集中了 Manitowoc、Snorkel、JLG 等一批起重行业的优质客户；盾构机油缸实现销售收入 3.44 亿元，占比达 31%。

图 41：近十年，特种油缸收入年均复合增速为 21.2%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

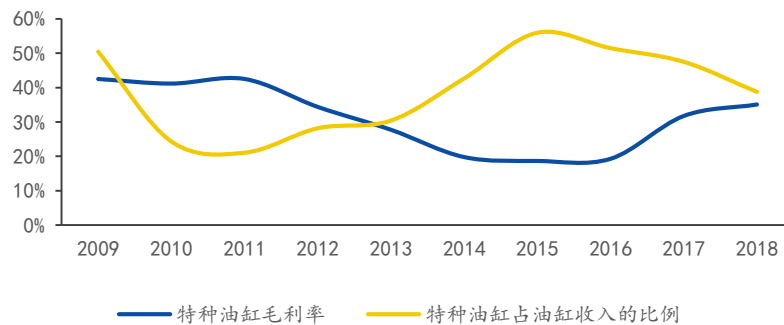
图 42：起重系列、盾构机、海工油缸收入位列前三



资料来源：Wind，国元证券研究中心

特种油缸毛利率与收入贡献呈现反向波动，业务体量增大提升抗周期能力。2011年~2015年，特种油缸的收入贡献被动提升，毛利率不断下降以打开市场，提升公司收入；2016年以后，特种油缸技术进步，毛利率逐渐提升。特种油缸客户经历了从海工到造船到盾构再到起重、从国内到国外的变迁，体量越来越大，在未来对抗周期下行时会更加从容。

图 43：特种油缸毛利率与收入贡献反向波动

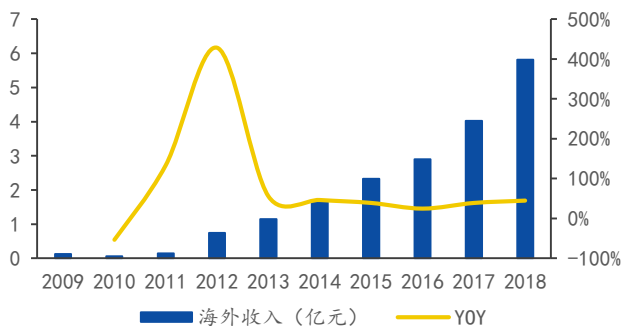


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.4 2011 年为海外收入发力元年，海外市场为公司再添收入稳定器

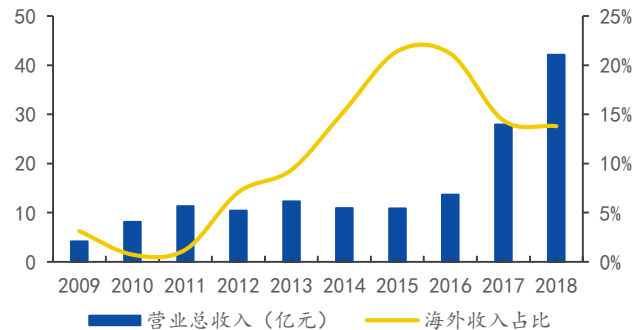
2011 至 2018 年，海外收入年均复合增速达 70.3%，海外市场提升公司抗周期能力。2010 年，公司成为国际高端工程机械品牌卡特彼勒的合格供应商。2011 年起，海外收入增长迅速，2011 年~2018 年，年均复合增速达 70.3%。其中，2012 年海外收入同比增长高达 428.6%。2011 年~2015 年，在国内工程机械下行阶段，海外收入占公司营业总收入比例逐渐提升，改善了公司依赖国内市场的局面，成为公司抵抗周期的重要途径。

图 44：2011 至 2018 年，海外收入年均复合增速达 70.3%



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 45：2011 年起，海外收入对营业总收入贡献提升

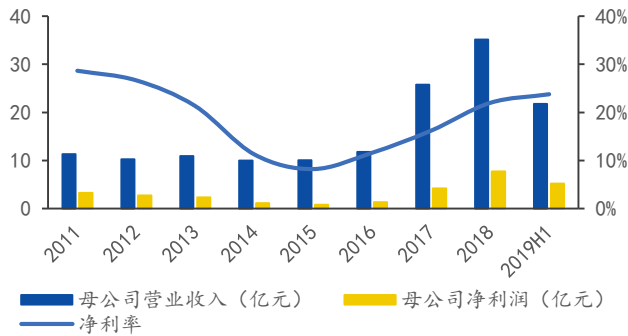


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.5 母公司盈利能力佐证油缸板块抗周期能力

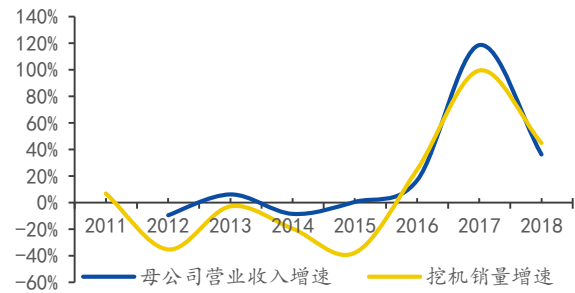
母公司盈利能力显示油缸板块实际状况，收入增速显著优于挖掘机销量增速。为了尽可能还原油缸板块的真实增速，我们分析了母公司的收入及利润增速。母公司净利润及净利率呈现一定的周期性，但营业收入的周期性较弱。在大部分年份，母公司的收入增速都显著高于挖掘机行业的增速，显示了较强的抗周期性。

图 46：母公司收入呈现弱周期性



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

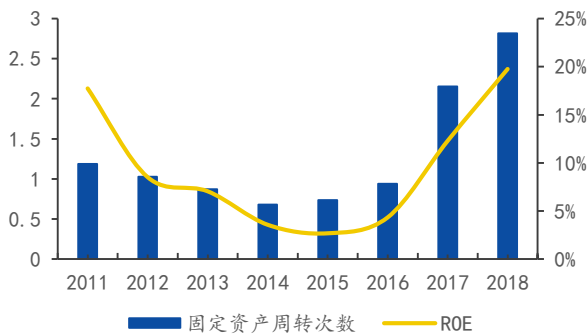
图 47：母公司收入增速显著优于挖掘机行业增速



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

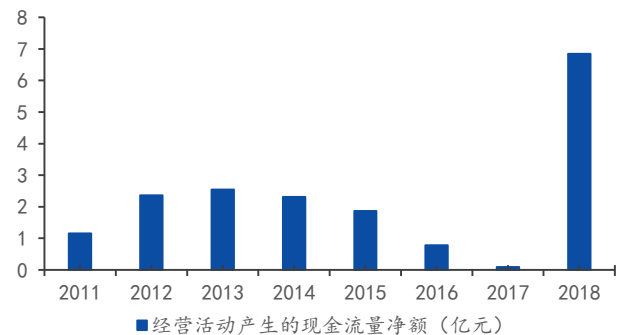
固定资产规模扩张导致 ROE 下降，经营性现金流维持在较高水平。2011 年~2015 年，由于行业需求急剧收缩，叠加固定资产规模扩张带来的周转率下降，公司 ROE 从 18% 下滑到 3% 左右，但是经营性现金流一直维持着 2 亿左右的较高水平。2016 年起，ROE 进入新一轮扩张周期。2018 年，公司 ROE 达到 19.77%，已经超过 2011 年的水平，经营性现金流也增长到 6.85 亿元。

图 48：2016 年起，ROE 进入新一轮扩张



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 49：经营性现金流维持较高水平



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

4. 泵阀崛起：复制油缸成功的路径

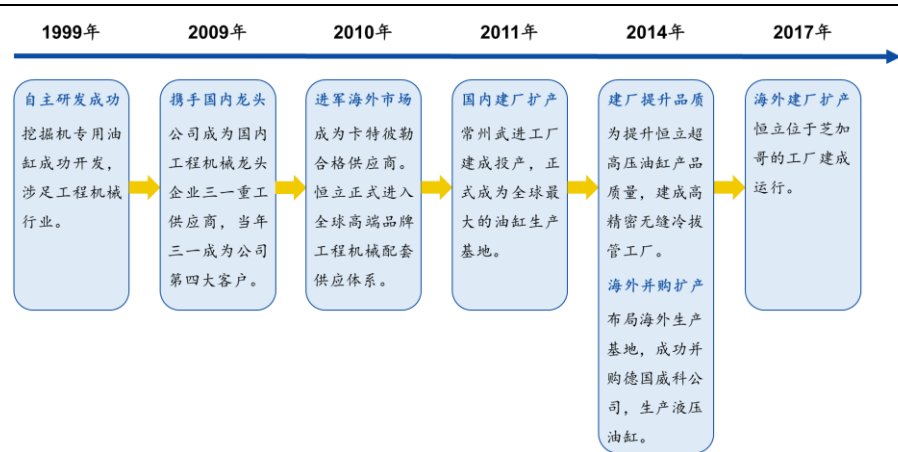
液压泵阀市场空间更加广阔，为高端液压产品主战场。液压泵、液压阀相比液压油缸有以下特点：1) 难度更大、壁垒更高。以挖掘机为例，国内市场上挖机油缸供应商包括四大品牌，而挖机泵阀，尤其是中大挖泵阀的供应基本被川崎、力士乐垄断。2) 价值量更大。在行走机械领域，泵阀的价值量大约为油缸价值量的 2 倍以上。3) 更容易实现不同应用场景的拓展。与油缸相比，泵阀的标准化程度相对较高，也更容易诞生百亿级的企业，全球液压巨头基本都是以泵、阀为核心产品，而非油缸。

4.1 油缸崛起之路，抓住时机实现进口替代

在产品供不应求时切入客户，在竞争加剧时以性价比取胜。以公司挖掘机油缸为例，1999 年挖掘机油缸研发成功，直至 2009 年~2011 年的下游需求爆发阶段才实现了

三一、卡特等大客户的大批量供应，而 2012 年~2015 年的下游需求下行周期则推动公司产品的市占率从 20%向 50%+迈进。回顾公司油缸崛起之路，下游需求快速爆发引发零部件供应不足，是零部件企业新产品导入的最佳时期，公司抓住时机切入核心客户。在挖掘机需求平稳、竞争加剧的时候，主机厂对成本控制更严格，零部件企业已经得到验证的产品进入进口替代加速期，恒立以其产品性能和成本的优势快速扩大市场份额。

图 50：抓住时机，油缸实现崛起之路

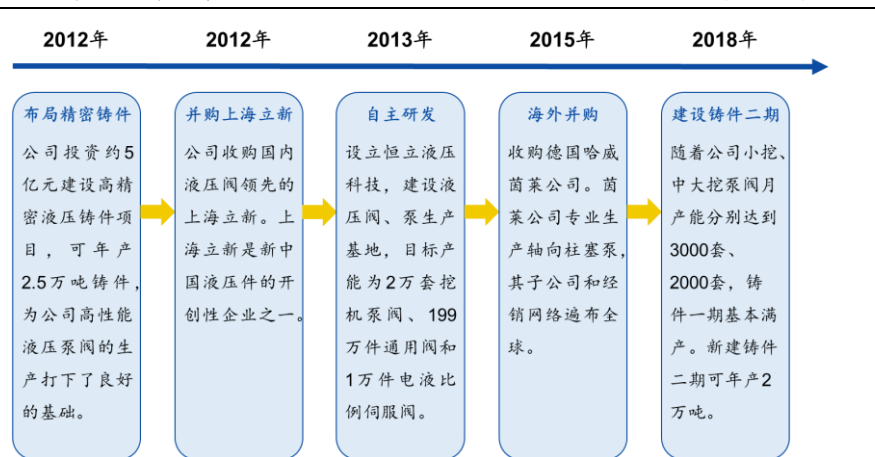


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

4.2 自研并购全方位打造，泵阀业务蓄势待发

泵阀业务收入大增，后起之秀应用广泛。从 2012 年起，经过几年的发展，2018 年公司液压泵阀收入实现 4.79 亿元，占营业总收入的比例达到 11%。恒立液压泵阀业务产品主要包括液压控制阀、高压柱塞泵及德国产 inline 液压泵，产品已成功地应用在重工、盾构、试验台、海工、机床、工程机械等行业。子公司液压科技自主研发生产的 15T 以下挖掘机用主控泵阀已批量配套三一、徐工、临工、柳工等国内龙头骨干主机厂。

图 51：泵阀业务发展之路：夯实铸造基础、设厂自主研发、国内海外并购



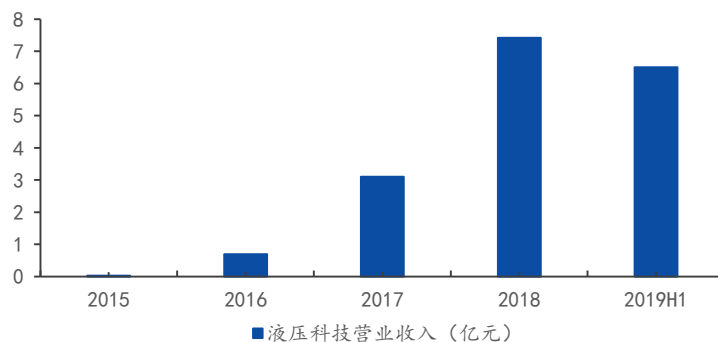
资料来源：公司官网，国元证券研究中心

夯实铸造基础、设厂自主研发、国内外并购共促液压泵阀发展。2012 年公司投资约 5 亿建设的高精密液压铸件项目建成投产。铸造工厂聘请德国、日本等国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。2012 年，公司收购上海立新，该公司创建于 1967 年，20 世纪 80 年代通过中德合作研制生产压力、流量、方向三大类各型标准工业用液压阀以及定制各类液压集成系统。2013 年，恒立液压设立恒立液压科技，建设液压阀、泵生产基地，目标产能为 2 万套挖机泵阀、199 万件通用阀和 1 万件电液比例伺服阀。2015 年，恒立液压全资收购德国 HAWE InLine，HAWE InLine 可以设计生产重载高品质的轴向柱塞泵，提供多种定制化选择的全系列变量泵。公司挖掘机泵阀从 2015 年小批量供应，经历 2016 年~2018 年的挖掘机上行周期后，实现了主流企业的大批量供应。

4.3 突破早期瓶颈，进口替代进程有望加速

投资 20 亿重金打造，5 年实现收入破 7 亿初显锋芒。2011 年，铸件一期，投入 5 亿；2013 年，液压泵阀项目，预算资金 12.86 亿。若考虑研发支出，至今恒立在泵阀项目上的投入预计可达 20 亿元。2018 年，液压科技收入达到 7.42 亿元，净利润 9349 万元；2019H1，收入 6.5 亿元，同比增长 100%，净利润 1.1 亿元。已经进入爆发增长阶段。

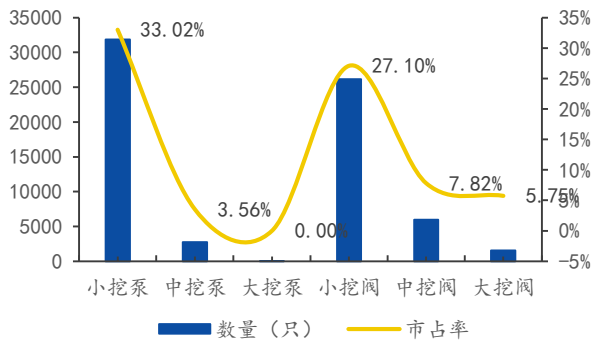
图 52：2015 至 2018 年，液压科技高速增长



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

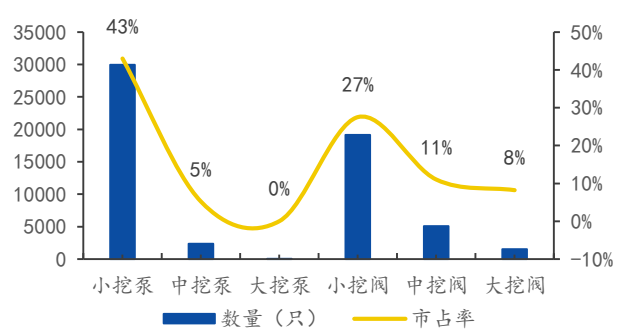
小挖泵阀为突破口，2019H1 泵阀产品市占率全面提升。2018 年，小挖泵阀综合市占率已经达到 30%。2019 年上半年，小挖泵市占率继续增长，提升至 43%，小挖泵市占率保持在 30%左右。2018 年，中挖泵市占率 8%左右，2019 年其市占率已达到 11%。大挖泵市占率相对较低，但是 2019 年上半年大挖泵市占率也达到了 8%。2019 年上半年恒立液压泵阀产品市占率实现全面提升，为全年的发展奠定了基础。不考虑外资挖机品牌的情况下，恒立液压泵阀各产品在内资品牌的市场份额则会更高。在泵阀产品经过市场检验后，有望进入加速进口替代阶段。

图 53：2018 年，小挖泵阀综合市占率达到 30%



资料来源：国元证券研究中心

图 54：2019 年上半年，公司泵阀产品市占率全面提升



资料来源：国元证券研究中心

4.4 对标油缸，业绩弹性巨大

对比母公司，液压科技盈利能力增长空间大。截止 2018 年底，恒立液压科技已累计投入固定资产约 10 亿元，与母公司油缸业务的投入可谓旗鼓相当。但是营业收入才只有母公司收入的 20%。未来伴随着液压科技收入的扩张、固定资产周转次数的增加，其净利率提升空间非常大。

表 4：2018 年液压科技对比母公司财务数据增长空间大

财务项目	母公司（油缸）	液压科技（泵阀）
固定资产（亿元）	12.47	9.62
营业收入（亿元）	35.13	7.42
净利润（亿元）	7.73	0.93
净利率	22%	13%
固定资产周转次数	2.82	0.77

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

公司可支撑营业收入规模 30 亿左右，业绩弹性强。根据恒立液压科技 2018 年以来的业绩弹性，以及其固定资产规模等，我们估计，恒立液压科技目前的年均固定成本约 3 亿，其变动成本率 60% 左右，可支撑的营业收入规模 30 亿左右。进而估算出恒立液压科技收入规模分别为 15 亿、20 亿、30 亿时对应的净利润率分别为 20%、25%、30%，显示出较强的业绩弹性。

表 5：液压科技业绩预测弹性大

	2018	2019H1	收入 假设 1	收入 假设 2	收入 假设 3	收入 假设 4	收入 假设 5	收入 假设 6
营业收入（亿元）	9.62	6.5	15.00	20.00	25.00	30.00	40.00	50.00
固定成本（亿元）			3.00	3.00	3.00	3.00	4.00	5.00
可变成本（亿元）			9.00	12.00	15.00	18.00	24.00	30.00
可变成本/收入			0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
净利润（亿元）	0.93	1.1	3.00	5.00	7.00	9.00	12.00	15.00
净利率	13%	21.5%	20%	25%	28%	30%	30%	30%

资料来源：公司年报，国元证券研究中心估算

5.盈利预测与投资建议

假设挖掘机需求保持平稳、公司泵阀新产品市场占有率稳步提升，我们预计，公司2019~2021年营业收入分别为52.22、67.60、78.72亿元，归母净利润分别为12.16、16.59、20.14亿元，考虑到液压件行业广阔的进口替代空间及公司的龙头地位，给予“买入”评级。

6.风险提示

- 1) 市场竞争加剧；
- 2) 下游行业景气度不及预期
- 3) 海外市场风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3295	4443	4978	5737	7226
现金	1146	1571	1477	1504	2461
应收账款	437	544	610	727	809
其他应收款	12	19	25	31	37
预付账款	141	135	202	231	281
存货	821	1050	1225	1506	1698
其他流动资产	738	1123	1440	1739	1940
非流动资产	2862	2828	3035	3099	3138
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2063	2233	2312	2372	2407
无形资产	272	279	279	279	279
其他非流动资产	527	316	443	449	451
资产总计	6156	7271	8013	8837	10364
流动负债	1692	1981	1765	1588	1792
短期借款	915	851	500	0	0
应付账款	509	691	795	1052	1198
其他流动负债	268	440	470	536	594
非流动负债	591	715	724	524	421
长期借款	401	353	353	153	53
其他非流动负债	191	361	371	370	367
负债合计	2283	2696	2489	2112	2213
少数股东权益	28	28	28	28	28
股本	630	882	882	882	882
资本公积	2086	1834	1834	1834	1834
留存收益	1128	1826	2778	3978	5403
归属母公司股东权益	3845	4547	5495	6696	8122
负债和股东权益	6156	7271	8013	8837	10364

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	154	799	780	1440	1861
净利润	381	837	1216	1659	2014
折旧摊销	201	232	210	235	262
财务费用	85	-30	-70	-25	-61
投资损失	-37	-18	-24	-22	-23
营运资金变动	-499	-345	-426	-432	-345
其他经营现金流	24	124	-125	23	15
投资活动现金流	-86	-281	-273	-279	-278
资本支出	213	498	300	300	300
长期投资	-73	-132	0	0	0
其他投资现金流	54	86	27	21	22
筹资活动现金流	151	-152	-602	-1134	-627
短期借款	353	-64	-351	-500	0
长期借款	-9	-47	0	-200	-100
普通股增加	0	252	0	0	0
资本公积增加	0	-252	0	0	0
其他筹资现金流	-192	-40	-252	-434	-527
现金净增加额	163	424	-95	27	957

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2795	4211	5222	6760	7872
营业成本	1878	2671	3224	4065	4704
营业税金及附加	36	43	61	77	89
营业费用	96	115	124	143	154
管理费用	162	213	226	253	273
研发费用	125	172	213	276	321
财务费用	85	-30	-70	-25	-61
资产减值损失	38	119	100	115	124
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	18	24	22	23
营业利润	439	961	1401	1915	2325
营业外收入	8	3	4	4	4
营业外支出	0	0	1	0	0
利润总额	447	963	1405	1918	2328
所得税	66	126	190	259	314
净利润	381	837	1216	1659	2014
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	382	837	1216	1659	2014
EBITDA	724	1162	1541	2126	2525
EPS (元)	0.61	0.95	1.38	1.88	2.28

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	104.0	50.6	24.0	29.5	16.4
营业利润 (%)	523.7	119.0	45.9	36.6	21.4
归属母公司净利润 (%)	442.9	119.1	45.3	36.5	21.4
获利能力					
毛利率 (%)	32.8	36.6	38.3	39.9	40.2
净利率 (%)	13.7	19.9	23.3	24.5	25.6
ROE (%)	9.9	18.4	22.1	24.8	24.8
ROIC (%)	11.6	18.6	23.6	30.5	34.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.1	37.1	31.1	23.9	21.4
净负债比率 (%)	58.68	46.67	36.46	9.83	4.86
流动比率	1.95	2.24	2.82	3.61	4.03
速动比率	1.43	1.67	2.09	2.61	3.03
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.63	0.68	0.80	0.82
应收账款周转率	7	8	8	9	10
应付账款周转率	5.12	4.45	4.34	4.40	4.18
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.95	1.38	1.88	2.28
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.17	0.91	0.88	1.63	2.11
每股净资产 (最新摊薄)	4.36	5.16	6.23	7.59	9.21
估值比率					
P/E	71.03	32.43	22.32	16.35	13.47
P/B	7.06	5.97	4.94	4.05	3.34
EV/EBITDA	37	23	17	13	11

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188