



华安证券
HUAAN SECURITIES

穿越周期，乘风而上

——恒立液压深度报告系列二

机械组首席分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

2020年12月

华安证券研究所



■ 前言

恒立液压作为机械行业代表性公司之一，自2016年以来，无论股价还是业绩都在不断超预期，带给投资者持续性丰厚的回报，到2020年，公司成立30周年，上市10周年，公司是如何从一个小油缸厂成长为千亿市值的大公司？这一步步走来，经历了什么？站在当前时点，如何看待公司的估值和未来成长性，本文力图通过复盘恒立液压成长之路，来解答这些问题。

➤ 高估值：稀缺性（技术高壁垒+客户强黏性）、确定性（成长路径清晰，业绩增长确定性强）、成长性（已有产品市占率的提升+不断开拓新品类）

- 1、天时。对的时间做对的事，从油缸到泵阀的开拓，抓住了挖机两轮周期。
- 2、地利。液压行业全球千亿规模，我国是第二大需求国，我国又有挖机主机厂的庞大需求作为支撑，地处长三角地区，供应链配套齐全。
- 3、人和。优秀且不可复制的管理团队（对的岗位用对的人，专注，资源整合能力强）+强烈的危机意识（企业文化，深处周期行业，风险控制意识强）

•投资建议：预计公司2020-2022年归母净利润分别为20.59、28.01、34.76亿元，同比增速分别为58.85%、36.01%、24.10%。对应PE分别为65、48、39倍，维持“买入”评级。

•风险提示：工程机械行业景气度下行、基建补短板不及预期、房地产开发投资额加速下滑、新产品开拓进度不及预期、下游价格竞争加剧，成本端压力传导至上游



华安证券

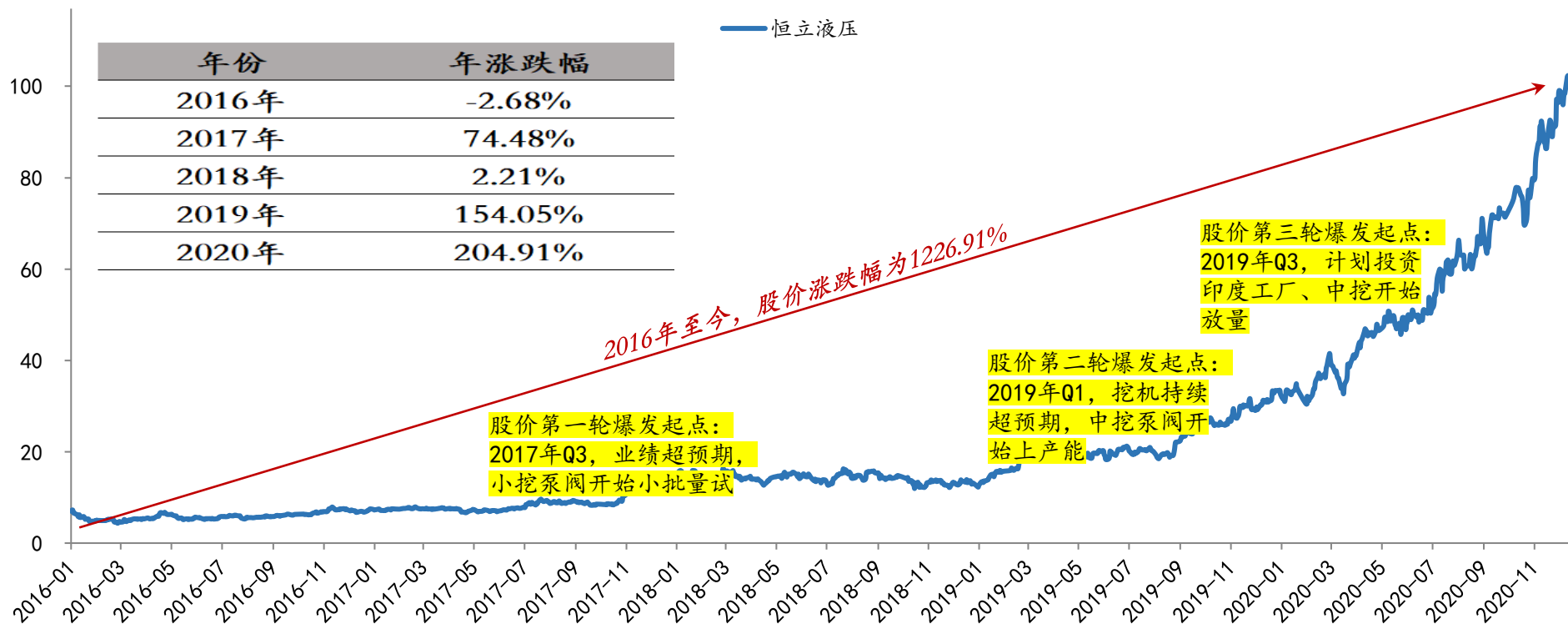
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

■ 优秀的股价表现——五年十倍牛股

股价的上涨是由业绩和估值双重驱动，未来的催化剂：1) **市场**：跟随国内主机厂，布局海外（从销售全球化到生产全球化，印度工厂等）；2) **产品**：从挖机系列到非挖系列拓展，多样化；3) **客户**：挖机泵阀产品目前以国内客户为主，未来拓展至海外龙头。

图表：恒立液压股价涨跌幅



资料来源：wind，华安证券研究所整理

华安证券研究所

■ 稀缺性+成长性铸就高估值、千亿市值

公司是挖机产业链核心标的，若以周期股的观点来看公司，当挖机行业增速进入下行周期后，公司业绩就会出现较大波动。不同于市场观点，我们认为，综合公司的成长性和稀缺性，公司目前个股价值属性凸显，不应以传统周期股去看待公司，具体阐述如下：

稀缺性：壁垒高+绑定优质客户，产业链地位高

①液压件行业进入壁垒高，短期很难有进入者。公司抓住了下游行业快速增长的契机，从油缸到泵阀，产品一一攻克，液压件行业本身属于技术密集型、资金壁垒、规模壁垒等都决定了此行业短期很难有进入者。公司产品远销美国，卡特彼勒作为公司客户，对公司产品有较强依赖性，因此已成功申请关税豁免，贸易摩擦对公司经营影响较小，这充分说明了公司产品的不可替代性。目前公司挖机油缸市占率已经超过50%，随着下游客户三一、徐工等公司挖机市占率的提升，公司油缸市占率还仍有小幅提升空间。

②公司绑定优质客户，产业链地位高。公司客户质量优质，品牌优势明显。挖掘机液压产品主要客户包括：卡特彼勒、神钢、三一、徐工等著名挖掘机品牌；盾构机液压产品主要客户包括：中铁工程、铁建重工、小松、日立造船、罗宾斯等著名盾构机品牌；海工海事客户包括：TTS、麦基嘉、国民油井等；新能源设备领域客户包括：歌美飒、维斯塔斯等；工业液压产品客户包括：海天、伊之密、安德里茨等；特种车辆客户包括：马尼托瓦克、特雷克斯等。公司客户质量优质，品牌效应明显，多年合作与积累为公司建立了明显的先发优势，对后来潜在竞争者构成较强进入壁垒，充分的保障了公司未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

■ 稀缺性+成长性铸就高估值、千亿市值

成长性：产品拓展+全球布局，公司熨平业绩波动能力强

公司熨平业绩波动能力强。在2011-2015年行业下行周期，挖机行业销量从17.8万台下滑至5.6万台，行业销量下滑将近70%；公司期间营收最低时10.45亿，最高时12.30亿，收入波动幅度很小。从增速角度看，恒立营收增速始终高于挖机行业销量增速。若将挖机行业周期分为三个阶段，2008-2011繁荣发展期、2011-2015下行期、2015-2019复苏期，挖机销量CAGR分别为32%、-25%、43%，我们可以从以下两个维度进行对比讨论：

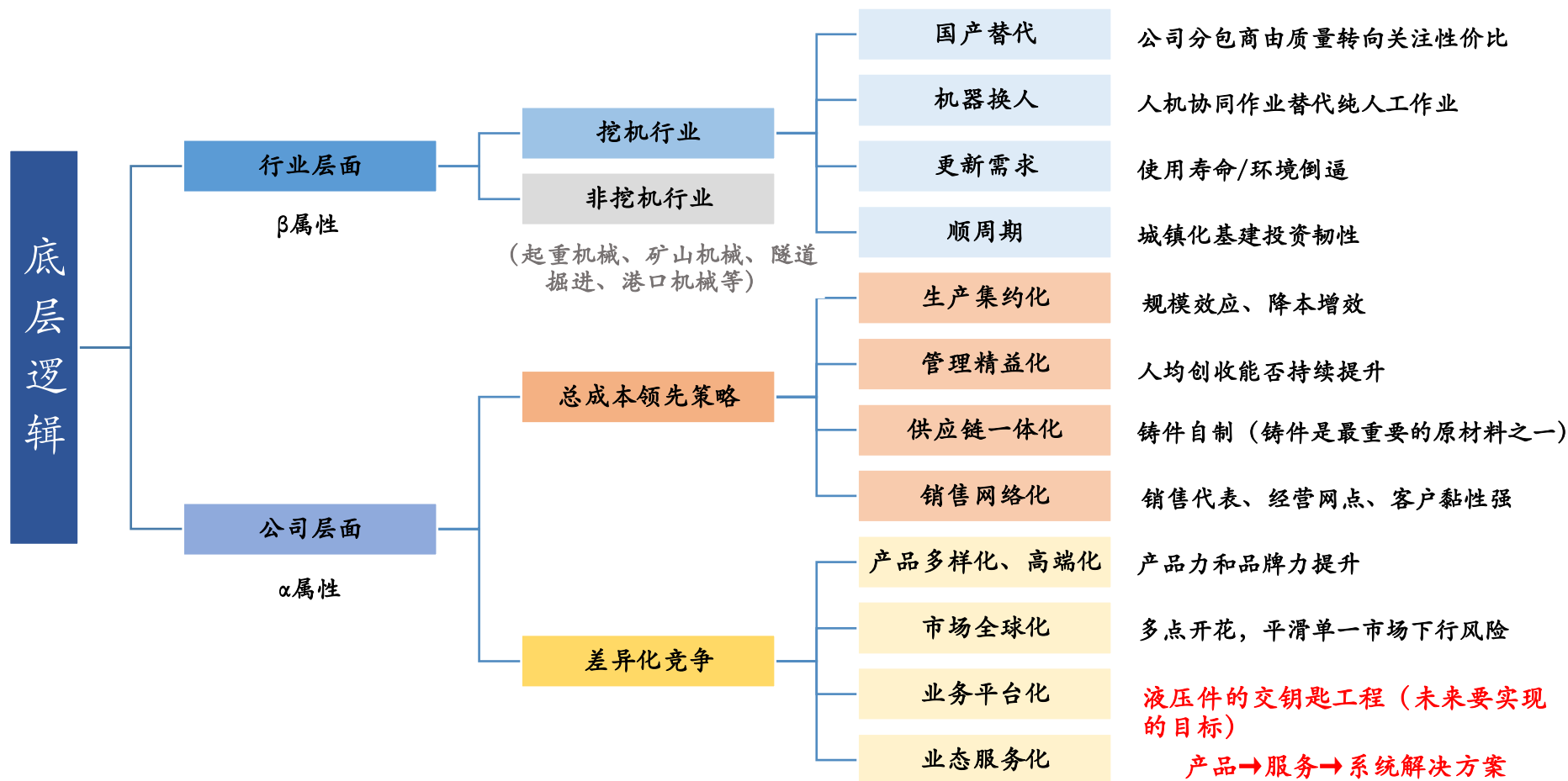
①**产品拓展**：虽然随着挖机行业销量下滑，公司挖机油缸收入也跟着下滑，但是挖机油缸收入三个阶段的复合增速分别为78%、-18%、52%，均高于挖机行业销量；而且公司非标产品不存在明显周期性波动，收入规模持续扩大，总体收入保持平稳状态。随着未来公司业务布局逐步多元化，非标油缸和非标泵阀、马达、铸件等产品不断开拓新客户、新领域，都是平滑业绩的关键抓手，盈利稳定性会持续增强。

②**全球布局**：公司不断推进全球市场的开拓，先后收购哈威InLine液压、日本服部精工等全球知名品牌，成立美国、日本销售子公司，目前拥有常州、上海、芝加哥和柏林4个研发中心，包括北美芝加哥在内的8个制造基地，业务涵盖全球20多个国家和地区。公司国外市场营业收入处于持续增长状态，三阶段CAGR分别为38%、82%、34%，在国内挖机行业下行阶段，有力支撑公司整体业绩。



■ 优秀背后的底层逻辑

图表：恒立液压底层逻辑（寻找优秀制造业企业的框架）





华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

CONTENTS

QUALITY
CHANGE
THE WORLD
品质改变世界

我们的努力，不是为了今日的辉煌或今日的成功，而是为了我们美好的未来。

Brilliant yesterday, today or tomorrow, we are proud of. But the vision of the future, more exciting.



01

公司介绍

30年砥砺前行，造就国产液压件领导品牌

02

赛道分析

液压件市场广阔，国产龙头崛起

03

股价复盘

优秀背后的底层逻辑

04

投资建议

稀缺性+成长性——熨平周期能力强

恒品质、立全球



华安证券研究所



一、30年砥砺前行，造就国产液压件领导品牌

公司
介绍



1.1 步步为营，跻身高端液压传动第一梯队

- 恒立液压成立于1990年，早期从事气动元件产品制造，于1997年涉足港口、冶金设备用大型油缸的研发和制造，正式进入液压行业。（今年成立30周年，公司内部收入目标70亿人民币）
- 1999年成功研发挖掘机用高压油缸，受益于2008-2011年国内挖掘机行业的快速发展，成功进入卡特彼勒供应链。经过30年的发展，公司挖掘机油缸国内市场占有率超过50%，成为全球挖掘机用油缸第一品牌
- 公司2011年成功上市，同年大规模投资研发高端液压泵阀。经过数年持续研发，配合外延收购引入先进工艺技术，公司液压泵阀产品取得显著突破
- 当前，公司在产品上已形成液压系统整体解决方案实施能力，在地域上已形成全球制造、研发的国际化布局，成功挺进全球高端液压传动装备第一梯队

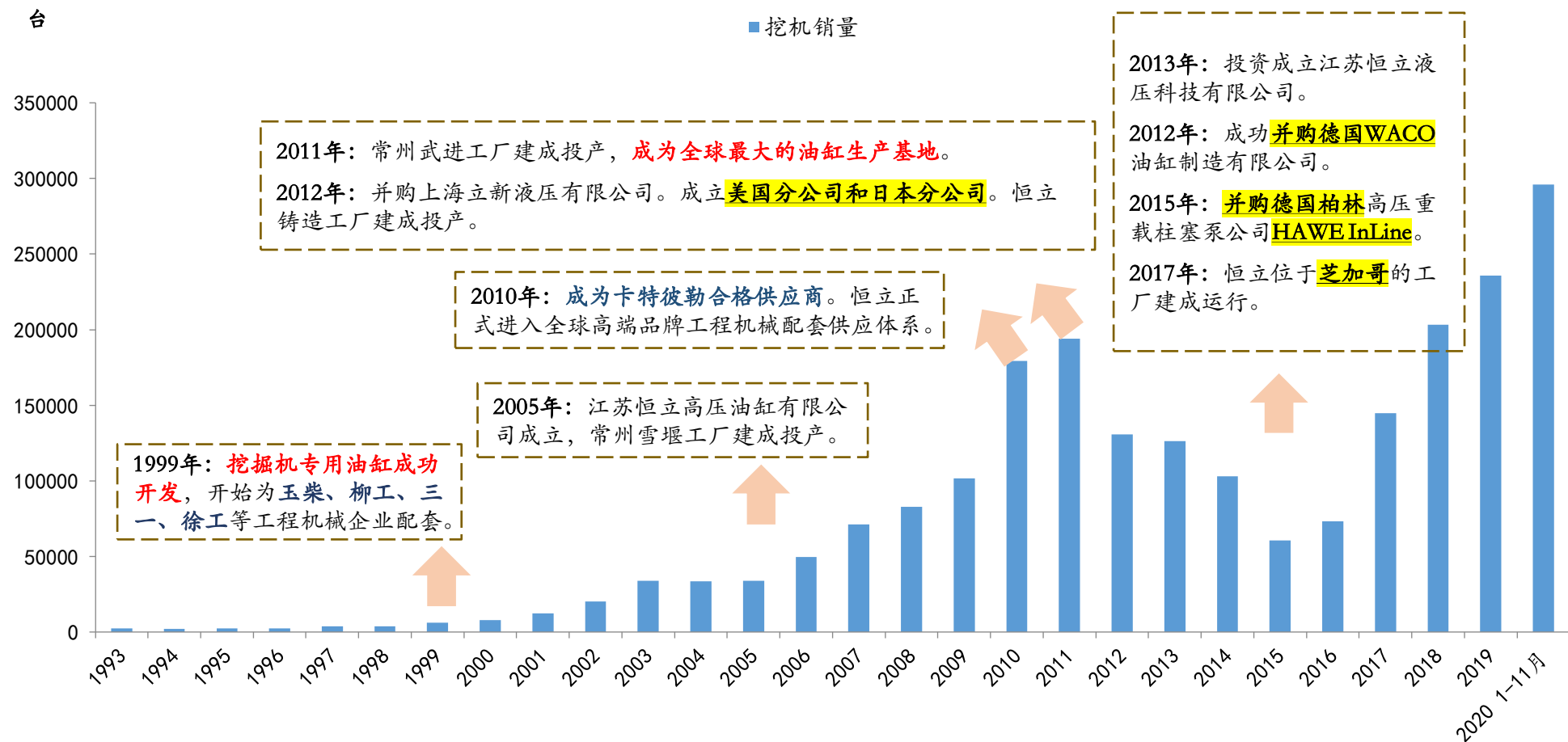
图表：30年砥砺前行，造就国产液压件领导品牌





1.1 伴随挖机市场成长起来的液压龙头

图表：恒立液压走向世界之路



资料来源：wind，公司官网，华安证券研究所整理

华安证券研究所



1.2 产品齐全，打造液压件整体解决方案供应商

图表：恒立核心产品线布局时间

产品大类	拓展时间	产品类型	图例
液压油缸	1997	非标油缸：海事港口、冶金	
	1999	挖机专用油缸	
	2006	非标油缸：盾构机	
液压阀	2012	工业液压阀：单向阀、充液阀、方向阀、压力阀、流量阀等	
	2012	行走机械液压阀：多路控制阀、负载保持阀等	
精密铸造	2012	高精密铸件：高压柱塞泵壳体/斜盘/缸体、整体式多路阀铸件等	
	2012	高精密冷拔无缝钢管	
液压泵&马达	2015	哈威InLine/恒立高压重载柱塞泵	
	2016	液压柱塞马达：定量、变量马达	
系统集成	2016	液压泵/液压多路阀/液压缸性能测试台、高压脉冲测试台等	
	2016	液压系统：高低温、防爆、超高压、电液比例伺服等	

- 内扩产能+外延并购，积极拓展业务条线。
- 1992年，以环卫车辆及港口机械液压缸产品切入液压领域以来，公司产能不断提升，产品种类不断丰富。
- 2011年，常州武进工厂建成投产，成为全球最大的油缸生产基地。
- 2012年，开始投资液压泵阀，收购上海立新（60%）主营各类工业阀的研发生产；并建设高精密铸件工厂，为泵阀元件的生产提供基础；
- 2015年，收购德国哈威InLine（100%）主营高压重载柱塞泵，汲取关键技术；
- 2018年，公司泵阀产品实现规模化生产并得到下游批量应用。
- 公司对液压系统集成及液压成套设备供应布局基本完成。



■ 1.2 产品齐全，打造液压件整体解决方案供应商

图表：产品应用案例



挖掘机



矿车



旋挖钻



大型装载机



矿机行业（破碎机）



风电（推升板液压系统）



海事（舱口盖液压系统）



压机（拉伸机）



铁路（客车冷却站）



试验台（阀试验台）



盾构机



冶金行业（湿法除尘）



冶金行业（打包机）



通用设备制造业（感应系统）

资料来源：恒立液压官网，华安证券研究所



1.2 产品齐全，打造液压件整体解决方案供应商

图表：恒立液压产能产线分布

生产基地		地点	对应公司/子公司	产能
四大制造基地	油缸工厂	常州武进	江苏恒立液压股份有限公司，占地面积29万m²	挖掘机油缸年产能72万只，特种定制油缸年产能15万只， 6万吨冷拔管，年喷涂3000支陶瓷杆。
	液压元件工厂	常州武进	江苏恒立液压科技有限公司，占地面积40万m²，已建车间10万m²	年产60万件工业换向阀，15万台套多路控制阀，30万件先导控制阀，20万台高压柱塞泵，10万台行走及回转马达，各类液压集成系统。
	精密铸造生产基地	常州武进	常州铸造分公司，占地面积12万m²，二期在建面积2.8万m²	铸件2期2019年底已经完成，目前5.5万吨产能，6万吨冷拔钢管
	气动元件制造工厂	常州武进	恒立气动科技有限公司成立于1990 年，占地面积3.4万m²	年产18万件气动执行元件，35万件气动控制阀，处理组件及气控成套供应等10万套
制造销售网络	工业阀基地	上海	2012 年，恒立出资控股立新液压（60%）	年产30万件各类工业阀
	重载柱塞泵工厂	德国	2015年，恒立并购HAWE InLine液压公司（100%），占地面积8100m²	——
	北美工厂	美国芝加哥	2014年，恒立美国成立；2017年，美国芝加哥工厂建成，占地面积4300m²	——
	日本服部精工	日本	2018年出资收购日本高精密零件制造企业服部精工（100%），成立于1947年，工厂建筑面积13500m²，解决泵阀精密零件加工制造问题	——

1.3 公司绑定优质客户，产业链地位高

公司产品广泛应用于：

- ✓ 挖掘机、起重机等行走机械，挖机油缸国内市占率甚至超过50%；
- ✓ 盾构机、注塑机等工业应用领域，公司盾构机用液压油缸国内市场份额超过70%；
- ✓ 海上作业平台、船用起重机等海工海事领域；
- ✓ 光伏发电、风力发电等新能源领域。

借助公司不断提升的品牌影响力和新品开拓能力，公司产品应用领域将不断拓宽。

表：恒立液压产品下游应用领域

公司产品	应用领域	细分领域
液压缸、柱塞泵、工业液压阀、行走机械液压阀	行走机械	高空作业车、混凝土泵车、环卫车辆、钻机、装载机、叉车、起重机、挖掘机、伸缩臂叉车
液压缸、柱塞泵、工业液压阀	工业应用	盾构机、液压机、注塑机
液压缸、重载变量泵、液压系统	海事港口	海上作业平台、船用起重机、打桩机、疏浚作业船、运输船
液压缸	新能源	风力发电、太阳能发电

资料来源：公司年报，华安证券研究所



1.3 公司绑定优质客户，产业链地位高

● 公司客户质量优质，品牌优势明显。跟国内外主机厂多年合作与积累建立了明显的先发优势，充分保障了公司未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

- ✓ 新能源设备: 歌美飒、维斯塔斯等;
- ✓ 挖掘机: 卡特彼勒、神钢、三一、徐工等;
- ✓ 工业液压产品: 海天、伊之密、安德里茨等;
- ✓ 盾构机: 中铁工程、铁建重工、小松、日立造船、罗宾斯等;
- ✓ 特种车辆: 马尼托瓦克、特雷克斯等
- ✓ 海工海事: TTS、麦基嘉、国民油井等;

表：恒立液压产品布局及客户结构

产品	国内	国外	备注
挖机油缸	三一、柳工、徐工	卡特彼勒（除个别中大吨位型号外，基本全系列使用恒立）、神钢	
非标油缸	中铁、铁建等（盾构机）、兰石重工（特种车辆）	卡特彼勒（矿山自卸车、土方平地机）、小松、日立造船、马尼托瓦克（起重机和高空平台，起重系列北美最大用户）、特雷克斯（特种车辆）	下游：盾构机，高空作业平台，海工海事，起重机等
	浙江鼎力、星邦、徐工、中联（高空作业平台）	斯诺克、吉尼、JLG（高空作业平台）	
挖机泵阀	徐工、三一、柳工、临工	目前卡特在试用、韩系部分厂家也将成为客户	
非标泵阀	海天，伊之密，博创等	JLG、吉尼	
挖机马达	徐工、三一、柳工		
AWP马达	浙江鼎力、星邦、临工	斯诺克、吉尼	

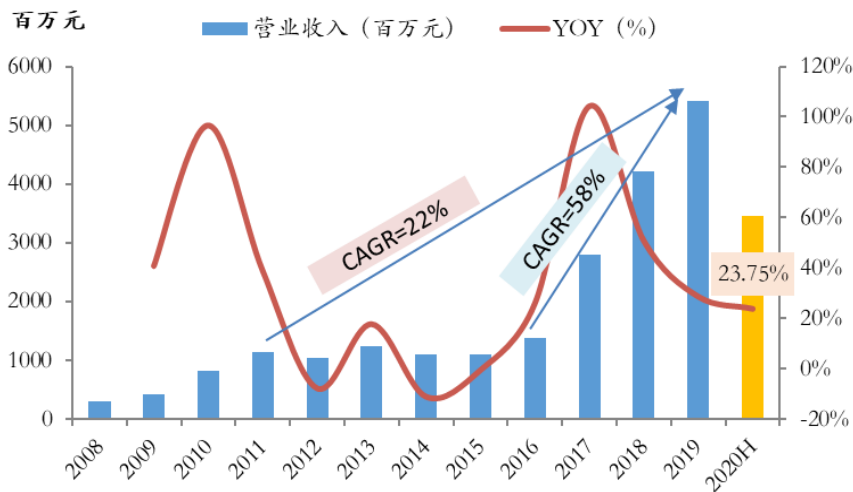


■ 1.4 公司产品结构丰富，业绩平稳增长

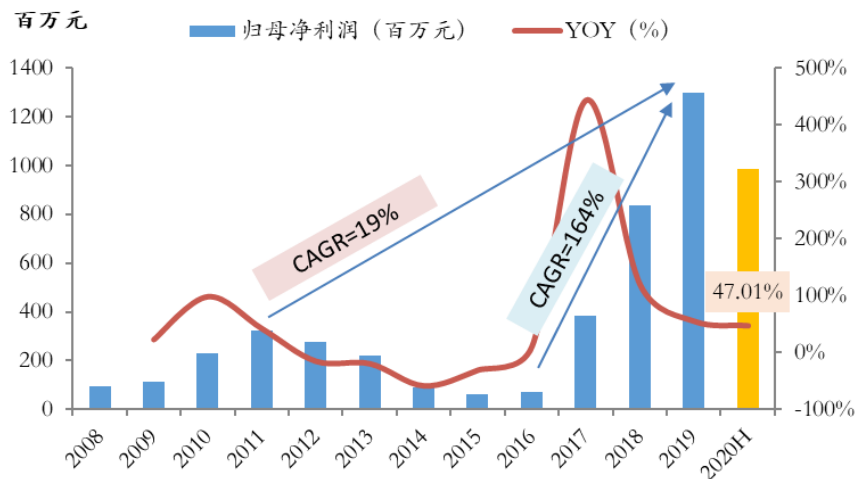
业绩表现优异，利润弹性大。公司2011年上市以来，营收及归母净利润CAGR分别为22%、19%。2020上半年，实现营收34.56亿元，同比+23.75%，归母净利润9.86亿元，同比+47.01%。单看二季度，公司实现营收20.87亿元，同比+70.52%，归母净利润为6.39亿元，同比+85.45%。随着二季度疫情影响消退，挖机销量复苏，公司营收利润大幅增长，基本符合预期。

产品结构优化叠加规模效应，毛利率持续回升。2015年，公司销售毛利率最低点为21.23%，至2019年恢复至37.77%，2020上半年，公司毛利率进一步提升至41.85%，同比+4.82pct。我们认为未来中大挖泵阀进入放量阶段，扩大规模效应的同时，进一步优化公司产品结构，公司综合毛利率仍有提升空间。

表：2016-2019年公司营收CAGR达58%



表：2016-2019年公司归母净利润CAGR达164%

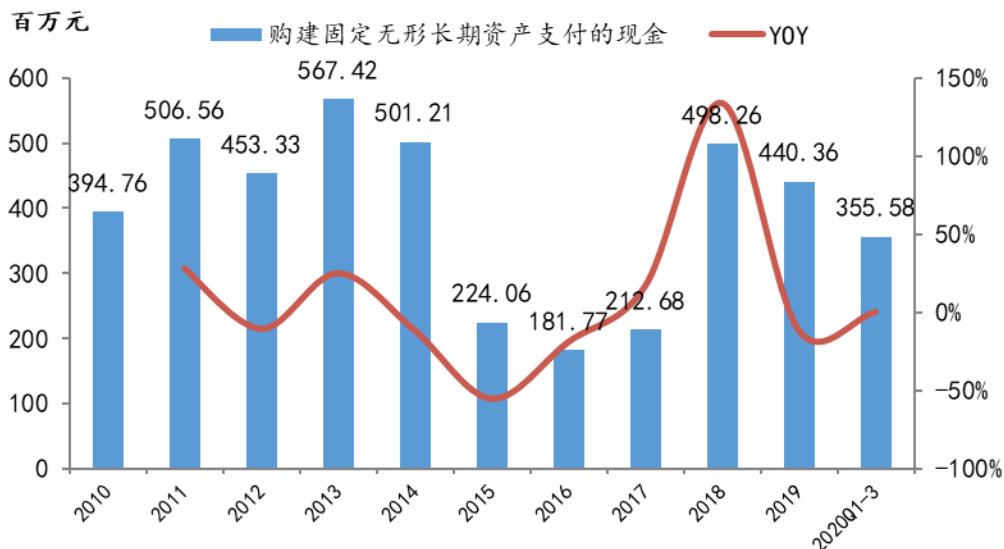




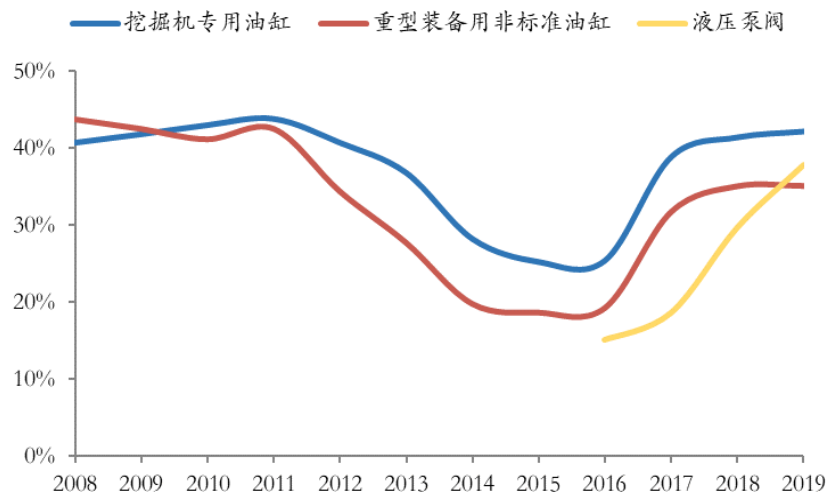
1.4 行业下行周期加大研发和资本开支，行业上行期开花结果

公司2011年上市后，恰逢行业开始进入下行期，公司逆周期投资油缸、泵阀产线、铸件一期等项目，2011-2014年资本开支自上市后一直处于高位，年均5亿元，并于2013年达到短期高峰5.67亿元，而此阶段，恒立挖机油缸毛利率水平一直向下，从2011年的43.75%下降至2015年的25.17%，此后资本开支下降，毛利率企稳回升，2018年由于投资铸件二期叠加油缸技改项目，资本开支短期又有所增长，目前挖机油缸毛利率保持在40%左右的水平。

表：公司资本开支情况



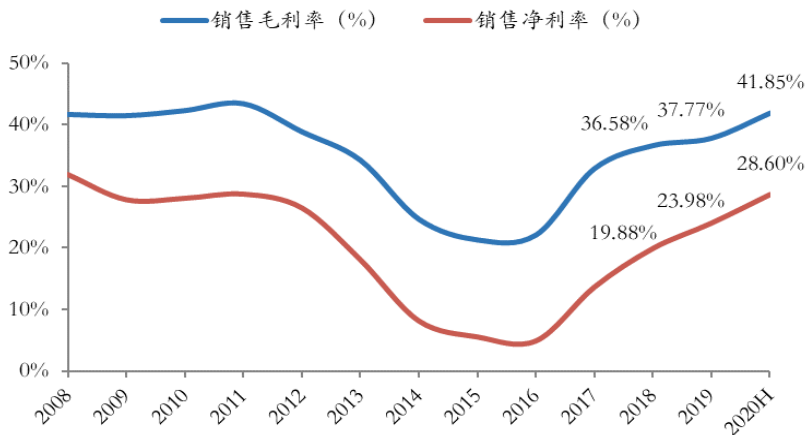
表：公司不同产品毛利率



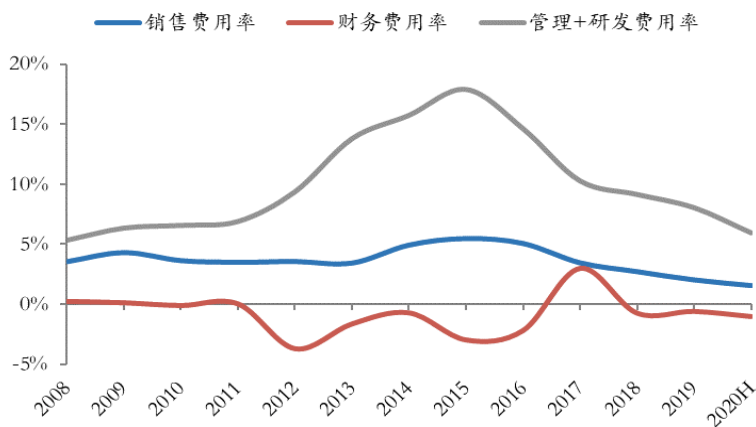


1.4 公司产品结构丰富，业绩平稳增长

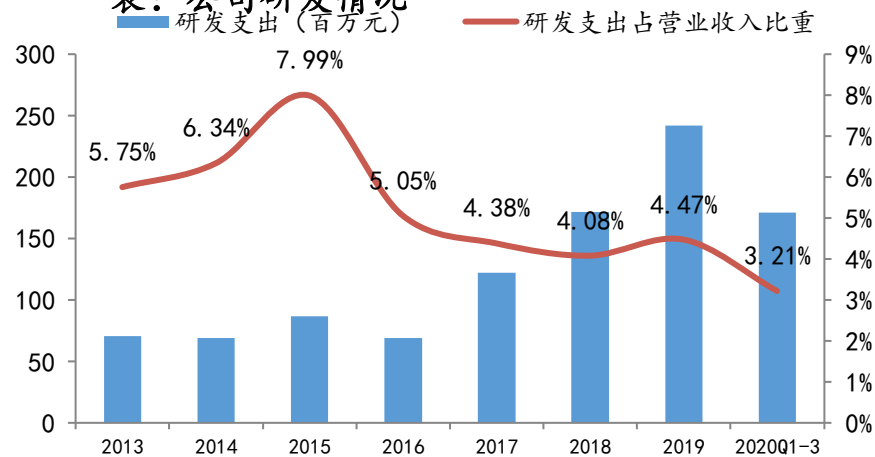
表：毛、净利率由低位逐步提升



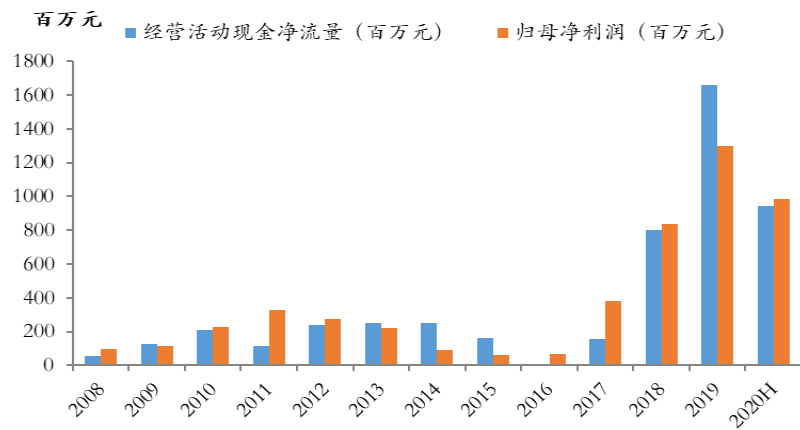
表：费用控制效果显著



表：公司研发情况



表：归母净利润与经营性现金流呈同步趋势

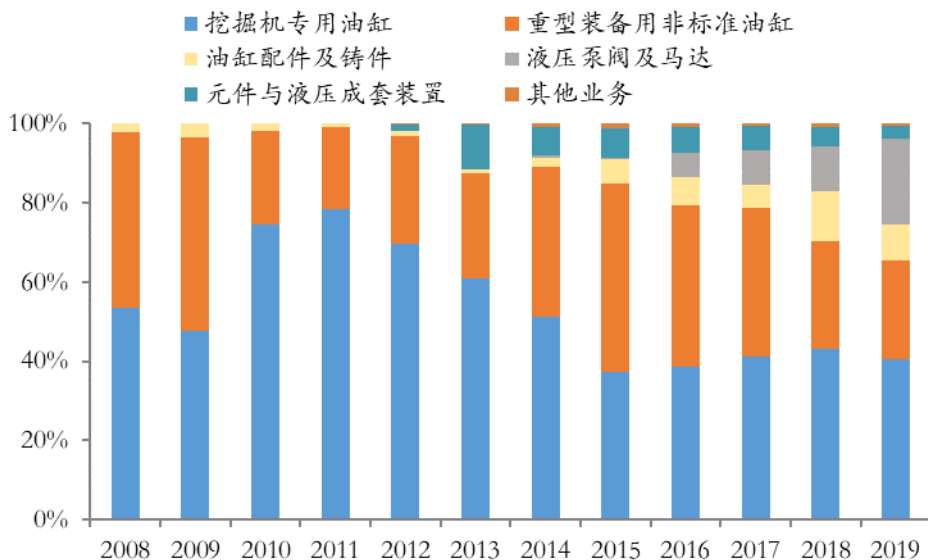




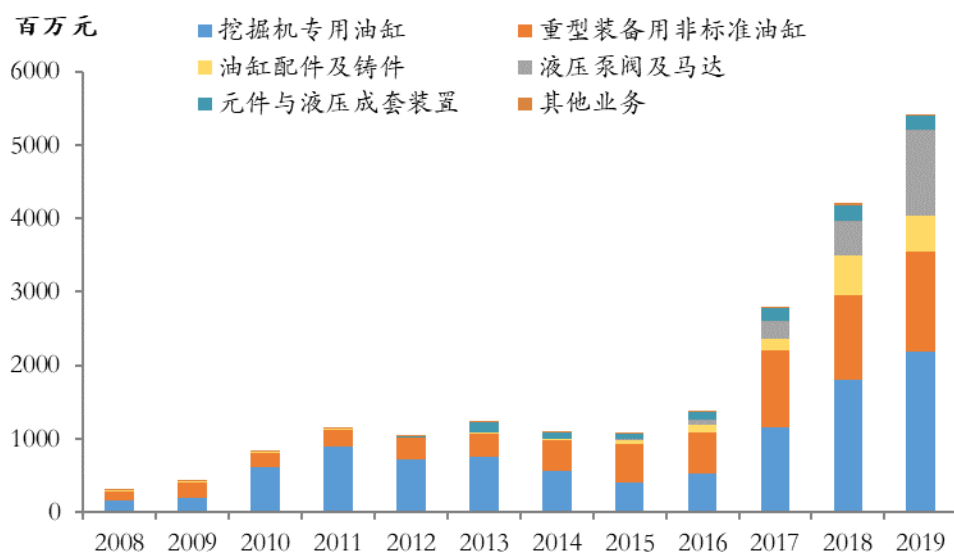
1.4 公司产品结构丰富，业绩平稳增长

油缸业务是主要收入来源，其中挖机油缸占比最高。上市以来油缸业务收入占比始终最高，但随着公司产品种类增多，该比例由2011年的99.12%逐步降低至2019年的65.40%。2019年公司油缸业务中，挖机油缸和非标油缸分别实现收入21.88、13.53亿元，占比分别为40.4%、25.0%；非标油缸中，起重系列实现收入占比最高，达48.8%，其次是盾构机、海工海事及新能源等其他领域，占比分别为24.5%、15.8%、10.9%。未来挖机行业持续景气叠加非标油缸应用领域的拓宽，将持续巩固公司油缸业务的主导地位。

表：油缸业务是主要收入来源，泵阀业务占比提升



表：油缸、泵阀业务规模增长明显



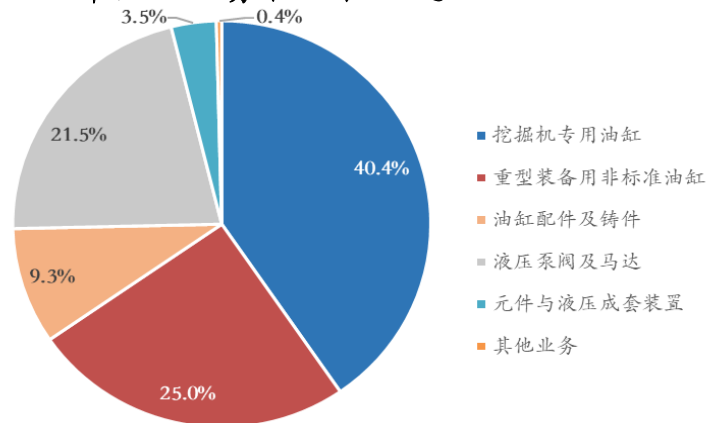


1.4.1 量价齐升，油缸业务为第一大收入来源

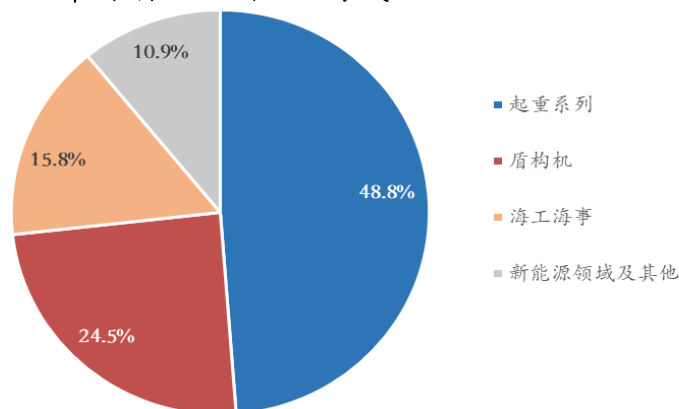
表：2011-2019恒立油缸产品产、销量

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
销售收入(亿元)										
挖机油缸	8.87	7.28	7.50	5.59	4.07	5.29	11.54	18.11	21.88	14.32
非标油缸	2.36	2.85	3.27	4.15	5.16	5.60	10.42	11.44	13.53	5.77
产量(只)										
挖机油缸	188480	168788	184652	142236	118510	140275	284614	429628	472791	—
非标油缸	37767	40479	44975	49330	61112	72478	130290	154516	169071	—
销量(只)										
挖机油缸	187141	156227	175318	142634	123143	137587	274122	413538	484854	329500
非标油缸	37767	40479	44975	49330	61112	72478	130290	154516	169071	64200
销量增速yoy										
挖机油缸		-16.5%	12.2%	-18.6%	-13.7%	11.7%	99.2%	50.9%	17.2%	27.0%
非标油缸		7.2%	11.1%	9.7%	23.9%	18.6%	79.8%	18.6%	9.4%	-13.0%
均价(元)										
挖机油缸	4740	4661	4278	3918	3305	3845	4209	4379	4513	4346
非标油缸	6259	7038	7268	8416	8436	7726	8000	7404	8003	8988
均价变动(%)										
挖机油缸		-1.7%	-8.2%	-8.4%	-15.6%	16.3%	9.5%	4.0%	3.0%	—
非标油缸		12.4%	3.3%	15.8%	0.2%	-8.4%	3.5%	-7.5%	8.1%	—

表：2019年油缸业务收入占比达65.4%



表：2019年非标油缸收入构成

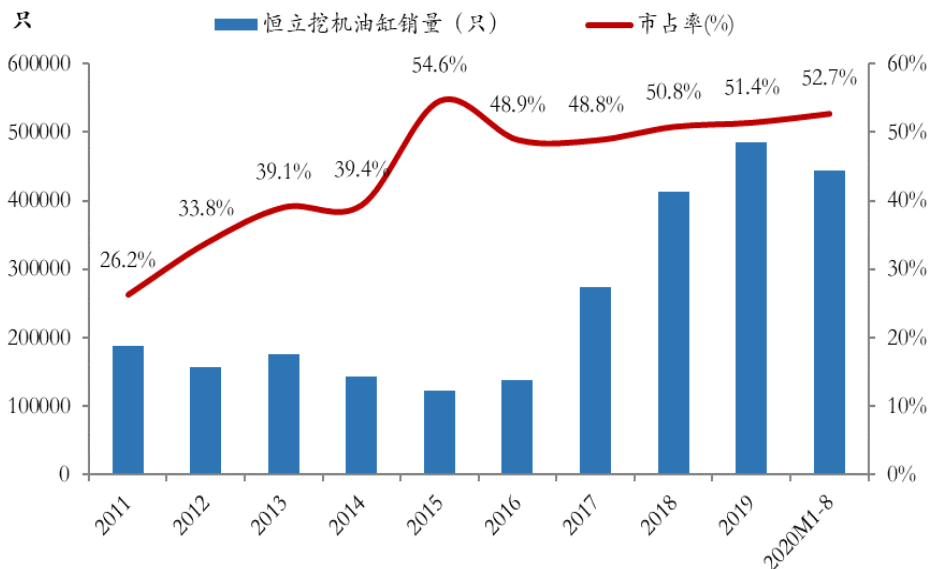




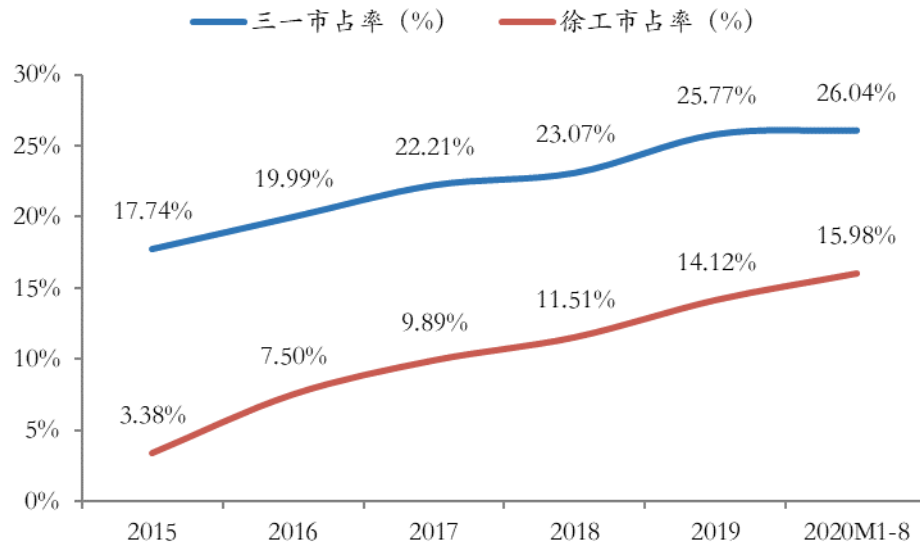
1.4.1 油缸市占率仍有提升空间

- 挖机油缸市占率超50%，仍在提升。根据公司官网信息，目前公司挖机油缸市占率国内市场已经达到50%，随着下游客户三一、徐工等公司挖机市占率的提升，公司油缸市占率还仍有小幅提升空间。挖机油缸全球市场市占率为30%，未来随着海外市场的开拓，有望继续提升份额。

表：恒立挖机油缸市占率



表：三一、徐工挖机市占率



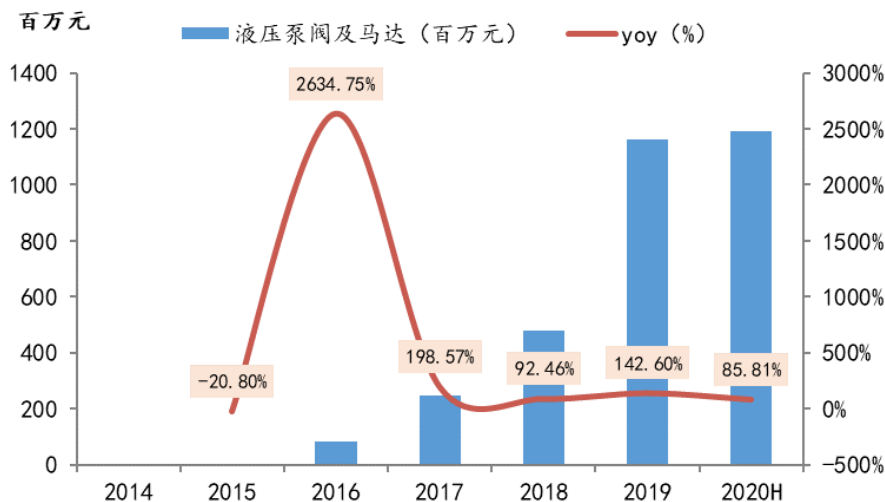


1.4.2 泵阀业务快速成长，中大挖继小挖后开始放量

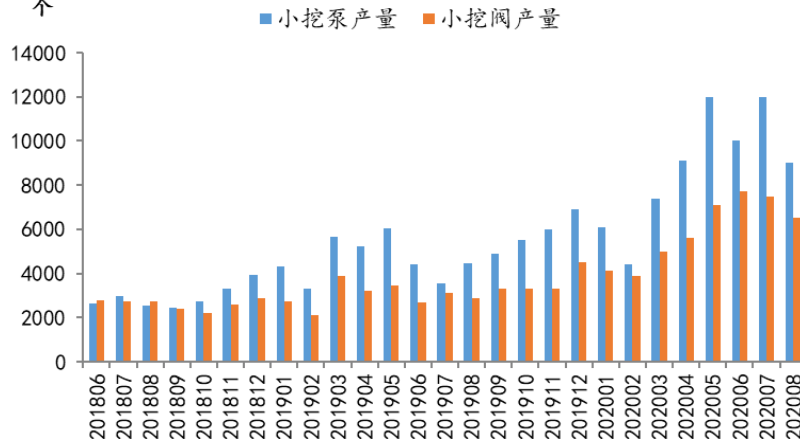
泵阀收入增速维持高位。公司泵阀产品面世以来收入占比不断提升，由2016年的6.08%提升至2019年的21.45%；从收入增速角度看，近年来泵阀业务维持了较高增速，2016-2019年分别达到2634.75%、198.57%、92.46%、142.60%。2020上半年，公司泵阀及马达板块实现收入11.91亿元，同比+85.81%，延续高增长态势。

泵阀放量。公司小挖泵阀于2017年实现批量性供货以来，产能持续提升；中大挖泵阀2019年经过客户验证期后，陆续实现在下游主机厂主力机型中配套，进入产销量同步提升阶段，公司泵阀产线一直处于满负荷运转状态。

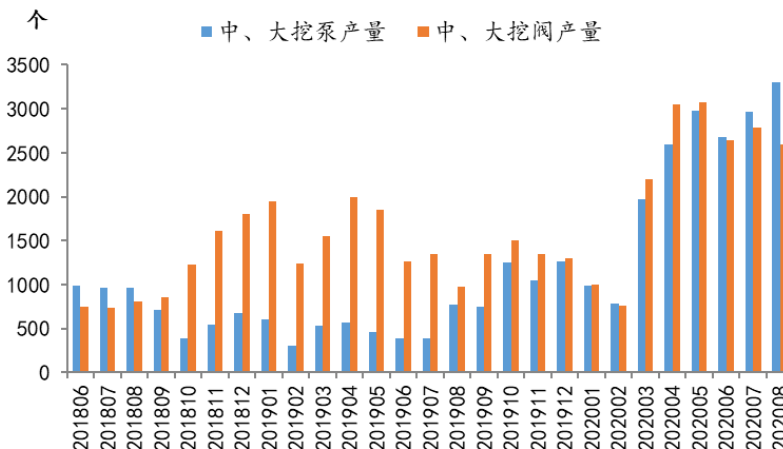
表：2016年以来泵阀业务维持高增速



表：2018年6月以来小挖泵阀产量逐步提升



表：2020年中大挖泵阀产品进入放量期

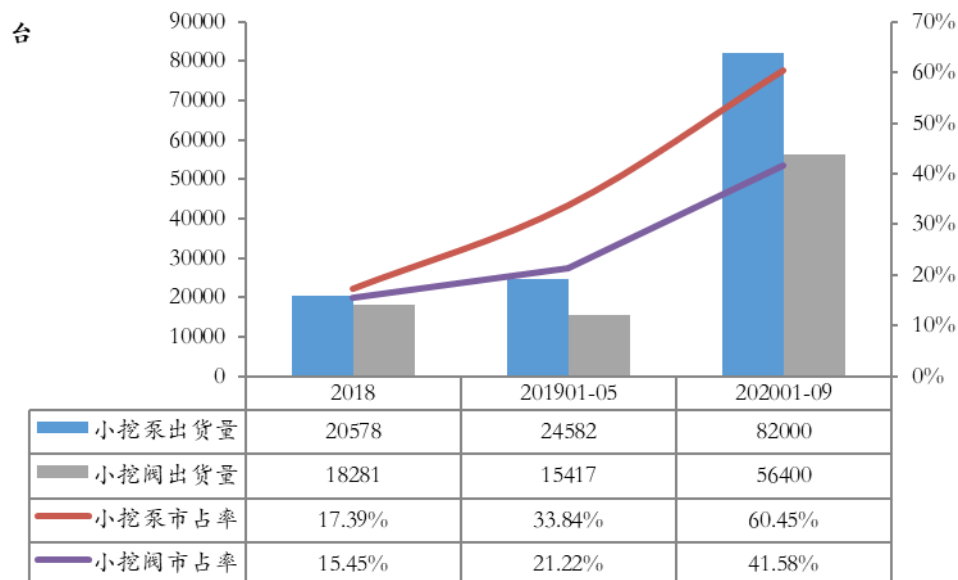




■ 1.4.2 泵阀业务快速成长，中大挖继小挖后开始放量

- 中小挖泵阀市占率持续提升，大挖泵阀提升空间大，我们通过1-6月份泵、阀累计产量粗略计算市占率：目前小挖泵阀市占率平均约40%、中挖平均25%左右、大挖平均仅6%左右，未来中、大挖泵阀还有很大提升空间。

表：小挖泵阀市占率持续提升



表：2018-2020年9月，小、中、大挖泵阀市占率

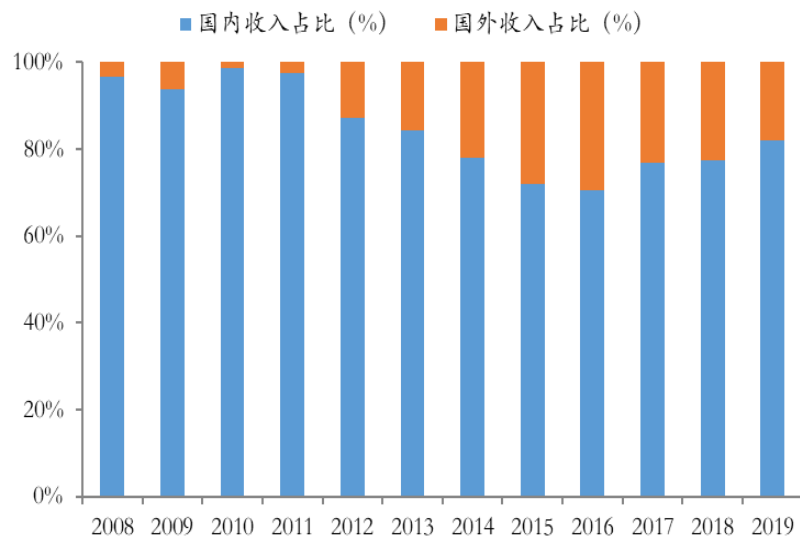
	小挖泵	中挖泵	大挖泵	小挖阀	中挖阀	大挖阀
2018	17.39%	9.52%	0.05%	15.45%	11.03%	5.74%
201901-05	83.03%	23.15%	4.23%	52.99%	44.16%	18.85%
202001-09	60.45%	31.44%	5.09%	41.58%	30.93%	9.46%



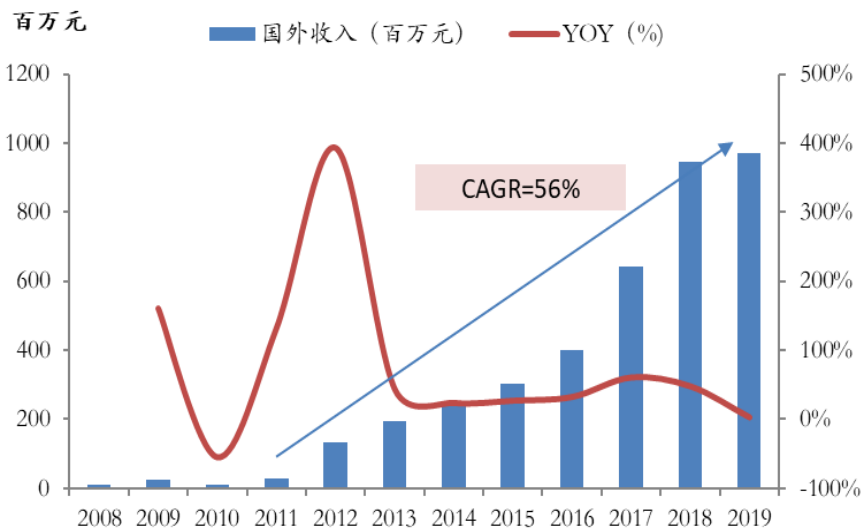
■ 1.5 海外收入规模扩大，对冲单一市场风险

国外收入规模由2011年0.27亿元增长至2019年9.72亿元，CAGR达56%。这期间国外收入逐步成为公司业绩重要组成部分，占总营收比重由2.41%提升至17.96%。2011-2016年国内行业下行期间，公司国外收入维持较高增速，对总营收贡献比例持续增长，2016年最高达到29.17%，对冲国内收入增速下滑阶段；2016年以后，国内下游需求复苏，收入增速反超国外市场，国外收入占比有所下降。2020年海外疫情爆发成为影响公司出口的不利因素，预计2020年国外收入仍将维持低增速，但公司出于长期经营角度进行的海外布局在战略仍将发挥扩大收入规模、对冲单一市场风险的作用，短期不利因素影响较小。

表：2011年以来国外收入占比显著提升



表：2011-2019年国外收入CAGR达56%





1.5 恒立液压的全球化布局

公司不断推进全球市场的开拓，先后收购哈威InLine液压、日本服部精工等全球知名品牌，成立美国、日本销售子公司，目前拥有常州、上海、芝加哥和柏林4个研发中心，包括北美芝加哥在内的8个制造基地，业务涵盖全球20多个国家和地区。公司国外市场营业收入处于持续增长状态，在国内挖机行业下行阶段，有力支撑公司整体业绩。

表：恒立液压的全球布局





二、液压件市场广阔，国产龙头崛起

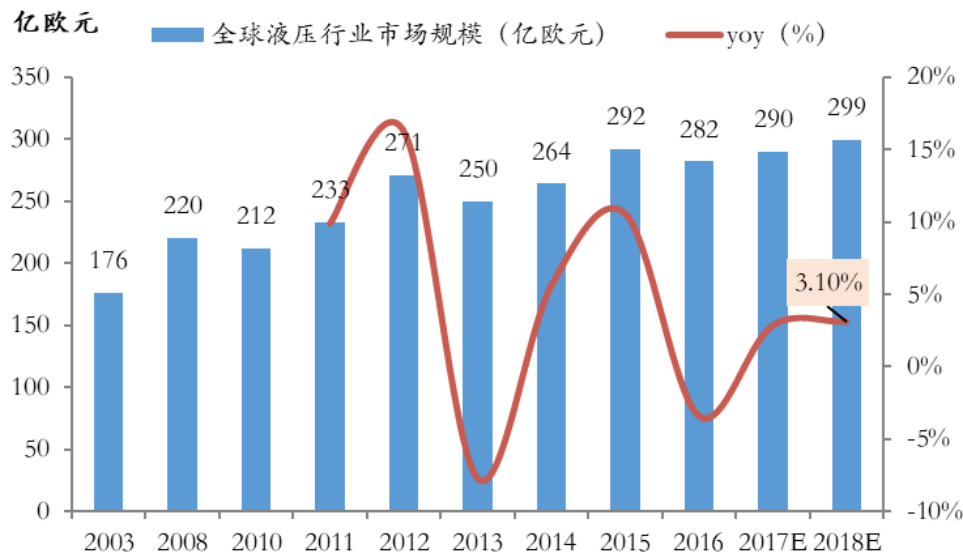
赛道 分析

■ 2.1 千亿级液压件市场稳定扩容，我国是第二大市场

全球液压件市场规模总体呈缓慢增长趋势。2018年全球液压件市场规模估计超过**2000亿人民币（300亿欧元）**，**2008-2018年CAGR为3.12%**。液压传动装置作为全球制造业的核心部件，在高端制造业中居于关键地位，对材料、加工工艺和精度等均有极高要求，具有投资规模大、研发周期长等特点，因此该行业具有较高进入门槛。

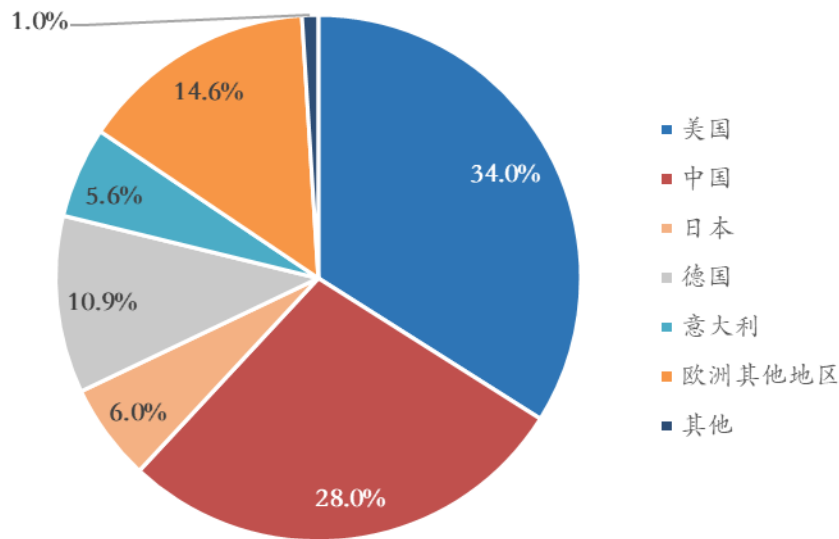
从2017年分地区销售收入占比看，全球前四大市场分别为**美 中 德 日**，本土销售规模占比分别为34.0%、28.0%、10.9%、6.0%，我国已成为全球第二大市场。

图：全球液压件市场规模近300亿欧元



资料来源：《世界流体动力工业现状及发展动向》，华安证券研究所

图：海外液压件市场空间约为国内 2.5 倍



资料来源：《从 IFPE2017 国际液压展看我国液压工业》，华安证券研究所

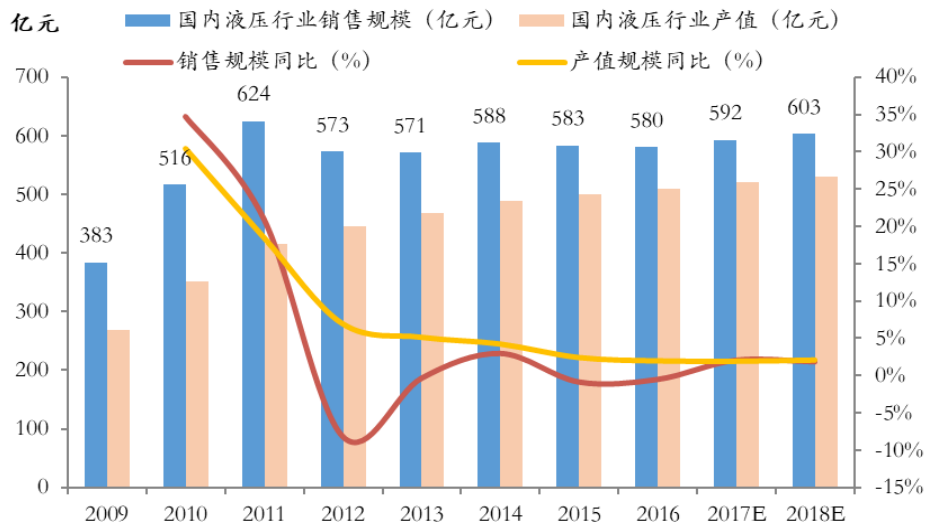


■ 2.1 千亿级液压件市场稳定扩容，我国是第二大市场

中国液压件市场销售规模估计超过600亿元。根据中国液压气动密封件工业协会统计，包括后装市场在内的液压系统及其相关配件**2018年国内销售总规模估计达603亿元**。虽然我国液压行业起步较晚，但得益于中国改革开放以来的高速发展建设期，特别是2008年4万亿经济刺激计划，下游需求高涨拉动行业规模快速扩大。**从行业产值角度看，2009-2011年我国液压件产值由269亿元增长至416亿元，CAGR达24.36%，至2018年我国液压件产值规模估计达531亿元。**

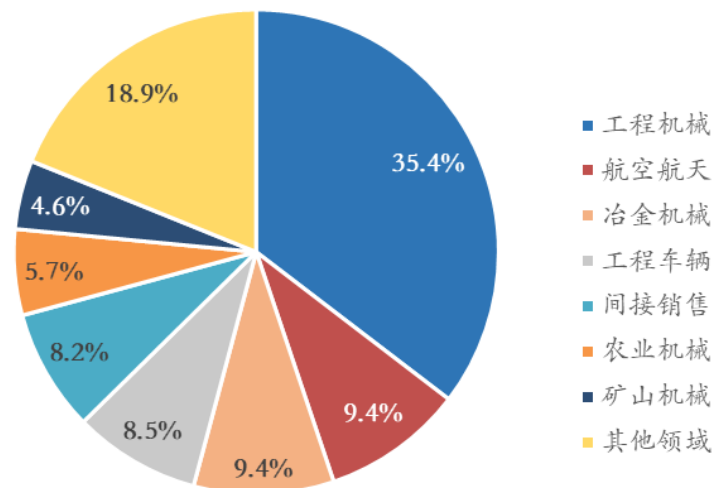
液压件下游应用广泛，工程机械是核心需求领域。液压件产品广泛应用于国民经济的各个领域，包括工程机械、航空航天、冶金机械等，其中**第一大应用领域工程机械占比35.39%，规模约213亿元。**

图：国内液压件市场规模和行业产值



资料来源：中国液压气动密封件工业协会，华安证券研究所

图：液压件下游应用广泛，工程机械是最大需求领域



资料来源：中国液压液力气动密封年鉴（2015），华安证券研究所



■ 2.2 格局：由于高壁垒，基本上处于头部企业垄断的格局



设计技术难点

- 压损控制技术
- 电比例控制技术
- 多协议通讯技术
- 阀芯闭环控制技术
- 高精度滑靴收口技术
- 双防尘唇口轴封技术
- 整机的动态仿真模拟技术
- 螺栓避开轴心安装技术
- 高精度油压平衡技术

.....



材料技术难点

- 精密铸造工艺
- 特殊的铜合金浇注技术
- 精密砂芯制备技术
- 高效铸件清理技术

.....



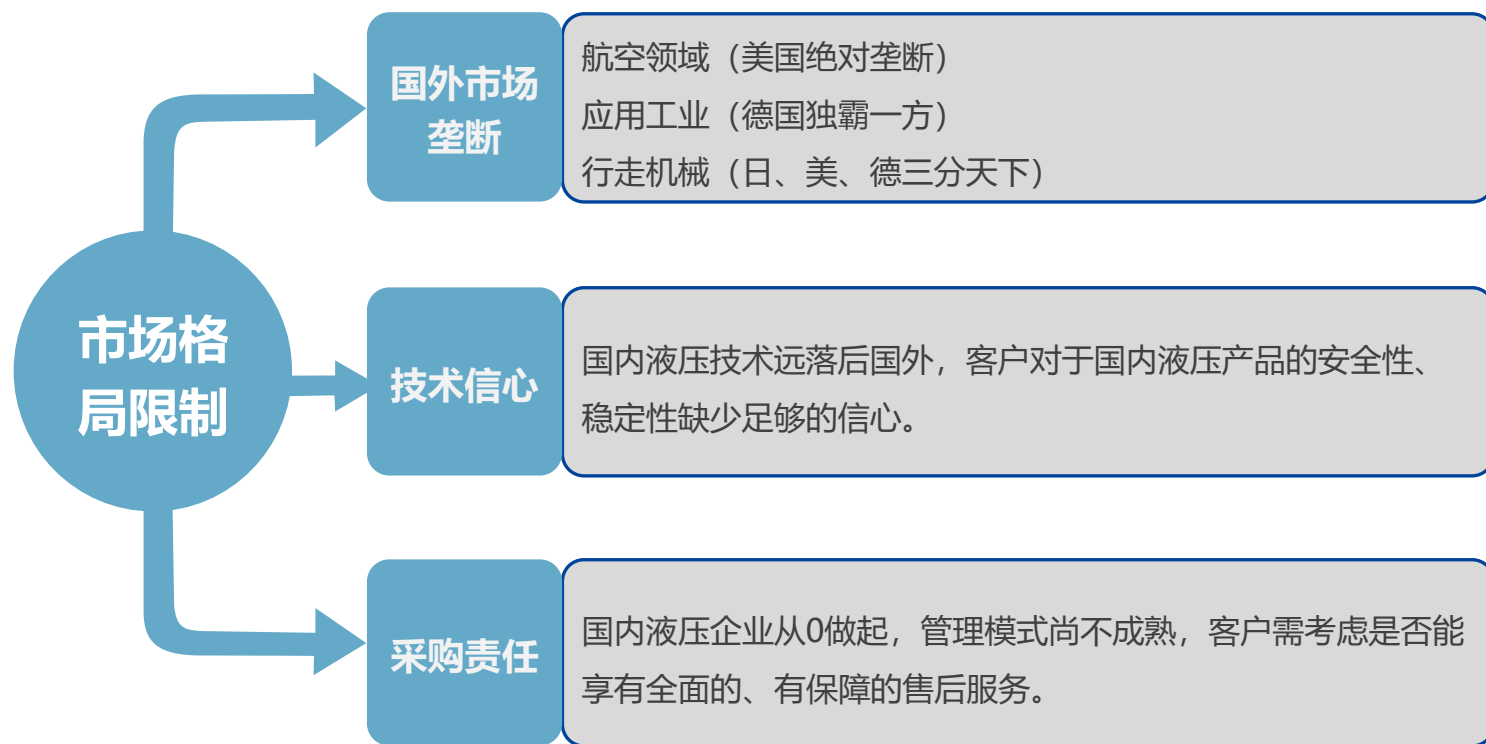
工艺技术难点

- 高超球面加工技术
- 柱塞热处理工艺
- 特殊磨削工艺
- 摩擦副工艺技术

.....



■ 2.2 格局：由于高壁垒，基本上处于头部企业垄断的格局





2.2 国产液压龙头崛起

美日德是液压领域传统强国，发展早起步，孕育的行业龙头企业多，在油缸领域有KYB（日本），在高端泵阀领域有川崎（日本）、力士乐（德国）、派克汉尼汾（美国）和伊顿（美国），这些龙头企业历史悠久，业务多元，全球布局，收入规模大，在高端产品领域占据较大市场份额，市场集中度高。

图：主要海外竞争对手对比(数据截至20201224)

公司	国家	成立时间	整体营收（亿人民币，2019FY）	液压件相关部门收入	优势领域	员工数	市值（亿人民币）	净利率	毛利率
博世力士乐	德国	1795	6010.79	汽车技术60.2%，消费产品和建筑技术22.9%，工业技术9.6%，能源7.3%（专攻液压领域的博士力士乐为其全资子公司）	全面领先	398150	1571.8 (2019年，非上市)	2.40%	31.50%
伊顿	美国	1911	1477.99	精密机械部门收入152.29亿元，占比10.3%	农机领域 (转向系统绝对领先)	101000	3046.9	11.30%	32.97%
派克	美国	1918	977.52	工业领域806.13亿，占比86.5%；航空航天171.39亿，占比17.5%	航空、注塑机等领域 (管接头领域优势明显)	50520	2266.6	11.00%	25.48%
川崎	日本	1878	1051.94	精密机械与机器人139.32亿元，占比13.2%	20-40吨级挖掘机泵阀领域	36332	225.2	1.20%	16.48%
KYB	日本	1919	244.86	液压产品80.32亿元，占比32.8%	液压元件	15427	37.8	-12.90%	18.67%
恒立液压	中国	2005	54.14	油缸65.4%，液压泵阀21.5%	挖掘机油缸、特种油缸 (海工海事、轨交、高空作业车等)	4557	1341	23.98%	37.77%

资料来源：wind，彭博，华安证券研究所

2.2 国产液压龙头崛起

液压件行业进入壁垒高，短期很难有进入者。国内玩家很少，目前上市企业仅恒立，艾迪能做，公司抓住国内液压行业发展机遇，从油缸到泵阀，产品一一攻克，液压件行业本身属于技术密集型、资金壁垒、规模壁垒等都决定了此行业短期很难有进入者。公司绑定优质客户，产业链地位高。公司客户质量优质，包括卡特彼勒、三一、小松、中铁等，品牌效应明显，对公司产品具有依赖性。多年合作与积累为公司建立了明显的先发优势，对后来潜在竞争者构成较强进入壁垒，充分的保障了公司未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

图：国内挖机液压件供给格局

主机厂不同液压件供应商整理												
	三一				徐工				柳工			
	油缸	泵	阀	马达	油缸	泵	阀	马达	油缸	泵	阀	马达
小挖（20吨以下）	50%恒立液压，50%自制（中川液压，三一全资子公司）	恒立、力士乐	恒立、husco（美国赫斯科）	回转马达：川崎、博世力士乐、恒立 行走马达：纳博特斯克、艾迪	50%恒立液压，50%自制（徐工液压事业部）	恒立、川崎	恒立、husco（美国赫斯科）	回转马达：川崎、motrrol（斗山子公司）、恒立。 行走马达：纳博特斯克	100%恒立	恒立、KYB	恒立、KYB	回转马达：川崎、恒立。 行走马达：纳博特斯克
中挖（20-30吨）		恒立、川崎、艾迪	恒立、川崎、艾迪（少量）			恒立、川崎	恒立、川崎			恒立、川崎		
大挖（30吨以上）		恒立、川崎、艾迪	恒立、川崎、艾迪			川崎	川崎			川崎		
备注：回转马达难度高于行走马达，但是是液压件里面难度最低的，恒立主要做回转马达，艾迪主要做行走马达，差异化竞争												

备注：回转马达难度高于行走马达，但是液压件里面难度最低的，恒立主要做回转马达，艾迪主要做行走马达，差异化竞争



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

三、股价优秀的背后，底层逻辑

股价复盘
底层逻辑



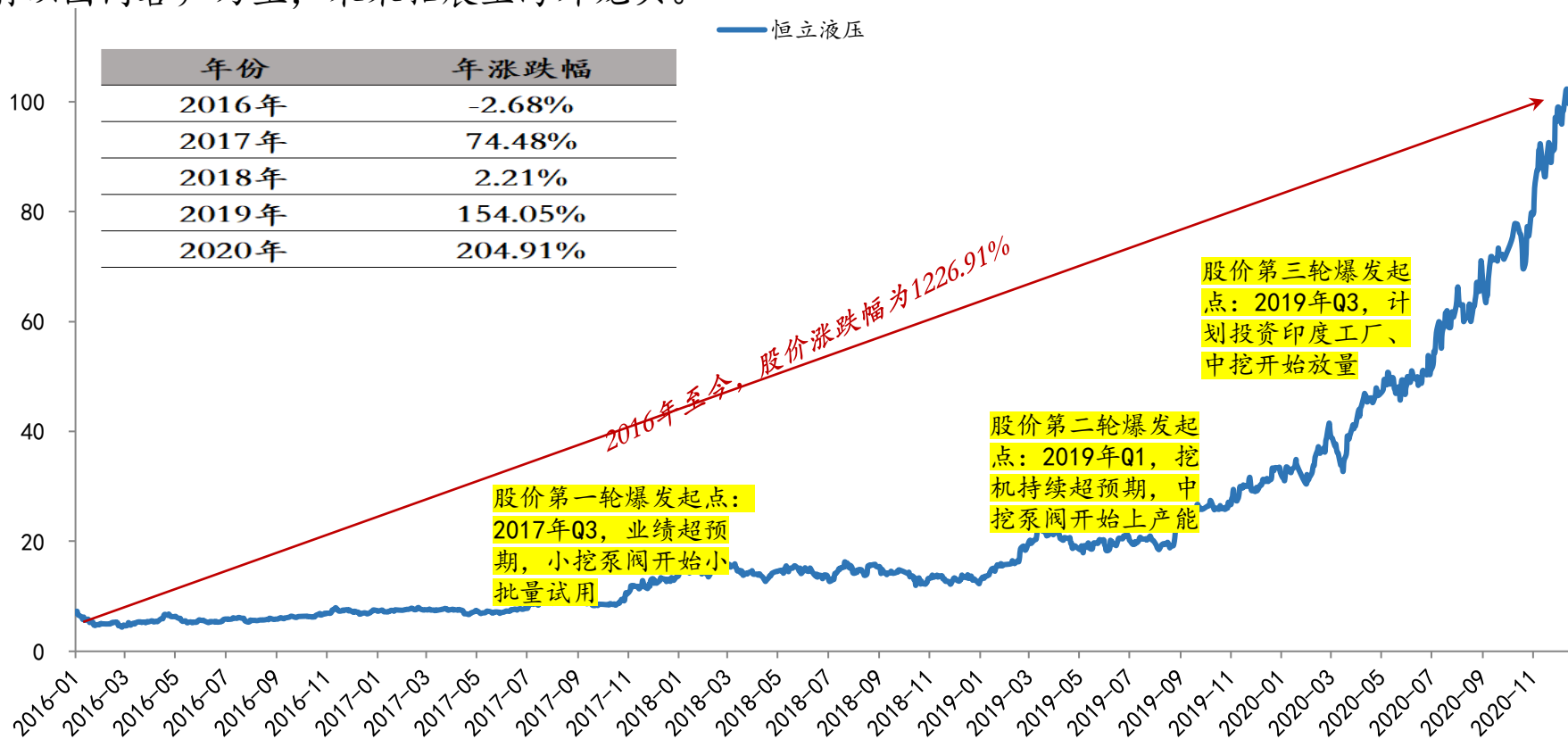
华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

■ 优秀的股价表现——五年十倍牛股

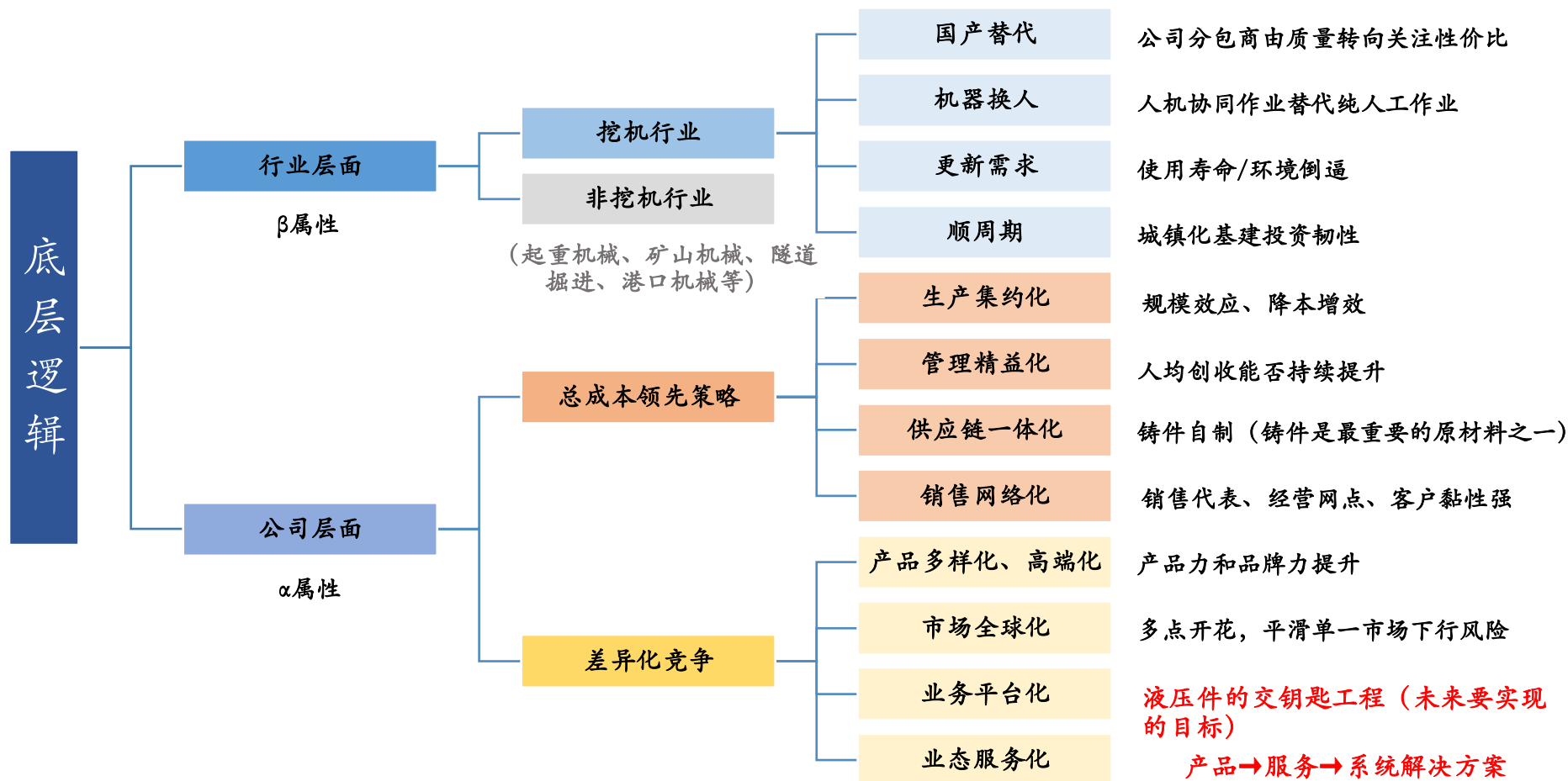
股价的上涨是由业绩和估值双重驱动，未来的催化剂：1) **市场**：跟随国内主机厂，布局海外（从销售全球化到生产全球化，印度工厂等）；2) **产品**：从挖机系列到非挖系列拓展，多样化；3) **客户**：挖机泵阀产品目前以国内客户为主，未来拓展至海外龙头。





■ 优秀背后的底层逻辑

图表：恒立液压底层逻辑（寻找优秀制造业企业的框架）





■ 未来的成长之路（高估值原因之业绩增长确定性）



图表：恒立液压泵阀业务拓展-三步走战略

挖机-行走
机械领域

挖机泵阀拓展顺利，小、中、大挖用产品相继进入放量阶段

非挖机-行
走机械领域

主要包括四部分：旋挖钻、汽车吊、水泥泵车、高空作业车。2020年针对以上四个部分，对泵阀、马达做了系列化策划。

工业领域

工业领域由于采购量小，细分领域多，个性化特点明显，计划先将行走机械用泵阀做通用化应用，在针对不同的工业领域去做全系列化拓展



四、稀缺性+成长性——熨平周期能力强

投资
建议

■ 投资建议及风险提示

- **投资建议：** 预计公司2020-2022年归母净利润分别为20.59、28.00、34.76亿元，同比增速分别为30.72%、24.89%、18.07%。对应 PE分别为65、48、39倍，维持买入评级。
- **风险提示：** 工程机械行业景气度下行、基建补短板不及预期、房地产开发投资额加速下滑、新产品开拓进度不及预期、下游价格竞争加剧，成本端压力传导至上游

图：恒立液压盈利预测及估值

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5414.02	7077.10	8838.29	10435.10
(+/-)(%)	28.57	30.72	24.89	18.07
净利润	1296.20	2059.05	2800.55	3475.62
(+/-)(%)	54.93	58.85	36.01	24.10
EPS(元)	0.99	1.58	2.15	2.66
P/E	31.15	65.06	47.84	38.55



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！