

## 扛进口替代大旗，展百年基业宏图

### ——恒立液压(601100)跟踪报告

买入|维持

● **栉风沐雨三十载，已形成产品系列化、下游多元化、视野全球化等多维优势。**

恒立故事源于1990年，公司一直以来以液压为核心、致力于成为百年企业；栉风沐雨三十载，一路创领国内高端液压件进口替代进程，并开启国际化、赋能未来。**(1) 产品系列化：**公司先后攻克了高压油缸、液压泵阀等核心部件的技术难关，技术水平比肩国际水准、引领国产替代，目前公司已形成全部液压元件、高精度铸件、液压系统一体化的完整产品线。**(2) 下游多元化：**公司下游应用行业从挖掘机拓展至起重机械、盾构机、高空作业平台、船舶港口机械等十多种行业领域，熨平行业周期波动的同时也打开了公司成长性。**(3) 视野全球化：**公司上市后便开始全球拓展，2012年成立美国子公司拓展北美市场，2015年收购哈威 InLine 对接德国资源，2017年收购日本服部精工提升研发能力，2020年公司大力拓展印度市场，加快公司在当地市场的响应速度、提升恒立液压品牌的国际竞争力。伴随着三一、徐工等主机厂海外建厂布局全球，公司产品也将同步出海，加速全球化进程。

● **工程机械格局重塑，高端液压件进口替代趋势加深**

中国为全球液压行业第二大市场、全球占比约30.2%，2019年中国液压件市场规模约736亿元，其中进口占比约22.8%，高端液压件进口缺口较大。国内液压产品应用中，工程机械几乎占据半壁江山。工程机械领域，国产品牌经过行业几轮周期的积累与沉淀，竞争实力逐渐赶超海外巨头，2020年挖掘机国产化率达70.4%，同比提升7.4pct。截至2020年10月，小/中/大挖平均售价较2018年分别下降37.1%/26.6%/27.1%，主机厂降本压力较大。叠加全球疫情诱发供应链安全因素，主机厂更加迫切寻求国产配套，主动推进上游液压零部件国产化进程。恒立液压作为规模最大的内资品牌，综合实力领先，正从收入增速、盈利质量等多方面反超国际企业，有望凭借此次历史机遇实现国内高端液压件市场的深度进口替代。

● **油缸为基、泵阀马达崛起，恒立百年基业可期**

公司油缸业务已经成熟，在内外资主机厂中持续稳健渗透。泵阀业务方面，公司以挖机泵阀为突破口，并逐步实现起重机、高空作业平台、混凝土泵车等非挖泵阀的进口替代。根据我们估计，2020公司前三季度小挖泵阀市占率达50%，中挖泵阀市占率超20%，大挖泵阀虽尚处起步阶段，较2019年均均有显著提升；2021年，预计公司非标泵阀也将配套起重机、高空作业平台等主机客户，放量可期。远期看，公司也将凭借精密的制造优势以及产品创新能力逐步深入市场更广阔的工业泵阀市场。同时，公司未来将加大对机电液三维一体的集成应用能力建设，并通过外延式并购，全面实施“走出去”战略，整合国际优质液压资源，努力成为具备国际影响力的高端液压设备百年老店。

● **投资建议与盈利预测**

我们上调公司盈利预测，预计为2020~2022年营业收入分别为74.41亿、99.5亿、119.4亿元，归母净利润分别为21.87/31.13/39.81亿元，对应PE为50/35/27X。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，维持“买入”评级。

当前价 86.04元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 132.43 / 50.43

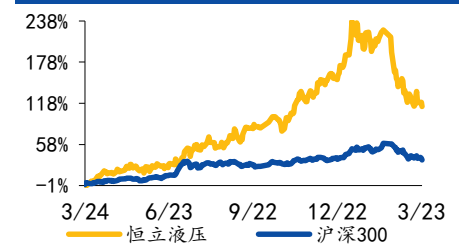
A股流通股(百万股): 1305.36

A股总股本(百万股): 1305.36

流通市值(百万元): 109232.52

总市值(百万元): 109232.52

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司点评-恒立液压(601100)2020年业绩预告点评:业绩略超预期,全球视野打开成长空间》  
2021.01.23

《国元证券公司点评-恒立液压(601100)2020年三季度报点评:三季度业绩亮眼,竞争力凸显规模加速扩张》  
2020.10.27

#### 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

联系人 秦亚男

电话 021-51097188-1956

邮箱 qinyanan@gyzq.com.cn

## ● 风险提示

下游行业景气度不及预期；海外市场风险，市场竞争加剧。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4211	5414	7441	9952	11939
收入同比 (%)	51	29	37	34	20
归母净利润(百万元)	837	1296	2187	3113	3981
归母净利润同比(%)	119	55	69	42	28
ROE (%)	18.4	23.2	30.2	32.6	32.2
每股收益 (元)	0.64	0.99	1.68	2.39	3.05
市盈率(P/E)	183.72	118.58	70.30	49.37	38.61

资料来源：Wind，国元证券研究所

## 目录

1. 领创中国液压发展，多维度、深度赋能未来	5
1.1 产品系列化：液压核心元件、高精密铸件、液压系统一体化发展	5
1.2 下游多元化：多领域开拓、公司长期成长潜力十足	7
1.3 视野全球化：研发、服务、生产全球化同步进行	8
2. 工程机械格局重塑，液压件进口替代趋势加深	10
2.1 我国为全球第二大液压市场，高端液压件进口缺口仍在	10
2.2 下游工程机械格局重塑，加速液压件国产化进程	11
2.2.1 工程机械景气度延续，需求韧性强	11
2.2.2 工程机械格局重塑，成本压力+供应链安全因素加速零部件国产化	13
2.3 国内液压件企业竞争优势显著，已扛起进口替代大旗	14
2.3.1 外资份额逐渐分散，国内企业规模迅速扩张	14
2.3.2 国内液压件龙头竞争优势显著，利润已反超日企	16
3. 油缸为基、泵阀马达崛起，公司百年基业可期	17
3.1 挖机油缸和非标油缸相辅相成，护城河显著	17
3.2 泵、阀、马达机遇已至，市占率全面提升	19
3.2.1 外资产能供应紧张	19
3.2.2 挖机泵阀市占率全面提升、非挖泵阀快速放量	20
3.3 液压行业易守难攻，公司百年宏图可期	22
4. 盈利预测与投资建议	23
5. 风险提示	23

## 图表目录

图 1：公司已形成全部核心液压元件、高精密铸件、液压系统一体化发展模式	5
图 2：公司液压核心元件产品的发展历程	6
图 3：2020 前三季度公司收入结构	6
图 4：各项主营业务均保持较高的收入增速	6
图 5：规模效应下，公司挖机油缸毛利率渐稳，非标油缸和泵阀毛利率不断提升	6
图 6：挖掘机油缸、非标油缸收入增速此消彼长	7
图 7：2020Q1-3 起重/盾构/海工位列特种油缸收入前三	7
图 8：2020 年前三季度海外收入同比下降 7%	9
图 9：2020 年前三季度海外收入占比下降至 14.1%	9
图 10：2020 年挖掘机出口同比增长 30.5%	9
图 11：三一和卡特为主要出口品牌，合计市场份额达 70%	9
图 12：恒立液压全球化进程	10
图 13：恒立液压全球分布	10
图 14：2019 年液压行业全球规模达 316 亿欧元	11
图 15：2019 年全球主要国家液压产品销售额分布	11

图 16: 国内液压行业销售规模趋于稳定.....	11
图 17: 高端液压件进口缺口较大.....	11
图 18: 2019 年工程机械在液压系统应用中占据重要位置.....	12
图 19: 2021 年 2 月挖掘机销量创历史 2 月新高.....	12
图 20: 2021 年 1-2 月基建和房地产投资高速增长.....	12
图 21: 国内挖掘机保有量保持稳定增长.....	13
图 22: 2021 年国内挖掘机更新需求量达 10.2 万台.....	13
图 23: 2020 年挖掘机国产化率持续提升.....	13
图 24: 2020 年小挖、大挖国产化率提升显著.....	13
图 25: 2020 年挖掘机出口同比增长 30.5%.....	14
图 26: 挖掘机价格自 2018 年开始持续下降.....	14
图 27: 2012、2019 年主要液压企业全球市占率变化.....	15
图 28: 近 3 年国内重点企业营收增速领先于国际巨头企业.....	16
图 29: 恒立液压营业利润超越日系企业 (单位: 亿元).....	16
图 30: 2019 年恒立液压、艾迪精密 ROE 水平领先.....	16
图 31: 国内重点企业毛利率显著高于国际巨头企业.....	17
图 32: 恒立液压 ROE 追平 PH、艾迪精密紧跟其后.....	17
图 33: 恒立 HP5V 系列泵与市场主流同类行走机械用柱塞泵性能对比.....	17
图 34: 2020Q1-3 液压油缸总收入同比增长 22.8%.....	18
图 35: 2019 年恒立油缸在国内液压油缸中份额达 16%.....	18
图 36: 公司油缸收入以挖机油缸为主, 非标油缸为辅.....	18
图 37: 公司挖机油缸市占率持续提升.....	19
图 38: 历年川崎生产并交付的液压机械数量.....	20
图 39: 2020 前三季度小挖泵阀市占率提升至 50%.....	20
图 40: 2020 前三季度中大挖泵阀市占率实现突破.....	20
图 41: 公司铸件产能、销量及收入同步提升.....	21
图 42: 铸件良品率持续突破, 整体达到 98%左右.....	21
图 43: 液压系统电控途径.....	22
图 44: 恒立工业液压阀.....	22
表 1: 公司产品覆盖以工程机械为主的众多下游行业.....	7
表 2: 挖掘机、高空作业平台、起重机领域液压件市场空间.....	8
表 3: 挖掘机品牌液压泵阀配套使用情况.....	14
表 4: 液压行业主要企业销售情况.....	15
表 5: 挖掘机泵阀主要供应格局.....	19
表 6: 2018 年底恒立、川崎、力士乐泵阀产品供需情况.....	20
表 7: 2020 年我国非标领域高空作业平台和起重机液压泵阀市场空间.....	21
表 8: 高端液压领域面临五大壁垒.....	22

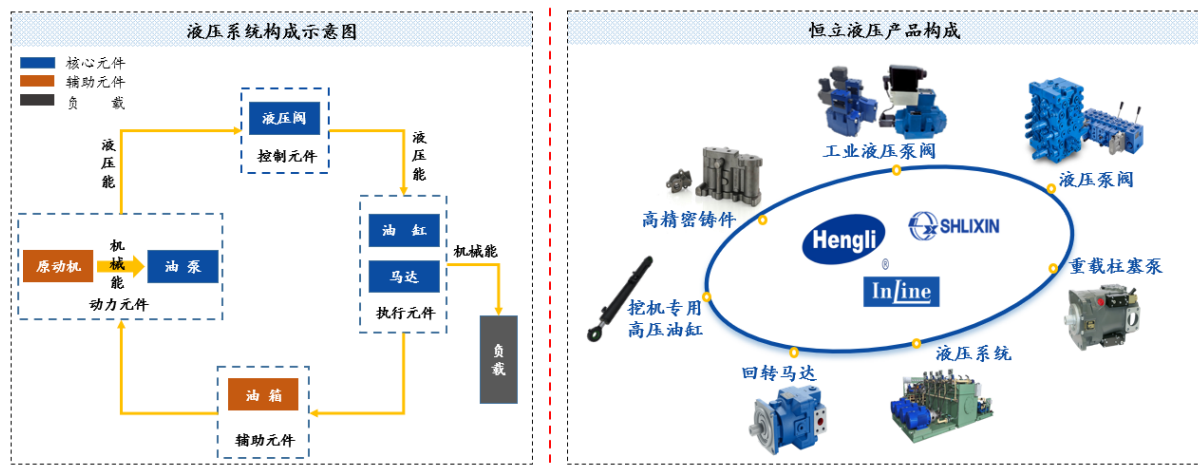
## 1. 领创中国液压发展，多维度、深度赋能未来

恒立品牌起源于1990年，以液压为核心，由跟跑到领跑，已经成为中国液压行业标杆企业。公司从单一的液压油缸制造快速发展成为集液压元件、精密铸件、气动元件、液压系统等产业于一体的大型综合性企业。栉风沐雨三十载，恒立着眼国内国际两个大局，积极融入全球创新体系，引领中国液压行业发展，立志建设百年企业。

### 1.1 产品系列化：液压核心元件、高精密铸件、液压系统一体化发展

**产品为王、创新不止。**恒立深耕液压行业，持续进行产品研发投入，丰富产品线。核心液压元件指液压泵（动力元件）、阀（控制元件）、马达（执行元件）、油缸（执行元件）。目前，公司已形成全部液压核心元件、高精密铸件、液压系统一体化的完整产品线，并不断提升核心竞争优势，积极响应工业强基战略，致力于为客户提供高效的液压技术解决方案和产品。

图 1：公司已形成全部核心液压元件、高精密铸件、液压系统一体化发展模式



资料来源：公司官网，国元证券研究所

从油缸到泵阀，再到马达，一步一脚印实现国产替代。公司从油缸起步，2009年以来，公司挖机油缸市占率持续提升（从10%左右提升至50%以上），配套主流挖机企业如三一、卡特、徐工、柳工等。公司在油缸领域实现大步跨越后，泵阀新产品于2017年开始批量配套国内龙头主机厂，市占率提升迅速（后文将重点分析），目前已实现外资品牌的批量供应。2019年，公司6-50T级回转马达以其优异的性能成功在主机厂陆续开始批量配套。



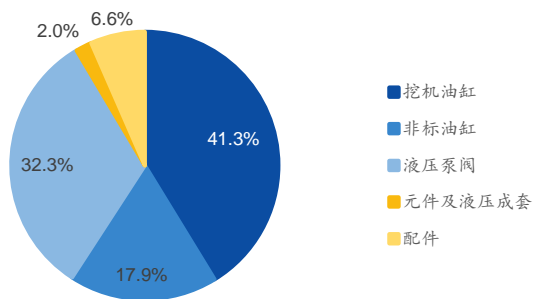
图 2：公司液压核心元件产品的发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

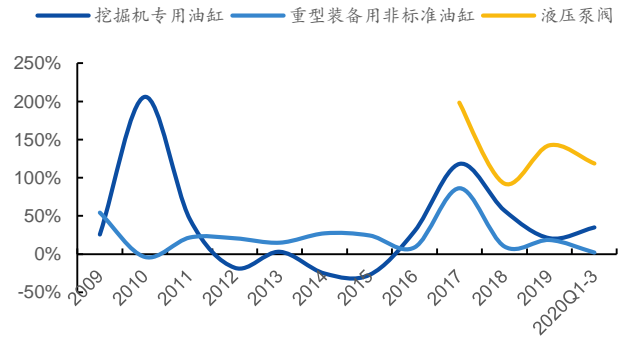
挖机油缸、非标油缸和液压泵阀已成为公司的三大支柱业务。2020年前三季度，公司挖机油缸收入达 21.9 亿元，同比增长 34.9%，占比达 41.3%；非标油缸收入达 9.51 亿元，同比增长 1.8%，占比达 17.6%；液压泵阀收入达 17.1 亿元，同比增长 118.8%，占比达 32.3%。

图 3：2020 前三季度公司收入结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

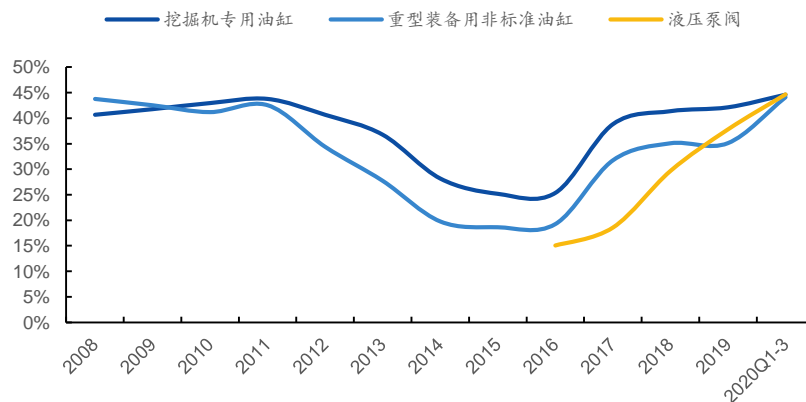
图 4：各项主营业务均保持较高的收入增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

规模优势显著，带动公司盈利能力持续提升。挖机油缸毛利率渐稳，维持在 45%左右水平，非标油缸受产品结构的影响，在 2020 年前三季度有较大提升，达 44.1%，与挖机油缸处同一水平。规模效应凸显以及原材料铸件良品率提升，使液压泵阀的毛利率提升至 44.7%，2020 年前三季度公司整体毛利率达 42.25%，同比提升 5.7pcts。

图 5：规模效应下，公司挖机油缸毛利率渐稳，非标油缸和泵阀毛利率不断提升



资料来源：Wind，国元证券研究所估计

## 1.2 下游多元化：多领域开拓、公司长期成长潜力十足

公司液压产品下游应用机械包括：以挖掘机为代表的行走机械，以盾构机为代表的地下掘进设备，以船舶、港口机械为代表的海工海事机械，以高空作业平台为代表的特种车辆，以及风电太阳能等行业与领域。公司下游客户包括：美国卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田建机、三一、徐工、柳工、中铁工程、铁建重工等世界 500 强和全球知名主机客户。

表 1：公司产品覆盖以工程机械为主的众多下游行业

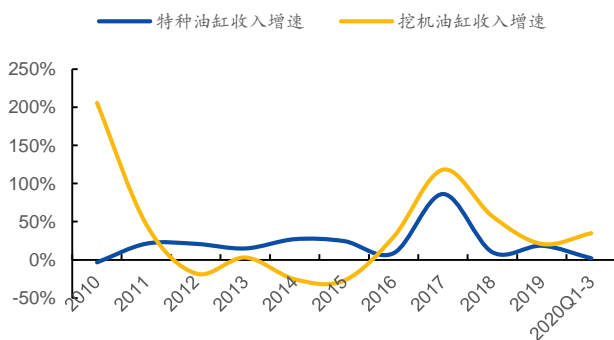
产品 \ 下游	挖掘机	起重机	混凝土机械	高空作业平台	盾构机	海工海事	新能源风电 工业领域
油缸	三一、卡特、徐工、柳工、临工	马尼托瓦克、三一	-	Manitowoc、Snorkel、JLG、特雷克斯、鼎力、临工	中国中铁、铁建重工、中交天和	麦基嘉、TTS	维塔斯、歌伊之密、美飒 安德里茨
液压泵	三一、徐工、柳工、临工	三一	三一、中联	鼎力、星邦、特雷克斯、JLG、Snorkel、徐工、临工	-	-	-
液压阀	三一、徐工、柳工	三一	三一	-	-	-	-
液压马达	三一	三一	-	鼎力、特雷克斯、JLG、Snorkel、星邦、徐工、临工	-	-	-

资料来源：公司年报，国元证券研究所（备注：客户不完全统计）

液压油缸下游应用行业最为广泛，除挖机专用油缸外，起重系列类油缸、盾构机油缸、高端海工海事油缸等非标油缸成为公司油缸业务的重要组成部分。其中，盾构油缸国内市占率达 80%，全球市占率达 60%，并从供应小型盾构机油缸逐渐过渡到大型硬岩掘进机油缸。公司起重油缸分为汽车起重机油缸和高空作业平台油缸、以高机油缸为主，主要出口供应欧美客户；汽车起重机油缸客户主要为 Maniowoc 和国内三一主机厂。

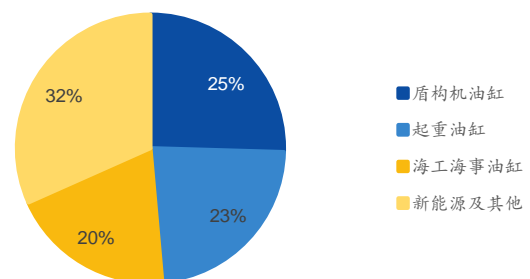
根据行业周期调整产能，保障油缸收入稳定增长。特种油缸客户经历了从海工到造船到盾构再到起重、从国内到国外的变迁，体量越来越大，在未来对抗周期下行时会更加从容。为了抵御海外业务带来的冲击，公司积极开拓海工海事和新能源领域的国内新客户，2020 前三季度特种油缸板块收入保持平稳。

图 6：挖掘机油缸、非标油缸收入增速此消彼长



资料来源：Wind，国元证券研究所估计

图 7：2020Q1-3 起重/盾构/海工位列特种油缸收入前三



资料来源：国元证券研究所估计

液压泵阀及马达产品主要应用于挖掘机以及除挖掘机以外的工程机械领域。目前，公司已成功自主研发并量产了多种系列挖掘机用主控泵阀及马达；除了在挖掘机行

业的渗透外，公司同时加大了非挖掘机领域的开发力度，如高空作业平台、起重机、泵车等领域；此外，公司也开始投入研发工业泵、比例电磁阀等工业领域的液压产品，各行业订单持续增长。

仅以工程机械为例，除挖掘机外的起重及高空作业平台领域液压产品需求同样可观。高空作业平台液压件包含泵阀各 1 个、4 个行走马达、2 个大油缸，整套价值量平均约为 4.5 万元/台。汽车起重机的液压件包括主泵、主阀、油缸、马达各 1 个，由于动作匀速、单一，油缸较简单，泵阀的研发制造难度则与挖机泵阀接近，价值量约为 4.1 万元。根据测算，我们估计 2020 年汽车起重机和高空作业平台的液压件规模约 22.1 亿元、10.5 亿元，合计市场规模 32.6 亿元，虽不及挖机液压市场规模，但是非挖领域是公司尚未大量开垦的领域，未来放量将为收入规模带来不小贡献。

**表 2：挖掘机、高空作业平台、起重机领域液压件市场空间**

应用领域		挖掘机	起重机	高空作业平台
2020 年销量 (万台)		32.8	5.4	1.5
单台液压件需求量 (件)	油缸	1	1	2 根大油缸
	泵	1	1	1
	阀	1	1	1
	马达	1	1	4
单台液压件价值量 (万元)	油缸	0.5	0.5	4
	泵	1.3	1.3	0.8
	阀	1.7	1.7	1
	马达	0.6	0.6	1.2
合计		4.1	4.1	7
市场空间 (亿元)	油缸	2.7	2.7	6
	泵	7	7	1.2
	阀	9.2	9.2	1.5
	马达	3.2	3.2	1.8
合计		267.0	22.1	10.5

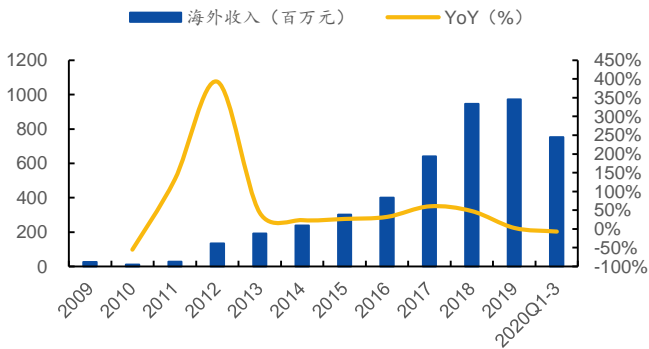
资料来源：国元证券研究所估计

### 1.3 视野全球化：研发、服务、生产全球化同步进行

**海外覆盖行业丰富，客户合作稳定。**公司的海外收入主要由出口油缸组成，其中挖机油缸的出口主要对应卡特和日系神钢、日立建机等主机厂，非标油缸的出口主要对应海工海事领域（欧洲客户居多）和高空作业平台领域（北美客户居多）。2016 年海外收入占比达 29.2%，是海外收入占比的高峰，2019 年海外收入增速逐渐放缓，2020 年前三季度海外收入达 7.54 亿元，同比下降 7%，占比进一步下降至 14.1%。

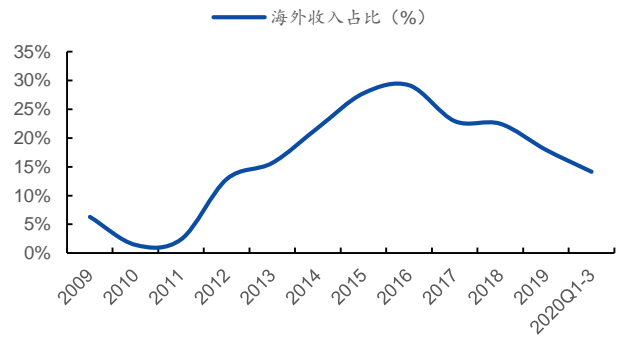


图 8：2020 年前三季度海外收入同比下降 7%



资料来源：Wind，国元证券研究所估计

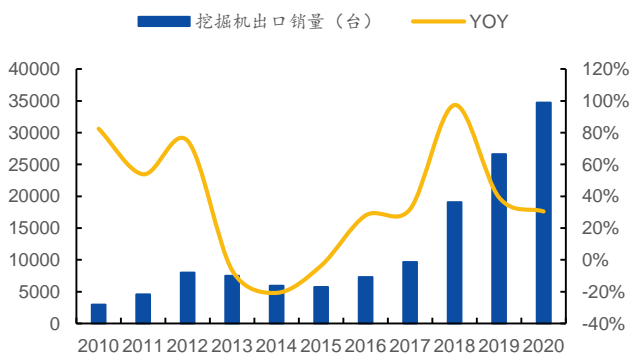
图 9：2020 年前三季度海外收入占比下降至 14.1%



资料来源：Wind，国元证券研究所估计

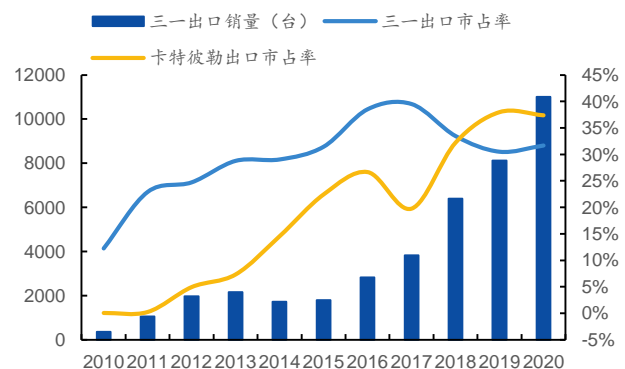
公司的油缸产品逐步全球化供货，出口客户有望持续拓展。2020 年挖掘机出口销量同比增长 30.5%，出口需求持续旺盛。其中三一重工和卡特彼勒为主要的出口品牌，合计市占率约 70%。其中卡特彼勒出口销量约 12993 台，出口市占率达 37.4%。公司是卡特彼勒的全球供应商，挖机油缸供应给卡特中国、日本、美国、印尼等工厂。2017 年公司也开始供应到神钢和日立在日本国内的工厂，外资出口合作逐渐加深。此外，随着三一、徐工等主机厂海外建厂布局全球，公司产品也将同步出海，逐步实现全球化。

图 10：2020 年挖掘机出口同比增长 30.5%



资料来源：中国工程机械协会，国元证券研究所

图 11：三一和卡特为主要出口品牌，合计市场份额达 70%



资料来源：中国工程机械协会，国元证券研究所

研发、生产双维度全球化，国际化进程加快。公司为满足全球市场的开拓，先后收购哈威 InLine 液压、日本服部精工株式会社等品牌企业，吸收各国液压产品的技术经验，逐步进行研发的全球化。2019 年印度政府计划未来 5 年内投资 100 万亿卢比 (1.4 万亿美元) 用于基础设施建设，印度工程机械需求有望在未来 5 年快速增长，2020 年公司大力拓展印度市场，投资 5.5 亿元建设占地 6 万平方米的印度工厂，提升国际化竞争力，拓展恒立在全球的生产能力。未来公司将加大外延式并购力度，全面实施“走出去”战略，增强公司技术实力的同时加快国际化进程。目前，公司在中国、德国、美国、日本、印度分别建有 4 个液压研发中心与 9 个生产制造基地。技术水平和生产规模已跻身世界液压领域前列，为全球 2000 多家顶级客户提供服务，主要市场涵盖 20 多个国家和地区。

图 12: 恒立液压全球化进程



资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

图 13: 恒立液压全球分布



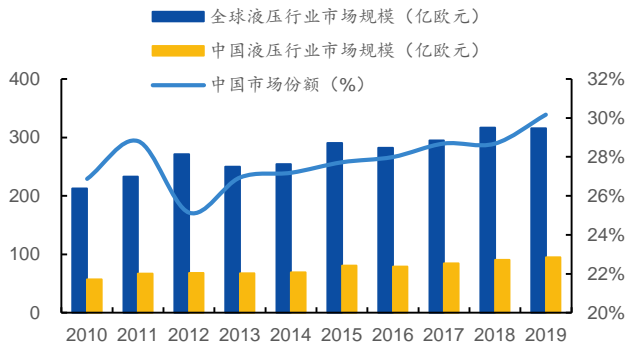
资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

## 2. 工程机械格局重塑, 液压件进口替代趋势加深

### 2.1 我国为全球第二大液压市场, 高端液压件进口缺口仍在

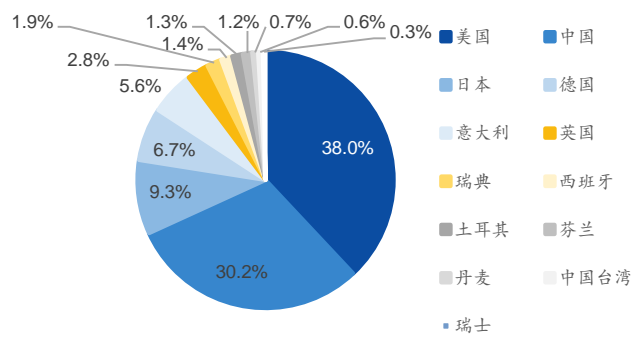
中国为全球液压行业第二大市场。根据国际流体动力统计委员会, 2019年液压件全球销售规模达316亿欧元, 与2018年持平, 全球液压工业已进入相对稳定、成熟阶段。近几年来看, 中国液压市场呈现稳步扩张趋势。2019年中国液压件市场规模达95.2亿欧元, 同比增长4.9%, 折合人民币约为736亿元, 全球占比从2015年的27.7%迅速提升至2019年的30.2%。

图 14：2019 年液压行业全球规模达 316 亿欧元



资料来源：国际流体动力统计委员会，国元证券研究所

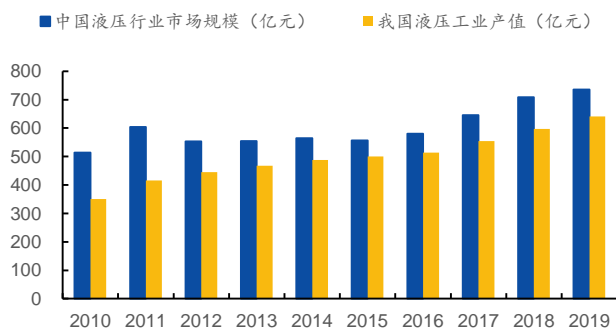
图 15：2019 年全球主要国家液压产品销售额分布



资料来源：国际流体动力统计委员会，国元证券研究所

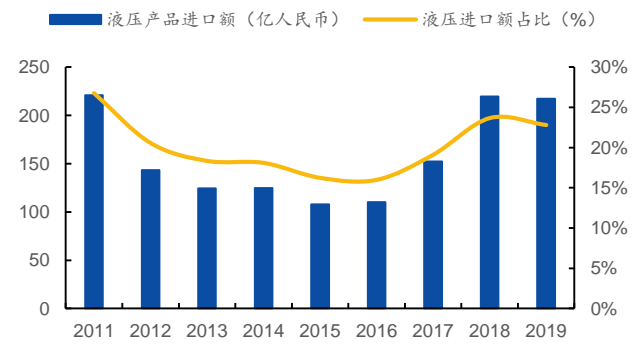
国内液压件进口缺口依然较大。2019 年我国液压工业产值 641 亿元，产值和市场规模同步稳步提升；其中，液压产品进口额约 217.3 亿元，占总规模的比例为 22.8%，高端液压件进口缺口仍然较大。

图 16：国内液压行业销售规模趋于稳定



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 17：高端液压件进口缺口较大



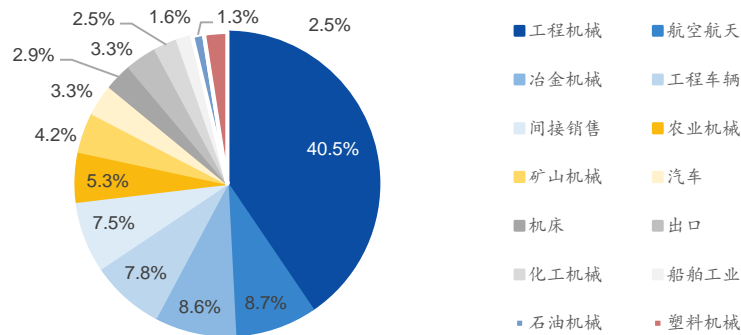
资料来源：Wind，国元证券研究所（进口额占比=进口额/液压行业市场规模）

## 2.2 下游工程机械格局重塑，加速液压件国产化进程

### 2.2.1 工程机械景气度延续，需求韧性强

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。

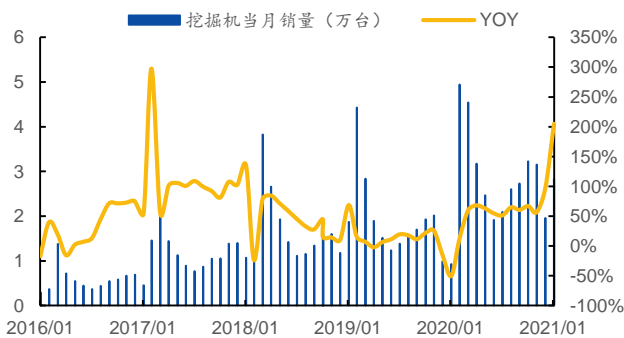
图 18：2019 年工程机械在液压系统应用中占据重要位置



资料来源：国元证券研究所估计

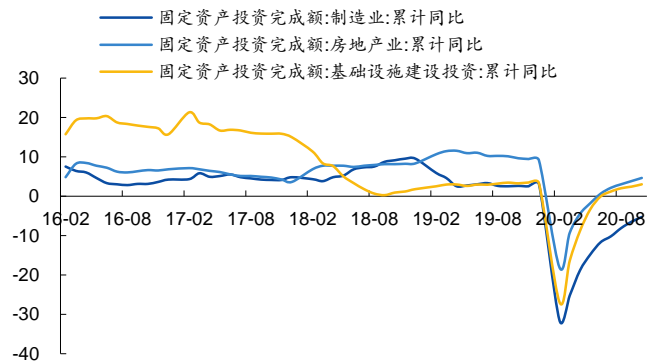
预计 2021 年工程机械景气度持续旺盛。2021 年 2 月挖掘机销量实现 2 倍增长，大超市场预期。除去去年受疫情影响的低基数因素（2020 年 2 月销量仅 9280 台），2.8 万台的销量仍创历史 2 月新高，较 2019 年 2 月 1.87 万台销量增长 51%。我们判断主要是今年春节前由于疫情反复，项目较早停工休假，因而春节过后很多项目较早开工，使得行业旺季提前来临。下游基建与地产建设投资持续改善，2021 年 1-2 月，房地产固定资产投资 38.3%，基建投资同比增长 34.95%。因此，我们判断，2021 年 Q1 乃至上半年工程机械景气度都将保持在较高水平。

图 19：2021 年 2 月挖掘机销量创历史 2 月新高



资料来源：中国工程机械协会，国元证券研究所

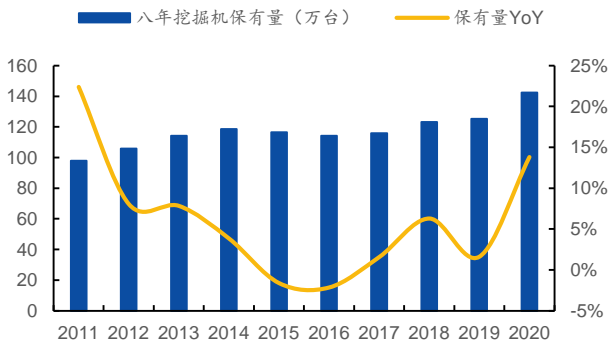
图 20：2021 年 1-2 月基建和房地产投资高速增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

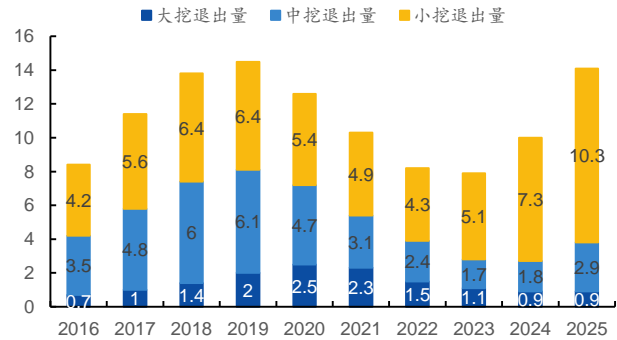
工程机械由存量更新+人工替代+环保升级等多因素叠加驱动，需求韧性更强。以挖掘机为例，近四年来，我国保有量总体保持稳定，由于国家政策支持、环保升级以及更新换代周期的到来，根据工程机械协会预测，2021 年挖掘机退出量达 10.2 万台，更新需求与新增需求共振，工程机械具有超强韧性周期。

图 21：国内挖掘机保有量保持稳定增长



资料来源：中国工程机械协会，国元证券研究所

图 22：2021 年国内挖掘机更新需求量达 10.2 万台

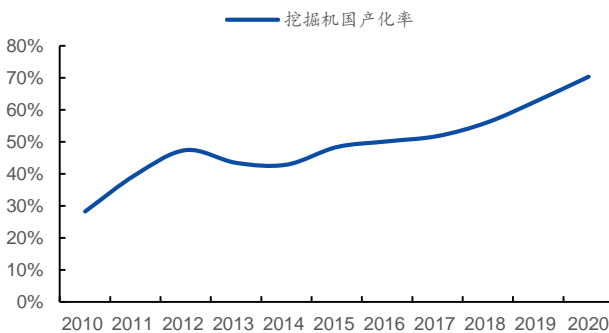


资料来源：中国工程机械协会，国元证券研究所

### 2.2.2 工程机械格局重塑，成本压力+供应链安全因素加速零部件国产化

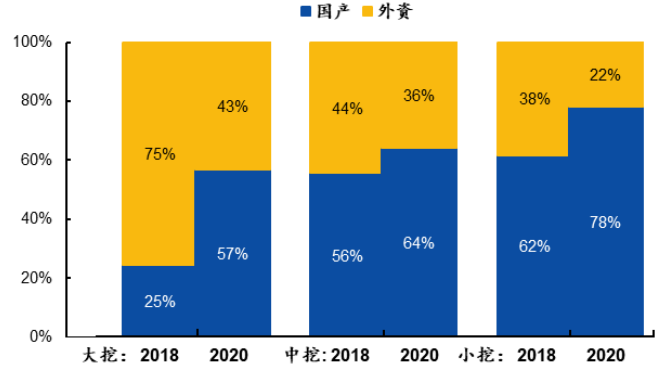
挖掘机市场格局重塑，国产化率迅速提升。2020 年挖掘机国产化率达 70.4%，同比提升 7.4pcts，国产龙头厂商加速侵蚀外资品牌，日系/韩系/欧美系厂商分别下降至 7.5%/8.6%/13.5%，外资生存空间逐步被挤压。国产化率的提升以小挖和大挖最为显著，2020 年大挖国产化率达 57%，较 2018 年提升 32pcts，小挖国产化率达 78%，较 2018 年提升 26pcts，中挖国产化率为 64%，较 2018 年提升 8pcts。

图 23：2020 年挖掘机国产化率持续提升



资料来源：中国工程机械协会，国元证券研究所

图 24：2020 年小挖、大挖国产化率提升显著

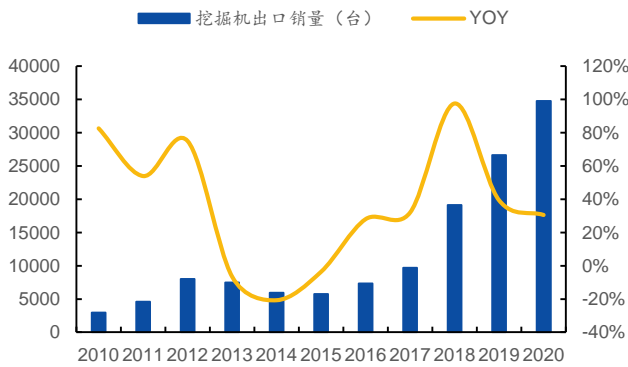


资料来源：中国工程机械协会，国元证券研究所

主机厂的降成本压力助推液压件进口替代。截至 2020 年 10 月份，小/中/大挖平均售价较 2018 年分别下降 37.1%/26.6%/27.1%，外资品牌的小挖价格跌幅约为 15%-20%，快于中大挖；国产品牌的小挖价格下降更快，在低价位上快速下降了约 30%-50%。在成本压力的驱动下，主机厂为追求成本优势，已积极寻找国内配件供应商。

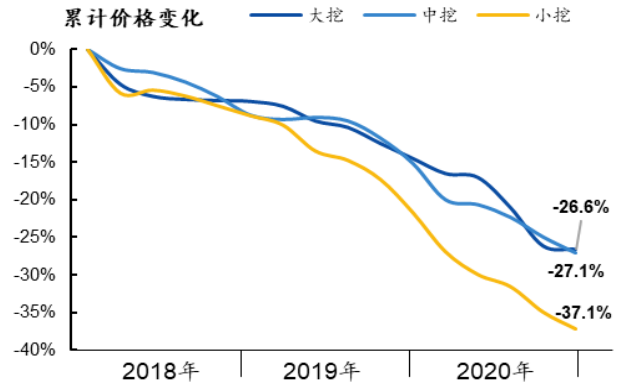


图 25：2020 年挖掘机出口同比增长 30.5%



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 26：挖掘机价格自 2018 年开始持续下降



资料来源：中国工程机械协会，国元证券研究所

供应链风险上升，高端液压领域进口替代进程加速。挖掘机液压泵阀曾由外资厂商把握，力士乐和川崎为老牌液压件企业，力士乐和恒立为小挖泵阀主要供应商，而中大挖泵阀则以川崎为主。挖机液压油缸主要由恒立、KYB 和东洋电机提供。2020 年全球爆发的疫情诱发供应链安全，国内主机厂更加迫切寻求国产配套，主动推进上游液压零部件国产化进程。综上，国产液压件品牌可因地制宜，并凭借较高的性价比、日益成熟的产品质量和更快的交货能力，抢占更多份额。

表 3：挖掘机品牌液压泵阀配套使用情况

挖掘机品牌	液压泵阀配套使用情况	液压油缸配套使用情况
三一重工	0-13.5 吨主要为力士乐+恒立，13.5 吨以上主要为川崎	恒立、KYB、自制
卡特彼勒	部分使用自产泵阀、部分外购川崎、力士乐、Husco	恒立、KYB
徐工	6 吨以下自产泵阀，6~13.5 吨为力士乐+恒立，13.5 吨以上主要为川崎	恒立、自制
斗山	韩国东明（被斗山收购）、川崎、派克	东洋机电
小松	自产	自制
日立	中国区产品使用自产液压泵阀，日本国内以川崎为主	恒立、自制
柳工	以川崎为主、部分恒立	恒立
临工	以川崎为主、部分恒立	恒立

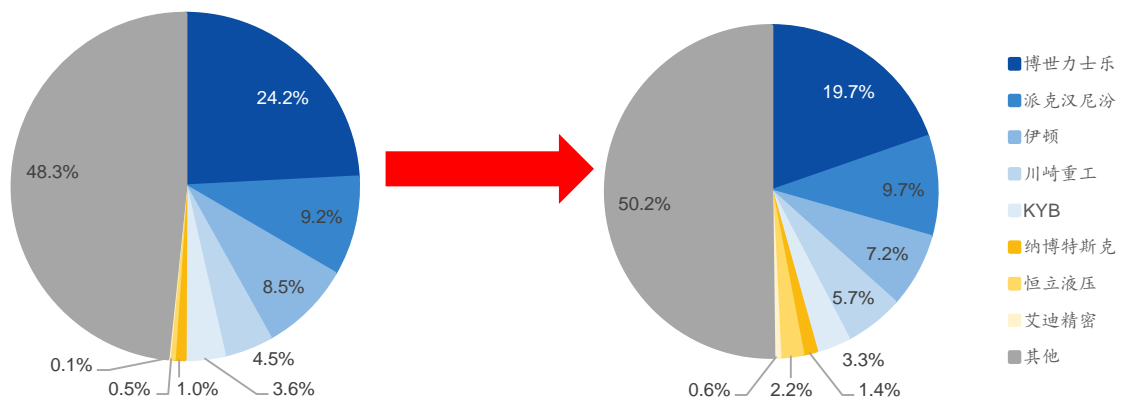
资料来源：国元证券研究所整理

## 2.3 国内液压件企业竞争优势显著，已扛起进口替代大旗

### 2.3.1 外资份额逐渐分散，国内企业规模迅速扩张

国际巨头市场份额占比达 40% 以上，但有明显分散趋势，国内企业份额渐长。在全球液压市场中，博世力士乐、派克汉尼汾、伊顿、川崎重工四家企业掌握全球近半数市场份额。2019 年博世力士乐、派克汉尼汾、伊顿、川崎重工市场占有率分别为 19.7%、9.7%、7.2%、5.7%，合计市场份额为 42.3%，但与 2012 年（46.4%）相比有明显分散趋势。2019 年，恒立液压、艾迪精密全球占有率已提升至 2.2%、0.6%。

图 27：2012、2019 年主要液压企业全球市占率变化



资料来源：国元证券研究所估计（注：博世力士乐数据为全部业务收入；川崎重工数据为液压件和机器人总收入）

国内市场，内资企业规模已超越日系品牌。2019 年派克汉尼汾、伊顿公司、川崎重工、KYB 的液压业务收入均在 80 亿人民币以上。相比之下，国内龙头恒立液压和艾迪精密的液压件收入规模与国际巨头公司相差悬殊，提升空间巨大，但液压业务营业利润率已高于国外企业。从国内市场来看，目前恒立液压的国内销售额已大幅超过 KYB、纳博特斯克在中国地区的收入。

表 4：液压行业主要企业销售情况

公司名称	国家	进入液压行业时间	主要液压产品	2019 财年液压相关收入 (亿元)	2019 财年在华销售额 (亿元)	2019 财年液压营业利润率 (%)
博世力士乐	德国	1952 年	液压泵阀、马达、油缸、系统、动力站、减速机	479.8	-	-
派克汉尼汾	美国	1957 年	液压泵阀、油缸、马达、密封件、过滤器	237.6	-	16.5%
伊顿公司	美国	1946 年	液压泵阀、油缸、马达、动力站、转向器、过滤器	176.0	-	11.2%
川崎重工	日本	1916 年	液压泵阀、电动机、执行机构	139.1	-	5.6%
KYB	日本	1927 年	液压油缸、泵阀、马达、油缸	80.2	10.4	4.4%
纳博特斯克	日本	1949 年	行走马达、减速机	33.1	19.5	14.8%
恒立液压	中国	1992 年	液压油缸、泵阀、马达	54.1	44.2	27.5%
艾迪精密	中国	2003 年	液压破碎锤、液压泵、马达	14.4	13.0	27.4%

资料来源：公司年报，国元证券研究所（汇率为各公司报告期内平均汇率）

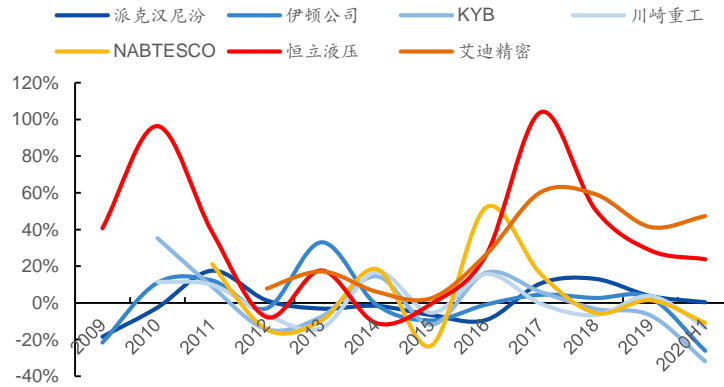
注：博世力士乐液压收入为全部业务收入；川崎重工液压收入为液压件和机器人总收入

派克汉尼汾液压业务营业利润率为多元化工业业务数据；川崎重工液压业务营业利润率为液压件和机器人业务数据；纳博特斯克液压业务营业利润率为 CMP（减速机 and 液压件）业务数据

国内重点企业进入迅速扩张期。自 2016 年开始，国内龙头企业恒立液压和艾迪精密收入规模迅速上扬，2017 年恒立液压实现翻倍的收入增长，艾迪精密收入增速

同样达 60%，近三年依旧保持高速稳定增长。2020 年上半年，恒立液压和艾迪精密的收入增速分别达 23.8%和 47.3%。

图 28：近 3 年国内重点企业营收增速领先于国际巨头企业

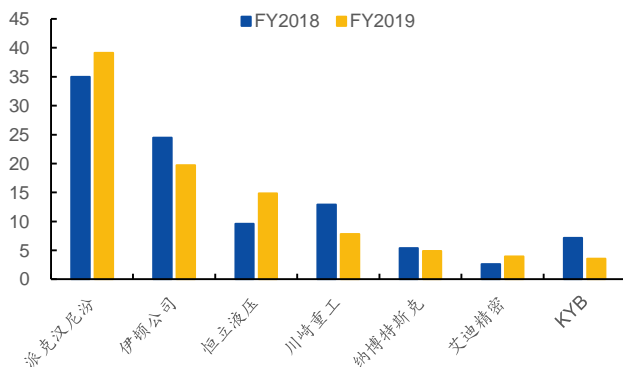


资料来源：Wind，国元证券研究所

### 2.3.2 国内液压件龙头竞争优势显著，利润已反超日企

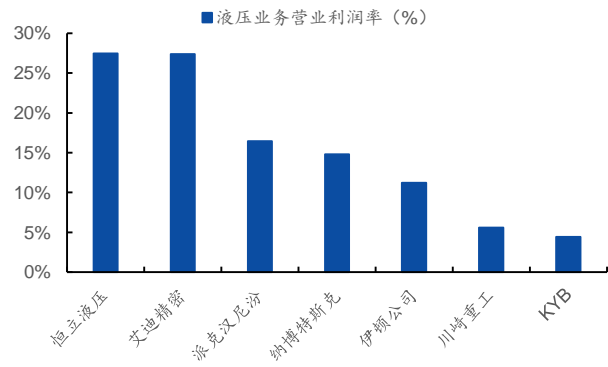
2019 年国内龙头液压业务营业利润反超日系企业。在液压业务营业利润上，2019 年恒立液压实现 14.9 亿元，反超川崎重工（7.8 亿元）、纳博特斯克（4.9 亿元）、KYB（3.5 亿元）。由于国内龙头企业和派克汉尼汾、伊顿公司在总体收入规模上差距较大，因此营业利润相差也较大。

图 29：恒立液压营业利润超越日系企业（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

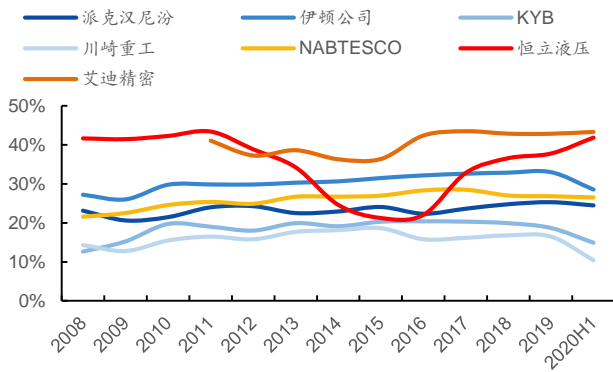
图 30：2019 年恒立液压、艾迪精密 ROE 水平领先



资料来源：公司年报，国元证券研究所

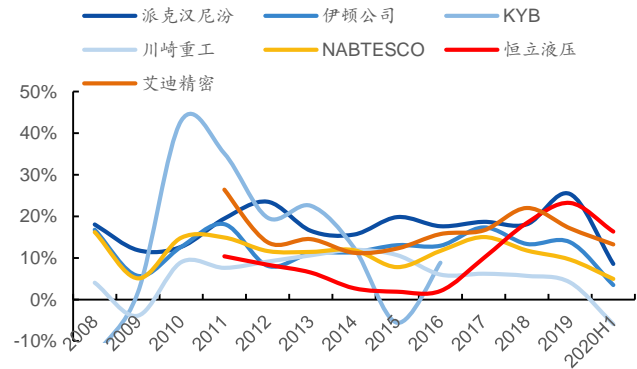
国产品牌成本和本土化服务优势明显，盈利能力更强。在主机厂追求成本优势的情况下，更倾向选择价格较低的优质零部件厂商，而液压外企的降价空间有限，国产品牌的优势凸显。公司的产品供货期大约为 30-60 天左右，而液压外企的产品供货期普遍为 3 个月左右，部分核心产品需进口，交货期则更长。从盈利能力看，恒立液压毛利率 2020 年上半年提升至 41.9%，相较于 2019 年底提升 5.3pcts，已超过国际巨头公司。ROE 方面，公司 ROE 受损相对较小，也在 2020 上半年反超国际巨头中 ROE 水平最高的派克。

图 31：国内重点企业毛利率显著高于国际巨头企业



资料来源：Wind，国元证券研究所

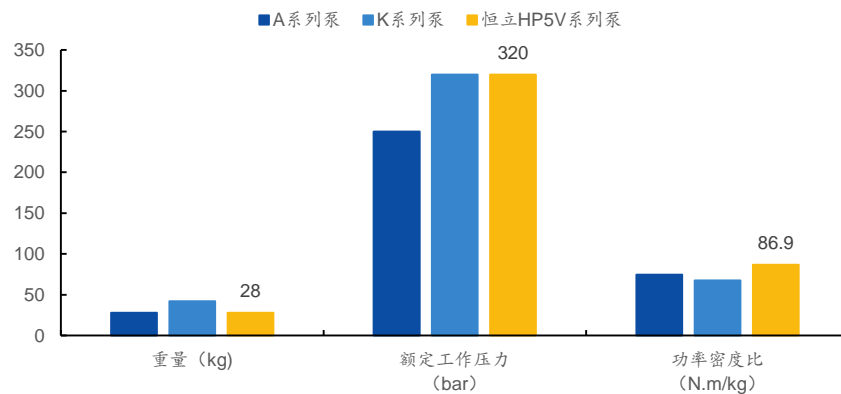
图 32：恒立液压 ROE 追平 PH、艾迪精密紧跟其后



资料来源：Wind，国元证券研究所

国内产品品质比肩外企，进口替代趋势确立。2020 年小/中/大挖平均售价较 2018 年均下降 20% 以上，主机厂降本压力较大，已积极寻找更高性价比的配件供应商。外资液压品牌由于盈利能力不强，降价空间较小，内资抢占更多份额指日可待。此外，以恒立液压和市场主流同类行走机械用柱塞泵为例，国产企业产品品质比肩外企。

图 33：恒立 HP5V 系列泵与市场主流同类行走机械用柱塞泵性能对比



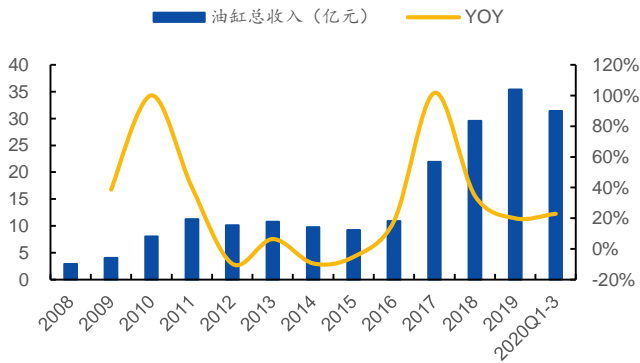
资料来源：恒立液压官网，国元证券研究所

### 3. 油缸为基、泵阀马达崛起，公司百年基业可期

#### 3.1 挖机油缸和非标油缸相辅相成，护城河显著

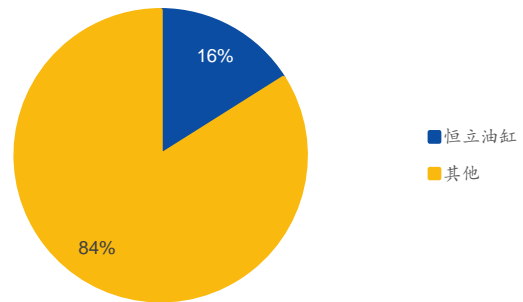
2019 年公司油缸收入占国内油缸总规模达 16%，先发优势显著。2019 年，公司在国内油缸总产值的占比达到 16%，规模优势明显。公司产品远销欧美、日本等发达国家和地区，积累了一批行业优质客户，为公司建立了明显的先发优势，对后来潜在竞争者构成较强进入壁垒，充分的保障了公司未来在液压行业市场份额的增长潜力和盈利能力的连续性。

图 34：2020Q1-3 液压油缸总收入同比增长 22.8%



资料来源：国元证券研究所估计

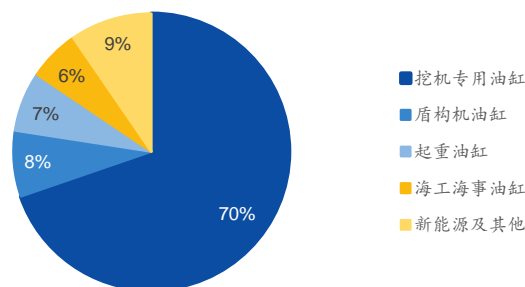
图 35：2019 年恒立油缸在国内液压油缸中份额达 16%



资料来源：国元证券研究所估计

油缸产品以挖机油缸为主、非标油缸为辅。2020 年前三季度，公司油缸收入约 31.4 亿元，其中挖机油缸占比约 70%，其余是包括盾构机油缸和起重机油缸、海工海事油缸在内的非标油缸。公司在盾构油缸国内市占率达 80%，全球市占率达 60%，并从供应小型盾构机油缸逐渐过渡到大型硬岩掘进机油缸。起重系列客户均为海内外知名客户，包括浙江鼎力、JLG、马尼托瓦克、特雷克斯、Snorkel 等。

图 36：公司油缸收入以挖机油缸为主，非标油缸为辅

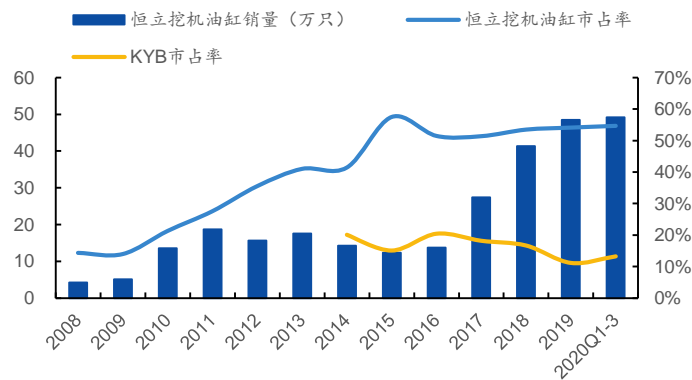


资料来源：国元证券研究所估计（2020 年前三季度）

挖机油缸市占率领先，外资份额日益下降。2020 年前三季度挖机油缸收入 21.9 亿元、同比增长 34.9%，挖机油缸业务多年来保持 50%以上市占率，而反观公司的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，2020 上半年仅为 13.2%，较 2016 年下降 13.2pcts。



图 37：公司挖机油缸市占率持续提升



资料来源：公司年报，国元证券研究所估计

公司非标油缸同样涉足很多其他新兴领域，包括新能源、海工海事等。公司深耕船舶、海工行业领域 20 余年，近年来大力发展海工和能源领域的液压系统研制能力，为船舶、近海勘采平台提供了众多的液压系统解决方案和产品，目前已拓展了 TTS、麦基嘉、国民油井等优质客户。在新能源领域，公司在风电、光伏、潮汐能等板块均有布局，2017 年曾配套甘肃阿克塞高温熔盐槽式光热发电项目研发推升板油缸，并实现批量生产，优质客户包括歌美飒、维斯塔斯等。

### 3.2 泵、阀、马达机遇已至，市占率全面提升

#### 3.2.1 外资产能供应紧张

挖机泵阀品牌以川崎、力士乐和恒立为主。由于中大挖泵阀技术路径与小挖泵阀不同，需要单独研发，因此泵阀厂商侧重领域各有不同。其中，0~13.5 吨小挖泵阀由力士乐和恒立液压主导，13.5~30 吨中挖泵阀已形成以川崎为主、恒立为辅的格局，30~50 吨中大挖则由川崎垄断把持，50 吨以上矿用大挖以力士乐为主。

表 5：挖掘机泵阀主要供应格局

分类	0~13.5 吨小挖	13.5 吨~30 吨中挖	30 吨~50 吨大挖	50 吨以上大挖
主导品牌	力士乐/恒立	川崎/恒立	川崎	力士乐
液压控制方式	负载敏感	正/负反馈式	正/负反馈式	-
单套泵阀市场价	1.5 万元	6 万元	9 万元	-

资料来源：立鼎产业研究中心，国元证券研究所

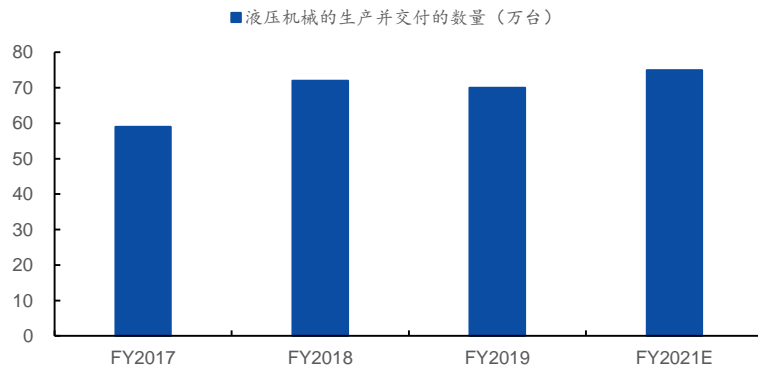
外资泵阀产能紧张，供需出现较大缺口，国内企业机遇来临。以川崎为例，目前川崎在中国的制造基地只生产液压泵和液压马达，2019 年总营业额在 13 至 15 亿元之间，产能远远无法满足我国主机厂的需求，川崎每年还需要从日本进口部分泵阀、马达等液压件总成。根据川崎年报披露，2019 年液压机械交付量为 70 万台，同比下降 2.8%，2021 年目标为 75 万台，我们预计，川崎在面对主机厂开始转向本土生产液压机械的现实和日益下降的市场份额时，并无较大的扩产计划，液压泵阀的供需已出现较大缺口，为国内液压件企业提供机遇。

表 6：2018 年底恒立、川崎、力士乐泵阀产品供需情况

	液压泵		液压阀		交货周期	价格
	产地	当前产能状况	产地	当前产能状况		
川崎	国内组装、核心零部件日本进口	核心零部件供应紧张	日本本土	铸件产能不足，供需最为紧张	3 个月（进口产品外加 2~3 周运输时间）	川崎和力士乐的产品价格也高于恒立 15%左右
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	>3 个月（进口产品外加 2~3 周运输时间）	
恒立	国内	机加工产能紧张	国内	机加工产能紧张	1 个月	

资料来源：中国工程机械协会，立鼎产业研究中心，国元证券研究所

图 38：历年川崎生产并交付的液压机械数量

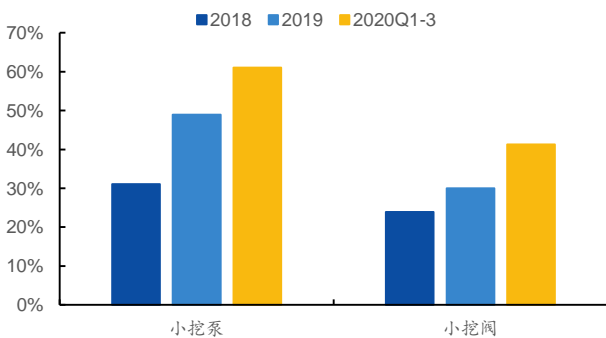


资料来源：公司年报，国元证券研究所

### 3.2.2 挖机泵阀市占率全面提升、非挖泵阀快速放量

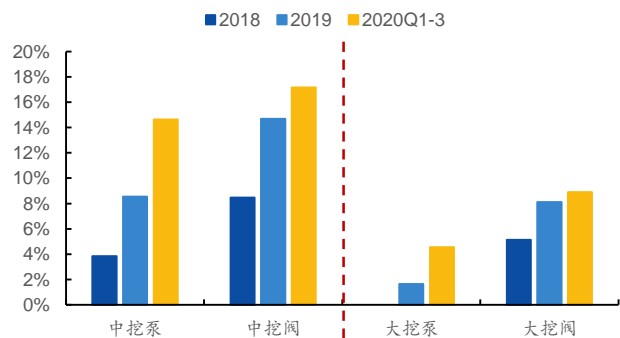
小中大挖泵阀均已进入加速进口替代阶段，市占率有望持续提升。公司挖机泵阀已供应三一、徐工、柳工等主机厂，2020 前三季度，公司小挖泵市占率已提升至 59%、小挖阀 40%，综合市占率 50%，较 2019 年底提升近 12pcts。中挖泵阀市占率超 20%，大挖泵阀虽尚处起步阶段，但市占率仍较 2019 年有显著提升。

图 39：2020 前三季度小挖泵阀市占率提升至 50%



资料来源：国元证券研究所估计

图 40：2020 前三季度中大挖泵阀市占率实现突破



资料来源：国元证券研究所估计

非挖泵阀和马达研发完成、放量可期。除了在挖机领域持续抢占泵阀份额外，公司早已在高空作业平台、起重机、泵车、矿山机械等非挖领域做好了相关铺垫，例如约 22% 的 V60N 泵已应用于起重机领域。我们估计，我国高空作业平台及起重机领域的液压件市场规模分别达 10.5 亿和 22.1 亿元，随着非标产品的逐渐完善，预计 2021 年，公司非标泵阀也将配套起重机、高空作业平台等主机客户，放量可期。

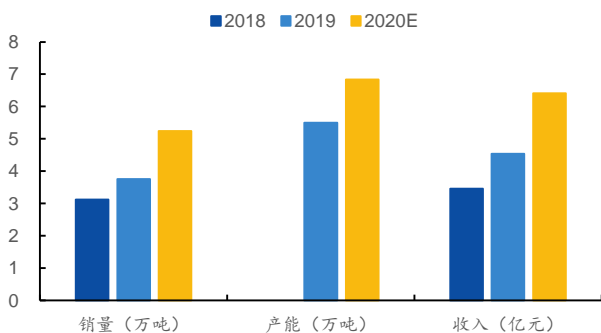
表 7：2020 年我国非标领域高空作业平台和起重机液压泵阀市场空间

应用领域		高空作业平台	起重机
2020 年销量 (万台)		1.5	5.4
单台液压件需求量 (件)	油缸	2 根大油缸	1
	泵	1	1
	阀	1	1
	马达	4	1
单台液压件价值量 (万元)	油缸	4	0.5
	泵	0.8	1.3
	阀	1	1.7
	马达	1.2	0.6
合计		7	4.1
市场空间 (亿元)	油缸	6	2.7
	泵	1.2	7.0
	阀	1.5	9.2
	马达	1.8	3.2
合计		10.5	22.1

资料来源：国元证券研究所估计

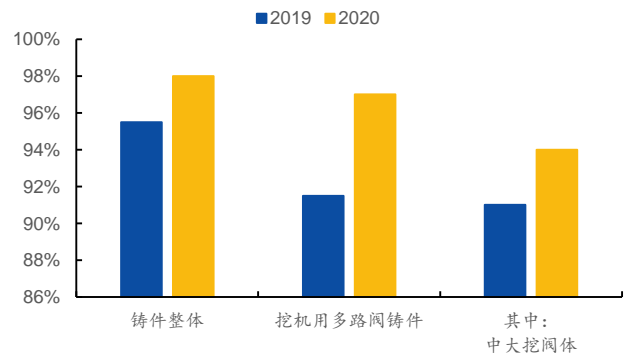
铸件业务逐渐成型，持续为泵阀降本增效。公司在 2017 年实现铸件的批量供货，并已自制铸件有效优化液压件成本，在质量和技术方面产生协同。铸件产能规模也是限制当前川崎、力士乐泵阀产量的主要因素；公司在竞争对手产能不足时，凭借铸件产能优势迅速抢占外资份额。目前合计铸件产能约 7 万吨，2021 年有望持续提升至 9 万至 10 万吨，解决公司发展的基础材料问题。同时整体良品率已有效提升至 98%，多路阀铸件也已达 97% 左右，其中中大挖阀体提升至 94%，有效为泵阀降本增效。

图 41：公司铸件产能、销量及收入同步提升



资料来源：公司年报，国元证券研究所估计

图 42：铸件良品率持续突破，整体达到 98% 左右



资料来源：公司调研，国元证券研究所

### 3.3 液压行业易守难攻，公司百年宏图可期

液压技术衡量国家工业化水平，具备较高行业壁垒。液压产品具有加工精度高，工艺复杂等特点，属于高技术附加值的关键基础件，主要为各类装置提供动力、实现控制等功能，进入高端液压件领域面临着五大壁垒，包括产品制造设计壁垒、品牌壁垒、产品开发壁垒、资金壁垒和人才壁垒，并且需要大规模的产业分工合作，包括基础理论研究、机械制造、材料、密封、铸造、油品等，因此，液压技术已成为衡量一个国家工业化水平的重要标志之一。

表 8：高端液压领域面临五大壁垒

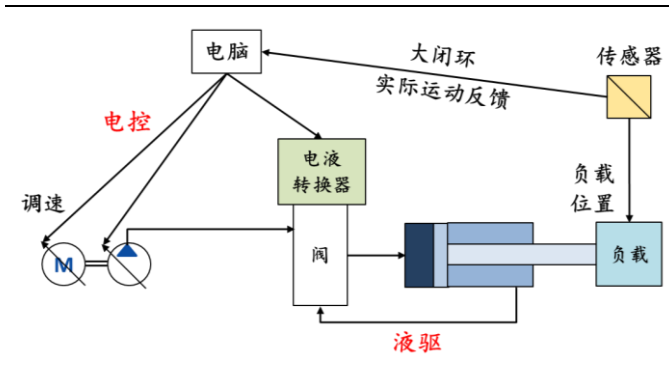
序号	壁垒	具体内容	对企业要求
1	产品设计和制造壁垒	涉及新材料、新工艺和新结构的研发，研发周期长，生产工艺复杂	考验企业管理能力
2	品牌壁垒	液压件质量直接影响主机产品品质、性能及运行稳定性，客户选择较慎重	对供应商考察周期长且不轻易更换
3	产品开发时间和投入壁垒	液压产品进入市场前需要长时间的实验和市场验证	需要投入较大的制造和检测专用设备
4	资金壁垒	需要大规模的固定资产投入，达产时间较长	考验企业流动资金充足性
5	人才壁垒	液压行业属于技术密集型行业	具备实践经验丰富的研发及技术人员

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

液压系统向机电液一体化和集成化方向发展。机电液一体化可实现液压系统的柔性化和智能化，充分发挥液压传动出力大、惯性小、响应快等优点。从“液驱液控”到“液驱电控”，才是液压行业真正的发展方向，主要由液压设备公司来完成这个过程，其潜在需求空间得到扩大。公司紧跟行业发展路径，2019年子公司液压科技成功开发了大排量工业应用泵、中大型全电控阀，目前已交付客户装机试用。

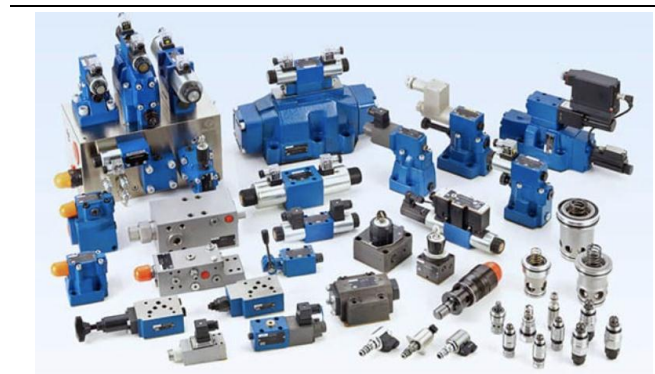
工业泵阀领域应用面更广，公司早有布局。2012年收购上海立新，致力于产品应用面广的工业阀产品，目前已研制出生产压力、流量、方向三大类各型标准工业用液压阀以及定制各类液压集成系统。产品广泛用于机床、冶金、船舶、塑料、风电、水泥等机械行业的设备配套，能适应机械装备的高压需求。2019年，上海立新在传统业务如用于注塑机、剪板折弯机、压机及材料试验机等工业阀、比例阀业务增长平稳。

图 43：液压系统电控途径



资料来源：《电和液压—液驱电控、液驱电动和电驱》，国元证券研究所

图 44：恒立工业液压阀



资料来源：公司官网，国元证券研究所

巩固国内标杆地位的同时，公司加大机电液技术建设与外延并购，致力成为具备国际影响力的高端液压件百年老店。公司未来将持续布局对机械、电子、液压三维一体高端综合集成设计能力和应用能力的建设，特别是加大对机电液综合控制技术的研

发和复杂机电液系统智能运动控制技术应用，并通过加大外延式并购力度，全面实施“走出去”战略，利用“中国制造 2025 对接全球先进制造业，寻找国际优质液压资源不断进行整合，努力成为具备国际影响力的高端液压设备供应商和液压技术方案的提供商。

#### 4. 盈利预测与投资建议

**维持“买入”评级。**考虑到行业较高的景气度以及公司规模效应带来的盈利弹性，上调公司盈利预测，预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 74.41 亿、99.5 亿、119.4 亿元，归母净利润分别为 21.87 亿、31.13 亿、39.81 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，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

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



**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4443	5492	6966	9376	12438
现金	1571	2343	3134	4701	7049
应收账款	544	677	872	1074	1232
其他应收款	19	7	23	28	32
预付账款	135	98	169	193	247
存货	1050	997	1208	1537	1765
其他流动资产	1123	1369	1560	1844	2113
<b>非流动资产</b>	2828	2935	3293	3315	3256
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2233	2364	2546	2623	2641
无形资产	279	273	273	273	273
其他非流动资产	316	298	474	419	342
<b>资产总计</b>	7271	8427	10259	12691	15695
<b>流动负债</b>	1981	2170	2482	2657	2853
短期借款	851	551	500	250	100
应付账款	439	496	679	877	1028
其他流动负债	692	1123	1303	1530	1726
<b>非流动负债</b>	715	643	510	462	452
长期借款	353	200	100	50	30
其他非流动负债	361	443	410	413	422
<b>负债合计</b>	2696	2813	2992	3119	3305
少数股东权益	28	30	30	30	30
股本	882	882	1305	1305	1305
资本公积	1834	1834	1411	1411	1411
留存收益	1826	2858	4515	6820	9636
归属母公司股东权益	4547	5584	7236	9542	12359
<b>负债和股东权益</b>	7271	8427	10259	12691	15695

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	799	1660	1976	2943	3774
净利润	837	1298	2187	3113	3981
折旧摊销	232	264	241	277	309
财务费用	-30	-31	10	-21	-146
投资损失	-18	-9	-12	-11	-11
营运资金变动	-345	66	-303	-449	-390
其他经营现金流	124	72	-148	33	31
<b>投资活动现金流</b>	-281	-452	-488	-289	-239
资本支出	498	440	500	300	250
长期投资	-132	59	0	0	0
其他投资现金流	86	47	12	11	11
<b>筹资活动现金流</b>	-152	-454	-697	-1087	-1187
短期借款	-64	-299	-51	-250	-150
长期借款	-47	-154	-100	-50	-20
普通股增加	252	0	423	0	0
资本公积增加	-252	0	-423	0	0
其他筹资现金流	-40	-1	-545	-787	-1017
<b>现金净增加额</b>	424	790	791	1567	2348

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4211	5414	7441	9952	11939
营业成本	2671	3369	4238	5577	6637
营业税金及附加	43	52	73	97	115
营业费用	115	111	122	149	169
管理费用	213	193	217	266	284
研发费用	172	242	272	318	350
财务费用	-30	-31	10	-21	-146
资产减值损失	-119	-33	50	50	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	18	9	12	11	11
<b>营业利润</b>	961	1487	2518	3577	4572
营业外收入	3	7	10	15	20
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	963	1493	2528	3591	4591
所得税	126	195	341	478	611
<b>净利润</b>	837	1298	2187	3113	3981
少数股东损益	0	2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	837	1296	2187	3113	3981
EBITDA	1162	1719	2770	3833	4735
EPS (元)	0.95	1.47	1.68	2.39	3.05

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	50.6	28.6	37.4	33.8	20.0
营业利润(%)	119.0	54.7	69.4	42.0	27.8
归属母公司净利润(%)	119.1	54.9	68.7	42.4	27.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.6	37.8	43.0	44.0	44.4
净利率(%)	19.9	23.9	29.4	31.3	33.3
ROE(%)	18.4	23.2	30.2	32.6	32.2
ROIC(%)	18.6	29.7	45.0	58.2	68.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.1	33.4	29.2	24.6	21.1
净负债比率(%)	46.67	40.41	32.93	21.97	15.59
流动比率	2.24	2.53	2.81	3.53	4.36
速动比率	1.67	2.03	2.29	2.92	3.71
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.63	0.69	0.80	0.87	0.84
应收账款周转率	8	8	9	10	10
应付账款周转率	7.06	7.21	7.21	7.17	6.97
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.99	1.68	2.39	3.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.27	1.51	2.25	2.89
每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.28	5.54	7.31	9.47
<b>估值比率</b>					
P/E	183.72	118.58	70.30	49.37	38.61
P/B	33.81	27.53	21.24	16.11	12.44
EV/EBITDA	131	88	55	40	32

## 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

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。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售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，务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

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