

格局打开，定增布局第三增长极

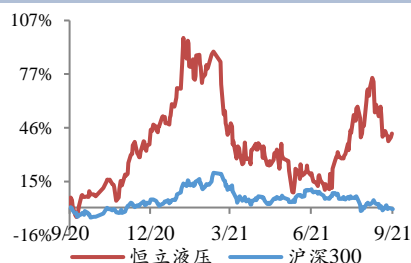
——2021年非公开发行预案深度点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-09-02

收盘价（元）	95.53
近12个月最高/最低（元）	131.41/62.96
总股本（百万股）	1,305
流通股本（百万股）	1,305
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,247
流通市值（亿元）	1,247

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1. 业绩符合预期，加大研发拓宽产品线 2021-08-24
2. 业绩表现靓丽，未来成长可期 2021-04-27
3. 穿越周期，乘风而上——恒立液压深度报告系列二 2020-12-24

主要观点：

- **事件：**9月1日，公司发布非公开发行预案，拟募集不超过50亿元用于恒立墨西哥项目（11亿）、线性驱动器项目（14亿）、恒立国际研发中心项目（5.7亿）、通用液压泵技改项目（2.9亿）、超大重型油缸项目（1.4亿）及补充流动资金（15亿）。
- **核心观点：**本次定增项目市场此前无预期。50亿资金中超过80%将投向于非挖机应用领域，尤其是提前布局新技术、新市场，如线性驱动器（包含电动缸、滚珠丝杆）、通用液压等，有望接力油缸、泵阀，成为公司第三增长极，多元化布局持续深化，有望进一步打开公司成长天花板。短期来看，按当前股价估算，预计新增股本5000-6000万股之间，我们测算对eps影响仅4%左右，无需过于担心对短期股价的影响；中长期来看，定增项目预计于2023年年底达产，将为公司贡献新的业绩增量，坚定看好，维持“买入”评级。
- **定增亮点一：布局墨西哥，加速国际化。**根据MarketsandMarkets数据，2020年全球液压件市场规模约2580亿元，按2019年分地区占比来看，美国市场占比38%，是全球第一大市场。从竞争格局角度看，根据国际流体动力统计委员会数据，2020年全球CR4约为35%，恒立全球市占率仅3%，提升空间较大。公司墨西哥项目，从地理位置看，毗邻美国市场，运输成本可控；从政策因素角度，享受美墨关税优惠政策，消除关税风险，有利于增强公司在美国市场的品牌影响力和产品竞争力。项目主要针对美国工程机械油缸、港口机械、石油、海工的特种油缸，以及高空作业平台等设备的液压泵和马达，有利于对美出口，这是恒立从销售全球化到生产全球化坚定迈进的一步。
- **定增亮点二：推动电动化升级引领市场，布局产业链一体化，攻关下一个技术难点滚珠丝杆。**传动控制行业的发展呈现明显机电液相结合趋势，电动缸市场规模将持续扩容，主要在于①电动缸是液压缸的升级产品，符合环保要求，体积小，结构简单，性能高效；②下游应用场景持续拓展，如各类行走机械、工控自动化、医疗以及航空航天等。滚珠丝杆是电动缸的核心零部件，预计市场空间约230亿美金，技术难度较高，主流供应商有限，多为外资品牌。此次募集15亿投向线性驱动器项目，是投资额最大的项目。公司顺应电动化发展趋势，引领市场提前布局，并且将产品线延伸至上游零部件滚珠丝杆。公司自2016年开始研发，模块化开发技术储备充分，产业化经验丰富，同时具备精密加工制造能力，具备将电动缸和滚珠丝杆快速投入生产、应用的基础条件。
- **定增亮点三：积极推动通用泵阀、非标油缸产能建设，进一步完善产品**

体系。募投项目通用液压技改和超大重型油缸，均是公司在通用液压，非标油缸进一步纵向深化的布局。在已具备设计开发能力基础上，补强生产制造能力，同时扩充产能。目前公司 V30G 系列工业泵适用在海工、盾构、试验台等领域，目前已完成全型号开发，进入试装阶段，现有产线在产能和自动化程度上难以应对未来订单的增长，因此公司提前进行产能布局。未来公司在通用液压领域还将进一步开拓下游应用，如航空航天、冶金、新能源设备，工业机床等，合计市场规模远超挖机，未来有望再造一个恒立，同时增强公司的抗周期能力。

- **未来国产替代空间大，恒立具有稀缺性+成长性，护城河持续加深。**根据公司公告，2020 年，我国液压件市场规模 779 亿，主要包括工程机械、航空航天、冶金机械、工程车辆等领域，其中工程机械领域应用占比最高，超过 40%。通过恒立收入规模估算，2020 年，公司收入 79 亿元，在国内整体占有率约 10%，考虑到其他国产品牌，我们预计整体国产化率不足 30%。根据工程机械行业十四五规划，核心液压件国产化率要超过 60%，未来液压件替代空间较大。

● **投资建议**

根据 2020 年报指引，公司 2021 收入增速预计为 15%，偏保守。我们预计公司 2021-23 年收入 96.62、112.53、128.01 亿元，同比增速分别为 23.0%、16.5%、13.8%；归母净利润分别为 28.29、33.59、39.11 亿元，同比增速分别为 25.5%、18.7%、16.4%。对应 PE 分别为 44、37、32 倍。凭借稀缺性和成长性，有望熨平业绩波动，给予“买入”评级。

● **风险提示**

基建、房地产等投资大幅下滑、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。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7855	9662	11253	12801
收入同比 (%)	45.1%	23.0%	16.5%	13.8%
归属母公司净利润	2254	2829	3359	3911
净利润同比 (%)	73.9%	25.5%	18.7%	16.4%
毛利率 (%)	44.1%	41.1%	41.4%	41.8%
ROE (%)	30.8%	27.8%	24.8%	22.4%
每股收益 (元)	1.73	2.17	2.57	3.00
P/E	65.45	44.07	37.13	31.89
P/B	20.17	12.27	9.21	7.13
EV/EBITDA	47.18	35.19	29.39	24.91

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 上市以来首次再融资，瞄准非挖领域.....	5
2 布局第三增长极，打开成长空间.....	5
2.1 布局墨西哥，由销售国际化迈向生产全球化.....	5
2.2 引领市场布局电动缸，攻关滚珠丝杆，完善一体化布局.....	7
2.3 重视研发，补强制造.....	9
3 液压件行业仍具备较大国产替代空间.....	10
4 投资建议.....	10
风险提示：.....	11
财务报表与盈利预测.....	12

图表目录

图表 1 公司本次非公开募集资金使用计划	5
图表 2 本次定增项目资金投入占比	5
图表 3 恒立液压推进全球化布局	6
图表 4 全球液压件市场规模变化	6
图表 5 2019 年全球液压件分地区需求占比	6
图表 6 恒立液压当前产能产线分布	7
图表 7 滚珠丝杆应用优势及主要下游领域	8
图表 8 2019 年全球滚珠丝杆分地区市场份额	8
图表 9 滚珠丝杆的主流供应商	9
图表 10 公司研发投入力度加强	9
图表 11 液压泵阀在液压系统中价值量占比高	9
图表 12 公司液压泵阀板块收入快速增长	10
图表 13 工程机械“十四五”规划挖机发展目标	10
图表 14 盈利预测与估值简表	11

1 上市以来首次再融资，瞄准非挖领域

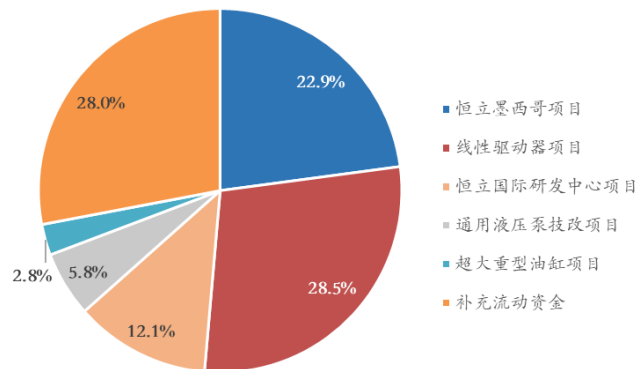
本次定增为公司 2011 年上市以来首次再融资，拟募集不超过 50 亿元，投资恒立墨西哥项目、线性驱动器项目、恒立国际研发中心项目、通用液压泵技改项目、超大重型油缸项目及补充流动资金。按募集资金投入来看，六类项目分别为 11、14、5.7、2.9、1.4、15 亿元；按总投资金额来看，分别投入 12.3、15.3、6.5、3.1、1.5、15 亿元，占投资总额比重分别为 22.9%、28.5%、12.1%、5.8%、2.7%、28%。本次募集资金超过 80% 将投入到非挖机领域，公司产品体系将进一步完善，同时加强研发、制造能力，推动国际化发展，优化资本结构。公司选择定增方式进行投资布局，一方面为防止增加经营负担，影响现有业务运转，另一方面，储备现金以备并购之需，以便可以快速做出反应。

图表 1 公司本次非公开募集资金使用计划

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	达产产能
1	恒立墨西哥项目	122,681.71	110,000	工程机械油缸200440根、延伸缸和其他特种油缸62650根、液压泵和马达15万台。
2	线性驱动器项目	152,720.67	140,000	104000根标准滚珠丝杆电动缸、4500根重载滚珠丝杆电动缸、750根行星滚柱丝杆电动缸、10万米标准滚珠丝杆和10万米重载滚珠丝杆。
3	恒立国际研发中心项目	64,653.85	57,000	包括研发中心、综合服务中心和试制平台，主要开展液压泵阀及马达相关研究。
4	通用液压泵技改项目	31,144.58	29,000	原有年产 9000 台通用液压泵的产能将扩至年产 7万台。
5	超大重型油缸项目	14,751.43	14,000	年产 2800 吨非定制超大重型油缸。
6	补充流动资金	150,000.00	150,000	——
合计		535,952.24	500,000	——

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 本次定增项目资金投入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 布局第三增长极，打开成长空间

2.1 布局墨西哥，由销售国际化迈向生产全球化

建立墨西哥制造基地，开拓北美市场。公司墨西哥项目位于新莱昂州蒙特雷市圣塔卡塔琳娜开发区，总投资 12.3 亿元，其中建设投资 11.3 亿元，主要生产供应北美地区的工程机械油缸，港口机械、石油、海工的特种油缸，以及高空作业平台等设备的液压

泵和马达。预计未来3年内形成工程机械用油缸200,440根、延伸缸和其他特种油缸62,650根以及液压泵和马达150,000台的生产能力。墨西哥蒙特雷市是国际重要的工业和商业中心，靠近美墨边境，拥有许多跨国集团的生产基地，如英美烟草公司、西门子、中国联想等。从地理位置看，毗邻美国市场，运输成本可控；从政策因素角度，享受美墨关税优惠政策，消除关税风险，有利于增强公司在美国市场的品牌影响力和产品竞争力。

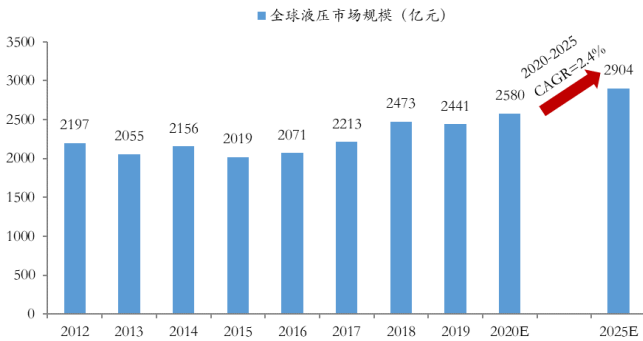
图表3 恒立液压推进全球化布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

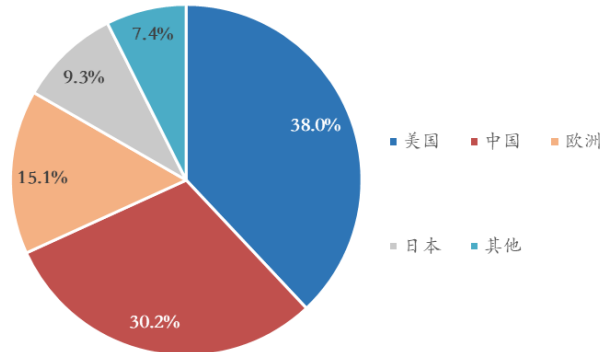
美国是全球液压件第一大需求市场，公司进行针对性国际化布局，成长空间大。根据 MarketsandMarkets 数据，2020 年全球液压件市场规模约 2580 亿元，按 2019 年分地区占比来看，美国市场占比 38%，是全球第一大市场。从竞争格局角度看，根据国际流体动力统计委员会数据，2012-2020 年，全球前四大液压件企业博世力士乐、派克汉尼汾、伊顿、川崎重工全球市占率合计由 46.4% 下降至 34.8%，同期公司全球市占率由 0.5% 快速上升至 3.0%，仍具备较大成长空间。公司不断推进全球市场的开拓，先后收购哈威 InLine 液压、日本服部精工等全球知名品牌，成立美国、日本销售子公司，目前拥有常州、上海、芝加哥和柏林 4 个研发中心，但主要产能集中在常州制造基地。此次布局墨西哥，有利于对美出口，是恒立从销售全球化到生产全球化坚定迈进的一步。

图表4 全球液压件市场规模变化



资料来源：ISC, MarketsandMarkets, 华安证券研究所

图表5 2019 年全球液压件分地区需求占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 恒立液压当前产能产线分布

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m ² 。	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m ² , 已建车间10万m ² 。	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m ² , 二期在建面积2.8万m ² 。	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m ² 。	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8100m ² 。	——
	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4300m ² 。	——
	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13500m ² , 解决泵阀精密零件加工制造问题。	——
	印度市场服务部	印度	2020年, 恒立液压大力开拓印度市场, 总计投资5.5亿元。	——

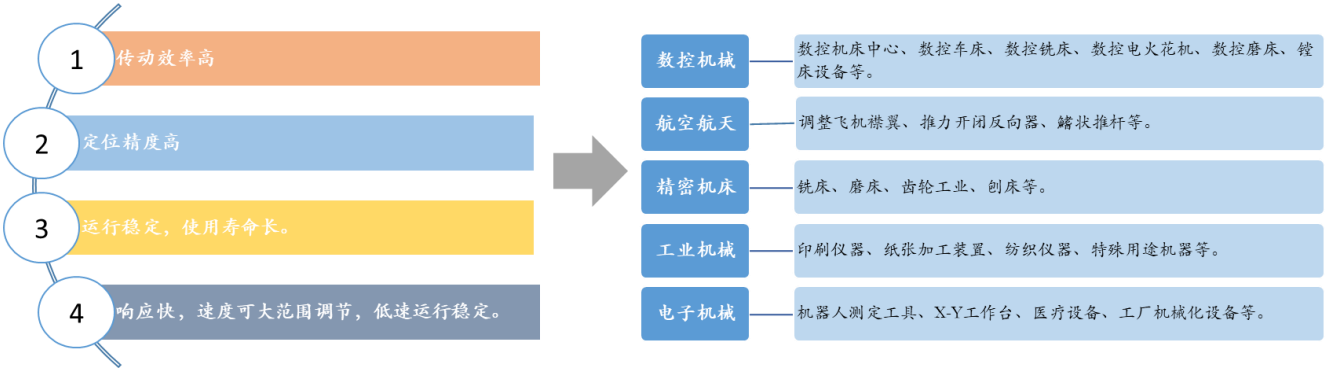
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

2.2 引领市场布局电动缸, 攻关滚珠丝杆, 完善一体化布局

公司将成长为电动缸和滚珠丝杆的重要供应商。公司线性驱动器项目总投资15.3亿元, 其中建设投资14.1亿元, 主要产品包括电动缸和滚珠丝杆。预计3年内将形成年产104,000根标准滚珠丝杆电动缸、4,500根重载滚珠丝杆电动缸、750根行星滚柱丝杆电动缸、10万米标准滚珠丝杆和10万米重载滚珠丝杆的生产能力。公司的滚珠丝杆生产能力将不仅为电动缸业务提供支持, 还将直接对外销售。

滚珠丝杆是电动缸的核心零部件, 公司精密加工技术成熟, 模块化开发技术储备丰富, 产品可快速进入生产、应用阶段。电动缸是将伺服电机与丝杠一体化设计的模块化产品, 滚珠丝杆是其中核心的机械传动原件, 将伺服电机的旋转运动转换成直线运动, 同时吸收伺服电机优点, 实现高精度速度、位置、推力控制。①**电动缸方面**: 公司已完成1.25T-75T多型号电动缸样品生产和验证, 并在下游多领域展开研发、应用和生产, 如高空作业车、海事、工业和医疗等领域, 已完成交付成品并实现销售。公司对电动缸拥有丰富的技术储备和产业化经验, 目前进入扩产阶段, 扩大下游应用。②**滚珠丝杆方面**: 更考验生产企业的精密加工制造能力, 公司拥有自制铸件厂, 拥有开展精密加工制造的基础条件, 同时掌握精密加工制造工艺与核心技术, 我们认为公司有满足滚珠丝杆加工高精度、严格控制形变等要求, 有利于公司提高自制率, 完善产业链一体化布局。

图表 7 滚珠丝杆应用优势及主要下游领域

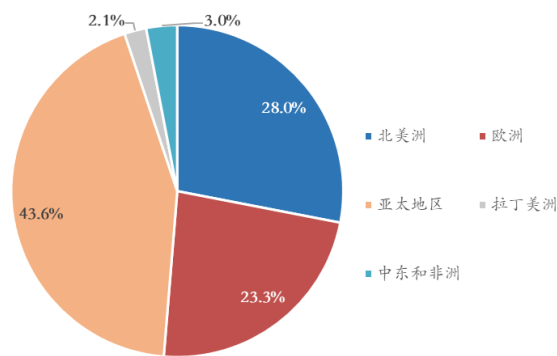


资料来源：公司公告，华安证券研究所

行业机电液结合发展趋势明显，公司率先布局，有望引领国内市场扩容。电动缸市场扩容驱动力主要有两点：①**电动缸是液压缸的升级产品，顺应新能源电动化发展趋势。**电动缸作为新型的机电一体化产品，不再依靠液压油作为传动媒介，在环保、体积、结构上更具优势，而且具备更高效、更精确的动力传输能力。②**下游应用领域拓展在持续拓展。**行走机械领域如高空作业平台、农机、矿用机械、小型挖机等设备，公司目前正在开发适用于电动化剪叉式高机的电动缸，剪叉式保有量大，电动化率增长速度较快，未来需求可观；工控自动化领域，电动缸适用于载荷要求低，精度要求高的场景，契合工业自动化应用；航空领域，电动缸对气缸、油缸的替代符合轻量化、小体积要求。

以滚珠丝杆为例，亚太地区需求增长更为强劲，公司有望代表国产品牌实现突破。根据 Value Market Research 数据，2019-2026 年，全球滚珠丝杆市场规模有望从 195 亿美元增长至 297 亿美元，CAGR 达 6.14%。分地区来看，亚太地区市场份额占比有望从 43.56% 增长至 46.64%，增长的主要动力就是以中国为代表的发展中国家在航空、制造和机器人等行业的需求升级。从竞争格局角度看，滚珠丝杆的主要供应商以海外品牌为主，如力士乐，日本 NSK、日本黑田、台湾上银等。

图表 8 2019 年全球滚珠丝杆分地区市场份额



资料来源：Value Market Research，华安证券研究所

图表9 滚珠丝杆的主流供应商

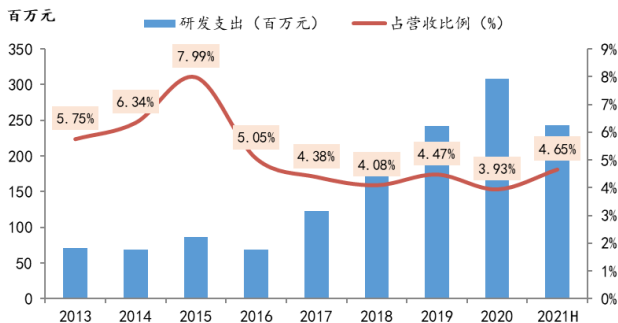


资料来源：华安证券研究所

2.3 重视研发，补强制造

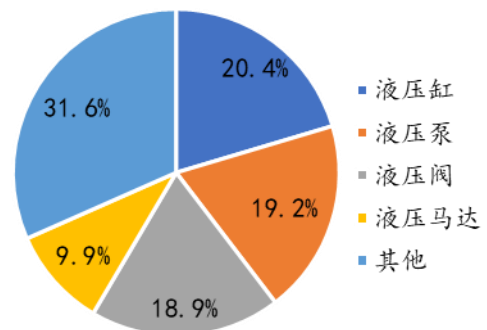
研发中心项目：重视研发，增强高端液压件自主创新能力。恒立国际研发中心项目拟投资 6.5 亿元，主要建设集研发创新、小批量试验制造、产品性能检测为一体的研发基地，包括研发中心、综合服务中心和试制平台，开展液压泵阀及马达相关研究，推动高端液压件自主创新能力。从价值量角度来看，液压泵、液压阀和液压马达合计价值占比接近 50%，而液压缸价值量仅占液压系统价值量的 20%。从市场格局角度看，液压缸领域基本实现国产替代，而高端的液压泵阀和马达仍以海外品牌为主。因此液压泵阀是公司未来主要发力方向，公司在 2021 上半年，研发投入达 2.43 亿元，同比增长 126.33%，正持续加大泵阀、电控产品研发创新力度，加速产品多元化格局。

图表10 公司研发投入力度加强



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表11 液压泵阀在液压系统中价值量占比高



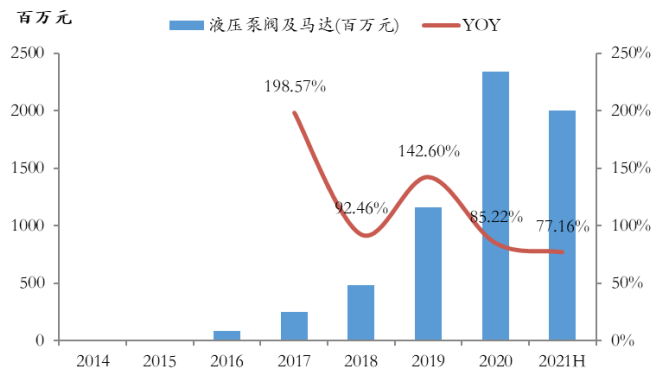
资料来源：ISC，华安证券研究所

通用液压泵技改项目：公司工业泵已实现突破，进入小批量试装阶段，提前进行产能布局。公司通用液压泵技改项目，投资 3.1 亿元，预计一年内产能将由 9000 台扩增至 7 万台，同时进行自动化升级，降本增效。2014-2020 年，公司液压泵阀业务板块营收自 384.62 万元快速增长至 23.4 亿元，6 年 CAGR 达 191%，主要在以挖机为主的行走机械领域实现突破。目前公司 V30G 系列工业泵适用在海工、盾构、试验台等领域，目前已完成全型号开发，进入试装阶段，现有产线在产能和自动化程度上难以应对未来订单的增长，因此公司提前进行产能布局，为产品结构优化打好基础，深化多元化布局增强未来抗周期能力。

超大重型油缸项目：提高自制率，补强非标大型油缸制造能力。公司超大重型油缸项目拟投资 1.5 亿，主要生产用于括海事海工、大型水利、锻压机床和冶金等行业的大直径、长长度的重型油缸。该项目利用现有厂房，解决公司定制化超大重型油缸的生产

能力瓶颈问题，改善以往自主设计加外协加工的模式。

图表 12 公司液压泵阀板块收入快速增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 液压件行业仍具备较大国产替代空间

2020年,我国液压件市场规模779亿,国产替代空间仍大。我国液压件主要应用领域包括工程机械、航空航天、冶金机械、工程车辆等领域,其中工程机械领域应用占比最高,超过40%。通过恒立收入规模估算,2020年,公司收入79亿元,公司国内整体占有率约10%,考虑到其他国产品牌,我们预计整体国产化率不足30%。根据工程机械行业十四五规划,核心液压件国产化率要超过60%,未来液压件替代空间较大。

图表 13 工程机械“十四五”规划挖机发展目标

工程机械领域“十四五”发展目标: 挖掘机械行业	
项目	目标
品牌建设:	品牌建设: 1~2家中国品牌挖掘机企业总销售进入全球前5行列; 2~3家进入全球前10行列; 1~2家零部件供应商进入全球前10行列。
产品质量与可靠性:	整机使用寿命超过2万小时, 可靠性基本达到国际主流水平。
市场占有率:	国产品牌国内总体市场占有率维持在60%以上, 其中在高端大挖市场的占有率突破55%。
海外市场规模:	出口持续保持增长, 占国内产销总量比例超过15%。
产业基础建设:	核心零部件自主可控, 核心液压件国产化率超过60%。
产业配套水平:	70%以上零部件具备市场竞争优势, 25%零部件具备进口替代能力, 完全依赖进口零部件比例低于5%。
规模化水平:	市场集中度: CR4 ≥ 60%, CR8 ≥ 80%。
网络化水平:	新机设备联网率: ≥ 60%。

资料来源: 工程机械工业协会, 华安证券研究所

4 投资建议

根据2020年报指引,公司2021收入增速预计为15%,偏保守。我们预计公司2021-23年收入96.62、112.53、128.01亿元,同比增速分别为23.0%、16.5%、13.8%;归母净利润分别为28.29、33.59、39.11亿元,同比增速分别为25.5%、18.7%、16.4%。对应PE分别

为 44、37、32 倍。凭借稀缺性和成长性，有望熨平业绩波动，给予“买入”评级

图表 14 盈利预测与估值简表

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7855	9662	11253	12801
收入同比 (%)	45.1%	23.0%	16.5%	13.8%
归属母公司净利润	2254	2829	3359	3911
净利润同比 (%)	73.9%	25.5%	18.7%	16.4%
毛利率 (%)	44.1%	41.1%	41.4%	41.8%
ROE (%)	30.8%	27.8%	24.8%	22.4%
每股收益 (元)	1.73	2.17	2.57	3.00
P/E	65.45	44.07	37.13	31.89
P/B	20.17	12.27	9.21	7.13
EV/EBITDA	47.18	35.19	29.39	24.91

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

基建、房地产等投资大幅下滑、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。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7595	10679	14342	18548	营业收入	7855	9662	11253	12801
现金	2777	4989	8104	11687	营业成本	4391	5691	6596	7457
应收账款	964	1152	1310	1491	营业税金及附加	72	92	106	120
其他应收款	10	18	18	21	销售费用	107	121	135	147
预付账款	164	209	235	271	管理费用	200	227	253	275
存货	1217	1723	1933	2190	财务费用	151	-17	-50	-96
其他流动资产	2463	2589	2741	2890	资产减值损失	-53	0	0	0
非流动资产	3025	3176	3308	3439	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	11	19	19	22
固定资产	2432	2548	2656	2769	营业利润	2606	3264	3877	4516
无形资产	280	282	286	290	营业外收入	5	3	3	3
其他非流动资产	313	346	365	380	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	10620	13855	17650	21987	利润总额	2609	3267	3880	4518
流动负债	2590	2958	3350	3729	所得税	348	431	513	598
短期借款	324	324	324	324	净利润	2261	2836	3367	3920
应付账款	675	872	1006	1141	少数股东损益	7	6	8	10
其他流动负债	1590	1761	2021	2264	归属母公司净利润	2254	2829	3359	3911
非流动负债	679	689	701	714	EBITDA	3087	3428	4000	4576
长期借款	370	380	392	405	EPS (元)	1.73	2.17	2.57	3.00
其他非流动负债	309	309	309	309					
负债合计	3269	3647	4051	4443					
少数股东权益	38	44	52	62					
股本	1305	1305	1305	1305					
资本公积	1411	1411	1411	1411					
留存收益	4598	7448	10830	14766					
归属母公司股东权益	7314	10165	13547	17482					
负债和股东权益	10620	13855	17650	21987					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1981	2618	3503	3963	成长能力				
净利润	2254	2829	3359	3911	营业收入	45.1%	23.0%	16.5%	13.8%
折旧摊销	311	283	287	286	营业利润	75.3%	25.2%	18.8%	16.5%
财务费用	146	25	25	26	归属于母公司净利	73.9%	25.5%	18.7%	16.4%
投资损失	-11	-19	-19	-22	获利能力				
营运资金变动	-843	-504	-155	-245	毛利率 (%)	44.1%	41.1%	41.4%	41.8%
其他经营现金流	3221	3337	3520	4163	净利率 (%)	28.7%	29.3%	29.8%	30.5%
投资活动现金流	-663	-391	-374	-368	ROE (%)	30.8%	27.8%	24.8%	22.4%
资本支出	-399	-410	-393	-389	ROIC (%)	29.1%	24.5%	22.2%	20.1%
长期投资	-338	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	75	19	19	22	资产负债率 (%)	30.8%	26.3%	23.0%	20.2%
筹资活动现金流	-818	-15	-13	-13	净负债比率 (%)	44.5%	35.7%	29.8%	25.3%
短期借款	-227	0	0	0	流动比率	2.93	3.61	4.28	4.97
长期借款	171	10	12	13	速动比率	2.40	2.96	3.63	4.31
普通股增加	423	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-423	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.70	0.64	0.58
其他筹资现金流	-762	-25	-25	-26	应收账款周转率	8.15	8.39	8.59	8.59
现金净增加额	335	2212	3115	3582	应付账款周转率	6.50	6.52	6.56	6.54

每股指标 (元)				
每股收益	1.73	2.17	2.57	3.00
每股经营现金流薄)	1.52	2.01	2.68	3.04
每股净资产	5.60	7.79	10.38	13.39

估值比率				
P/E	65.45	44.07	37.13	31.89
P/B	20.17	12.27	9.21	7.13
EV/EBITDA	47.18	35.19	29.39	24.91

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。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市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数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；
- 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。