

推荐 (维持)

## 深耕行业三十载，国产液压龙头优势明显

风险评级：中风险

恒立液压 (601100) 深度报告

2022年9月1日

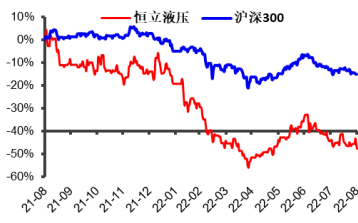
### 投资要点：

分析师：黄秀瑜  
SAC 执业证书编号：  
S0340512090001  
电话：0769-22119455  
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理：谢少威  
SAC 执业证书编号：  
S0340121010031  
电话：0769-23320059  
邮箱：xieshaowei@dgzq.com

主要数据	2022年9月1日
收盘价(元)	49.05
总市值(亿元)	640.28
总股本(亿股)	13.05
流通股本(亿股)	13.05
ROE(TTM)	25.17%
12月最高价(元)	100.88
12月最低价(元)	41.08

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- 深耕行业多年，多元化产品涉及多个领域。**公司成立于1990年，从液压油缸制造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企业。为实施公司的全球市场的战略性布局，先后收购多家企业，进军全球高端液压元件领域。目前，公司产品线比较完善，分为6大种类，涉及6大领域，16个细分领域，遍及工程机械、能源开采、隧道机械等多个行业，技术水平和生产规模跻身于世界液压领域前列。公司所处行业壁垒相对较高，公司竞争优势较强，新进企业较难突破。
- 下游景气度有望回升，整机需求增加将拉动公司订单增长。**2022年国家定调稳增长，6月新增专项债券基本发行完毕，预计将按计划8月使用完毕，新增一般债券8-9月将发行完毕。今年，新增地方政府债券资金投入基建占比均超50%。从固定资产投资角度来看，基建投资已持续好转，而房地产投资仍有下行压力，我们认为房地产投资将滞后于基建投资，下半年预计随着房地产政策放松，房地产投资有望迎来机会。在基建和房地产行业景气度回升双驱动下，工程机械需求有望增加，将拉动业内企业业绩增长。公司作为工程机械上游零部件龙头企业，将受益于下游行业需求的增加，下半年业绩有望改善。
- 行业竞争格局相对集中，进出口金额差距缩小。**我国液压技术起步较晚，但市场规模快速发展，已成为全球液压产品重要的市场之一，对全球液压产业起到了重要的推动作用。行业竞争格局方面，液压行业主要由国外企业占主导，CR4市场份额为42.3%，CR8市场份额为49.8%，行业竞争格局相对集中。液压系统依赖进口的问题仍较为突出，暂无法打破国内高端市场格局，尚未实现国产替代，但进出口差额已逐渐缩小。
- 2022H1业绩承压，2022H2订单有望改善。**2022H1营收和业绩同比增速下滑，主要系受下游景气度影响，产品销量受阻。2021年毛利率、净利率同比持平，2022H1毛利率同比下降1.89pct，净利率同比提升0.24pct。2022H1公司保持较强营运能力，偿债能力处于合理水平。展望2022年下半年，下游景气度回升，工程机械需求增加，有望拉动公司订单增长。
- 投资建议：**我们认为下游挖机销量旺季后移，下半年有望迎来逆周期上升趋势，公司订单有望增加。2022H1非挖工程机械领域及非工程机械领域均有不同程度的增长，下半年基建项目将不断增加，非挖工程机械需求有望增加，将拉动公司业绩增长。预计2022-2024年EPS分别为1.82元、2.00元、2.34元，对应PE分别为28倍、25倍、22倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**（1）若基建/房地产投资不及预期风险；（2）专项债发行不及预期风险；（3）海外需求趋弱风险；（4）原材料价格大幅上涨风险。

## 目 录

1. 行业深耕多年，多元化产品涉及多个领域	5
1.1 深耕行业三十年，铸造全球一体化企业	5
1.2 产品多元化布局，逐渐完善产品线	6
1.3 行业壁垒较高，加大研发投入	9
2. 下游工程机械需求增加，有望拉动公司订单增长	11
2.1 稳增长助力基建行业景气度回升，地产行业有望迎来边际改善	11
2.2 挖机销量前低后高迎逆周期上升	15
2.3 行业竞争格局相对集中，进出口金额差距缩小	18
3. 2022H1 业绩承压，2022H2 订单有望改善	22
3.1 2022H1 年营收增长放缓	22
3.2 2022H1 业绩承压，净利率小幅提升	23
3.3 期间费用率呈下降趋势	24
3.4 保持较强营运能力，偿债能力处合理水平	26
3.5 2022H2 订单有望改善	28
4. 投资建议	30
5. 风险提示	30

## 插图目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：股权穿透图	6
图 3：公司营收构成（%）	9
图 4：2021 年公司营收构成（%）	9
图 5：公司上市至今研发费用及增速	11
图 6：新增一般债券累计发行金额及占比	12
图 7：新增专项债累计发行金额及占比	12
图 8：2022 年上半年新增政府债券资金投向及基建投入占比（亿元，%）	12
图 9：基建固定资产投资完成额累计同比	13
图 10：中国居民中长期贷款	14
图 11：房地产固定资产投资完成额累计同比	14
图 12：房地产开发投资累计金额	15
图 13：房地产商品房累计销售面积	15
图 14：房地产累计施工面积	15
图 15：房地产累计竣工面积	15
图 16：挖掘机月度销量及增速	16
图 17：挖掘机月度内销及增速	16
图 18：装载机月度销量及增速	16
图 19：汽车起重机月度销量及增速	16
图 20：履带起重机月度销量及增速	17
图 21：随车起重机月度销量及增速	17
图 22：升降工作平台月度销量及增速	17
图 23：高空作业车月度销量及增速	17

图 24: 推土机月度销量及增速	17
图 25: 压路机月度销量及增速	17
图 26: 摊铺机月度销量及增速	18
图 27: 液压传动工作原理	18
图 28: 2016-2022 年全球液压市场规模及预测	19
图 29: 2020 年全球液压产品销售额分地区占比	19
图 30: 2016-2022 中国液压市场规模及预测	19
图 31: 2020 年中国液压产品销售占比	20
图 32: 2019 年中国液压行业下游应用领域	20
图 33: 2019 年液压行业主要企业销售情况	20
图 34: 2019 年液压行业市场份额分布	20
图 35: 中国液压行业企业梯队分布	21
图 36: 中国液压产品进口金额及增速	22
图 37: 中国液压产品出口金额及增速	22
图 38: 2017-2022H1 营收（亿元）	22
图 39: 2017-2022H1 营收增速（%）	22
图 40: 2017-2022H1 海外营收（亿元）	23
图 41: 2017-2022H1 海外营收增速（%）	23
图 42: 2017-2022H1 归母净利润（亿元）	23
图 43: 2017-2022H1 归母净利润增速（%）	23
图 44: 2017-2022H1 扣非后净利润（亿元）	24
图 45: 2017-2022H1 扣非后净利润增速（%）	24
图 46: 2017-2022H1 毛利率（%）	24
图 47: 2017-2022H1 净利率（%）	24
图 48: 2017-2022H1 期间费用率（%）	25
图 49: 2017-2022H1 研发费用率（%）	25
图 50: 2017-2022H1 销售费用率（%）	25
图 51: 2017-2022H1 管理费用率（%）	26
图 52: 2017-2022H1 财务费用率（%）	26
图 53: 2017-2022H1 应收账款周转率（次）	26
图 54: 2017-2022H1 应收账款周转天数（天）	26
图 55: 2017-2022H1 存货周转率（次）	27
图 56: 2017-2022H1 存货周转天数（天）	27
图 57: 2017-2022H1 资产负债率（%）	27
图 58: 2017-2022H1 流动比率	28
图 59: 2017-2022H1 速动比率	28
图 60: 2017-2022H1 现金流量情况（百万元）	28
图 61: 2017-2022H1 应收账款及占总资产比例	29
图 62: 2017-2022H1 存货及占总资产比例	29
图 63: 2017-2022H1 合同负债及增速	29
图 64: 2017-2022H1 人均创收及增速	30
图 65: 2017-2022H1 人均创利及增速	30

## 表格目录

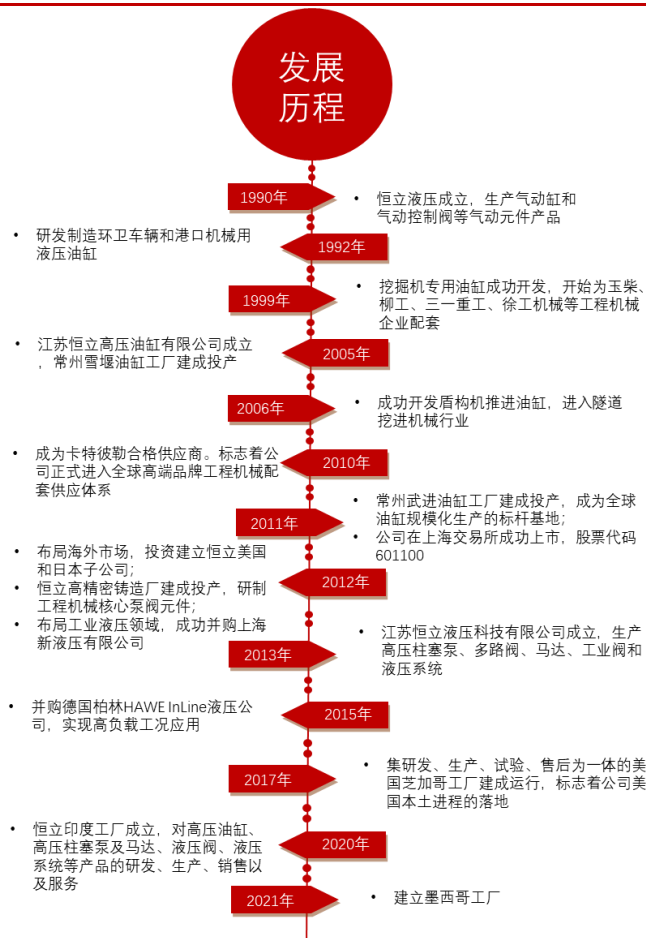
表 1：公司产品分为 6 大种类.....	7
表 2：公司产品涉及 6 大领域、16 个细分领域.....	8
表 3：公司与全球竞争企业人均创收、人均创利对比.....	21
表 4：公司盈利预测简表.....	31

## 1. 行业深耕多年，多元化产品涉及多个领域

### 1.1 深耕行业三十年，铸造全球一体化企业

恒立液压成立于 1990 年，总部位于中国常州，生产气动缸和启动控制阀等启动元器件产品。90 年代末公司成功开发挖掘机专用油缸，开始为国内工程机械企业配套。2011 年，公司在上交所成功上市。经过 30 年在行业的深耕，公司从液压油缸制造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企业。公司先后建立了恒立气动、恒立油缸、恒立铸件、恒立液压四大产业制造基地。为实施全球市场的战略性布局，公司先后收购上海立新液压、德国哈威 InLine 液压、日本服部精工等品牌企业，成功进军全球高端液压元件领域。目前，公司产品遍及工程机械、海洋工程、能源开采、隧道机械、工业制造等众多行业，技术水平和生产规模跻身于世界液压领域前列。公司为推动海外业务快速增长，不断提升地区服务响应速度和品牌形象，先后建立日本、美国、印度分公司，完善海外地区营销服务网络，逐步构建形成中国、美国、德国、日本为制造和销售的网络分布，辐射 20 多个国家和地区，为全球 2000 多家顶级客户提供一体化高效服务。公司也将不断提升核心竞争优势，致力于为客户提供高效的液压技术解决方案和产品。

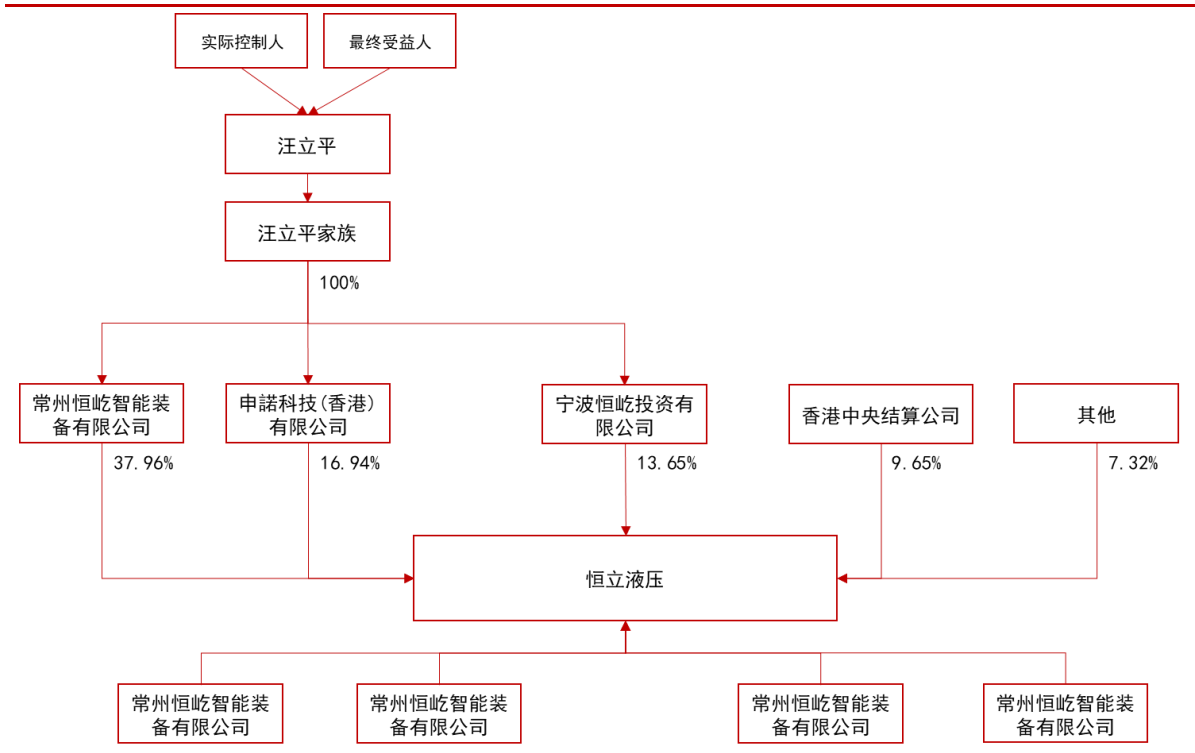
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司股权较为集中，实际控制人与最终受益人为汪立平先生。汪立平通过其家族直接和间接持有公司股份 68.55%。公司董事长汪立平及其一致行动人汪奇分别持有常州恒屹智能装备有限公司 51%、49%的股权对其实行控制，常州恒屹智能持有公司 37.96%的股权。汪立平通过持有宁波恒屹投资有限公司 90.74%的股权，间接持有公司 13.65%的股权。此外，汪立平一致行动人钱佩新通过设立 Weixi Trust 对 Ruiyuan Management 实行 100%控制，直接和间接对申诺科技进行控制，间接持有公司 16.94%的股权。

图 2：股权穿透图



数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 1.2 产品多元化布局，逐渐完善产品线

公司从 1990 年初建立生产气动缸等气动元件，通过两年时间成功研发环卫车辆和港口机械用液压油缸，初进液压领域。1996-2005 年，公司成功研发挖掘机专用油缸，在常州雪堰建立油缸工厂并投产。此后十年间，公司成功研发盾构机推进油缸、在常州武进建立全球油缸规模化生产基地、建立高精密铸造工厂为研制工程机械核心泵阀提供基地、投资成立子公司生产高压柱塞泵、多路阀、马达、工业阀以及液压系统。同时，公司并购多家企业，获取关键技术以提高自身研发技术水平。

目前，公司产品分为 6 大种类，分别为液压油缸、液压油泵、马达、液压阀、液压系统集成、高精铸件。

表 1：公司产品分为 6 大种类

公司产品类别	细分产品	图
液压油缸	挖机专用油缸、非标油缸	
液压油泵	恒立高压柱塞泵、InLine 重载柱塞泵	
马达	<b>液压马达：</b> 定量马达、变量马达； <b>摆线马达：</b> HCW、HBK	
液压阀	<b>行走液压阀：</b> 多路阀、先导控制、平衡阀； <b>工业阀：</b> 方向阀、压力阀、流量阀等； <b>螺旋纹插装阀：</b> 开关电磁阀、比例电磁阀、流量阀等	
液压系统集成	液压系统、液压油缸、液压阀、液压泵、 马达、液压测试平台	

<p>高精密铸件</p>	<p>阀铸件、泵铸件、油缸部件类逐渐、轨道交通铸件等</p>	
--------------	--------------------------------	--

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司产品涉及 6 大领域，包括行走机械、农业机械、工业工程、海洋工程、能源科技、隧道工程。从细分领域来看，公司产品应用于 16 个细分领域：1) 挖掘机、高空作业车等行走机械；2) 玉米机、青贮机等农业机械；3) 覆盖冶金、水利、注塑等 5 个细分领域的工业工程领域；4) 覆盖海工装备、海洋作业平台、港口机械的海洋工程领域；5) 覆盖石油天然气开采、风电和太阳能等发电的新能源设备的能源科技领域；6) 盾构机、湿喷机等隧道工程领域。随着公司不断完善产品线，产品应用领域将持续扩大。

表 2：公司产品涉及 6 大领域、16 个细分领域

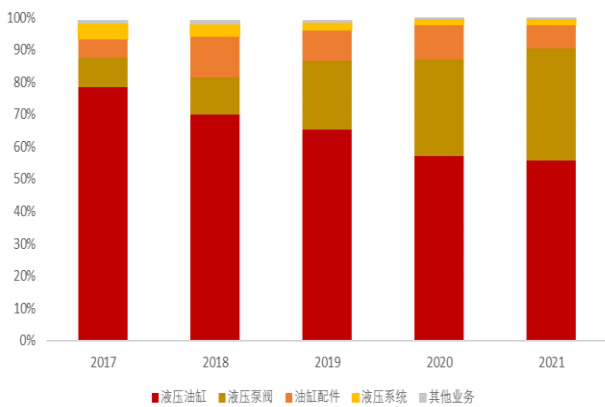
应用领域	细分领域	公司产品具体应用
行走机械	建筑机械	小型挖掘机、中大型挖掘机、混凝土泵送、压路机、摊铺机、铣刨机、装载机、推土机
	物料搬运	高空作业车、汽车起重机、履带起重机、旋挖钻机、水平定向钻、伸缩臂叉车、煤层掘进机、移动破碎站、矿用卡车、市政车辆
农业机械	收获机械	玉米机、青贮机、拖拉机、采棉机、甘蔗机、小麦机、水稻机
工业工程	冶金压铸	型材挤压机、锻压机械、连铸线、压滤机、电炉
	钣金行业	钣金行业用液压缸
	水泥行业	辊压机液压缸和液压系统、立磨机液压放和液压系统、篦冷机液压放和液压系统、相关项目液压系统
	水利行业	水利大坝弧门液压缸、进水口检修闸门液压缸
	固废破碎	V90N 230DP 变量柱塞双联泵
海洋工程	橡塑行业	注塑机
	海工装备	开体泥驳船、挖泥船、风电安装船、打桩船、滚装船、锚绞机、海工吊机
	海洋平台	自升式海洋平台、钻井平台
能源科技	港口机械	空箱推高机、正面吊、堆取料机
	石油天然气开采	钻采设备、增产设备
隧道工程	新能源	风力发电、太阳能发电、海洋能发电、海水淡化
	盾构掘进	盾构机、硬岩掘进机、凿岩台车
	隧道加固	湿喷机

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

随着公司的研发技术、产品质量和性价比、知名度不断提升，公司覆盖的优质客户不断增加。公司的挖机专用油缸覆盖客户包括卡特彼勒、三一重工、徐工机械等知名挖掘机整机厂商。非标油缸的客户中，包括著名盾构机品牌中铁铁建、中铁装备、小松；高空作业平台的知名品牌浙江鼎力等；新能源设备企业歌美飒、维斯塔斯；海洋工程领域客户 TTS、国民油井、麦基嘉。其他产品客户还包括海天国际、伊之密等知名企业。

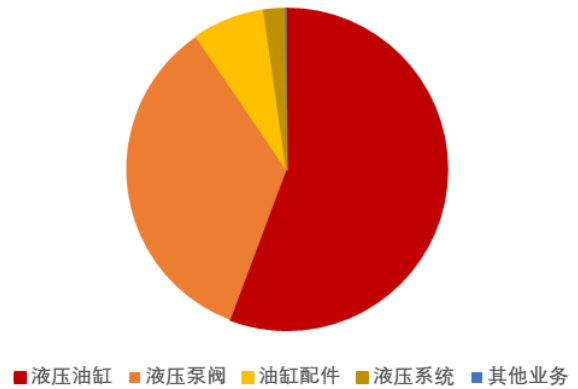
公司液压油缸业务 2017-2021 年营收比例呈下降趋势，但仍保持 50% 营收比例，2021 年液压油缸营收比例为 55.72%，同比下降 1.53%。液压泵阀业务营收比例与液压油缸呈相反趋势，2021 年营收比例为 34.76%，同比提升 4.99pct。油缸配件及液压系统 2021 年营收比例分别为 7.27%、2.11%。

图 3：公司营收构成（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2021 年公司营收构成（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.3 行业壁垒较高，加大研发投入

液压行业为技术密集型行业，其进入壁垒较高，包括市场、人才、资金规模、产品的研发、设计和制造等方面。

- 1) **市场壁垒：** 液压元件是保证液压主机性能与品质重要的基础件，下游厂商对产品的性能、可靠性、稳定性等方面均有较为严格的要求。下游厂商对于供应商的选择较为慎重，而且每个厂商均有自身的一套供应商的考核认证程序及管理制度，通常会在业内具有较好信誉的供应商中进行选择。对于新进企业来说，较难进入到大型、知名整机厂商的供应商名录，因其难以在短时间内建立较好的市场口碑，同时在研发新产品及产品更新迭代方面也难以与业内知名品牌竞争，因而液压行业存在一定的市场壁垒。
- 2) **人才壁垒：** 液压产品在研发、生产、销售以及售后维护等过程中均需要专业的技术人才和管理人才的支持。企业需要具有丰富实践经验的研发团队来保证公司研发技术的可持续性和创新性。随着时代发展，下游客户对液压产品的要求也随之提高，行业对技术人才的需求愈发高涨，知名企业通过和高校合作及自

身知名度在技术人才、管理人才储备上有一定优势。新进企业需短期内构建专业的技术人才梯队并稳定发展是十分困难的。

- 3) **资金规模壁垒：**液压产品的生产需要较大规模的固定资产投资，除了生产商所需设备外，在生产前期的研发所需设备和生产后期所需加工设备、检测仪器等。此外，人工成本的不断提高也是企业需要面对的一项难题。近年国家大力推动智造，制造业向自动化生产转型，企业转型自动化生产的设备购置及生产线集成设计等也需要较大资金支持。同时，设备配置的高低在很大程度上将影响公司的生产效率、成品良率、利润水平、盈利能力以及市场竞争力。对于新进企业来说，资金规模壁垒较高。
- 4) **产品的研发、设计和制造壁垒：**液压产品在研发、设计、生产制造、检测等环节均需专业的人才进行研发，研发周期较长及生产工艺复杂。产品在不同的主机及主机不同部位的使用时，对于产品的压力、流量以及方向控制均有不同的要求，需根据下游客户的需求进行高度匹配和精密的研发设计之后才能进行造模试产。其过程是一个涵盖材料研发、结构设计、性能设计等多方面的经验累积。在试产完成后的性能测试、损耗和寿命测试、环境测试等技术也是知名厂商的竞争优势。对新进企业来说，研发技术相关壁垒在短时间内较难得到突破。

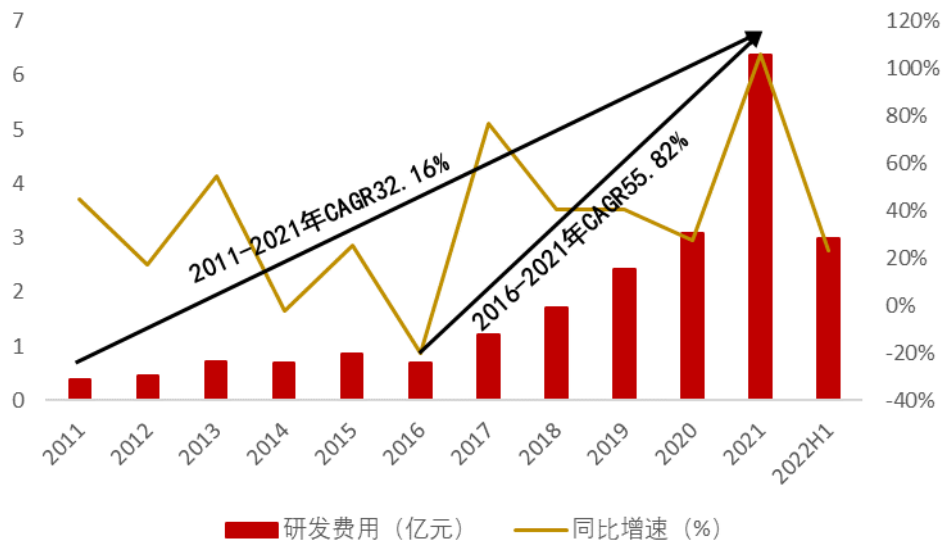
公司产品出口欧美、日本等发达国家和地区，积累了一批行业优质客户。在挖掘机、高空作业平台、盾构机、海工海事、新能源设备、工业设备等领域拥有较高的市场占有率。众多的优质客户群体为公司建立较为明显的先发优势，对新进竞争者构成较强进入壁垒，为公司提供业绩稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

技术研发方面，公司在德国柏林、美国芝加哥、中国上海以及常州设有专门的液压研发基地，研发人员约 700 人。公司聘请德国、日本、美国等多位液压领域专家，与国内液压行业的专家共同组成液压研发团队。公司的研发和制造团队实力较强，形成具有多产品的自主知识产权的技术体系，核心技术包括高精密液压铸造技术、摩擦焊接技术、热处理技术、高压密封技术、测试技术和先进机加工工艺技术。公司将技术创新作为核心竞争力，持续开展应用技术和行业前沿的新产品、新工艺研究，持续研发制造核心竞争力强的液压产品。

公司自上市以来，研发费用呈上升趋势。公司 2011-2016 年研发费用较为波动，2011-2021 年复合增长率为 32.16%。2016-2021 年研发费用增长速度加快，年复合增长率为 55.82%。2021 年研发费用为 6.36 亿元，同比增长 105.83%。2022H1 研发费用为 2.99 亿元，同比增长 23.05%。

2021 年，公司科技创新工作取得了重大成效，参与国内工程机械龙头三一重机合作承担了国家重点研发计划等多个项目。同年，公司获得中国专利奖优秀奖、常州市专利奖等。截至 2021 年末，公司拥有有效专利共 445 件，其中国外发明专利 11 件、国内发明专利 57 件。

图 5：公司上市至今研发费用及增速



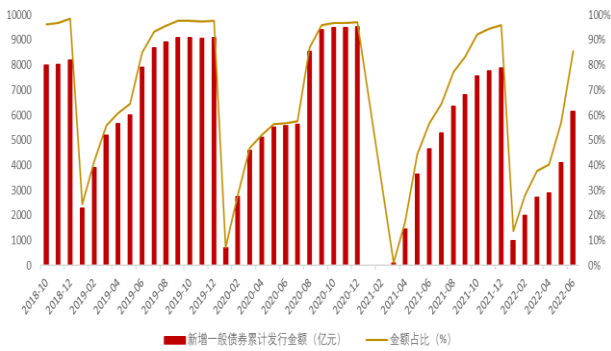
数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 2. 下游工程机械需求增加，有望拉动公司订单增长

### 2.1 稳增长助力基建行业景气度回升，地产行业有望迎来边际改善

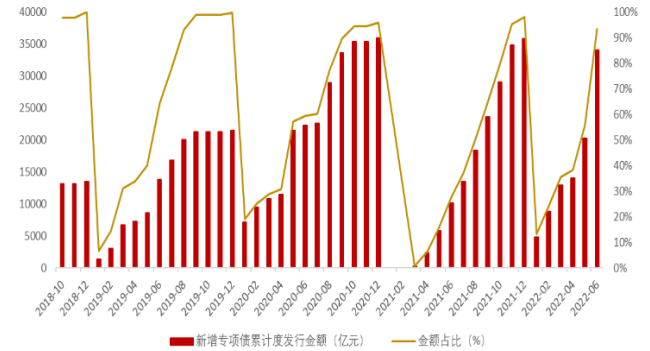
国家 2022 年经济工作定调稳增长，稳字当头、稳中求进是全年工作的重点。2021 年上半年地方政府新增专项债的发行进度较为缓慢，主要是进行资金合理的管理，避免债券资金闲置。下半年国家加快专项债的发行进度，7-12 月新增专项债累计发行 2.57 万亿元，占比发行额度的 70.41%，为 2022 年优质的基建储备项目提供充足的资金来源。与 2021 年政府进行空闲资金管控，专项债发行进度缓慢目标不同，2022 年在稳增长的总基调背景下，适当超前基建投资将加快专项债发行进度，2022 年新增专项债发行进度提速。2022 年 6 月发行新增一般债券 2041 亿元，同比增长 97.79%，环比增长 67.85%，占发行额度的 28.35%；发行新增专项债 13724 亿元，同比增长 218.91%，环比增长 117.15%，占发行额度的 37.60%。2022 年上半年新增一般债券、专项债券分别累计发行 6148 亿元、34062 亿元，分别同比增长 32.03%、235.81%，分别占发行额度的 85.39%、92.01%，分别较去年同期发行进度占比提升 28.60pct、65.57pct。按照政府指导，2022 年新增专项债券基本发行完毕，新增专项债资金将按计划于 8 月使用完毕。我们认为，新增一般债券也将于 8-9 月发行完毕，将进一步助力基建项目开工率的提升。

图 6：新增一般债券累计发行金额及占比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

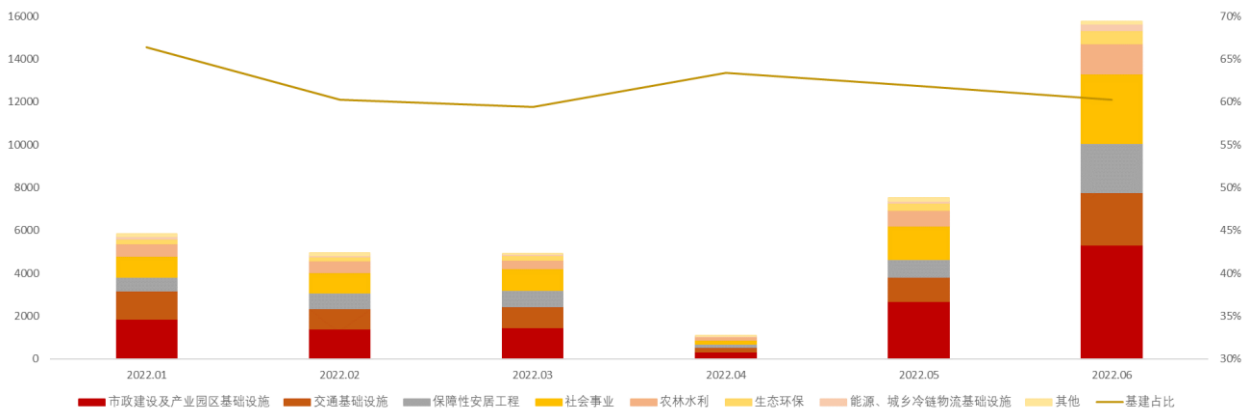
图 7：新增专项债累计发行金额及占比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

我国新增政府债券资金分为八大方向，基建类别投入包括市政建设及产业园区基础设施、交通基础设施、农林水利、能源和城乡冷链基础设施四大方向。根据我国财政部数据，2021 年新增政府债券资金投入基建项目总额 2.49 万亿元，占比 55.71%。2022 年上半年新增政府债券资金投入基建项目总额为 24611.60 亿元，占比 61.41%。1-6 月资金投入基建占比分别为 66.39%、60.22%、59.44%、63.41%、61.82%、60.24%，投入占比均超过 50%。

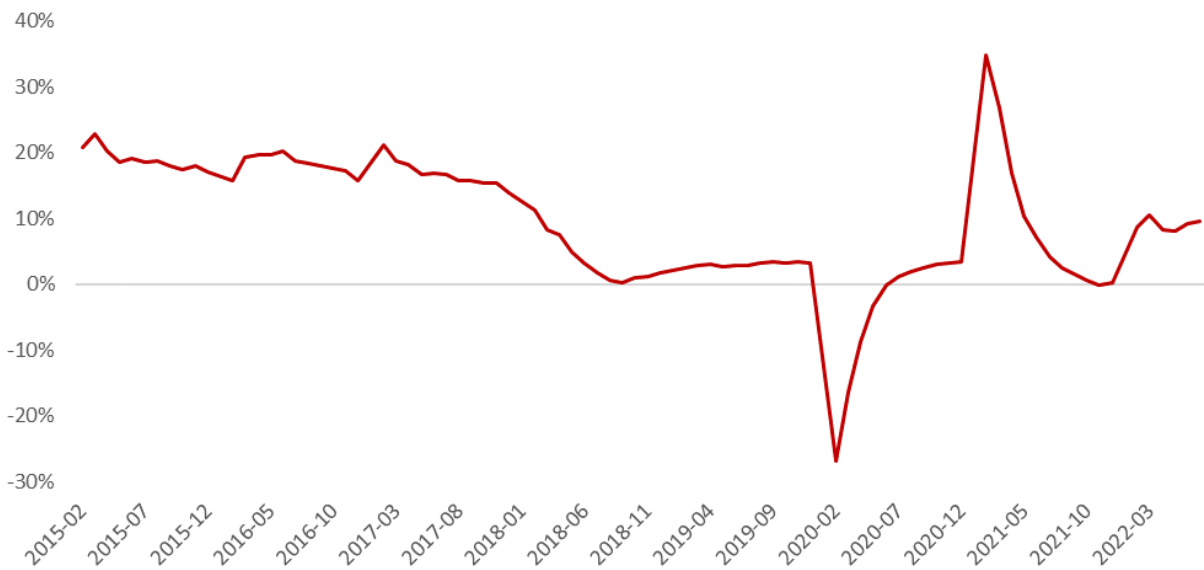
图 8：2022 年上半年新增政府债券资金投向及基建投入占比（亿元，%）



数据来源：财政部，东莞证券研究所

基建固定资产投资自 2021 年 12 月逐渐回暖，2022 年 7 月固定资产投资累计同比 9.58%，同比提升 5.39pct，环比提升 0.33pct。由于 3 月全国多地疫情蔓延实行风控管理，固定资产投资有所回落属正常投资逻辑，同时未影响之后的同比回升。我们认为随着疫情常态化，影响因素逐渐减弱，基建固定资产投资将呈稳定上升趋势。

图 9：基建固定资产投资完成额累计同比



数据来源：iFind，东莞证券研究所

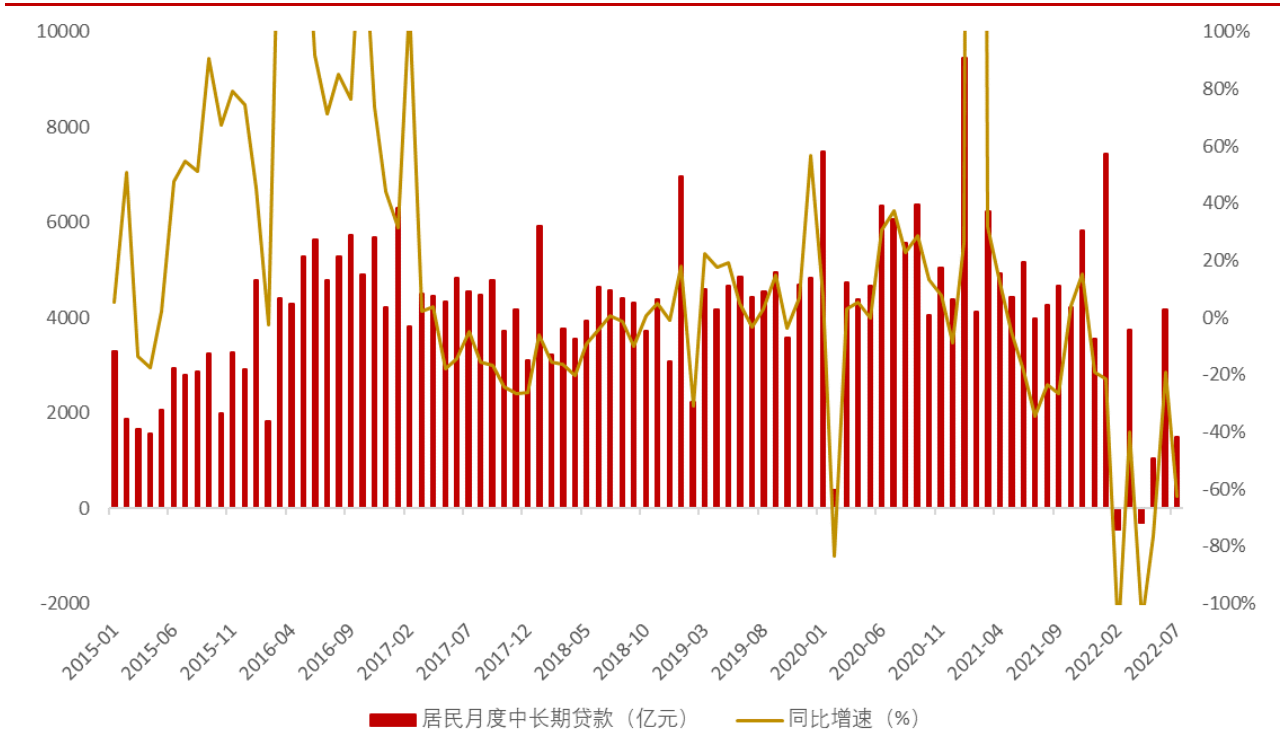
据中国建筑公告，2022 上半年基础设施业务新签合同 5148 亿元，同比增长 31.3%。中国中铁发布 2022 年二季度经营数据公告，2022Q2 基建项目新签数量 1766 个，新签合同额为 4913.4 亿元；1-6 月，累计新签项目数量 3357 个，新签合同额为 10347.9 亿元，同比增长 13.7%，基建行业景气度逐渐回暖。央视财经挖掘机指数公布 2022 年 7 月数据，在适度超强基础设施投资的背景下，随着全国各省基建项目开工数量逐渐增加，工程机械的开工率、平均作业量延续上半年恢复增长态势。7 月，汽车起重机、挖掘机、泵车、摊铺机开工率超过 60%，汽车起重机开工率为 80.86%，创历史新高。数据显示着我国各项基础设施建设投资活跃度持续提升，经济活力有明显恢复。我国 7 月 17 个省开工率环比正增长，广东、广西、福建等省份单月开工率均超 70%。同时，西部省份基建开工率持续加速，宁夏等省份工程机械开工率持续同比正增长。

房地产行业方面，2022 年定调稳增长，要将稳增长放在更加突出的位置，而房地产是国民经济的支柱产业，规模大、链条长、牵涉面广，对于经济金融稳定和风险防范具有重要的系统性影响。3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，会议谈到货币政策、房地产等方面，提出要积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策；会后中央多部门跟进表态促进房地产市场健康稳定发展。在稳增长的基调下，房地产政策有望边际宽松，房地产市场有望回暖。从年初至今，全国 70 城先后出台房地产调控政策。从政策端来看主要包括下调首付比例、下调房贷利率、提供购房补贴、松绑限购和限售等方面。

从新增人民币贷款口径来看，居民户中长期贷款连续 8 个月同比少增，在一定程度上表明对房地产需求趋弱。2022 年 7 月，国内居民中长期贷款 1486 亿元，同比少增 2488.00 亿元（同比下降 62.61%），环比少增 2680.72 亿元（环比下降 64.34）。2022 年 7 月，固定资产投资累计同比下降 5.20%，同比下降 17.70pct，环比下降 1.00pct。7 月国内房地产开发投资 11147.79 亿元，同比下降 12.33%，环比下降 31.10%；1-7 月累计

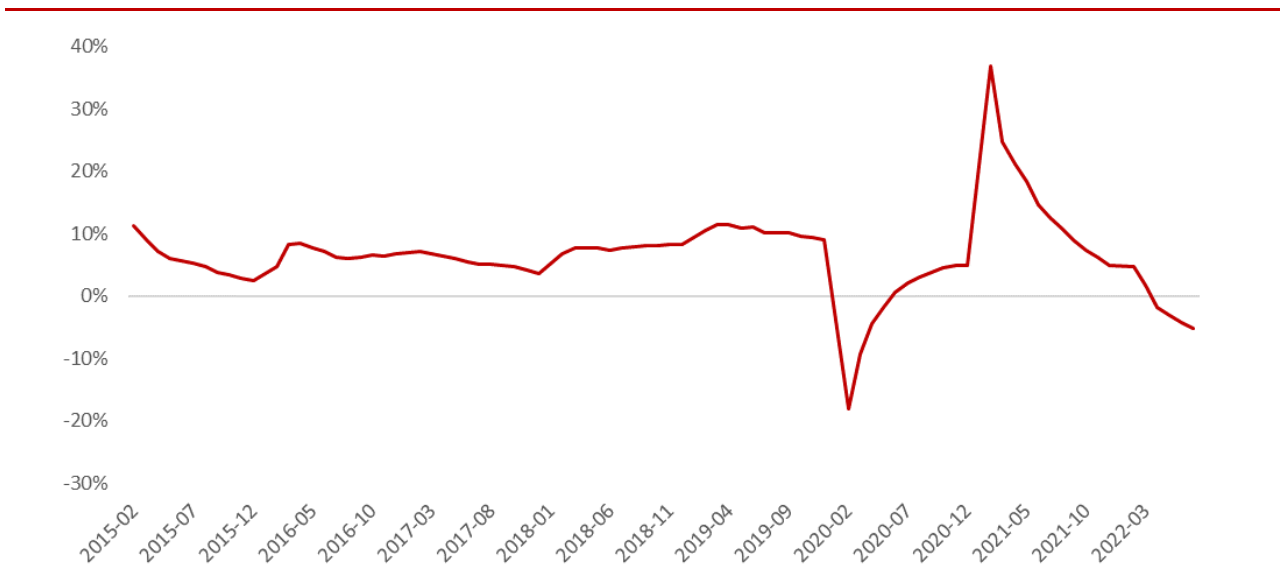
金额 79462.39 亿元，同比下降 6.40%，房地产开发累计投资金额已连续 17 个月同比下降。7 月单月房地产累计销售面积、施工面积、竣工面积分别同比下降 23.09%、3.66%、23.35%。我们认为房地产开发投资、销售面积等数据仍在探底中，在供需双弱的形势下，对房地产政策宽松的预期不断提升。未来随着房地产政策逐渐宽松，行业数据将边际改善，有望拉动工程机械销量增长。

图 10：中国居民中长期贷款



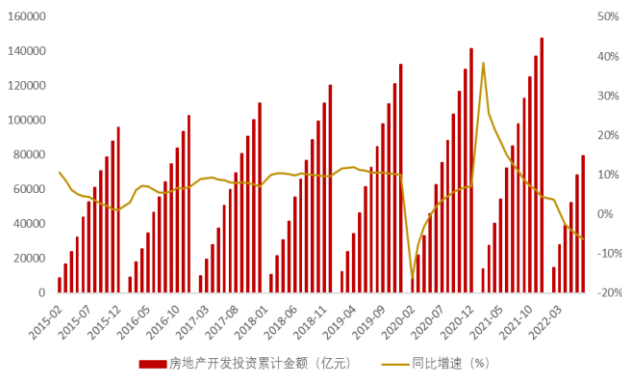
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 11：房地产固定资产投资完成额累计同比



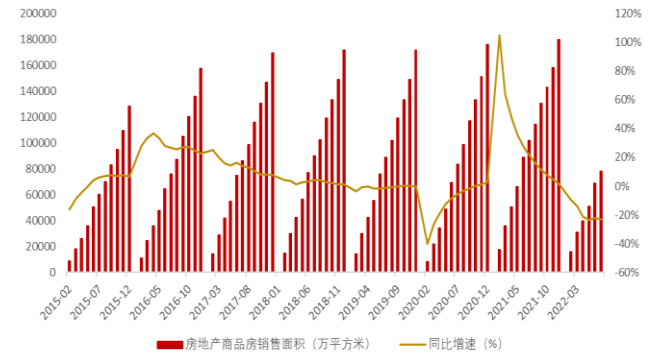
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 12：房地产开发投资累计金额



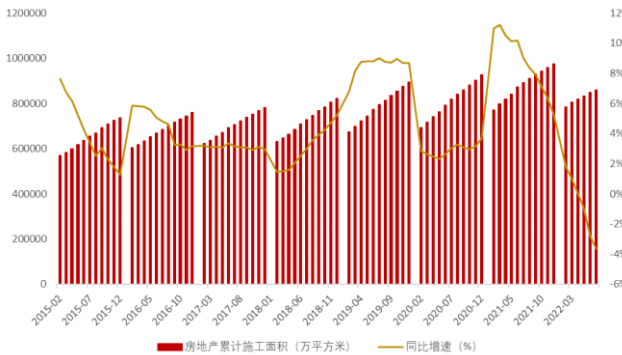
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 13：房地产商品房累计销售面积



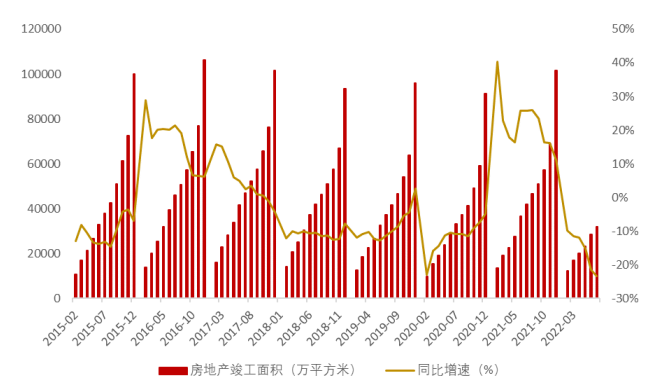
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 14：房地产累计施工面积



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 15：房地产累计竣工面积



资料来源：iFind，东莞证券研究所

从固定资产投资的角度来看，基建投资已持续好转，而房地产投资仍有下行压力，我们认为房地产投资将滞后于基建投资，下半年预计随着房地产政策放松，房地产投资有望迎来机会。在基建和房地产行业景气度回升双驱动下，工程机械需求有望增加，将拉动业内公司业绩增长。公司作为工程机械上游零部件龙头企业，将受益于下游行业需求增加，下半年业绩有望改善。

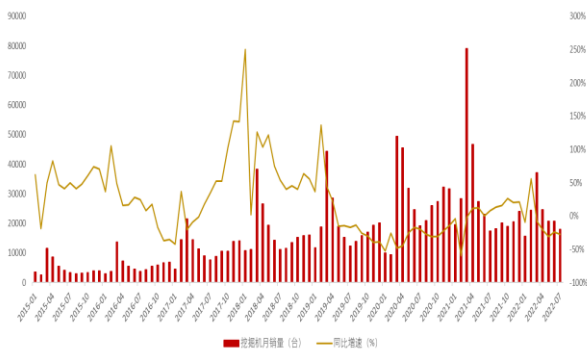
## 2.2 挖机销量前低后高迎逆周期上升

从下游工程机械销售数据来看，挖掘机销量同比增速自 2021 年 4 月持续放缓。从历年数据来看，挖掘机销量受季节性影响。通常而言，3 月、11-12 月为挖掘机销量旺季；9-10 月为下游基建称为的金九银十旺季，2021 年主要是资金不足叠加原材料价格上涨导致工程项目开工率偏低。2022 年春节后，受到基建项目与投资适度超前、专项债加速发行等有利因素驱动，2-3 月挖掘机销量环比转正，分别环比增长 56.87%、51.47%。但 3 月下旬，受到疫情在全国各地蔓延，各地风控管制影响项目开工，市场整体需求仍

然偏弱。叠加去年同期高基数影响，3月挖掘机销量同比下降53.08%。随着房地产调控政策逐步放宽发力，政策出台强化基建加码预期，叠加疫情防控常态化，7月挖掘机销量同比增速转正，为3.42%；内销同比增速-24.97%，连续4个月降幅缩窄。我们认为挖掘机旺季后移，挖掘机销量将呈前低后高趋势，预计销量将迎来逆周期上升趋势。

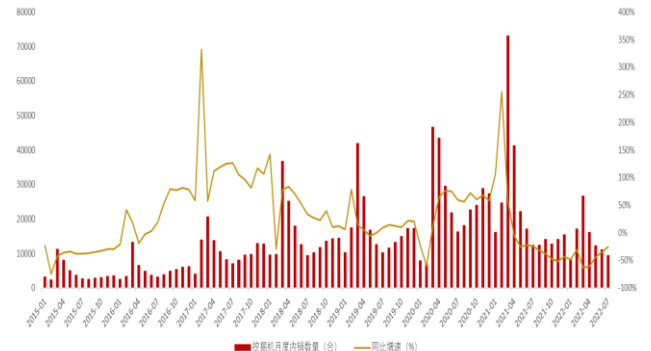
2022年7月，工程机械销量同比增速保持正增长或降幅收窄趋势。装载机、升降工作平台等产品7月同比增速保持正增长，销量分别为8158台、18877台，分别同比增长15.21%、20.37%；汽车起重机、压路机等产品7月同比增速降幅收窄，销量分别为1898台、1239台，分别同比下降26.13%、3.80%。

图 16：挖掘机月度销量及增速



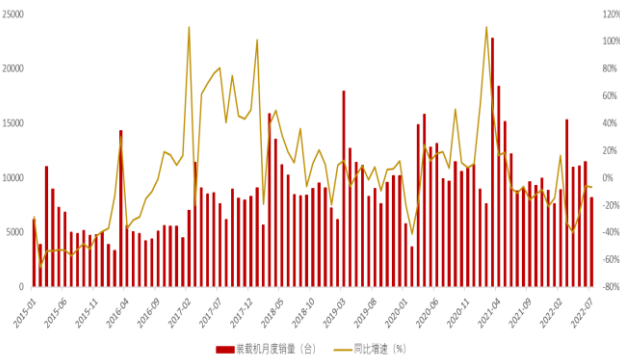
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 17：挖掘机月度内销及增速



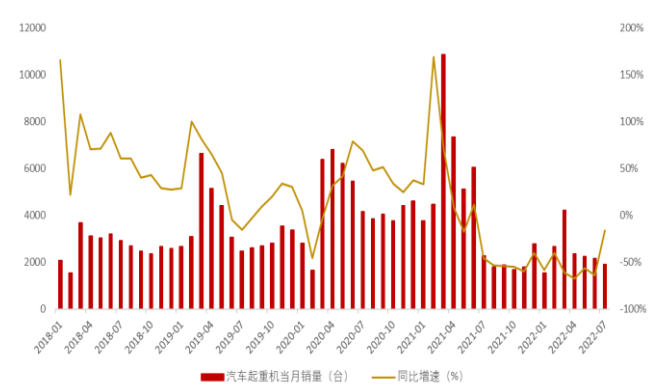
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 18：装载机月度销量及增速



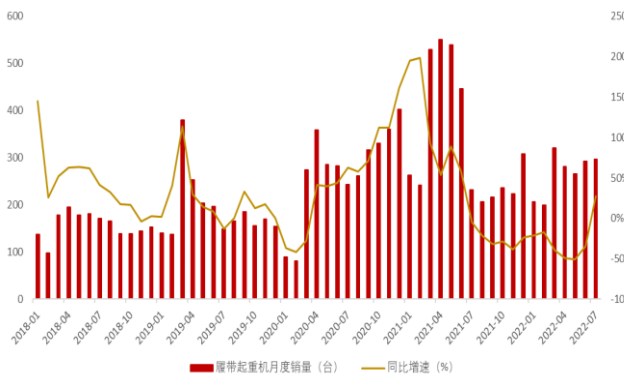
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 19：汽车起重机月度销量及增速



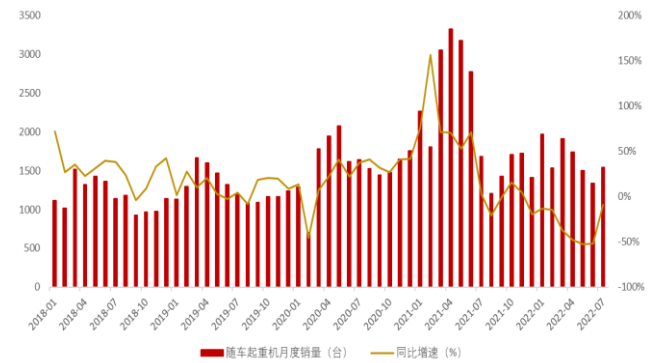
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 20：履带起重机月度销量及增速



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 21：随车起重机月度销量及增速



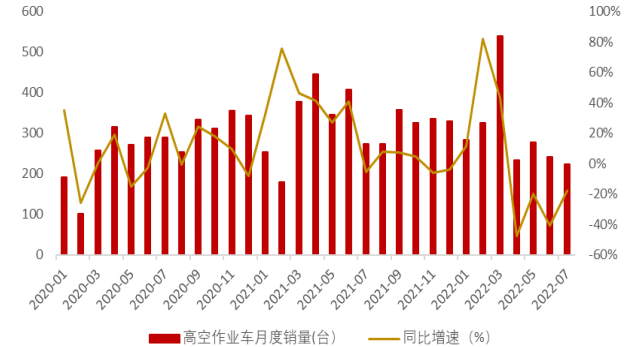
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：升降工作平台月度销量及增速



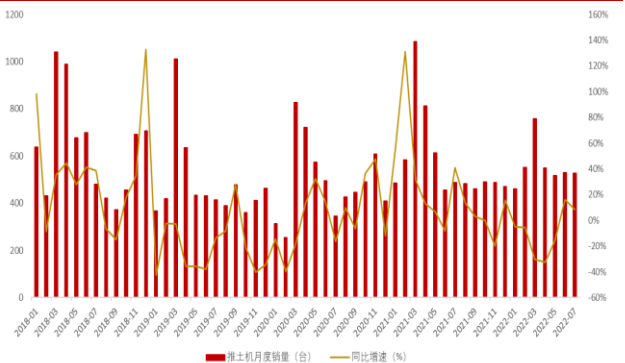
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 23：高空作业车月度销量及增速



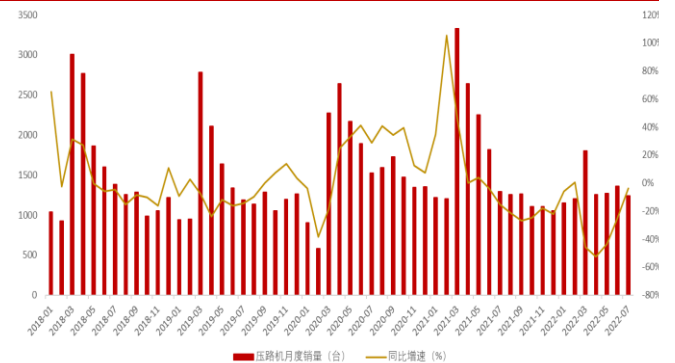
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 24：推土机月度销量及增速



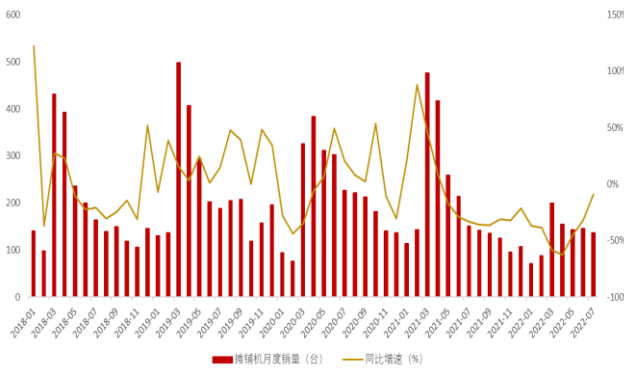
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 25：压路机月度销量及增速



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 26：摊铺机月度销量及增速

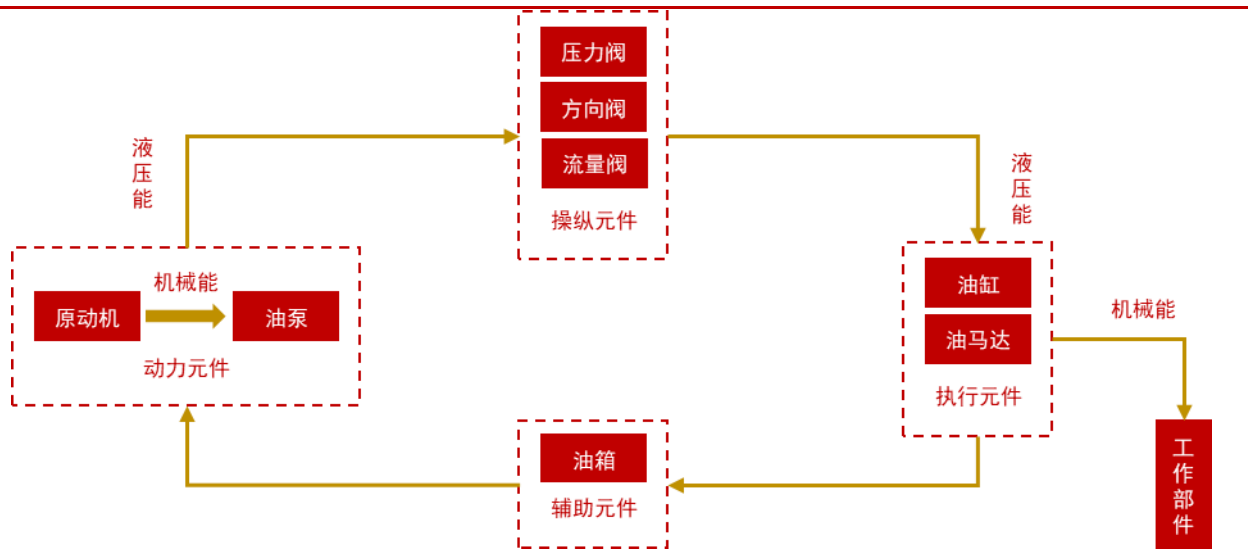


资料来源：iFind，东莞证券研究所

### 2.3 行业竞争格局相对集中，进出口金额差距缩小

液压系统的传动原理是以液体作为工作介质，通过驱动装置将原动机的机械能转换为液体的液压能，然后通过管道、液压控制及调节装置等，借助执行装置，将液体的压力能转换为机械能，驱动负载实现直线或回转运动。

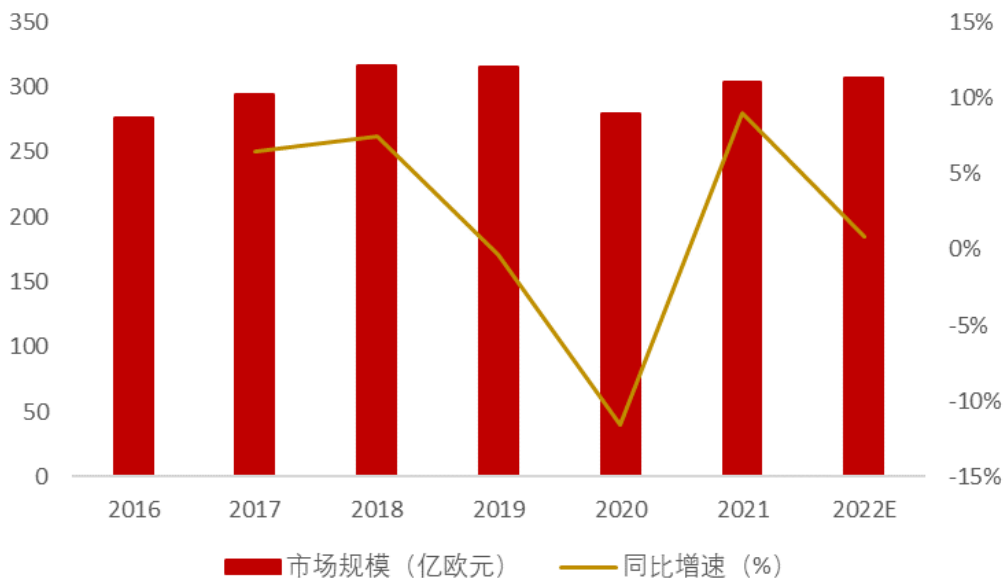
图 27：液压传动工作原理



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

随着液压产品技术与生产工艺的成熟，下游应用领域不断扩大，行业逐步进入相对稳定的发展阶段。2018 年液压行业市场规模触顶后，2020 年受疫情影响，全球经济下行，行业规模有所回落。2021 年市场规模为 304.25 亿欧元，同比增长 9.01%，预计 2022 年市场规模同比小幅度提升至 306.82 亿欧元。

图 28：2016-2022 年全球液压市场规模及预测

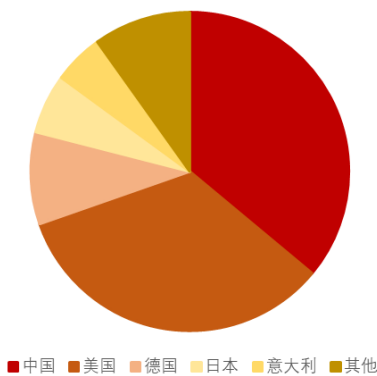


数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

从产品销售市场来看，中国、美国共占据 60%以上全球液压市场，分别销售占比 36.04%、33.62%。虽然我国液压技术起步较晚，但市场规模快速发展，对全球液压产业起到了重要的推动作用。

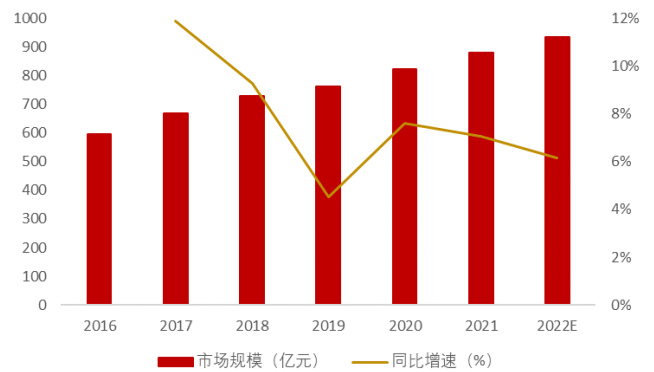
国内市场方面，2016-2021 年液压市场规模呈上升趋势，复合增长率为 8.04%。2021 年行业市场规模为 879 亿元，同比增长 7.06%，预计 2022 年将突破 930 亿元。

图 29：2020 年全球液压产品销售额分地区占比



资料来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

图 30：2016-2022 中国液压市场规模及预测

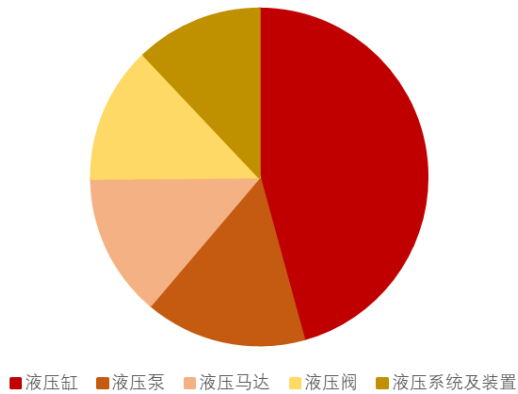


资料来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

从产品销售额来看，我国液压产品销售额最高的是液压缸，销售占比 45.75%，液压泵、液压马达、液压阀、液压系统及装置分别销售占比为 15.47%、13.65%、13.09%、12.05%。

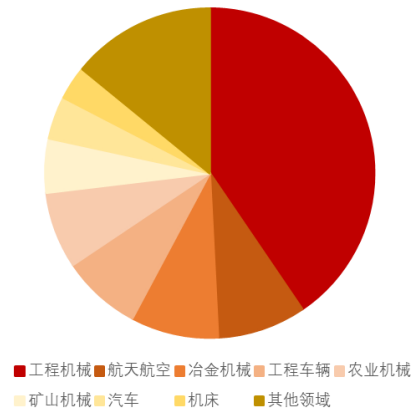
国内液压行业的下游应用主要为工程机械，占比为 40.5%。另外，航天航空、冶金机械、工程车辆分别占比 8.7%、8.6%、7.8%。

图 31：2020 年中国液压产品销售占比



资料来源：中金企信国际咨询，东莞证券研究所

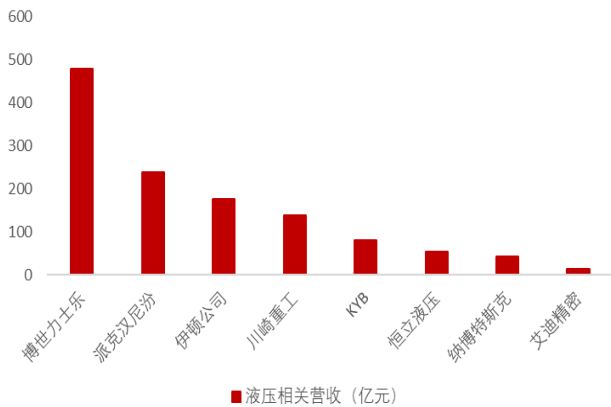
图 32：2019 年中国液压行业下游应用领域



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

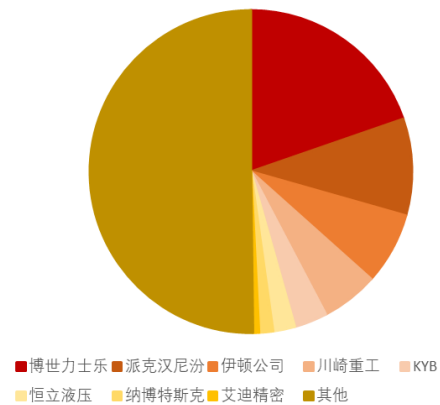
行业竞争格局方面，液压行业主要由国外企业占主导，2019 年液压企业销售额前三的为德国博世力士乐、美国派克汉尼汾、美国伊顿公司，分别销售额为 480 亿元、238 亿元、176 亿元，分别占据市场份额 19.7%、9.7%、7.2%。恒立液压和艾迪精密分别销售额为 54 亿元、14.4 亿元，分别占据市场份额 2.2%、0.6%，远低于领头企业。在液压行业中，CR4 市场份额为 42.3%，CR8 市场份额为 49.8%，行业集竞争格局相对集中；博世力士乐销售额是派克汉尼汾的 2 倍，拥有绝对的竞争优势。

图 33：2019 年液压行业主要企业销售情况



资料来源：华经情报网，东莞证券研究所

图 34：2019 年液压行业市场份额分布



资料来源：华经情报网，东莞证券研究所

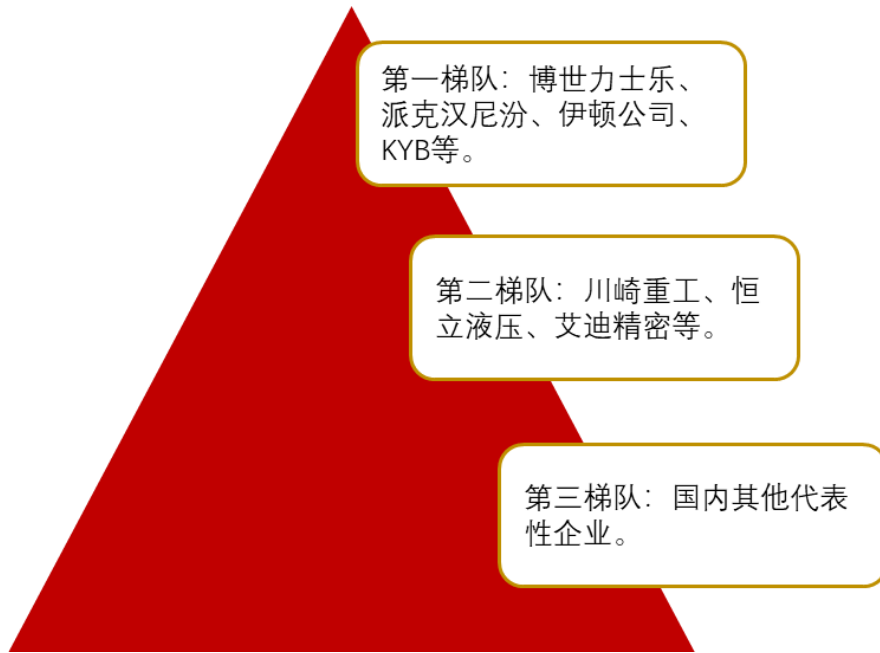
从梯队分布来看，博世力士乐、派克汉尼汾、伊顿公司等稳坐行业第一梯队位置。川崎重工、恒立液压、艾迪精密等企业处于第二梯队，第三梯队为国内其他代表性企业。

与全球竞争对手相比，2021 年派克汉尼汾的人均创收、人均创利在 6 家企业中排名第一，博世力士乐及伊顿公司均排在前列。侧面的印证目前行业的竞争地位。公司 2021 年人均创收、人均创利分别为 160 万元、46 万元，均好于日本 KYB 及艾迪精密。

目前，液压系统依赖进口的问题仍较为突出，2019-2021 年液压产品进口金额分别为 31.50 亿美元、31.70 亿美元、35.70 亿美元；出口金额分别为 14.00 亿美元、12.60

亿美元、21.10 亿美元，将近 60-70%为进口产品，暂无法打破国内高端市场格局，尚未实现国产替代。但从数据上可以看出，2021 年进出口差额已逐渐缩小。国内企业对比全球龙头公司仍有一段距离，但随着行业的发展和国内企业的技术革新，叠加海外需求不断增加和产品高性价比等因素，液压行业中优质企业的市占率有望不断提升，国产替代率将不断提高。政策方面，国家颁布多项政策推动及规范行业的发展。在国家“十四五”规划大力推动智能制造的指导下，全国多地相继出台相关政策推动行业向智能化转型。

图 35：中国液压行业企业梯队分布



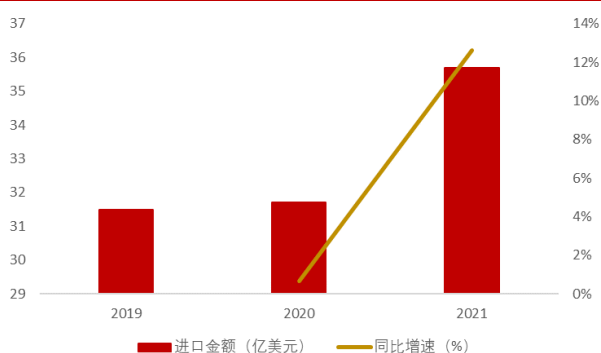
数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

表 3：公司与全球竞争企业人均创收、人均创利对比

	2021 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2021 归母 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	员工人数 (人)	人均创收 (亿元)	人均创利 (亿元)
博世力士乐	44523.89	19.56%	/	/	31052	1.434	/
派克汉尼汾	98980.61	6.58%	11757.49	112.97%	55090	1.797	0.2134
伊顿公司	127040.2	32.91%	9869.36	22.83%	86000	1.477	0.1148
KYB	195.36	-14.03%	10.18	127.61%	14472	0.013	0.0007
恒立液压	93.09	18.51%	26.94	19.51%	5801	0.016	0.0046
艾迪精密	26.84	18.99%	4.70	-8.97%	2496	0.011	0.0019

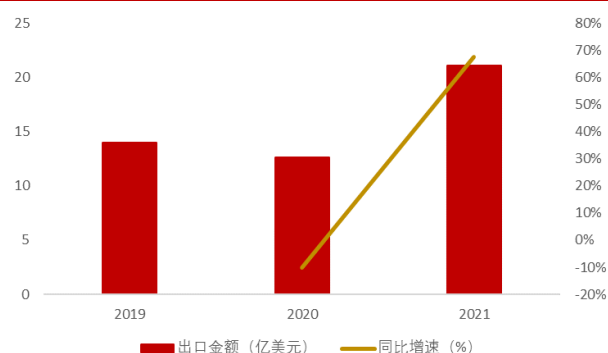
资料来源：博世力士乐官网，Wind，东莞证券研究所整理

图 36：中国液压产品进口金额及增速



资料来源：普华有策，东莞证券研究所

图 37：中国液压产品出口金额及增速



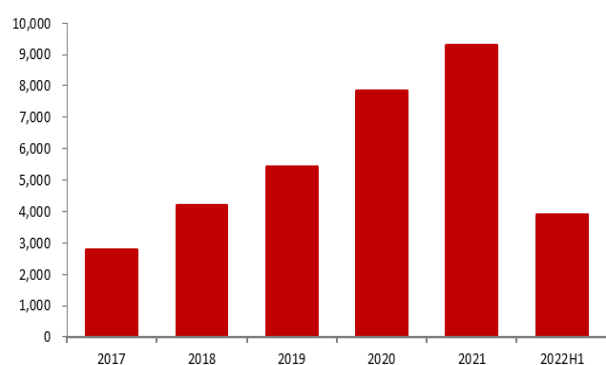
资料来源：普华有策，东莞证券研究所

### 3. 2022H1 业绩承压，2022H2 订单有望改善

#### 3.1 2022H1 年营收增长放缓

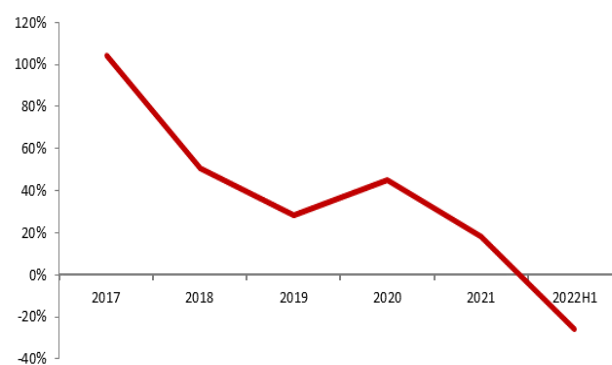
公司 2021 年营收为 93.09 亿元，同比增长 18.51%，2017-2021 营收年复合增长率为 35.09%。营收的增长主要是疫情后下游的需求增加。2022H1 营收为 38.86 亿元，同比下降 25.65%，主要受下游景气度影响，产品销量受阻。其中，挖机油缸收入同比下降约 27%，泵阀销量下降导致子公司营收同比下降约 37%。

图 38：2017-2022H1 营收（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

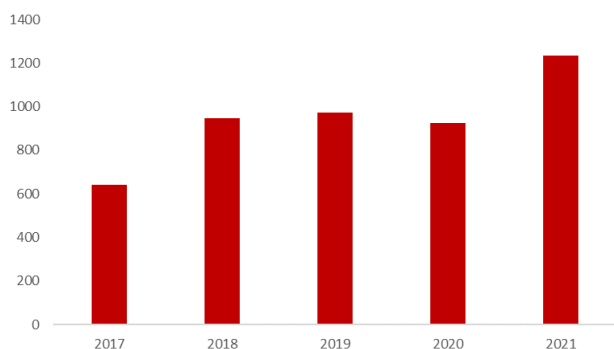
图 39：2017-2022H1 营收增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

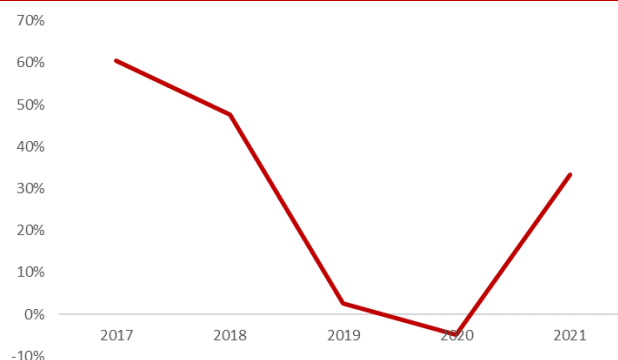
公司 2021 年海外营收 12.34 亿元，同比增长 33.39%，2017-2021 年复合增长率为 17.80%。海外营收总体呈上升趋势，在 2019 年触顶后小幅度回落，主要是受疫情影响，国外工厂停产。2021 年公司海外营收创新高，主要系公司布局海外市场多年，产品核心竞争力提高、高性价比叠加海外需求增加。2021 年海外营收占比为 13.26%，同比提升 1.48pct。

图 40：2017-2022H1 海外营收（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 41：2017-2022H1 海外营收增速（%）

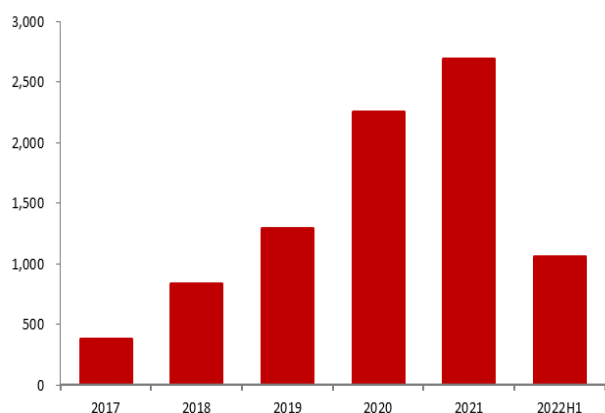


资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.2 2022H1 业绩承压，净利率小幅提升

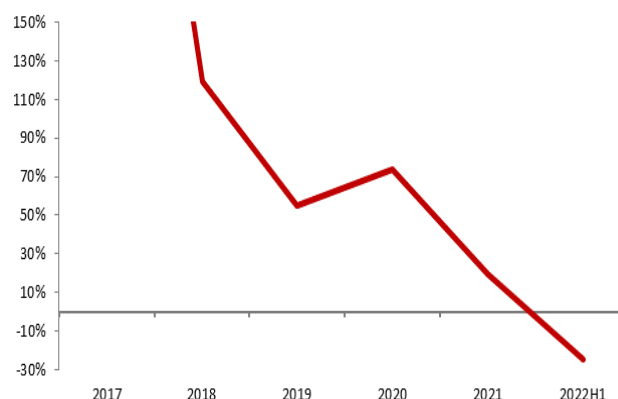
2021 年公司实现归母净利润 26.93 亿元，同比增长 19.51%，2017-2021 年复合增长率为 62.96%。我们认为归母净利润的增长是 2021Q1 下游工程机械行业高景气，需求较高导致。此外，其他业务市占率均有所提高，拉动公司业绩增长。2022H1 公司实现归母净利润 10.57 亿元，同比下降 24.97%，主要是下游工程机械行业景气度下滑，需求放缓。

图 42：2017-2022H1 归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

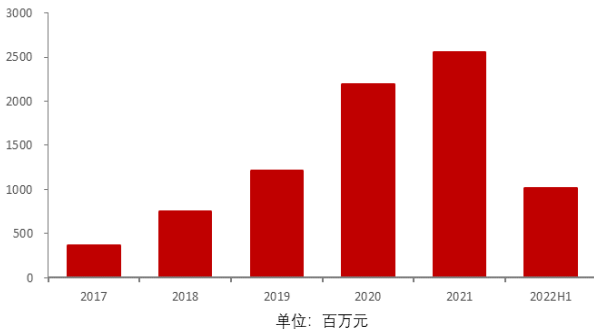
图 43：2017-2022H1 归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

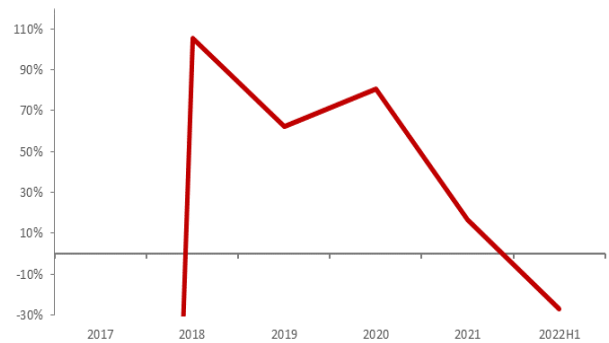
公司 2017-2022H1 扣非后净利润趋势与归母净利润大致相同。

图 44：2017-2022H1 扣非后净利润（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 45：2017-2022H1 扣非后净利润增速（%）

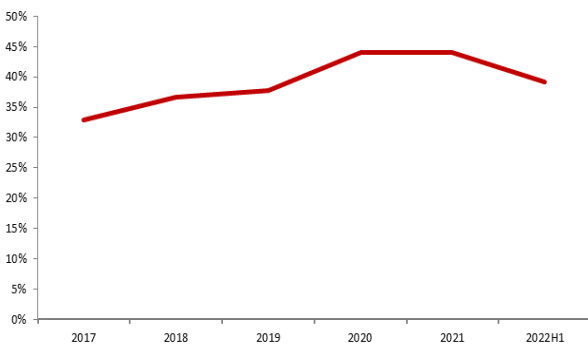


资料来源：Wind，东莞证券研究所

盈利指标方面，公司 2017-2020 年毛利率呈上升趋势，2021 年与 2020 年基本持平，为 44.01%，同比下降 0.09pct，主要是上游原材料价格上涨。原材料价格上涨对公司由一定的影响，公司对产品价格做出相应调整，将成本上涨的影响转移至下游企业，有效助力公司保持较高的毛利率。2022H1 毛利率 39.13%，同比下降 1.89pct。

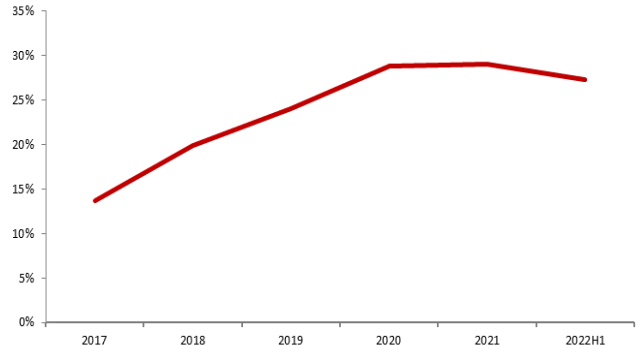
2017-2021 年净利率趋势与毛利率基本相同，2021 年净利率为 28.99%，同比提升 0.21pct，2022H1 净利率为 27.25%，同比提升 0.24pct。

图 46：2017-2022H1 毛利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 47：2017-2022H1 净利率（%）

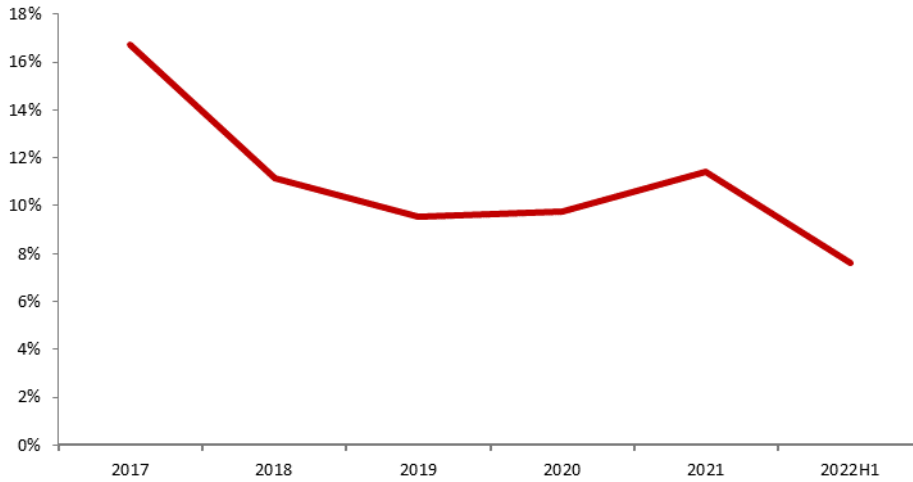


资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.3 期间费用率呈下降趋势

2017-2021 年公司期间费用率呈下降趋势，从 2017 年的 17.48% 至 2019 年的 9.52%，主要是销售费用率的持续下降导致。2020-2021 年期间费用率逐年上升，2021 年为 11.43%，同比提升 1.67pct，主要是研发费用率上升幅度较大。2022H1 期间费用率为 7.62%，同比下降 0.85pct。

图 48：2017-2022H1 期间费用率（%）

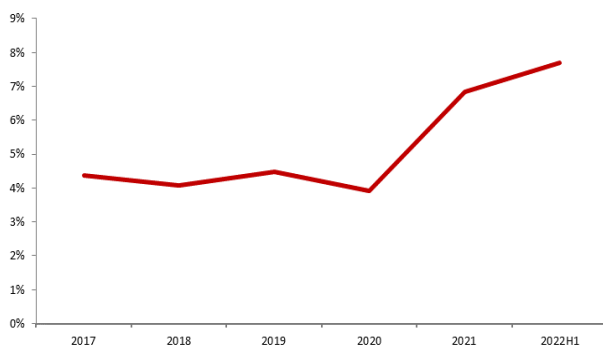


数据来源：Wind，东莞证券研究所

公司 2017-2020 年研发费用率小幅度波动，2021 年研发费用率有较大幅度提升，2021 年公司加大研发投入，研发费用为 6.36 亿元，同比多增 3.27 亿元，同比增长 106.09%。2021 年公司研发费用率为 6.83%，同比提升 2.90pct。2022H1 研发费用率为 7.71%，同比提升 3.06pct。

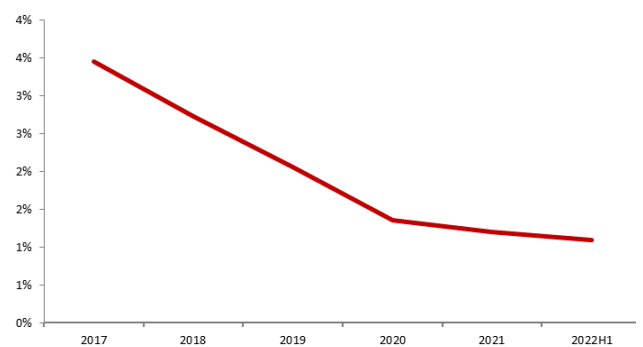
不同于研发费用率，公司销售费用率呈下降趋势，从 2017 年的 3.45% 至 2021 年的 1.20%。2022H1 销售费用率为 1.09%，同比提升 0.21pct。

图 49：2017-2022H1 研发费用率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 50：2017-2022H1 销售费用率（%）



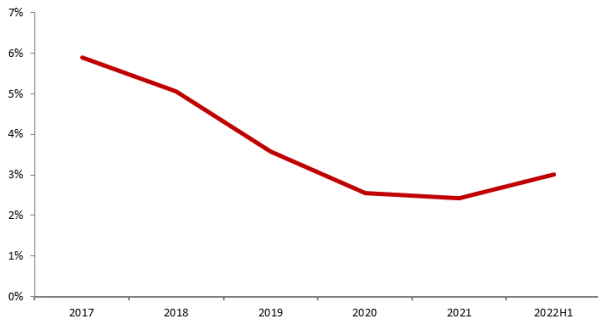
资料来源：Wind，东莞证券研究所

管理费用率（扣除研发费用）方面，2017-2021 年与销售费用率趋势相同，2021 年管理费用率为 2.44%，同比下降 0.11pct，主要为管公司强化日常经营管理导致销售、管理费用率下降。2022H1 管理费用率为 3.01%，同比提升 0.85pct。

公司的财务费用率 2017-2021 年波动幅度较大，2021 年财务费用率小幅度回落至 0.96%，同比下降 0.97pct，主要是汇兑损失减少导致。2022H1 财务费用率为-4.19%，

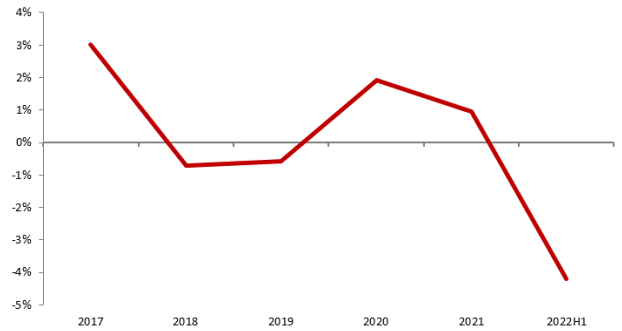
同比下降 4.97pct，主要系美元汇率升值，汇兑收益增加。

图 51：2017-2022H1 管理费用率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 52：2017-2022H1 财务费用率（%）

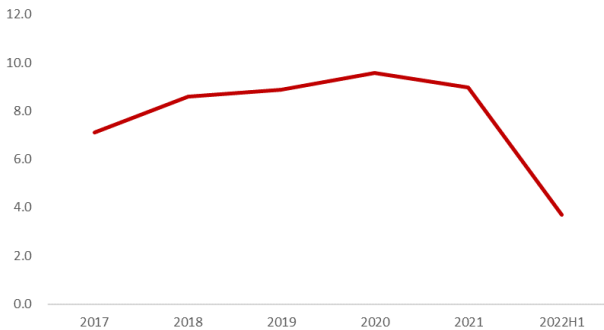


资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.4 保持较强营运能力，偿债能力处合理水平

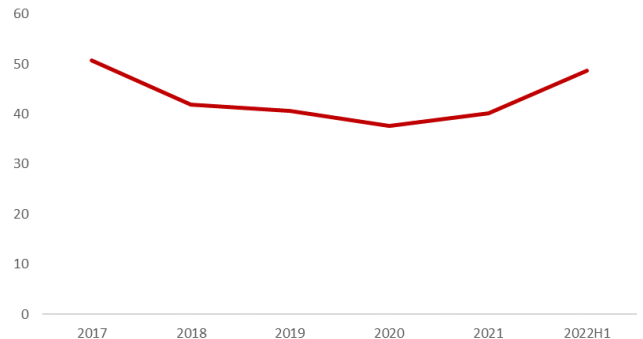
营运能力方面，2017-2020 年应收账款周转率呈上升趋势，2021 年有所回落，应收账款周转率及天数分别为 8.97 次、40.14 天，公司回款能力仍然较强。2022H1，应收账款周转率为 3.70 次，同比下降 1.31 次；周转天数为 48.66 天，同比增加 12.76 天，2022 上半年回款能力有所减弱，但仍保持较强回款能力。

图 53：2017-2022H1 应收账款周转率（次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

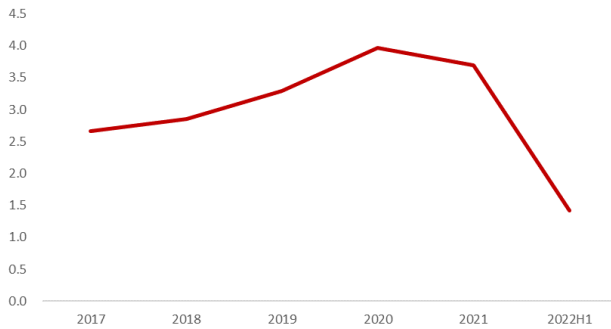
图 54：2017-2022H1 应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

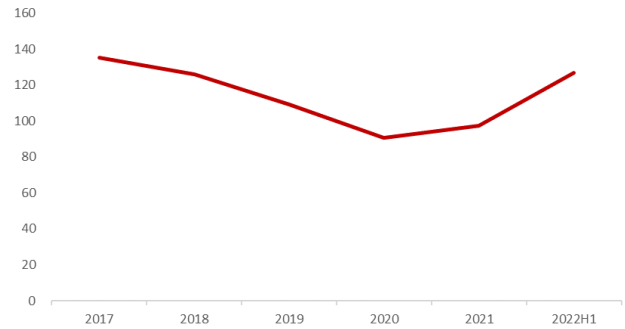
公司的存货周转率及天数与应收账款周转率及天数趋势大致相同，2021 年的存货周转率及天数分别为 3.69 次、97.52 天，2021 年存货指标的下降主要为公司业务规模扩大及原材料价格上涨导致存货价值同比增长 32.01%。2022H1 存货周转率及天数为 1.42 次、126.83 天。

图 55：2017-2022H1 存货周转率（次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

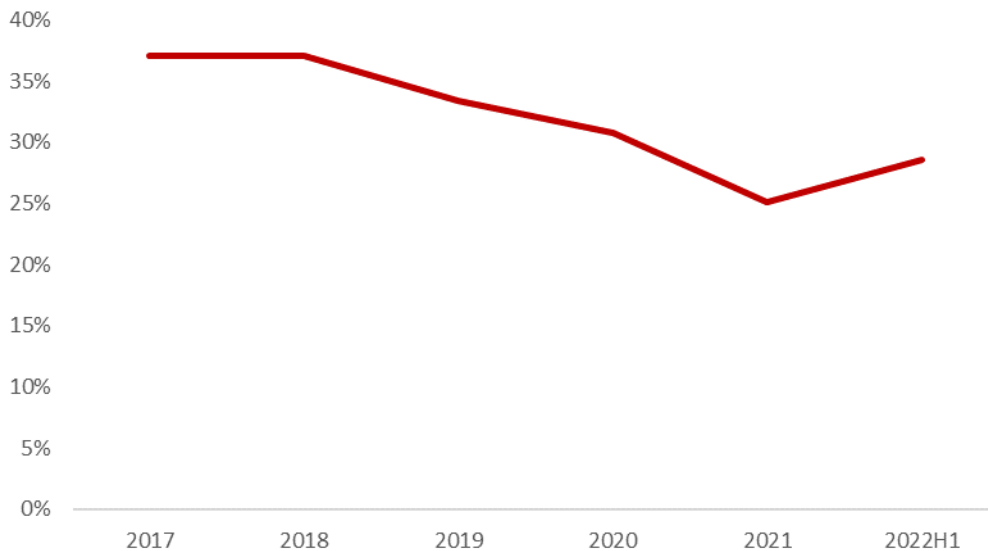
图 56：2017-2022H1 存货周转天数（天）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

在偿债能力方面，公司资产负债率呈下降趋势，从 2017 年的 37.08% 下降至 2021 年的 25.08%。公司 2021 年资产负债率同比下降 5.70pct，处于合理水平。2022H1 资产负债率为 28.58%，同比下降 3.50pct。

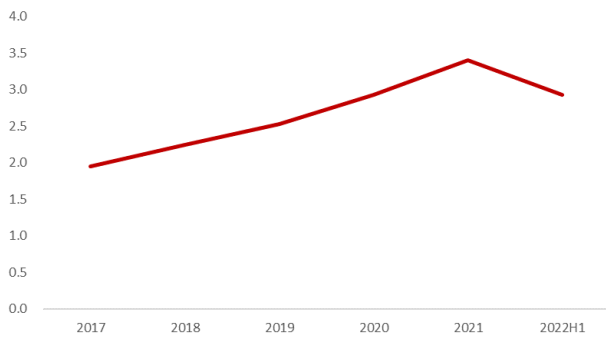
图 57：2017-2022H1 资产负债率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

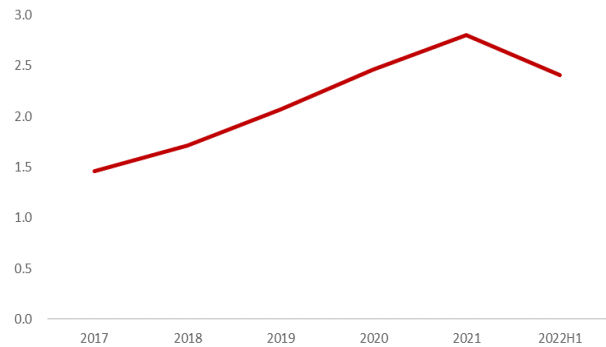
公司 2017-2021 年流动比率和速动比率均呈上升趋势。2021 年流动比率和速动比率分别为 3.40、2.80，分别同比提升 0.47pct、0.34pct，处于近五年来较高水平，公司的短期偿债能力处于良好水平。2022H1 流动比率和速动比率分别为 2.93、2.41，均同比有小幅下滑。

图 58：2017-2022H1 流动比率



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 59：2017-2022H1 速动比率

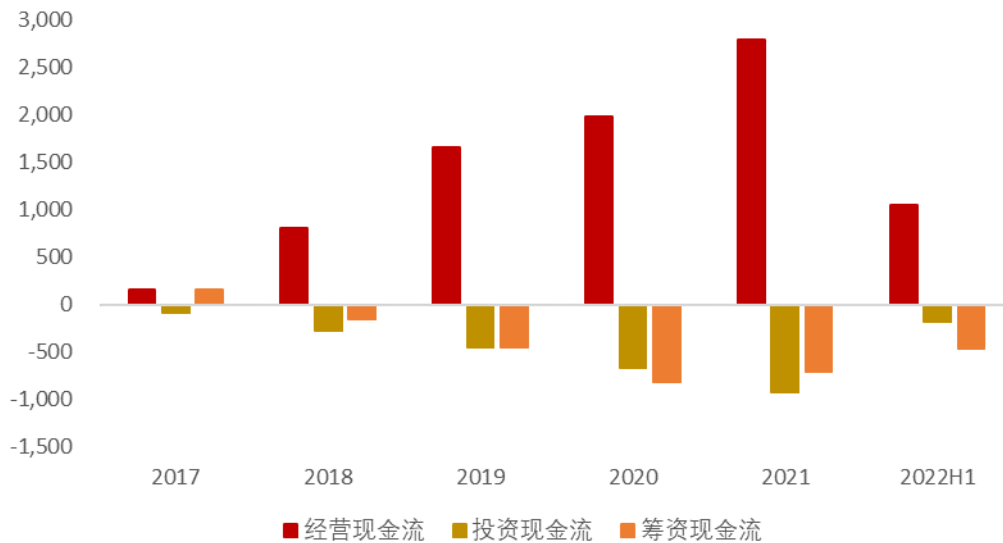


资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.5 2022H2 订单有望改善

公司 2017-2021 年经营性现金流呈上升趋势，2021 年实现经营性现金流 27.95 亿元，同比增长 41.15%，主要是公司销售大幅增长，销售货款回款及时。2022H1 经营性现金流为 10.42 亿元，同比下降 12.01%，主要系销售规模同比下降导致。

图 60：2017-2022H1 现金流量情况（百万元）

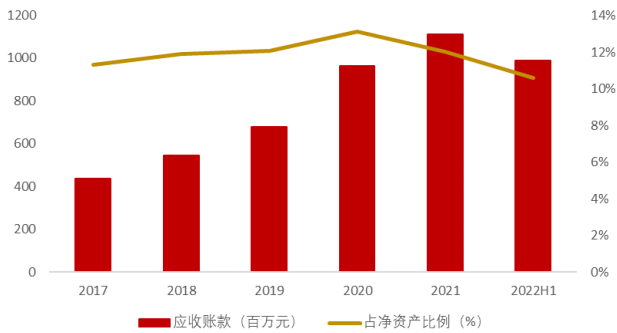


数据来源：Wind，东莞证券研究所

公司应收账款 2017-2021 年有较为明显的上升。2021 年末公司应收账款为 11.12 亿元，同比增 15.39%，占净资产比例为 12.04%，我们认为下游工程机械行业不景气导致回款较慢。2022H1 应收账款为 989.18，占比 10.58%。

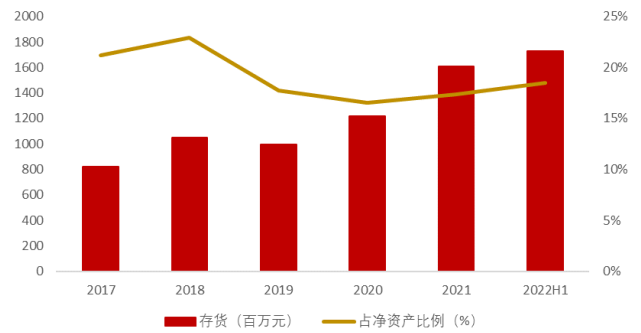
2017-2021 年公司存货呈整体上升趋势，2021 年末及 2022H1 的存货同比增长均超过 30%，分别存货金额为 16.06 亿元、17.27 亿元，分别占净资产比例为 17.39%、18.48%。

图 61：2017-2022H1 应收账款及占总资产比例



资料来源：Wind，东莞证券研究所

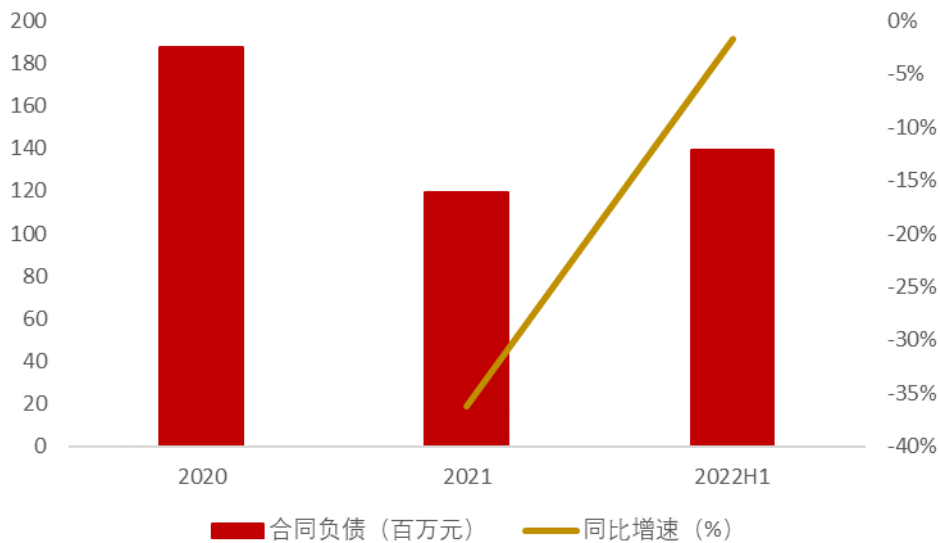
图 62：2017-2022H1 存货及占总资产比例



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司 2021 年合同负债 1.19 亿元，同比下降 36.28%，我们认为主要系下游工程机械行业需求放缓导致。2022H1 合同负债 139.33，同比下降 1.65%，展望 2022 年下半年，下游景气度回升，工程机械需求增加，有望拉动公司订单增长。

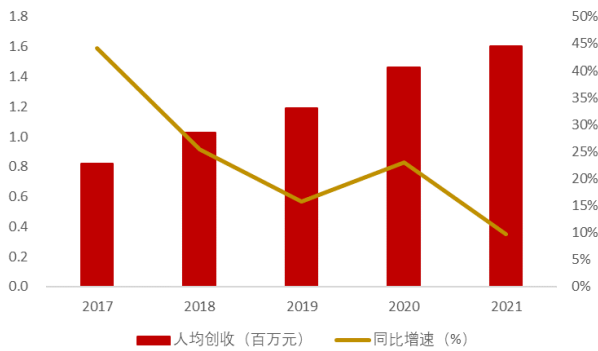
图 63：2017-2022H1 合同负债及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

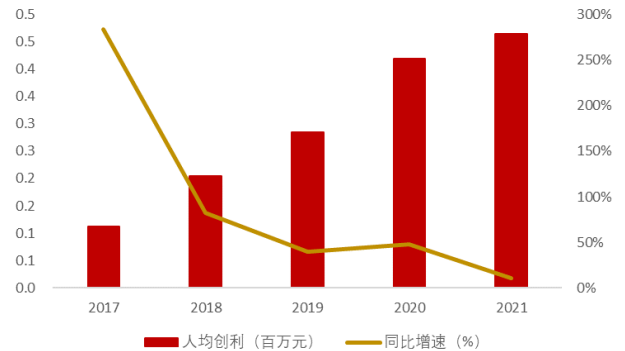
公司 2017-2021 年人均创收、人均创利呈上升趋势。两者同比增速均从高速增长逐步放缓至低速增长，主要是下游行业需求放缓导致。我们认为，虽然公司仍处于快速扩张阶段，人均指标从高增速放缓也可以认为是公司从早期阶段进阶为成熟阶段的过程。受益于公司研发技术水平的提高，产品核心竞争力加强等因素影响，未来公司的人均指标将呈稳步上升趋势。2021 年公司人均创收、人均创利分别为 160 万元、46 万元，分别同比增长 9.77%、10.69%。

图 64：2017-2022H1 人均创收及增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 65：2017-2022H1 人均创利及增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 4. 投资建议

公司主营业务为液压元件及液压系统。公司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、液压测试台及高精度液压铸件等产品研发和制造的综合性企业。站在行业角度，2022 年国家定调稳增长，专项债发行及使用进度加速，固定资产投资呈上升趋势，基建项目开工数量不断增加，行业景气度逐渐回升，拉动下游工程机械需求增加。7 月挖掘机销量同比增速转正是自 2021 年 4 月以来的首次正增长。我们认为挖掘机销量旺季将后移，呈前低后高趋势，拉动公司业绩增长。

站在公司角度，公司为国内液压元件龙头企业，在品牌效应、技术研发等方面优势明显。液压油缸方面，挖机油缸占营收比例较高，供应给全球龙头卡特彼勒、三一重工等知名企业，产品受客户认可度较高。受益于非挖机械领域需求增长，2022H1 非标油缸销量同比增速较快。液压泵阀方面，公司微挖到大挖产品的市场份额均得到不同程度的提高，预计将持续提升；在非挖工程机械领域，高空作业车行业国内和出口明显放量；在非工程机械领域的多个产品已实现量产，销量有望得到提高，拉动公司业绩。公司产品多元化布局，产品线不断完善，将不断提升公司核心竞争力。

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.82 元、2.00 元、2.34 元，对应 PE 分别为 28 倍、25 倍、22 倍，维持“推荐”评级。

## 5. 风险提示

- （1） 基建/房地产固定资产投资及预期风险：若基建/房地产/制造业投资不及预期，机械设备需求减弱；
- （2） 专项债发行不及预期风险：若专项债发行进度放缓或发行金额不及预期，下游项目开工数量将会减少，工程机械需求趋弱；

- (3) 出口需求减弱风险：若海外市场对国内企业产品需求减少，将导致国内企业业绩承压；
- (4) 原材料价格上涨风险：原材料价格大幅上涨，业内企业业绩将面临较大压力。

**表 4：公司盈利预测简表**

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>9,309</b>	<b>8433</b>	<b>9120</b>	<b>10182</b>
<b>营业总成本</b>	<b>6,354</b>	<b>5689</b>	<b>6107</b>	<b>6636</b>
营业成本	5212	4710	5003	5451
营业税金及附加	78	76	82	92
销售费用	112	101	111	122
管理费用	227	238	250	263
财务费用	89	-40	20	26
研发费用	636	604	641	682
<b>其他经营收益</b>	<b>101</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
公允价值变动净收益	10	0	0	0
投资净收益	7	0	0	0
其他收益	132	50	50	50
<b>营业利润</b>	<b>3056</b>	<b>2804</b>	<b>3072</b>	<b>3606</b>
加 营业外收入	13	0	0	0
减 营业外支出	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3068</b>	<b>2804</b>	<b>3072</b>	<b>3606</b>
减 所得税	369	421	461	541
<b>净利润</b>	<b>2699</b>	<b>2383</b>	<b>2612</b>	<b>3065</b>
减 少数股东损益	5	5	6	7
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>2694</b>	<b>2378</b>	<b>2606</b>	<b>3058</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>2.06</b>	<b>1.82</b>	<b>2.00</b>	<b>2.34</b>
<b>PE（倍）</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>22</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn