

## 江苏恒立(601100 CH)

### 生产基地调研确认增长动力强劲

- ❖ **重点：**上周我们到江苏恒立位于常州的总部和生产基地调研，主要的正面因素包括：（1）优秀的产品质量让恒立得以持续从日资竞争对手中获得市场份额；（2）恒立已做好充分准备去推动液压泵阀的销售，而目前液压泵阀由外国公司主导，进口替代将成为公司未来数年的主要增长动力；（3）由于订单充足，恒立目前产能利用率达100%，每天作业24小时（月生产计划达4.5万套）。恒立在1月份已预告其2018年净利润预计同比增长114-130%至8.2-8.8亿元人民币。我们预期公司2019年可实现20%总收入增长，加上由泵阀带动的潜在利润率提升。
- ❖ **公司背景。**江苏恒立于2005年成立，总部位于江苏常州。恒立现已将其产品线扩展至液压元件、精密铸件、气动元件和液压系统。目前公司的挖掘机液压油缸（恒立的主要产品）在国内约占40%市场份额。汪氏家族为控股股东，拥有恒立约71%股权。公司自2011年起在上海证券交易所上市。
- ❖ **恒立已成为其客户的主要供应商。**恒立花了超过十多年时间建立良好往绩，并成为一线挖掘机主机厂的主要液压油缸供应商，包括三一重工（600031 CH，未评级）、卡特彼勒（CAT US，未评级）和徐工机械（000425 CH，未评级）等。例如，恒立已向卡特彼勒提供>50%其所需的液压油缸。在调研期间，我们注意到恒立拥有设计精密的生产线，配备高度自动化的机械人和设备。
- ❖ **市场份额持续增长。**一般而言，挖掘机平均配备四个液压油缸和一组泵阀。2018年中国挖掘机销量为20.3万台，对应约81.2万台液压油缸的需求。目前，恒立拥有>40%的液压油缸市场份额，尚有空间从其竞争对手KYB（7242 JP，未评级）取得更多市场份额。由于恒立的液压油缸产品性能和质高，因此其定价得以高于竞争对手。
- ❖ **液压泵阀为下一个增长动力。**恒立正提升其泵阀的产能。由于泵阀的均价较液压油缸的高出数倍，我们认为恒立在未来数年内有空间将其泵阀收入提升到与液压油缸相若的水平。目前恒立的泵阀定价比竞争对手低约15%，以获取更多市场份额。现已有部份现有的客户开始向恒立采购泵阀。
- ❖ **基建投资拉动非标重型设备专用油缸增长。**非标重型设备专用油缸主要用于盾构机。由于城轨投资复苏，恒立看好2019年的增长势头。我们预计其分部收入增长于2019年将达到20%。
- ❖ **风险因素：**（1）挖掘机需求放缓；（2）零部件成本增加。

#### 财务资料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万元人民币)	1,088	1,370	2,795
净利润(百万元人民币)	64	70	382
EPS(元人民币)	0.07	0.08	0.43
EPS变动(%)	-30.9	10.8	442.9
EV/EBITDA(x)	256.5	163.4	40.2
市盈率(x)	414.1	373.9	68.9
市帐率(x)	7.6	7.5	6.8
股息率(%)	0.1	0.2	0.5
权益收益率(%)	1.8	2.0	10.4
净财务杠杆(%)	1.6	3.3	5.0

资料来源：公司及招银国际研究

#### 未评级

当前股价 HK\$29.82

#### 冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

#### 中国设备行业

市值(百万人民币)	26,301
3月平均流通量(百万人民币)	98
52周内股价高/低(人民币)	30.12/17.2

总股本(百万)\* 882

资料来源：上交所，彭博

#### 股东结构

汪氏家族	71.0%
Deutsche Bank AG	4.1%
自由流通	25.0%

资料来源：上交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+18%	+4%
3-月	+41%	+25%
6-月	+20%	+10%

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

审计师：华普天健会计师事务所

公司网站：www.henglihydraulic.com

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。