

江蘇恒立(601100 CH)

生產基地調研確認增長動力強勁

- ❖ **重點：**上周我們到江蘇恒立位於常州的總部和生產基地調研，主要的正面因素包括：（1）優秀的產品質量讓恒立得以持續從日資競爭對手中獲得市場份額；（2）恒立已做好充分準備去推動液壓泵閥的銷售，而目前液壓泵閥由外國公司主導，進口替代將成為公司未來數年的主要增長動力；（3）由於訂單充足，恒立目前產能利用率達100%，每天作業24小時（月生產計劃達4.5萬套）。恒立在1月份已預告其2018年淨利潤預計同比增長114-130%至8.2-8.8億元人民幣。我們預期公司2019年可實現20%總收入增長，加上由泵閥帶動的潛在利潤率提升。
- ❖ **公司背景。**江蘇恒立於2005年成立，總部位於江蘇常州。恒立現已將其產品線擴展至液壓元件、精密鑄件、氣動元件和液壓系統。目前公司的挖掘機液壓油缸（恒立的主要產品）在國內佔約40%市場份額。汪氏家族為控股股東，擁有恒立約71%股權。公司自2011年起在上海證券交易所上市。
- ❖ **恒立已成為其客戶的主要供應商。**恒立花了超過十多年時間建立良好往績，並成為一線挖掘機主機廠的主要液壓油缸供應商，包括三一重工（600031 CH，未評級）、卡特彼勒（CAT US，未評級）和徐工機械（000425 CH，未評級）等。例如，恒立已向卡特彼勒提供>50%其所需的液壓油缸。在調研期間，我們注意到恒立擁有設計精密的生產線，配備高度自動化的機械人和設備。
- ❖ **市場份額持續增長。**一般而言，挖掘機平均配備四個液壓油缸和一組泵閥。2018年中國挖掘機銷量為20.3萬台，對應約81.2萬台液壓油缸的需求。目前，恒立擁有>40%的液壓油缸市場份額，尚有空間從其競爭對手 KYB（7242 JP，未評級）取得更多市場份額。由於恒立的液壓油缸產品性能和質量高，因此其定價得以高於競爭對手。
- ❖ **液壓泵閥為下一個增長動力。**恒立正提升其泵閥的產能。由於泵閥的均價較液壓油缸的高出數倍，我們認為恒立在未來數年內有空間將其泵閥收入提升到與液壓油缸相若的水平。目前恒立的泵閥定價比競爭對手低約15%，以獲取更多市場份額。現已有部份現有的客戶開始向恒立採購泵閥。
- ❖ **基建投資拉動非標重型設備專用油缸增長。**非標重型設備專用油缸主要用於盾構機。由於城軌投資復蘇，恒立看好2019年的增長勢頭。我們預計其分部收入增長於2019年將達到20%。
- ❖ **風險因素：**（1）挖掘機需求放緩；（2）零部件成本增加。

財務資料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬元人民幣)	1,088	1,370	2,795
淨利潤(百萬元人民幣)	64	70	382
EPS(元人民幣)	0.07	0.08	0.43
EPS變動(%)	-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
市帳率(x)	7.6	7.5	6.8
股息率(%)	0.1	0.2	0.5
權益收益率(%)	1.8	2.0	10.4
淨財務杠杆(%)	1.6	3.3	5.0

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$29.82

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬元人民幣)	26,301
3月平均流通量(百萬元人民幣)	98
52周內股價高/低(人民幣)	30.12/17.2

總股本(百萬)* 882

資料來源：上交所，彭博

股東結構

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

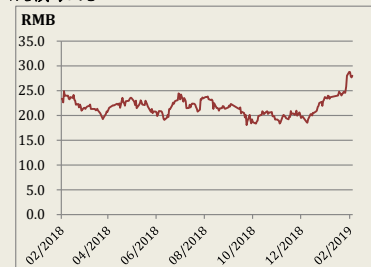
資料來源：上交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	+18%	+4%
3-月	+41%	+25%
6-月	+20%	+10%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：華普天健會計師事務所

公司網站：www.henglihydraulic.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。