

# 恒立油缸：精准定位开辟深厚利基

## ——恒立油缸 601100 投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

### 投资要点

●恒立油缸是专业生产挖掘机专用高压油缸及重型装备用非标准油缸的大型高新技术企业。目前是国内四大挖掘机专用油缸供应商之一，并是其中唯一一家国内自主品牌企业。2010年公司在国内挖掘机专用油缸市场的占有率为20%，今年上半年达到23.18%。凭借出色业绩公司在2010年被中国工程机械工业协会工程机械配套件分会、慧聪工程机械网联合授予“工程机械配套件行业液压件行业特别贡献奖”。

●高压油缸是下游重型装备的关键配套件之一，近年来我国基建投资景气持续，重型装备业发展迅猛，四万亿元投资拉动、十大行业振兴计划的实施以及保障性住房的大力推进，城镇化的加速，都为高压油缸产业带来持续的繁荣。

●目前国内高压油缸市场呈现出日资、韩资与恒立三足鼎立的竞争格局，但本土品牌全面超越外资品牌将是必然趋势，恒立将是这一趋势深化的最大获益者。此外，由于高端液压油缸行业进入壁垒较高，能有效阻挡潜在竞争者的进入，从而保障了业内企业的良性发展。

●公司的快速崛起得益于精准的发展定位以及切实有效的利基市场战略，在位优势、品牌信誉度、技术、工艺、规模以及灵活的民营机制都是公司的综合竞争优势。恒立近年来规模持续扩张，但毛利率水平一直在40%以上；在负债规模不大的情况下，净资产回报率在50%以上，表明公司已经形成了扩张与收益共同增长的良性循环。

●本次IPO募集资金主要用于建设年产20万只挖掘机专用高压油缸和年产5万只重型装备用非标准油缸项目，以及设立研发中心。募投项目有助于公司突破产能瓶颈，扩大市场份额，进一步增强公司的竞争实力。

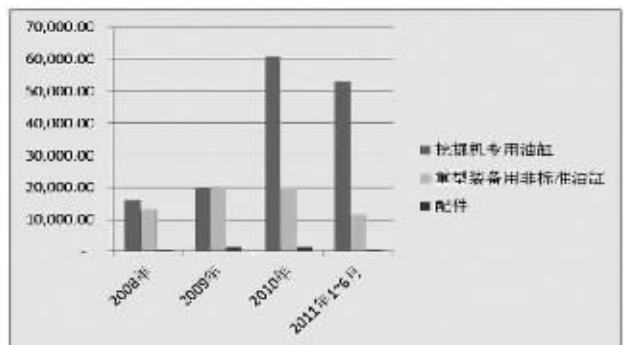
●本次公司发行10500万股，发行后总股本为42000万股。我们预计公司2010-2013年净利的年复合增长率为38%，2011-2013年每股收益（摊薄）分别为：0.92、1.31和1.43元。给予公司2011年35-38倍市盈率，每股公允价值为32-35元。

### 1、公司概况：中国唯一一家挖掘机专用油缸供应商

江苏恒立高压油缸股份有限公司（以下简称“恒立”或“公司”）成立于2005年，是专业生产挖掘机专用高压油缸及重型装备用非标准油缸的大型高新技术企业。公司目前是国内四大挖掘机专用油缸供应商之一，并是其中唯一一家国内自主品牌企业。2010年恒立在国内挖掘机专用油缸市场的占有率为20%，今年上半年达到23.18%，国内外知名的挖掘机生产商均是公司的下游客户，包括：柳工、三一、徐工、玉柴、力士德、中联重科、山东临工、山重建机、福田雷沃等国内著名挖掘机品牌供应商，而且公司已经进入卡特彼勒、神钢、久保田、洋马、加藤、日立和沃尔沃等国际著名挖掘机品牌的供应商体系。公司的重型装备用非标准油缸具有技术要求高、结构设计复杂、长行程、高压、大缸径等特点，主要应用于隧道盾构掘进、桥梁施工等大型基建设备、船舶、海洋工程设备、港口设备和工业设备领域，目前已在各域同国内外领先企业建立了配套合作关系，具有较强的市场竞争力。

恒立的快速崛起得益于公司精准的发展定位以及切实有效的利基市场战略，公司近三年销售收入及净利的年复合增长率高达66.25%和55.9%。2010年，恒立被中国工程机械工业协会工程机械配套件分会、慧聪工程机械网联合授予“工程机械配套件行业液压件行业特别贡献奖”。

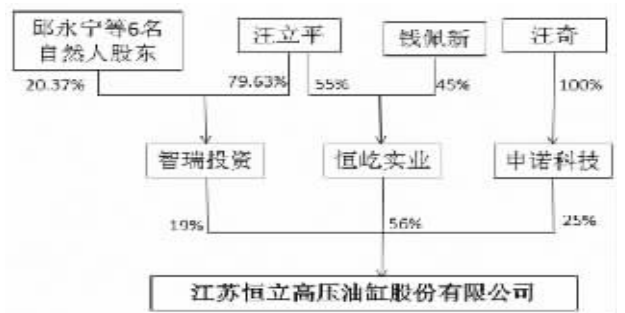
图1：2010年起挖掘机用油缸需求旺盛，公司产能主动向该产品倾斜（单位：万元）



资料来源：公开资料

公司此次IPO拟发行10500万股，发行后总股本为42000万股。公司董事长汪立平先生及家人是公司的实际控制人，间接持有公司发行后72.10%的股份。本次募投项目预计将于2011年末建成投产，投产后公司将拥有年产30万只挖掘机专用油缸及8万只重型装备用非标准油缸的生产能力，届时恒立将成为全球最大的高压油缸生产及研发基地。

图2：公司股权结构图（发行前）



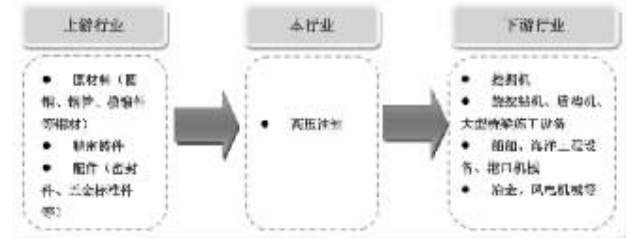
资料来源：公开资料

### 2、下游行业需求旺盛，市场增长空间巨大

油缸，亦称液缸或液压油缸，是液压系统中的一种重要执行元件，其功能就是将液压能转换成直线、摆动往复式的机械运动。高压油缸属于液压油缸行业的高端产品，其上游行业是原材料、精密铸件及密封件、五金标准件等相关配件行业，为高压油缸产业提供原料来源和动力支持；其下游服务的产业主要是挖掘机等大型基建设备、船舶、海洋工程设备和工业设备等装备制造业，直接影响高压油缸行业的市

场容量和增长。

图3：电线电缆总产值及增长率（单位：亿元）



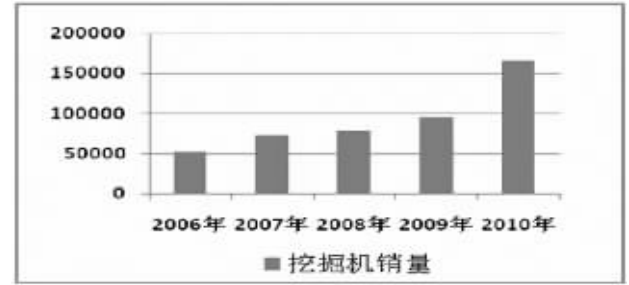
资料来源：公开资料

#### 2.1 下游行业景气度加速高压油缸产业发展

2.1.1 挖掘机行业景气度拉动高压油缸市场需求  
近几年，我国现代化建设不断加快、城市化进程不断加速，为固定资产投资增长带来巨大支持，拉动了挖掘机国内市场需求。同时受益于国家“四万亿”投资计划的实施，以及“十二五”规划影响，公路、水运、铁路等基础设施建设发展迅速，到2020年全国铁路运营里程将达到12万公里以上，地铁总里程将超过6,000公里，国家高速公路网也将达到8.5万公里，基础设施建设的高速发展必将极大拉动用于基建设备的挖掘机等行业的需求。2010年，国家加大西部大开发基础设施投入，新开工重点工程23项，投资总规模达到6,822亿元，为挖掘机等工程机械市场带来新需求。

随着国内挖掘机市场的迅速扩大，挖掘机专用油缸市场也呈现快速增长的趋势。国内挖掘机销量从2006年的5.18万台增长到2010年的16.58万台，据中国工程机械工业协会挖掘机分会预计，挖掘机行业未来5年平均增速在20%左右，到2014年挖掘机专用油缸需求总量将达到136万只，在较长时间内保持景气度。

图4：2006年-2010年国内主要挖掘机厂商挖掘机销量



资料来源：公开资料

#### 2.1.2 船舶、航运行业复苏拉动高压油缸市场需求

进入20世纪以来，国际造船市场持续兴旺，为造船业发展提供了良好的机遇。据工信部统计，2009年我国造船完工量4,243万载重吨，同比增长47%，根据《船舶工业调整和振兴规划》，2011年我国造船产量将达到5,000万吨，占世界造船完工量的35%以上。此外，全球海运中的集装箱化率已经超过2/3，拉动了全球集装箱专用码头建设，从而带动了世界港口机械需求稳定增长。船舶、航运行业的复苏及全面繁荣将为船舶、海事、港口机械用油缸的市场需求提供有力支持。

2.1.3 冶金、风力行业发展迅速拉动高压油缸市场需求  
目前中国已成为全球最大的冶金设备市场，占全球市场份额的1/3以上。2009年冶金设备行业收入达到892亿元，2005-2009年国内冶金设备行业销售年复合增长率达到28.32%。随着国内宏观经济持续向好，未来冶金工业仍将保持良好的发展势头，为冶金设备用油缸带来持续、稳定的市场需求。

近年来，我国加大对风力发电领域的投资力度，2009年国内新增风电装机10,129台，容量13,803.2MW，年同比增长124.3%。根据国家电网公司《智能电网发展规划》，到2015年国家电网公司接入电网的风电规模将达到60,000MW，风力发电设备用油缸面临良好的市场前景。

#### 2.2 行业格局三足鼎立，进口替代是必然趋势

国内能规模化生产技术含量高、附加值高的中高端油缸产品的国内企业不多，进口依赖度高达70%以上。由于国内产品的人工、运输成本和关税均低于国外产品，当国内挖掘机专用油缸的产品品质和供应数量能够满足国内市场需求时，国内制造替代进口将是必然趋势。据行业预测，未来五年国内产挖掘机市场占有率将达到45%-50%，到2014年总产量将达到13.6万台，为高压油缸产品带来广阔的进口替代空间。

目前国内挖掘机专用油缸市场形成了日系、韩系与自主品牌企业三足鼎立的格局，其中恒立油缸、日资凯迩必、日资小松、韩资东洋电机占据着国内绝大部分市场份额。凯迩必生产的挖掘机专用油缸只占主营业务的20%-30%，主要为日系和欧美厂商供应；东洋电机主要为韩系挖掘机品牌进行配套，技术水平与凯迩必和恒力油缸有一定差距，虽然产品价格较低，但性价比不高；日资小松虽然技术水平较高，但产品不外供销售，对抢占国内油缸市场份额不构成威胁。恒力油缸主要配套供应国内知名挖掘机企业，2011年上半年恒力油缸挖掘机专用油缸在全部品牌挖掘机中市场份额达到23.18%，在进口替代市场上独具优势。

表1：主要挖掘机专用油缸厂情况对比

国内挖掘机专用油缸主要供应商	主要产品	技术水平	产品价格	主要配套挖掘机品牌
凯迩必	建设机械用液压设备	最强 没有售后服务	最高	日立、卡特彼勒、神钢等
小松液压	建筑工程机械、产业机械	较强	较高	主要为日本小松在华投资的挖掘机生产企业配套油缸
东洋电机	挖掘机专用液压油缸、汽车微电机	一般	较低	山山、龙工、日立、厦工等
恒力油缸	挖掘机专用液压油缸、重型装备用非标准油缸	较强	一般	柳工、三一、徐工、玉柴、力士德、中联重科、山东临工、山重建机、福田雷沃等

资料来源：怀新投资

#### 2.3 行业进入壁垒较高，能有效阻挡潜在竞争者的进入

进入高端液压油缸领域的主要障碍包括产品设计和产品制造壁垒、市场在位壁垒、产品开发时间及投入风险壁垒、资金壁垒、人才壁垒等几个方面。这些进入障碍均难以在短期内被新进入者通过模仿或复制的方式攻克，因此业内企业

的毛利率水平普遍较高，恒立近年来的毛利率均在40%以上。

●产品设计和产品制造壁垒：高压油缸生产涉及新材料、新工艺和新结构的研发，研发周期长，生产工艺复杂，流程工序多，管理难度大。同时，不同下游应用领域对产品性能的要求差异较大，需要针对不同客户的具体需求进行差异化开发与制造。只有具备较强研发与生产能力的企业，通过较长时间积累丰富的工艺数据，具备较强的工艺控制和过程控制能力，才能成功批量生产，并进入相应的下游应用领域。

●市场在位壁垒：油缸生产商一般要经过客户对其研发、生产管理以及质量管理体系的严格考察认证，产品必须经过长时间的试运行，以检验其稳定性和可靠性，才能逐步取得客户信任，成为其合格供应商。另一方面，下游客户为保持其产品性能的稳定，在确立油缸供应长期合作伙伴关系后，通常不会轻易更换，甚至会产生一定程度的依赖。

●产品开发时间及投入风险壁垒：开发该类产品要综合运用材料力学、流体力学、机械设计、金属材料、金属工艺学、热处理技术、电化学技术、自动控制技术等多学科知识，产品进入市场前需要长时间的实验和市场验证，产品开发周期较长，对于新进入企业来说很难承受。另外，与普通油缸制品相比，高压油缸生产中所应用的制造和检测设备多为投入较大的专用设备，特别是挖掘机专用油缸的生产线需要大量高技术专用设备，这些定制设备只能适用于高压油缸的生产，一旦产品开发不成功，投入的设备变现能力较弱，因此存在较大的投入风险。

●资金壁垒：专用油缸的生产需要大规模的制造、试验及检测设备的投入，而设备及生产工艺磨合，并最终形成生产能力通常需要几年的时间。同时，产品需要经历较长时间的验证期，这就需要企业有足够的流动资金来支持项目的运转。

●人才壁垒：目前国内高端油缸行业技术研发人员严重短缺，新进入者很难在短期内拥有具有核心竞争力的科研、生产团队，从而无法满足技术研发及产品生产的需求。

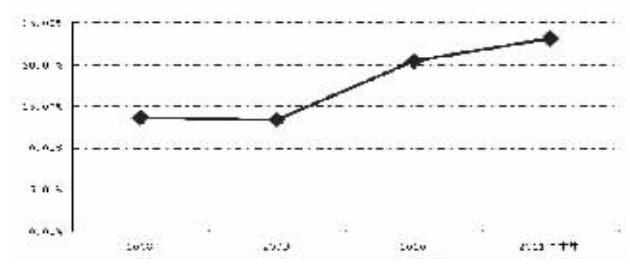
### 3、公司竞争优势分析：精准定位的民营企业

高压油缸产品作为下游重型装备关键配套件之一，其质量高低直接影响到主机产品的品质、性能及运行稳定性，因此，客户对油缸供应商的选择非常慎重，品牌信誉度、技术、工艺、规模、管理和服务都是决胜市场的关键因素，而这些正是恒立在多年发展中形成的综合优势。此外，公司精准的市场定位，专注并持续创新的发展策略以及灵活的民营机制都是公司未来持续成长壮大的坚实基础。

#### 3.1 定位高端产品，独辟发展路径

国内油缸市场尤其是中高端油缸市场是典型的利基市场，由于油缸成本在整车总成本中的占比很少，属于通常被整车生产商忽略的细分市场，而国内能够专业化、规模化生产中高端油缸的厂商数量十分有限，产量远远不能满足下游市场需求，市场份额长期被外资品牌占领。因此对于本土中高端油缸生产商而言，谁做出来产品，谁就占领市场。恒立精准地把握了这一市场机遇，坚持高端产品定位，打破国外技术壁垒，集中全力发展高技术含量、高附加值、高成长性的高压油缸产品，近年来公司的市场份额快速扩张，成为日系、韩系等外资品牌强有力的竞争对手。随着本次募投产能的建成投产，公司将成为全球最大的高压油缸生产及研发基地。

图5：近年来公司的挖掘机专用油缸市场占有率增长迅速



资料来源：公开资料、怀新投资

#### 3.2 在位优势明显，强者恒强

公司与行业内众多知名客户建立了长期稳定的合作关系，优质的客户资源群为公司建立了明显的先发优势，保障了公司未来在国内高压油缸行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。目前公司正积极倡导由“单纯的设备供应商”向“方案提供商”营销模式转变，根据客户提供主机的生产条件、工况、技术要求具体情况下，设计出专业的油缸产品方案，并能够对主机其他相关配套零部件选型、质量与性能提出合理建议，有利于发挥主机整体机械性能。此外，公司从研发源头开始与客户之间建立深层次合作关系，积极与主机客户一起进行新产品、新技术的开发与应用。“方案提供商”营销模式转变有助于公司更进一步增强竞争力并更持久的将潜在进入者阻挡在壁垒之外。

#### 3.3 技术积淀深厚，产品研发领先

公司多年致力于油缸技术的开发和众多领域的知识储备，积累高压油缸制造工艺的各种经验，形成了独特的专有技术知识体系。公司研发的“中型挖掘机配套高压油缸”、“盾构机械用推进油缸”、“30T-85T大型履带挖掘机配套系列高压缓冲斗杆油缸”、“30T-85T大型履带挖掘机配套系列高压缓冲斗杆油缸”、“30T-85T大型履带挖掘机配套系列高压缓冲斗杆油缸”等多种产品被江苏省科技厅认定为高新技术产品。FCH135-95-1450型液缸”入选2008中国工程机械年度产品TOP50”。公司目前拥有多项专利技术和专利技术。

表2：历年研发投入

年度	研发投入(万元)	营业收入(万元)	研发费用占营业收入比例
2008年	1,035.55	29,561.85	3.50%
2009年	1,427.15	41,599.48	3.43%
2010年	2,703.95	81,699.92	3.31%
2011年1-6月份	2,002.02	64,924.70	3.08%

资料来源：公开资料

#### 3.4 设备工艺先进，生产管理精益

公司引进多台套具备国际一流水平的精加工设备投入生产一线，保障了产品生产的高效与高品质。同时，经过多年的积累公司已经具备较高的工艺集成能力和深厚的工艺基础数据积

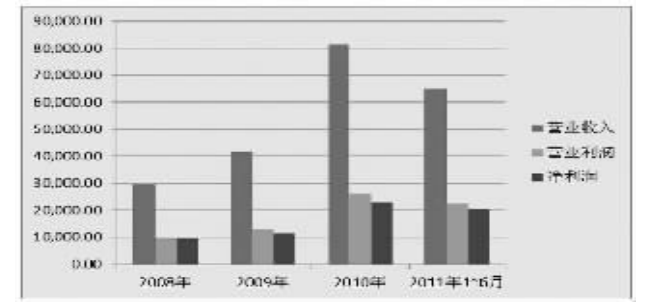
累，能通过不断优化和改进关键工艺提高整个生产线的运行效率和制造水平，使得公司生产方式保持行业领先地位。

高压油缸生产线长，工艺复杂，作业环节繁多，公司通过推行的标准化精益化生产管理体系，以及严密的全过程质量管理体系，共同保证了规模化生产模式下产品品质的稳定性与一致性。

### 4、财务分析：经营绩效卓越，扩张与盈利形成良性循环

受益于高压油缸下游行业的快速发展，公司的生产经营规模逐年扩大，营业收入、营业利润、净利润均保持了持续、快速增长。如下图所示，2009年、2010年公司营业收入分别较上年增长了40.72%、96.40%，营业利润分别较上年增长了38.31%、101.42%，净利润分别较上年增长了22.70%、98.08%。今年1-6月，公司实现营业收入为64,965.20万元，实现净利润20,426.20万元，继续保持良好的增长趋势。

图6：收入和利润变动趋势图（单位：万元）



资料来源：公开资料

公司在业务规模快速扩张的同时，收益也实现了高质量的增长，各项经营指标都非常健康。下表中可以看到，公司的应收账款余额并未随着营业收入的增长而同步扩大，此外，公司的营业收入收现比率近几年均在1.1以上，表明公司产品一直处于供不应求的状态；公司的毛利率水平一直较高，2008-2010年及今年上半年公司主营业务毛利率分别是41.63%、41.43%、42.24%、43.87%，具有较强的持续盈利能力；在2010年业务收入增长近一倍的情况下，公司的销售费用率从2009年的4.28%下降到3.63%，管理费用持平，这些指标均表明公司已经形成了扩张与收益的良性循环，增长的可持续性和稳定性较强。

表3：营业收入的增速大于应收账款余额增速

项目	2008		2009		2010	
	金额	较上年增长率	金额	较上年增长率	金额	较上年增长率
营业收入	29,561.85	41.59%	41,599.48	40.72%	81,699.92	96.40%
应收账款	3,505.86	4.05%	4,050.49	15.53%	7,479.95	84.67%

资料来源：怀新投资

### 5、募投项目突破产能瓶颈，将大幅提升市场份额

公司此次募集资金将用于建设年产20万只挖掘机专用高压油缸项目、年产5万只重型装备用非标准油缸项目和液压技术研发中心项目。其中年产20万只挖掘机专用油缸项目和年产5万只重型装备用非标准油缸项目将在很大程度上满足国内整机厂对高压油缸这一核心零部件的需求，使产能瓶颈得到缓解，进而扩大公司在高端油缸市场的份额，增强公司的市场影响力。液压技术研发中心拟整合公司现有研发资源，引进一批国际先进的试验、检测设备，全面负责公司新产品研发、工艺性试验、产品性能测试和引进技术的消化吸收等工作，使公司产品研发体系更趋完善，研发结构更趋合理，研发目标更为明确。

表4：本次募集资金投资项目

序号	项目名称	投资金额(万元)
1	年产20万只挖掘机专用高压油缸项目	67,130.00
2	年产5万只重型装备用非标准油缸项目	27,456.21
3	液压技术研发中心项目	7,893.40
	合计	102,479.61

资料来源：公开资料

募投项目预计于今年年底建成，达产后公司将拥有年产30万只挖掘机专用油缸及8万只重型装备用非标准油缸的生产能力，与2010年产能相比，整体产能将扩大一倍以上，预计达产年销售收入分别达到10.85亿元和3.4亿元，形成大、中、小挖三种系列的产品体系，全面覆盖整个下游挖掘机市场领域，稳固市场份额，保持行业领先地位。

### 6、盈利预测与估值：

综上所述，我们看好国内高端油缸产业的发展前景，预计未来三年下游市场需求仍将快速增长，而且进口替代以及本土品牌超越外资品牌是市场的必然趋势，恒立油缸将是这一趋势深化的最大获利者。随着本次IPO项目的投产，公司的领先地位和核心竞争力都将进一步增强，市场占有率也将随之进一步提高。我们预计2010-2013年公司主营收入复合增长率为42%，净利的复合增长率为38%。2011-2013年每股收益（摊薄）分别为：0.92、1.31和1.43元，公司未来三年仍将呈现良好的成长前景。

表5：公司业绩预测

名称	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	817	1386	1970	2335
净利润(百万元)	96.4	70	42	19
每股收益(元)	0.92	1.31	1.43	1.43
总股本(万股)	3150042000	42000	42000	42000
每股收益(元)	0.85055	0.92	1.31	1.43

由于目前无专业生产高压油缸的同行业上市公司，因此我们选取部分装备制造行业关键零配件上市公司进行比较，以10月12日收盘价计算，同比公司2011年、2012年对应的平均动态市盈率分别为19倍和15倍。考察其对应的PEG值，2011年同比公司PEG为0.84，考虑到恒立股份的竞争地位以及广泛替代外资品牌的市场增长前景，我们给予公司2011年35-38倍市盈率，每股公允价值为32-35元。

表6：可比公司盈利预测

股票名称	股价	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E增长率	2012E增长率
远东传动	14.78	0.66	0.85	1.06	22	17.29%	142.5%
天马股份	9.19	0.55	0.60	0.75	19	15.9%	122.5%
平均						16.19%	132.5%