

审慎推荐-A (维持)

恒立液压 601100.SH

当前股价: 14.27 元

2017 年 04 月 24 日

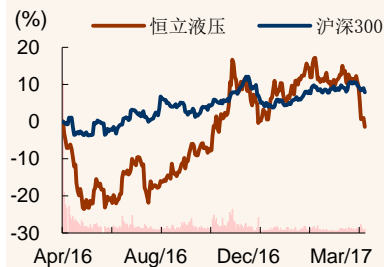
受益行业复苏, 一季度收入创历史新高

基础数据

上证综指	3130
总股本(万股)	63000
已上市流通股(万股)	63000
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	90
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	3.5
资产负债率	33.5%
主要股东	常州恒屹流体科技
主要股东持股比例	42.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	3	-0
相对表现	-11	1	-8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn

恒立液压发布 2016 年年报, 2016 年实现营业收入 13.7 亿元, 同比增长 26%, 归母净利润 7035 万元, 同比增长 11%。同时, 发布 2017 年一季度报, 2017 年一季度营业收入 5.6 亿元, 同比增长 119%, 归母净利润 5949 万元, 归母扣非净利润 4569 万元, 2017 年一季度收入创历史新高!

- **2017 年一季度收入、利润创历史新高。**受益于 2016 年四季度以来挖掘机等工程机械的火爆销量, 公司油缸收入大幅增加, 2017 年一季度收入 5.6 亿元, 同比增长 119%, 净利润 5949 万元, 单季收入创上市以来历史新高。
- **2016 年挖掘机油缸收入增长 30%, 毛利率逐渐企稳。**2016 年全年挖掘机油缸销量 13.8 万根, 同比增长 10.5%, 收入 5.29 亿元, 同比增长 30%; 重型装备非标油缸销量 6.7 万根, 同比增长 14.6%, 收入 5.6 亿元, 同比增长 8.6%; 液压泵阀产品取得较大突破, 收入大幅增长, 达 8330 万元。挖掘机油缸油缸毛利率 25.4%, 四季度开始毛利率环比回升; 重型非标油缸、油缸配件、元件与液压成套的毛利率也均较 2015 年同比提升。
- **巩固液压油缸领军地位, 液压泵阀实现小挖批量供货。**公司在挖掘机液压油缸领域具备绝对领军地位, 主要客户几乎涵盖了所有挖掘机知名企业, 比如三一、徐工、卡特、柳工、山东临工等, 卡特是公司挖掘机油缸最大客户, 近 40% 产品供给卡特, 20% 以上产品销售给三一。经过长时间的艰苦研发, 液压泵阀业务迎来突破, 目前已经为小挖实现批量供货, 2017 年液压泵阀业务有望扭亏为盈。
- **订单持续饱满, 产能陆续恢复。**由于挖掘机销量持续超预期, 公司订单情况非常饱满, 挖掘机用油缸已排产至下半年, 非标油缸也已排产至 3 季度末。公司目前实行三班倒, 通过不断增加产线工人, 产能得到陆续恢复。
- **给予“审慎推荐-A”投资评级。**我们预测恒立液压 2017 年收入 19.62 亿元, 归母净利润 2.18 亿元, 对应 2017 年 PE41 倍, 考虑到近期市场因素, 给予审慎推荐评级。
- **风险提示: 液压泵阀业务拓展速度低于预期, 液压油缸销量增速不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1088	1370	1962	2405	2791
同比增长	-1%	26%	43%	23%	16%
营业利润(百万元)	18	70	215	279	348
同比增长	-66%	285%	205%	29%	25%
净利润(百万元)	64	70	218	274	336
同比增长	-31%	11%	210%	26%	22%
每股收益(元)	0.10	0.11	0.35	0.44	0.53
PE	141.5	127.8	41.2	32.8	26.8
PB	2.6	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

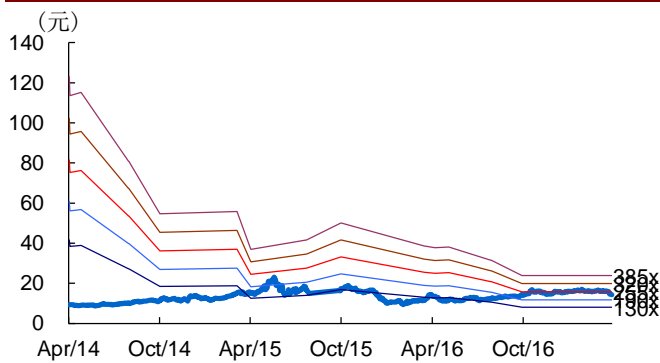
表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	285	253	337	377	403	557
营业毛利	-24	-12	11	-9	27	57
营业费用	19	14	14	16	25	22
管理费用	58	42	53	55	50	59
财务费用	-8	4	-13	1	-22	9
投资收益	12	13	15	15	10	10
营业利润	-12	2	25	7	37	67
归属母公司净利润	-2	4	24	13	29	59
EPS (元)	0.00	0.01	0.04	0.02	0.05	0.09
主要比率						
毛利率	21.6%	19.7%	20.1%	18.5%	28.4%	28.4%
营业费用率	6.8%	5.6%	4.1%	4.3%	6.1%	4.0%
管理费用率	20.3%	16.5%	15.8%	14.6%	12.5%	10.6%
营业利润率	-4.3%	0.7%	7.6%	1.8%	9.1%	12.0%
有效税率	-100.0%	39.3%	22.6%	33.7%	24.6%	18.4%
净利率	-0.8%	1.6%	7.2%	3.4%	7.3%	10.7%
YoY						
收入	10.5%	-2.9%	17.3%	48.2%	41.3%	119.6%
归属母公司净利润	-1.5%	-26.0%	219.4%	-66.9%	-399.2%	3845%

资料来源: 公司数据、招商证券

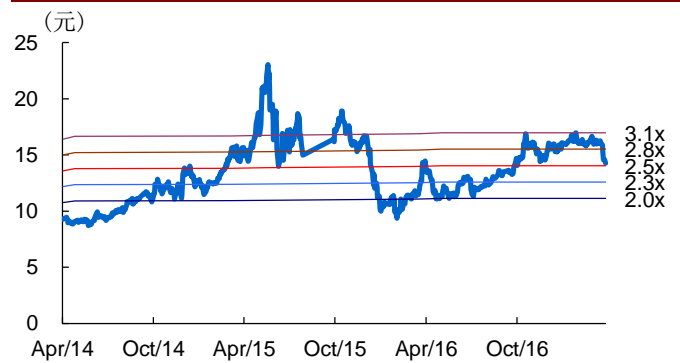
PE-PB Band

图 1: 恒立液压历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 恒立液压历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2116	2307	2626	2955	3396
现金	656	870	686	588	670
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	176	219	314	385	446
应收款项	232	350	466	571	662
其它应收款	124	8	11	13	15
存货	436	590	767	931	1061
其他	494	271	383	468	541
非流动资产	2584	2892	2759	2639	2530
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1620	1943	1839	1745	1660
无形资产	266	280	252	227	204
其他	699	669	668	667	666
资产总计	4701	5199	5385	5593	5926
流动负债	815	1069	1046	1057	1151
短期借款	489	562	411	305	305
应付账款	143	225	304	368	420
预收账款	41	67	90	109	125
其他	143	216	241	275	301
长期负债	380	595	595	595	595
长期借款	205	410	410	410	410
其他	175	185	185	185	185
负债合计	1195	1664	1642	1653	1746
股本	630	630	630	630	630
资本公积金	2087	2086	2086	2086	2086
留存收益	756	788	1006	1215	1469
少数股东权益	33	30	21	9	(5)
归属于母公司所有者权益	3473	3505	3723	3932	4185
负债及权益合计	4701	5199	5385	5593	5926

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	160	7	(27)	66	157
净利润	64	70	218	274	336
折旧摊销	152	176	210	197	186
财务费用	(26)	(28)	(37)	(34)	(35)
投资收益	(35)	(53)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(5)	(173)	(375)	(324)	(278)
其它	10	15	7	3	(2)
投资活动现金流	(564)	(37)	(27)	(27)	(27)
资本支出	(224)	(182)	(77)	(77)	(77)
其他投资	(340)	145	50	50	50
筹资活动现金流	605	196	(130)	(138)	(47)
借款变动	616	203	(167)	(106)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	(0)	0	0	0
股利分配	(38)	(38)	0	(65)	(82)
其他	26	32	37	34	35
现金净增加额	201	166	(184)	(98)	83

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1088	1370	1962	2405	2791
营业成本	857	1068	1446	1753	1998
营业税金及附加	9	19	20	24	28
营业费用	59	69	88	108	126
管理费用	195	200	265	325	377
财务费用	(32)	(30)	(37)	(34)	(35)
资产减值损失	17	26	15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	35	53	50	50	50
营业利润	18	70	215	279	348
营业外收入	58	23	23	23	23
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	75	92	237	300	370
所得税	14	25	28	38	48
净利润	61	67	209	263	322
少数股东损益	(3)	(3)	(9)	(12)	(14)
归属于母公司净利润	64	70	218	274	336
EPS (元)	0.10	0.11	0.35	0.44	0.53

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-1%	26%	43%	23%	16%
营业利润	-66%	285%	205%	29%	25%
净利润	-31%	11%	210%	26%	22%
获利能力					
毛利率	21.2%	22.0%	26.3%	27.1%	28.4%
净利率	5.8%	5.1%	11.1%	11.4%	12.0%
ROE	1.8%	2.0%	5.9%	7.0%	8.0%
ROIC	-0.2%	0.3%	3.3%	4.5%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	32.0%	30.5%	29.5%	29.5%
净负债比率	15.2%	19.0%	15.2%	12.8%	12.1%
流动比率	2.6	2.2	2.5	2.8	3.0
速动比率	2.1	1.6	1.8	1.9	2.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.9	2.1	2.1	2.1	2.0
应收帐款周转率	5.1	4.7	4.8	4.6	4.5
应付帐款周转率	5.1	5.8	5.5	5.2	5.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.10	0.11	0.35	0.44	0.53
每股经营现金	0.25	0.01	-0.04	0.11	0.25
每股净资产	5.51	5.56	5.91	6.24	6.64
每股股利	0.06	0.00	0.10	0.13	0.16
估值比率					
PE	141.5	127.8	41.2	32.8	26.8
PB	2.6	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	44.2	28.1	14.9	13.1	11.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

诸凯，北京大学经济学硕士、新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。