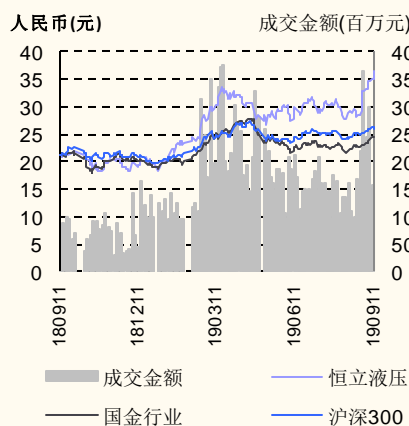


恒立液压 (601100.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格(人民币): 36.44 元
目标价格(人民币): 42.00-42.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 882.00
总市值(百万元) 32,140.08
年内股价最高最低(元) 36.44/28.06
沪深 300 指数 3930.10
上证指数 3008.81

**相关报告**

- 1.《中报业绩符合预期, 泵阀业务翻番增长-恒立液压中报点评》, 2019.8.27
- 2.《液压件龙头进口替代, 受益挖掘机泵阀放量-恒立液压深度报告: 液...》, 2019.7.14
- 3.《业绩超预期, 期待中大挖泵阀放量-《2019-04-22 公司点...》》, 2019.4.23
- 4.《液压件国产化龙头, 泵阀业务驱动增长-恒立液压公司研究》, 2018.12.26

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
Zhaojin1@gjzq.com.cn

投资设立印度子公司, 加速全球化布局**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.61	0.95	1.36	1.69	1.95
每股净资产(元)	6.10	5.16	6.11	7.30	8.66
每股经营性现金流(元)	0.24	0.91	1.43	1.64	2.05
市盈率(倍)	45.26	20.88	26.88	21.51	18.68
净利润增长率(%)	442.90%	119.05%	42.90%	24.96%	15.14%
净资产收益率(%)	9.93%	18.40%	22.18%	23.19%	22.54%
总股本(百万股)	630.00	882.00	882.00	882.00	882.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 9月11日, 公司发布拟投资设立印度子公司的公告。公司拟用自有资金在印度投资设立两家子公司: 恒立液压印度私人有限公司主要经营液压件和液压系统的研发生产, 注册资本 2000 万美元; 恒立液压(印度)系统解决方案私人有限公司以售后及市场开拓为主, 注册资本 50 万美元。

经营分析

- 印度投资 1.4 万亿美元用于基建, 工程机械市场快速发展
 - 据新华社 9 月 8 日报道, 印度财政部长西塔拉曼表示, 印度政府计划未来 5 年内投资 100 万亿卢比(1.4 万亿美元)用于基础设施建设。这些基建项目将在 2019-2020 年开工, 2025 年底前完工, 带动工程机械需求快速增长。
 - 根据中国工程机械协会统计, 2018 年印度工程机械销量 8.1 万台, 全球占比 7% (中国 26% 和北美 17%), 同比增长 33%; 2018 年工程机械销售额 39.7 亿美元, 全球占比 3.6% (北美 31%、中国 23% 及日本 4.5%), 连续三年保持接近 30% 增速。
- 公司大力开拓印度市场, 配套主机厂加速全球化进程
 - 公司 2019 年上半年海外营收占总营收比例的 19%, 其中北美占比 35-40%, 欧洲和日本占比约为 30%。印度作为未来工程机械增长潜力最大的地区, 公司开始加大布局力度。
 - 三一、徐工、柳工等国内主机厂龙头在陆续在印度开设工厂, 恒立作为配套核心零部件供应商设立印度子公司将有利于提升公司在当地市场的订单响应速度、节约运输及材料成本, 有利于公司全球化的产业布局。
 - 除了国内主机厂迈向全球, 恒立进入国外龙头的供应链体系也将进一步加快全球化的步伐, 目前恒立挖掘机油缸已经配套卡特彼勒, 泵阀正在验证中。

盈利预测与投资建议

- 公司作为国内液压件龙头, 短期内挖掘机泵阀业务放量, 中长期公司向非工程机械领域不断拓展, 配套国内外龙头主机厂加速全球化布局。预计 2019-2021 年净利润 12/15/17 亿元, 同比增长 43%/25%/15%, 3 年复合增长 27%。EPS 为 1.36/1.69/1.95 元, 对应 PE 为 27/22/19 倍。6-12 月目标价 42 元, 对应 2020 年 PE 25 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 政治风险、海外投资环境和法律风险、挖掘机销量不及预期、泵阀放量不及预期、汇率波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,370	2,795	4,211	5,303	6,194	6,866
增长率		104.0%	50.6%	25.9%	16.8%	10.9%
主营业务成本	-1,068	-1,878	-2,671	-3,308	-3,848	-4,208
%销售收入	78.0%	67.2%	63.4%	62.4%	62.1%	61.3%
毛利	302	917	1,540	1,995	2,346	2,658
%销售收入	22.0%	32.8%	36.6%	37.6%	37.9%	38.7%
营业税金及附加	-19	-36	-43	-56	-62	-69
%销售收入	1.4%	1.3%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	-69	-96	-115	-95	-111	-124
%销售收入	5.0%	3.5%	2.7%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-200	-287	-385	-424	-495	-549
%销售收入	14.6%	10.3%	9.1%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	13	498	997	1,419	1,677	1,917
%销售收入	1.0%	17.8%	23.7%	26.8%	27.1%	27.9%
财务费用	30	-85	30	-13	20	39
%销售收入	-2.2%	3.0%	-0.7%	0.2%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	-26	-38	-119	-84	-29	-27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	37	18	20	20	20
%税前利润	57.8%	8.4%	1.9%	1.4%	1.2%	1.0%
营业利润	70	439	961	1,372	1,717	1,979
营业利润率	5.1%	15.7%	22.8%	25.9%	27.7%	28.8%
营业外收支	22	8	2	10	10	10
税前利润	92	447	963	1,382	1,727	1,989
利润率	6.7%	16.0%	22.9%	26.1%	27.9%	29.0%
所得税	-25	-66	-126	-187	-233	-268
所得税率	26.8%	14.7%	13.1%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	67	381	837	1,196	1,494	1,720
少数股东损益	-3	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	70	382	837	1,196	1,494	1,720
净利率	5.1%	13.7%	19.9%	22.5%	24.1%	25.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	67	381	837	1,196	1,494	1,720
少数股东损益	-3	-1	0	0	0	0
非现金支出	201	239	350	324	295	323
非经营收益	-82	33	-43	-46	-29	-27
营运资金变动	-179	-499	-345	-209	-310	-211
经营活动现金净流	7	154	799	1,265	1,450	1,804
资本开支	-181	-212	-497	-305	-415	-420
投资	83	73	170	-7	0	0
其他	62	53	46	20	20	20
投资活动现金净流	-37	-86	-281	-292	-395	-400
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	268	351	-8	-812	-108	0
其他	-26	-257	-86	-46	-374	-459
筹资活动现金净流	243	95	-94	-858	-482	-459
现金净流量	213	163	424	114	573	946

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	870	1,146	1,571	1,685	2,258	3,204
应收账款项	576	996	1,348	1,283	1,539	1,752
存货	590	821	1,050	977	1,104	1,162
其他流动资产	271	332	474	515	537	550
流动资产	2,307	3,295	4,443	4,461	5,439	6,669
%总资产	44.4%	53.5%	61.1%	60.4%	63.6%	67.2%
长期投资	390	332	10	20	20	20
固定资产	2,124	2,131	2,361	2,408	2,530	2,621
%总资产	40.9%	34.6%	32.5%	32.6%	29.6%	26.4%
无形资产	334	330	288	307	325	342
非流动资产	2,892	2,862	2,828	2,930	3,109	3,258
%总资产	55.6%	46.5%	38.9%	39.6%	36.4%	32.8%
资产总计	5,199	6,156	7,271	7,390	8,549	9,927
短期借款	578	939	905	108	0	0
应付款项	410	608	905	650	735	807
其他流动负债	82	144	172	562	689	805
流动负债	1,069	1,692	1,981	1,319	1,424	1,612
长期贷款	410	401	353	503	503	503
其他长期负债	185	191	361	150	150	150
负债	1,664	2,283	2,696	1,973	2,078	2,265
普通股股东权益	3,505	3,845	4,547	5,390	6,443	7,634
少数股东权益	30	28	28	28	28	28
负债股东权益合计	5,199	6,156	7,271	7,390	8,549	9,927

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.112	0.606	0.949	1.356	1.694	1.950
每股净资产	5.563	6.104	5.155	6.111	7.305	8.655
每股经营现金净流	0.012	0.245	0.906	1.434	1.644	2.046
每股股利	0.070	0.220	0.300	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	2.01%	9.93%	18.40%	22.18%	23.19%	22.54%
总资产收益率	1.35%	6.20%	11.51%	16.18%	17.48%	17.33%
投入资本收益率	0.21%	8.14%	14.74%	20.36%	20.80%	20.31%
增长率						
主营业务收入增长率	25.98%	104.02%	50.65%	25.93%	16.80%	10.86%
EBIT增长率	N/A	3676.87%	100.17%	42.36%	18.13%	14.33%
净利润增长率	10.77%	442.90%	119.05%	42.90%	24.96%	15.14%
总资产增长率	10.60%	18.41%	18.12%	1.64%	15.67%	16.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.5	51.4	42.5	37.0	36.0	35.0
存货周转天数	175.3	137.1	127.8	110.0	108.0	105.0
应付账款周转天数	62.7	52.7	69.0	52.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	517.6	269.4	193.5	151.4	132.1	119.8
偿债能力						
净负债/股东权益	3.35%	5.00%	-6.84%	-19.83%	-27.12%	-35.25%
EBIT利息保障倍数	-0.4	5.9	-33.1	111.1	-85.3	-49.3
资产负债率	32.01%	37.08%	37.08%	26.69%	24.31%	22.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	26	30	37	64
增持	1	10	13	13	22
中性	0	2	4	5	7
减持	0	1	1	1	1
评分	1.20	1.44	1.50	1.46	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH