

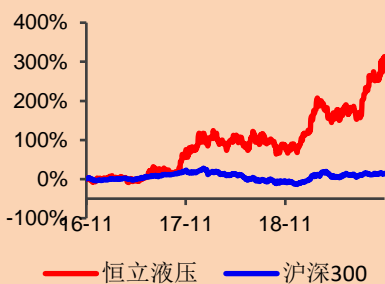


恒立液压 (601100)

投资评级: 增持

报告日期: 2019-11-25

股价走势:



相关研究

公司研究_点评报告_恒立液压 (601100): 持续高增长的液压龙头, 中大挖泵阀业务放量在即_20190426
公司研究_点评报告_恒立液压 (601100): 业绩符合预期, 泵阀业务快速放量_20190828

装备制造组

联系人: 曾海乔

021- 60956107

hayjs@foxmail.com

三季度略低于预期, 看好公司长期发展

——恒立液压 2019 年三季度报点评

主要观点:

□ 三季度挖掘机油缸业务有所下滑, 业绩略低于预期

公司发布 2019 年三季度报, 前三季度实现营收 38.34 亿元, 同比增长 21.32%; 实现归母净利润 9.17 亿元, 同比增长 27.49%, 扣非归母净利润 8.19 亿元, 同比增长 32.08%。三季度公司实现营收 10.41 亿元, 同比增长 4.53%; 归母净利润 2.46 亿元, 同比增长-3.76%, 扣非归母净利润 1.89 亿元, 同比增长-4.86%。三季度营收和利润增速略低于预期, 主要系 5 月份以后主机厂挖掘机油缸下单减少及中大挖油缸下滑使毛利率下降所致。

□ 费用率继续下降, 经营性净现金流大幅增长

前三季度公司期间费用率为 8.71%, 同比下降了 0.80 个百分点, 规模效应下费用率继续下降。销售、管理、研发、财务费用率分别是 2.06%、3.51%、4.64% 和-1.51%, 分别变动-0.67、-0.69、+0.69、-0.71 个百分点。前三季度公司经营活动现金净流入 11.73 亿元, 同比大幅增长 215.80%, 主要由于公司收入增长并加强回款。

□ 三季度挖掘机油缸有所下滑, 四季度恢复常态排产饱满

前三季度挖掘机油缸销售约 34.77 万根, 同比增长 7%, 销售收入 16.2 亿元, 同比增长 15%。单看三季度挖掘机油缸销售 9.2 万根, 同比下滑 6%, 收入约 3.8 亿元, 同比下滑 16%。三季度大挖收入下滑约 5%, 中挖收入下滑约 30%, 小挖小幅增长。销售结构变化也导致三季度挖掘机油缸毛利率下滑到 38%左右。三季度情况恶化主要系主机厂上半年备货较多, 且五月份挖掘机行业出现了下滑, 影响了主机厂的下单。八九月挖掘机行业增长恢复正常, 且主机厂为 2020 年备货, 目前挖掘机油缸需求已经恢复正常。目前挖机油缸排产饱满, 四季度排产分别达到 4.7、5 和 5 万根, 四季度挖掘机油缸需求旺盛。

□ 非标油缸稳健增长, 高空作业平台领域进展顺利

非标油缸前三季度预计销售约 12 万根, 同比增长 20%; 收入 9.3 亿元, 同比增长 8%; 起重油缸收入 4.7 亿元, 同比增长 7%, 占比过半, 盾构机领域略有下滑。非标油缸下游各个领域需求旺盛, 未来有望平滑挖机油缸周期。明年高空作业平台领域拓展值得关注, 预计臂式高空作业平台面临爆发, 单车油缸价值量在 4~5 万左右, 前景较好。目前公司在该领域已给 JLG 供货, 明年有望给国内高空作业平台龙头企业供货, 实现快速增长。

□ 泵阀业务高增长且预计毛利率提升较快, 马达业务开始快速放量

前三季度泵阀业务实现营收 9.2 亿元, 净利润 1.7 亿元, 净利率达到 19%, 营收和利润增速达 86%和 190%。毛利率达到 31%, 同比提升 6 个百分点。其中中大挖泵阀增长较快。目前泵阀业务在主机厂份额不足 30%, 未来仍有较大提升空间, 预计明年泵阀业务仍有高速增长, 且毛利率有望提升至

40%左右。公司 6-50 吨回转马达投放市场后在主机厂得到验证，快速放量，全年收入有望突破 7000 万，明年有快速增长。

□ 盈利预测及估值

公司是国内液压部件领域绝对龙头，挖掘机油缸份额做到 50%，同时又复制油缸成功经验，实现了液压泵阀的国产替代，并不断拓展新产品和新领域，为未来增长注入动力。预计公司 2019-2021 年实现归属母公司所有的净利润 12.11、25.74、17.88 亿元，对应 EPS 为 1.37、1.75、2.03 元，对应 PE 为 32.75 倍、25.74 倍、22.17 倍，给与“增持”评级。

□ 风险提示

(1) 挖掘机油缸销量低于预期；(2) 中大挖泵阀和马达拓展不及预期。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4211	5151	6081	6795
收入同比 (%)	51%	22%	18%	12%
归属母公司净利润	837	1211	1541	1788
净利润同比 (%)	119%	45%	27%	16%
毛利率 (%)	36.6%	36.6%	38.3%	39.2%
ROE (%)	18.3%	21.7%	22.6%	22.0%
每股收益	0.95	1.37	1.75	2.03
P/E	47.40	32.75	25.74	22.17
P/B	8.72	7.14	5.85	4.88
EV/EBITDA	13	28	22	19

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,443	5,303	6,513	7,968	营业收入	4,211	5,151	6,081	6,795
现金	1,571	1,803	2,250	2,718	营业成本	2,671	3,267	3,750	4,131
应收账款	553	646	887	1,132	营业税金及附加	43	53	63	70
其他应收款	9	11	12	15	销售费用	115	118	128	136
预付账款	135	216	297	380	管理费用	213	428	496	537
存货	1,141	1,387	1,644	1,924	财务费用	(30)	(67)	(94)	(108)
其他流动资产	1,034	1,241	1,422	1,799	资产减值损失	119	5	16	29
非流动资产	2,828	2,985	3,089	3,169	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	18	12	15	18
固定资产	2,233	2,309	2,366	2,414	营业利润	961	1,359	1,739	2,019
无形资产	279	260	243	227	营业外收入	3	55	60	70
其他非流动资产	316	415	480	529	营业外支出	0	3	4	5
资产总计	7,271	8,288	9,602	11,138	利润总额	963	1,411	1,795	2,084
流动负债	1,981	2,061	2,172	2,323	所得税	126	198	251	292
短期借款	851	851	851	851	净利润	837	1,213	1,544	1,792
应付账款	439	537	514	510	少数股东损益	0	2	3	4
其他流动负债	692	674	807	962	归属母公司净利润	837	1,211	1,541	1,788
非流动负债	715	644	613	652	EBITDA	1,298	1,468	1,834	2,113
长期借款	353	303	263	293	EPS (元)	0.95	1.37	1.75	2.03
其他非流动负	361	341	350	359		4,211	5,151	6,081	6,795
负债合计	2,696	2,706	2,785	2,975	主要财务比率				
少数股东权益	28	31	34	37	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	882	882	882	882	成长能力				
资本公积	1,834	1,874	1,874	1,874	营业收入	50.65%	22.33%	18.06%	11.73%
留存收益	1,826	2,795	4,028	5,369	营业利润	119.01%	41.42%	27.97%	16.09%
归属母公司股东权	4,547	5,551	6,784	8,125	归属于母公司净利润	119.05%	44.73%	27.22%	16.09%
负债和股东权益	7,271	8,288	9,602	11,138	获利能力				
					毛利率(%)	36.58%	36.58%	38.33%	39.20%
					净利率(%)	35.16%	19.87%	23.51%	25.33%
					ROE(%)	18.29%	21.74%	22.64%	21.95%
					ROIC(%)	21.99%	28.03%	22.40%	22.09%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	37.08%	32.65%	29.00%	26.71%
					净负债比率(%)	-13.72%	-6.54%	-10.39	-13.01
					流动比率	2.24	2.57	3.00	3.43
					速动比率	1.67	1.90	2.24	2.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.66	0.68	0.66
					应收账款周转率	8.58	8.74	8.06	6.82
					应付账款周转率	11.13	10.56	11.58	13.28
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.95	1.37	1.75	2.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.89	1.04	1.14
					每股净资产(最新摊薄)	5.16	6.29	7.69	9.21
					估值比率				
					P/E	47.4	32.7	25.7	22.2
					P/B	8.7	7.1	5.8	4.9
					EV/EBITDA	13.14	27.68	22.12	19.20

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。