

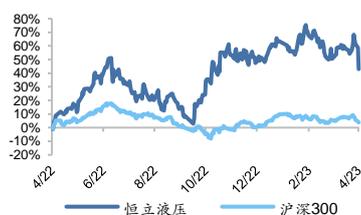
2022 业绩略超预期，2023Q1 重回增长轨道

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-25

收盘价 (元)	59.55
近 12 个月最高/最低 (元)	73.36/40.52
总股本 (百万股)	1340.82
流通股本 (百万股)	1305.36
流通股比例 (%)	97.36
总市值 (亿元)	798.46
流通市值 (亿元)	777.34

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

相关报告

1.《周期股现高成长性，国产液压龙头或再次乘势腾飞》2023-02-01

主要观点：

● 2022 年业绩符合预期，2023Q1 重回增长轨道

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年年度实现营收 81.97 亿元，(-11.95%)；归母净利润 23.43 亿元，(-13.03%)；扣非后归母净利润为 22.31 亿元，(-12.77%)。公司 2023Q1 实现营收 24.27 亿元，(+10.30%)；归母净利润 6.26 亿元，(+18.44%)；扣非后归母净利润 6.00 亿元，(+18.97%)。业绩符合我们预期，略高于市场预期。

● 非工程机械领域拓展与国内外市场布局见效

公告显示：1) 2022 年公司下游多元化布局在本期开始贡献明显增量，非挖领域液压产品产销量均大幅增长。2) 2023 年 Q1 营业收入增长及盈利能力提升的主要原因是公司主要产品重型装备用非标准油缸收入同比增长 33%，液压泵阀收入同比增长 29%。我们认为，首先，公司在非工程机械领域的拓展战略正确；其次，公司海外市场布局将快速见效；以及国内工程机械行业整体处于磨底阶段，也有所修复。我们看好公司今年及往后的发展。

● 高品质与低成本战略同步实施，产品利润率有望改善

毛利率方面，2022 年毛利率 40.55%，较 2021 年减少 3.46pct，一方面系产品价格有所下降，另一方面系原材料价格上涨，公司成本有所上升。**分地区来看**，国内毛利率 42.02%，国外毛利率 34.28%，国外毛利率较低主要系新客户拓展及关税影响。**净利率方面**，2022 年公司净利率 28.66%，与 2021 年基本持平，一是因为多元化战略初显成效，非工程机械行业收入占比提升；二是因为美元汇率升值使得公司汇兑收益有所增加。**展望全年**，1) 2023Q1 毛利率 40.86%，净利率 25.81%，较 2022Q1 均有所改善，为全年奠定了较好基础；2) 多元化及国际化战略持续推进，产品结构预计不断改善；3) 公司通过从材料替代、工艺改进、提高生产效率、严控费用等低成本战略，提升自身对利润率的把控。**综上，公司产品利润率有望改善。**

● 投资建议

我们调整公司 2023-2025 年营业收入预测为 93.3/109.3/129.9 亿元，归母净利润预测为 26.5/32.1/39.2 亿元，以当前总股本 13.41 亿股计算的摊薄 EPS 为 1.98/2.39/2.93 元。当前股价对应的 PE 倍数为 30/25/20 倍，维持“买入”投资评级。

● 风险提示

1) 高端液压件核心技术难以突破；2) 国内基建政策支持不及预期；3) 下游整机厂需求不及预期；4) 非挖领域及海外市场拓展不及预期。

重要财务指标

单位：百万元

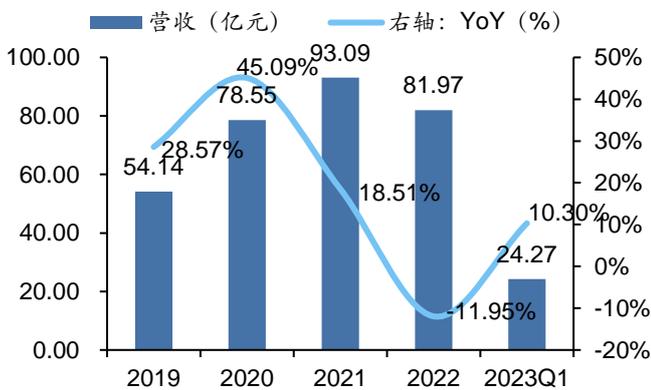
主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,197	9,327	10,933	12,985
收入同比 (%)	-12.0%	13.8%	17.2%	18.8%
归属母公司净利润	2,343	2,654	3,207	3,923
净利润同比 (%)	-13.0%	13.3%	20.8%	22.3%
毛利率 (%)	40.6%	41.4%	42.4%	43.2%
ROE (%)	21.5%	19.6%	20.6%	21.7%
每股收益 (元)	1.75	1.98	2.39	2.93
P/E	34.08	30.08	24.90	20.35
P/B	6.32	5.52	4.77	4.09
EV/EBITDA	27.03	23.85	19.13	15.66

资料来源：wind，华安证券研究所

1 盈利能力短期承压，不改长期向好趋势

2022 年工程机械行业“外热内冷”，公司整体经营表现优于行业。2022 年公司实现营收 81.97 亿元，同比减少 11.95%；归母净利润 23.43 亿元，同比减少 13.03%；扣非后归母净利润为 22.31 亿元，同比减少 12.77%；净资产收益率为 22.60%，同比下降 10.23pct；毛利率 40.55%，较 2021 年减少 3.46pct。**综合来看，2022 年度面对国内下游工程机械需求持续下行，公司业绩情况仅小幅下滑，符合我们预期，略超市场预期水平。**2023 年一季度公司业绩有所改善，实现营收 24.27 亿元，同比增长 10.30%；归母净利润 6.26 亿元，同比增长 18.44%；扣非后归母净利润 6.00 亿元，同比增长 18.97%；毛利率水平小幅回升至 40.86%。

图表 1 近年来公司营业收入及同比增长情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 近年来公司归母净利润及同比增长情况



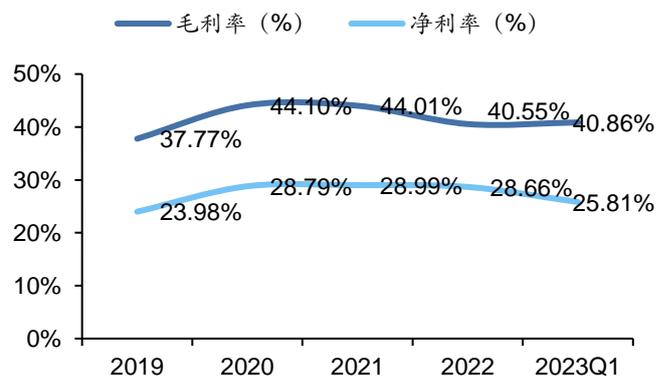
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 近年来公司毛利及同比增长情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 近年来公司毛利率及净利率

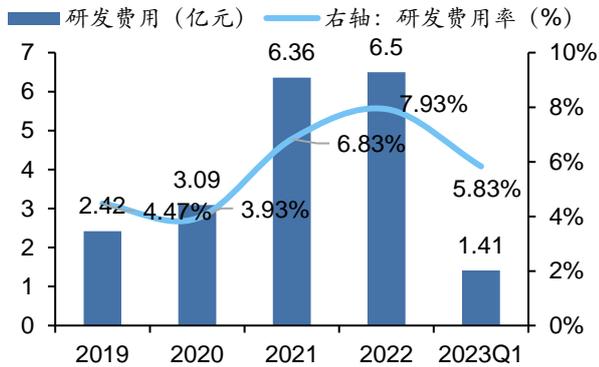


资料来源：Wind，华安证券研究所

高度重视研发投入，费用率总体上升。2022 年公司坚持创新驱动，不断推进产品技术的进步，研发投入达 6.50 亿元，研发的新领域包括波浪补偿舷梯液压系统、滚装船液压系统、新一代电液缸、水电行业、卫浴液压站、线材打包机行业、煤矿大断面掘锚平行机液压系统、PCB 电路板压机等。公司着力用研发驱动成长全年共开发新品 538 种，其中非工程机械行业 323 项。**费用率方面**，2022 年公司销售及管理费用均有所增加，主要系公司产品不断拓展，为了向客户提供更高效的服务，公司在国内外搭

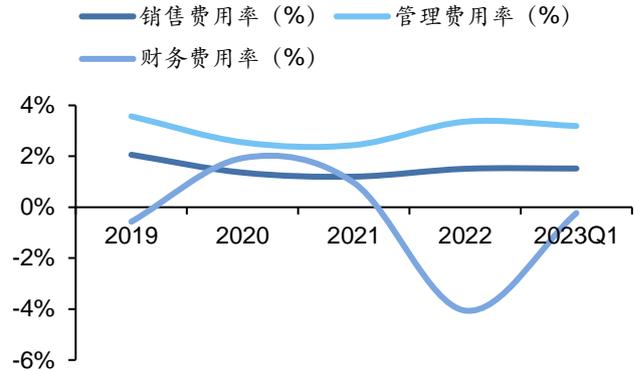
建广泛的营销网络，相关销售人员有所增加。

图表 5 近年来公司研发投入情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 近年来公司期间费用率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 多元化及国际化战略布局见效，拓宽公司成长边界

下游行业多元化发展战略，公司产品结构不断改善。从产品销量来看，2022 年，受挖掘机行业景气度下行影响，公司挖机相关液压产品的产销量均出现一定幅度下滑，但公司下游多元化的布局初步显现成效，非挖领域液压产品产销量均大幅增长，较去年相比，其他行业用液压泵销量增长 247.78%。其他行业用液压阀销量增长 59.65%，其他行业用马达增长 516.43%。从行业来看，2022 年公司在高空作业平台、农业机械、工业设备等领域都取得了较好的业绩，已渗透至国内外众多优质客户群体，随着非挖领域的高附加值新品收入占比不断提升，公司盈利指标有望加速改善。

图表 7 2022 年公司主要产品销量情况

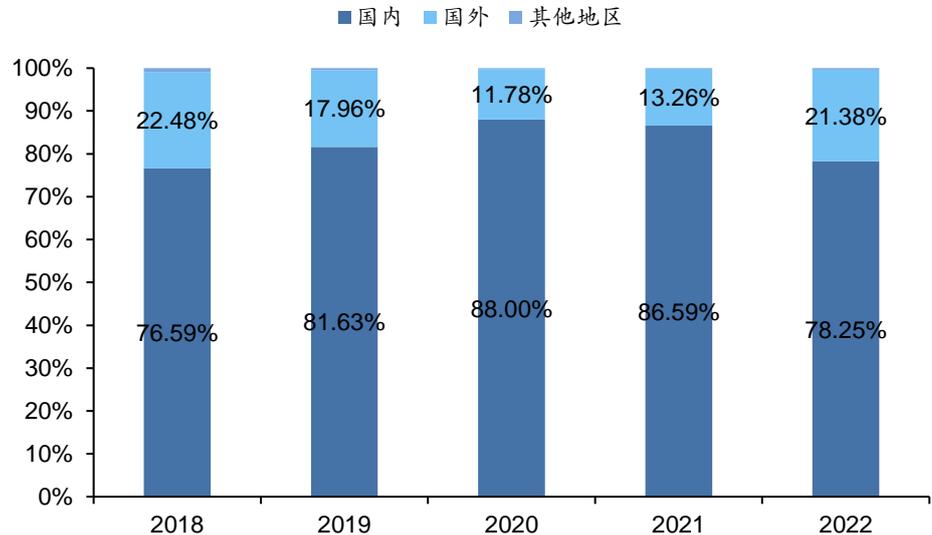
主要产品	销量 (万只)	销售量比上年增减 (%)
挖掘机专用油缸	62.94	-26.41
重型装备用非标油缸	20.48	21.60
挖掘机用高压柱塞泵	10.91	-21.43
挖掘机用多路阀	7.99	-31.58
挖掘机用马达	3.60	-30.04
其他行业用液压泵	4.40	247.78
其他行业用液压阀	14.03	59.65
其他行业用马达	12.25	516.43

资料来源: 公司 2022 年年报, 华安证券研究所

海外市场需求火热，公司加大全球化布局力度。2022 年公司海外市场实现营收 17.53 亿元，同比增长 42%，占比高达 21.38%。一方面，海外市场广阔且需求火热，另一方面随着公司产品性能的不不断提升，存在存量客户替代逻辑，因此出口端持续高增。公司近年来持续加快了国际化战略的实施步伐，公司目前在全球范围内拥有十大制造基地，在多个国家（地区）已设立海外办事处并派驻了技术服务人员和营销人员，在欧洲、北美、日本等建立了广泛的营销网络。2022 年公司通过并购德国茵莱等企业，

在美国芝加哥、日本东京新设公司等方式再一次进行了海外市场的拓展和布局。我们认为，国际化是工程机械的亮点，更是持续发展的必然趋势，随着公司综合实力的稳步提升，海外市场有望为公司贡献较大业绩，打开公司成长空间。

图表 8 近年来公司国内外营收占比



资料来源：公司 2022 年年报，华安证券研究所

图表 9 恒立液压全球十大制造基地



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3 募投项目持续推进，前景可期

募投项目稳步推进，多项目预计今年四季度投产。根据公司 2022 年年报，墨西哥工程项目厂房预计于今年 5 月交付使用，到第四季度预计投产。同时，通用液压泵技改项目及超大重型油缸项目也预计到第四季度投产。根据公司最新交流，墨西哥工厂

投产后今年预计贡献 3-4 亿收入，向未来看，墨西哥工厂达产产值 20 亿，且投产后有利于北美市场的客户开发，加速公司的国际化进程。线性驱动器项目预计 2024 年第一季度投产，主要产品为滚珠丝杆，随着该项目的投产，电动化进程有望加速，电动化也将成为公司一大亮点。

图表 10 募投项目进展情况

项目名称	拟投入募集资金 (万元)	目前的进展	未来的规划
恒立墨西哥项目	25000	处于基建之中	预计厂房产于 2023 年 5 月交付使用，2023 年第四季度投产
线性驱动器项目	140000	处于基建之中	预计 2024 年第一季度投产
恒立国际研发中心项目	0	处于前期设计阶段	预计 2024 年第四季度完工并投入使用
通用液压泵技改项目	0	处于建设之中	预计 2023 年第四季度投产
超大重型油缸项目	10000	处于基建之中	预计 2024 年第四季度投产

资料来源：公司 2022 年年报，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,327	14,301	17,005	20,127	营业收入	8,197	9,327	10,933	12,985
现金	6,886	7,452	10,514	11,337	营业成本	4,873	5,466	6,297	7,375
应收账款	1,601	1,947	2,093	2,705	营业税金及附加	71	81	95	112
其他应收款	28	26	30	36	销售费用	124	122	132	157
预付账款	141	129	151	180	管理费用	925	1,006	1,158	1,349
存货	1,766	2,826	1,946	3,238	财务费用	(332)	(103)	(121)	(148)
其他流动资产	1,904	4,747	4,216	5,870	资产减值损失	45	(51)	(43)	(63)
非流动资产	3,874	4,107	4,368	4,659	公允价值变动收益	7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	14	18	23	28
固定资产	2,836	3,133	3,408	3,693	营业利润	2,618	2,944	3,559	4,351
无形资产	436	417	397	378	营业外收入	13	0	0	0
其他非流动资产	602	557	563	588	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	16,201	18,408	21,373	24,786	利润总额	2,629	2,944	3,559	4,351
流动负债	3,144	3,520	4,209	4,826	所得税	280	284	343	420
短期借款	329	285	335	397	净利润	2,349	2,660	3,215	3,931
应付账款	1,689	1,972	2,419	2,723	少数股东损益	6	5	8	8
其他流动负债	1,126	1,263	1,456	1,705	归属母公司净利润	2,343	2,654	3,207	3,923
非流动负债	379	379	379	379	EBITDA	2,966	3,165	3,784	4,582
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.75	1.98	2.39	2.93
其他非流动负债	379	379	379	379					
负债合计	3,523	3,899	4,588	5,205					
少数股东权益	48	53	62	70	主要财务比率				
股本	1,341	1,341	1,341	1,341	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	3,365	3,851	4,455	5,198	成长能力				
留存收益	7,924	9,263	10,927	12,973	营业收入	-11.95%	13.79%	17.22%	18.76%
归属母公司股东权益	12,630	14,456	16,723	19,512	营业利润	-14.35%	12.44%	20.89%	22.26%
负债和股东权益	16,201	18,408	21,373	24,786	归属于母公司净利润	-13.03%	13.30%	20.82%	22.33%
					获利能力				
					毛利率(%)	40.55%	41.40%	42.40%	43.20%
					净利率(%)	28.58%	28.46%	29.33%	30.21%
					ROE(%)	21.47%	19.60%	20.57%	21.65%
					ROIC(%)	23.79%	23.41%	34.25%	39.36%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.75%	21.18%	21.47%	21.00%
					净负债比率(%)	-51.72%	-49.39%	-60.65%	-55.87%
					流动比率	3.92	4.06	4.04	4.17
					速动比率	3.36	3.26	3.58	3.50
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.54	0.55	0.56
					应收账款周转率	5.26	5.26	5.41	5.41
					应付账款周转率	3.25	2.99	2.87	2.87
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.75	1.98	2.39	2.93
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.50	3.38	1.84
					每股净资产(最新摊薄)	9.42	10.78	12.47	14.55
					估值比率				
					P/E	34.1	30.1	24.9	20.4
					P/B	6.3	5.5	4.8	4.1
					EV/EBITDA	27.03	23.85	19.13	15.66

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

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。