

增持

——维持

恒立液压 (601100)

证券研究报告 / 公司研究 / 公司动态

日期: 2017年8月14日

行业: 机械设备-工程机械



分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 倪瑞超

Tel: 021-53686179

E-mail: niruichao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070010

基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	18.89
12mth 股价格区间 (元)	11.84-20.55
流通股本/总股本 (亿股)	6.30/6.30
流通市值/总市值 (亿元)	119/119

主要股东 (最新)

常州恒屹流体科技有限公司	42.00%
申诺科技(香港)有限公司	18.75%
江苏恒立投资有限公司	14.25%

收入结构 (2016)

挖掘机专用油缸	38.62%
重型装备用非标油缸	40.88%
元件与液压成套装置	6.60%
液压泵阀	6.08%

报告编号: NRC17-CT50

首次报告日期: 2017年3月24日

相关报告: 20170324: NRC17-CT13: 公司研究: 挖掘机油缸供不应求, 液压泵阀
 20170426: NRC17-CT24: 2017Q1 净利率上升到 10% 以上, 销量上升业绩弹性高
 204 市场潜力无限
 20170719: NRC17-CT44: 油缸供不应求和泵阀持续放量, 高业绩弹性显著

挖掘机油缸收入大于销量和行业增速, 高业绩弹性持续验证

■ 动态事项

公司发布 2017 年上半年半年报, 实现营业收入 13.59 亿元, 同比增长 130.24%; 归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 471.11%。

■ 事项点评

● **挖掘机油缸收入大于销量大于行业增速。**公司 2017 年上半年挖掘机专用油缸销售 210879 只, 同比增长 123.18%。而挖掘机行业上半年的销量增速为 100.5%, 公司销量远大于行业增速。主要是上半年公司聚焦供应挖掘机的龙头企业策略, 而挖掘机龙头企业的销量远大于行业的增速。公司 2017 年上半年挖掘机油缸同比增速 163%, 高于销量的增速, 公司在成本和需求双重叠加下, 价格上升, 公司挖掘机油缸的竞争力充分体现。

● **非标油缸供不应求。**2017 年上半年公司重型装备用非标油缸销售 55408, 同比增长 99%。公司的重型装备用非标油缸受益于下游盾构机 (70% 的市场占有率) 旺盛的需求以及海工市场的回暖, 订单应接不暇, 其中上半年盾构机油缸销售收入同比增长 137%。

● **液压泵阀持续放量。**2017 年上半年公司 15T 以下小型挖掘机用泵阀实现量产, 销售收入同比增长 101%。液压泵阀系统从 2014 年开始小批量供货, 2016 年液压泵阀销售开始放量, 批量配套三一、徐工、临工、柳工等龙头厂商。2017 年加速国产化替代, 持续放量, 2017 年有望实现翻番的销售收入。

● **财务改善持续中。**2017 年上半年公司毛利率 28.09%, 同比上升 8.15pct, 净利率 11.91%, 同比上升 7.3pct, 符合我们公司的净利率将上升到 10% 以上的预期。公司利用超募资金, 分别投资了液压泵阀和液压铸件项目, 这两个项目陆续投入使用, 转为固定资产。受制于销量较低, 产能利用率低, 导致了公司每年固定资产折旧较高, 2013/2014/2015/2016 年固定资产折旧分别高达 0.99/1.21/1.45/1.65 亿元, 对应的制造费用 0.86/0.89/0.91/1.11 亿元, 增速远高于公司收入的增速。进而导致公司的毛利率和净利率持续下滑。而从 2017 年开始随着产能利用率的提高, 公司的制造费用增幅显著低于产量增速, 另外公司上半年加强内部管理, 费用率持续改善。我们认为未来随着项目的产能利用率的提高, 未来财务有望持续改善, 将持续看到收入和净利率双升的良性局面。

■ **投资建议。**预测公司 2017/2018/2019 年销售收入为 23.60、30.71、38.61 亿元。归母净利润 2.87、3.93、5.24 亿元, EPS 为 0.46、0.62、0.83 元。对应的 PE 为 42、30、23 倍。虽然短期公司估值较高, 但是公司管理优秀、成长明确, 业绩弹性持续验证。维持公司“增持”的评级。

■ **风险提示:** 挖掘机销量增速回落、泵阀市场开拓不及预期、财务状况未有明显改善。

表 1 公司盈利预测结果

区分	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入：百万元	1370.10	2359.52	3071.47	3860.51
增长率 YOY	25.98%	72.21%	30.17%	25.69%
归母净利润：百万元	70.35	286.80	393.37	524.37
增长率 YOY	10.77%	307.67%	37.16%	33.30%
EPS(元)	0.11	0.46	0.62	0.83
PE(倍)	169.2	41.5	30.3	22.7

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/8/14）

表 2 主要工程机械公司估值对比

公司	代码	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS(元)				PE(倍)			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
三一重工	600031	627.95	8.20	0.03	0.34	0.44	0.55	307.1	24.1	18.7	15.0
徐工机械	425	268.40	3.83	0.03	0.12	0.18	0.23	127.7	30.9	21.2	16.4
中联重科	157	341.64	4.74	-0.12	0.15	0.19	0.25	-39.5	31.6	24.4	19.0
柳工	528	99.02	8.80	0.04	0.38	0.57	0.73	201.0	23.1	15.4	12.1
恒立液压	601100	119.01	18.89	0.11	0.46	0.62	0.83	169.2	41.5	30.3	22.7

数据来源：WIND 上海证券研究所 恒立液压、柳工上海证券预测，其他来自WIND（截止到2017/8/14）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	615	24	31	39
存货	590	1,114	1,096	1,660
应收账款及票据	569	1,117	1,077	1,680
其他	273	409	328	603
流动资产合计	2,048	2,664	2,532	3,981
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,943	2,272	2,122	1,963
在建工程	181	0	0	0
无形资产	280	274	267	261
其他	480	479	479	478
非流动资产合计	2,884	3,026	2,868	2,702
资产总计	4,932	5,689	5,400	6,683
短期借款	562	963	387	1,171
应付账款及票据	338	514	591	787
其他	87	124	138	179
流动负债合计	987	1,601	1,116	2,137
长期借款和应付债券	410	410	410	410
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	410	410	410	410
负债合计	1,397	2,011	1,526	2,547
少数股东权益	30	30	30	30
股东权益合计	3,535	3,678	3,875	4,137
负债和股东权益总计	4,932	5,689	5,400	6,683
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	67	287	393	524
折旧和摊销	176	171	173	175
营运资本变动	(179)	(955)	230	(1,241)
经营活动现金流	(42)	(497)	834	(467)
资本支出	(182)	(150)	(40)	(40)
投资收益	53	35	46	58
投资活动现金流	(37)	(296)	5	17
股权融资	0	0	0	0
负债变化	1,024	401	(576)	784
股息支出	(71)	(200)	(256)	(326)
融资活动现金流	196	201	(832)	458
净现金流	164	(592)	7	8

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,370	2,360	3,071	3,861
营业成本	1,068	1,704	2,210	2,756
营业税金及附加	19	24	31	39
营业费用	69	78	98	120
管理费用	200	212	270	332
财务费用	(30)	57	59	64
资产减值损失	26	21	27	34
投资收益	53	35	46	58
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	70	329	453	605
营业外收支净额	22	2	2	2
利润总额	92	331	455	607
所得税	25	44	61	82
净利润	67	287	393	524
少数股东损益	(3)	0	0	0
归属母公司股东净利润	70	287	393	524
财务比率分析				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	25.98%	72.21%	30.17%	25.69%
EBITDA 增长率	26.84%	94.78%	22.80%	23.22%
EBIT 增长率	50.76%	248.35%	32.32%	30.65%
净利润增长率	11.13%	325.67%	37.16%	33.30%
毛利率	22.02%	27.76%	28.05%	28.62%
EBITDA/总收入	20.95%	23.70%	22.36%	21.92%
EBIT/总收入	8.13%	16.45%	16.72%	17.38%
净利润率	4.92%	12.16%	12.81%	13.58%
资产负债率	28.33%	35.35%	28.25%	38.10%
流动比率	2.07	1.66	2.27	1.86
速动比率	1.27	0.90	1.15	1.00
总资产回报率 (ROA)	2.26%	6.82%	9.51%	10.04%
净资产收益率 (ROE)	2.01%	7.86%	10.23%	12.77%
EV/营业收入	8.7	5.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	41.5	23.1	18.0	15.5
PE	169.2	41.5	30.3	22.7
PB	3.4	3.3	3.1	2.9

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/8/14）

分析师承诺

邵锐 倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。