



2017-10-17

公司点评报告

买入/维持

恒立液压(601100)

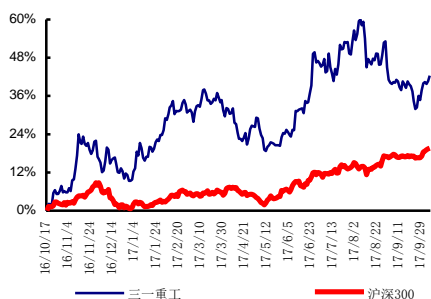
目标价: 21

昨收盘: 18.08

机械设备 通用机械

油缸业务体现业绩弹性, 泵阀业务快速放量

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	630/630
总市值/流通(百万元)	11,390/11,390
12个月最高/最低(元)	20.50/13.26

相关研究报告:

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

证券分析师: 钱建江

电话: 021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517070002

受益挖机销量持续超预期, 油缸业务体现业绩弹性: 2017H1 油缸业务收入约占总收入的 80%, 其中挖机专用油缸约占总收入的 45%。2017 年 1-8 月挖机累计销量达到 9.14 万台, 同比增长 99.41%。受此于此, 2017H1 公司累计销售挖机专用油缸 15.55 万只, 同比增长 123%, 收入 6.13 亿, 同比增长 163%。油缸销量增速高于主机厂, 我们判断主要原因是公司主要客户卡特、三一、徐工、柳工等企业市场份额提升, 日韩系挖机市场份额下降。非标油缸中, 盾构机油缸为一大亮点, 收入同比增长 137%。受益于销售收入的大幅提升带来的规模效应, 2017H1 公司毛利率较去年同期大幅提升 8.15 个百分点。

15t 以下泵阀进入放量期, 20t 泵阀研制稳步推进: 公司已成功开发适用于 15t 以下小挖用的 HP3V 系列轴向柱塞泵和 HVS 系列多路控制阀, 并批量配套三一、徐工、临工、柳工等国内主机厂, 目前月出货量约 1600 套 (挖机用约 1200 套)。测算 2017H1 泵阀收入为 1.20 亿, 同比增长 101%。公司研制的 20t 级挖机用的控制阀为整体多路阀, 技术难度较小挖用的控制阀更高, 目前已进入台架测试阶段, 预计明年年初将进入小批量试用阶段。总体看, 公司 15t 以下小挖用的泵阀精确操控性和燃油经济性达到或超过国外同类产品, 粗算目前在小挖市场的占有率不到 20%, 相比挖机油缸超过 50% 的市占率, 提升空间非常大; 另外, 20t 级中挖用的泵阀目前研制进展顺利并稳步推进, 泵阀业务将持续放量。

进口替代空间巨大, 海外市场打开更大成长空间: 据统计, 2016 年我国进口高端液压件超过 100 亿, 进口替代空间巨大。公司作为国内高端液压件龙头企业, 在高压油缸领域已占据了大部分高端市场, 挖机专用油缸市占率超过 50%, 盾构机油缸市占率超过 70%, 15t 以下小挖用泵阀也进入放量期, 市占率逐步提升。另一方面, 公司产品远销欧美、日本等发达国家和地区, 挖机油缸实现 20% 出口, 总体出口收入超过 25%, 未来拟达到 50%, 近期将重点开拓海外海工船舶、起重机等业务领域。相比博世力士乐、川崎液压、伊顿流体等国际液压巨头收入规模均在 100 亿人民币以上, 我们认为海外市场的开拓将为公司打开更大的成长空间。

盈利预测与投资建议: 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.48 元、0.65 元和 0.88 元, 对应 PE 分别为 38 倍、28 倍和 21 倍。考虑到公司为国内液压件龙头企业, 成长空间大, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观面趋紧或环保核查影响持续导致挖机销量下滑；
泵阀业务拓展不及预期

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1370.10	2393.85	3130.21	3898.73
增长率	25.98%	74.72%	30.76%	24.55%
归属母公司净利润（百万元）	70.35	300.08	410.02	552.47
增长率	10.77%	326.55%	36.63%	34.74%
每股收益 EPS（元）	0.11	0.48	0.65	0.88
PE	162	38	28	21
PB	3.22	3.00	2.83	2.63

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1370.10	2393.85	3130.21	3898.73
营业成本	1068.37	1698.76	2183.93	2655.51
营业税金及附加	19.21	18.90	26.38	35.38
销售费用	68.94	83.78	109.56	136.46
管理费用	200.39	215.45	281.72	350.89
财务费用	-29.84	59.85	78.26	97.47
资产减值损失	25.76	25.00	25.00	25.00
投资收益	53.17	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	70.43	342.12	475.37	648.04
其他非经营损益	21.62	21.62	21.62	21.62
利润总额	92.06	363.74	496.99	669.66
所得税	24.68	63.65	86.97	117.19
净利润	67.38	300.08	410.02	552.47
少数股东损益	-2.97	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	70.35	300.08	410.02	552.47
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	869.56	308.24	356.32	466.99
应收和预付款项	637.09	1055.72	1378.59	1713.83
存货	590.38	824.38	1066.97	1302.75
其他流动资产	209.85	366.65	479.43	597.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2124.28	1898.07	1671.87	1445.67
无形资产和开发支出	328.09	296.20	264.31	232.41
其他非流动资产	439.82	439.18	438.54	437.90
资产总计	5199.07	5188.43	5656.02	6196.69
短期借款	561.96	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	484.19	789.65	1022.64	1251.79
长期借款	409.99	409.99	409.99	409.99
其他负债	208.31	196.55	199.71	202.79
负债合计	1664.45	1396.19	1632.35	1864.57
股本	630.00	630.00	630.00	630.00
资本公积	2086.07	2086.07	2086.07	2086.07
留存收益	788.05	1046.26	1277.68	1586.13
归属母公司股东权益	3504.70	3762.33	3993.75	4302.20
少数股东权益	29.91	29.91	29.91	29.91
股东权益合计	3534.61	3792.24	4023.67	4332.12
负债和股东权益合计	5199.07	5188.43	5656.02	6196.69
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	216.28	660.70	812.36	1004.24
PE	161.91	37.96	27.78	20.62
PB	3.22	3.00	2.83	2.63
PS	8.31	4.76	3.64	2.92
EV/EBITDA	51.21	16.74	13.55	10.85

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	67.38	300.08	410.02	552.47
折旧与摊销	175.69	258.74	258.74	258.74
财务费用	-29.84	59.85	78.26	97.47
资产减值损失	25.76	25.00	25.00	25.00
经营营运资本变动	194.94	-500.64	-442.08	-456.51
其他	-426.57	-74.22	-75.00	-75.00
经营活动现金流净额	7.36	68.81	254.93	402.16
资本支出	-91.99	0.00	0.00	0.00
其他	54.83	50.00	50.00	50.00
投资活动现金流净额	-37.16	50.00	50.00	50.00
短期借款	73.22	-561.96	0.00	0.00
长期借款	204.74	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-37.80	-41.87	-178.59	-244.02
其他	-44.00	-76.31	-78.26	-97.47
筹资活动现金流净额	196.16	-680.14	-256.85	-341.49
现金流量净额	212.72	-561.32	48.08	110.67
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	25.98%	74.72%	30.76%	24.55%
营业利润增长率	284.91%	385.73%	38.95%	36.32%
净利润增长率	11.13%	345.37%	36.63%	34.74%
EBITDA 增长率	56.15%	205.48%	22.95%	23.62%
获利能力				
毛利率	22.02%	29.04%	30.23%	31.89%
三费率	17.48%	15.00%	15.00%	15.00%
净利率	4.92%	12.54%	13.10%	14.17%
ROE	1.91%	7.91%	10.19%	12.75%
ROA	1.30%	5.78%	7.25%	8.92%
ROIC	0.87%	9.40%	11.93%	15.02%
EBITDA/销售收入	15.79%	27.60%	25.95%	25.76%
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.46	0.58	0.66
固定资产周转率	0.77	1.31	1.95	2.83
应收账款周转率	4.71	5.78	5.67	5.55
存货周转率	2.01	2.32	2.25	2.19
销售商品提供劳务收	102.63	—	—	—
资本结构				
资产负债率	32.01%	26.91%	28.86%	30.09%
带息债务/总负债	58.39%	29.37%	25.12%	21.99%
流动比率	2.16	3.19	3.16	3.22
速动比率	1.61	2.16	2.14	2.19
每股指标				
每股收益	0.11	0.48	0.65	0.88
每股净资产	5.61	6.02	6.39	6.88
每股经营现金	0.01	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。