

恒立液压(601100)

三季度超预期，规模效应显著 增持(维持)

2017年10月31日

事件: 公司2017年前三季度实现营收20.27亿元,同比增加109.51%;实现归母净利2.76亿元,同比增加572.79%,业绩超预期。

证券分析师 陈显帆

执业证书编号: S0600515090001
02160199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证书编号: S0600515110002
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

投资要点

■ 三季度业绩超预期发展，油缸业务开始贡献利润

公司营收大幅增长原因有三方面: 1、油缸板块尤其是挖机油缸和盾构机油缸的持续增长(其中挖机油缸产品收入同比增长129%,非标油缸产品收入同比增长97%); 2、小型挖掘机因泵阀实现量产而导致销售快速增长; 3、面向新兴行业的液压系统保持良好的增长势头。

■ 盈利能力大幅上升，规模效应效果显著

报告期内,公司综合毛利率达31.38%,较去年同期+12pct,主要系收入规模效应显现(营业成本增长速度小于销售收入增长)。期间费用合计占比总收入为15.65%,同比-3.66pct(其中销售费率、管理费率、财务费率分别为3.56%、9.17%、2.92%,分别-1.01pct、-6.34pct、+3.69pct),是公司加强管理和降本增效取得成效(销售费用率和管理费用率均较去年同期明显下降)。预计随着传统油缸业务的放量和新产品泵阀的客户认可,公司毛利率和净利润率将会继续提高。

■ 海外业务成为公司新亮点，高端客户市场空间巨大

公司产品远销欧美、日本等发达国家和地区,出口占公司总收入的比例超过25%。公司依托美、日子公司积极拓展稳定合作伙伴,依托收购的德国哈威开设海外研究中心,积累了一批卡特彼勒、神钢、日立等欧美高端客户,加速推进向全球领先液压系统集成商进军。预计未来公司客户逐步遍及各大海外工程机械巨头,海外业务占比将会继续提高至50%。

■ 下游工程机械行业强势复苏淡季不淡，液压龙头显著受益

报告期内,公司产品销量实现大幅增长,主要受到下游市场需求强劲增长的拉动。受宏观经济和固定资产投资增速影响,国内工程机械行业出现向好,2017年1-9月挖掘机销量累计销量增长幅度超过100%,累计销量为10.2万台。受制于去年同时期的高基数效应,2017年2月以来的连续单月同比三位数高增速已经开始回落。虽增速回落,但增量依然可观,行业销量9月再次突破万台,是历史上除2010年外的最好销量,比去年增加5037台。

根据调研情况,恒立的油缸排产仍然是满产状态,预计Q4房地产投资平稳,基建投资呈较强托底作用,全年挖掘机销量预计为80%的增长(12.7万台)。目前恒立的挖机油缸,盾构机油缸的国内市占率已经高达50%和70%(三一、徐工、卡特均为公司大客户),未来将会继续受益于下游工程机械行业的增长(挖机预计未来3年销量增速8%-12%)和出口增长(公司已在欧洲、北美、日本等建立了广泛的营销网络)。

■ 盈利预测与投资建议

由于下游工程机械行业复苏明显,公司作为主要零部件供应商短期处于产能供不应求,中长期看液压泵阀国产替代进口的空间大。我们预计公司2017/18/19年的EPS为0.53/0.63/0.78元,对应PE分别为37/31/25X,维持“增持”评级。

■ 风险提示: 宏观周期性波动风险、海外投资与经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.51
一年最低/最高价	13.94/20.55
市净率(倍)	3.4
流通A股市值(百万元)	12291.3

基础数据

每股净资产(元)	5.75
资本负债率(%)	36.41
总股本(百万股)	630.00
流通A股(百万股)	630.00

相关研究

1. 恒立液压: 中报业绩超预期, 受益于下游强势复苏 -20170815
2. 恒立液压: 中报业绩符合预期, 规模效应显优势 -20170720
3. 恒立液压: 下游工程机械行业持续复苏, 业绩迎来突破性增长 -20170425
4. 恒立液压: 牵手德国哈威, 向全球领先液压系统集成商迈进 -20170510

恒立液压财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2306.9	6254.7	6464.1	7676.3	营业收入	1370.1	2493.6	2992.3	3590.8
现金	869.6	900.0	600.0	600.0	营业成本	1068.4	1708.1	2049.7	2477.6
应收款项	576.4	1093.1	1311.7	1574.0	营业税金及附加	19.2	24.9	29.9	35.9
存货	590.4	4211.8	4492.5	5430.4	营业费用	68.9	99.7	119.7	107.7
其他	270.6	49.9	59.8	71.8	管理费用	209.9	271.2	323.5	404.3
非流动资产	2892.2	2995.0	2856.7	2702.8	财务费用	-29.8	48.6	44.0	25.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	53.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	2124.3	2236.4	2107.4	1962.9	其他	-16.2	9.3	9.3	9.3
无形资产	279.9	270.6	261.3	251.9	营业利润	70.4	350.3	434.8	548.6
其他	488.0	488.0	488.0	488.0	营业外净收支	21.6	70.0	70.0	70.0
资产总计	5199.1	9249.7	9320.7	10379.1	利润总额	92.1	420.3	504.8	618.6
流动负债	1069.0	5083.0	5110.0	6114.4	所得税费用	24.7	84.1	101.0	123.7
短期借款	577.8	1060.3	282.9	294.8	少数股东损益	-3.0	3.4	4.0	4.9
应付账款	338.5	2573.9	3088.6	3733.4	归属母公司净利	70.4	332.9	399.8	490.0
其他	152.7	1448.8	1738.5	2086.2	润	70.4	332.9	399.8	490.0
非流动负债	595.4	595.4	595.4	595.4	EBIT	13.2	399.0	478.8	574.5
长期借款	410.0	410.0	410.0	410.0	EBITDA	188.1	620.4	723.2	832.0
其他	185.5	185.5	185.5	185.5					
负债总计	1664.5	5678.4	5705.5	6709.9	重要财务与估值				
少数股东权益	29.9	33.3	37.3	42.3	指标	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东					每股收益(元)	0.11	0.53	0.63	0.78
权益	3504.7	3538.0	3578.0	3627.0	每股净资产(元)	5.56	5.62	5.68	5.76
负债和股东权益总	5199.1	9249.7	9320.7	10379.1	发行在外股份(百	630.0	630.0	630.0	630.0
计					万股)				
					ROIC(%)	0.2%	6.6%	8.2%	10.6%
					ROE(%)	2.0%	9.4%	11.2%	13.5%
					毛利率(%)	20.6%	30.5%	30.5%	30.0%
					EBIT Margin(%)	1.0%	16.0%	16.0%	16.0%
					销售净利率(%)	5.1%	13.4%	13.4%	13.6%
					资产负债率(%)	32.0%	61.4%	61.2%	64.6%
					收入增长率(%)	26.0%	82.0%	20.0%	20.0%
					净利润增长率(%)	10.8%	373.2%	20.1%	22.6%
					P/E	174.71	36.92	30.74	25.09
					P/B	3.51	3.47	3.44	3.39
					EV/EBITDA	74.19	28.97	24.89	22.84

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

