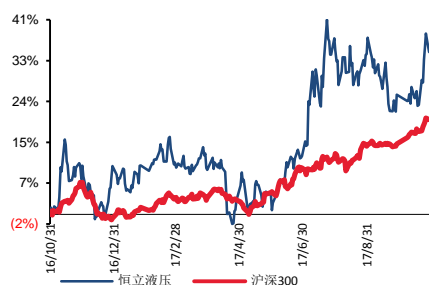


工业 资本货物

三季度毛利率大幅上升, 业绩超预期

■ 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)	12,291/12,291
12个月最高/最低(元)	20.50/14.27

相关研究报告:

恒立液压(601100)《油缸业务体现业绩弹性, 泵阀业务快速放量》
--2017/10/09

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@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

事件: 公司发布 2017 年三季报, 前三季度实现营收 20.27 亿, 同比增长 109.51%, 归母净利润 2.76 亿, 同比增长 572.79%, 扣非净利润 2.63 亿, 同比增长 830.10%。

受益挖机行业高景气, 公司三季度收入高增长: 公司前三季度实现营收 20.27 亿, 同比增长 109.51%, 归母净利润 2.76 亿, 同比增长 572.79%。分季度来看, 三季度单季度实现 6.68 亿, 同比增长 77.06%, 归母净利润 1.15 亿, 同比增长 798.45%。公司收入大幅增长, 主要受益挖机行业高景气。2017 年 7-9 月份, 挖机销量 26,866 台, 较去年同期增长 99.11%。从我们产业链调研来看, 10 月份挖机销量增速仍将维持在 80%-90%。

业绩增长超预期, 主要是毛利率大幅增长: 三季度单季度营收较二季度环比下降 16.82%, 而净利润环比上升 12.15%, 利润增速大幅超预期。三季度总体毛利率上升至 38.06%, 环比上升 10.21 个百分点。目前公司收入主要由油缸业务贡献, 大约占 90%左右, 毛利提升幅度较大主要两方面原因: 1) 挖机油缸中, 毛利较高的大挖油缸占比上升; 2) 非标油缸中, 毛利率较高的非盾构机油缸占比上升。

泵阀、液压元件和系统业务由亏转盈, 未来泵阀业务将逐步放量: 液压科技、哈威、上海立新等几家子公司主要从事泵阀、液压元件和系统业务, 2017 年上半年仍亏损 3500 万, 三季度盈利 400 万, 业绩由亏转盈, 这也是三季度业绩超预期的重要因素。泵阀业务方面, 公司 15t 以下小挖用泵阀已批量配套三一、徐工、临工、柳工等国内主机厂, 月出货量 1500-2000 台(挖机用约占 70%-80%), 20t 级中挖用的泵阀目前研制进展顺利并稳步推进, 未来泵阀业务将稳步放量。

盈利预测与投资建议: 我们上调公司 2017-2019 年净利润分别为 3.87 亿、5.39 亿和 6.70 亿, 对应 PE 分别为 32 倍、23 倍和 18 倍, 维持“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	2720.88	3545.05	4413.31
增长率	25.98%	98.59%	30.29%	24.49%
归属母公司净利润(百万元)	70.35	386.68	539.31	670.84
增长率	10.77%	449.64%	39.47%	24.39%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.61	0.86	1.06
PE	175	32	23	18
PB	3.48	3.17	2.93	2.71

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1370.10	2720.88	3545.05	4413.31
营业成本	1068.37	1821.57	2314.29	2867.51
营业税金及附加	19.21	21.48	29.87	40.05
销售费用	68.94	108.84	141.80	176.53
管理费用	200.39	265.29	345.64	430.30
财务费用	-29.84	81.63	106.35	132.40
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	447.08	632.09	791.52
其他非经营损益	21.62	21.62	21.62	21.62
利润总额	92.06	468.71	653.71	813.14
所得税	24.68	82.02	114.40	142.30
净利润	67.38	386.68	539.31	670.84
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	386.68	539.31	670.84
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	869.56	272.09	354.50	441.33
应收和预付款项	637.09	1194.48	1553.34	1933.10
存货	590.38	885.78	1132.14	1408.76
其他流动资产	209.85	416.74	542.97	675.95
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	5402.54	5957.67	6575.12
短期借款	561.96	55.49	54.44	52.69
应付和预收款项	484.19	860.86	1104.65	1370.36
长期借款	409.99	409.99	409.99	409.99
其他负债	208.31	197.35	200.57	204.18
负债合计	1664.45	1523.70	1769.65	2037.23
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	1132.86	1442.04	1791.91
归属母公司股东权益	3504.70	3848.93	4158.11	4507.98
少数股东权益	29.91	29.91	29.91	29.91
股东权益合计	3534.61	3878.84	4188.02	4537.90
负债和股东权益合计	5199.07	5402.54	5957.67	6575.12
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	216.28	787.45	997.18	1182.66
PE	174.71	31.79	22.79	18.32
PB	3.48	3.17	2.93	2.71
PS	8.97	4.52	3.47	2.79
EV/EBITDA	55.37	15.30	12.00	10.04

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	67.38	386.68	539.31	670.84
折旧与摊销	175.69	258.74	258.74	258.74
财务费用	-29.84	81.63	106.35	132.40
资产减值损失	25.76	25.00	25.00	25.00
经营营运资本变动	194.94	-678.87	-484.45	-520.03
其他	-426.57	-74.22	-75.00	-75.00
经营活动现金流净额	7.36	-1.05	369.95	491.95
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	-506.47	-1.05	-1.75
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	-230.13	-320.97
其他	-44.00	-98.09	-106.35	-132.40
筹资活动现金流净额	196.16	-646.43	-337.53	-455.12
现金流量净额	212.72	-597.47	82.42	86.83
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	25.98%	98.59%	30.29%	24.49%
营业利润增长率	284.91%	534.76%	41.38%	25.22%
净利润增长率	11.13%	473.90%	39.47%	24.39%
EBITDA 增长率	56.15%	264.08%	26.63%	18.60%
获利能力				
毛利率	22.02%	33.05%	34.72%	35.03%
三费率	17.48%	16.75%	16.75%	16.75%
净利率	4.92%	14.21%	15.21%	15.20%
ROE	1.91%	9.97%	12.88%	14.78%
ROA	1.30%	7.16%	9.05%	10.20%
ROIC	0.87%	12.00%	14.98%	17.34%
EBITDA/销售收入	15.79%	28.94%	28.13%	26.80%
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.51	0.62	0.70
固定资产周转率	0.77	1.49	2.21	3.20
应收账款周转率	4.71	6.09	5.66	5.55
存货周转率	2.01	2.39	2.24	2.21
销售商品提供劳务收	102.63	—	—	—
资本结构				
资产负债率	32.01%	28.20%	29.70%	30.98%
带息债务/总负债	58.39%	30.55%	26.24%	22.71%
流动比率	2.16	2.98	3.05	3.09
速动比率	1.61	2.03	2.09	2.12
每股指标				
每股收益	0.11	0.61	0.86	1.06
每股净资产	5.61	6.16	6.65	7.20
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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyin@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

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

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。