

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 11 月 7 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)	23.51
12mth 价格区间 (元)	14-23.7
流通股本/总股本 (亿股)	6.30/6.30
流通市值/总市值 (亿元)	148/148

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%

报告编号: NRC17-CT78

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

20170814: 公司动态: 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

2017Q3 业绩超预期, 液压件龙头穿越周期绽放风采

■ 动态事项

公司发布 2017 年三季报, 前三季度实现营业收入 20.26 亿元, 同比增长 109.51%; 归母净利润 2.76 亿元, 同比增长 572.79%。

■ 事项点评

● **2017Q3 业绩超预期, 绽放风采。**分季度看, 公司 2017Q3 实现营业收入 6.67 亿元, 同比增长 77.06%, 归母净利润 1.15 亿元, 同比增长 798.45%, 业绩超预期。前三季度实现毛利率 31.38%, 环比+3.28%; 管理费用率 9.17%。环比+0.26%; 销售费用率 3.56%, 环比+0.42%; 净利率 13.65%, 环比+1.74%。我们看到公司的净利率大幅度改善, 一跃上升到 13.65%, 主要源于毛利率的上升。

● **规模效应带来财务改善、子公司大幅度减亏。**公司毛利率的改善原因包括: ①油缸的小幅度提价; ①随着销售收入的快速增长, 公司制造费用中的固定资产折旧增加有限; 2017 年固定资产增加有限, 我们预计固定资产折旧增加有限, 导致公司的营业成本增幅低于销售收入的增幅, 进而导致毛利率大幅度改善。②子公司液压科技、上海立新和铸造分公司大幅减亏。

● **挖掘机全年 13 万台销售, 公司挖掘机专用油缸持续高增长。**我们预计挖掘机 2017 年全年实现 13 万台的销量, 同比增长 84.9%, 未来 2 年有望保持每年 10% 的增速。公司作为挖掘机油缸的绝对龙头, 批量配套行业的龙头企业, 掘机专用油缸收入增速高于行业增速。

● **液压件龙头穿越周期, 液压泵阀持续放量。**公司液压泵阀系统从 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。前三季度液压科技 15T 以下小型挖掘机用泵阀实现量产, 轨道交通等领域液压系统销量大幅增长, 液压科技收入同比增长 360.14%。

■ **投资建议。**基于三季报, 预测公司 2017/2018/2019 年销售收入为 26.60、35.30、47.21 亿元。归母净利润 3.87、5.28、7.2 亿元, EPS 为 0.61、0.84、1.14 元。对应的 PE 为 38、28、21 倍。公司三季度业绩大幅度超预期, 再次证明了公司的管理优秀。未来有望借助液压泵阀的放量穿越周期, 成为世界级的液压件龙头企业。维持公司“增持”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	2659.92	3529.60	4720.95
增长率 YOY	25.98%	94.14%	32.70%	33.75%
归母净利润：百万元	70.35	387.42	528.24	719.71
增长率 YOY	10.77%	450.69%	36.35%	36.25%
EPS(元)	0.11	0.61	0.84	1.14
PE(倍)	210.5	38.2	28.0	20.6

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/11/6）

表 2 行业内主要公司估值对比

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	596.20	7.80	0.03	0.31	0.45	0.55	292.1	24.9	17.5	14.2
徐工机械	425	257.18	3.67	0.03	0.13	0.19	0.24	122.3	27.6	19.4	15.0
中联重科	157	327.68	4.53	-0.12	0.19	0.22	0.30	-37.8	24.2	20.3	15.4
柳工	528	91.14	8.10	0.04	0.34	0.49	0.65	184.9	23.8	16.6	12.5
艾迪精密	603638	55.86	31.74	0.60	0.76	1.04	1.37	13.5	10.7	7.8	5.9
恒立液压	601100	148.11	23.51	0.11	0.61	0.84	1.14	210.5	38.2	28.0	20.6

数据来源：WIND 上海证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	615	798	1,059	1,416
存货	590	806	1,040	1,411
应收账款及票据	569	951	1,066	1,632
其他	273	483	361	750
流动资产合计	2,048	3,038	3,525	5,209
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,943	1,867	1,641	1,497
在建工程	181	100	100	0
无形资产	280	274	267	261
其他	480	479	479	478
非流动资产合计	2,884	2,720	2,487	2,236
资产总计	4,932	5,758	6,013	7,445
短期借款	562	1,016	865	1,645
应付账款及票据	338	468	598	818
其他	87	135	145	214
流动负债合计	987	1,619	1,608	2,677
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	2,029	2,018	3,087
少数股东权益	30	31	32	36
股东权益合计	3,535	3,729	3,995	4,358
负债和股东权益总计	4,932	5,758	6,013	7,445

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(42)	36	735	(7)
投资活动现金流	(37)	(64)	(6)	6
融资活动现金流	196	211	(468)	358
净现金流	164	183	261	357

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,370	2,660	3,530	4,721
营业成本	1,068	1,815	2,422	3,220
营业税金及附加	19	27	35	47
营业费用	69	93	124	165
管理费用	200	245	325	434
财务费用	(30)	84	53	62
资产减值损失	26	16	21	28
投资收益	53	37	35	47
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他收益	0	30	30	30
营业利润	70	448	615	840
营业外收支净额	22	2	2	2
利润总额	92	450	617	842
所得税	25	62	87	119
净利润	67	388	530	723
少数股东损益	(3)	1	2	3
归属母公司股东净利润	70	387	528	720

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	26%	94%	33%	34%
净利润增长率	11%	476%	37%	36%
毛利率	22%	32%	31%	32%
净利润率	5%	15%	15%	15%
资产负债率	28%	35%	34%	41%
流动比率	2.07	1.88	2.19	1.95
速动比率	1.27	1.31	1.45	1.35
总资产回报率 (ROA)	2%	9%	11%	12%
净资产收益率 (ROE)	2%	10%	13%	17%
PE	210.5	38.2	28.0	20.6
PB	4.2	4.0	3.7	3.4

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/11/6）

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。