

2018年08月21日

中报业绩超预期！泵阀业务显著放量 增持（维持）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,795	3,973	5,065	6,142
同比（%）	104.0%	42.1%	27.5%	21.3%
归母净利润（百万元）	382	790	1,039	1,282
同比（%）	442.9%	106.9%	31.4%	23.4%
每股收益（元/股）	0.61	0.90	1.18	1.45
P/E（倍）	34.94	23.64	17.98	14.58

事件：公司发布2018年半年报，上半年实现营收21.6亿（+59%）；归母净利润4.6亿元（+187%），扣非归母净利4.2亿（+185%），业绩超预期。

投资要点

■ **下游挖机持续超预期增长+液压泵阀业务全面放量，助力上半年业绩大超预期！**

挖机油缸收入9.9亿，占比46%，同比+61%，主要受益于下游挖机行业的持续超预期增长。2018年1-6月我国挖掘机销量为12万台，同比增长60%；而报告期内公司共销售挖掘机专用油缸22.6万只，同比增长45%。按照一台挖机4只油缸计算，公司挖机油缸的市占率为47%。

非标油缸收入5.9亿，占比27%，同比+29%；共销售6.6万只，同比增长19%。主要系上半年非标产线被挖机油缸占用了部分产能，影响了非标油缸的产销量。

子公司液压科技（主营液压泵阀）实现收入3.2亿（+220%），净利润3550万（+225%），净利率约为11%，盈利能力大幅提升。其中挖机泵阀共销售1.5万余套，实现营业收入2.4亿（+377%）。

■ **规模效应+产品结构优化，盈利能力显著提升。**

2018H1综合毛利率34.6%，同比+6.5pct；净利率21.5%，同比+9.6pct；加权ROE为11.6%，同比+7pct。公司的盈利能力实现了大幅提升，原因主要有以下几点：1) 2018H1挖机油缸约涨价2.5%，公司上半年平均每只挖机油缸的价格为4359元，2017年售出的挖机油缸平均价格为4251元/只。2) 泵阀放量带来规模效应和产品结构优化。3) 公司强化内部管理，降本增效成效显著；期间费用率降至9.8%，同比-4.5pct（销售费用率2.2%，管理费用率7.4%，财务费用率0.2%，分别同比-0.9pct，-1.5pct，-2pct）。

此外，Q2单季的净利率为25.8%，环比Q1大增9.6pct；我们认为，随着中大挖泵阀新产品的继续放量，公司的盈利能力有望进一步提升。

■ **持续高研发投入构筑深厚护城河，业务+客户不断拓展将突破行业周期。**

2018H1公司研发投入约8000万，占总营收的比例近4%；从历史水平来看，2013-2017年公司平均每年研发费用占收入比值将近6%。持续的高研发投入为公司构建了深厚的护城河，使得其非标油缸业务和泵阀业务得以顺利拓展。目前恒立液压15吨以下挖掘机主控泵阀已经大批量全面供应给三一、柳工、徐工、临工等大型国内品牌；2018年新品——二代小挖泵阀也已大批应用在9T及以下机型；中大挖泵阀放量可期。同时，应用于盾构机、高空作业平台、海工海事机械等领域的非标油缸均打入了国内外主流公司的供应体系；在高空作业车、水泥泵车、旋挖钻机非标泵阀市场也进展迅速，开始量产。业务+客户的不断拓展，将助力公司突破行业周期，享有较高的业绩弹性。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计2018年全年下游挖机销量+30%到+35%，公司作为主要零部件供应商短期内产能供不应求，中长期看液压泵阀国产替代进口的空间大。我们预计公司2018-2020年的净利润为7.9、10.4、12.8亿，对应PE分别为24/18/15X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动风险，贸易战升级影响海外经营风险，泵阀业务研发销售不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.18
一年最低/最高价	12.18/25.01
市净率(倍)	4.48
流通A股市值(百万元)	18680.76

基础数据

每股净资产(元)	4.73
资产负债率(%)	38.29
总股本(百万股)	882.00
流通A股(百万股)	882.00

相关研究

- 1、《恒立液压：一季报业绩超预期，Q2持续高增长可期》2018-04-26
- 2、《恒立液压：业绩超预期，泵阀业务即将放量》2018-04-17
- 3、《恒立液压：业绩预告超预期，看好未来盈利弹性》2018-01-30

恒立液压三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3295	3152	4403	5848	营业收入	2795	3973	5065	6142
现金	1146	595	1144	1904	减:营业成本	1878	2589	3294	3970
应收账款	996	1306	1665	2019	营业税金及附加	36	40	51	61
存货	821	780	993	1196	营业费用	96	87	111	135
其他流动资产	332	471	601	729	管理费用	298	295	374	451
非流动资产	2862	3255	3094	2914	财务费用	85	37	18	21
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	38	9	9	9
固定资产	2131	2534	2381	2210	加:投资净收益	37	5	5	5
在建工程	67	170	51	15	其他收益	36	9	9	9
无形资产	272	263	254	245	营业利润	439	929	1222	1508
其他非流动资产	392	289	408	444	加:营业外净收支	8	2	2	2
资产总计	6156	6408	7496	8763	利润总额	447	931	1224	1510
流动负债	1692	1329	1609	1877	减:所得税费用	66	137	180	222
短期借款	939	300	300	300	少数股东损益	-1	4	5	6
应付账款	509	709	902	1088	归属母公司净利润	382	790	1039	1282
其他流动负债	244	319	406	490	EBIT	498	970	1244	1534
非流动负债	591	591	591	591	EBITDA	698	1210	1515	1821
长期借款	401	401	401	401					
其他非流动负债	191	191	191	191	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2283	1920	2200	2469	每股收益(元)	0.61	0.90	1.18	1.45
少数股东权益	28	32	37	44	每股净资产(元)	6.10	5.05	5.96	7.09
归属母公司股东权益	3845	4456	5259	6250	发行在外股份(百万股)	630	882	882	882
负债和股东权益	6156	6408	7496	8763	ROIC(%)	8.7%	16.0%	20.3%	23.9%
					ROE(%)	9.9%	17.7%	19.7%	20.5%
					毛利率(%)	32.8%	34.8%	35.0%	35.4%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	13.7%	19.9%	20.5%	20.9%
经营活动现金流	154	872	903	1167	资产负债率(%)	37.1%	30.0%	29.3%	28.2%
投资活动现金流	-86	-605	-118	-116	收入增长率(%)	104.0%	42.1%	27.5%	21.3%
筹资活动现金流	151	-818	-236	-291	净利润增长率(%)	442.9%	106.9%	31.4%	23.4%
现金净增加额	163	-551	549	760	P/E	34.94	23.64	17.98	14.58
折旧和摊销	200	240	271	287	P/B	3.47	4.19	3.55	2.99
资本开支	-170	-605	-118	-116	EV/EBITDA	22.40	12.61	10.26	8.68
营运资本变动	-403	-171	-421	-417					

数据来源: 贝格数据, 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>

