

三季度业绩持续超预期，盈利能力大幅提升 增持（维持）

2018年10月29日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

事件：公司2018Q1-Q3实现营收31.6亿元，同比+56%；实现归母净利7.2亿元，同比+160%；扣非归母净利6.2亿元，同比+136%。其中，Q3单季实现营收9.96亿元，同比+49%；实现归母净利2.56亿元，同比+123%，扣非归母净利2亿元，同比+73%。

投资要点

■ 挖机油缸收入超预期增长+泵阀全面放量，助力 Q1-Q3 业绩大超预期

公司 Q1-Q3 收入持续超预期增长，主要系：1) 下游工程机械行业 1-9 月挖机累计销量 15.6 万台创历史新高，累计同比+53%，且公司产品竞争力不断提升，挖机油缸产品收入同比大幅增长 70.46%，大超下游挖机行业增速。2) 子公司液压科技、上海立新和铸造分公司盈利能力大幅提升，其中液压科技生产的液压泵阀产品收入同比大幅增长 325.12%。

Q3 单季收入 10 亿（同比+49%），环比 Q2 下降 16.6%，主要系下游挖机 Q3 单季销量 3.6 万（同比+34%，环比 Q2 下降 40%），下游行业增速受工程机械季节波动（Q2 一般是全年销售旺季）有所放缓。我们认为，下游基建投资有望反弹，叠加环保趋严、出口旺盛等因素，或将拉长工程机械行业景气周期；同时随着公司泵阀产品渗透率的不断提升，公司业绩有望持续增长。

■ 规模效应+产品结构优化+汇兑收益影响，盈利能力显著提升。

Q1-Q3 综合毛利率 35.9%，同比+4.5pct；净利率 22.8%，同比+9.2pct；加权 ROE 为 17.4%，同比+9.7pct。其中 Q3 单季的毛利率 38.7%，环比 Q2 大增 3.6pct；净利率为 25.7%，环比 Q2 持平。公司的盈利能力实现了大幅提升，原因主要有以下几点：

1) 受规模效应和产品结构优化影响，营业成本增长幅度小于销售收入的增长速度，我们认为，随着中大挖泵阀新产品的继续放量，公司产品的综合毛利率有望进一步提升；2) 受公司内部降本增效和汇兑收益影响，Q1-Q3 期间费用率为 9.5%，同比-6.1pct。其中销售费用率为 2.7%，同比-0.8pct；管理+研发费用率为 8.2%，同比-1pct，而研发费用维持在 4%；财务费用率为-1.4%，同比-4.3pct，主要系 2018Q3 美元兑人民币汇率持续上涨，Q3 单季产生汇兑收益 4317 万，Q1-Q3 合计产生汇兑收益 5336 万，同比大幅增加（2017 年 Q1-Q3 损失 3633 万）。

报告期内，公司扣非归母净利增速低于归母净利润增速，除了汇兑损益影响之外，Q1-Q3 实现营业外收入 2961 万（2017 同期为 190 万），主要系恒立香港收购日本服部和日本 HST 时产生。

■ 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。

Q1-Q3 公司研发投入约 1.25 亿，占总营收的比例维持在 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、旋挖钻机等非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 年全年挖掘机销量或超 20 万台，Q4 或达 4.5-5 万台（同比+20%到+30%）；预计 2019 年仍能保持销量持平或增长。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 8、10.4、12.8 亿，对应 PE 分别为 20/16/13X，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)	18.43
一年最低/最高价	13.77/25.01
市净率(倍)	3.67
流通 A 股市值(百万元)	16255.26

基础数据

每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	36.13
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 (601100)：液压件进口替代进行时，国际龙头雏形初显》2018-08-23
- 2、《恒立液压 (601100)：中报业绩超预期！泵阀业务显著放量》2018-08-21
- 3、《恒立液压：一季报业绩超预期，Q2 持续高增长可期》2018-04-26

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	3183	4430	5886	营业收入	2795	4093	5181	6299
现金	1146	560	1112	1859	减:营业成本	1878	2625	3321	4013
应收账款	996	1346	1703	2071	营业税金及附加	36	41	52	63
存货	821	791	1001	1209	营业费用	96	111	140	170
其他流动资产	332	486	615	747	管理费用	298	341	434	526
非流动资产	2862	3255	3094	2914	财务费用	85	37	19	22
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	943	1220	1510
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	6438	7524	8800	利润总额	447	945	1222	1512
流动负债	1692	1350	1628	1906	减:所得税费用	66	139	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	719	910	1099	归属母公司净利润	382	802	1037	1283
其他流动负债	244	330	418	506	EBIT	498	985	1244	1536
非流动负债	591	591	591	591	EBITDA	698	1225	1515	1823
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	1941	2220	2497	每股收益(元)	0.61	0.91	1.18	1.45
少数股东权益	28	32	37	44	每股净资产(元)	6.10	5.06	5.97	7.10
归属母公司股东权益	3845	4465	5267	6260	发行在外股份(百万股)	630	882	882	882
负债和股东权益	6156	6438	7524	8800	ROIC(%)	8.7%	16.2%	20.1%	23.7%
					ROE(%)	9.9%	18.0%	19.7%	20.5%
					毛利率(%)	32.8%	35.9%	35.9%	36.3%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	13.7%	19.6%	20.0%	20.4%
经营活动现金流	154	840	905	1155	资产负债率(%)	37.1%	30.1%	29.5%	28.4%
投资活动现金流	-86	-605	-118	-116	收入增长率(%)	104.0%	46.4%	26.6%	21.6%
筹资活动现金流	151	-821	-235	-291	净利润增长率(%)	442.9%	110.0%	29.3%	23.7%
现金净增加额	163	-586	551	747	P/E	30.40	20.27	15.67	12.67
折旧和摊销	200	240	271	287	P/B	3.02	3.64	3.09	2.60
资本开支	-170	-605	-118	-116	EV/EBITDA	19.91	11.07	9.13	7.74
营运资本变动	-403	-215	-418	-431					

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>

