

# 三季度业绩持续超预期，液压龙头期待更大成长空间

——恒立液压 2018Q3 点评

季报点评

<b>郭泰 (分析师)</b>	<b>何宇超 (分析师)</b>	<b>陈皓 (联系人)</b>
021-68865595	021-68865595	010-83561000
guotai@xsdzq.cn	heyuchao@xsdzq.cn	chenhao1@xsdzq.cn
证书编号: S0280518010004	证书编号: S0280518080001	证书编号: S0280118040008

## ● 三季度业绩持续超预期，再次上调盈利预测，看好公司中长期发展：

公司前三季度营收/归母净利润达到 31.6/7.2 亿元、同比增长 56%/160%，扣非后增长 136%。随着公司产能的逐步释放，中挖液压泵阀进口替代加速，我们看好公司作为国内液压系统龙头，成长潜力巨大，上调盈利预测，预计 2018-2020 年净利润为 8.89 (+1.27) /10.98 (+1.14) /13.21 (+0.69) 亿元，EPS 为 1.01 (+0.15) /1.25 (+0.13) /1.50 (+0.08) 元，维持“推荐”评级。

## ● 工程机械行业持续回暖，营收高速增长，在手订单充足保障后续动能：

2018 年工程机械行业持续回暖，1-9 月国内挖掘机销量 15.6 万台、同比增长 53%，公司作为挖机油缸龙头，产品竞争力不断提升，销量大幅提升；非标重型油缸在产能被部分占用的情况下仍然保持快速增长；液压泵阀产能逐步释放，小挖泵阀持续放量，中大挖泵阀产线逐步到位。三季度实现营收 9.96 亿元 (+49%)，增速较二季度持平。截至三季度末，公司存货、预收账款、预付账款较 2017 年同期分别增加 41%、25%、91%，表明公司在手订单大幅增长，有力保证后续业绩的高速增长。

## ● 受益于规模效应显现、管理能力提升和汇兑收益，盈利能力大幅提升：

受益于销售规模增加和内部管理效率提升，前三季度公司毛利率持续提升、管理费用率 (-1.02pct) 和销售费用率 (-0.83pct) 均有所下降；加上人民币兑美元持续贬值，前三季度汇兑收益产生 5300 万元 (三季度 4300 万元)。多重因素使得公司盈利水平大幅提升，前三季度毛利率达到 35.87% (+4.49pct)、净利率 22.81% (+9.16pct)，单三季度毛利率达到 38.65% (+0.59pct)、净利率 25.73% (+8.53%)，均创 2013 年以来同期新高。

## ● 液压系统国内龙头，多领域拓展期待更大成长空间：

2016 年全球液压市场规模约为 282 亿欧元，超过 40% 用于工程机械，国内市场空间约 580 亿元，其中进口的高端液压件超过 100 亿元；我们认为公司产品从挖机油缸起步，到非标重型油缸、挖机泵阀、各类液压系统等，成长路径清晰，研发实力突出，未来凭借多领域拓展将带来更大的成长空间。

## ● 风险提示：国内工程机械需求下滑，市场竞争加剧，海外经营不确定性。

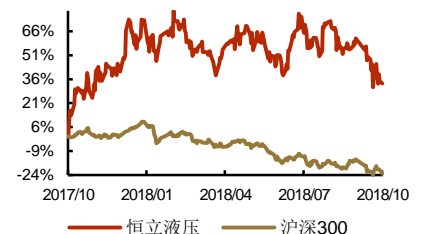
### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1370	2,795	4,153	5,230	6,393
增长率(%)	26.0	104.0	48.6	26.0	22.2
净利润(百万元)	70.4	382	889	1,098	1,321
增长率(%)	10.8	442.9	132.9	23.5	20.3
毛利率(%)	22.0	32.8	34.6	35.0	36.5
净利率(%)	5.1	13.7	21.4	21.0	20.7
ROE(%)	1.9	9.8	19.2	19.5	19.2
EPS(摊薄/元)	0.08	0.43	1.01	1.25	1.50
P/E(倍)	231.06	42.6	18.3	14.8	12.3
P/B(倍)	4.64	4.2	3.5	2.9	2.4

## 推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.10.29
收盘价(元):	18.43
一年最低/最高(元):	17.2/35.29
总股本(亿股):	8.82
总市值(亿元):	162.55
流通股本(亿股):	8.82
流通市值(亿元):	162.55
近 3 月换手率:	24.37%

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.74	-13.02	56.91
绝对	-13.87	-23.27	36.38

## 相关报告

《上半年业绩超预期，盈利能力大幅提升》2018-08-21

《泵阀进入收获期，看好全年高速增长》2018-04-25

《油缸换挡提速，泵阀持续放量，液压龙头全速前进》2018-04-16

《油缸提速，泵阀放量，国内液压元件龙头崛起》2018-04-08

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2307	3295	4227	5307	6696	<b>营业收入</b>	<b>1370</b>	<b>2795</b>	<b>4153</b>	<b>5230</b>	<b>6393</b>
现金	870	1146	1276	1607	2340	营业成本	1068	1878	2715	3398	4058
应收账款	350	437	749	860	1048	营业税金及附加	19	36	33	44	54
其他应收款	8	6	14	12	20	营业费用	69	96	108	152	192
预付账款	61	141	205	230	326	管理费用	200	287	332	418	524
存货	<b>590</b>	<b>821</b>	<b>1051</b>	<b>1376</b>	<b>1523</b>	财务费用	-30	85	-28	-23	57
其他流动资产	429	744	931	1221	1439	资产减值损失	26	38	21	26	32
<b>非流动资产</b>	2892	2862	3177	3388	3562	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	53	37	40	39	38
固定资产	1943	2063	2208	2309	2406	<b>营业利润</b>	<b>70</b>	<b>439</b>	<b>1012</b>	<b>1254</b>	<b>1513</b>
无形资产	280	272	305	330	353	营业外收入	<b>23</b>	<b>8</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
其他非流动资产	<b>669</b>	<b>527</b>	<b>664</b>	<b>750</b>	<b>803</b>	营业外支出	2	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5199</b>	<b>6156</b>	<b>7404</b>	<b>8695</b>	<b>10258</b>	<b>利润总额</b>	<b>92</b>	<b>447</b>	<b>1032</b>	<b>1274</b>	<b>1532</b>
<b>流动负债</b>	1069	1692	2213	2568	2994	所得税	<b>25</b>	<b>66</b>	<b>144</b>	<b>178</b>	<b>215</b>
短期借款	562	915	1000	1200	1300	<b>净利润</b>	<b>67</b>	<b>381</b>	<b>887</b>	<b>1095</b>	<b>1318</b>
应付账款	225	318	587	627	849	少数股东损益	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
其他流动负债	<b>283</b>	<b>459</b>	<b>626</b>	<b>741</b>	<b>845</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>70</b>	<b>382</b>	<b>889</b>	<b>1098</b>	<b>1321</b>
<b>非流动负债</b>	595	591	570	499	416	EBITDA	<b>303</b>	<b>695</b>	<b>1240</b>	<b>1506</b>	<b>1779</b>
长期借款	410	401	361	300	227	EPS (元)	0.08	0.43	1.01	1.25	1.50
其他非流动负债	<b>185</b>	<b>191</b>	<b>209</b>	<b>199</b>	<b>189</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1664</b>	<b>2283</b>	<b>2783</b>	<b>3067</b>	<b>3410</b>						
少数股东权益	30	28	26	23	20	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	630	630	882	882	882	<b>成长能力</b>					
资本公积	2086	2086	1834	1834	1834	营业收入(%)	26.0	104.0	48.6	26.0	22.2
留存收益	788	1128	1694	2392	3231	营业利润(%)	284.9	522.9	130.6	23.9	20.6
归属母公司股东权益	3505	3845	4596	5606	6828	归属于母公司净利润(%)	10.8	442.9	132.9	23.5	20.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>5199</b>	<b>6156</b>	<b>7404</b>	<b>8695</b>	<b>10258</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	22.0	32.8	34.6	35.0	36.5
						净利率(%)	5.1	13.7	21.4	21.0	20.7
						ROE(%)	1.9	9.8	19.2	19.5	19.2
						ROIC(%)	2.0	7.9	14.7	15.2	15.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	32.0	37.1	37.6	35.3	33.2
						净负债比率(%)	3.3	5.0	3.8	(0.2)	-10.4
						流动比率	2.2	1.9	1.9	2.1	2.2
						速动比率	1.6	1.5	1.4	1.5	1.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	4.7	7.1	7.0	6.5	6.7
						应付账款周转率	5.8	6.9	6.0	5.6	5.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.08	0.43	1.01	1.25	1.50
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.20	0.64	0.72	1.39
						每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.36	5.21	6.36	7.74
						<b>估值比率</b>					
						P/E	231.06	42.56	18.28	14.80	12.30
						P/B	4.64	4.23	3.54	2.90	2.38
						EV/EBITDA	54.76	24.0	13.4	10.9	8.9

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	7	154	560	631	1222
净利润	67	381	887	1095	1318
折旧摊销	176	201	174	198	221
财务费用	-30	85	-28	-23	57
投资损失	-53	-37	-40	-39	-38
营运资金变动	-179	-499	-433	-600	-336
其他经营现金流	26	24	-0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-37	-86	-450	-370	-357
资本支出	<b>182</b>	<b>213</b>	<b>299</b>	<b>221</b>	<b>184</b>
长期投资	84	73	0	0	0
其他投资现金流	229	200	-151	-149	-173
<b>筹资活动现金流</b>	196	151	20	70	-132
短期借款	<b>73</b>	<b>353</b>	<b>85</b>	<b>200</b>	<b>100</b>
长期借款	205	-9	-40	-62	(72)
普通股增加	0	0	252	0	0
资本公积增加	0	0	-252	0	0
其他筹资现金流	<b>-82</b>	<b>-192</b>	<b>-26</b>	<b>-68</b>	<b>-159</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>213</b>	<b>163</b>	<b>130</b>	<b>331</b>	<b>733</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**郭泰**，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验5年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

**何宇超**，机械行业分析师，北京航空航天大学工学学士，同济大学MBA，5年国产大飞机研制经历，2年机械行业研究经验，曾先后就职于中国商飞、光大证券，2018年1月进入新时代证券研究所。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>