



601100.SH

买入

原评级: 买入

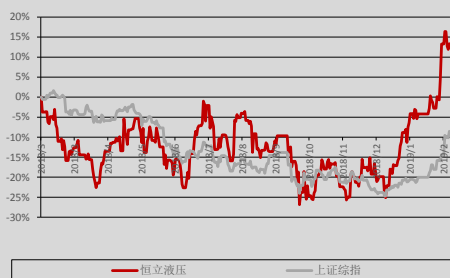
市场价格: 人民币 28.02

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 业绩大幅增长, 且 2019 年仍将弹性十足。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	50.0	18.3	51.1	13.4
相对上证指数	30.7	5.1	38.0	23.2

发行股数(百万)	882
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	24,714
3 个月日均交易额(人民币 百万)	99
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
常州恒屹流体科技有限公司	38

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以 2019 年 3 月 1 日收市价为标准

相关研究报告

- 《恒立液压》 20190131
- 《恒立液压》 20181029
- 《恒立液压》 20180820

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 通用机械

杨绍辉*

(8621) 20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

*陈祥为本报告重要贡献者

恒立液压

周期+成长共振, 全年业绩有望持续高增长

随着基建加码的预期逐步兑现, 工程机械行业景气度有望延续。恒立液压公司主要产品挖机油缸和泵阀, 目前排产充分, 有望保持满产满销状态, 验证下游景气度仍处高位。展望未来, 公司收入增长的同时, 利润增速更值得关注。公司对成本管控能力进一步显现, 净利率水平持续提升, 或成为 2019 年业绩超预期的主要支撑逻辑。我们根据业绩预告, 上调公司盈利预测, 维持买入评级, 重点推荐。

支撑评级的要

- **周期+成长, 公司充分受益工程机械强势复苏周期。**公司主要产品包括挖机油缸和泵阀, 充分受益此轮下游挖机销量的强势复苏。据工程机械协会统计数据, 2018 年国内挖机销量达到 20.34 万台, 同比增长 45%, 远超历史最高年份 2011 年 17.84 万台的销量纪录。我们估算公司挖机油缸 2018 年总销量达到 48 万支左右, 市占率有所提升, 达到 60% 左右。泵阀产品伴随产能释放, 呈翻倍增长态势, 预计公司小挖泵阀产品的市占率达到 30% 左右, 中挖和大挖泵阀为 2019-2020 年的业绩增长点。
- **油缸+泵阀产品排产情况饱和, 验证下游工程机械景气度在延续。**考虑挖机 1 月销量及市占率分布, 我们估算公司 1 月份挖机油缸销量有望达 44000-45000 支, 同比增长 35% 左右。公司在手订单充裕, 保障 2-3 月份保持满产满销状态。公司油缸交付周期为 45-60 天, 由此从供给端反应下游主机厂对 3-4 月份销量情况保持乐观态度, 验证下游景气度在延续。
- **成本管控能力凸显, 净利率有望快速提升。**展望 2019 年, 我们判断公司在收入增长的同时, 利润增速会更大, 利润率水平提升或成为业绩增长点之一。公司成本管控能力凸显, 毛利率和净利率有望提升, 主要原因包括: 1) 规模效应, 泵阀产品产能不断释放, 有望贡献收入翻倍增长, 而产线成本相对刚性; 2) 产品结构调整; 尤其是非标油缸, 公司自 2018 年开始调整产品结构, 提高部分产品价格, 毛利率水平提升至 35% 左右; 3) 工艺改进, 通过对产线设备的调整 (包括小幅增加部分设备), 以达到工艺改进和增加产能的目的, 提高产出效率。我们预计 2019 年公司泵阀产品净利率有望提升至 20% 左右, 油缸产品净利率水平将更高。

评级面临的主要风险

- 基建投资增速放缓, 挖机销量大幅下滑。

估值

- 根据公司预告及行业基本面的最新变化, 我们上调公司 18/19/20 年净利润预测至 8.53/12.8/13.9 亿元, 对应 18/19/20 年 PE 估值为 29/19/18 倍, 维持买入评级, 持续推荐。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,370	2,795	4,377	5,453	5,749
变动(%)	26	104	57	25	5
净利润(人民币 百万)	70	382	853	1,281	1,390
全面摊薄每股收益(人民币)	0.08	0.433	0.967	1.452	1.576
变动(%)	10.8	442.9	117.9	51.6	8.6
原先全面摊薄每股收益(人民币)			0.945	1.153	1.366
变动(%)			2	26.0	15.4
全面摊薄市盈率(倍)	351.3	64.7	29.0	19.3	17.8
价格/每股现金流量(倍)	3,356.90	160.3	515.8	7.2	(131.4)
每股现金流量(人民币)	0.01	0.17	0.05	3.9	(0.21)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	152.9	37.7	21	12.8	12.3
每股股息(人民币)	0.047	0.036	0.118	0.179	0.194
股息率(%)	0.2	0.1	0.4	0.6	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,370	2,795	4,377	5,453	5,749
销售成本	(1,088)	(1,913)	(2,821)	(3,484)	(3,695)
经营费用	(120)	(222)	(346)	(225)	(183)
息税折旧前利润	162	660	1,210	1,744	1,871
折旧及摊销	(175)	(200)	(236)	(269)	(320)
经营利润(息税前利润)	(13)	460	974	1,475	1,551
净利息收入/(费用)	30	(85)	(52)	(8)	44
其他收益/(损失)	75	45	77	37	37
税前利润	92	421	999	1,504	1,632
所得税	(25)	(66)	(147)	(223)	(242)
少数股东权益	(3)	(1)	0	0	0
净利润	70	382	853	1,281	1,390
核心净利润	76	357	853	1,282	1,391
每股收益(人民币)	0.080	0.433	0.967	1.452	1.576
核心每股收益(人民币)	0.086	0.405	0.967	1.452	1.576
每股股息(人民币)	0.047	0.036	0.118	0.179	0.194
收入增长(%)	26	104	57	25	5
息税前利润增长(%)	(74)	(3,759)	112	51	5
息税折旧前利润增长(%)	57	306	83	44	7
每股收益增长(%)	11	443	123	50	9
核心每股收益增长(%)	3	369	139	50	9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	92	421	999	1,504	1,632
折旧与摊销	175	200	236	269	320
净利息费用	(30)	85	52	8	(44)
运营资本变动	(34)	(234)	(114)	1,599	(1,525)
税金	(28)	(41)	(167)	(243)	(262)
其他经营现金流	(168)	(276)	(958)	304	(309)
经营活动产生的现金流	7	154	48	3,441	(188)
购买固定资产净值	14	(8)	262	221	246
投资减少/增加	6	38	50	10	10
其他投资现金流	(57)	(116)	(500)	(478)	(477)
投资活动产生的现金流	(37)	(86)	(188)	(247)	(221)
净增权益	(42)	(32)	(104)	(158)	(171)
净增债务	275	352	1,615	(2,527)	699
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(37)	(195)	(382)	(75)	(192)
融资活动产生的现金流	196	151	1,182	(2,656)	557
现金变动	166	220	1,042	538	148
期初现金	656	870	1,146	2,188	2,726
公司自由现金流	(30)	68	(140)	3,194	(409)
权益自由现金流	215	505	1,528	676	246

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,079	1,337	2,379	2,918	3,066
应收帐款	576	996	1,575	1,560	1,745
库存	590	821	1,723	1,413	1,714
其他流动资产	61	141	91	218	122
流动资产总计	2,307	3,295	5,768	6,109	6,647
固定资产	2,124	2,131	2,160	2,112	2,040
无形资产	280	272	269	268	267
其他长期资产	43	69	69	69	69
长期资产总计	2,448	2,472	2,498	2,450	2,376
总资产	5,199	6,156	8,630	8,957	9,404
应付帐款	338	509	850	2,532	1,132
短期债务	562	915	1,963	415	558
其他流动负债	169	268	318	359	323
流动负债总计	1,069	1,692	3,131	3,307	2,014
长期借款	410	401	992	0	557
其他长期负债	185	191	184	187	187
股本	630	630	882	882	882
储备	2,874	3,214	3,414	4,553	5,736
股东权益	3,504	3,844	4,296	5,435	6,618
少数股东权益	30	28	28	28	28
总负债及权益	5,199	6,156	8,630	8,957	9,404
每股帐面价值(人民币)	3.97	4.36	4.87	6.16	7.50
每股有形资产(人民币)	5.12	5.67	4.57	5.86	7.20
每股净负债/(现金)(人民币)	0.16	0.27	0.87	(2.62)	(1.99)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.8	23.6	27.7	32.0	32.5
息税前利润率(%)	(0.9)	16.5	22.3	27.1	27.0
税前利润率(%)	6.7	15.1	22.8	27.6	28.4
净利率(%)	5.1	13.7	19.5	23.5	24.2
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.9	1.8	1.8	3.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	5.4	18.8	187.5	n.a.
净权益负债率(%)	2.9	4.4	17.7	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.4	2.4
估值					
市盈率(倍)	351.3	64.7	29.0	19.3	17.8
核心业务市盈率(倍)	324.5	69.2	29.0	19.3	17.8
市净率(倍)	7.1	6.4	5.8	4.5	3.7
价格/现金流(倍)	3,356.9	160.3	515.8	7.2	(131.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	152.9	37.7	21.0	12.8	12.3
周转率					
存货周转天数	172.2	134.6	164.6	164.3	154.4
应收帐款周转天数	147.6	102.7	107.2	104.9	104.9
应付帐款周转天数	71.9	55.3	56.7	113.2	116.3
回报率					
股息支付率(%)	59.1	8.4	12.2	12.3	12.3
净资产收益率(%)	2.0	10.4	20.9	26.3	23.1
资产收益率(%)	(0.2)	6.8	11.2	14.3	14.4
已运用资本收益率(%)	0.4	2.0	3.3	4.8	5.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371