

2020H1 业绩超预期，后续增长动力持续 买入（维持）

2020年08月24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

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

事件: 公司 2020H1 实现营收 34.6 亿 (同比+23.8%); 归母净利润 9.9 亿 (同比+47.0%), 扣非归母净利润 9.3 亿 (同比+46.8%)。其中 Q2 单季实现营收 20.9 亿 (同比+70.5%), 归母净利润 6.4 亿 (同比+85.5%), 业绩超预期。

投资要点

■ 收入端: 挖机油缸业务持续增长, 中大挖泵阀开始全面放量

挖机油缸收入 14.3 亿, 同比+16%, 在 2019 年高基数下仍保持较快增长。2020 年 1-6 月我国挖掘机销量为 17.0 万台, 同比增长 24%, 其中公司销售挖机油缸 33.0 万只, 同比+27%。疫情后短期需求回补等因素拉动下游挖机销量持续超预期, 公司挖机油缸业务 H1 实现超预期增长。7、8 月份公司挖机油缸排产分别同比+70%/+29%, 我们预计下半年工程机械行业景气持续, 公司挖机油缸出货量将维持增长。

非标油缸收入 5.8 亿, 同比-9%。非标油缸收入下滑, 除受非标产线被挖机油缸占用产能影响外, 以起重系列油缸产品为代表的出口业务受到海外疫情影响较大。

子公司液压科技(主营液压泵阀)泵阀销量大幅增长, 收入同比增长 86% 达 11.9 亿, 海外疫情影响下公司挖机泵阀进口替代加速, 市场份额大幅提升, 上半年所有产线均超负荷运转。此外, 高空作业平台、汽车吊、旋挖钻等非挖机领域泵阀系统也实现全面量产。

铸件产出量 2.6 万吨, 同比+45%, 其中外销占比 45%, 外销客户中风电、工程机械增速较快。铸件二期产能利用率已逐步提升, 目前约 70% 左右, 随着疫情过后调试人员陆续进场, 产能将进一步释放。

■ 利润端: 规模效应+产品结构优化, 盈利能力超预期提升

H1 综合毛利率 42%, 同比+4.8pct; 净利率 29%, 同比+4.5pct; 加权 ROE 17.0%, 同比+2.4pct。我们判断盈利能力超预期提升主要系: 1) 挖机油缸、泵阀销量大增带来规模效应和产品结构优化; 2) 液压科技进行大规模成本优化, 同时通过提升车间自动化和智能化大幅提升生产效率; 3) 期间费用率同比-2.1pct 下滑至 6.5%, 其中销售费用率 1.6%, 管理费用(含研发费用)率 6.0%, 财务费用率-1.0%, 分别同比-0.1pct, -1.5pct, -0.5pct。我们认为, 后续随着中大挖泵阀的继续放量, 公司盈利能力有望进一步提升。

■ 挖机景气延续+泵阀加速渗透+辅助业务增强, 后续增长动力持续

在国内疫情影响下, 房地产、基建的推动因素有望进一步延续, 叠加更新需求+人工替代趋势, 我们预计下游工程机械景气度有望持续, 未来三年挖机油缸每年的市场规模在 40 亿元以上。公司在挖机油缸领域市占率稳定在 50% 左右, 预计公司挖机油缸业务将受益于行业需求持续, 保持平稳增长。

目前公司小挖泵阀已批量供应三一、柳工、徐工等大型国内品牌, 国内市占率 30% 以上, 2020 年公司增加小挖泵阀产能一倍以上, 有望进一步促进小挖泵阀份额提升; 上半年中大挖泵阀订单实现了翻倍, 在海外疫情影响下, 中大挖泵阀国产渗透有望进一步提速。挖机景气度延续+小挖泵阀产能提升+中大挖泵阀渗透提速, 公司挖机泵阀业务成长性最为突出。

此外, 非标挖机泵阀方面, 恒立闭式液压系统实现了在高空作业平台领域全面批量化配套, 工业泵阀系统也首次实现在汽车吊、旋挖钻领域的全面量产。马达方面, 公司 6-50T 级回转马达已为主机厂规模化配套。辅助业务有望进一步平滑公司业绩, 对冲周期波动。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 18.2/21.8/25.3 亿, 对应 PE 分别为 45/38/33 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业周期下行风险; 贸易战升级影响海外经营风险; 海外疫情持续; 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)	63.00
一年最低/最高价	18.78/66.59
市净率(倍)	13.60
流通 A 股市值(百万元)	82237.68

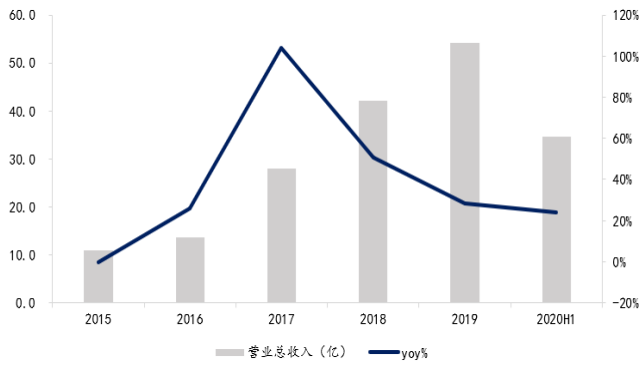
基础数据

每股净资产(元)	4.63
资产负债率(%)	35.80
总股本(百万股)	1305.36
流通 A 股(百万股)	1305.36

相关研究

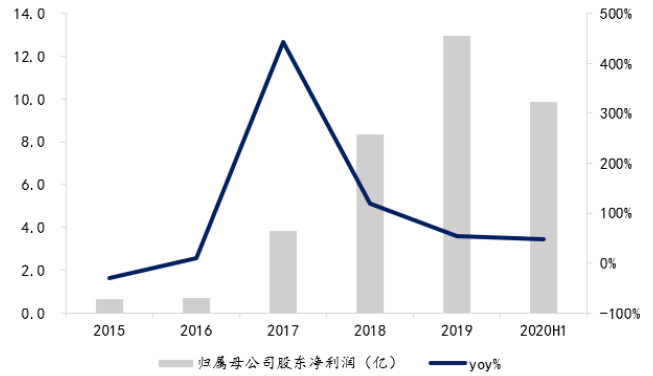
- 1、《恒立液压 (601100): 2019 年业绩略超预期, 2020 年持续增长可期》2020-04-30
- 2、《恒立液压 (601100): 业绩预增 47%-53% 略超预期, 液压龙头弹性可期》2020-01-21
- 3、《恒立液压 (601100): Q3 单季业绩受行业需求波动影响, 看好 Q4 增速回升》2019-10-29

图 1: 2020 年 H1 实现营收 34.6 亿 (同比+23.8%)



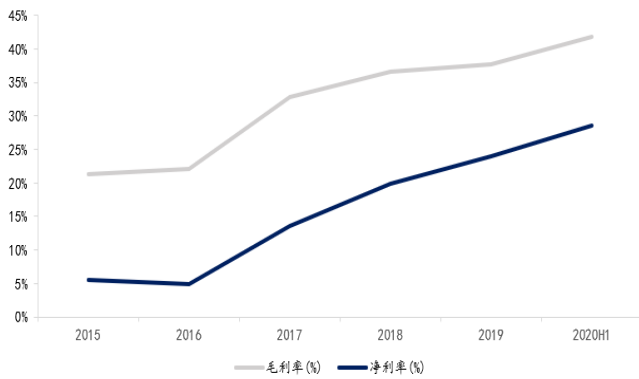
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年 H1 实现归母净利润 9.9 亿元 (同比+47.0%)



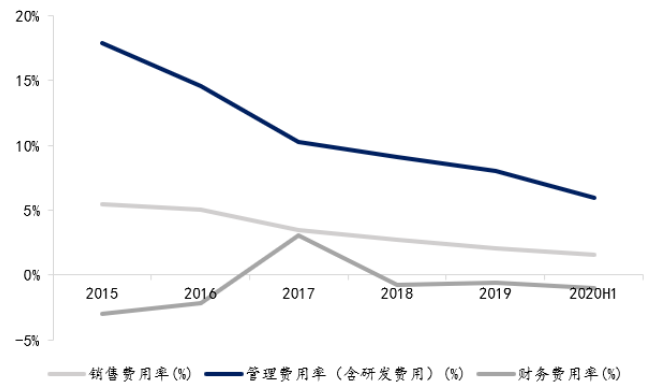
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 毛利率、净利率近两年持续增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 期间费用率近两年持续下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 2020H1 公司经营性净现金流 9.5 亿 (同比+19%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 公司应收账款周转率稳步上升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5492	6798	8788	11043	营业收入	5414	6667	7641	8592
现金	2343	3536	5056	6861	减:营业成本	3369	3945	4497	5010
应收账款	1059	1304	1494	1680	营业税金及附加	52	64	76	86
存货	997	1168	1331	1483	营业费用	111	100	115	129
其他流动资产	1093	791	906	1019	管理费用	385	442	468	525
非流动资产	2935	3170	2946	2699	财务费用	-31	-20	-61	-110
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-33	50	50	50
固定资产	2364	2641	2556	2358	加:投资净收益	9	5	5	5
在建工程	218	186	56	17	其他收益	-83	9	9	9
无形资产	273	264	255	246	营业利润	1487	2099	2510	2917
其他非流动资产	79	79	79	79	加:营业外净收支	6	6	6	6
资产总计	8427	9968	11733	13742	利润总额	1493	2105	2516	2923
流动负债	2170	2402	2603	2793	减:所得税费用	195	274	327	380
短期借款	937	937	937	937	少数股东损益	2	9	11	13
应付账款	791	927	1056	1177	归属母公司净利润	1296	1822	2178	2531
其他流动负债	442	538	609	680	EBIT	1688	2124	2495	2852
非流动负债	643	643	643	643	EBITDA	1950	2397	2801	3176
长期借款	200	200	200	200					
其他非流动负债	443	443	443	443	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2813	3045	3245	3436	每股收益(元)	1.47	1.40	1.67	1.94
少数股东权益	30	40	50	63	每股净资产(元)	6.33	5.27	6.46	7.85
归属母公司股东权益	5584	6884	8438	10243	发行在外股份(百万股)	882	1305	1305	1305
负债和股东权益	8427	9968	11733	13742	ROIC(%)	24.0%	27.9%	31.5%	35.9%
					ROE(%)	23.2%	26.5%	25.8%	24.7%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	37.8%	40.8%	41.1%	41.7%
经营活动现金流	1660	1863	2276	2657	销售净利率(%)	23.9%	27.3%	28.5%	29.5%
投资活动现金流	-452	-148	-132	-128	资产负债率(%)	33.4%	30.5%	27.7%	25.0%
筹资活动现金流	-454	-522	-624	-725	收入增长率(%)	28.6%	23.1%	14.6%	12.5%
现金净增加额	790	1193	1520	1804	净利润增长率(%)	54.9%	40.6%	19.5%	16.2%
折旧和摊销	262	272	306	324	P/E	42.87	45.13	37.76	32.50
资本开支	-424	-520	-132	-128	P/B	9.95	11.95	9.75	8.03
营运资本变动	360	-291	-269	-260	EV/EBITDA	29.94	24.46	21.00	18.58

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>