



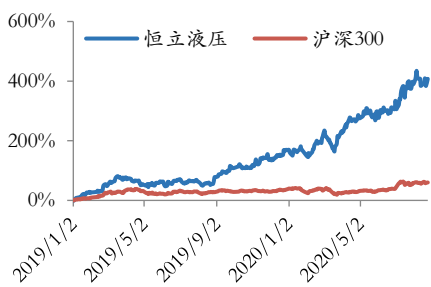
## 疫情加速国产替代，公司业绩如期高增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-25

收盘价（元）	63.00
近 12 个月最高/最低（元）	66.59/18.78
总股本（百万股）	1305.36
流通股本（百万股）	1305.36
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	822
流通市值（亿元）	822

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

电话：0551-65161835

邮箱：guoqq@hazq.com

**事件：**2020 年 8 月 24 日，公司发布半年报，2020 上半年实现营收 34.56 亿元，同比+23.75%，归母净利润 9.86 亿元，同比+47.01%。单看 Q2，公司实现营收 20.87 亿元，同比+70.52%，归母净利润为 6.39 亿元，同比+85.45%。

### 核心观点：

中报业绩符合预期。**从行业层面看：**上半年，挖机行业景气度持续超预期，重大项目有序开工，尽管出口受到疫情影响，但国内市场需求旺盛，公司作为零部件龙头企业，率先受益；**从公司层面看：**疫情加速液压件国产替代进程，中、小挖泵阀率先放量，市占率提升明显；大挖泵阀进入市场验证阶段后也在逐步放量，但目前市占率不到 10%，仍有很大提升空间。我们认为公司成长路径清晰，产品本身壁垒高，客户黏性强，因此具有稀缺性；产品线不断丰富，新品市占率不断提升，兼具成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 点评：

► **业绩符合预期，挖机油缸优势业务稳定增长，泵阀业务放量明显。**

2020 上半年，公司实现营收 34.56 亿元，同比+23.75%。分产品看：

① **挖机油缸：**上半年销售 32.95 万只，同比+27%，实现营收 14.32 亿元，同比+16%。收入增速低于销量增速，我们认为一方面由于公司小挖用油缸销量占比较高，量多价低；另一方面，公司对头部大客户采取价格优惠政策，导致挖机油缸整体均价有所降低。经过我们测算，目前公司挖机油缸市占率达到 48% 左右，未来随着海外客户拓展叠加下游主机厂集中度提升，市占率仍有提升空间。

② **非标油缸：**上半年销量 6.42 万只，同比-13%，实现收入 5.77 亿元，同比-9%。非标油缸出口业务海外受疫情冲击较大，上半年出现同比下滑。

③ **泵阀：**液压科技上半年实现收入 11.91 亿元，同比+85.81%，主要由挖机泵阀持续放量所致。我们通过 1-6 月份泵、阀累计产量粗略计算市占率：目前小挖泵阀市占率平均约 40%、中挖平均 25% 左右、大挖平均仅 6% 左右，未来中、大挖泵阀还有很大提升空间。

④ **铸件：**上半年出库 2.62 万吨，同比+45%。铸件二期产能利用率稳步提升，目前达到 70%，产品不良率同比-2.42pct。海外疫情影响下，铸件出口业务下降，但在风电、工程机械领域实现较快增长。

► **规模效应叠加产品结构优化，公司毛利率提升明显，盈利能力增强。**

**毛利率方面：**2019Q1~2020Q2 公司综合毛利率分别是 34.78%、39.90%、35.26%、40.72%、37.87%、44.47%，2020 年 Q2 毛利率环比提升明显。2020 上半年综合毛利率达 41.85%，同比+4.82pct，我们判断一方面主要是销量增加带来的规模效应，另一方面产品结构优化，高价值量的中、大挖泵阀

产品放量，毛利率提升幅度较大。

**费用率方面：**公司期间费用率为 6.54%，同比-2.12pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.14pct、-0.42pct、-1.08pct、-0.48pct，各项费用率均呈下降趋势。公司费用管控水平提高，盈利能力增强，2020 年上半年公司净利率为 28.6%，同比+4.54pct。我们认为公司对产线进行智能化改造，降本增效效果明显，同时未来价值量高的泵阀产品占比将不断提升，净利率仍有上升空间。

➤ **下游挖机市场景气度延续，公司作为零部件龙头企业，将持续受益。**

根据工程机械协会数据，2020 年 1-7 月挖机累计销量 18.95 万台，同比+26.7%。二季度以来，市场需求旺盛，4-7 月挖机销量增速分别为 59.9%、68.0%、62.9%、54.8%，主要由国内市场带动，连超市场预期；海外市场受疫情影响较为严重，但需求呈现回暖趋势，7 月出口增速大幅回升（4-7 月挖机出口增速分别为 0.9%、3.3%、7.6%、32.5%）。下游开工率恢复往年正常水平，投资数据持续回暖，我们认为工程机械行业仍处于高景气位置，今年上半年销量超预期源自工程量变多带来的新增需求，未来受环保、设备寿命等因素推动，更新需求将是行业销量保持平稳的润滑剂，挖机全年销量好于预期，公司作为挖机产业链上游零部件龙头，将持续受益。

➤ **成长性：产品拓展+全球布局，公司熨平业绩波动能力强。**

若将挖机行业周期分为三个阶段，2008-2011 繁荣发展期、2011-2015 下行期、2015-2019 复苏期，挖机销量 CAGR 分别为 32%、-25%、43%。①**从产品布局角度看**，公司非标产品不存在明显周期性波动，收入规模持续扩大，总体收入保持平稳状态。随着未来公司业务布局逐步多元化，非标油缸和非标泵阀、马达、铸件等产品不断开拓新客户、新领域，都是平滑业绩的关键抓手；②**从全球布局角度看**，公司先后收购哈威 InLine 液压、日本服部精工等全球知名品牌，成立美国、日本销售子公司，业务涵盖全球 20 多个国家和地区。公司国外市场营业收入处于持续增长状态，三阶段 CAGR 分别为 38%、82%、34%，在国内挖机行业下行阶段，有力支撑公司整体业绩。

➤ **稀缺性：壁垒高+绑定优质客户，产业链地位高。**

液压件行业进入壁垒高，短期很难有进入者。公司抓住国内液压行业发展机遇，从油缸到泵阀，产品一一攻克，液压件行业本身属于技术密集型、资金壁垒、规模壁垒等都决定了此行业短期很难有进入者。公司绑定优质客户，产业链地位高。公司客户质量优质，包括卡特彼勒、三一、小松、中铁等，品牌效应明显，对公司产品具有依赖性。多年合作与积累为公司建立了明显的先发优势，对后来潜在竞争者构成较强进入壁，充分的保障了公司未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

**投资建议**

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 18.44、23.09、27.27 亿元，同比增速为 42.3%、25.2%、18.1%。对应 PE 分别为 45、36、30 倍。泵阀业务有望持续放量增长，加速液压核心部件国产替代。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示**

国内固定资产投资下滑太快、挖机销量不及预期、泵阀业务市场开拓受阻。

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5414.02	6723.60	7984.54	9167.34
收入同比(%)	28.6%	24.2%	18.8%	14.8%
归属母公司净利润	1296.20	1843.89	2309.38	2727.35
净利润同比(%)	54.9%	42.3%	25.2%	18.1%
毛利率(%)	37.8%	39.1%	39.4%	40.0%
ROE(%)	23.2%	24.8%	23.7%	21.9%
每股收益(元)	0.99	1.41	1.77	2.09
P/E	50.10	44.60	35.61	30.15
P/B	11.63	11.07	8.45	6.60
EV/EBITDA	24.95	33.31	27.55	23.28

资料来源: wind (按 8 月 24 日收盘价计算), 华安证券研究所

## 正文目录

1 核心观点.....	6
1.1 成长性：产品拓展+全球布局，公司熨平业绩波动能力强.....	6
1.2 稀缺性：壁垒高+绑定优质客户，产业链地位高.....	8
2 恒立液压：国内液压龙头，全产品线布局.....	9
2.1 深耕液压领域，股权结构集中.....	9
2.2 油缸业务占主导地位，液压泵阀将逐步发力.....	10
2.3 利润弹性大，成本控制能力强.....	13
2.4 国外收入规模扩大，多市场布局成果显著.....	16
3 投资建议.....	16
4 风险提示.....	18
财务报表与盈利预测.....	19

## 图表目录

图表 1 恒立营收增速始终高于挖机行业销量增速.....	6
图表 2 2008 年起挖机行业经历三个阶段.....	7
图表 3 恒立海外布局下海外收入持续提升.....	7
图表 4 恒立挖机油缸收入三阶段复合增速高于挖机行业.....	7
图表 5 恒立非标油缸收入三阶段持续增长.....	7
图表 6 恒立液压全球布局.....	7
图表 7 恒立挖机油缸市占率超过 50%.....	8
图表 8 下游客户三一、徐工挖机市占率不断提升.....	8
图表 9 恒立液压产品布局及客户结构.....	9
图表 10 30 年成长为国内液压件领军企业.....	9
图表 11 恒立液压股权结构图 (截至 2020H1).....	10
图表 12 公司产品下游领域应用广泛.....	10
图表 13 公司各类业务条线拓展时间.....	11
图表 14 2019 年油缸业务收入占比达 65.4%.....	12
图表 15 2019 年非标油缸收入构成.....	12
图表 16 油缸业务是主要收入来源, 泵阀业务占比提升.....	12
图表 17 油缸、泵阀业务规模增长明显.....	12
图表 18 2011-2020H 恒立油缸产品产、销量.....	12
图表 19 2016 年以来泵阀业务维持高增速.....	13
图表 20 2016-2019 年公司营收 CAGR 达 58%.....	13
图表 21 2016-2019 年公司归母净利润 CAGR 达 164%.....	13
图表 22 毛、净利率由低位逐步提升.....	14
图表 23 公司不同产品毛利率.....	14
图表 24 费用控制效果显著.....	15
图表 25 研发费用占比相对稳定.....	15
图表 26 归母净利润与经营性现金流呈同步趋势.....	15
图表 27 公司一年以内应收账款比重逐步提升, 账龄结构健康.....	16
图表 28 2011 年以来国外收入占比显著提升.....	16
图表 29 2011-2019 年国外收入 CAGR 达 56%.....	16
图表 30 恒立液压分业务收入拆分.....	17
图表 31 盈利预测与估值简表.....	17

## 1 核心观点

公司是挖机产业链核心标的，若以周期股的观点来看公司，当挖机行业增速进入下行周期后，公司业绩就会出现较大波动。不同于市场观点，我们认为，综合公司的成长性和稀缺性，公司目前个股价值属性凸显，不应以传统周期股去看待公司，具体阐述如下：

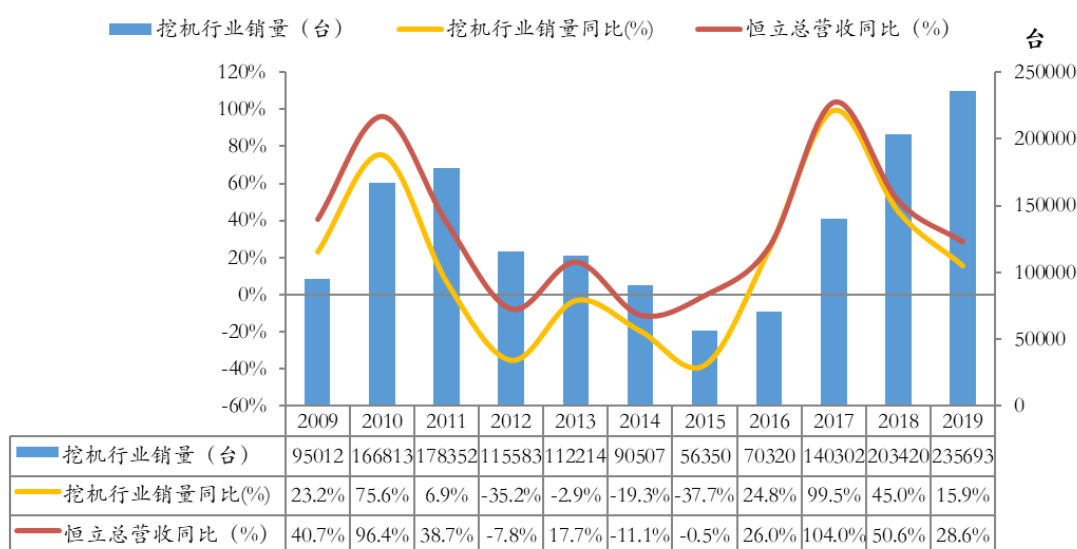
### 1.1 成长性：产品拓展+全球布局，公司熨平业绩波动能力强

**公司熨平业绩波动能力强。**在 2011-2015 年行业下行周期，挖机行业销量从 17.8 万台下滑至 5.6 万台，行业销量下滑将近 70%；公司期间营收最低时 10.45 亿，最高时 12.30 亿，收入波动幅度很小。从增速角度看，恒立营收增速始终高于挖机行业销量增速。若将挖机行业周期分为三个阶段，2008-2011 繁荣发展期、2011-2015 下行期、2015-2019 复苏期，挖机销量 CAGR 分别为 32%、-25%、43%，我们可以从以下两个维度进行对比讨论：

①**产品拓展**：虽然随着挖机行业销量下滑，公司挖机油缸收入也跟着下滑，但是挖机油缸收入三个阶段的复合增速分别为 78%、-18%、52%，均高于挖机行业销量；而且公司非标产品不存在明显周期性波动，收入规模持续扩大，总体收入保持平稳状态。随着未来公司业务布局逐步多元化，非标油缸和非标泵阀、马达、铸件等产品不断开拓新客户、新领域，都是平滑业绩的关键抓手，盈利稳定性会持续增强。

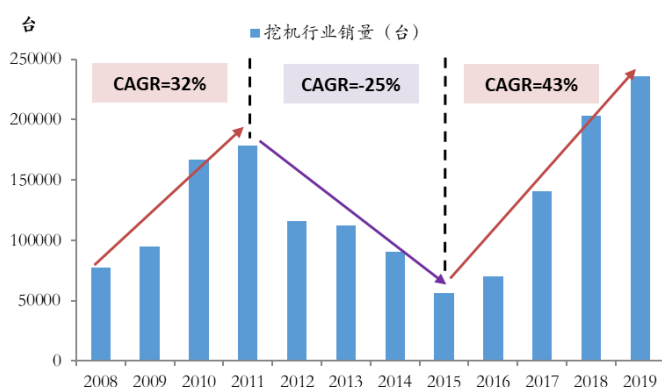
②**全球布局**：公司不断推进全球市场的开拓，先后收购哈威 InLine 液压、日本服部精工等全球知名品牌，成立美国、日本销售子公司，目前拥有常州、上海、芝加哥和柏林 4 个研发中心，包括北美芝加哥在内的 8 个制造基地，业务涵盖全球 20 多个国家和地区。公司国外市场营业收入处于持续增长状态，三阶段 CAGR 分别为 38%、82%、34%，在国内挖机行业下行阶段，有力支撑公司整体业绩。

图表 1 恒立营收增速始终高于挖机行业销量增速



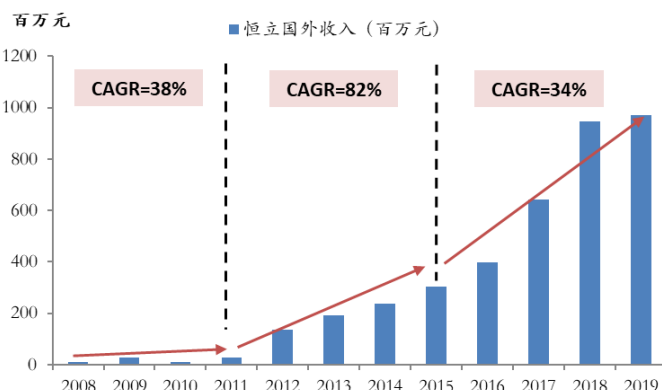
资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 2008年起挖机行业经历三个阶段



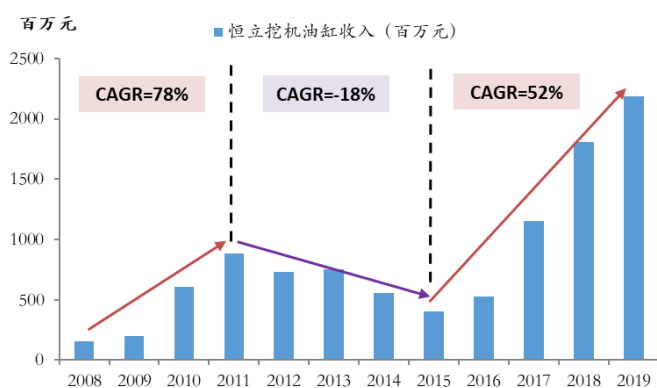
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表3 恒立海外布局下海外收入持续提升



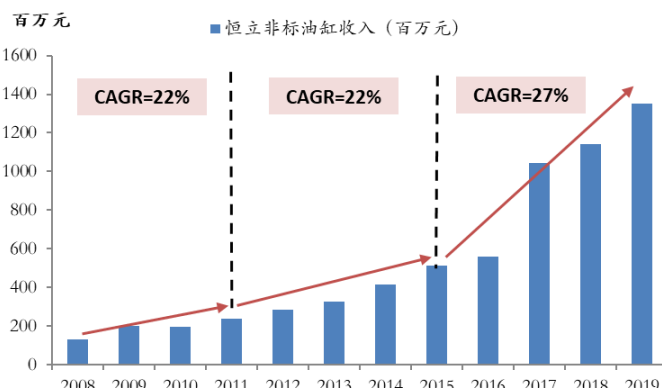
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 恒立挖机油缸收入三阶段复合增速高于挖机行业



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 恒立非标油缸收入三阶段持续增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 恒立液压全球布局

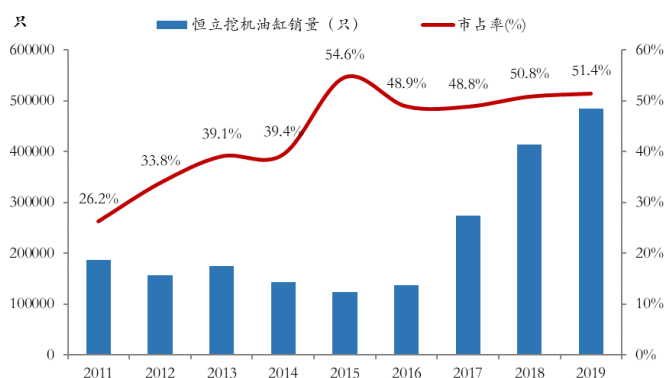


资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

## 1.2 稀缺性：壁垒高+绑定优质客户，产业链地位高

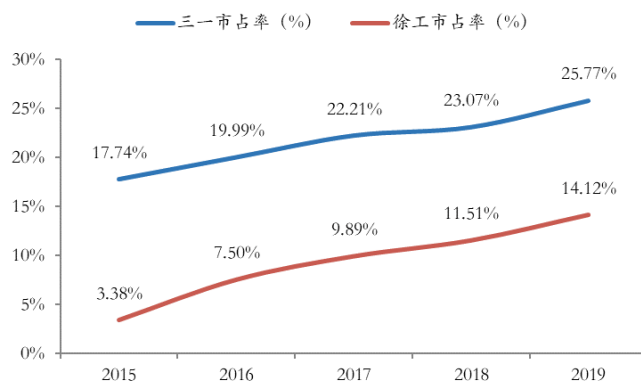
①液压件行业进入壁垒高，短期很难有进入者。公司的发展可谓是天时地利人和，2005年成立，2010年成为卡特合格供应商，抓住了2008-2011年挖机行业销售高峰期，油缸产品市占率不断提升，成功实现国产替代，2016年随着挖机行业的复苏，在外资品牌泵阀产品出现供应瓶颈的背景下，公司的泵阀产品顺利进入主机厂供应体系，2017年开始小规模试用，2018年开始逐步放量，目前小挖泵阀基本能够实现国产替代，中大挖泵阀还有较大空间，公司抓住了下游行业快速增长的契机，从油缸到泵阀，产品一一攻克，液压件行业本身属于技术密集型、资金壁垒、规模壁垒等都决定了此行业短期很难有进入者。公司产品远销美国，卡特彼勒作为公司客户，对公司产品有较强依赖性，因此已成功申请关税豁免，贸易摩擦对公司经营影响较小，这充分说明了公司产品的不可替代性。目前公司挖机油缸市占率已经超过50%，随着下游客户三一、徐工等公司挖机市占率的提升，公司油缸市占率还仍有小幅提升空间。

图表7 恒立挖机油缸市占率超过50%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表8 下游客户三一、徐工挖机市占率不断提升



资料来源：wind，华安证券研究所

②公司绑定优质客户，产业链地位高。公司客户质量优质，品牌优势明显。挖掘机液压产品主要客户包括：卡特彼勒、神钢、三一、徐工等著名挖掘机品牌；盾构机液压产品主要客户包括：中铁工程、铁建重工、小松、日立造船、罗宾斯等著名盾构机品牌；海工海事客户包括：TTS、麦基嘉、国民油井等；新能源设备领域客户包括：歌美飒、维斯塔斯等；工业液压产品客户包括：海天、伊之密、安德里茨等；特种车辆客户包括：马尼托瓦克、特雷克斯等。公司客户质量优质，品牌效应明显，多年合作与积累为公司建立了明显的先发优势，对后来潜在竞争者构成较强进入壁垒，充分的保障了公司未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

图表9 恒立液压产品布局及客户结构

产品	国内	国外
挖机油缸	三一、柳工、徐工	卡特彼勒（18t以下和49t以上全部恒立，中间吨位一部分自制、一部分用KYB等品牌）、神钢
非标油缸	中铁、铁建等（盾构机）、兰石重工（特种车辆）	卡特彼勒（矿山自卸车、土方平地机）、小松、日立造船、马尼托瓦克（起重机和高空平台，起重系列北美最大用户）
	浙江鼎力、星邦、徐工、中联（高空作业平台）	斯诺克、吉尼、JLG（高空作业平台）
挖机泵阀	徐工、三一、柳工、临工	目前卡特在试用、韩系部分厂家也将成为客户
非标泵阀	海天，伊之密，博创等	JLG、吉尼
挖机马达	徐工、三一、柳工	
AWP马达	浙江鼎力、星邦、临工	斯诺克、吉尼

资料来源：公司年报，企业调研，华安证券研究所

## 2 恒立液压：国内液压龙头，全产品线布局

### 2.1 深耕液压领域，股权结构集中

**成立三十年，深耕液压领域。**恒立液压成立于1990年，最早从事气动元件制造。1999年成功研发挖机专用油缸，开始为下游挖机主机厂三一、徐工等提供配套。2010年公司成为卡特彼勒供应商，正式进入全球高端工程机械配套体系。2011年公司于上交所挂牌上市。2012年进军美国、日本市场成立子公司，2017年美国芝加哥工厂建成。2020年公司成立30周年，拥有完整液压系统集成能力，是国内液压行业标杆企业。

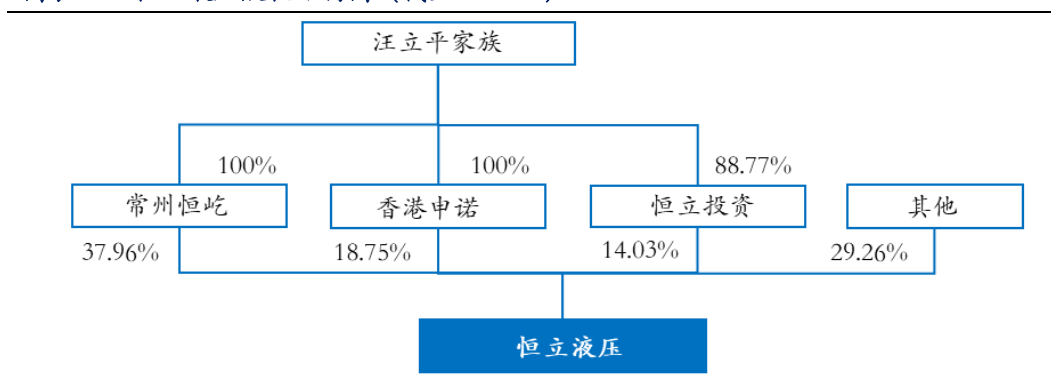
图表10 30年成长为国内液压件领军企业



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**公司股权结构稳定、集中。**公司董事长汪立平及其家族一致行动人通过常州恒屹、香港申诺和恒立投资合计持有公司69.16%股份，是实际控制人。公司第三大股东恒立投资是公司核心高管持股平台，其股东除汪立平外还有总经理邱永宁，副总经理徐进以及上海立新董事长姚志伟。公司管理层持股稳定，股权集中。

图表 11 恒立液压股权结构图 (截至 2020H1)

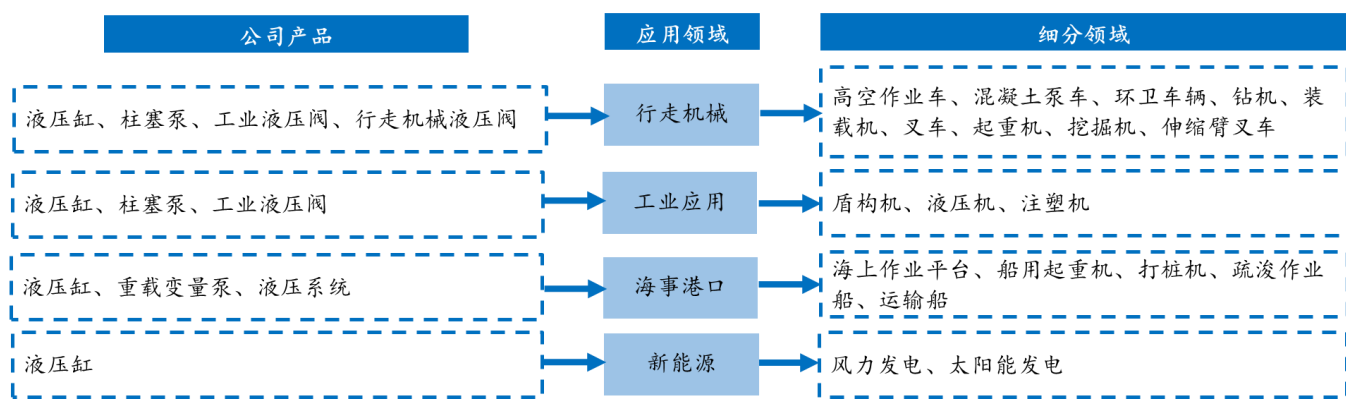


资料来源：wind，华安证券研究所

## 2.2 油缸业务占主导地位，液压泵阀将逐步发力

公司液压件产品种类丰富，下游应用领域广泛。公司主要产品分为 6 大类，包括高压油缸、液压泵阀、马达、精密铸件、气动元件和全套的液压系统，广泛应用于①挖掘机、起重机等行走机械；②盾构机、注塑机等工业应用领域；③海上作业平台、船用起重机等海工海事领域；④太阳能发电、风力发电等新能源领域。公司品牌知名度不断提升，持续的新品开发将助其产品应用领域进一步拓宽。



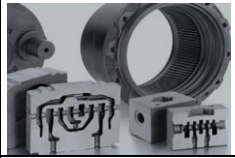


图表 12 公司产品下游领域应用广泛



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**内扩产能+外延并购，积极拓展业务条线。**自 1992 年以环卫车辆及港口机械液压缸产品切入液压领域以来，公司产能不断提升，产品种类不断丰富。2011 年常州武进工厂建成投产，成为全球最大的油缸生产基地。2012 年开始投资液压泵阀，收购上海立新 (60%) 主营各类工业阀的研发生产；并建设高精密铸件工厂，为泵阀元件的生产提供基础；2015 年收购德国哈威 InLine (100%) 主营高压重载柱塞泵，汲取关键技术；2018 年公司泵阀产品实现规模化生产并得到下游批量应用。公司对液压系统集成及液压成套设备供应布局基本完成。

图表 13 公司各类业务条线拓展时间

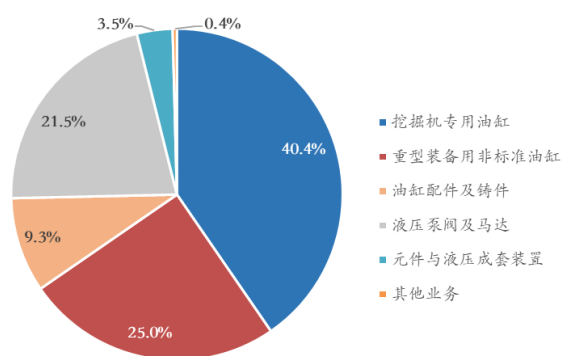
产品大类	拓展时间	产品类型	图例
液压油缸	1997	非标油缸：海事港口、冶金	
	1999	挖机专用油缸	
	2006	非标油缸：盾构机	
液压阀	2012	工业液压阀：单向阀、充液阀、方向阀、压力阀、流量阀等	
	2012	行走机械液压阀：多路控制阀、负载保持阀等	
精密铸造	2012	高精度铸件：高压柱塞泵壳体/斜盘/缸体、整体式多路阀铸件等	
	2012	高精度冷拔无缝钢管	
液压泵&马达	2015	哈威InLine/恒立高压重载柱塞泵	
	2016	液压柱塞马达：定量、变量马达	
系统集成	2016	液压泵/液压多路阀/液压缸性能测试台、高压脉冲测试台等	
	2016	液压系统：高低温、防爆、超高压、电液比例伺服等	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**油缸业务是主要收入来源，其中挖机油缸占比最高。**上市以来油缸业务收入占比始终最高，但随着公司产品种类增多，该比例由 2011 年的 99.12% 逐步降低至 2019 年的 65.40%。2019 年公司油缸业务中，挖机油缸和非标油缸分别实现收入 21.88、13.53 亿元，占比分别为 40.4%、25.0%；非标油缸中，起重系列实现收入占比最高，达 48.8%，其次是盾构机、海工海事及新能源等其他领域，占比分别为 24.5%、15.8%、10.9%。未来挖机行业持续景气叠加非标油缸应用领域的拓宽，将持续巩固公司油缸业务的主导地位。

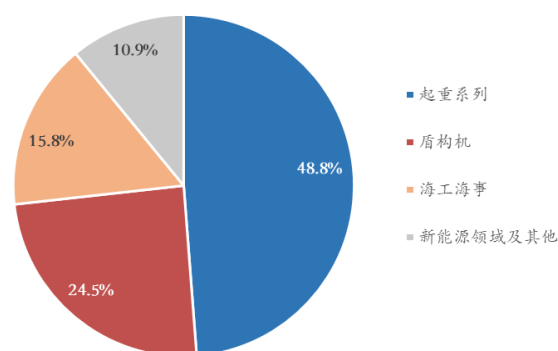
2020 上半年，公司挖机油缸、非标油缸分别销售 32.95、6.42 万只，同比+27%、-13%，分别实现营收 14.32、5.77 亿元，同比+16%、-9%。**挖机油缸方面：**收入增速低于销量增速，一方面由于上半年下游小挖销量占比超过 60%，且增速高于行业平均，公司小挖用油缸销量占比相应较高，量多价低；另一方面，由于对头部大客户采取价格优惠政策导致挖机油缸整体均价有所降低。经我们测算，目前公司挖机油缸市占率达到 48% 左右，未来随着海外客户拓展叠加下游主机厂集中度提升，市占率仍有提升空间。**非标油缸方面：**销量和收入均出现同比下滑，主要由于非标油缸业务海外占比高，上半年受疫情冲击较大。未来随着海外需求回暖以及国内客户拓展，非标油缸板块增长确定性高。

图表 14 2019 年油缸业务收入占比达 65.4%



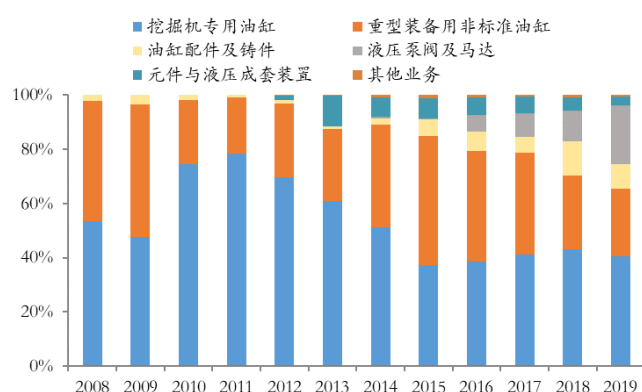
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 2019 年非标油缸收入构成



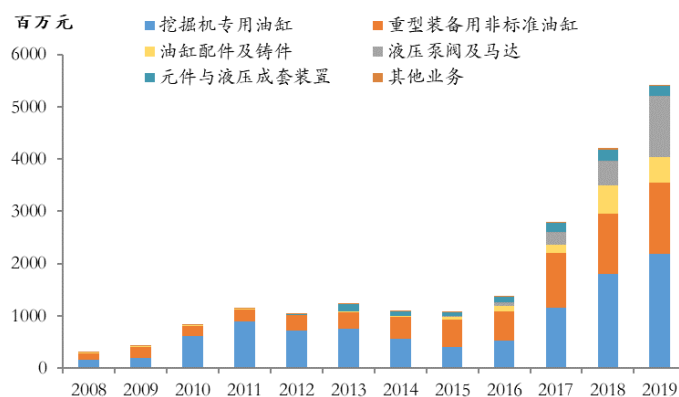
资料来源: 公司调研, 华安证券研究所

图表 16 油缸业务是主要收入来源, 泵阀业务占比提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 油缸、泵阀业务规模增长明显



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 2011-2020H 恒立油缸产品产、销量

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
销售收入(亿元)										
挖机油缸	8.87	7.28	7.50	5.59	4.07	5.29	11.54	18.11	21.88	14.32
非标油缸	2.36	2.85	3.27	4.15	5.16	5.60	10.42	11.44	13.53	5.77
产量(只)										
挖机油缸	188480	168788	184652	142236	118510	140275	284614	429628	472791	—
非标油缸	37767	40479	44975	49330	61112	72478	130290	154516	169071	—
销量(只)										
挖机油缸	187141	156227	175318	142634	123143	137587	274122	413538	484854	329500
非标油缸	37767	40479	44975	49330	61112	72478	130290	154516	169071	64200
销量增速yoy										
挖机油缸		-16.5%	12.2%	-18.6%	-13.7%	11.7%	99.2%	50.9%	17.2%	27.0%
非标油缸		7.2%	11.1%	9.7%	23.9%	18.6%	79.8%	18.6%	9.4%	-13.0%
均价(元)										
挖机油缸	4740	4661	4278	3918	3305	3845	4209	4379	4513	4346
非标油缸	6259	7038	7268	8416	8436	7726	8000	7404	8003	8988
均价变动(%)										
挖机油缸		-1.7%	-8.2%	-8.4%	-15.6%	16.3%	9.5%	4.0%	3.0%	—
非标油缸		12.4%	3.3%	15.8%	0.2%	-8.4%	3.5%	-7.5%	8.1%	—

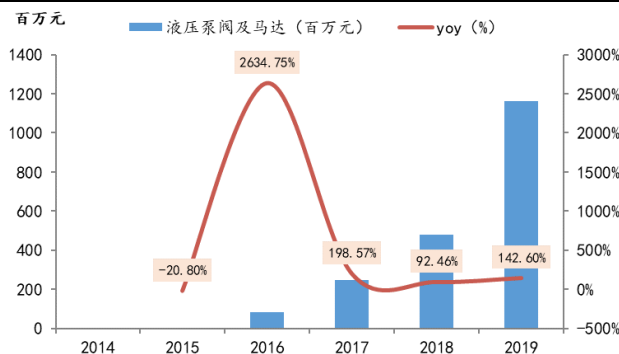
资料来源: wind, 华安证券研究所

中小挖泵阀处于放量阶段, 收入增速维持高位。公司泵阀产品面世以来收入占比不断提升, 由 2016 年的 6.08% 提升至 2019 年的 21.45%, 收入规模由 0.83 亿提升至 11.61 亿。从收入增速角度看, 近年来泵阀业务维持了较高增速, 2016-2019 年分别达

到 2634.75%、198.57%、92.46%、142.60%。2020 上半年，公司泵阀及马达板块实现收入 11.91 亿元，同比+85.81%，延续高增长态势。公司小挖泵阀于 2017 年实现批量性供货以来，产能持续提升；中大挖泵阀 2019 年经过客户验证期后，陆续实现在下游主机厂主力机型中配套，进入产销量同步提升阶段，公司泵阀产线一直处于满负荷运转状态。

中小挖泵阀市占率持续提升，大挖泵阀提升空间大。我们通过 1-6 月份泵、阀累计产量粗略计算市占率：目前小挖泵阀市占率平均约 40%、中挖平均 25%左右、大挖平均仅 6%左右，未来中、大挖泵阀还有很大提升空间。

图表 19 2016 年以来泵阀业务维持高增速



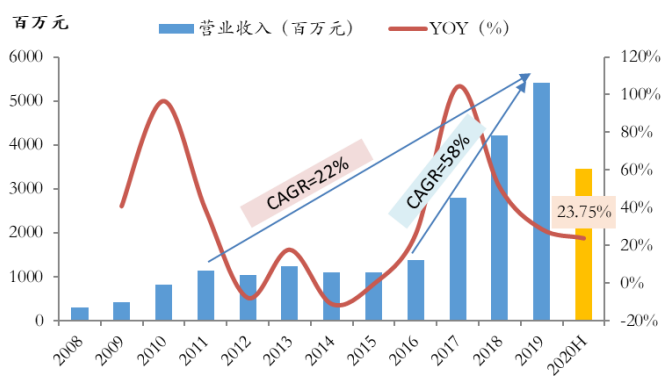
资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.3 利润弹性大，成本控制能力强

业绩表现优异，利润弹性大。公司 2011 年上市以来，营收及归母净利润 CAGR 分别为 22%、19%；近 4 年来，公司产品结构优化、产能提升叠加下游工程机械行业复苏，公司营收及归母净利润规模增长迅猛，分别由 2016 年的 13.7、0.70 亿元增长到 2019 年的 54.14、12.96 亿元，CAGR 分别为 58%、164%，公司归母净利润复合增速大幅反超营收复合增速，公司的盈利能力正持续增强，利润弹性较大。

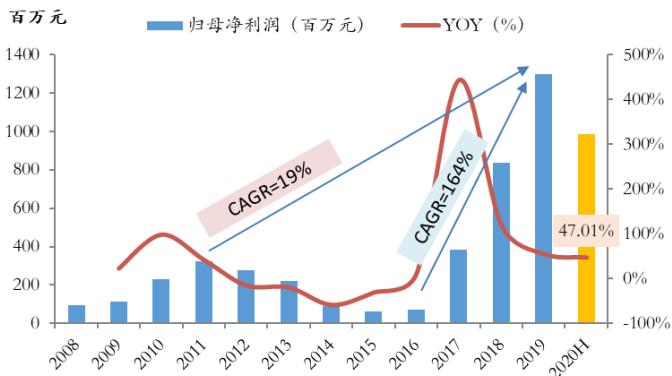
2020 上半年，实现营收 34.56 亿元，同比+23.75%，归母净利润 9.86 亿元，同比+47.01%。单看二季度，公司实现营收 20.87 亿元，同比+70.52%，归母净利润为 6.39 亿元，同比+85.45%。随着二季度疫情影响消退，挖机销量复苏，公司营收利润大幅增长，基本符合预期。

图表 20 2016-2019 年公司营收 CAGR 达 58%



资料来源：wind，华安证券研究所

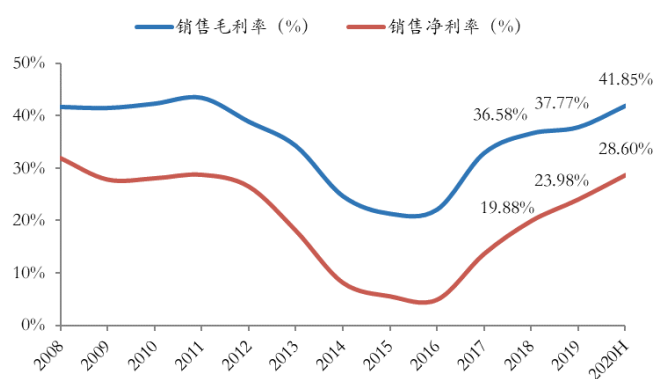
图表 21 2016-2019 年公司归母净利润 CAGR 达 164%



资料来源：wind，华安证券研究所

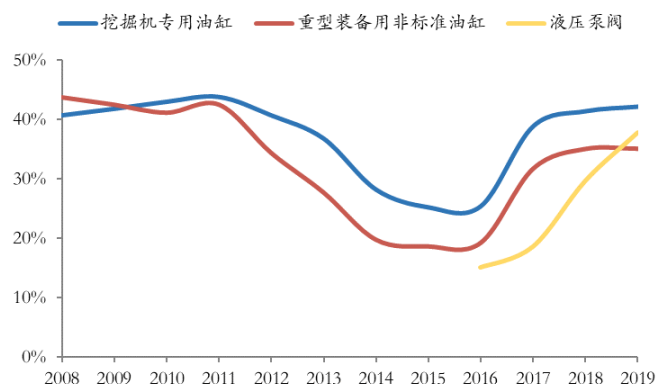
**产品结构优化叠加规模效应，毛利率持续回升。**2015年，公司销售毛利率最低点为21.23%，至2019年恢复至37.77%，2020上半年，公司毛利率进一步提升至41.85%，同比+4.82pct。分产品来看，挖机油缸、非标油缸毛利率基本稳定，液压泵阀毛利率在规模效应影响下，由2016年15.07%大幅提高至2019年的37.80%。2011-2015年毛利率下滑一方面是由于在行业下行周期公司采取了低价策略；另一方面公司逆周期投资铸件、液压泵阀及油缸配套项目，在产品结构调整初期产能利用率较低，同时在建设工程转固带来了较大的折旧费用，因此单位成本较高。随着产能利用率提升带来规模效应，高附加值泵阀产品收入占比提升，综合毛利率呈现逐步回升趋势。我们认为未来中大挖泵阀进入放量阶段，扩大规模效应的同时，进一步优化公司产品结构，公司综合毛利率仍有提升空间。

图表 22 毛、净利率由低位逐步提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 公司不同产品毛利率

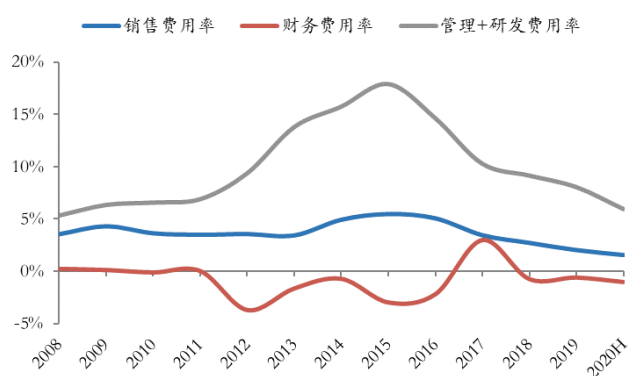


资料来源: wind, 华安证券研究所

**费用控制效果显著，净利率回升。**2015-2019年，公司销售净利率由5.57%提升至23.98%，增长18.41pct；期间费用率则由20.36%降低至9.52%，减少了10.84pct，费用控制效果明显。其中公司管理费用率(含研发)下降幅度最大，减少了9.85pct，公司研发费用率在4%以上，基本保持平稳；销售费用率由5.43%下降至2.06%，减少3.38pct；财务费用率由-2.96%变为-0.57%。公司在收入规模大幅提升的同时，管理效率提升明显。

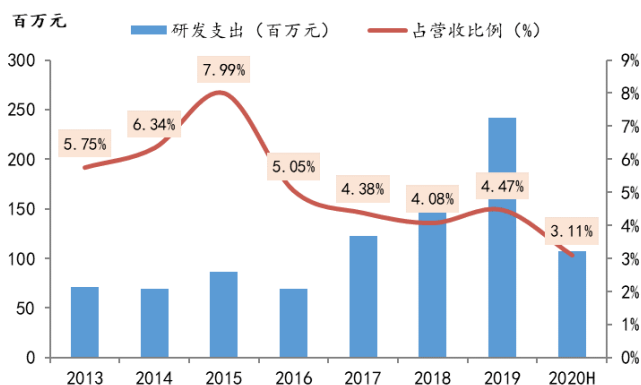
2020上半年，公司销售净利率为28.6%，同比+4.54pct，盈利能力提升得益于良好的费用控制，公司期间费用率为6.54%，同比-2.12pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.14pct、-0.42pct、-1.08pct、-0.48pct，各项费用率均呈下降趋势。我们认为公司对产线进行智能化改造，降本增效效果明显，同时未来价值量高的泵阀产品占比将不断提升，净利率仍有上升空间。

图表 24 费用控制效果显著



资料来源: wind, 华安证券研究所

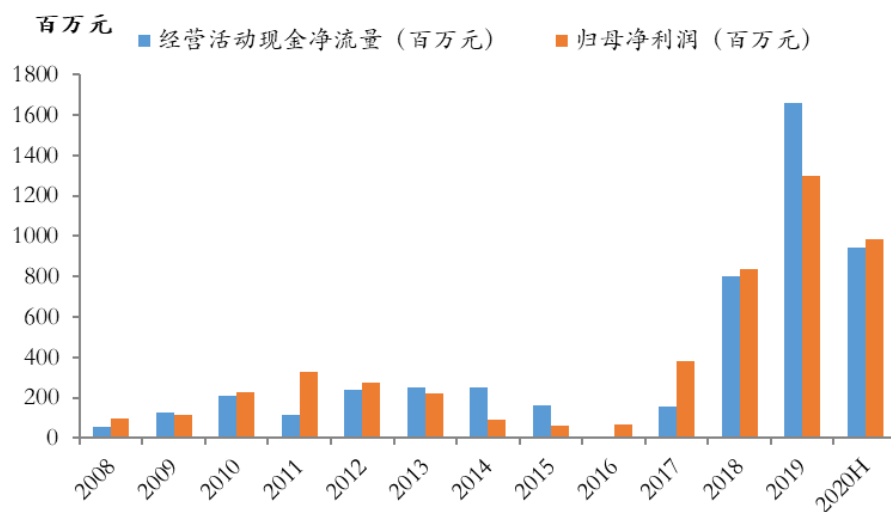
图表 25 研发费用占比相对稳定



资料来源: wind, 华安证券研究所

**经营质量优质，净现金流入大幅提升。**2016-2019 年公司经营性净现金流分别为 0.07、1.54、7.99、16.60 亿元，2020 上半年为 9.45 亿元，同比+18.83%。经营性净现金流大幅增长的背后是公司 2016 年为应对下游市场回暖，开始持续改造产线扩大产能，并增加对原材料购买的支出，2019 年经营性净现金流终于大幅反超归母净利润，2020 上半年净现金流与归母净利润基本持平。而且从应收账款角度看，应收账款规模扩大的同时，一年以内账龄占比持续提升，说明公司回款状况良好，经营质量优质。

图表 26 归母净利润与经营性现金流呈同步趋势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 公司一年以内应收账款比重逐步提升，账龄结构健康

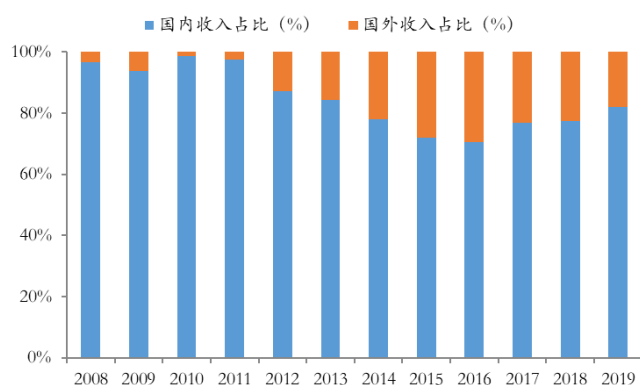
报告期	账龄在一年以内的应收金额(百万元)	占总应收款比例(%)
2019 年报	707.06	98.16%
2018 年报	556.79	95.58%
2017 年报	450.63	96.70%
2016 年报	353.71	94.04%
2015 年报	227.44	90.68%
2014 年报	190.69	89.42%
2013 年报	236.01	91.51%
2012 年报	205.95	83.02%
2011 年报	139.56	99.36%

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.4 国外收入规模扩大，多市场布局成果显著

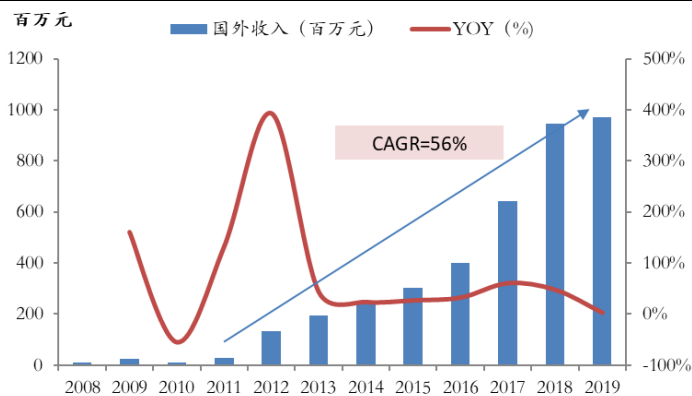
国外收入规模由 2011 年 0.27 亿元增长至 2019 年 9.72 亿元，CAGR 达 56%。这期间国外收入逐步成为公司业绩重要组成部分，占总营收比重由 2.41% 提升至 17.96%。2011-2016 年国内行业下行期间，公司国外收入维持较高增速，对总营收贡献比例持续增长，2016 年最高达到 29.17%，对冲国内收入增速下滑阶段；2016 年以后，国内下游需求复苏，收入增速反超国外市场，国外收入占比有所下降。2020 年海外疫情爆发成为影响公司出口的不利因素，预计 2020 年国外收入仍将维持低增速，但公司出于长期经营角度进行的海外布局在战略仍将发挥扩大收入规模、对冲单一市场风险的作用，短期不利因素影响较小。

图表 28 2011 年以来国外收入占比显著提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 2011-2019 年国外收入 CAGR 达 56%



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 3 投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 67.24、79.85、91.67 亿元，归母净利润分别为 18.44、23.09、27.27 亿元，同比增速为 42.3%、25.2%、18.1%。对应 PE 分别为 45、36、30 倍。泵阀业务有望持续放量增长，加速液压核心部件国产替代。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 30 恒立液压分业务收入拆分

报告期	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4210.98	5414.03	6723.60	7984.54	9167.34
同比增长	50.65%	28.57%	24.19%	18.75%	14.81%
营业成本	2670.71	3369.40	4097.53	4834.72	5501.18
营业毛利	1540.26	2044.63	2626.08	3149.82	3666.16
毛利率	36.58%	37.77%	39.06%	39.45%	39.99%
<b>主营业务分项目</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
<b>重型装备用非标准油缸</b>	<b>27.16%</b>	<b>24.99%</b>	<b>24.30%</b>	<b>24.39%</b>	<b>25.74%</b>
收入	1143.80	1352.94	1633.75	1947.10	2359.89
同比增长	9.73%	18.28%	20.76%	19.18%	21.20%
成本	742.68	878.02	1037.43	1216.94	1463.13
毛利	401.13	474.92	596.32	730.16	896.76
毛利率(%)	35.07%	35.10%	36.50%	37.50%	38.00%
<b>挖掘机专用油缸</b>	<b>43.01%</b>	<b>40.41%</b>	<b>38.60%</b>	<b>36.65%</b>	<b>30.78%</b>
收入	1811.01	2187.56	2595.21	2926.39	2821.36
同比增长	56.95%	20.79%	18.64%	12.76%	-3.59%
成本	1062.24	1266.47	1531.18	1741.20	1678.71
毛利	748.77	921.09	1064.04	1185.19	1142.65
毛利率(%)	41.35%	42.11%	41.00%	40.50%	40.50%
<b>油缸配件</b>	<b>12.76%</b>	<b>9.25%</b>	<b>8.57%</b>	<b>8.30%</b>	<b>8.31%</b>
收入	537.46	500.98	576.13	662.55	761.93
同比增长	226.36%	-6.79%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	345.35	361.05	403.29	457.16	518.11
毛利	192.11	139.93	172.84	205.39	243.82
毛利率(%)	35.74%	27.93%	30.00%	31.00%	32.00%
<b>元件与液压成套装置【2012</b>	<b>4.77%</b>	<b>3.49%</b>	<b>3.09%</b>	<b>2.86%</b>	<b>3.74%</b>
收入	200.83	188.90	207.79	228.57	342.85
同比增长	17.21%	-5.94%	10.00%	10.00%	50.00%
成本	158.52	133.93	141.30	153.14	226.28
毛利	42.30	54.97	66.49	75.43	116.57
毛利率(%)	21.07%	29.10%	32.00%	33.00%	34.00%
<b>液压泵阀</b>	<b>11.37%</b>	<b>21.45%</b>	<b>25.05%</b>	<b>27.42%</b>	<b>31.04%</b>
收入	478.69	1161.39	1684.02	2189.22	2845.99
同比增长	92.46%	142.62%	45.00%	30.00%	30.00%
成本	336.70	722.42	968.31	1247.86	1593.75
毛利	142.00	438.97	715.71	941.36	1252.23
毛利率(%)	29.66%	37.80%	42.50%	43.00%	44.00%
<b>其他业务</b>	<b>0.93%</b>	<b>0.41%</b>	<b>0.40%</b>	<b>0.38%</b>	<b>0.39%</b>
收入	39.19	22.26	26.71	30.72	35.33
同比增长	175.29%	-43.19%	20.00%	15.00%	15.00%
成本	25.22	7.51	16.03	18.43	21.20
毛利	13.96	14.75	10.68	12.29	14.13
毛利率(%)	35.63%	66.26%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 盈利预测与估值简表

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5414.02	6723.60	7984.54	9167.34
收入同比(%)	28.6%	24.2%	18.8%	14.8%
归属母公司净利润	1296.20	1843.89	2309.38	2727.35
净利润同比(%)	54.9%	42.3%	25.2%	18.1%
毛利率(%)	37.8%	39.1%	39.4%	40.0%
ROE(%)	23.2%	24.8%	23.7%	21.9%
每股收益(元)	0.99	1.41	1.77	2.09
P/E	50.10	44.60	35.61	30.15
P/B	11.63	11.07	8.45	6.60
EV/EBITDA	24.95	33.31	27.55	23.28

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 4 风险提示

疫情控制不及预期; 逆周期调节力度偏弱; 基建、地产投资增速大幅下滑; 海外市场拓展不及预期.

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5492	7066	9246	11790	<b>营业收入</b>	5414	6724	7985	9167
现金	2343	2485	4029	5964	营业成本	3369	4098	4835	5501
应收账款	677	737	875	1005	营业税金及附加	52	61	56	60
其他应收款	7	18	22	25	销售费用	111	121	120	128
预付账款	98	123	145	165	管理费用	193	188	200	229
存货	997	1235	1431	1628	财务费用	-31	-9	-21	-47
其他流动资产	1369	2468	2745	3004	资产减值损失	-33	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2935	3529	3942	4385	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	30	28	32
固定资产	2364	2837	3150	3489	<b>营业利润</b>	1487	2120	2657	3137
无形资产	273	317	339	363	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	298	374	453	533	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	8427	10595	13188	16175	<b>利润总额</b>	1493	2120	2657	3137
<b>流动负债</b>	2170	2493	2776	3033	所得税	195	276	345	408
短期借款	551	551	551	551	<b>净利润</b>	1298	1845	2311	2730
应付账款	496	561	662	754	少数股东损益	2	1	2	2
其他流动负债	1123	1381	1562	1728	<b>归属母公司净利润</b>	1296	1844	2309	2727
<b>非流动负债</b>	643	643	643	643	EBITDA	1710	2429	2880	3325
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.99	1.41	1.77	2.09
其他非流动负债	443	443	443	443					
<b>负债合计</b>	2813	3136	3418	3675					
少数股东权益	30	31	33	35	<b>主要财务比率</b>				
股本	882	1305	1305	1305	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资本公积	1834	1411	1411	1411	<b>成长能力</b>				
留存收益	2868	4712	7021	9748	营业收入	28.6%	24.2%	18.8%	14.8%
归属母公司股东权	5584	7428	9737	12464	营业利润	54.7%	42.6%	25.3%	18.1%
<b>负债和股东权益</b>	8427	10595	13188	16175	归属于母公司净	54.9%	42.3%	25.2%	18.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	37.8%	39.1%	39.4%	39.88%
					净利率(%)	29.05%	23.9%	27.4%	28.9%
					ROE(%)	23.2%	24.8%	23.7%	21.9%
					ROIC(%)	18.6%	20.5%	20.2%	19.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	33.4%	29.6%	25.9%	22.7%
					净负债比率(%)	50.1%	42.0%	35.0%	29.4%
					流动比率	2.53	2.83	3.33	3.89
					速动比率	2.03	2.29	2.76	3.30
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.64	0.63	0.61	0.57
					应收账款周转率	7.99	9.13	9.13	9.13
					应付账款周转率	6.80	7.30	7.30	7.30
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊	0.99	1.41	1.77	2.09
					每股经营现金流	1.27	0.87	1.76	2.09
					每股净资产(最新	4.28	5.69	7.46	9.55
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.10	44.60	35.61	30.15
					P/B	11.63	11.07	8.45	6.60
					EV/EBITDA	24.95	33.31	27.55	23.28

资料来源:公司公告(按8月24日收盘价计算),华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿,分析结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道,华安证券研究所力求准确、可靠,但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送,未经华安证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容,务必联络华安证券研究所并获得许可,并需注明出处为华安证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内,证券(或行业指数)相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准,定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。