

# 恒立液压 (601100 CH)

## 市场份额提升趋势确定性高；上调盈利预测及目标价

我们认为，在以下几个因素推动下，恒立液压20-22年盈利存在上升空间：（1）短期：12月恒立的排产计划意味着液压缸产量将环比增长20%，增长较预期强劲；（2）中期：在国内品牌挖掘机主机厂（恒立的客户）市场份额不断上升的背景下，恒立市场份额将稳步上升；（3）长期：泵阀以及其他产品的进口替代趋势明显。在上调销量和毛利率假设后，我们将20-22年盈利预测上调8-10%（较市场预期高9-10%）。我们一如既往偏好恒立在高端液压件行业的稳固地位，及实现进口替代的明确路线图。我们把目标价由87元上调至114.4元人民币，基于55倍2021年预测市盈率（较42倍的历史平均水平溢价30%）。

- **2021年挖掘机需求强劲。**根据中国工程机械工业协会数据，主要挖掘机制造商在2020年前11个月销量为29.6万辆，同比增长37%。我们预计全年销量增长将达40%。在基建投资增长和挖掘机人工替代的趋势推动下，我们预计2021年挖掘机需求增速将较我们现时预测的3%增长为高。
- **恒立的增长是由结构性因素驱动的。**我们预计2021年挖掘机需求的个位数增长将足够为恒立提供20%的收入增长，鉴于中国挖掘机制造商——其中大部分是恒立客户如三一重工（600031 CH，买入）——市场份额扩张，这将有助于提升恒立的市场份额。我们预测恒立液压油缸市场份额将由2020年的52%上升至2022年的61%。此外，我们预计大型挖掘机的泵阀以及各种行业的非标准化液压组件亦将驱动恒立增长。
- **最新生产计划显示2021年第一季度需求强劲。**根据恒立12月的排产计划，液压缸（挖掘机用）预定产量将达到7.9万台，环比增长20%。我们预计这将转化为2021年1月全行业挖掘机需求约4万台，将大幅高于今年1月行业销量的9,900台。另一方面，我们预计恒立液压泵阀12月环比增长强劲。
- **主要风险：**（1）建筑活动放缓；（2）海外扩张风险；（3）原材料成本增加。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	4,211	5,414	7,242	8,745	9,886
同比增长(%)	50.6	28.6	33.8	20.7	13.0
净收入(百万元人民币)	837	1,296	2,186	2,750	3,204
每股盈利(元人民币)	0.64	0.99	1.67	2.11	2.45
每股盈利变动(%)	119.1	54.9	68.6	25.8	16.5
市场预期每股盈利(元人民币)	NA	NA	1.53	1.91	2.25
EV/EBITDA(倍)	114.0	76.3	48.2	39.4	34.8
市盈率(倍)	153.6	99.1	58.8	46.7	40.1
市帐率(倍)	28.3	23.0	17.7	14.1	11.5
股息率(%)	0.2	0.4	0.7	0.9	1.0
权益收益率(%)	19.9	25.6	34.1	33.6	31.5
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

### 买入 (上调)

目标价	人民币 114.4
(此前目标价)	人民币 87.0)
潜在升幅	+16%
当前股价	人民币 98.40

### 中国装备制造

**冯键嵘, CFA**  
 (852) 3900 0826  
 waynefung@cmbi.com.hk

### 公司数据

市值(百万港元)	128,487
3月平均流通量(百万港元)	467
52周内股价高/低(港元)	100.5/29.24
总股本(百万)	1,305

资料来源：彭博

### 股东结构

汪氏家族	71.0%
香港中央结算	10.0%
其他	19.0%

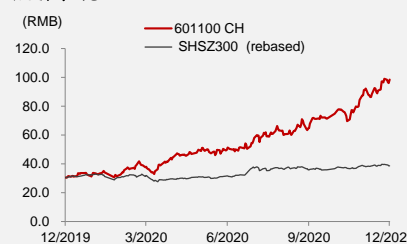
资料来源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.6%	10.5%
3-月	48.1%	37.4%
6-月	93.2%	58.2%

资料来源：彭博

### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：RSM

**利润表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>总收益</b>	<b>4,211</b>	<b>5,414</b>	<b>7,242</b>	<b>8,745</b>	<b>9,886</b>
销售成本	-2,671	-3,369	-4,201	-5,037	-5,702
<b>毛利</b>	<b>1,540</b>	<b>2,045</b>	<b>3,041</b>	<b>3,708</b>	<b>4,184</b>
其他收入	-43	-52	-72	-87	-99
分销与销售开支	-115	-111	-145	-166	-188
行政开支	-385	-435	-492	-560	-603
研发费用	-119	-52	0	0	0
<b>息税前收益</b>	<b>879</b>	<b>1,395</b>	<b>2,332</b>	<b>2,895</b>	<b>3,294</b>
净财务收入/(费用)	30	31	158	243	364
利息收入	168	187	210	287	404
融资成本	-138	-156	-52	-44	-41
其他收益/(亏损)	54	67	87	105	119
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>963</b>	<b>1,493</b>	<b>2,577</b>	<b>3,242</b>	<b>3,776</b>
所得税开支	-126	-195	-387	-486	-566
<b>税后溢利</b>	<b>837</b>	<b>1,298</b>	<b>2,190</b>	<b>2,756</b>	<b>3,210</b>
非控股权益	-0	-2	-4	-6	-6
<b>净利润</b>	<b>837</b>	<b>1,296</b>	<b>2,186</b>	<b>2,750</b>	<b>3,204</b>
折旧及摊销	232	264	293	317	341
<b>EBITDA</b>	<b>1,110</b>	<b>1,659</b>	<b>2,624</b>	<b>3,211</b>	<b>3,635</b>

**现金流量表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>除税前溢利</b>	<b>963</b>	<b>1,493</b>	<b>2,577</b>	<b>3,242</b>	<b>3,776</b>
融资成本	-32	-33	52	44	41
联营及合资公司溢利	0	0	0	0	0
出售物业、厂房及设备亏损	3	1	0	0	0
折旧及摊销	232	264	293	317	341
已付所得税	-337	-375	-387	-486	-566
营运资金变动	-345	66	-725	-281	-482
其他	332	253	0	0	0
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>799</b>	<b>1,660</b>	<b>1,809</b>	<b>2,836</b>	<b>3,110</b>
购买物业、厂房及设备净投资	-361	-434	-500	-400	-400
投资/(出售)联营及合资公司	0	0	0	0	0
投资/(出售)控股公司	-117	0	0	0	0
购入无形资产	-19	-4	-10	-10	0
联营及合资公司股息分派	0	0	0	0	0
其他	216	-14	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-281</b>	<b>-452</b>	<b>-510</b>	<b>-410</b>	<b>-400</b>
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	-8	-100	-150	-150	0
已付股息	-139	-265	-529	-874	-1,100
已付利息	-3	-107	-52	-44	-41
其他	-1	18	0	0	0
<b>融资活动所得(所用)现金净额</b>	<b>-152</b>	<b>-454</b>	<b>-731</b>	<b>-1,069</b>	<b>-1,141</b>
现金及等同现金(减少)增加净	366	754	568	1,357	1,569
年初之现金及等同现金项目	1,146	1,571	2,343	2,912	4,269
汇兑及其他	59	18	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	1,571	2,343	2,912	4,269	5,838

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流动资产</b>	<b>2,828</b>	<b>2,935</b>	<b>3,153</b>	<b>3,246</b>	<b>3,305</b>
物业、厂房及设备	2,233	2,364	2,583	2,678	2,748
联营及合资公司	0	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0
无形资产	279	273	272	270	258
可供出售投资	10	0	0	0	0
其他	257	257	257	257	257
递延税项资产	49	41	41	41	41
<b>流动资产</b>	<b>4,443</b>	<b>5,492</b>	<b>7,090</b>	<b>8,800</b>	<b>11,078</b>
存货	1,050	997	1,535	1,501	1,936
应收账款及其他应收款项	1,328	1,639	2,131	2,517	2,792
预付款	135	98	98	98	98
其他	358	414	414	414	414
已抵押银行存款	0	0	0	0	0
银行结余及现金	1,571	2,343	2,912	4,269	5,838
<b>流动负债</b>	<b>1,981</b>	<b>2,170</b>	<b>2,375</b>	<b>2,346</b>	<b>2,574</b>
应付账及其他应付款项	691	791	1,096	1,167	1,395
借贷	905	937	837	737	737
税项负债	24	62	62	62	62
客户预付款	154	192	192	192	192
其他	208	188	188	188	188
<b>非流动负债</b>	<b>715</b>	<b>643</b>	<b>593</b>	<b>543</b>	<b>543</b>
借贷	353	200	150	100	100
递延税项负债	47	70	70	70	70
递延收入	165	223	223	223	223
其他	150	150	150	150	150
<b>资本及储备</b>	<b>4,575</b>	<b>5,614</b>	<b>7,275</b>	<b>9,157</b>	<b>11,267</b>
股东权益	4,547	5,584	7,241	9,117	11,220
非控股权益	28	30	35	40	47

**主要比率**

年结: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>销售组合 (%)</b>					
挖掘机油缸	43%	40%	40%	38%	35%
重型装备用非标准油缸	27%	25%	23%	21%	21%
液压泵阀	11%	21%	25%	29%	32%
组件与液压成套装置	5%	3%	3%	3%	3%
配件	13%	9%	9%	9%	9%
其他	1%	0%	0%	0%	0%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	36.6	37.8	42.0	42.4	42.3
息税前利润率	20.9	25.8	32.2	33.1	33.3
净利润率	19.9	24.0	30.2	31.5	32.5
<b>增长率 (%)</b>					
收入	50.6	28.6	33.8	20.7	13.0
毛利	67.9	32.7	48.8	21.9	12.8
息税前利润	90.9	58.7	67.2	24.1	13.8
净利润	119.1	54.9	68.6	25.8	16.5
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	2.2	2.5	3.0	3.8	4.3
平均应收账款周转天数	100	100	95	97	98
平均存货周转天数	128	111	110	110	110
平均应付帐款周转天数	82	80	82	82	82
净负债/总权益比率 (%)	Net	Net	Net	Net	Net
<b>回报率 (%)</b>					
资产回报率	12.5	16.5	23.4	24.7	24.2
资本回报率	19.9	25.6	34.1	33.6	31.5
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.64	0.99	1.67	2.11	2.45
每股账面值(人民币)	3.48	4.28	5.55	6.98	8.60
每股股息(人民币)	0.20	0.41	0.67	0.84	0.98

来源: 公司资料, 招银国际预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。