

2021年01月21日

业绩预增 58%-77%略超预期,疫情影响下国产化进程加速

买入 (维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,414	7,702	9,473	10,971
同比 (%)	28.6%	42.3%	23.0%	15.8%
归母净利润 (百万元)	1,296	2,209	2,739	3,215
同比 (%)	54.9%	70.4%	24.0%	17.4%
每股收益 (元/股)	1.47	1.69	2.10	2.46
P/E (倍)	80.12	69.58	56.12	47.82

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

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

事件: 公司发布 2020 年业绩预告: 预计 2020 年实现归母净利润 20-23 亿元, 同比增长 57.91%-77.44%, 略超市场预期; 扣非后净利润 21-24 亿元, 同比增长 73.19%-94.08%。2020 年预计非经常性损益对净利润的影响约为 -5238 万元, 同比-162.25%, 主要系人民币升值, 公司汇兑损益增加所致。

投资要点

■ 2020 年公司归母净利润预增 58%-77%, 疫情影响下业绩略超预期

公司 2020 年度归母净利润预增 58%-77%, 略超市场预期, 主要系: (1) 受基建地产持续复苏影响, 2020 年我国挖机销量达 32.8 万台, 同比+39%, 拉动公司挖机油缸收入同比增长; (2) 受海外疫情影响主机厂普遍面临泵阀缺货窘境, 加速了恒立泵阀产品的国产化进程, 我们预计 2020 年公司泵阀产品市占率提升 10pct 左右; (3) 随产品结构优化、规模效应凸显, 公司综合毛利率进一步提升, 增厚了公司业绩。

■ 油缸: 挖机销量平稳过度+非标下游扩产意愿强烈, 稳定性较强

(1) **挖机油缸:** 挖机行业更新需求延续、人工替代、出口需求拉动的增长逻辑仍未改变, 我们预计 2021 年挖机销量在高基数的基础上仍将保持 10% 左右增长, 为挖机油缸业务提供稳定需求。此外, 随着下游主机厂商集中度提高, 公司挖机油缸市占率有望进一步小幅提升。

(2) **非标油缸:** 2021 年, 我们认为受海外 AWP 需求回暖, 国内兴邦、鼎力和中联等 AWP 厂持续扩产, 海工海事新客户开拓顺利, 新能源景气度延续影响, 公司非标油缸业务有望实现 20% 以上增长。

■ 挖机泵阀: 初步完成主机厂验证, 渗透率有望进一步提升

恒立是国内首个实现泵阀国产化的公司, 2018-2020 年中大挖泵阀已初步完成各主机厂验证, 国产化趋势确定性较强, 疫情更是加速了公司当前泵阀国产化进程。目前, 中大挖泵阀渗透率远低于小挖泵阀, 主要系验证周期长及产能受限。随中大挖泵阀产能持续扩张, 公司中大挖泵阀渗透率有望达到和小挖相近的水平 (50% 左右), 进一步增厚公司业绩。

■ 非标、工业泵阀: 持续发力, 转型全球液压件龙头提升估值

非标泵阀方面, 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, 公司已完成 0 到 1 突破, 即将实现 1 到 N 突破, 我们预计该业务未来 2 年内会加速放量。此外, 参照力士乐等国际龙头发展路径, 切入工业泵阀、通用泵阀将助力公司由中国龙头转型成全球龙头, 进一步提高估值。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年的净利润为 22.1/27.4/32.2 亿元, 对应 PE 分别为 70/56/48X, 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)	117.75
一年最低/最高价	29.02/137.66
市净率(倍)	23.55
流通 A 股市值(百万元)	153706.14

基础数据

每股净资产(元)	5.00
资产负债率(%)	32.64
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): Q3 业绩增长强劲, 后续增长动力持续》2020-10-26
- 2、《恒立液压 (601100): 2020H1 业绩超预期, 后续增长动力持续》2020-08-24
- 3、《恒立液压 (601100): 2019 年业绩略超预期, 2020 年持续增长可期》2020-04-30

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	5491.8	7177.9	9701.7	12525.1	营业收入	5414.0	7702.3	9472.8	10971.1
现金	2343.4	3474.6	5136.6	7233.0	营业成本	3369.4	4337.0	5369.4	6235.3
应收账款	1058.6	1506.0	1852.2	2145.1	营业税金及附加	51.9	73.9	94.7	109.7
存货	997.2	1283.6	1589.1	1845.4	营业费用	111.3	138.6	170.5	197.5
其他流动资产	1092.6	913.8	1123.8	1301.6	管理费用	384.9	509.7	624.8	722.2
非流动资产	2935.1	3219.7	3047.9	2856.4	财务费用	-31.1	46.1	4.2	-52.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	8.6	4.5	4.5	4.5
固定资产	2364.4	2691.1	2658.3	2514.7	其他	-49.7	-55.9	-55.9	-55.9
在建工程	218.5	185.5	55.7	16.7	营业利润	1486.5	2545.5	3157.8	3707.1
无形资产	272.8	263.7	254.6	245.5	营业外净收支	6.3	6.3	6.3	6.3
其他非流动资产	79.4	79.4	79.4	79.4	利润总额	1492.8	2551.8	3164.1	3713.5
资产总计	8426.9	10397.6	12749.6	15381.4	所得税费用	194.7	331.7	411.3	482.7
流动负债	2169.9	2553.7	2937.9	3260.3	少数股东损益	2.0	11.1	13.8	16.2
短期借款	937.1	937.1	937.1	937.1	归属母公司净利润	1296.2	2209.0	2739.0	3214.6
应付账款	791.3	1018.6	1261.0	1464.4	EBIT	1688.2	2652.1	3222.5	3715.5
其他流动负债	441.6	598.1	739.8	858.9	EBITDA	1950.1	2924.3	3528.8	4040.0
非流动负债	642.8	642.8	642.8	642.8					
长期借款	199.5	199.5	199.5	199.5	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	443.3	443.3	443.3	443.3	每股收益(元)	1.47	1.69	2.10	2.46
负债合计	2812.7	3196.5	3580.7	3903.1	每股净资产(元)	6.33	5.48	6.98	8.74
少数股东权益	30.4	41.5	55.3	71.4	发行在外股份(百万股)	882	1305	1305	1305
归属母公司股东权益	5583.8	7159.6	9113.7	11406.9	ROIC(%)	24.0%	33.9%	38.1%	42.4%
负债和股东权益	8426.9	10397.6	12749.6	15381.4	ROE(%)	23.2%	30.9%	30.1%	28.2%
					毛利率(%)	37.8%	43.7%	43.3%	43.2%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT Margin(%)	31.2%	34.4%	34.0%	33.9%
经营活动现金流	1660.3	1912.4	2581.5	3150.6	销售净利率(%)	23.9%	28.7%	28.9%	29.3%
投资活动现金流	-452.5	-148.1	-134.6	-132.9	资产负债率(%)	33.4%	30.7%	28.1%	25.4%
筹资活动现金流	-453.8	-633.1	-785.0	-921.3	收入增长率(%)	28.6%	42.3%	23.0%	15.8%
现金净增加额	789.8	1131.2	1662.0	2096.4	净利润增长率(%)	54.9%	70.4%	24.0%	17.4%
折旧和摊销	261.8	272.3	306.3	324.5	P/E	80.1	69.6	56.1	47.8
资本开支	-424.4	-520.1	-134.6	-132.9	P/B	18.6	21.5	16.9	13.5
营运资本变动	360.3	-579.9	-477.6	-404.6	EV/EBITDA	54.7	36.6	30.4	26.7
企业自由现金流	1869.8	1479.6	2497.8	3019.4					

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>