

分析师: 刘智
登记编码: S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 02150586775

持续高增长, 受益进口替代的国产液压元件龙头

——恒立液压(601100)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

市场数据(2021-01-21)

发布日期: 2021年01月22日

收盘价(元)	117.75
一年内最高/最低(元)	137.66/43.28
沪深300指数	5564.97
市净率(倍)	27.53
流通市值(亿元)	1,537.06

基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	5.00
每股经营现金流(元)	1.02
毛利率(%)	42.25
净资产收益率-摊薄(%)	22.53
资产负债率(%)	32.64
总股本/流通股(万股)	130536/130536
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现

资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

恒立液压发布业绩预告。预计2020年度实现归属于上市公司股东的净利润为204,682万元至229,992万元,与上年同期相比,将增加75,062万元至100,372万元,同比增长57.91%至77.44%。

点评:

● 年报持续高增长, 受益挖掘机强势增长主营产品增长强劲

2020年报业绩预告预计实现归母净利润20.47-23亿之间,同比增长57.91-77.44%,小超市场预期。Q4单季度实现净利润5.75亿-8.28亿之间, Q4单季度归母净利润增长45.57%-118.47%之间,中位数增速为85.09%。报告期内,2020年我国挖掘机销量为327,605台,同比增长39%,受益于下游行业市场需求强劲增长,公司主要产品挖掘机专用油缸、挖掘机用主控泵阀等凭借产品的核心竞争力和市场影响力,市场占有率稳步提升,各产品销量和销售额均大幅增长。

● 受益挖机销量高速增长, 挖机油缸增速较快, 非标油缸仍在不断渗透

2020年挖掘机累计销量32.76万台,同比增长39%。挖掘机销量高速增长带动了公司挖机油缸的高速增长。2021年预计挖掘机销量在高基数的基础上仍能保持10%左右增长,保证了公司挖机油缸主业的稳健增长。非标油缸主要需求下游是起重油缸、海工海事油缸、盾构机、新能源等业务,受益国产替代,公司非标油缸仍在不断加速向其他行业渗透,渗透空间较大。公司非标油缸业务占比越来越高,平滑了挖掘机的周期波动。

● 泵阀业务高速发展渗透加速, 有望接力油缸的成长路线

泵阀业务高速增长,2020H1销售收入11.91亿元,同比增长85.81%。其中,挖机主控泵阀市场份额大幅提升,6-50T级回转马达已为主机厂规模化配套;在非挖机领域,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,工业泵阀系统也已在汽车吊、旋挖钻领域全面量产。公司泵阀业务正在效仿油缸业务的成长路径,在挖掘机中不断从小挖到中挖渗透,扩大市占率,从挖掘机业务到向其他行业渗透。近年来泵阀的高速增长也是带动公司业绩增长的主要贡献力量之一。目前公司泵阀产品在中大挖中渗透率仍较低,我们预计公司的泵阀仍在渗透扩张期,有望在未来几年接力油缸业务增长,带动公司业绩更上一层楼。

● 首次覆盖, 给予公司“买入”投资评级

我们预测公司2020、2021、2022年归母净利润21.29亿、26.83亿、31.07亿元,2020、2021、2022年EPS分别为1.63、2.06、2.38元,按照前收盘价117.75元/股计算,对应PE分别为72.19X、57.29X、49.47X。考虑

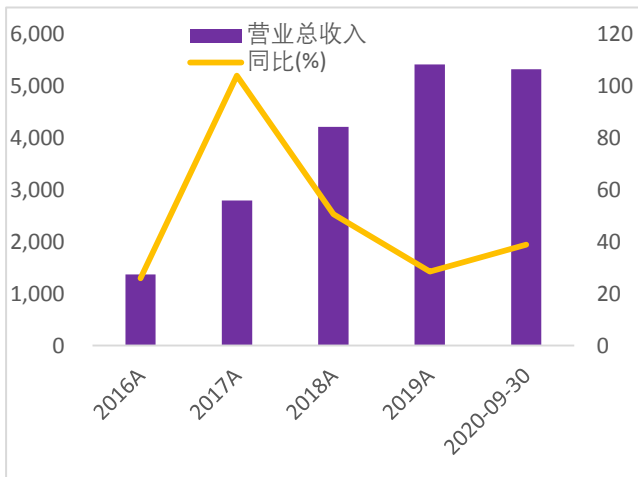
到：1) 工程机械仍处于景气周期，挖掘机、起重机等主机国产油缸、泵阀产品仍具有较大的渗透空间，公司仍以成长性为主；2) 国产核心零部件自主可控是未来大势所趋，公司是我国液压元件龙头企业，有望在国产液压元件自主可控中长期受益，不断向其他行业渗透。首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。

风险提示：挖掘机销量不及预期；泵阀业务拓展不及预期；其他行业液压元件拓展不及预期。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5414.02	7840.64	9517.09	10949.40
增长率	28.57%	44.82%	21.38%	15.05%
归属母公司净利润 （百万元）	1296.20	2129.04	2682.82	3107.19
增长率	54.93%	64.25%	26.01%	15.82%
每股收益 EPS（元）	0.99	1.63	2.06	2.38
净资产收益率 ROE	23.12%	28.48%	27.57%	25.26%
PE	118.58	72.19	57.29	49.47
PB	27.53	20.65	15.84	12.53

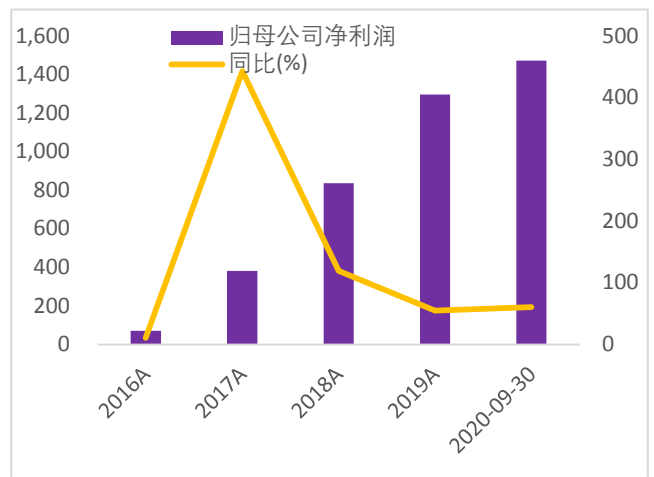
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司近年营业收入增长 (百万元)



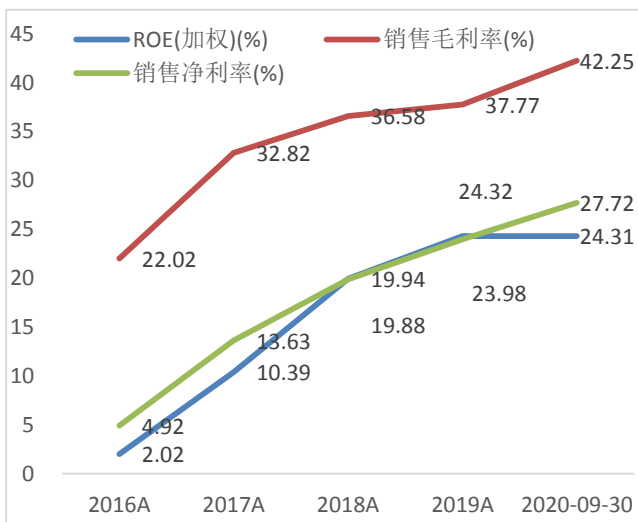
资料来源: wind, 中原证券

图 2: 公司近年归母净利润增长 (百万元)



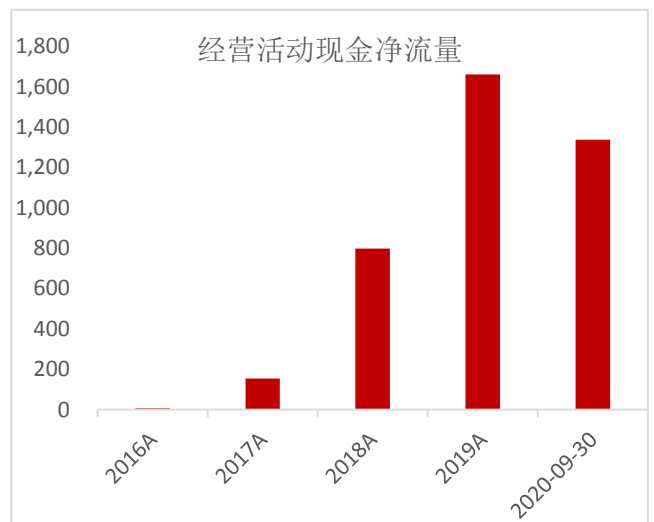
资料来源: wind, 中原证券

图 3: 近年公司 ROE、销售毛利率、净利率 (%)



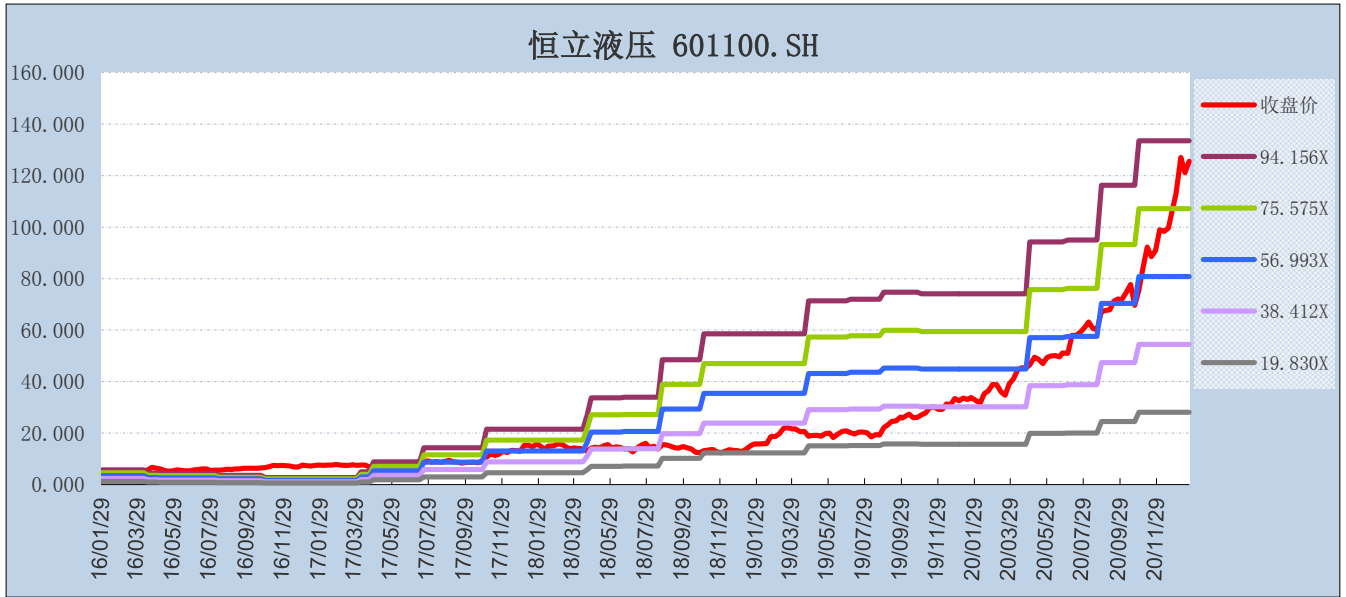
资料来源: wind, 中原证券

图 4: 近年公司经营活动现金净流量 (百万元)



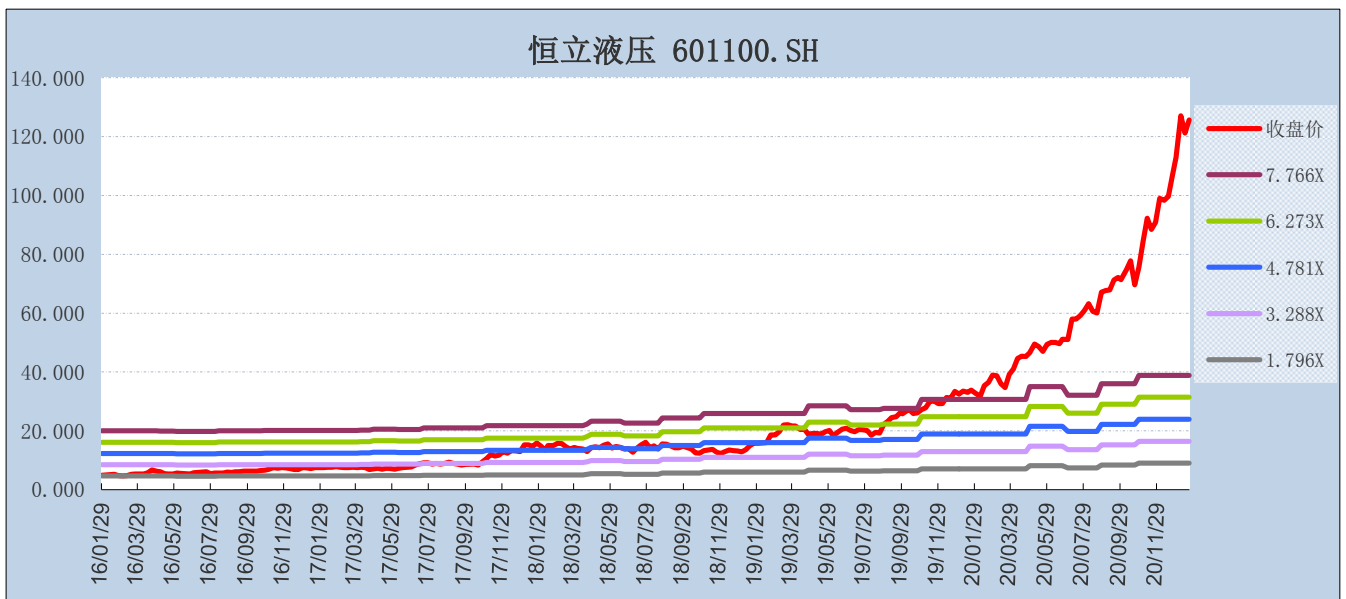
资料来源: wind, 中原证券

图 5: 恒立液压 PE-Band



资料来源: wind, 中原证券

图 6: 恒立液压 PB-Band



资料来源: wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总 (单位: 百万元)

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5491.80	7347.29	10160.28	13223.46	经营活动现金流	1660.26	2823.41	2820.91	3317.80
现金	2343.39	4025.72	6518.47	9423.20	净利润	1298.15	2129.04	2682.82	3107.19
应收账款	1051.77	1724.94	1903.42	1970.89	折旧摊销	263.94	208.85	208.85	208.85
其它应收款	6.79	13.20	15.38	17.28	财务费用	-31.08	-54.88	-85.65	-109.49
预付账款	98.10	176.68	200.02	235.88	营运资金变动	245.49	560.44	22.90	125.57
存货	997.22	983.20	1088.42	1132.22	投资活动现金流	-452.47	10.00	12.00	14.00
非流动资产	2935.08	2726.23	2517.38	2308.53	资本支出	-240.71	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	108.46	0.00	0.00	0.00
固定资产	2364.40	2189.20	2014.00	1838.80	筹资活动现金流	-453.82	-1151.07	-340.15	-427.07
无形资产	272.81	240.04	207.28	174.51	短期借款	-299.35	-551.35	0.00	0.00
其他	297.87	296.99	296.10	295.22	长期借款	-153.95	0.00	0.00	0.00
资产总计	8426.88	10073.52	12677.66	15531.99	现金净增加额	789.79	1682.34	2492.75	2904.73
流动负债	2169.94	1956.42	2303.56	2587.26	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
短期借款	551.35	0.00	0.00	0.00	成长能力				
应付账款	495.72	875.63	1002.52	1087.03	营业收入	28.57%	44.82%	21.38%	15.05%
其他	1122.87	1080.79	1301.04	1500.23	归母公司净利润	55.10%	64.01%	26.01%	15.82%
非流动负债	642.78	642.78	642.78	642.78	获利能力				
长期借款	199.51	199.51	199.51	199.51	毛利率	37.77%	37.96%	38.04%	37.95%
负债合计	2812.72	2599.21	2946.34	3230.04	净利率	23.98%	27.15%	28.19%	28.38%
少数股东权益	30.39	30.39	30.39	30.39	ROE	23.12%	28.48%	27.57%	25.26%
归母公司股东权益	5583.77	7443.92	9700.93	12271.56	ROIC	28.09%	48.85%	65.75%	78.48%
负债和股东权益	8426.88	10073.52	12677.66	15531.99	偿债能力				
利润表	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	33.38%	25.80%	23.24%	20.80%
营业收入	5414.02	7840.64	9517.09	10949.40	净负债比率	0.20	0.03	0.02	0.02
营业成本	3369.40	4864.63	5897.18	6793.97	流动比率	2.53	3.76	4.41	5.11
营业税金及附加	51.93	74.49	87.56	98.54	速动比率	2.07	3.25	3.94	4.67
营业费用	111.30	125.45	142.76	153.29	营运能力				
管理费用	193.16	407.71	428.27	481.77	总资产周转率	0.69	0.85	0.84	0.78
财务费用	-31.08	-54.88	-85.65	-109.49	应收账款周转率	8.87	6.53	5.25	5.65
资产减值损失	-33.23	-35.00	-45.00	-50.00	应付账款周转率	7.21	7.09	6.28	6.50
投资净收益	8.64	10.00	12.00	14.00	每股指标(元)				
营业利润	1486.51	2468.24	3103.99	3595.32	每股收益	0.99	1.63	2.06	2.38
营业外收入	7.19	8.00	9.00	10.00	每股经营现金	1.27	2.16	2.16	2.54
营业外支出	0.87	0.61	0.67	0.69	每股净资产	4.28	5.70	7.43	9.40
利润总额	1492.82	2475.63	3112.32	3604.63	估值比率				
所得税	194.67	346.59	429.50	497.44	P/E	118.58	72.19	57.29	49.47
净利润	1298.15	2129.04	2682.82	3107.19	P/B	27.53	20.65	15.84	12.53
归母公司净利润	1296.20	2129.04	2682.82	3107.19	EV/EBITDA	59.44	37.98	30.09	25.49

资料来源: wind, 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。