

2021年04月27日

20 年报&21 Q1 季报点评: 受益行业景气持续性拉长, 规模效应+泵阀放量推升盈利性 买入 (维持)

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

研究助理 罗悦

luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,855	9,909	11,197	12,397
同比 (%)	45.1%	26.2%	13.0%	10.7%
归母净利润 (百万元)	2,254	2,938	3,474	4,004
同比 (%)	73.9%	30.4%	18.2%	15.3%
每股收益 (元/股)	1.73	2.25	2.66	3.07
P/E (倍)	47.56	36.48	30.85	26.77

事件 1: 公司 2020 年实现总收入 78.55 亿元, 同比+45.09%; 归母净利润 22.54 亿元, 同比+73.88%, 靠业绩预告上限, 略超我们预期; 扣非后归母净利润为 21.91 亿元, 同比+80.78%; 拟每 10 股派现金红利 6 元 (含税), 按前一日收盘价对应股息率 0.73%。

事件 2: 公司 21Q1 实现收入 28.57 亿元, 同比+108.71%; 归母净利润 7.83 亿元, 同比+125.53%, 符合我们预期; 扣非后归母净利润为 7.68 亿元, 同比+151.10%

投资要点

■ 收入端: 受益行业景气持续性拉长, 21 年仍有望实现 15% 以上增长

下游行业高景气, 海外疫情推动国产化提速。2020 年公司液压油缸/铸件及配件/泵阀液压系统收入分别为 44.97/23.38/ 8.45/1.57 亿元, 同比增长 27.02%/85.22%/68.76%/82.86%。具体来看: (1) 挖机油缸: 市占率稳中有升, 我们预计 21 年增长 15%-20% 与行业增速持平; (2) 非标油缸: 公司产品下游广泛且海外客户较多, 包括盾构、海工、起重、新能源等, 我们预计随着海外需求复苏 21 年有望平稳增长; (3) 泵阀业务: 我们预计公司小挖市占率 50% 左右, 中大挖达到 15% 快速提升, 未来在有望达到 30% 以上, 保持高速增长。据公司公告, 2021 年收入目标同比+15% 以上。

低周期波动中的强阿尔法。3 月小松挖机开工小时同比+7.7%, 下游客户平均回收期 2-3 年, 项目开工需求旺盛。CME 预计 4 月挖机销量同比+10%, 1-4 月累计增速至 55%。我们上调 21 年挖机行业增速至 15%-20% (前值为 5%-15%), 未来几年行业周期波动预计 ±5-10% 显著弱化。公司 21 Q1 油缸排产创历史新高, 泵阀保持翻倍以上增长, 公司产线超负荷运转。根据公司公告, 2021 年重大资本支出拟安排 4 亿元, 用于液压油缸技改、液压泵阀扩产项目, 产能及份额有望持续扩张。

■ 盈利端: 规模效应+泵阀放量推升盈利性

2020 年公司主营业务毛利率 44.03%, 同比+6.39pct; 归母净利润率 28.69%, 同比+4.75pct; 挖机油缸/液压泵阀毛利率分别为 46.80%/52.27%, 同比+7.37/+14.35pct, 主要系产销量大幅增长, 规模效应摊薄; 期间费用率 9.77%, 同比+0.24pct, 主要系财务费用率大增 2.50pct, 管理/销售费用率分别-0.70/-1.02pct。21Q1 公司净利率为 27%, 同比+2pct。我们预计随着泵阀放量, 整体净利率仍有上升空间。

2020 年经营性现金流净额 19.80 亿元, 同比增长 19.29%, 回款较好。

■ 泵阀高成长+产线多元化, 助力液压件龙头穿越周期

公司非标油缸以起重机械、盾构机等为主, 为公司平滑挖掘机周期性波动的重要支撑。除液压件, 公司在机械、电子、液压三维一体等工业领域加大布局, 投研拓宽产品线, 同时国际并购有望迎突破。

盈利预测与投资评级: 基于挖机行业高景气持续, 我们上调公司 2021-22 年净利润至 29.4/34.7 (前值为 27.4/32.2) 亿元, 预计 2023 年净利润为 40.0 亿元, 对应 PE 分别为 36/31/27 X, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业周期下行风险; 海外疫情持续; 泵阀业务拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	82.12
一年最低/最高价	45.29/137.66
市净率(倍)	13.26
流通 A 股市值(百万元)	107,196.16

基础数据

每股净资产(元)	6.19
资产负债率(%)	30.57
总股本(百万股)	1,305.36
流通 A 股(百万股)	1,305.36

相关研究

1、《恒立液压 (601100): 业绩预增 58%-77% 略超预期, 疫情影响下国产化进程加速》

2021-01-21

2、《恒立液压 (601100): Q3 业绩增长强劲, 后续增长动力持续》2020-10-26

3、《恒立液压 (601100): 2020H1 业绩超预期, 后续增长动力持续》2020-08-24

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7595	10385	13497	17155	营业收入	7855.0	9909.2	11197.1	12396.7
现金	2777	5434	7917	10986	营业成本	4391.0	5545.1	6212.1	6845.4
应收账款	1775	2239	2530	2801	营业税金及附加	72.1	91.0	112.0	124.0
存货	1217	1537	1722	1897	营业费用	106.9	178.4	179.2	173.6
其他流动资产	1826	1176	1328	1471	管理费用	509.0	653.4	714.7	753.1
非流动资产	3025	3322	3438	3426	财务费用	151.3	-1.2	-78.3	-161.6
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	10.6	4.5	4.5	4.5
固定资产	2432	2746	2903	2940	其他	-29.1	-55.7	-55.7	-55.7
在建工程	182	174	142	103	营业利润	2606.2	3391.4	4006.3	4611.1
无形资产	280	270	261	252	营业外净收支	2.9	2.9	2.9	2.9
其他非流动资产	132	132	132	132	利润总额	2609.1	3394.3	4009.2	4614.0
资产总计	10620	13707	16935	20581	所得税费用	347.9	441.3	521.2	599.8
流动负债	2590	3208	3521	3812	少数股东损益	7.4	14.8	17.4	20.1
短期借款	554	554	554	554	归属母公司净利润	2253.9	2938.3	3470.6	3994.1
应付账款	1131	1428	1600	1763	EBIT	3085.0	3450.7	3988.5	4510.0
其他流动负债	905	1226	1367	1495	EBITDA	3392.7	3730.6	4310.2	4867.3
非流动负债	679	679	679	679					
长期借款	370	370	370	370	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
其他非流动负债	309	309	309	309	每股收益(元)	1.73	2.25	2.66	3.06
负债合计	3269	3887	4200	4491	每股净资产(元)	5.60	7.48	9.70	12.26
少数股东权益	38	53	70	90	发行在外股份(百万股)	1305	1305	1305	1305
归属母公司股东权益	7314	9767	12665	16000	ROIC(%)	38.4%	38.3%	41.8%	45.3%
负债和股东权益	10620	13707	16935	20581	ROE(%)	30.8%	30.1%	27.4%	25.0%
					毛利率(%)	44.1%	44.0%	44.5%	44.8%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT Margin(%)	39.3%	34.8%	35.6%	36.4%
经营活动现金流	1981	2953	3493	4074	销售净利率(%)	28.7%	29.7%	31.0%	32.2%
投资活动现金流	-663	189	-437	-345	资产负债率(%)	30.8%	28.4%	24.8%	21.8%
筹资活动现金流	-818	-485	-573	-659	收入增长率(%)	45.1%	26.2%	13.0%	10.7%
现金净增加额	335	2657	2483	3070	净利润增长率(%)	73.9%	30.4%	18.1%	15.1%
折旧和摊销	308	280	322	357	P/E	47.6	36.5	30.9	26.8
资本开支	-394	-524	-437	-345	P/B	14.7	11.0	8.5	6.7
营运资本变动	-697	-280	-317	-298	EV/EBITDA	32.6	29.8	25.8	22.9
企业自由现金流	2273.1	2477.4	3037.8	3638.3					

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>