

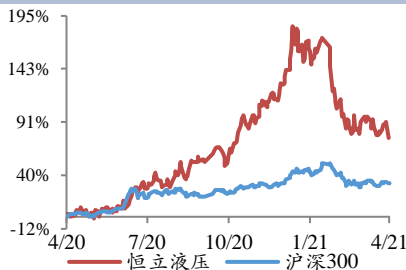
业绩表现靓丽，未来成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-27

收盘价(元)	87.66
近12个月最高/最低(元)	132.43/50.43
总股本(百万股)	1,305
流通股本(百万股)	1,305
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,144
流通市值(亿元)	1,144

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1. 穿越周期，乘风而上——恒立液压深度报告系列二 2020-12-24

2. 疫情加速国产替代进程，公司业绩一如既往靓丽——公司三季报业绩点评 2020-10-27

主要观点：

● **事件：**4月27日，公司发布2020年报和2021一季报。2020年，公司实现营收78.55亿元，同比增长45.09%；归母净利润22.54亿元，同比增长73.88%；经营活动净现金流19.81亿元，同比增加19.29%；单看Q4，公司营业收入25.32亿元，同比增长60.19%；归母净利润7.82亿元，同比增长106.26%。2021年Q1，公司实现营收28.57亿元，同比增长108.69%；归母净利润7.83亿元，同比增长125.65%；经营活动净现金流3.10亿元，同比增加85.63%。

● **核心观点：**2020业绩靓丽，超预期；2021Q1符合预期。2020年，业绩水平22.5亿，贴近预告上限(20.5~23亿)，毛利率44.10%，同比+6.33pct，净利率28.79%，同比+4.81pct，ROE加权34.73%，同比+10.41pct，公司盈利能力大幅提升，主要在于：1) 提高产能应对旺盛需求，规模效应凸显；2) 自动化改造降本增效；3) 主动优化产品结构。展望2021年，一方面，现有产品市占率通过客户拓展、持续放量，仍有提升空间；另一方面，非标新产品研发、装机验证进展顺利，产品品类和应用领域拓宽深化，我们认为在周期赛道中，公司凭借稀缺性和成长性，熨平业绩波动能力强，给予“买入”评级。

● 挖机油缸地位稳固，泵阀市占率稳步爬升，非标业务成长性显现

工程机械高景气背景下，公司各业务表现良好。分产品来看：

挖机油缸：2020年，收入31.27亿元，同比增长42.96%，占比39.81%。与行业相比，2020年，我国挖机行业销量32.76万台，同比增长39%，增速基本匹配，根据我们测算，在国内市场，公司挖机油缸市占率稳定在50%以上。

量价方面，销量70.61万只，同比增长45.65%，在高基背景下，销量大幅增长，得益于公司通过自动化改造进一步提升了产能，产品均价4428元，略微下滑1.9%。

非标油缸：2020年，收入13.70亿元，同比增长1.25%（其中起重系列-50%，盾构机+4.73%，海工海事+21.72%，新能源等其他+235.62%），占比17.44%。非标油缸合计销量12.36万只，同比下降26%，均价1.1万元，同比增长38.5%，量价方面的不匹配主要由于产品结构的变化，一方面是海外疫情影响了起重系列的出口，另一方面是新能源等其他领域的快速突破。

液压泵阀：2020年，23.38亿，同比增长85.22%，占比29.77%，包含挖掘机用主控泵阀、工业泵阀、液压马达等液压元件。中大挖泵阀持续放量，2021Q1，新扩2条产线，中大挖泵阀线合计达到10条。

市占率方面，根据出货量粗略估算，大中小挖泵阀平均市场份额分别约9%、30%、50%，未来随着产能持续爬升，中、大挖泵阀市占率仍

有望进一步提升。

液压系统与配件 (含铸造): 2020 年, 分别实现收入 1.57、8.45 亿元, 同比增长 82.86%、68.76%。液压系统形成三大板块 (测试试验台、重工、海工), 新建产能已落地; 铸件二期月产能 0.5 万吨, 处于产能爬坡阶段。

● **整体盈利能力显著提升, 费用率稳健可控**

毛利率大幅提升, 整体盈利能力增强。 2020 年/2021Q1, 毛利率分别为 44.10%、41.04%, 分别同比+6.33pct、3.17pct。分业务来看, 2020 年, 液压油缸、液压泵阀、液压系统毛利率分别为, 46.80%、52.27%、45.69%, 分别同比+7.37、+14.35、+28.76pct。液压系统由于规模较小, 针对不同下游领域, 毛利率波动较大; 油缸和泵阀毛利率提升, 得益于规模效应和产品结构优化。

2021Q1 受成本、价格双重挤压, 毛利率环比略有下滑, 约 3.06pct。 一方面, 2020 年 12 月以来, 原材料成本大幅增长, 另一方面, 下游客户有价格调整诉求, 公司产品降价 5-8%。展望 2021: ①由于公司与上游原材料供应商合作关系长期稳定, 年初议价后, 成本端全年有望保持稳定; ②Q1 预付账款 7 亿, 同比增加 342%, 主要是预付给供给商, 储备原材料, 避免后期原材料继续涨价压力; ③公司 2021 年重大资本支出拟定为 4 亿元, 较 2020 增加 4000 万, 主要用于油缸技改和泵阀扩产, 规模化效应将进一步加强。我们认为, 公司 2021 毛利率将保持 41% 水平。

期间费用率可控, 净利率提升。 2020 年, 总费用率 9.76%, 同比 +0.24pct, 主要由于财务费率 1.93%, 同比+2.5pct, 因为美元贬值带来的汇兑损失 1.37 亿元。管理、销售、研发费用率分别同比-1.02、-0.70、-0.54pct。2021Q1, 总费用率 7%, 同比+0.7pct, 主要受汇兑损失影响, 管理、销售费用可控。2020 年/2021Q1, 净利率分别为 28.79%、27.45%, 分别同比+4.81、+2.04pct。

● **行业看点在出口, 公司未来成长性仍强**

行业层面: 疫情对国内外市场影响节奏不一样, Q2 后重点看出口。 市场对行业周期下行的担忧始终存在, 以挖机为例, 在 2020 赶工复产高基背景下, 2021 年全年增速预期 10%, 行业增速放缓成为常态。分市场来看, 2020 年 Q1 是国内市场增速谷底, Q2 是出口市场增速谷底, 仅 4%, 海外疫情影响较大的是二三季度, 对于 2021 年来说低基数, 在全球疫情控制加强背景下, 出口市场有望实现高速增长。

公司层面成长性主要体现在①已有产品市占率提升: 根据我们测算, 通过 Off-Highway Research 全球挖机销量数据, 2018-2020 年恒立挖机油缸全球市占率分别为 16%、18%、27%, 具有提升空间; 泵阀产品, 考虑到一方面国内市场中大挖泵阀市场份额约为 9%、30%, 另一方面, 海外客户现在仅韩国斗山的前装和卡特的中挖后装, 市占率仅个位数字, 未来提升空间大。②**拓宽产品品类:** 油缸方面, 行走领域, AWP 摆动缸用新产线预计 2021 年 5 月份可投入试运行; 新能源领域, 拓展顺

利，不断应用到光热、风电等项目上。泵阀方面，适用在海工、盾构、试验台等领域的 V30G 系列工业泵，以及多领域应用的比例电磁阀等产品，均已通过市场装机验证，品类扩张加速深化。

● **投资建议**

根据 2020 年报指引，公司 2021 收入增速预计为 15%，偏保守。我们预计公司 2021-23 年收入 95.65、111.62、127.13 亿元，同比增速分别为 21.8%、16.7%、13.9%；归母净利润分别为 27.98、33.29、38.82 亿元，同比增速分别为 24.1%、19.0%、16.6%。对应 PE 分别为 41、34、29 倍。凭借稀缺性和成长性，有望熨平业绩波动，给予“买入”评级。

● **风险提示**

基建、房地产等投资大幅下滑、新产品开拓进度不及预期、下游价格竞争加剧，成本端压力传导至上游。

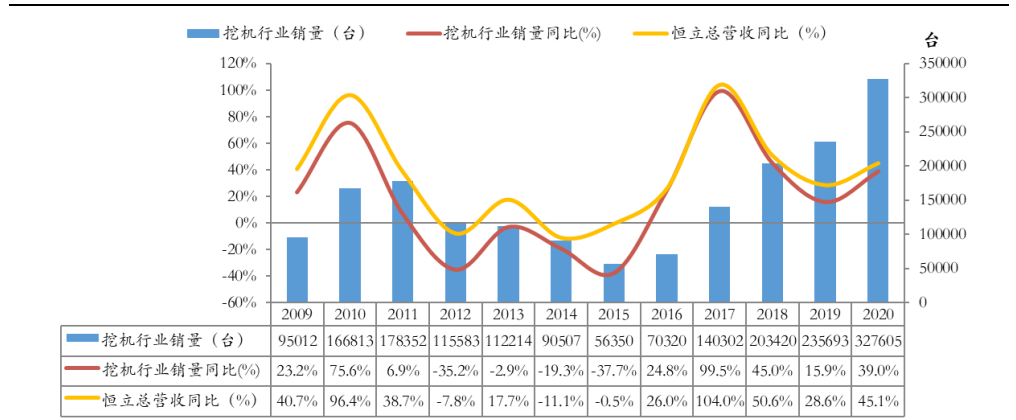
● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7855	9565	11162	12713
收入同比 (%)	45.1%	21.8%	16.7%	13.9%
归属母公司净利润	2254	2798	3329	3882
净利润同比 (%)	73.9%	24.1%	19.0%	16.6%
毛利率 (%)	44.1%	41.1%	41.4%	41.7%
ROE (%)	30.8%	27.6%	24.7%	22.3%
每股收益 (元)	1.73	2.14	2.55	2.97
P/E	65.45	40.90	34.37	29.48
P/B	20.17	11.29	8.49	6.58
EV/EBITDA	47.18	32.54	27.05	22.84

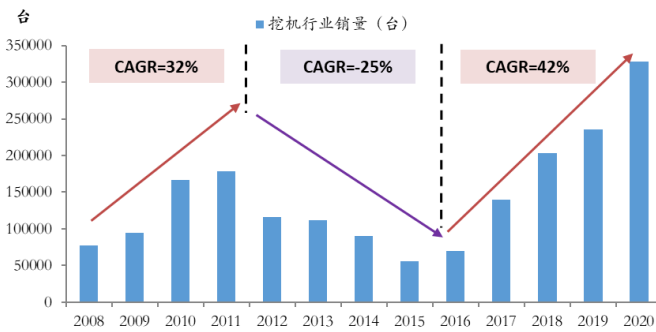
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表1 恒立营收增速始终高于挖机行业销量增速



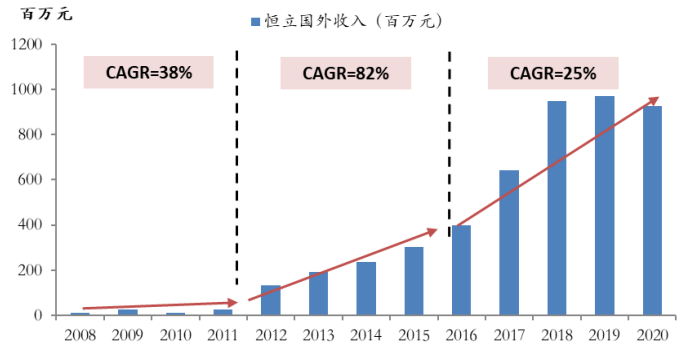
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表2 2008年起挖机行业经历三个阶段



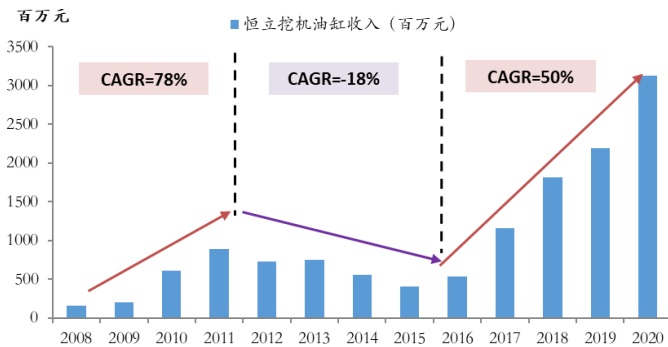
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表3 恒立海外布局下海外收入持续提升



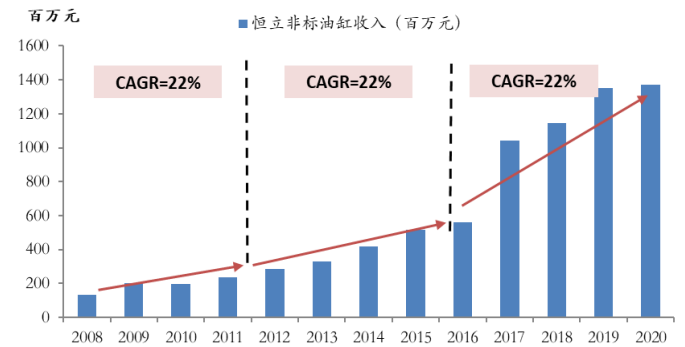
资料来源: wind, 华安证券研究所

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

图表7 2011-2020 年公司油缸收入、产销量及均价数据

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
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	31.27
非标油缸	2.36	2.85	3.27	4.15	5.16	5.60	10.42	11.44	13.53	13.70
产量 (只)										
挖机油缸	188480	168788	184652	142236	118510	140275	284614	429628	472791	719920
非标油缸	37767	40479	44975	49330	61112	72478	130290	154516	169071	116307
销量 (只)										
挖机油缸	187141	156227	175318	142634	123143	137587	274122	413538	484854	706136
非标油缸	37767	40479	44975	49330	61112	72478	130290	154516	169071	123590
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%	45.6%
非标油缸		7.2%	11.1%	9.7%	23.9%	18.6%	79.8%	18.6%	9.4%	-26.9%
均价 (元)										
挖机油缸	4740	4661	4278	3918	3305	3845	4209	4379	4513	4428
非标油缸	6259	7038	7268	8416	8436	7726	8000	7404	8003	11085
均价变动 (%)										
挖机油缸		-1.7%	-8.2%	-8.4%	-15.6%	16.3%	9.5%	4.0%	3.0%	-1.9%
非标油缸		12.4%	3.3%	15.8%	0.2%	-8.4%	3.5%	-7.5%	8.1%	38.5%

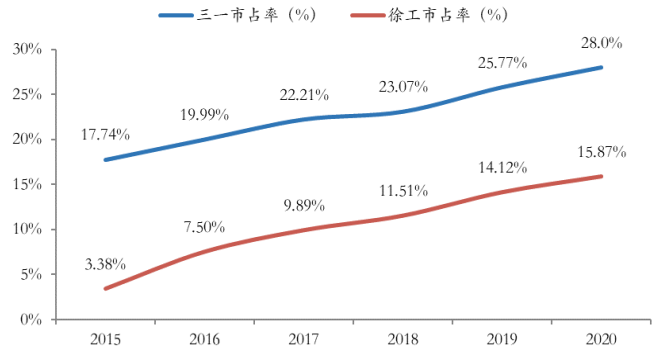
资料来源：wind，华安证券研究所

图表8 恒立挖机油缸市占率超过50%



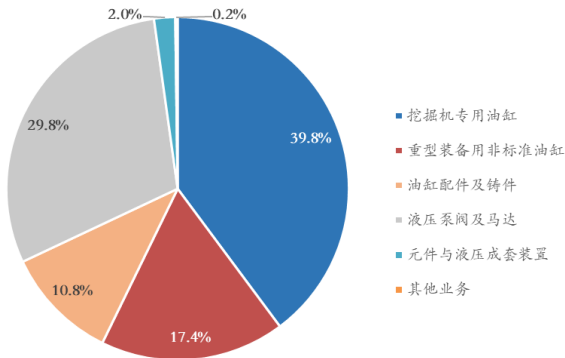
资料来源：wind，华安证券研究所

图表9 下游客户三一、徐工挖机市占率不断提升



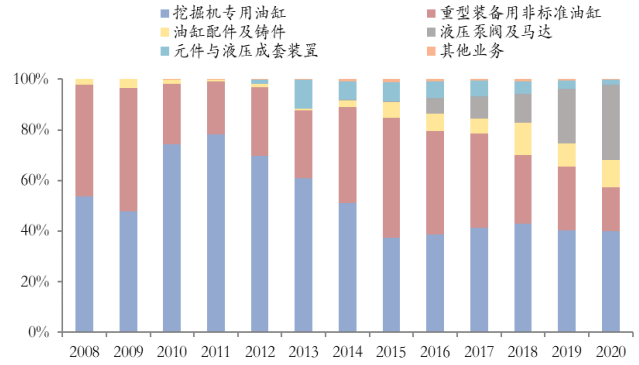
资料来源：CCMA 挖机分会，华安证券研究所

图表 10 2020 油缸业务收入占比达 65.4%



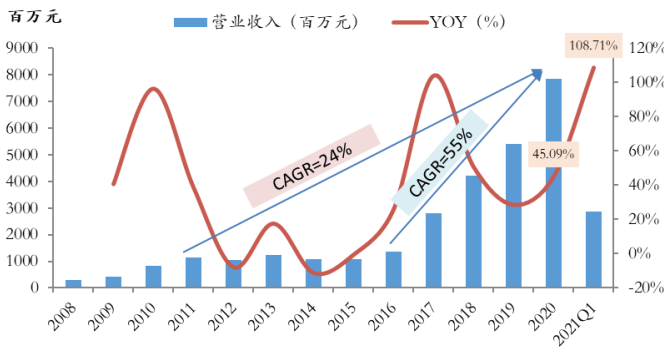
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 油缸业务是主要收入来源, 泵阀业务占比提升



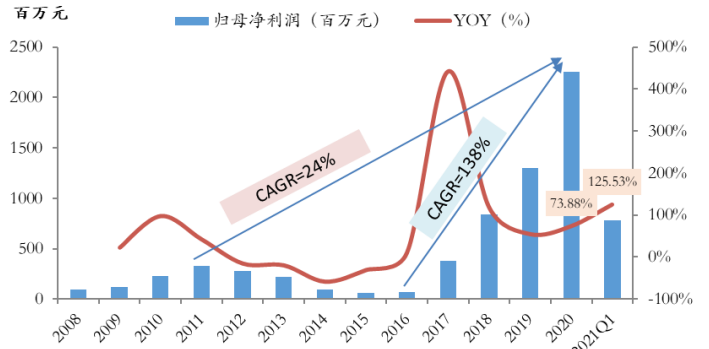
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 2020/2021Q1 公司收入保持高增长



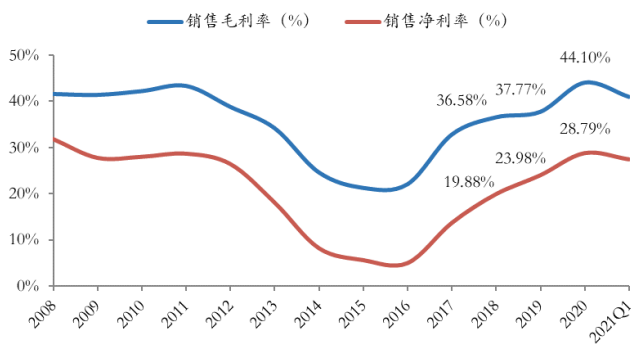
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 2020/2021Q1 公司归母净利润增速高于收入



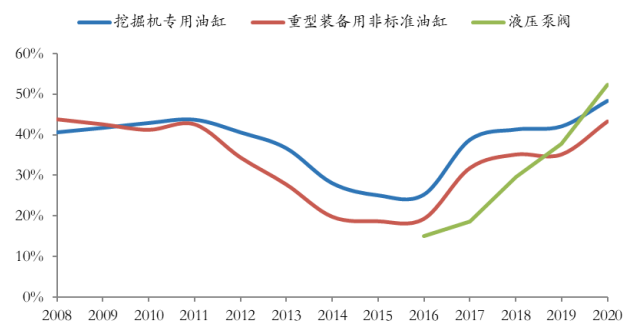
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 毛、净利率由低位逐步提升



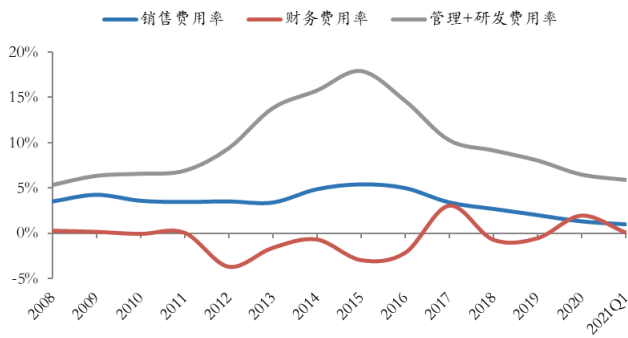
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司不同产品毛利率



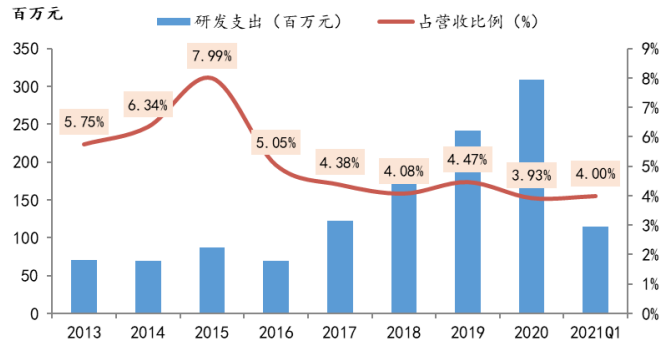
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 费用控制效果显著



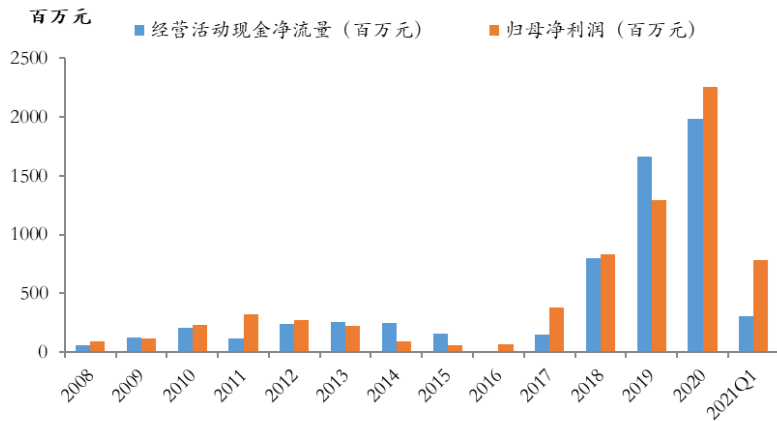
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 研发费用占比相对稳定



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 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 19 公司客户资源优质

产品	国内	国外	备注
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)、特雷克斯 (特种车辆)	下游: 盾构机, 高空作业平台, 海工海事, 起重机等
	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, 华安证券研究所

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	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7595	10625	14259	18437	营业收入	7855	9565	11162	12713
现金	2777	4974	8058	11611	营业成本	4391	5637	6545	7407
应收账款	964	1140	1300	1480	营业税金及附加	72	91	105	120
其他应收款	10	18	17	21	销售费用	107	120	134	146
预付账款	164	207	233	269	管理费用	200	225	251	273
存货	1217	1707	1918	2175	财务费用	151	-17	-49	-95
其他流动资产	2463	2579	2733	2881	资产减值损失	-53	0	0	0
非流动资产	3025	3176	3308	3439	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	11	18	19	22
固定资产	2432	2548	2656	2769	营业利润	2606	3227	3843	4482
无形资产	280	282	286	290	营业外收入	5	3	3	3
其他非流动资产	313	346	365	380	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	10620	13801	17567	21876	利润总额	2609	3230	3845	4485
流动负债	2590	2935	3329	3708	所得税	348	426	508	593
短期借款	324	324	324	324	净利润	2261	2804	3337	3891
应付账款	675	864	998	1133	少数股东损益	7	6	8	10
其他流动负债	1590	1747	2007	2251	归属母公司净利润	2254	2798	3329	3882
非流动负债	679	689	701	714	EBITDA	3087	3393	3967	4544
长期借款	370	380	392	405	EPS (元)	1.73	2.14	2.55	2.97
其他非流动负债	309	309	309	309					
负债合计	3269	3624	4030	4422					
少数股东权益	38	44	52	62					
股本	1305	1305	1305	1305					
资本公积	1411	1411	1411	1411					
留存收益	4598	7417	10769	14676					
归属母公司股东权益	7314	10133	13485	17392					
负债和股东权益	10620	13801	17567	21876					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1981	2604	3471	3934	成长能力				
净利润	2254	2798	3329	3882	营业收入	45.1%	21.8%	16.7%	13.9%
折旧摊销	311	283	287	286	营业利润	75.3%	23.8%	19.1%	16.6%
财务费用	146	25	25	26	归属于母公司净利	73.9%	24.1%	19.0%	16.6%
投资损失	-11	-18	-19	-22	获利能力				
营运资金变动	-843	-487	-158	-245	毛利率 (%)	44.1%	41.1%	41.4%	41.7%
其他经营现金流	3221	3289	3492	4134	净利率 (%)	28.7%	29.2%	29.8%	30.5%
投资活动现金流	-663	-391	-374	-368	ROE (%)	30.8%	27.6%	24.7%	22.3%
资本支出	-399	-410	-393	-389	ROIC (%)	29.1%	24.3%	22.0%	20.1%
长期投资	-338	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	75	18	19	22	资产负债率 (%)	30.8%	26.3%	22.9%	20.2%
筹资活动现金流	-818	-15	-13	-13	净负债比率 (%)	44.5%	35.6%	29.8%	25.3%
短期借款	-227	0	0	0	流动比率	2.93	3.62	4.28	4.97
长期借款	171	10	12	13	速动比率	2.40	2.97	3.64	4.31
普通股增加	423	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-423	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.69	0.64	0.58
其他筹资现金流	-762	-25	-25	-26	应收账款周转率	8.15	8.39	8.59	8.59
现金净增加额	335	2197	3083	3553	应付账款周转率	6.50	6.52	6.56	6.54
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.73	2.14	2.55	2.97
					每股经营现金流薄)	1.52	1.99	2.66	3.01
					每股净资产	5.60	7.76	10.33	13.32
					估值比率				
					P/E	65.45	40.90	34.37	29.48
					P/B	20.17	11.29	8.49	6.58
					EV/EBITDA	47.18	32.54	27.05	22.84

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；
- 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。