

业绩增长亮眼，长期竞争实力突出

买入|维持

——恒立液压 2020 年年报及 2021 年一季报点评

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%，接近此前预告上限，略超预期。

2：公司 2021 年一季度实现收入 28.57 亿元，同比+108.71%；归母净利润 7.83 亿元，同比+125.53%，扣非后归母净利润为 7.68 亿元，同比+151.10%，符合预期。

报告要点：

● 收入增长亮眼，主因下游持续高增长以及公司各产品市占率不断提升

(1) 2020 年情况：2020 年全年挖掘机销量 32.76 万台，再创历史新高，同比+39.00%。受益于下游需求高景气，公司业绩大幅增长。分产品看，公司 2020 年挖机油缸/非标油缸/泵阀/配件及铸件/液压系统收入分别为 31.27/13.7/23.38/8.45/1.57 亿元，同比增长分别为

42.96%/1.25%/85.22%/68.76%/82.86%。挖机油缸业务：2020 年公司共销售挖机油缸 70.61 万只、同比+45.65%；挖机油缸市占率约 53%，同比+2.49pct，主因下游挖机国产化率提升显著。非标油缸业务：受到海外疫情冲击、公司起重系列类油缸收入下滑超过 50%，但公司积极开拓国内客户，盾构油缸收入增长 4.73%，高端海工海事油缸收入增长 21.72%，包含新能源在内的其他非标油缸收入增长 235.62%。泵阀业务：挖机泵阀领域，2020 年公司中大挖主控泵阀份额快速提升，我们预计 2020 年公司挖机泵阀总体市占率接近 30%、较上一年提升显著；展望未来，公司在中大挖泵阀领域的市占率提升空间仍然较大，中大挖泵阀较高的价值量将助力公司挖机泵阀业务规模显著增长。在非挖领域的高空作业车、水泥泵车和起重机领域，公司也实现了大批量装机，预计 2021 年将显著放量。工业泵阀领域，2020 年下半年公司成功开发了适用在海工、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，加速深化了液压科技的产品多元化程度。2020 年铸造分公司铸件销量 6.20 万吨，同比增长 65.33%，整体良品率提升到了 98%以上，2021 年公司仍将通过技改来继续提升铸件产能以满足内外部的增量需求。

(2) 2021 年 Q1 情况：受下游行业持续火爆，公司挖机油缸产品收入同比增长 89.22%，非标油缸产品收入同比增长 40.82%，子公司液压科技泵阀收入同比增长 173.62%。展望全年，工程机械需求韧性高，公司各产品线多点发力，根据公司年报，2021 年公司收入同比增长 15%以上。

● 受规模效应和产品结构优化影响，公司盈利能力稳步提升

(1) 2020 年情况：2020 年公司主营业务毛利率 44.03%，同比+6.39pct；净利率 28.79%，同比+4.81pct；液压油缸/液压泵阀毛利率分别为 46.80%/52.27%，同比+7.37/+14.35pct，主要系规模效应；另外，在产能紧张的情形下公司进行了产品结构优化。期间费用率 9.77%，同比+0.24pct，财务费用率大增 2.5pct（主因汇兑净损失 1.56 亿元），销售、管理费用率均有所下降。(2) 21Q1 情况：公司毛利率 41.04%、同比+2.86pct，净利率为 27.45%，同比+2pct。公司强化内部管理，销售费用率和管理费用率较去年同期合计减少 2.23 pct。

基本数据

52 周最高/最低价（元）：132.43 / 50.43

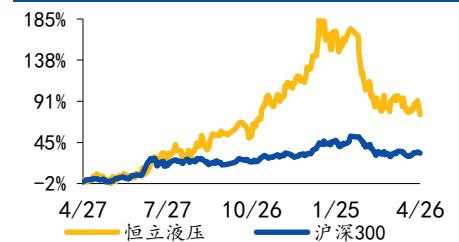
A 股流通股（百万股）：1305.36

A 股总股本（百万股）：1305.36

流通市值（百万元）：107196.16

总市值（百万元）：107196.16

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-恒立液压（601100）跟踪报告：扛进口替代大旗，展百年基业宏图》2021.03.25

《国元证券公司点评-恒立液压（601100）2020 年业绩预告点评：业绩略超预期，全球视野打开成长空间》2021.01.23

《国元证券行业研究-机械行业 2021 年投资策略：乘风向上，国产崛起》2020.12.01

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 秦亚男

电话 021-51097188-1956

邮箱 qinyanan@gyzq.com.cn

● 泵阀马达崛起、下游应用领域多元化，公司长期成长空间广阔。

展望未来，公司中大挖泵阀马达市占率提升可期；另外，公司以挖机泵阀为突破口，并逐步实现起重机、高空作业平台、混凝土泵车等非挖泵阀的进口替代。远期看，公司也将凭借精密的制造优势以及产品创新能力逐步深入市场更广阔的工业泵阀市场。随着公司泵阀马达的崛起、下游领域持续不断的拓展，公司有望穿越工程机械的波动周期、实现业绩稳健增长，以进口替代为目标、努力成为具备国际影响力的高端液压设备百年老店。

● 投资建议与盈利预测

预计公司 2021-2023 年实现归母净利润分别为 31/37.8/42.52 亿元，对应当前 PE 分别为 34.5/28/25 倍。考虑到下游持续高景气以及公司液压件行业广阔的进口替代空间，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

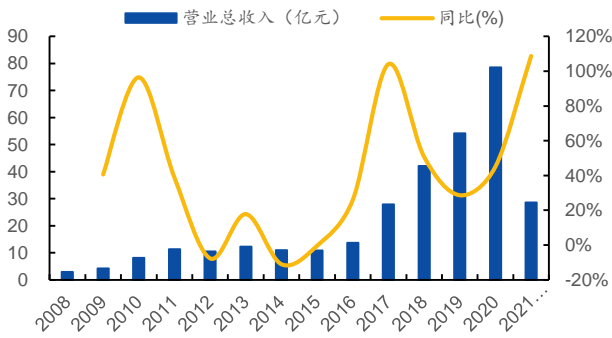
基建投资不及预期，海外客户拓展不及预期，海外市场风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5414	7855	10095	11575	12649
收入同比 (%)	29	45	29	15	9
归母净利润(百万元)	1296	2254	3107	3781	4252
归母净利润同比(%)	55	74	38	22	12
ROE (%)	23.2	30.8	29.8	27.8	24.6
每股收益 (元)	0.99	1.73	2.38	2.90	3.26
市盈率(P/E)	82.70	47.56	34.50	28.35	25.21

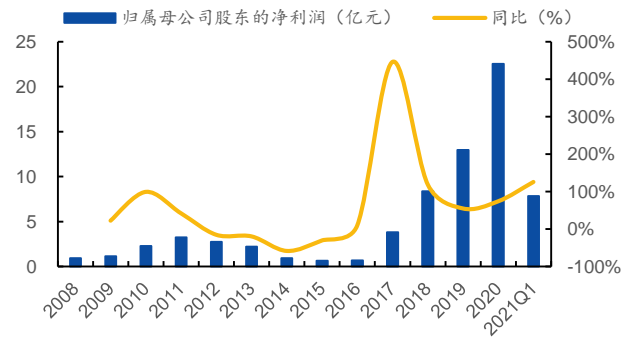
资料来源：Wind,国元证券研究所

图 1: 2021Q1 恒立液压营收同比+108.7%



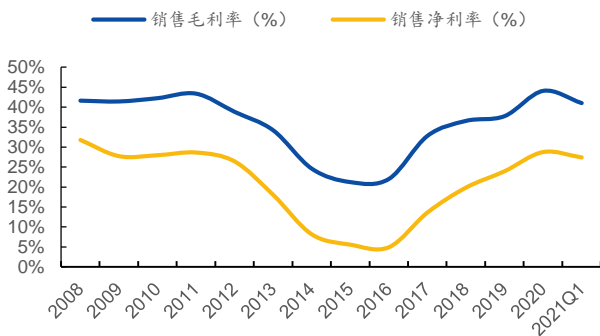
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 2: 2021Q1 恒立液压归母净利润同比+125.5%



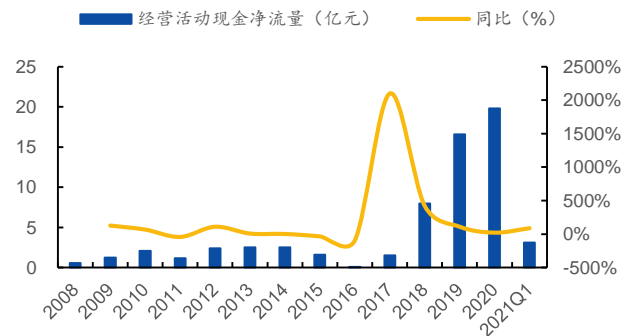
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 3: 2021Q1 公司销售毛利率/净利率分别为 41%、27.5%



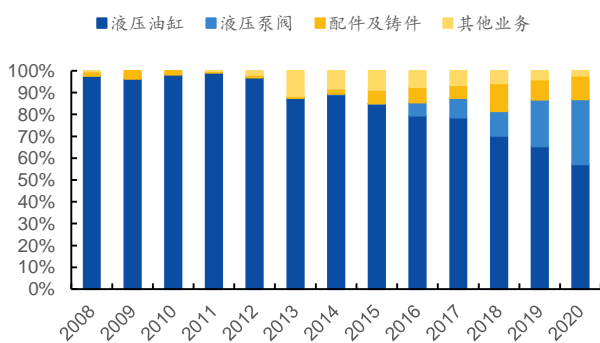
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4: 2021Q1 公司经营活动现金流净额同比+85.4%



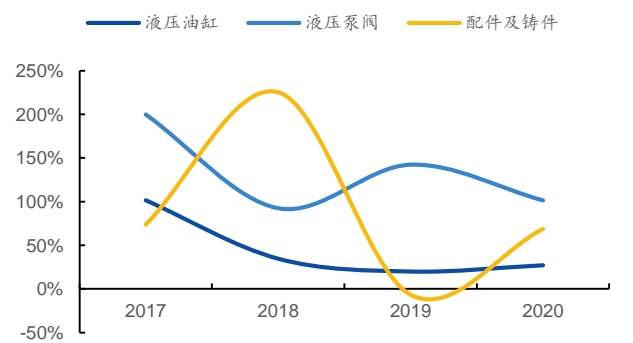
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 5: 历年公司收入结构



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 6: 历年公司主要业务收入增速



资料来源: Wind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	5492	7595	10778	14121	17984	
现金	2343	2777	5383	8210	11723	
应收账款	677	964	1223	1297	1359	
其他应收款	7	10	20	19	21	
预付账款	98	164	194	233	247	
存货	997	1217	1663	1821	1918	
其他流动资产	1369	2463	2296	2542	2715	
非流动资产	2935	3025	3129	2942	2743	
长期投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2364	2432	2563	2422	2245	
无形资产	273	280	280	280	280	
其他非流动资产	298	313	286	240	217	
资产总计	8427	10620	13907	17064	20727	
流动负债	2170	2590	2880	2880	2930	
短期借款	551	324	500	250	100	
应付账款	496	675	905	1005	1108	
其他流动负债	1123	1590	1475	1625	1723	
非流动负债	643	679	574	535	509	
长期借款	200	370	270	220	200	
其他非流动负债	443	309	304	315	309	
负债合计	2813	3269	3454	3415	3440	
少数股东权益	30	38	38	38	38	
股本	882	1305	1305	1305	1305	
资本公积	1834	1411	1411	1411	1411	
留存收益	2858	4583	7689	10883	14521	
归属母公司股东权益	5584	7314	10415	13611	17249	
负债和股东权益	8427	10620	13907	17064	20727	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1660	1981	3002	3639	4119	
净利润	1298	2261	3107	3781	4252	
折旧摊销	264	311	260	286	300	
财务费用	-31	151	-75	-162	-268	
投资损失	-9	-11	-10	-10	-10	
营运资金变动	66	-849	-390	-269	-152	
其他经营现金流	72	117	109	13	-2	
投资活动现金流	-452	-663	-340	-90	-90	
资本支出	440	401	350	100	100	
长期投资	59	341	0	0	0	
其他投资现金流	47	79	10	10	10	
筹资活动现金流	-454	-818	-55	-723	-515	
短期借款	-299	-227	176	-250	-150	
长期借款	-154	171	-100	-50	-20	
普通股增加	0	423	0	0	0	
资本公积增加	0	-423	0	0	0	
其他筹资现金流	-1	-762	-131	-423	-345	
现金净增加额	790	335	2606	2826	3514	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	5414	7855	10095	11575	12649	
营业成本	3369	4391	5835	6609	7210	
营业税金及附加	52	72	99	112	121	
营业费用	111	107	115	126	133	
管理费用	193	200	219	230	237	
研发费用	242	309	338	363	380	
财务费用	-31	151	-75	-162	-268	
资产减值损失	-33	-53	50	20	20	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	9	11	10	10	10	
营业利润	1487	2606	3583	4347	4885	
营业外收入	7	5	10	15	20	
营业外支出	1	2	1	1	1	
利润总额	1493	2609	3592	4361	4904	
所得税	195	348	485	580	652	
净利润	1298	2261	3107	3781	4252	
少数股东损益	2	7	0	0	0	
归属母公司净利润	1296	2254	3107	3781	4252	
EBITDA	1719	3068	3768	4472	4916	
EPS (元)	1.47	1.73	2.38	2.90	3.26	

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
成长能力						
营业收入(%)	28.6	45.1	28.5	14.7	9.3	
营业利润(%)	54.7	75.3	37.5	21.3	12.4	
归属母公司净利润(%)	54.9	73.9	37.8	21.7	12.5	
获利能力						
毛利率(%)	37.8	44.1	42.2	42.9	43.0	
净利率(%)	23.9	28.7	30.8	32.7	33.6	
ROE(%)	23.2	30.8	29.8	27.8	24.6	
ROIC(%)	29.7	46.1	54.8	64.6	71.9	
偿债能力						
资产负债率(%)	33.4	30.8	24.8	20.0	16.6	
净负债比率(%)	40.41	28.29	28.97	20.52	15.43	
流动比率	2.53	2.93	3.74	4.90	6.14	
速动比率	2.03	2.46	3.13	4.24	5.45	
营运能力						
总资产周转率	0.69	0.82	0.82	0.75	0.67	
应收账款周转率	8	9	9	9	9	
应付账款周转率	7.21	7.50	7.39	6.92	6.83	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.73	2.38	2.90	3.26	
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	1.52	2.30	2.79	3.16	
每股净资产(最新摊薄)	4.28	5.60	7.98	10.43	13.21	
估值比率						
P/E	82.70	47.56	34.50	28.35	25.21	
P/B	19.20	14.66	10.29	7.88	6.21	
EV/EBITDA	61	34	28	23	21	

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188