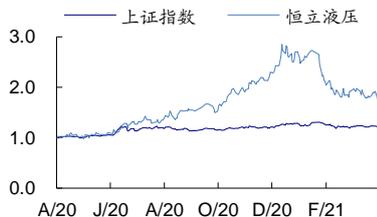


证券研究报告—动态报告
机械设备
工业机械
恒立液压(601100)
增持
2020&21Q1 财报点评

(维持评级)

2021年04月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,305/1,305
总市值/流通(百万元)	107,196/107,196
上证综指/深圳成指	3,441/14,224
12个月最高/最低(元)	137.66/50.05

相关研究报告:

《恒立液压-601100-2020Q3 财报点评:持续超预期,受益下游工程机械需求强劲及泵阀新品加速放量》——2020-10-27

《恒立液压-601100-2019&20Q1 财报点评:液压力件龙头,泵阀持续放量加速成长》——2020-05-08

《恒立油缸-601100-2011 年半年报点评:龙头客户战略对冲周期下行》——2012-08-14

证券分析师: 贺泽安

 电话:
 E-MAIL: hezean@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003

证券分析师: 吴双

 电话:
 E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519120001

联系人: 田丰

 电话:
 E-MAIL: tianfeng1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

盈利能力大幅提升, 液压泵阀加速成长

● 2020 年收入增长 45.09%, 21 年一季度收入增长 108.71%

公司发布 2020 年报, 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%; 扣非归母净利润 21.91 亿元, 同比增长 80.78%, 主要受益于下游工程机械行业高景气, 公司产品结构优化调整。公司 2020 年毛利率/净利率分别为 44.10%/28.79%, 同比增长 6.33/4.81 个 pct, 盈利能力显著提升, 主要系产品市占率提升, 规模效应放大, 且产品结构优化, 产线自动化改造提升效率。费用管控稳定, 2020 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.36%/2.55%/3.93%/1.93%, 同比变动-0.70/-1.02/-0.54/+2.50 个 pct。公司经营性现金流净额 19.81 亿元, 同比增长 19.29%。公司 2021 年一季度实现营收 28.57 亿元, 同比增长 108.71%; 归母净利润 7.83 亿元, 同比增长 125.53%。

● 液压油缸稳健增长, 液压泵阀市占率持续快速提升

2020 年公司液压油缸/液压泵阀/液压系统收入为 44.97/23.38/1.57 亿元, 同比增长 27.02%/85.22%/82.86%。分产品看, 1) 挖机油缸收入 31.27 亿元, 同比增长 42.96%。2020 年我国挖机销量同比增长 39.00%, 下游行业高景气带动挖机油缸实现了高基数上的快增长。2) 非标油缸收入 13.70 亿元, 同比增长 1.25%, 主要系海外疫情影响起重油缸收入下滑超 50%, 公司积极调整产品结构, 开拓新能源等其他行业龙头, 其他非标油缸(含新能源)收入增长 235.62%。3) 液压泵阀收入 23.38 亿元, 同比增长 85.22%。挖掘机用主控泵阀及马达在主机厂的份额快速提升, 在高空作业平台、泵车和起重机领域也实现了泵阀产品的大批量装机。随着液压新产品推出, 产线自动化改造后效率提升, 公司液压力件有望持续提升市场竞争力。

● 盈利预测与投资建议:

公司作为液压力件龙头, 充分受益于下游工程机械行业高景气, 液压泵阀持续快速成长, 产品结构优化。我们预计 2021-23 年归母净利润为 27.13/32.04/36.43 亿元, 对应 PE 40/33/30 倍, 维持“增持”评级。

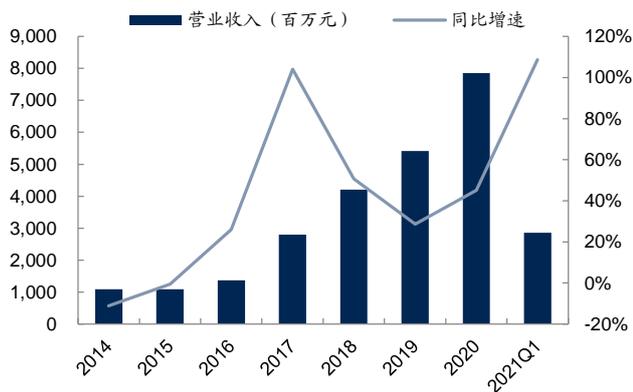
● 风险提示: 下游需求不及预期; 行业竞争加剧; 新领域拓展不及预期。
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7855.04	9249.55	10424.53	11775.11
(+/-%)	45.09%	17.75%	12.70%	12.96%
净利润(百万元)	2253.87	2731.76	3220.48	3661.66
(+/-%)	73.88%	21.20%	17.89%	13.70%
摊薄每股收益(元)	1.73	2.09	2.47	2.81
EBIT Margin	35.35%	34.00%	35.19%	35.41%
净资产收益率(ROE)	30.82%	28.82%	26.85%	24.52%
市盈率(PE)	47.56	39.23	33.28	29.27
EV/EBITDA	35.81	32.39	27.91	24.70
市净率(PB)	14.65	11.30	8.94	7.18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

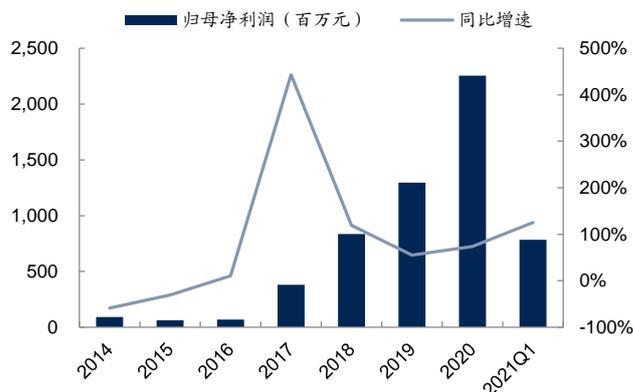
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 恒立液压 2020 年营业收入同比增长 45.09%



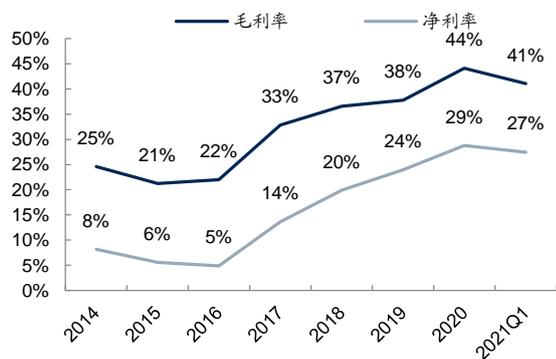
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 恒立液压 2020 年归母净利润同比增长 73.88%



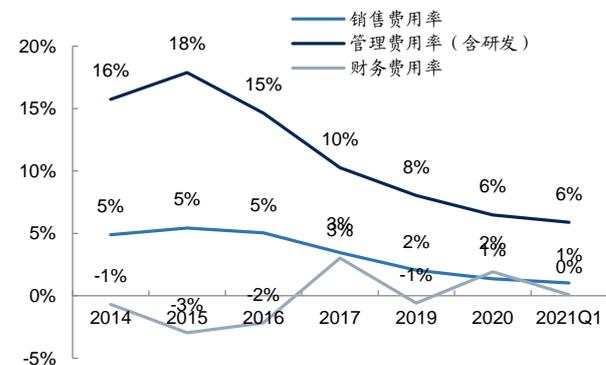
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 恒立液压盈利能力持续上升



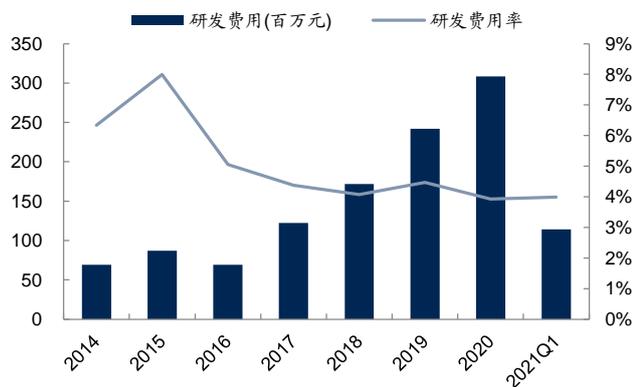
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 恒立液压期间费用率近三年整体下降



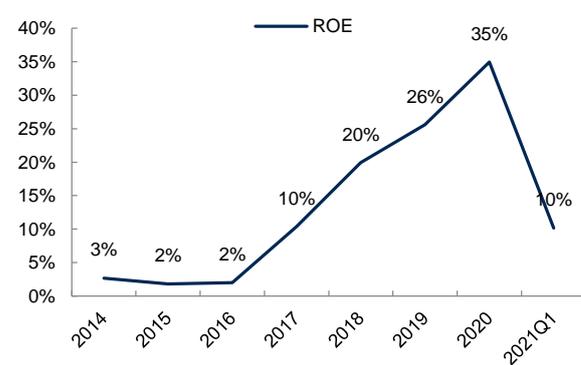
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 恒立液压研发费用快速增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 恒立液压 ROE 近年来呈上升趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价 (元) 20210426	EPS			PE		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
艾迪精密	未评级	354.02	59.12	0.86	1.27	1.64	68.74	46.55	36.05
						平均值	68.74	46.55	36.05
恒立液压	增持	1,071.96	82.12	1.73	2.09	2.47	47.56	39.23	33.28

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测
 注：未评级公司为 Wind 一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2777	4098	6359	8708	营业收入	7855	9250	10425	11775
应收款项	1775	2279	2321	2728	营业成本	4391	5366	5939	6699
存货净额	1217	1777	1815	2053	营业税金及附加	72	90	99	111
其他流动资产	1113	1202	1407	1596	销售费用	107	129	144	160
流动资产合计	7595	10069	12614	15797	管理费用	509	520	574	635
固定资产	2614	2762	2964	3106	财务费用	151	(3)	(25)	(61)
无形资产及其他	280	270	259	249	投资收益	11	12	12	12
投资性房地产	132	132	132	132	资产减值及公允价值变动	53	(26)	5	(25)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(82)	0	0	0
资产总计	10620	13232	15969	19284	营业利润	2606	3134	3710	4218
短期借款及交易性金融负债	554	799	763	706	营业外净收支	3	4	4	4
应付款项	1131	1380	1505	1727	利润总额	2609	3138	3714	4222
其他流动负债	905	851	977	1180	所得税费用	348	397	483	549
流动负债合计	2590	3029	3245	3612	少数股东损益	7	9	10	12
长期借款及应付债券	370	370	370	370	归属于母公司净利润	2254	2732	3220	3662
其他长期负债	309	309	309	309					
长期负债合计	679	679	679	679					
负债合计	3269	3708	3924	4291					
少数股东权益	38	44	51	60					
股东权益	7314	9480	11993	14933					
负债和股东权益总计	10620	13232	15969	19284					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2254	2732	3220	3662
资产减值准备	16	5	3	3
折旧摊销	308	278	311	342
公允价值变动损失	(53)	26	(5)	25
财务费用	151	(3)	(25)	(61)
营运资本变动	(697)	(952)	(30)	(407)
其它	(10)	1	4	6
经营活动现金流	1818	2090	3504	3629
资本开支	(394)	(448)	(501)	(501)
其它投资现金流	(341)	0	0	0
投资活动现金流	(735)	(448)	(501)	(501)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	171	0	0	0
支付股利、利息	(372)	(565)	(707)	(722)
其它融资现金流	(247)	244	(35)	(58)
融资活动现金流	(649)	(321)	(742)	(780)
现金净变动	434	1321	2261	2349
货币资金的期初余额	2343	2777	4098	6359
货币资金的期末余额	2777	4098	6359	8708
企业自由现金流	1623	1626	2971	3061
权益自由现金流	1547	1872	2958	3057

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.73	2.09	2.47	2.81
每股红利	0.28	0.43	0.54	0.55
每股净资产	5.60	7.26	9.19	11.44
ROIC	35%	36%	38%	41%
ROE	31%	29%	27%	25%
毛利率	44%	42%	43%	43%
EBIT Margin	35%	34%	35%	35%
EBITDA Margin	39%	37%	38%	38%
收入增长	45%	18%	13%	13%
净利润增长率	74%	21%	18%	14%
资产负债率	31%	28%	25%	23%
息率	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%
P/E	47.6	39.2	33.3	29.3
P/B	14.7	11.3	8.9	7.2
EV/EBITDA	35.8	32.4	27.9	24.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032