

**601100.SH**
**买入**

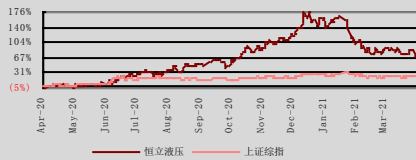
原评级: 买入

市场价格: 人民币 87.66

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- **主要产品市场竞争力持续增强, 20年公司继续保持高增长; 泵阀放量、规模效应及产品结构优化, 公司盈利能力再创新高; 内外需求共振背景下一季度延续高增长, 全年高景气度可期; 多元的产品布局及泵阀持续放量, 公司向全球液压龙头进军。**

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(22.4)	(1.7)	(27.8)	88.3
相对上证指数	(20.7)	(2.4)	(24.1)	66.1

发行股数(百万)	1,305
流通股(%)	148
总市值(人民币 百万)	114,428
3个月日均交易额(人民币 百万)	825
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
常州恒屹智能装备有限公司	38

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2021年4月27日收市价为标准

**相关研究报告**

《恒立液压》20200825

《恒立液压》20200507

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 通用机械

证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

证券分析师: 杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

# 恒立液压

## 多元的产品布局及市场竞争力持续增强, 向全球高端液压龙头企业进军

公司公布2020年年报及2021年一季报: 2020年共实现营收78.6亿元, 同比增长45.1%, 归母净利润22.5亿元, 同比增长73.9%, 经营净现金流19.8亿元, 同比增长19.3%; 2021年第一季度实现营收28.6亿元, 同比增长108.7%, 归母净利润7.8亿元, 同比增长125.5%。

**支撑评级的要点**

- **主要产品市场竞争力持续增强, 20年公司继续保持高增长。**受国内外工程机械需求持续火爆及公司市场份额提升持续的影响, 公司20年业绩持续大幅增长, 全年实现营收78.6亿元, 同比增长45.1%, 归母净利润22.5亿元, 同比增长73.9%, 营收和利润再创历史最佳。从公司的主要产品来看, 挖掘机专用油缸共销售70.6万只, 同比增长45.7%, 销量增速高于行业平均水平, 市场份额稳中有升, 进一步巩固龙头地位, 实现营收31.3亿元, 同比增长43.0%; 非标油缸共实现营收13.7亿元, 同比略有增长, 起重系油缸受海外疫情影响营收同比下滑超50%, 其它非标油缸均取得较快增长, 盾构机油缸营收增长近5%, 高端海工海事增长超20%, 其它非标油缸同比增长235.6%; 液压泵阀产品竞争力不断提高, 自主研发的挖掘机用主控泵阀及马达, 在中大型挖掘机应用上市场份额快速提升, 70T以上挖掘机用泵阀已通过主机厂的装机验证, 在非挖领域的高空作业车、水泥泵车和起重机械领域也实现了大批量装机, 报告期共实现收入23.4亿元, 同比增长85.2%; 铸件销量6.2万吨, 同比增长65.3%, 铸造二期年末月产能提升到0.5万吨, 整体良品率提升到98%以上。
- **泵阀放量、规模效应及产品结构优化, 公司盈利能力再创新高。**毛利率方面, 2020年公司整体毛利率44.0%, 同比提升6.4pct, 主要产品液压油缸、液压泵阀、液压系统受规模效应及产品结构优化毛利率均实现大幅提升, 分别同比增加7.4pct、14.4pct、28.8pct至46.8%、52.3%、45.7%, 配件及逐渐毛利率同比下降21.7pct至6.2%, 毛利下滑较多主要系铸件二期投入较大, 产能未完全释放, 成本压力较大。费用率方面, 公司持续强化内部管理, 整体费用率水平管控良好, 期间费用率9.8%, 同比提升0.2pct, 主要由于美元汇率造成汇兑损失增加, 财务费用率增加2.5pct所致, 而销售费用率、管理费用率、研发费用率均有不同程度的下降。受益泵阀放量、液压油缸销量大幅增长及高毛利产品占比增加, 公司盈利能力大幅提升, 20年全年销售净利率达28.8%, 同比提高4.8pct, 创历史新高。另外, 公司注重经营质量和风险管控, 报告期内经营净现金流19.8亿元, 同比增长19.3%, 虽有疫情冲击影响但回款依然较好, 现金流水平同样创历史最佳。
- **内外需求共振背景下一季度延续高增长趋势, 全年持续高景气可期。**21Q1在内外需求共振的背景下, 工程机械行业延续高景气趋势, 一季度挖掘机累计销售12.7万台, 同比增长85.0%, 公司业绩也延续高增长趋势, 其中挖机油缸产品收入同比增长89.2%, 非标油缸产品收入同比增长40.8%, 子产品液压科技因泵阀销量大幅增长, 收入同比增长173.6%, 产品综合毛利率同比增加2.9pct至41.0%, 净利率同比增加2.0pct至27.5%。据CME观测预计, 4约挖掘机销量预计5万台左右, 同比增长10%左右, 在20年需求后移、21年旺季前移的影响下, 4月仍保持两位数的增速体现行业需求的旺盛, 在基建需求拉动、环保升级叠加人工替代等多重因素驱动的背景下, 我们预计接下来行业预计仍将保持较高景气度, 公司也将充分受益下游行业需求的持续增长, 带动油缸及泵阀业务的持续高增长。
- **多元的产品布局及泵阀持续放量, 公司向全球高端液压龙头企业进军。**中长期来看, 公司成长性较为突出, 多元的产品布局、市场份额提升及国际业务的拓展有助于公司减少对国内挖掘机单一产品的依赖、穿越国内工程机械行业的周期波动, 中大挖泵阀20年市场份额还不是很高, 仍有较大提升空间, 起重机、混凝土机械、高空作业平台等非挖领域泵阀21年预计仍将持续放量, 未来2-3年中大挖泵阀市场份额持续提升及非挖领域泵阀持续放量将为公司带来较高的业绩弹性, 同时公司也加强对工业泵阀领域的布局进一步打开公司中长期成长空间。未来公司有望通过持续的研发投入, 凭借扎实的技术实力以及稳健的经营能力, 在更多的产品领域实现国产替代, 并通过“走出去”战略, 将公司打造成全球领先的高端液压标杆企业。

**估值**

- 基于行业高景气度及公司核心产品竞争力增强, 我们上调公司2021-2023年归母净利润分别至29.3/34.0/38.2亿元, 对应EPS为2.24/2.61/2.93元/股, 对应PE分别为39.1/33.6/29.9倍, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 全球疫情持续发酵, 行业竞争加剧, 基建和地产投资不及预期, 环保政策不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	5,414	7,855	9,863	11,207	12,302
变动(%)	29	45	26	14	10
净利润(人民币 百万)	1,296	2,254	2,929	3,403	3,821
全面摊薄每股收益(人民币)	0.993	1.727	2.244	2.607	2.927
变动(%)	4.7	73.9	30.0	16.2	12.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.754	2.018	
调整幅度(%)			27.9	29.2	
全面摊薄市盈率(倍)	88.3	50.8	39.1	33.6	29.9
价格/每股现金流量(倍)	68.9	57.8	38.6	32.8	28.0
每股现金流量(人民币)	1.27	1.52	2.27	2.67	3.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.0	37.5	29.4	25.3	22.3
每股股息(人民币)	0.405	3.874	0.787	0.944	1.015
股息率(%)	0.5	4.4	0.9	1.1	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 一季度业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2020Q1-	2021Q1	同比变动 (%)
营业总收入	13.69	28.57	108.71
营业成本	8.50	16.84	98.12
营业利润	4.17	9.35	124.22
净利润	3.48	7.84	125.29
归属于上市公司股东的净利润	3.47	7.83	125.53
扣非后净利润	3.06	7.68	151.10
销售费用 (万元)	2635.04	2955.67	
管理费用 (万元)	4422.12	5411.76	
研发费用 (万元)	5314.92	11413.72	
财务费用 (万元)	(3747.62)	215.70	
销售费用率 (%)	1.92	1.03	
管理费用率 (%)	3.23	1.89	
研发费用率 (%)	3.88	4.00	
财务费用率 (%)	(2.74)	0.08	
毛利率 (%)	37.87	41.04	
净利率 (%)	25.41	27.45	

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	5,414	7,855	9,863	11,207	12,302
销售成本	(3,421)	(4,463)	(5,635)	(6,416)	(7,037)
经营费用	(231)	(394)	(460)	(480)	(486)
息税折旧前利润	1,762	2,997	3,768	4,311	4,779
折旧及摊销	(264)	(311)	(361)	(415)	(470)
经营利润(息税前利润)	1,498	2,687	3,407	3,896	4,309
净利息收入/(费用)	85	(101)	6	122	264
其他收益/(损失)	67	74	96	94	95
税前利润	1,493	2,609	3,387	3,935	4,421
所得税	(195)	(348)	(445)	(519)	(584)
少数股东权益	2	7	12	14	15
净利润	1,296	2,254	2,929	3,403	3,821
核心净利润	1,297	2,254	2,930	3,404	3,822
每股收益(人民币)	0.993	1.727	2.244	2.607	2.927
核心每股收益(人民币)	0.994	1.727	2.245	2.608	2.928
每股股息(人民币)	0.405	3.874	0.787	0.944	1.015
收入增长(%)	29	45	26	14	10
息税前利润增长(%)	70	79	27	14	11
息税折旧前利润增长(%)	59	70	26	14	11
每股收益增长(%)	5	74	30	16	12
核心每股收益增长(%)	5	74	30	16	12

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,493	2,609	3,387	3,935	4,421
折旧与摊销	264	311	361	415	470
净利息费用	(31)	151	116	55	(16)
运营资本变动	19	(577)	(176)	(112)	(3)
税金	(193)	(340)	(445)	(519)	(584)
其他经营现金流	108	(173)	(274)	(283)	(202)
经营活动产生的现金流	1,660	1,981	2,968	3,492	4,085
购买固定资产净值	215	38	415	415	415
投资减少/增加	9	11	12	11	11
其他投资现金流	(676)	(712)	(479)	(951)	(867)
投资活动产生的现金流	(452)	(663)	(51)	(525)	(441)
净增权益	(529)	(5,057)	(1,027)	(1,233)	(1,325)
净增债务	(122)	(212)	(225)	0	0
支付股息	529	5,057	1,027	1,233	1,325
其他融资现金流	(332)	(606)	(1,275)	(1,277)	(1,277)
融资活动产生的现金流	(454)	(818)	(1,500)	(1,277)	(1,277)
现金变动	754	499	1,417	1,690	2,367
期初现金	1,571	2,343	2,777	4,194	5,884
公司自由现金流	1,208	1,318	2,917	2,967	3,644
权益自由现金流	1,055	1,257	2,809	3,021	3,628

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,343	2,777	4,194	5,884	8,251
应收帐款	1,052	1,765	2,126	2,357	2,496
库存	997	1,217	1,341	1,501	1,577
其他流动资产	98	164	237	272	286
流动资产总计	5,492	7,595	9,472	11,810	14,545
固定资产	2,583	2,614	2,673	2,681	2,640
无形资产	273	280	281	282	282
其他长期资产	70	119	200	300	400
长期资产总计	2,926	3,013	3,154	3,263	3,322
总资产	8,427	10,620	12,642	15,091	17,886
应付帐款	791	1,131	1,335	1,507	1,610
短期债务	551	324	300	300	300
其他流动负债	827	1,135	1,157	1,250	1,431
流动负债总计	2,170	2,590	2,792	3,057	3,341
长期借款	200	370	200	200	200
其他长期负债	443	309	400	400	400
股本	1,305	1,305	1,305	1,305	1,305
储备	4,692	5,993	7,895	10,066	12,561
股东权益	5,997	7,299	9,201	11,371	13,867
少数股东权益	30	38	50	63	79
总负债及权益	8,427	10,620	12,642	15,091	17,886
每股帐面价值(人民币)	4.59	5.59	7.05	8.71	10.62
每股有形资产(人民币)	4.39	5.38	6.83	8.50	10.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.22)	(1.60)	(2.83)	(4.12)	(5.94)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	32.5	38.2	38.2	38.5	38.8
息税前利润率(%)	27.7	34.2	34.5	34.8	35.0
税前利润率(%)	27.6	33.2	34.3	35.1	35.9
净利率(%)	23.9	28.7	29.7	30.4	31.1
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.9	3.4	3.9	4.4
利息覆盖率(倍)	26.8	60.9	88.7	125.7	139.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	2.5	2.9	3.4	3.9
估值					
市盈率(倍)	88.3	50.8	39.1	33.6	29.9
核心业务市盈率(倍)	88.2	50.8	39.1	33.6	29.9
市净率(倍)	19.1	15.7	12.4	10.1	8.3
价格/现金流(倍)	68.9	57.8	38.6	32.8	28.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.0	37.5	29.4	25.3	22.3
周转率					
存货周转天数	109.2	90.5	82.8	80.8	79.8
应收帐款周转天数	80.2	65.4	72.0	73.0	72.0
应付帐款周转天数	50.0	44.7	45.6	46.3	46.2
回报率					
股息支付率(%)	40.8	224.4	35.1	36.2	34.7
净资产收益率(%)	24.6	33.9	35.5	33.1	30.3
资产收益率(%)	16.6	24.5	25.4	24.4	22.7
已运用资本收益率(%)	5.2	7.6	8.2	7.8	7.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371