

## 业绩符合预期，加大研发拓宽产品线

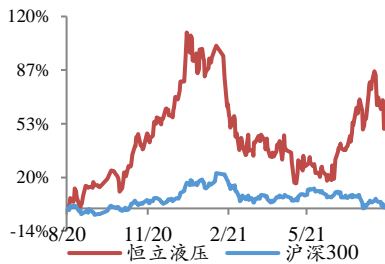
——2021年半年报业绩点评

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-08-23

收盘价(元)	95.97
近12个月最高/最低(元)	131.41/62.35
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)	1,253
流通市值(亿元)	1,253

### 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. 业绩表现靓丽，未来成长可期  
2021-04-27
2. 穿越周期，乘风而上——恒立液压  
深度报告系列二 2020-12-24
3. 疫情加速国产替代进程，公司业绩  
一如既往靓丽——2020-10-27

### 主要观点：

- **事件：**8月23日，公司发布2021半年报，2021上半年实现收入52.27亿，同比增长51.25%，归母净利润14.09亿，同比增长42.87%。单看Q2，实现收入23.70亿，同比增长13.56%，归母净利润6.26亿，同比下滑2.05%。
- **核心观点：**业绩基本符合预期。2021上半年，泵阀板块收入首次超过挖机油缸，成为公司第一大收入来源，挖机泵阀市占率持续提升，高机、起重机和泵车泵阀同步放量，工业领域首批型号完成小批量试装，公司正加大泵阀研发力度，高端化、标准化两手抓，不断开拓应用领域。短期来看，挖机行业有望在三季度末迎来基本面拐点，公司作为核心零部件供应商，将率先收益；长期来看，公司不断加大研发，铸就更深护城河，凭借稀缺性和成长性，熨平业绩波动能力强，盈利能力稳定，维持“买入”评级。

### ● 挖机油缸表现稳定，泵阀成长为第一大收入来源，非挖业务进展顺利。

(1) **挖机油缸：**2021上半年，我国挖机行业销量223833台，同比增速31%，在行业增长带动下，公司挖机油缸实现收入19.8亿元，同比增长38%，占比约38%，公司表现超越行业，根据我们测算，公司挖机油缸市占率稳定保持在50%以上。从量价角度看，2021上半年，公司共销售挖机油缸47.4万只，同比增速44%，均价4177元/只，环比2020年末下滑5.7%。我们判断均价的波动主要系一方面产品结构影响，一方面今年上半年原材料涨价较高，主机厂压力较大，将压力传导至上游，公司给主机厂小幅降价。

(2) **非标油缸：**2021上半年，实现收入8.45亿，同比增长46%，占比约16%。核心应用领域集中在起重、盾构、海工海事和新能源风电，公司积极开拓海内外新客户、新应用，非标油缸业务实现高增长。从量价角度看，销量7.88万只，同比增长23%，均价1.07万/只，环比2020年末下滑3.3%，基本维持高位稳定。量价方面的不匹配主要由于产品结构的变化，2020年下半年开始新能源风电领域的突破使得大型非标油缸占比提升。

(3) **液压泵阀：**公司液压泵阀的研发制造主体包括液压科技（覆盖行走机械、盾构、海工海事、试验台领域）和上海立新（小型工业领域），2021上半年，二者分别实现收入21.18亿、0.91亿元，同比增速分别为78%、30%，泵阀板块收入占总营收比重约40%，成为第一大收入来源。

①**行走机械领域：**小挖保持稳定，中大挖泵阀持续放量，市占率明显提升，根据出货量粗略估算，大中小挖泵阀平均市场份额分别约15%、40%、55%，60吨以上超大挖泵阀以及各类电控产品实现小批量供货，其他行走机械主要集中在高空作业平台、起重机和水泥泵车。②**工业领域：**公

司完成全型号 V30G 工业泵和电磁比例阀开发，已在海工、盾构、试验台等领域小批量试装，同时公司注重高端化研发，未来将进一步开拓注塑机、锻压、地下工程等下游领域。

- 积极应对原材料成本上涨压力，盈利能力保持稳定。**2021 上半年，公司销售毛利率 41.10%，同比-0.83pct，环比一季度-0.02pct。从价格角度看，由于下游客户有价格调整诉求，2021 一季度公司对产品价格进行下调，幅度在 3% 以内；从成本角度看，2020 年底以来原材料成本大幅上涨，公司一方面通过年初议价维持采购价格稳定，另一方面，提前储备原材料，因此保持了毛利率的基本稳定。预计公司全年毛利率能够稳定在 41% 水平。

**内控优秀，加强研发投入力度，拓宽产品线，加深护城河。**2021 上半年，期间费用率为 8.47%，同比+1.93pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.88%、2.16%、4.65%、0.78%，分别同比-0.72、-0.68、+1.54、1.78pct，期间费用率上涨主要系**①加强研发投入**：2021 上半年，研发投入 2.43 亿元，同比增长 126.33%，公司加大泵阀、电控产品研发创新力度，将加速产品多元化格局；**②财务费用增加**：由于美元汇率下降，汇兑损失约 0.37 亿元，去年同期实现汇兑收益 0.34 亿元。销售净利率 27.01%，同比-1.59pct，剔除汇兑损益影响，公司盈利能力基本保持稳定。

- 工程机械行业后续催化剂不断，公司 9 月份排产边际改善。从政策催化角度看，资金、开工等短期因素边际改善明显。**资金延迟到位、开工不及预期是影响 Q2 下游设备需求的短期因素。730 中央政治局会议提出，在需求端要加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量；在成本端统筹有序做好大宗商品的保供稳价。预计 8-10 月将迎来发行高峰，月均新增规模估计超过 7000 亿元，7 月中下旬以来，多地重大项目进入密集开工期，基建投资将持续发力。**从挖机销售结构角度看，小挖销量下滑导致了行业波动，中大挖韧性相对强。**2021 年 1-7 月，国内大/中/小挖累计销量分别为 23853、60434、121742 台，同比增速分别为 5.66%、38.05%、15.07%，占比分别为 15.7%、29.0%、55.3%，国内市场行业累计销量增速为 19.7%，大、小挖均低于行业水平，但小挖占比更高，对行业影响更大；大挖增速低主要系上半年因为安全生产，环保督察等因素，矿山项目开工不及预期。我们认为，中大挖市场表现韧性强，一方面是因为 7 月以来，北方多地矿山进入复工复产节奏，同时，下半年基建投资又将拉动中大挖需求，另一方面，国产品牌中大挖不断推陈出新，产品竞争力增强，市占率仍在持续提升。

**公司产品布局多样化，熨平周期波动能力不断增强。**短期来看，挖机油缸 9 月份排产经过公司需求测试，预计同比增长 20%，中大挖泵阀仍将维持放量节奏；长期来看，公司产品品类扩张进展顺利，非标领域应用不断增多，同时，公司正由硬件向全套液压产品供应商转型，布局电控系统和软件，未来熨平周期波动能力将进一步增强。

● **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 96.62、112.53、128.01 亿元，同比增速分别为 23.0%、16.5%、13.8%；归母净利润分别为 28.29、33.59、39.11 亿元，同比增速分别为 25.5%、18.7%、16.4%。对应 PE 分别为 44、37、32 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。

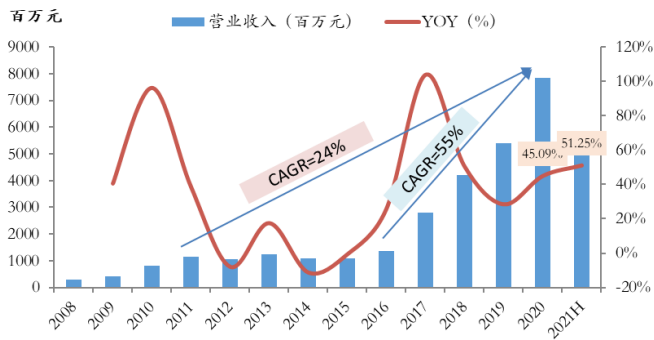
● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7855	9662	11253	12801
收入同比 (%)	45.1%	23.0%	16.5%	13.8%
归属母公司净利润	2254	2829	3359	3911
净利润同比 (%)	73.9%	25.5%	18.7%	16.4%
毛利率 (%)	44.1%	41.1%	41.4%	41.8%
ROE (%)	30.8%	27.8%	24.8%	22.4%
每股收益 (元)	1.73	2.17	2.57	3.00
P/E	65.45	44.28	37.30	32.03
P/B	20.17	12.32	9.25	7.17
EV/EBITDA	47.18	35.36	29.53	25.03

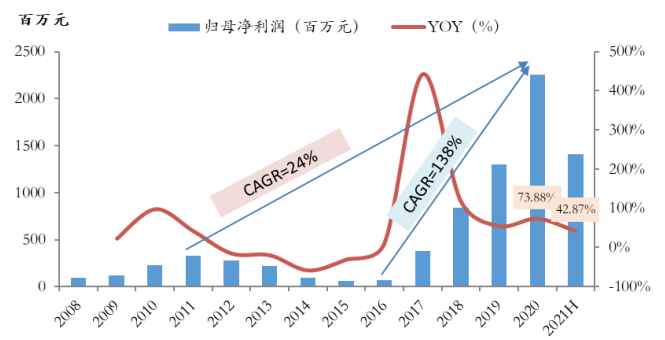
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 公司 2021H 营收增速 51.25%



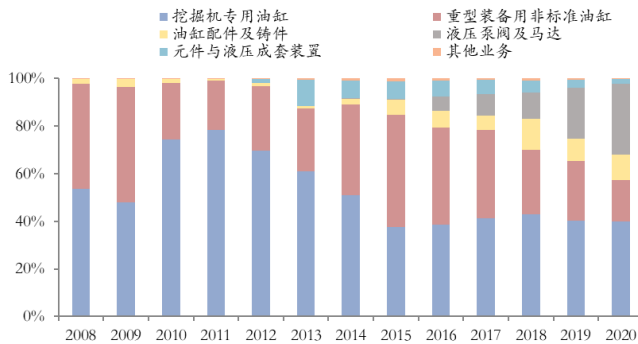
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 公司 2021H 归母净利润增速 42.87%



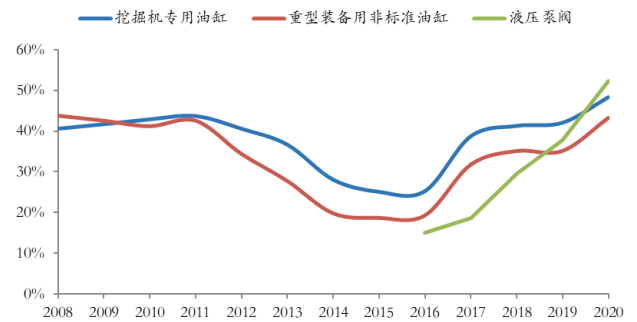
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 恒立液压产品结构变迁



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 恒立分产品毛利率情况



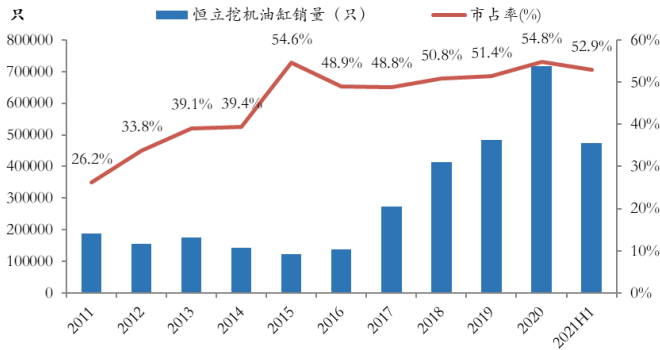
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 2011-2021H 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	2021H
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	19.80
非标油缸	2.36	2.85	3.27	4.15	5.16	5.60	10.42	11.44	13.53	13.70	8.45
产量 (只)											
挖机油缸	188480	168788	184652	142236	118510	140275	284614	429628	472791	719920	466000
非标油缸	37767	40479	44975	49330	61112	72478	130290	154516	169071	116307	78000
销量 (只)											
挖机油缸	187141	156227	175318	142634	123143	137587	274122	413538	484854	706136	474000
非标油缸	36627	38003	42908	47124	57591	67441	127475	143745	165828	123590	78800
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%	43.8%
非标油缸		3.8%	12.9%	9.8%	22.2%	17.1%	89.0%	12.8%	15.4%	-25.5%	23.0%
均价(元)											
挖机油缸	4740	4661	4278	3918	3305	3845	4209	4379	4513	4428	4177
非标油缸	6454	7496	7618	8810	8952	8304	8177	7959	8159	11085	10723
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%	-5.7%
非标油缸		16.1%	1.6%	15.6%	1.6%	-7.2%	-1.5%	-2.7%	2.5%	35.9%	-3.3%

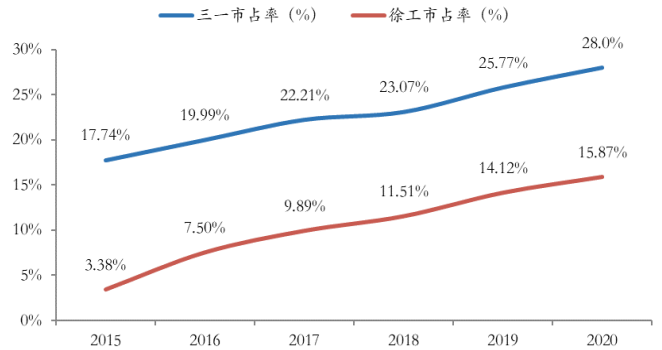
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 恒立挖机油缸市占率超过50%



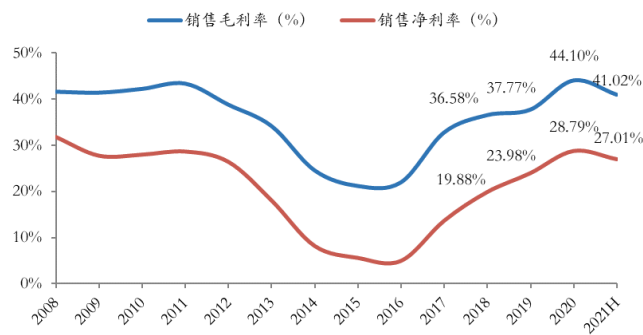
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 下游客户三一、徐工挖机市占率不断提升



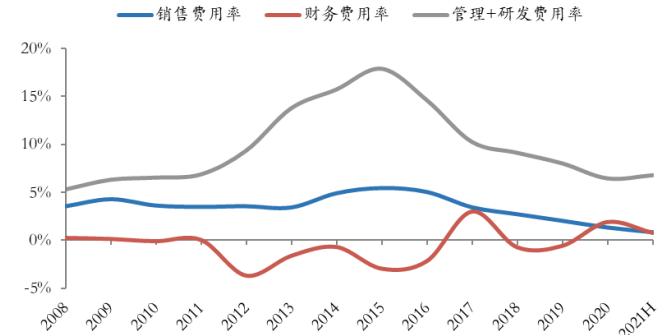
资料来源: CCMA 挖机分会, 华安证券研究所

图表8 2021H 毛、净利率承压



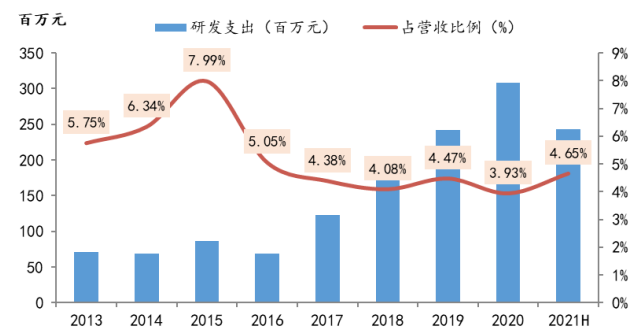
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表9 费用控制效果显著



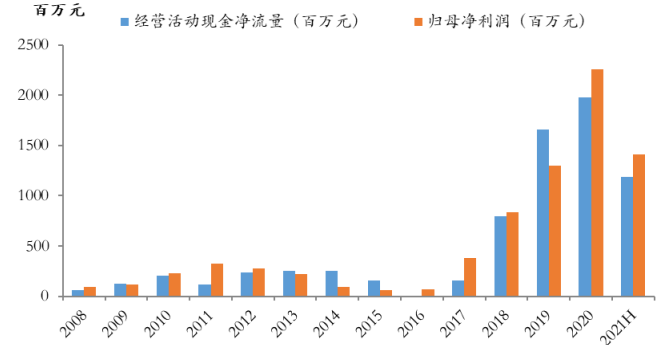
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表10 公司研发投入力度加强



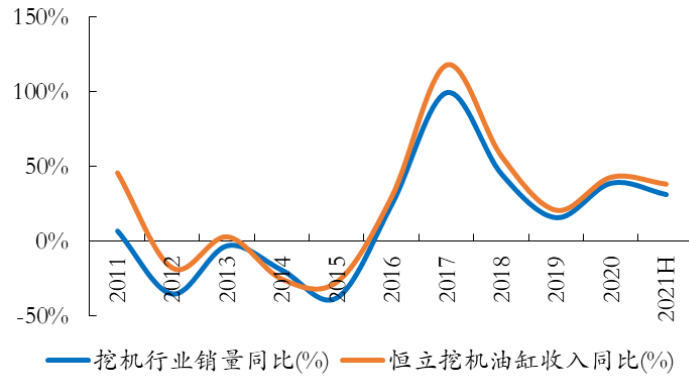
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表11 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 12 恒立液压挖机油缸产品收入增速基本高于挖机行业销量增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 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

## 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。

**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
<b>流动资产</b>	7595	10679	14342	18548	<b>营业收入</b>	7855	9662	11253	12801
现金	2777	4989	8104	11687	营业成本	4391	5691	6596	7457
应收账款	964	1152	1310	1491	营业税金及附加	72	92	106	120
其他应收款	10	18	18	21	销售费用	107	121	135	147
预付账款	164	209	235	271	管理费用	200	227	253	275
存货	1217	1723	1933	2190	财务费用	151	-17	-50	-96
其他流动资产	2463	2589	2741	2890	资产减值损失	-53	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	19	19	22
固定资产	2432	2548	2656	2769	<b>营业利润</b>	2606	3264	3877	4516
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
<b>资产总计</b>	10620	13855	17650	21987	<b>利润总额</b>	2609	3267	3880	4518
<b>流动负债</b>	2590	2958	3350	3729	所得税	348	431	513	598
短期借款	324	324	324	324	<b>净利润</b>	2261	2836	3367	3920
应付账款	675	872	1006	1141	少数股东损益	7	6	8	10
其他流动负债	1590	1761	2021	2264	<b>归属母公司净利润</b>	2254	2829	3359	3911
<b>非流动负债</b>	679	689	701	714	EBITDA	3087	3428	4000	4576
长期借款	370	380	392	405	EPS (元)	1.73	2.17	2.57	3.00
其他非流动负债	309	309	309	309					
<b>负债合计</b>	3269	3647	4051	4443					
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	7448	10830	14766					
归属母公司股东权益	7314	10165	13547	17482					
<b>负债和股东权益</b>	10620	13855	17650	21987					

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	
<b>经营活动现金流</b>	1981	2618	3503	3963	<b>成长能力</b>				
净利润	2254	2829	3359	3911	营业收入	45.1%	23.0%	16.5%	13.8%
折旧摊销	311	283	287	286	营业利润	75.3%	25.2%	18.8%	16.5%
财务费用	146	25	25	26	归属于母公司净利	73.9%	25.5%	18.7%	16.4%
投资损失	-11	-19	-19	-22	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-843	-504	-155	-245	毛利率 (%)	44.1%	41.1%	41.4%	41.8%
其他经营现金流	3221	3337	3520	4163	净利率 (%)	28.7%	29.3%	29.8%	30.5%
<b>投资活动现金流</b>	-663	-391	-374	-368	ROE (%)	30.8%	27.8%	24.8%	22.4%
资本支出	-399	-410	-393	-389	ROIC (%)	29.1%	24.5%	22.2%	20.1%
长期投资	-338	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	75	19	19	22	资产负债率 (%)	30.8%	26.3%	23.0%	20.2%
<b>筹资活动现金流</b>	-818	-15	-13	-13	净负债比率 (%)	44.5%	35.7%	29.8%	25.3%
短期借款	-227	0	0	0	流动比率	2.93	3.61	4.28	4.97
长期借款	171	10	12	13	速动比率	2.40	2.96	3.63	4.31
普通股增加	423	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-423	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.70	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
<b>现金净增加额</b>	335	2212	3115	3582	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	2.17	2.57	3.00
每股经营现金流薄)	1.52	2.01	2.68	3.04
每股净资产	5.60	7.79	10.38	13.39

估值比率				
P/E	65.45	44.28	37.30	32.03
P/B	20.17	12.32	9.25	7.17
EV/EBITDA	47.18	35.36	29.53	25.03

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；

**分析师：**范云浩：北京大学计算机技术硕士，曾就职于方正证券研究所，重点覆盖半导体、光伏、缝纫设备等行业，擅长自上而下把握投资机会。2018 年新财富最佳分析师第二名核心成员。执业证书编号：S0010520070002。

## 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述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。