

**601100.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 95.47

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 核心产品市场竞争力持续增强, 泵阀业务上半年表现亮眼; 加强新产品研发力度, 原材料价格大幅上涨背景下持续保持高盈利能力; 工程机械需求弱周期波动背景下公司可持续成长性突出, 多元化产品布局及泵阀持续放量打开中长期成长空间。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.8)	(9.3)	20.1	52.7
相对上证指数	(15.2)	(8.3)	19.6	48.9

发行股数(百万)	1,305
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	124,623
3个月日均交易额(人民币 百万)	980
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8月24日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《恒立液压》20210429
- 《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

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

## 高端液压龙头抗周期波动能力强劲, 多元化+全球化打开中长期成长空间

公司公布 2021 年中报: 2021H1 共实现营收 52.3 亿元, 同比增长 51.2%, 归母净利润 14.1 亿元, 同比增长 42.9%, 扣非归母净利润 13.8 亿元, 同比增长 48.9%, 经营净现金流 11.9 亿元, 同比增长 25.4%。

**支撑评级的要点**

- **核心产品市场竞争力持续增强, 泵阀业务上半年表现亮眼。**受国内外工程机械需求持续火爆及公司产品市场份额提升持续的驱动, 公司上半年业绩持续高增长, 21H1 实现营收 52.3 亿元, 同比增长 51.2%, 归母净利润 14.1 亿元, 同比增长 42.9%, 其中 Q2 单季营收 23.7 亿元, 同比增长 13.6%, 归母净利润 6.3 亿元, 同比小幅下滑 2.1%。据中国工程机械工业协会统计, 21Q2 挖掘机行业共实现销量 9.7 万台, 同比下滑 4.8%, 在行业需求小幅下滑时公司营收仍保持两位数以上的增长, 体现较强的抗周期波动能力。分产品看, 上半年挖掘机油缸共销售 47.4 万只, 同比增长 44%, 增速高于上半年挖掘机行业销量增速, 市场份额进一步提升, 实现营收 19.8 亿元, 同比增长 38%; 非标油缸销量 7.9 万只, 同比增长 23%, 实现营收 8.5 亿元, 同比增长 46%, 公司积极拓展国内外新应用、新客户, 使得非标油缸板块快速成长; 液压泵阀产品竞争力不断提高, 上半年市场表现亮眼, 所有产线超负荷运转, 中小挖和大挖市场份额进一步提升, 60T+挖掘机用泵阀、8-70T 机电控系列泵阀在各主机厂实现小批量供货, 非挖板块的高空作业车、水泥泵车和起重机领域国内业务规模也持续扩大, 国外业务已通过装机验证, 适用在海工、盾构、试验台等领域 V30G 系列工业泵及多领域应用的比例电磁阀也进行小批量试装, 报告期共实现收入 21.2 亿元, 同比增长 78%; 铸件销量 4.3 万吨, 同比增长 66%, 铸造二期产能利用率快速提升, 目前已达 100%。
- **加强新产品研发力度, 原材料价格大幅上涨背景下持续保持高盈利能力。**21 年上半年在原材料价格大幅上行及工程机械终端产品价格下行的双重压力下, 公司仍保持高盈利能力, 体现公司较强的行业议价能力及成本管控能力, 21H1 年公司整体毛利率 41.0%, 与去年同期大致持平, Q2 单季毛利率与 Q1 也基本持平。费用率方面, 公司持续强化内部管理, 信息化及智能化稳步推进, 产品单位成本、人均效率产出均有明显的改善, 21H1 期间费用率为 8.5%, 同比提升 2.0pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.9%/2.2%/4.7%/0.8%, 分别同比下降 0.7pct、下降 0.7pct、提升 1.5pct、提升 1.8pct, 销售及管理费用率进一步下行, 上半年公司加大了对新下游领域液压产品的研发力度, 研发费用率同比增长明显, 未来公司有望持续加大研发投入, 而财务费用率大增主要系美元汇率下降造成汇兑损失增加所致。受期间费用率的短暂上行, 公司上半年净利率小幅下滑, 21H1 净利率 27.0%, 同比下降 1.6pct, 21Q2 净利率 26.5%, 环比下降 1.0pct。另外, 公司注重经营质量和风险管控, 加强对销售贷款的回收, 报告期内经营净现金流 11.9 亿元, 同比增长 25.4%, 现金流水平再创历史最佳水平。
- **工程机械需求弱周期波动背景下公司可持续成长性突出, 多元化产品布局及泵阀持续放量打开中长期成长空间。**十四五期间宏观投资环境的趋稳及政府对经济的跨周期调节, 工程机械行业需求预计呈现弱周期波动, 在此背景下公司未来可持续成长性突出: 短中期主要依靠非标油缸、挖掘机泵阀、非标泵阀市场份额的大幅提升, 长期依靠全球化的推进及工业泵阀的放量。短中期来看, 多元化产品布局及市场份额提升有助于减少公司业绩对国内工程机械行业的周期波动, 盾构机、海工海事、新能源等非标油缸上半年开始快速增长, 目前市场份额还不高, 未来还有一定的提升空间, 近年来挖掘机泵阀业务持续放量, 市场份额提升明显, 未来 2-3 年有望继续提升至挖掘机油缸相当的份额水平, 非标泵阀下游应用领域广泛, 市场空间与挖掘机泵阀相当, 目前公司市场份额较低, 上半年开始明显放量, 未来成长空间广阔; 长期来看, 工业泵阀市场空间巨大, 市场空间远大于工程机械领域, 据工业液压全球龙头力士乐数据显示, 19、20 年其营收分别约 62、52 亿欧元, 因此向工业液压领域拓展将大幅提升公司的成长空间, 未来公司将通过持续的研发投入, 在各工业细分领域逐渐实现国产替代, 并通过“走出去”战略, 将公司打造成全球领先的高端液压龙头企业。

**估值**

- 预计公司 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 42.5/36.6/32.6 倍, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 行业竞争加剧, 基建和地产投资不及预期, 非标油缸拓展不及预期, 液压泵阀产品拓展不及预期。

**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
全面摊薄市盈率(倍)	96.1	55.3	42.5	36.6	32.6
价格/每股现金流量(倍)	75.1	62.9	42.0	35.7	30.5
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)	69.8	40.9	32.1	27.7	24.5
每股股息(人民币)	0.405	3.874	0.787	0.944	1.015
股息率(%)	0.4	4.1	0.8	1.0	1.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021H1 业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2020H1	2021H1	同比变动 (%)
营业总收入	34.56	52.27	51.25
营业成本	20.09	30.83	53.41
营业利润	11.75	16.71	42.15
净利润	9.88	14.12	42.86
归属于上市公司股东的净利润	9.86	14.09	42.87
扣非后净利润	9.26	13.78	48.86
销售费用 (百万元)	55.06	45.74	(16.93)
管理费用 (百万元)	98.10	112.95	15.14
研发费用 (百万元)	107.36	242.98	126.33
财务费用 (百万元)	(34.46)	40.89	218.66
销售费用率 (%)	1.59	0.88	
管理费用率 (%)	2.84	2.16	
研发费用率 (%)	3.11	4.65	
财务费用率 (%)	(1.00)	0.78	
毛利率 (%)	41.85	41.02	
净利率 (%)	28.60	27.01	

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

### 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

### 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

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	96.1	55.3	42.5	36.6	32.6
核心业务市盈率(倍)	96.1	55.3	42.5	36.6	32.6
市净率(倍)	20.8	17.1	13.5	11.0	9.0
价格/现金流(倍)	75.1	62.9	42.0	35.7	30.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	69.8	40.9	32.1	27.7	24.5
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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。

本报告期内含保密信息，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