

恒立液压(601100)

拟定增 50 亿扩产能：全面迈向高端化、电动化和全球化
——恒立液压点评报告

公司点评

行业公司研究
——机械装备行业——
证券研究

证券研究报告

□ 拟非公开发行募资 50 亿扩产能：将全面迈向高端化、电动化和全球化

公司公告：拟定增不超过 50 亿元用于恒立墨西哥（11 亿）、线性驱动器（14 亿）、恒立国际研发中心（5.7 亿）、通用液压泵技改（2.9 亿）、超大重型油缸（1.4 亿）等项目。根据 MarketsandMarkets 的数据，2020 全球液压件市场规模 2580 亿元，到 2025 年将增加至 2904 亿元，CAGR 为 2.4%。2020 年中国液压件市场规模 779 亿元，占比 30%，2016-2020 年 CAGR 达 7.7%，市场规模稳健增长。

□ 高端化：积极建设通用泵阀、非标油缸产能，改善产品结构和提升价值量

与挖机油缸相比，通用泵阀、非标油缸等技术难度更大，价值量更高。通用液压泵技改项目将使公司原有年产 9000 台通用液压泵的产能将扩至年产 7 万台，超大重型油缸项目达产后将形成年产 2800 吨非标定制超大重型油缸生产能力。

□ 电动化：推动液压缸向电动缸升级，攻关电动缸和核心零部件滚珠丝杆难点

电动缸在特定场景可以替代液压缸和气动缸。滚珠丝杆等精密传动元件是电动缸的关键零部件。根据 Value Market Research 数据，2019 年全球滚珠丝杆市场规模为 195 亿美元，预计 2026 年将达到 297 亿美元，CAGR 约为 6%。线性驱动项目达产后将形成年产 10.4 万根标准滚珠丝杆电动缸、4500 根重载滚珠丝杆电动缸、750 根行星滚柱丝杆电动缸、10 万米标准滚珠丝杆和 10 万米重载滚珠丝杆的生产能力。

□ 全球化：恒立液压全球市场份额稳步提升，海外提前布局逐步进入收获期

根据国际流体动力委员会数据，博世力士乐、派克汉尼汾、伊顿和川崎重工合计全球市占率从 2012 年 46% 下降至 2020 年 35%，恒立液压的全球市占率从 0.5% 快速提升至 3%。公司已经切入以美国卡特彼勒为代表的全球高端工程机械配套体系，也将伴随国内主要客户进行海外拓展，恒立墨西哥项目会降低向北美出口的关税，达产后将形成工程机械用油缸 20 万根、延伸缸和其他特种油缸 6.3 万根以及液压泵和马达 15 万台的生产能力。

□ 成长路径明晰：国产替代+品类扩张+电动化+全球化，有望成为全球龙头

成长路径（1）国产替代，存量产品市占率提升；（2）从挖掘机行业向非挖掘机工程机械行业渗透；（3）从工程机械行业向通用领域拓展；（4）产品品类拓展，泵阀马达复制油缸成长路径；（5）电动化实现技术升级；（6）全球化成长空间更大。

□ 盈利预测及估值

由于定增仍处于预案阶段，具有不确定性，暂不考虑本次定增影响。预计公司 2021-2023 净利润为 27/33/39 亿元，同比增长 20%/23%/16%，对应 PE46/37/32 倍。给予买入评级。

风险提示：地产基建投资下滑；原材料价格超预期上涨；

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	7855	9819	11783	13550
(+/-)	45%	25%	20%	15%
净利润	2254	2700	3308	3852
(+/-)	61%	20%	23%	16%
每股收益(元)	1.7	2.1	2.5	3.0
P/E	55	46	37	32
ROE	35%	31%	28%	25%
PB	17	12	9	7

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

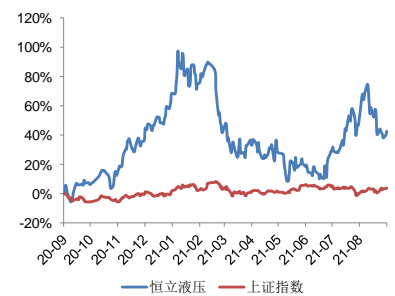
¥ 94.98

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李锋

执业证书号：S1230517080001
lifeng1@stocke.com.cn



相关报告

1、公司深度《恒立液压：深度：品类拓展、进口替代驱动高增长》
2021.07.01

附录一：恒立液压定增募投项目一览

表 1：恒立液压定增项目一览

定增项目	建设地点	总投资/募投资金(亿元)	新增产能
恒立墨西哥项目	墨西哥新莱昂州蒙特雷市	12/11	工程机械用油缸 20 万根、延伸缸和其他特种油缸 6.3 万根以及液压泵和马达 15 万台
线性驱动器项目	常州市武进高新开发区	15/14	年产 10.4 万根标准滚珠丝杆电动缸、4500 根重载滚珠丝杆电动缸、750 根行星滚柱丝杆电动缸、10 万米标准滚珠丝杆和 10 万米重载滚珠丝杆
通用液压泵技改项目	常州市武进高新开发区	3.1/2.9	原年产 9,000 台通用液压泵产能将扩至年产 70,000 台
超大重型油缸项目	常州市武进高新开发区	1.5/1.4	年产 2,800 吨非标定制超大重型油缸的生产能力
恒立国际研发中心项目	常州市武进高新开发区	6.5/5.7	研发中心、综合服务中心和试制平台，主要开展液压泵阀及马达相关研究
补充流动资金		15	增加公司营运资金

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7595	10896	14727	19079	营业收入	7855	9819	11783	13550
现金	2777	5636	8435	12185	营业成本	4391	5793	6952	7994
交易性金融资产	713	543	628	585	营业税金及附加	72	98	106	122
应收账款	1765	2066	2577	2919	营业费用	107	128	141	163
其它应收款	10	13	15	18	管理费用	200	245	289	325
预付账款	164	192	245	273	研发费用	309	393	471	542
存货	1217	1660	1959	2272	财务费用	151	152	114	68
其他	949	786	868	827	资产减值损失	90	(10)	(10)	(10)
非流动资产	3025	2960	2904	2831	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	10	10	10
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	60	70	70	70
固定资产	2432	2417	2375	2329	营业利润	2606	3099	3799	4425
无形资产	280	268	260	250	营业外收支	3	8	9	9
在建工程	182	167	149	138	利润总额	2609	3108	3808	4434
其他	132	107	120	114	所得税	348	404	495	576
资产总计	10620	13856	17630	21910	净利润	2261	2704	3313	3858
流动负债	2590	3046	3452	3808	少数股东损益	7	4	5	6
短期借款	324	438	381	409	归属母公司净利润	2254	2700	3308	3852
应付款项	1131	1426	1751	1991	EBITDA	2916	3270	3941	4529
预收账款	108	242	226	297	EPS (最新摊薄)	1.73	2.07	2.53	2.95
其他	1027	941	1094	1112	主要财务比率				
非流动负债	679	755	810	876		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	370	379	468	517	成长能力				
其他	309	376	342	359	营业收入	45%	25%	20%	15%
负债合计	3269	3801	4262	4684	营业利润	64%	19%	23%	16%
少数股东权益	38	42	47	53	归属母公司净利润	61%	20%	23%	16%
归属母公司股东权益	7314	10013	13321	17173	获利能力				
负债和股东权益	10620	13856	17630	21910	毛利率	44%	41%	41%	41%
					净利率	29%	28%	28%	28%
					ROE	35%	31%	28%	25%
					ROIC	27%	24%	23%	20%
					偿债能力				
					资产负债率	31%	27%	24%	21%
					净负债比率	28%	30%	26%	26%
					流动比率	2.93	3.58	4.27	5.01
					速动比率	2.46	3.03	3.70	4.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.80	0.75	0.69
					应收帐款周转率	9.57	9.01	8.83	8.67
					应付帐款周转率	7.50	7.49	7.21	7.05
					每股指标(元)				
					每股收益	1.73	2.07	2.53	2.95
					每股经营现金	1.52	2.19	2.34	2.92
					每股净资产	5.60	7.67	10.21	13.16
					估值比率				
					P/E	55	46	37	32
					P/B	17	12	9	7
					EV/EBITDA	50	36	29	25

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1981	2860	3055	3814
净利润	2261	2704	3313	3858
折旧摊销	311	171	179	186
财务费用	151	152	114	68
投资损失	(11)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(678)	291	(229)	33
其它	(54)	(448)	(312)	(321)
投资活动现金流	(663)	51	(186)	(67)
资本支出	(31)	(126)	(104)	(115)
长期投资	0	0	0	0
其他	(632)	178	(82)	48
筹资活动现金流	(818)	(52)	(70)	3
短期借款	(227)	114	(57)	28
长期借款	171	8	90	49
其他	(762)	(174)	(103)	(74)
现金净增加额	499	2859	2799	3750

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>