

## 2021 年三季度报点评：强阿尔法属性彰显，盈利能力依然卓越

买入（维持）

2021 年 10 月 30 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,855	10,352	12,894	16,065
同比（%）	45.09%	31.79%	24.55%	24.59%
归母净利润（百万元）	2,254	2,745	3,496	4,549
同比（%）	73.88%	21.78%	27.36%	30.13%
每股收益（元/股）	1.73	2.10	2.68	3.48
P/E（倍）	48	39	31	24

**事件：**公司 2021 年前三季度实现营业总收入 71.83 亿元，同比+34.93%；归母净利润 19.86 亿元，同比+34.90%，符合我们预期；扣非后归母净利润为 19.22 亿元，同比+30.20%。

### 投资要点

#### ■ 前三季度增速高于行业，强阿尔法属性彰显

公司 2021 年前三季度实现营业总收入 71.83 亿元，同比+34.93%，高于同期挖掘机行业同比增速 18.11%，强阿尔法属性继续彰显。分业务看，我们预计挖机油缸/非标油缸/泵/阀/马达均维持强于行业的高增速，非标/泵/阀/马达增速领先于挖机油缸，成为业绩增长的主驱动力。单季度看，公司 Q3 实现收入 19.56 亿元，同比+4.73%；增幅下滑，主要系（1）2020 年挖掘机行业旺季后移，同期基数高；（2）工程机械客户处于短期去库存窗口期，叠加淡季影响，下游需求走弱。考虑到：①Q4 为工程机械行业传统旺季；②2021 年尚余的 1.4 亿新增专项债将在 11 月底发完，带动基建项目落地；③钢材等建材价格企稳，开工率回升，我们预计 Q4 公司下游需求有望环比改善，全年业绩维持高速增长。

#### ■ 上游铸件自制+强研发驱动，盈利能力依然卓越

2021 年前三季度公司综合毛利率 42.00%，同比-0.25pct，原材料价格上涨对成本端影响较小，我们判断系公司铸件自制延伸产业链上游，增强成本控制能力。单 Q3 综合毛利率 44.61%，同比+1.63pct，我们判断系高毛利泵阀等产品占比提升。随着 Q4 原材料价格企稳、高毛利产品放量、规模效应释放，我们预计全年毛利率保持稳定。2021 年前三季度公司归母净利润率 27.71%，同比-0.02pct，主要系研发投入增强，同比+3.52%。Q3 单季度归母净利润率 29.50%，同比+3.48pct，受益于产品结构优化和费控能力提升。具体来看，Q3 单季度公司期间费用率 16.11%，同比+3.39pct，其中研发/管理/财务/销售费用率分别为 12.28%/3.31%/0.83%/-0.31%，管理+销售费用率同比-0.64pct，研发费用率同比+8.87pct，研发投入力度持续加大，向通用液压件平台化公司转型。

#### ■ 加大研发布局第三轮扩张周期，非挖+泵阀有望成为重要增长极

根据我们此前深度报告测算，2020 年国内挖机液压件市场约为 200 亿元，非挖液压件市场约为挖机领域 3 倍（600 亿元），2020 年恒立非挖油缸+非挖泵阀收入仅 16 亿，渗透率极低，远期拓展前景可观。我们判断公司正加大研发投入，进入泵阀+非挖为主的第三轮扩张周期。2021 前三季度公司非标油缸、泵阀收入增速已反超挖机油缸，马达已进入 JLG 供应体系，新增订单亟待放量；未来随着非挖板块高空作业车、泵车、起重机及新能源等领域拓展，明后年泵阀、非挖油缸业务有望保持高速增长。

**盈利预测与投资评级：**公司为国产高端液压件稀缺龙头，平台化拓品能力较强，未来非挖、泵阀业务成为新增长极，我们维持公司 2021-2023 年净利润 27/35/45 亿元，当前市值对应 PE 为 39/31/24X，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；行业周期波动；原材料价格持续上涨风险；泵阀业务拓展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	82.10
一年最低/最高价	67.03/136.60
市净率(倍)	12.61
流通 A 股市值(百万元)	107170.06

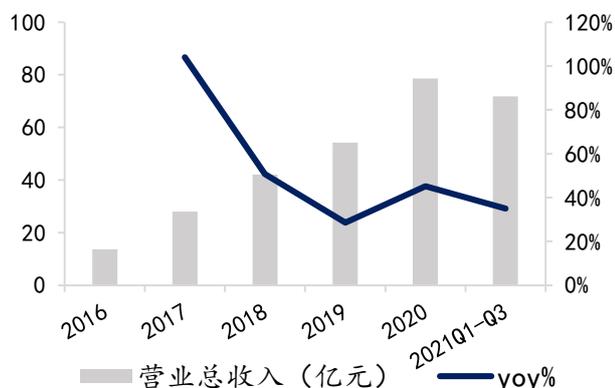
### 基础数据

每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	27.96
总股本(百万股)	1305.36
流通 A 股(百万股)	1305.36

### 相关研究

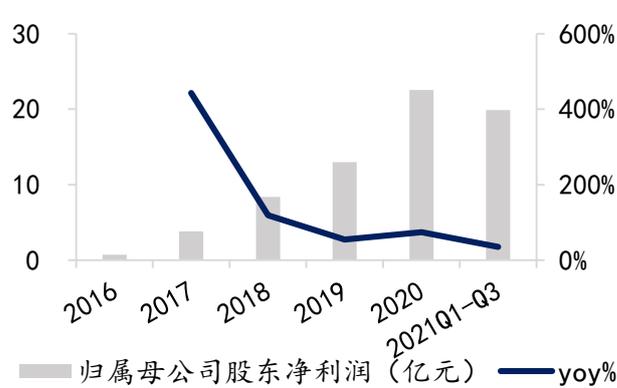
- 1、《恒立液压 (601100)：拟定增 50 亿元加码国际化+电动化，有望进入新一轮扩张期》
- 2、《恒立液压 (601100)：2021 年中报点评：各版块业务高增，加大研发布局第三轮扩张周期》
- 3、《恒立液压 (601100) 国产液压件稀缺龙头，泵阀+非标再造恒立》2021-07-13

图 1: 2021 年前三季度实现营业收入 71.83 亿元, 同比 +34.93%



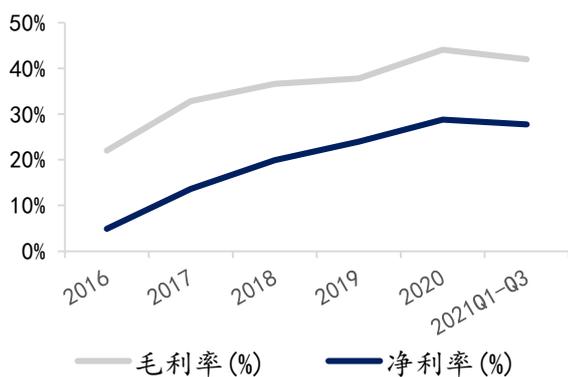
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年前三季度归母净利润 19.86 亿元, 同比 +34.90%



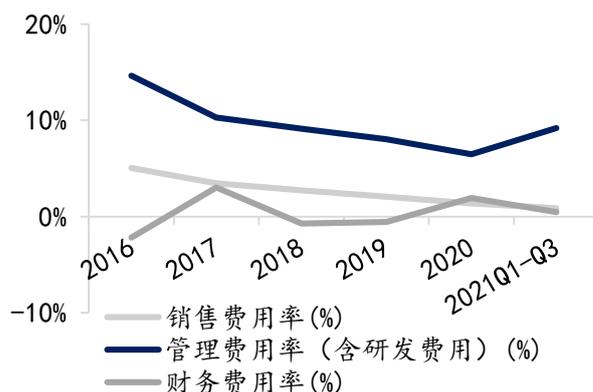
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 毛利率与净利率维持稳定



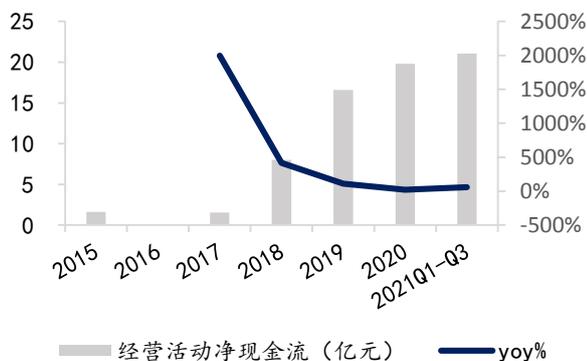
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年前三季度销售+管理费用率同比-1.23pct; 研发费用率同比+3.52pct



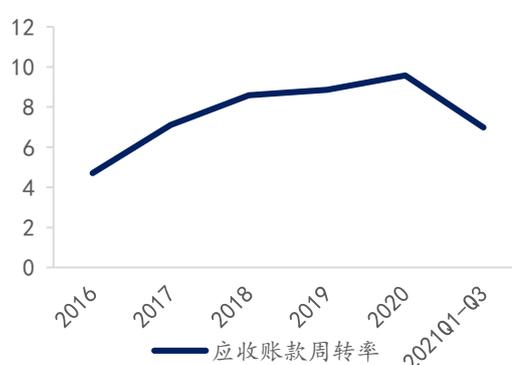
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 经营性现金流充裕



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 应收账款周转率有所下降 (单位: 次)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

恒立液压三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>7595</b>	<b>10275</b>	<b>13576</b>	<b>17979</b>	<b>营业收入</b>	<b>7855</b>	<b>10352</b>	<b>12894</b>	<b>16065</b>
现金	2777	5092	7168	10059	减:营业成本	4391	5829	7089	8604
应收账款	1775	2339	2913	3630	营业税金及附加	72	95	129	161
存货	1217	1616	1965	2385	营业费用	107	207	258	321
其他流动资产	1826	1228	1530	1906	管理费用	200	259	322	402
<b>非流动资产</b>	<b>3025</b>	<b>3342</b>	<b>3479</b>	<b>3489</b>	研发费用	309	569	748	964
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	151	207	258	321
固定资产	2432	2766	2944	3003	资产减值损失	53	0	0	50
在建工程	182	174	142	103	加:投资净收益	11	5	5	5
无形资产	280	270	261	252	其他收益	23	-12	-45	23
其他非流动资产	132	132	132	132	<b>营业利润</b>	<b>2606</b>	<b>3179</b>	<b>4049</b>	<b>5270</b>
<b>资产总计</b>	<b>10620</b>	<b>13617</b>	<b>17055</b>	<b>21468</b>	加:营业外净收支	3	3	3	3
<b>流动负债</b>	<b>2590</b>	<b>3377</b>	<b>4001</b>	<b>4751</b>	<b>利润总额</b>	<b>2609</b>	<b>3182</b>	<b>4052</b>	<b>5273</b>
短期借款	554	554	554	554	减:所得税费用	348	423	539	701
应付账款	1131	1501	1825	2215	少数股东损益	7	14	18	23
其他流动负债	905	1322	1621	1982	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2254</b>	<b>2745</b>	<b>3496</b>	<b>4549</b>
<b>非流动负债</b>	<b>679</b>	<b>679</b>	<b>679</b>	<b>679</b>	EBIT	3085	3393	4348	5614
长期借款	370	370	370	370	EBITDA	3393	3673	4670	5972
其他非流动负债	309	309	309	309	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3269</b>	<b>4056</b>	<b>4680</b>	<b>5430</b>	每股收益(元)	1.73	2.10	2.68	3.48
少数股东权益	38	52	69	92	每股净资产(元)	5.60	7.28	9.43	12.22
归属母公司股东权益	7314	9509	12306	15945	发行在外股份(百万股)	1305	1305	1305	1305
<b>负债和股东权益</b>	<b>10620</b>	<b>13617</b>	<b>17055</b>	<b>21468</b>	ROIC(%)	38.4%	37.4%	44.1%	52.4%
					ROE(%)	30.8%	28.9%	28.4%	28.5%
					毛利率(%)	44.1%	43.7%	45.0%	46.4%
					销售净利率(%)	28.7%	26.5%	27.1%	28.3%
					资产负债率(%)	30.8%	29.8%	27.4%	25.3%
					收入增长率(%)	45.1%	31.8%	24.6%	24.6%
					净利润增长率(%)	73.9%	21.8%	27.4%	30.1%
					P/E	47.55	39.05	30.66	23.56
					P/B	14.65	11.27	8.71	6.72
					EV/EBITDA	32.55	30.28	23.95	18.86

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

