

# 恒立液压 (601100)

## 2021 年报&2022Q1 点评: 盈利能力或阶段性承压, 坚定看好中长期发展前景

买入 (维持)

2022 年 04 月 27 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

执业证书: S0600120100013  
luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	9,309	9,425	10,308	11,290
同比	18.51	1.24	9.37	9.53
归属母公司净利润 (百万元)	2,694	2,440	2,717	3,006
同比	19.51	-9.40	11.34	10.64
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.06	1.87	2.08	2.30
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.24	22.34	20.06	18.13

### 股价走势



**事件 1:** 公司发布 2021 年报: 2021 年实现营业收入 93.09 亿元, 同比+18.51%; 归母净利润 26.94 亿元, 同比+19.51%; 扣非归母净利润 25.58 亿元, 同比+16.72%。公司业绩与快报一致, 符合市场预期。公司拟每 10 股派发 7.30 元现金红利(含税), 按前一日收盘价计算股息率为 1.73%。

**事件 2:** 公司发布 2022 年一季报: 2022Q1 实现营业收入 22.00 亿元, 同比-22.97%; 归母净利润 5.28 亿元, 同比-32.56%; 扣非归母净利润 5.04 亿元, 同比-34.35%, 符合市场预期。

### 投资要点

#### ■ 强阿尔法属性彰显, 2022 年力争收入持平

2021 年公司营收增速 18.5%, 为挖机销量增速 4.62% 三倍以上, 2022Q1 公司营收增速-23.0%, 下滑幅度弱于挖机销量增速-39.2%, 增速高于行业。2021 年分产品看:

(1) **液压油缸:** 实现营收 51.9 亿元, 同比+15.3%, 其中挖机油缸销量 85.53 万只, 同比+21.13%, 远高于挖机行业 4.62%, 按单台挖机配置 4 根油缸计算, 全年公司挖机油缸份额升至 62%, 较 2020 年提升 8pct, 挖机油缸份额持续提升; 非挖油缸销量 16.84 万只, 同比+36.23%, 主要下游为高空作业平台、新能源、盾构机及海工海事, 订单增长较为稳定, 与挖机板块形成剪刀差对冲下游周期波动; (2) **液压泵阀:** 实现营收 32.4 亿元, 同比+38.4%, 其中挖机泵/挖机阀销量分别 13.88/11.68 万只, 同比增速 1.63%/13.33%, 产量增速分别达 70.32%/98.63%, 主要系公司为应对行业周期加大库存。公司泵阀、马达减速机在挖机各吨位市场份额均有提升, 适用于海工、盾构等领域的工业泵阀实现量产。展望 2022 年, 工程机械行业进入调整期, 公司在年报中表示 2022 年力争营业收入同比持平。

#### ■ 原材料价格上涨、下游需求波动, 2022 年盈利能力或阶段性承压

2021 年公司综合毛利率 44.0%, 同比持平; 归母净利润率 28.9%, 同比+0.2pct。分产品看, 油缸/泵阀/液压系统/配件和铸件的毛利率分别为 44%/52%/45%/4%, 同比-2.6pct/-0.3pct/-0.5pct/-2.7pct, 高毛利产品泵阀营收占比 35%, 同比+5pct, 高毛利产品结构提升, 使得公司在原材料价格上涨背景下维持利润率稳定。

2022Q1 公司综合毛利率 38%, 同比-3pct, 归母净利润率 24%, 同比-3pct, 我们判断原因系: (1) 需求下滑导致规模效应减弱; (2) 原材料及海运价格维持高位; (3) 下游行业阶段性调整, 产品有所调价。展望 2022 年, 我们认为上下游压力共同作用下, 公司利润率或阶段性承压。

#### ■ 多元化+电动化+国际化推进, 坚定看好液压件稀缺龙头

2021 年公司挖机业务约占收入比例六成, 由于挖机行业进入调整期, 公司 2022-24 年增长面临客观压力, 但此期间公司非挖产品拓展仍有望保持增长, 并且随着 2025 年电动化及国际化推进、挖机行业迎来新一轮上行周期, 公司有望打开第二增长曲线。公司作为国产液压件稀缺龙头, 竞争格局好, 进口替代空间大, 我们认为公司估值已处于估值低位, 坚定看好公司中长期发展前景。

### 市场数据

收盘价(元)	41.76
一年最低/最高价	41.76/116.26
市净率(倍)	5.61
流通 A 股市值(百万元)	54,511.83
总市值(百万元)	54,511.83

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.45
资产负债率(% ,LF)	23.50
总股本(百万股)	1,305.36
流通 A 股(百万股)	1,305.36

### 相关研究

《恒立液压(601100): 与埃地沃兹达成战略合作, 多元化战略取得突破》

2022-01-10

《恒立液压(601100): 2021 年三季报点评: 强阿尔法属性彰显, 盈利能力依然卓越》

2021-10-30

《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》

2021-09-03

**(1) 拓展非挖新品:** 根据公司年报, 行走机械(主要为工程机械)仅占液压件应用比例 50%, 挖机仅为 20%, 公司作为国产液压件龙头, 进口替代空间广阔。公司积极进行非挖产品研制, 包括工业泵阀、高机摆动缸和线性驱动器等。2021 年公司新增摆线马达、紧凑液压两个新事业部, 成功研制摆线马达、制动器、平衡阀和超百种电磁类插装阀产品。2021 年公司共开发铸件新品 314 种, 其中非工程机械项占比 41%, 良率提升至 98%以上, 为工业泵阀持续增产打下坚实的产品基础。

**(2) 电动化:** 据 21 年 9 月公司定增预案, 公司拟募资 50 亿元, 其中投资 15 亿元用于线性驱动项目, 主要产品包括电动缸及核心零部件滚珠丝杆, 电动缸下游应用包括小型挖机、医疗器械、航天航空等, 顺应工程机械电动化趋势, 同时进一步多元化下游, 从建设期来看我们预计 2024 年有望贡献产值。

**(3) 国际化:** 2021 年公司实现境外营收 12.5 亿元, 同比+32%。公司是全球工程机械龙头卡特彼勒核心供应商, 占卡特挖机油缸较大份额, 其他海外客户包括日本神钢、日立建机、久保田建机等。据 21 年 9 月公司定增预案, 公司拟投资 12 亿元用于建设墨西哥北美工厂, 有望进一步拓展北美客户, 提升油缸及泵阀全球市占率, 降低出口运费及关税等成本上涨影响。2021 年公司已完成墨西哥项目立项和备案等前期工作, 进入基础建设筹备阶段, 我们预计有望于 2023 年逐步投产。

### ■ 工程机械: 看好销售数据逐步回暖, 关注稳增长背景下估值修复空间

考虑到出口高速增长、同期基数下降, 我们预计 Q3 行业同比降幅有望缩窄甚至转正, 看好全年稳增长背景下工程机械销售逐步回暖。3 月 29 日及 4 月 6 日, 国常会提出“咬定目标不放松, 把稳增长放在更加突出的位置”、“部署适时运用货币政策工具”。2022 年初以来, 已有超 60 个城市通过降低购房资格要求、降低首付比例、放宽贷款要求、下调房贷利率等方式稳定地产。工程机械板块前期回调较多, 基建、地产两大下游边际改善, 估值具备修复空间。

**■ 盈利预测与投资评级:** 由于工程机械行业在高基数之下又面临原材料价格高企、竞争激烈等因素、疫情对工程机械的最主要下游基建和房地产的影响也存在一定程度的不确定性, 出于谨慎性的考虑, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 24/27/30 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 22/20/18 倍, 维持“买入”评级。

**■ 风险提示:** 行业周期波动风险; 疫情影响供应链; 原材料价格持续上涨风险。

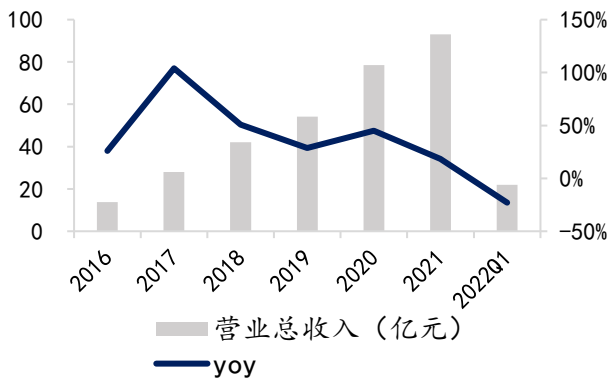
事件 1: 公司发布 2021 年年度报告。

事件 2: 公司发布 2022 年一季度报告。

## 1. 强阿尔法属性彰显，2022 年力争收入持平

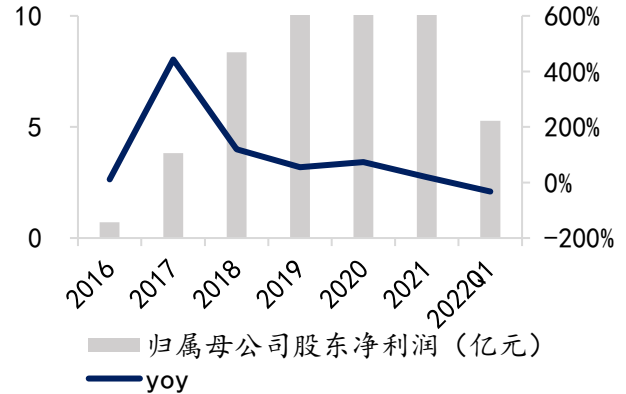
公司业绩增速符合市场预期。2021 年公司实现营业收入 93.09 亿元，同比+18.51%；归母净利润 26.94 亿元，同比+19.51%；扣非归母净利润 25.58 亿元，同比+16.72%。公司业绩与快报一致，符合市场预期。公司拟每 10 股派发 7.30 元现金红利(含税)，按前一日收盘价计算股息率为 1.73%。2022Q1 公司实现营业收入 22.00 亿元，同比-22.97%；归母净利润 5.28 亿元，同比-32.56%；扣非归母净利润 5.04 亿元，同比-34.35%，符合市场预期。

图1: 2021 年公司实现营业收入 93 亿元，同比+19%；  
2022Q1 公司实现收入 22 亿元，同比-23%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

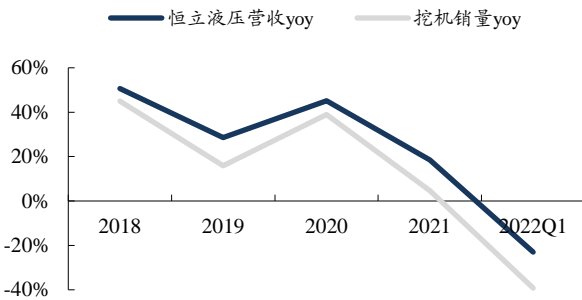
图2: 2021 年公司实现归母净利润 27 亿元，同比+20%；  
2022Q1 公司实现归母净利润 5 亿元，同比-33%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021 年公司营收增速 18.5%，为挖机销量增速 4.62% 三倍以上，2022Q1 公司营收增速-23.0%，下滑幅度弱于挖机销量增速-39.2%，增速高于行业。2021 年分产品看：(1) **液压油缸**：实现营收 51.9 亿元，同比+15.3%，其中挖机油缸销量 85.53 万只，同比+21.13%，远高于挖机行业 4.62%，按单台挖机配置 4 根油缸计算，全年公司挖机油缸份额升至 62%，较 2020 年提升 8pct，挖机油缸份额持续提升；非挖油缸销量 16.84 万只，同比+36.23%，主要下游为高空作业平台、新能源、盾构机及海工海事，订单增长较为稳定，与挖机板块形成剪刀差对冲下游周期波动；(2) **液压泵阀**：实现营收 32.4 亿元，同比+38.4%，其中挖机泵/挖机阀销量分别 13.88/11.68 万只，同比增速 1.63%/13.33%，产量增速分别达 70.32%/98.63%，主要系公司为应对行业周期加大库存。公司泵阀、马达减速机在挖机各吨位市场份额均有提升，适用于海工、盾构等领域的工业泵阀实现量产。展望 2022 年，工程机械行业进入调整期，公司在年报中表示 2022 年力争营业收入同比持平。

图3: 公司营收增速高于挖机行业增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2021年公司主要产品产/销/库存量

主要产品 (单位:万只)	产量	销量	库存	产量 同比	销量 同比	库存 同比
挖机油缸	85.2	85.5	4.7	18%	21%	-7%
重型装备非标油缸	16.9	16.8	1.6	45%	36%	5%
挖机高压柱塞泵	24.2	13.9	11.4	70%	2%	961%
挖机多路阀	21.2	11.7	10.5	99%	13%	1036%
挖机马达	8.6	5.1	3.9			

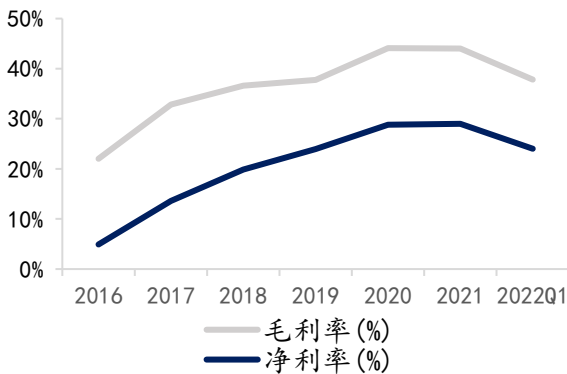
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 原材料价格上涨、下游需求波动, 2022年盈利能力或阶段性承压

2021年公司综合毛利率44.0%，同比持平；归母净利润率28.9%，同比+0.2pct。分产品看，油缸/泵阀/液压系统/配件和铸件的毛利率分别为44%/52%/45%/4%，同比-2.6pct/-0.3pct/-0.5pct/-2.7pct，高毛利产品泵阀营收占比35%，同比+5pct，高毛利产品结构提升，使得公司在原材料价格上涨背景下维持利润率稳定。

2022Q1公司综合毛利率38%，同比-3pct，归母净利润率24%，同比-3pct，我们判断原因系：（1）需求下滑导致规模效应减弱；（2）原材料及海运价格维持高位；（3）下游行业阶段性调整，产品有所调价。展望2022年，我们认为上下游压力共同作用下，公司利润率或阶段性承压。

图5: 2021年公司毛利率、净利率同比持平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 公司主要产品毛利率和营收占比情况

	2021		2020	
	毛利率	营收占比	毛利率	营收占比
液压油缸	44%	56%	47%	57%
液压泵阀	52%	35%	52%	30%
油缸配件	4%	7%	6%	11%
液压系统	45%	2%	46%	2%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 多元化+电动化+国际化推进，坚定看好液压件稀缺龙头

2021年公司挖机业务约占收入比例六成，由于挖机行业进入调整期，公司2022-24年增长面临客观压力，但此期间公司非挖产品拓展仍有望保持增长，并且随着2025年电动化及国际化推进、挖机行业迎来新一轮上行周期，公司有望打开第二增长曲线。公司作为国产液压件稀缺龙头，竞争格局好，进口替代空间大，我们认为公司估值已处于估值低位，坚定看好公司中长期发展前景。

**(1) 拓展非挖新品：**根据公司年报，行走机械（主要为工程机械）仅占液压件应用比例50%，挖机仅为20%，公司作为国产液压件龙头，进口替代空间广阔。公司积极进行非挖产品研制，包括工业泵阀、高机摆动缸和线性驱动器等。2021年公司新增摆线马达、紧凑液压两个新事业部，成功研制摆线马达、制动器、平衡阀和超百种电磁类插装阀产品。2021年公司共开发铸件新品314种，其中非工程机械项占比41%，良率提升至98%以上，为工业泵阀持续增产打下坚实的产品基础。

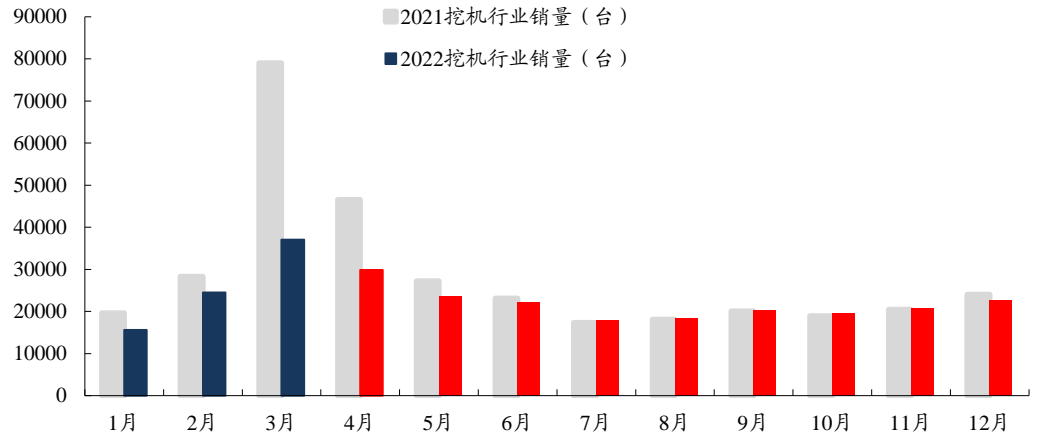
**(2) 电动化：**据21年9月公司定增预案，公司拟募资50亿元，其中投资15亿元用于线性驱动项目，主要产品包括电动缸及核心零部件滚珠丝杆，电动缸下游应用包括小型挖机、医疗器械、航天航空等，顺应工程机械电动化趋势，同时进一步多元化下游，从建设期来看预计2024年有望贡献产值。

**(3) 国际化。**2021年公司实现境外营收12.5亿元，同比+32%。公司是全球工程机械龙头卡特彼勒核心供应商，占卡特挖机油缸较大份额，其他海外客户包括日本神钢、日立建机、久保田建机等。据21年9月公司定增预案，公司拟投资12亿元用于建设墨西哥北美工厂，有望进一步拓展北美客户，提升油缸及泵阀全球市占率，降低出口运费及关税等成本上涨影响。2021年公司已完成墨西哥项目立项和备案等前期工作，进入基础建设筹备阶段，我们预计有望于2023年逐步投产。

### 4. 工程机械：看好销售数据逐步回暖，关注稳增长背景下估值修复空间

考虑到出口高速增长、同期基数下降，我们预计Q3行业同比降幅有望缩窄甚至转正，看好全年稳增长背景下工程机械销售逐步回暖。3月29日及4月6日，国常会提出“咬定目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置”、“部署适时运用货币政策工具”。2022年初以来，已有超60个城市通过降低购房资格要求、降低首付比例、放宽贷款要求、下调房贷利率等方式稳定地产。工程机械板块前期回调较多，基建、地产两大下游边际改善，估值具备修复空间。

图7：2021-2022年挖掘机行业月度销量数据及预测



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所预测

注：2022年4-12月为预测数据

## 5. 盈利预测与投资评级

由于工程机械行业在高基数之下又面临原材料价格高企、竞争激烈等因素、疫情对工程机械的最主要下游基建和房地产的影响也存在一定程度的不确定性，出于谨慎性的考虑，我们预计公司2022-2024年归母净利润24/27/30亿元，当前市值对应PE分别为22/20/18倍，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

行业周期波动风险；疫情影响供应链；原材料价格持续上涨风险。

## 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,146</b>	<b>11,656</b>	<b>14,254</b>	<b>17,302</b>	<b>营业总收入</b>	<b>9,309</b>	<b>9,425</b>	<b>10,308</b>	<b>11,290</b>
货币资金及交易性金融资产	4,787	6,954	9,127	11,702	营业成本(含金融类)	5,212	5,429	5,941	6,477
经营性应收款项	2,720	3,082	3,360	3,679	税金及附加	78	86	94	103
存货	1,607	1,595	1,745	1,903	销售费用	112	123	134	147
合同资产	9	4	4	4	管理费用	227	236	258	282
其他流动资产	24	21	18	14	研发费用	636	584	618	655
<b>非流动资产</b>	<b>3,186</b>	<b>3,243</b>	<b>3,550</b>	<b>3,735</b>	财务费用	89	75	52	23
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	132	134	146	160
固定资产及使用权资产	2,588	2,616	2,909	3,114	投资净收益	7	7	8	8
在建工程	136	168	184	167	公允价值变动	10	10	11	13
无形资产	267	262	258	254	减值损失	-47	-48	-52	-57
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
长期待摊费用	18	20	21	23	<b>营业利润</b>	<b>3,056</b>	<b>2,994</b>	<b>3,323</b>	<b>3,726</b>
其他非流动资产	177	177	177	177	营业外净收支	12	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12,332</b>	<b>14,898</b>	<b>17,804</b>	<b>21,037</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,068</b>	<b>2,994</b>	<b>3,323</b>	<b>3,726</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,691</b>	<b>2,811</b>	<b>2,994</b>	<b>3,214</b>	减:所得税	369	549	600	714
短期借款及一年内到期的非流动负债	597	519	440	384	<b>净利润</b>	<b>2,699</b>	<b>2,445</b>	<b>2,722</b>	<b>3,012</b>
经营性应付款项	1,227	1,471	1,610	1,756	减:少数股东损益	5	5	5	6
合同负债	119	119	130	142	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,694</b>	<b>2,440</b>	<b>2,717</b>	<b>3,006</b>
其他流动负债	748	702	813	933	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.06	1.87	2.08	2.30
非流动负债	402	403	404	405	EBIT	3,045	2,967	3,262	3,625
长期借款	44	44	44	44	EBITDA	3,451	3,614	3,959	4,394
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.01	42.39	42.36	42.63
租赁负债	6	8	9	10	归母净利率(%)	28.93	25.89	26.36	26.63
其他非流动负债	351	351	351	351	收入增长率(%)	18.51	1.24	9.37	9.53
<b>负债合计</b>	<b>3,093</b>	<b>3,214</b>	<b>3,398</b>	<b>3,619</b>	归母净利润增长率(%)	19.51	-9.40	11.34	10.64
归属母公司股东权益	9,196	11,636	14,353	17,359					
少数股东权益	44	48	53	59					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,239</b>	<b>11,684</b>	<b>14,406</b>	<b>17,418</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,332</b>	<b>14,898</b>	<b>17,804</b>	<b>21,037</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,796	2,948	3,247	3,571	每股净资产(元)	7.04	8.91	11.00	13.30
投资活动现金流	-932	-783	-1,082	-1,030	最新发行在外股份(百万股)	1,305	1,305	1,305	1,305
筹资活动现金流	-714	-89	-84	-58	ROIC(%)	29.49	21.88	19.68	17.89
现金净增加额	1,025	2,076	2,081	2,483	ROE-摊薄(%)	29.29	20.97	18.93	17.32
折旧和摊销	407	647	697	769	资产负债率(%)	25.08	21.57	19.08	17.20
资本开支	-562	-708	-1,008	-958	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.24	22.34	20.06	18.13
营运资本变动	-472	-91	-279	-319	P/B (现价)	5.93	4.68	3.80	3.14

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>

