

恒立液压(601100.SH) 增持 (首次评级)

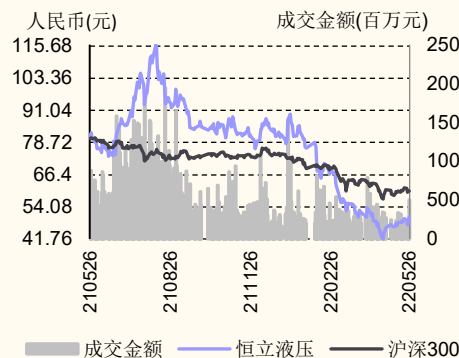
公司深度研究

市场价格(人民币): 50.43元

目标价格(人民币): 56.24元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.05
已上市流通A股(亿股)	13.05
总市值(亿元)	658.29
年内股价最高最低(元)	116.26/41.76
沪深300指数	3993
上证指数	3123



多元化产品共布局, 构筑液压件龙头强韧性

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,855	9,309	8,942	9,725	11,248
营业收入增长率	45.09%	18.51%	-3.94%	8.75%	15.66%
归母净利润(百万元)	2,254	2,694	2,447	2,542	2,940
归母净利润增长率	73.88%	19.51%	-9.16%	3.89%	15.67%
摊薄每股收益(元)	1.727	2.063	1.875	1.947	2.253
每股经营性现金流净额	1.52	2.14	1.93	2.11	2.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.82%	29.29%	22.88%	20.70%	20.61%
P/E	65.45	39.64	26.90	25.90	22.39
P/B	20.17	11.61	6.16	5.36	4.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **从油缸到泵阀马达、迈向系统集成一体化, 产品多元化+国际化战略并进。**公司一直以来以液压为核心、致力于成为百年企业, 一路引领国内高端液压件进口替代进程, 并开启国际化战略、赋能未来。(1) 产品多元化: 公司先后攻克了高压油缸、液压泵阀等核心部件的技术难关, 技术水平比肩国际水准、引领国产替代, 目前公司已形成全部液压元件、高精铸件、液压系统一体化的完整产品线。(2) 国际化: 包含研发、销售、生产全方位国际化, 公司12年成立美国子公司拓展北美市场, 15年收购哈威 InLine 对接德国资源, 17年收购日本服部精工提升研发能力, 21年墨西哥工厂落地, 加快公司在当地市场的响应速度、提升恒立品牌的国际竞争力。伴随着三一、徐工等主机厂海外建厂布局全球, 公司产品也将同步出海, 加速全球化进程。
- **油缸龙头定位稳固, 非标油缸有望熨平挖掘机油缸行业波动。**公司油缸业务已经成熟, 2016年以来, 公司挖掘机油缸持续保持50%以上的市占率, 行业地位稳固。在主流主机厂三一重工、徐工机械、柳工、临工等企业占据主要份额; 在国际龙头卡特的全球供应份额也超过半成。公司为对冲上一轮国内挖机市场下行的风险, 从2011年起非标油缸业务发力, 非标油缸和挖掘机油缸相辅相成, 公司液压油缸总体收入年均复合增长率(18.82%)高于挖机行业增长(12.84%), 具有较强的阿尔法, 抗周期性效果明显。
- **泵阀马达加速进口替代, 挖机泵阀、非标泵阀齐发力。**21年公司液压科技净利润13.5亿元, 公司小挖泵市占率已提升至60%, 中挖泵阀市占率在20%-25%左右。在此背景下, 公司正逐步实现起重机、高空作业平台、混凝土泵车等非挖泵阀马达的进口替代, 通过测算, 仅21年起重&高空泵阀市场空间接近25亿, 未来有望带来业绩想象; 并将凭借精密的制造优势以及产品创新能力逐步深入市场更广阔的工业泵阀市场。公司21年9月发布50亿定向增发项目, 主要针对墨西哥油缸生产基地建设、线性驱动器项目等领域, 该项目已于22年1月获批, 将为公司长期发展奠定更深的基础。

盈利预测及估值

- 预计公司2022-24年归母净利润为24/25/29亿元, 对应PE分别为27/26/22倍。参考可比公司估值, 考虑到公司液压件广阔的进口替代空间以及公司的龙头地位, 给予公司2023年30倍PE, 对应股价56.24元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 下游景气度不及预期; 海外市场风险; 原材料价格波动风险; 汇率风险。

满在朋 分析师 SAC 执业编号: S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

秦亚男 分析师 SAC 执业编号: S1130522030005
qinyanan@gjzq.com.cn

内容目录

1.引领中国液压行业，产品多元化+全球化战略并进.....	4
1.1 深耕行业三十载，从油缸制造到泵阀和系统集成.....	4
1.2 凭借下游一轮超长景气周期，实现自身华丽蜕变.....	4
2.油缸产品：非标油缸、挖机油缸相辅相成，总体有望保持稳健.....	6
2.1 挖机油缸地位稳固，市占率不断提升.....	7
2.2 非标油缸带动公司油缸业务，熨平挖机行业波动.....	7
3.泵阀马达业务机遇已至，市占率全面提升.....	8
3.1 挖机泵阀复制油缸成功经验，持续突破市场份额.....	9
3.2 非标泵阀持续拓宽应用，新领域有望打开市场想象.....	9
4.国内液压市场独占鳌头，继续向国际化挺进.....	10
4.1 液压内资品牌龙头，进口替代加速推进.....	11
4.2 定增 50 亿元加码，向国际化+电动化挺进.....	11
5.盈利预测与投资建议.....	12
5.1 盈利预测.....	12
5.2 投资建议.....	14
6.风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 公司主要产品介绍.....	4
图表 2: 公司产品覆盖以工程机械为主的众多下游行业.....	4
图表 3: 公司营业收入情况及同比增速.....	5
图表 4: 公司归母净利情况及同比增速.....	5
图表 5: 公司收入结构.....	5
图表 6: 各项主营业务中液压泵阀保持较高收入增速.....	5
图表 7: 公司毛利率、净利率水平.....	6
图表 8: 公司液压泵阀毛利率.....	6
图表 9: 2016 年至今公司期间费用率持续下降.....	6
图表 10: 公司油缸业务收入结构.....	7
图表 11: 公司油缸业务销量结构.....	7
图表 12: 2016 年以来挖机销量持续提升.....	7
图表 13: 公司挖机油缸市占率持续提升.....	7
图表 14: 2021 年公司非标油缸销量同比增速 37%.....	8
图表 15: 2021 年公司非标油缸品类收入结构占比细分.....	8
图表 16: 行业周期下行时，公司油缸业务具备阿尔法.....	8
图表 17: 公司挖机油缸、非标油缸收入同比此消彼长.....	8
图表 18: 2019 年液压件中泵、阀、马达价值量占比超过 35%.....	9
图表 19: 2021 年公司小挖泵阀市占率提升至 50%以上.....	9

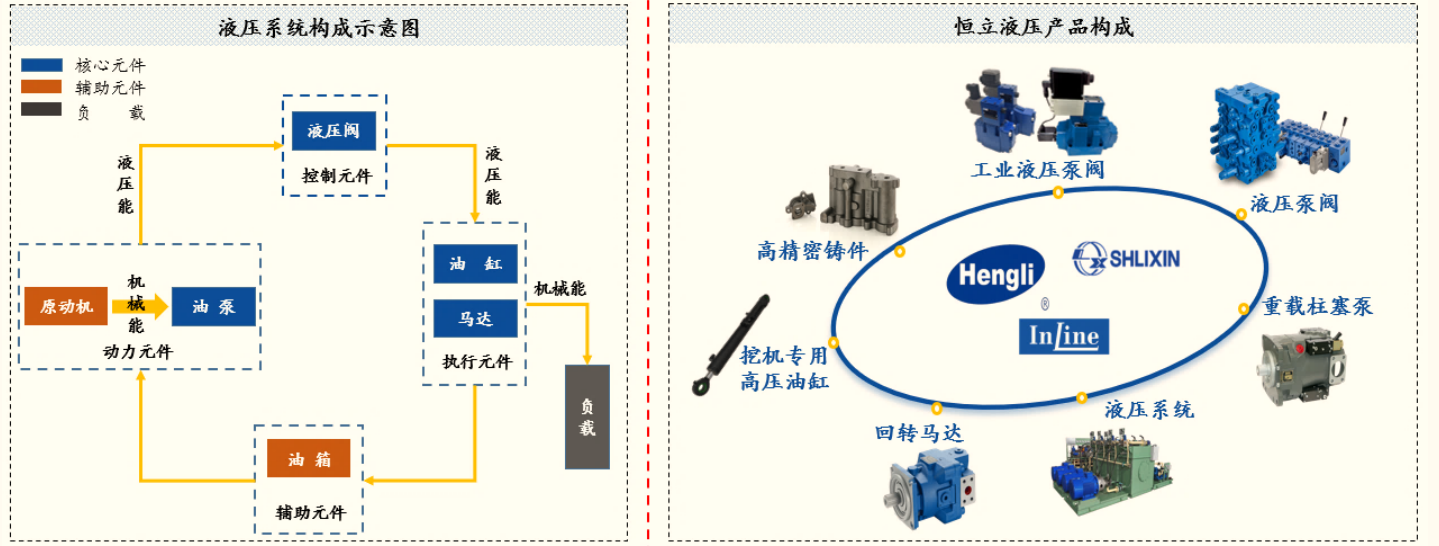
图表 20: 2021 年公司中大挖泵阀市占率实现突破	9
图表 21: 2021 年我国非标领域高空作业平台和起重机泵阀市场空间	10
图表 22: 高端液压领域面临五大壁垒	10
图表 23: 液压行业主要企业销售情况	11
图表 24: 近 5 年公司营收增速领先于国际巨头企业	11
图表 25: 公司 2021 年非公开发行股票募集资金项目预案	12
图表 26: 公司全球化进程	12
图表 27: 公司盈利预测	13
图表 28: 可比公司估值比较	14

1. 引领中国液压行业，产品多元化+全球化战略并进

1.1 深耕行业三十载，从油缸制造到泵阀和系统集成

- **液压行业龙头，产品系列逐渐完备、竞争实力持续夯实。**公司深耕液压行业，栉风沐雨三十载，从单一液压油缸制造业务逐步发展到现在的液压核心元件全种类、高精密铸件、液压系统一体化的大型综合性企业，公司产品线逐渐齐全、竞争实力不断提升。

图表 1：公司主要产品介绍



来源：公司官网，国金证券研究所

- **公司对应下游品类繁多，客户资源丰富。**公司涉及下游行业广泛，从工程机械到高空作业平台，涉及盾构、海工海事等。产品机械包括以挖掘机为代表的行走机械，客户覆盖卡特彼勒、三一、徐工等著名挖掘机公司；以盾构机为代表的地下掘进设备，主要客户为中铁工程、铁建重工、小松等公司；以船舶、港口机械为代表的海工海事机械，覆盖客户包括 TTS、麦基嘉、国名油井等；以高空作业平台为代表的特种车辆，客户包括马尼托瓦克、特雷克斯等。公司同时积极开拓新能源风电、太阳能等行业领域，客户包括歌美飒、维斯塔斯等。

图表 2：公司产品覆盖以工程机械为主的众多下游行业

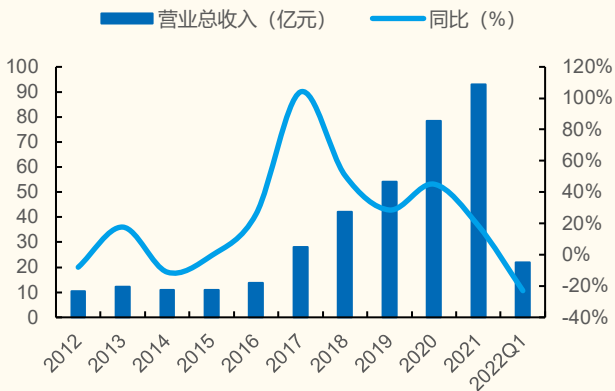
产品	下游	挖掘机	起重机	混凝土机械	高空作业平台	盾构机	海工海事	新能源风电工业领域
油缸		三一、卡特、徐工、柳工、临工	马尼托瓦克、三一		Manitowoc、Snorkel、JLG、特雷克斯、鼎力、临工	中国中铁、铁建重工、中交天和	麦基嘉、TTS	维斯塔斯、歌伊之密、美飒、安德里茨
液压泵		三一、徐工、柳工、临工	三一	三一、中联	鼎力、星邦、特雷克斯、JLG、Snorkel、徐工、临工			
液压阀		三一、徐工、柳工	三一	三一				
液压马达		三一	三一		鼎力、特雷克斯、JLG、Snorkel、星邦、徐工、临工			

来源：公司公告，国金证券研究所（备注：客户不完全枚举）

1.2 凭借下游一轮超长景气周期，实现自身华丽蜕变

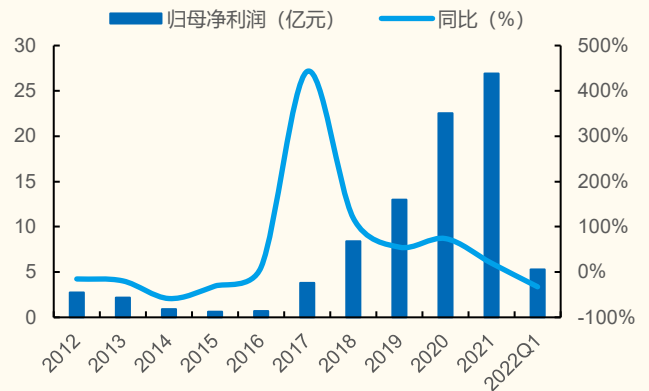
- **受益于下游工程机械的超长景气周期，公司收入、利润规模实现高速增长。**公司产品下游主要对应工程机械，我国工程机械从 2016 年底开始复苏，高景气维持到 2021 年 Q1，公司凭借下游需求的高景气，自身实现超越行业的成长；2016-2021 年，公司收入复合增速 47%，归母净利润复合增速 107.5%。2022 年 Q1，由于原材料大幅涨价、疫情持续以及行业需求疲软等负面因素影响下，公司实现收入 22 亿元、同比-22.97%；归母净利润 5.28 亿元、同比-32.56%，经营短期承压。

图表 3: 公司营业收入情况及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

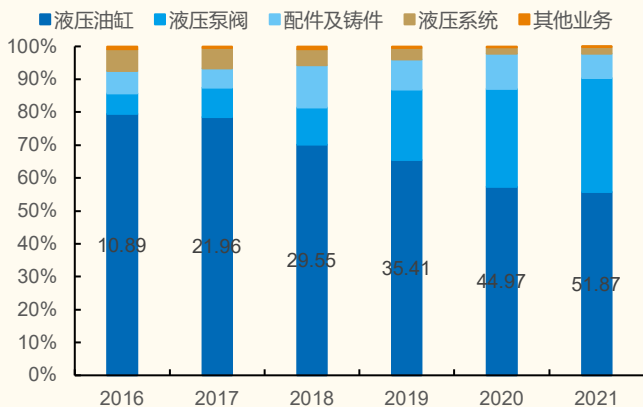
图表 4: 公司归母净利润情况及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

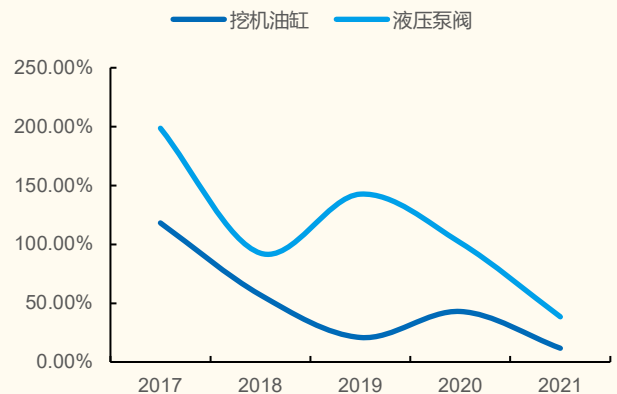
- **液压油缸保持优势地位, 液压泵阀业务加速崛起。**2021 年公司液压油缸收入达 51.87 亿元, 同比增长 15.3%, 占比达 55.7%。同时由于液压产品多元化发展战略, 2014 年后公司液压科技泵阀工厂投产开始, 液压泵阀收入增速明显, 收入占比从 2016 年的 6.08% 上升到 2021 年的 34.76%, 2021 年营收达 32.36 亿元, 同比增长 38%。

图表 5: 公司收入结构



来源: Wind, 国金证券研究所

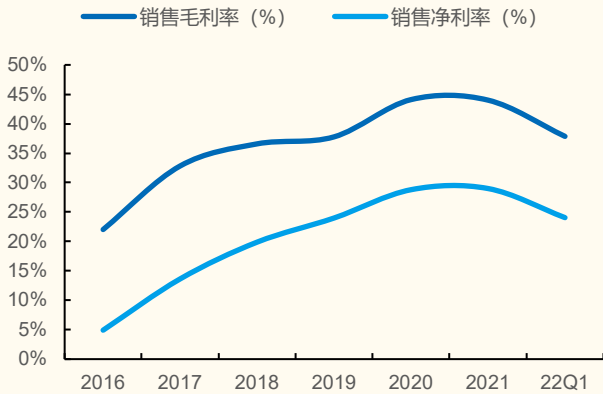
图表 6: 各项主营业务中液压泵阀保持较高收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所

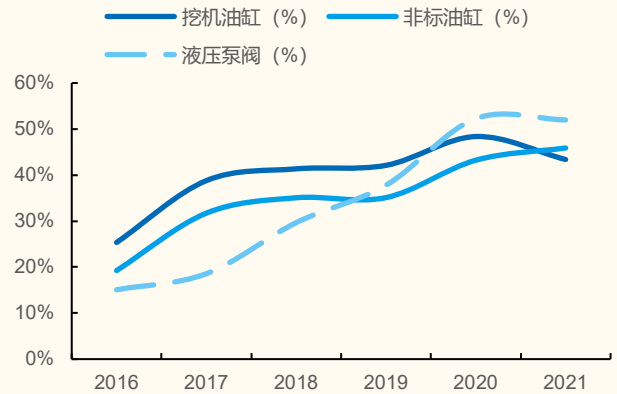
- **短期看公司盈利能力承压。**2016 年以来, 随着收入不断增长, 规模效应下, 公司毛利率和净利率多年来持续保持持续上升的态势; 2021 年后受原材料成本上升、产品价格下降和需求减弱等影响, 公司仍保持较强的盈利水平。2022 年 Q1, 在下游需求下滑以及原材料成本高企的情况下, 公司盈利能力阶段性承压, 公司综合毛利率 38%, 同比-3pcts, 净利率 24%, 同比-3.4pcts。

图表 7: 公司毛利率、净利率水平



来源: Wind, 国金证券研究所

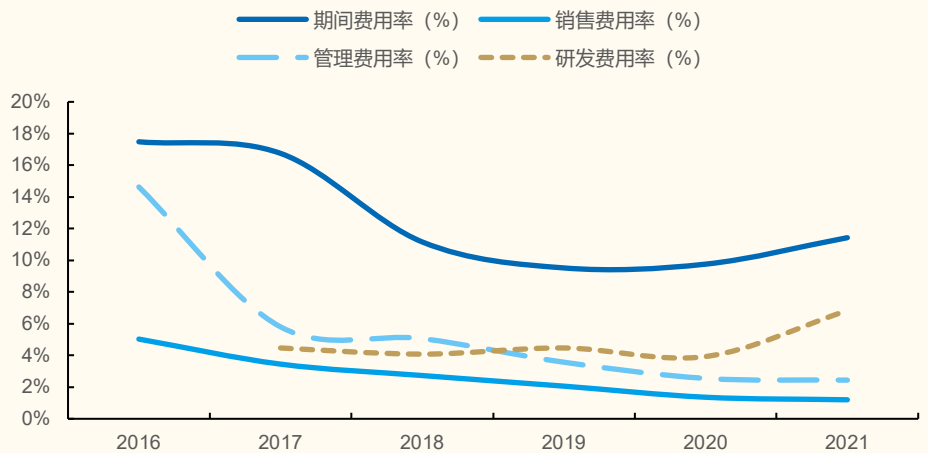
图表 8: 公司液压泵阀毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

- 公司期间费用率管控较好, 研发投入继续加大。公司在规模效应驱使下, 不断强化内部管理, 期间各项费用率管控情况较好。2021 年, 公司整体费用率略有提升主要系公司继续加大研发投入。公司在行业下行期依然坚持提高研发投入, 意在为后续行业回暖时做足准备。

图表 9: 2016 年至今公司期间费用率持续下降

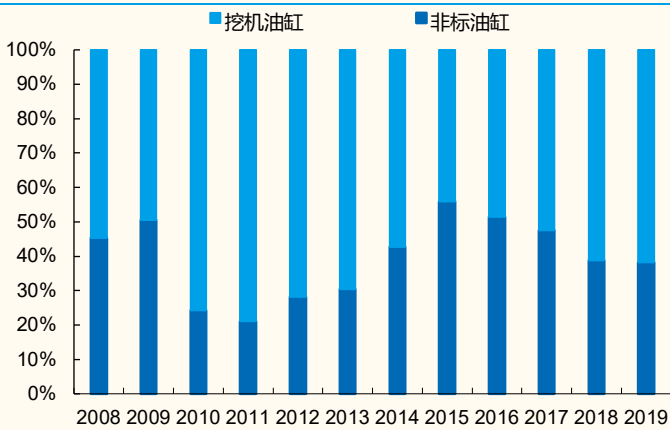


来源: Wind, 国金证券研究所

2.油缸产品: 非标油缸、挖机油缸相辅相成, 总体有望保持稳健

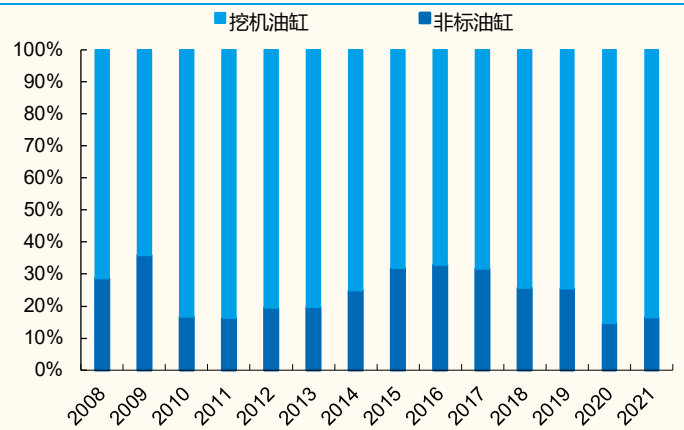
- 公司油缸产品以挖机油缸为主、非标油缸为辅。2021 年公司液压油缸收入 51.87 亿元、同比+15.34%; 其中, 公司共销售挖掘机专用油缸 85.53 万只, 同比增长 21.13%; 非标油缸销售 16.84 万只, 同比增长 36.23%。

图表 10: 公司油缸业务收入结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 公司油缸业务销量结构

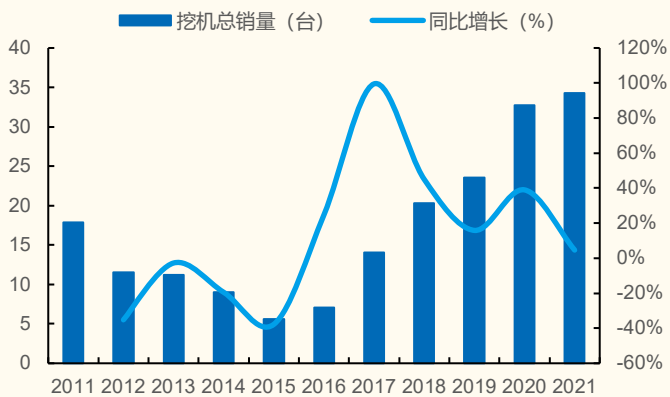


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.1 挖机油缸地位稳固, 市占率不断提升

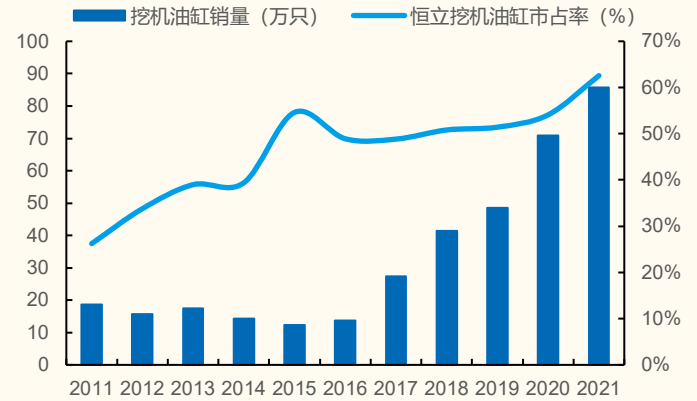
- **公司挖机油缸绑定下游各大龙头主机厂, 竞争地位稳固。**公司挖机油缸业务在主流主机厂三一重工、徐工机械、柳工、临工等企业的份额长期占据主要地位。2016 年以来, 公司在国内挖机油缸市场持续保持较高份额, 行业地位稳固; 此外在国际龙头卡特的全球供应份额也超过 50%。根据 CCMA 挖掘机械分会统计, 2021 年全国挖掘机销售量为 34.28 万台, 根据单台挖机一般配有 2 个动臂油缸、1 个斗缸油缸和 1 个铲斗油缸的情景, 则 21 年整体挖机油缸销量在 137.12 万只左右。根据公司年报, 21 年公司挖机油缸销售 85.81 万只, 则对应挖机油缸市占率达到 63% 左右。

图表 12: 2016 年以来挖机销量持续提升



来源: 中国工程机械协会, 国金证券研究所

图表 13: 公司挖机油缸市占率持续提升

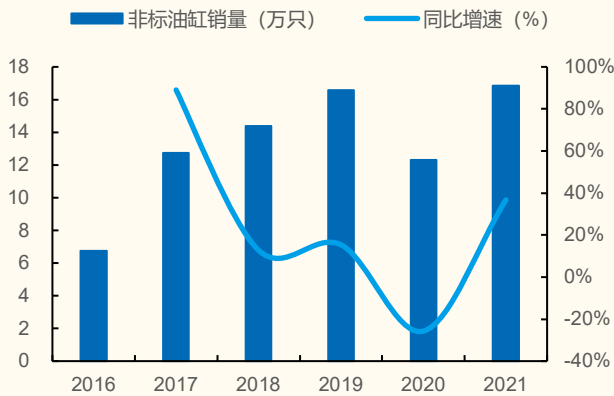


来源: 中国工程机械协会, 公司公告, 国金证券研究所估计

2.2 非标油缸带动公司油缸业务, 熨平挖机行业波动

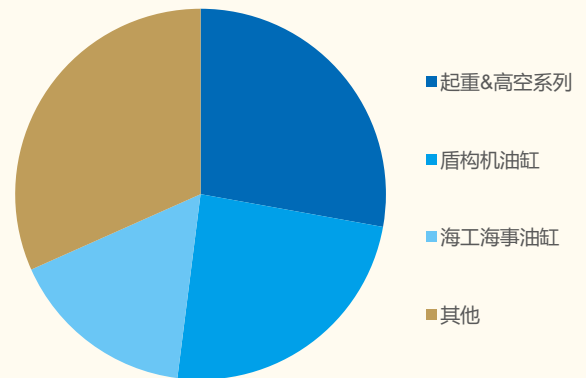
- **非标油缸销量增速提升明显, 对应下游品类繁多。**公司重型装备非标油缸业务主要包括起重系列油缸、盾构机油缸和高端海工海事油缸。公司非标油缸销量从 2016 年的 6.7 万只增至 2021 年的 16.84 万只, 年均复合增长率达 20.2%。公司非标油缸对应板块众多, 包括起重系列油缸、盾构机油缸、高端海工海事油缸等, 近年公司也在新能源领域进行突破, 为非标油缸业绩增长注入新动力。

图表 14: 2021 年公司非标油缸销量同比增速 37%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

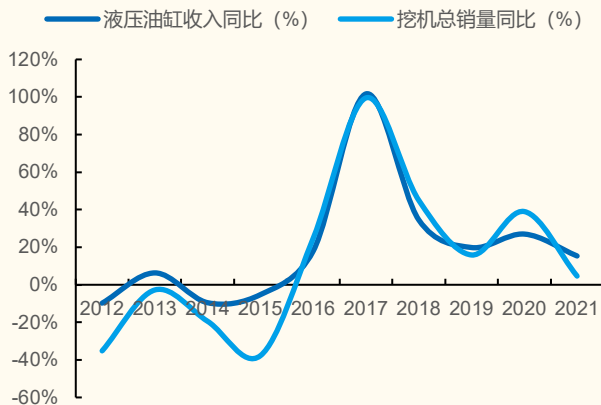
图表 15: 2021 年公司非标油缸品类收入结构占比细分



来源: 公司公告, 国金证券研究所估计

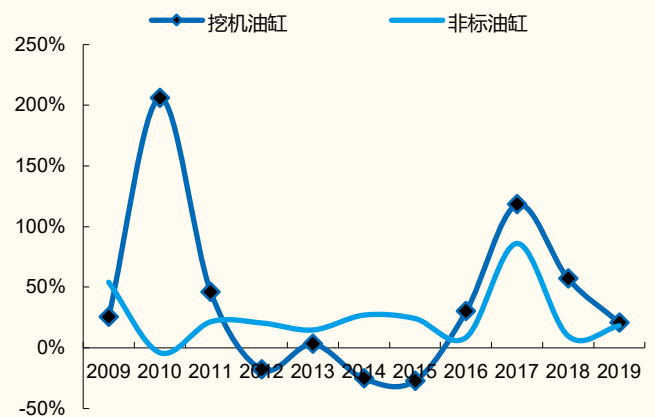
- 公司积极开拓非挖油缸业务, 有利熨平挖机行业周期波动, 营收更具强阿尔法。在非挖领域, 公司非标油缸产能与挖机油缸产能共用, 排产柔性更强, 2021 年公司非标油缸排产 16.8 万只, 部分产线协助切换挖机油缸产能, 实现灵活调度, 因此对单一行业市场下行具有较强的抗周期能力。2012-2021 年公司挖机油缸收入 CAGR 为 18.82%, 高于挖机行业总销量 CAGR (12.84%), 同时挖机油缸收入与非标油缸收入同比一直此消彼长, 尤其在 11-15 年行业处于下行周期时, 公司油缸具备较强阿尔法属性。

图表 16: 行业周期下行时, 公司油缸业务具备阿尔法



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 公司挖机油缸、非标油缸收入同比此消彼长

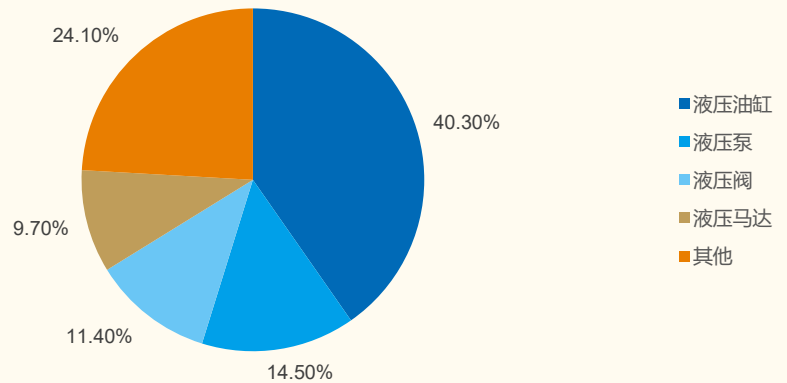


来源: Wind, 国金证券研究所

3. 泵阀马达业务机遇已至, 市占率全面提升

- 泵阀马达技术难度较高, 价值量占比液压件 35%。目前国内液压泵阀马达仍处于贸易逆差状态, 液压马达对进口依赖度相对较高。同时由于泵阀马达技术难度相对较大, 是中国液压行业国产化重点突破领域。根据 2019 年中国液压气动密封件工业协会数据统计, 液压泵阀包括马达在内占整体液压件价值量的 35% 左右。

图表 18: 2019 年液压件中泵、阀、马达价值量占比超过 35%

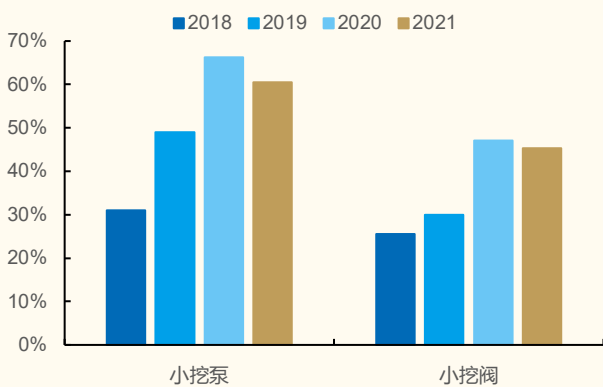


来源: 中国液气气动密封件工业协会, 国金证券研究所

3.1 挖机泵阀复制油缸成功经验, 持续突破市场份额

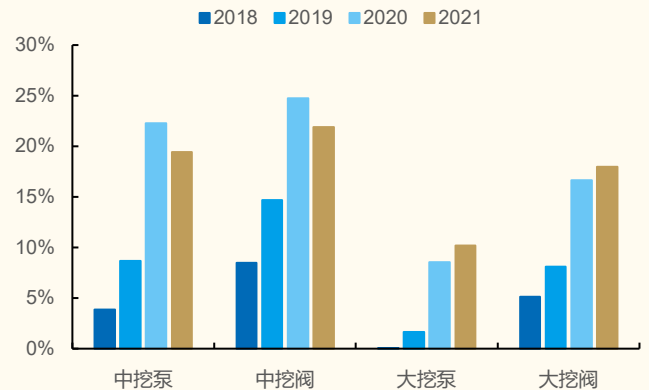
- **公司泵阀马达复制油缸成功路径, 从而实现快速放量。**2021 年公司液压泵阀销量中, 挖机泵阀为其主要收入来源。考虑到挖机液压件中, 公司油缸技术目前已较为成熟, 我们认为随着公司泵阀产品切入主流客户供应体系, 泵阀马达产品继续复制在油缸领域成功经验, 实现快速放量。
- **挖机泵阀: 公司小挖泵阀市占率提升显著, 中大挖泵阀市占率有望持续提升。**公司挖机泵阀已供应三一、徐工、柳工等主机厂。公司子公司液压科技近年持续提升小挖到大挖的市场份额。根据中国工程机械协会披露的挖机行业销量数据, 我们粗略估计, 公司 2021 年公司小挖泵市占率已提升至 60%, 小挖阀 45%。同时公司加速推进中大挖泵阀产品, 目前中大挖泵阀市占率在 20%左右, 大挖泵阀较 2020 年亦有显著提升。

图表 19: 2021 年公司小挖泵阀市占率提升至 50%以上



来源: 中国工程机械协会, 公司公告, 国金证券研究所估计

图表 20: 2021 年公司中大挖泵阀市占率实现突破



来源: 中国工程机械协会, 公司公告, 国金证券研究所估计

3.2 非标泵阀持续拓宽应用, 新领域有望打开市场想象

- **非标泵阀: 加大非挖泵阀、马达产品的研发投入, 新产品多点开花。**公司除在挖机领域持续抢占泵阀份额外, 同时在多项非挖领域进行拓展。2021 年, 适用在海工、盾构、试验台等领域的 V30G 系列工业泵, 以及多领域应用的比例电磁阀, 也以其优异的性能, 成功量产。同时, 公司 2021 年新增摆线马达、紧凑液压等两大事业部, 其产品包括摆线马达和制动器产

品，平和阀系列，电磁类插装阀，以及多行业使用阀组等，在丰富液压产品的产品线，为工业泵阀持续增产打下了坚实的产品基础。

- 仅以工程机械为例，非标领域臂式高空作业平台和起重机市场需求同样可观。结合汽车起重机以及高空作业平台销量，我们对 21 年非标泵阀市场空间进行如下测算。根据中国工程机械工业协会统计，我国高空作业平台销量 16.01 万台，其中臂式占比约 15%，臂式高机对应泵阀各 1 个、4 个行走马达的情况下，市场空间约达 7 亿元；21 年汽车起重机销量在 4.91 万台左右，对应主泵、主阀、马达各 1 个，则市场空间在 18 亿左右。综合来看，21 年仅起重&高空系列非标泵阀市场规模接近 25 亿元，虽不及挖机市场规模，但作为尚未开垦的领域，未来放量给公司收入带来市场想象。

图表 21: 2021 年我国非标领域高空作业平台和起重机泵阀市场空间

指标	起重机	臂式高空作业平台
21 年销量 (万台)	4.91	2.40
单台液压件需求量 (万件)	泵	1
	阀	1
	马达	4
单台液压件价值量 (万元)	泵	1.3
	阀	1.7
	马达	0.6
市场空间 (亿元)	泵	6.38
	阀	8.35
	马达	2.95
合计	17.68	7.20

来源：中国工程机械协会，国金证券研究所估计

4.国内液压市场独占鳌头，继续向国际化挺进

- 液压技术易守难攻，行业壁垒较高。液压产品具有加工精度高，工艺复杂等特点，属于高技术附加值的关键基础件，主要为各类装置提供动力、实现控制等功能，进入高端液压件领域面临着五大壁垒，包括产品制造设计壁垒、品牌壁垒、产品开发壁垒、资金壁垒和人才壁垒，并且需要大规模的产业分工合作，包括基础理论研究、机械制造、材料、密封、铸造、油品等，因此，液压技术已成为衡量一个国家工业化水平的重要标志之一。

图表 22: 高端液压领域面临五大壁垒

壁垒	具体内容	对企业要求
产品设计和制造壁垒	涉及新材料、新工艺和新结构的研发，研发周期长，生产工艺复杂	企业管理能力优秀
品牌壁垒	液压件质量直接影响主机产品品质、性能及运行稳定性，客户选择较慎重	对供应商考察周期长且不轻易更换
产品开发时间和投入壁垒	液压产品进入市场前需要长时间的实验和市场验证	需要投入较大的制造和检测专业设备
资金壁垒	需要大规模的固定资产投入，达产时间较长	企业流动资金充足
人才壁垒	液压行业属于技术密集型行业	实践经验丰富的研发及技术人员

来源：国金证券研究所

4.1 液压内资品牌龙头，进口替代加速推进

- **国内市场市场独占鳌头，进口替代趋势加速。**目前全球液压行业集中度较高，全球龙头企业集中于日本、美国和德国。液压收入规模上国内液压相较国际巨头企业虽然仍有差距，但营业利润较高，具有较强提升空间。同时外部环境上，从 2020 年后疫情暴发开始，由于供应链安全关系外以及资厂商存在产能缺口，给国产液压泵阀带来进口替代机遇。

图表 23：液压行业主要企业销售情况

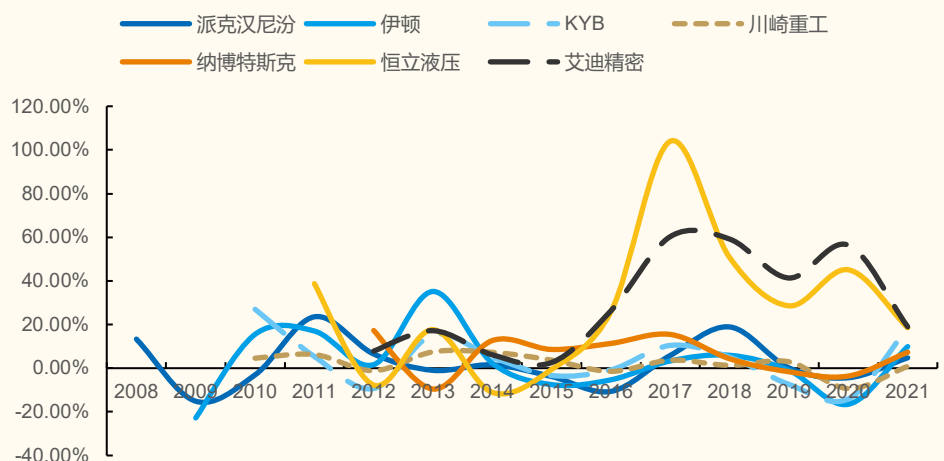
公司名称	国家	进入时间	主要液压产品	2021 财年液压相关收入 (亿元)	2021 财年液压营收利润率 (%)
博世力士乐	德国	1952	液压泵阀、马达、油缸、系统、动力站、减速机等	1286	4%
派克汉尼汾	美国	1957	液压泵阀、油缸、马达、密封件、过滤器等	771.56	18.69%
伊顿公司	美国	1946	液压泵阀、油缸、马达、动力站、转向器、过滤器等	86.99	13.60%
川崎重工	日本	1916	液压泵阀、电动机、执行机构等	148.55	6.6%
KYB	日本	1927	液压油缸、泵阀、马达、油缸等	228.3	7.73%
恒立液压	中国	1992	液压油缸、泵阀、马达	93.09	32.83%
艾迪精密	中国	2003	液压破碎锤、液压泵、马达	15.21	20.51%

来源：Wind，公司年报，国金证券研究所（汇率为各公司报告期内平均汇率）

注：博世力士乐液压收入为在华销售额；派克汉尼汾液压业务为多元化工艺业务数据；川崎重工液压收入为液压件和机器人总收入

- **公司营收增速领先，国内企业成长迅猛。**自 2016 年开始，国内龙头企业恒立液压和艾迪精密收入规模迅速上扬，2017 年恒立液压实现翻倍收入增长，2021 年，公司和艾迪精密的收入增速分别为，总体来看，近 5 年国内液压企业营收增速领先于国际巨头企业，公司处于快速扩张期。

图表 24：近 5 年公司营收增速领先于国际巨头企业



来源：Wind，各公司年报，国金证券研究所

4.2 定增 50 亿元加码，向国际化+电动化挺进

- **公司拟定增拓展线性驱动器等项目，建立墨西哥工厂。**公司 2021 年 9 月发布 50 亿定向增发项目，主要针对墨西哥油缸生产基地建设、线性驱动器项目、通用液压泵技改项目等领域。其中，墨西哥项目建厂可以更好的应对北美客户需求，加速全球化布局；线性驱动项目拟投入 15 亿元实现产品的电动化升级，包括电动缸和滚珠丝杆的生产。该定增预案已于 2022 年 1 月获批，预计公司将在巩固传统液压产品线竞争优势的同时，通过泵阀、非标油缸等产能建设，进一步丰富公司产品结构，巩固国内市场地位并提升国际影响力。

图表 25：公司 2021 年非公开发行股票募集资金项目预案

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	恒立墨西哥项目	122681.71	110000.00
2	线性驱动器项目	152720.67	140000.00
3	恒立国际研发中心项目	64653.85	57000.00
4	通用液压泵技改项目	31144.58	29000.00
5	超大重型油缸项目	14751.43	14000.00
6	补充流动资金	150000.00	150000.00
	合计	535952.24	500000.00

来源：公司公告，国金证券研究所

- **研发、生产双维度加快公司国际化进程。**公司为满足全球市场的开拓，先后收购哈威 InLine 液压、日本服部精工株式会社等品牌企业，吸收各国液压产品的技术经验，逐步进行研发的全球化。2019 年印度政府计划未来 5 年内投资 100 万亿卢比 (1.4 万亿美元) 用于基础设施建设，印度工程机械需求有望在未来 5 年快速增长，2020 年公司大力拓展印度市场，投资 5.5 亿元建设占地 6 万平方米的印度工厂，提升国际化竞争力，拓展恒立在全球的生产能力。2021 年，公司海外建厂成功在墨西哥落地实施。截至目前，已完成项目立项、备案等前期工作，进入基础建设筹备阶段。未来公司将加大外延式并购力度，全面实施“走出去”战略，增强公司技术实力的同时加快国际化进程。

图表 26：公司全球化进程



来源：公司公告，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- **挖掘机行业销量预测：**从宏观角度来看，2022 年后下游受疫情影响，国内开工不足，同时封闭管控对物流运输亦造成不小影响，1-4 月我国挖掘机销量累计同比下滑 41%；但同时在今年经济稳增长基调下，下半年下游边际有望改善，中大挖市场有望受益于基建、地产两大下游板块，从而有望带动行

业同比增速于今年 Q4 转正，预计 2022 年整体挖机市场销量同比为-20%。根据挖机行业保有量更新数据估算，我们预计 2023-24 年挖机行业销量同比-5%、+5%。

- **液压油缸**：公司液压油缸分为挖机油缸和非标油缸两大类。**挖机油缸领域**，公司凭借自身产品优势及多年精细化管理，挖机油缸销量有望保持稳健，对应 2022-2024 年挖机油缸总销量分别为 70.5/68.6/73.9 万只左右，则预计 2022-24 年挖机油缸收入增速为-16.09%/-2.85%/+8.15%；**非标油缸领域**，由于与挖机油缸产线共用，且在下游挖机行业处于下行周期时，非挖油缸板块有望后续发力。鉴于下游需求旺盛，预计 2022-2024 年起重&高空系列增速达 60%/40%/30%，其他非标油缸保持 40%同比增速，则对应 2022-24 年非标油缸收入增速为+36.65%/+29.51%/+27.57%。毛利率方面，挖机油缸业务受下游行业景气下行，需求减弱，同样油缸受到原材料价格、汇率波动及疫情导致的供应链管控等因素影响，预计 2022-2024 年毛利率维持在 37%左右。
- **液压泵阀**：泵阀产品作为 2015 年后公司开拓的重点业务，其收入增速一直处于较快增长。液压泵阀产品主要包括挖机泵阀，通用泵阀及马达。**挖机泵阀方面**，收入仍为主要占比，其中小挖泵阀市占率已达 55%以上，中大挖市场提升空间较大，预计 24 年小挖泵阀市占率超 60%以上，中大挖泵阀可达 30%左右市占率；**通用泵阀方面**，我们认为受益于下游应用领域的拓宽，高空作业车用液压件的放量会有明显上升，预计 2022-24 年通用泵阀收入同比持续提高，分别达到+44%/+57%/+70%；**马达方面**，包括挖机回转马达同比增速有望协同挖机销量情况，awp 马达受益高空作业平台销量，同比增速有望达到 50%。综上，预计液压泵阀 2022-2024 年整体收入增速达-0.94%/4.36%/12.94%。
- **液压系统及其他业务**：营收占比较小，预计收入情况与历史相近。
- **费用率预测**：公司作为国内液压件绝对龙头，将继续保持较高研发投入，预计 2022-2024 年公司研发费用率保持在 6%左右。随着非挖行业逐步打开，公司针对新产品持续推进，预计 2022-2024 年销售费用率保持在 1%左右。同时随着公司规模效应下的不断内部精细化管理，管理费用率 2022-2024 年有望降低，分别为 2.50%/2.40%/2.30%。
- 综上，我们在不考虑 21 年非公开发行项目的情况下，预计 2022-24 年收入分别为 89.42/92.25/112.48 亿元，同比增长分别为 -2.47%/+11.90%/+20.63%。

图表 27：公司盈利预测

单位（亿元）		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
液压油缸	收入	35.40	44.97	51.87	51.55	57.28	67.54
	增速（%）	19.82%	27.02%	15.33%	-0.61%	11.11%	17.91%
	毛利率（%）	39.43%	46.80%	44.20%	37.71%	37.49%	37.37%
液压泵阀	收入	11.61	23.38	32.36	32.05	33.44	37.78
	增速（%）	142.62%	101.34%	38.37%	-0.94%	4.36%	12.94%
	毛利率（%）	37.80%	52.27%	51.98%	43.00%	43.00%	43.00%
油缸配件及铸件	收入	5.01	8.45	6.77	5.68	6.38	7.02
	增速（%）	-6.79%	68.76%	-19.96%	-16.07%	12.34%	10.03%
	毛利率（%）	27.93%	6.22%	3.53%	11.75%	11.62%	11.49%
液压系统	收入	1.89	1.57	1.96	3.00	3.00	3.30
	增速（%）	-5.94%	-16.91%	25.07%	52.83%	0.00%	10.00%
	毛利率（%）	29.10%	45.69%	45.18%	47.00%	47.00%	47.00%
其他业务	收入	0.22	0.17	0.14	0.14	0.14	0.14
	增速（%）	-43.21%	-23.13%	-19.59%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率（%）	66.26%	74.28%	70.93%	75.00%	75.00%	75.00%
合计	总收入	54.14	78.55	93.09	89.42	97.25	112.48

增速 (%)	28.57%	45.09%	18.51%	-3.94%	8.75%	15.66%
毛利率 (%)	37.77%	44.10%	44.01%	38.05%	37.78%	37.72%

资料来源: Wind, 国金证券研究所

5.2 投资建议

- 鉴于国内液压件同业可比公司较少, 我们选取可比公司三一重工、徐工机械、中联重科、艾迪精密做可比公司。我们预计公司 2022-24 年归母净利润为 24.5/25.4/29.4 亿元, 对应 PE 分别为 27/26/22 倍。参考可比公司估值, 考虑到公司液压件广阔的进口替代空间以及公司的龙头地位, 给予公司 2023 年 30 倍 PE, 对应股价 56.24 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 28: 可比公司估值比较

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)					PE				
				2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
1	600031.SH	三一重工	17.09	1.84	1.43	1.39	1.53	1.75	9	12	12	11	10
2	000157.SZ	中联重科	5.95	0.97	0.74	0.79	0.88	1.01	6	8	8	7	6
3	000425.SZ	徐工机械	5.58	0.45	0.71	0.79	0.89	1.04	12	8	7	6	5
4	603638.SH	艾迪精密	17.42	0.86	0.56	0.46	0.53	0.64	20	31	38	33	27
		平均数									16	14	12
	601100.SH	恒立液压	50.43	1.73	2.06	1.87	1.95	2.25	29	24	27	26	22

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 三一重工、中联重科、徐工机械、艾迪精密取万得一致预测, 估值日期 2022 年 5 月 26 日)

6.风险提示

- **下游行业景气度不及预期。**工程机械行业与宏观经济相关性较大, 基建投资以及国家政策对于工程机械影响较大, 直接影响行业主要产品的需求。
- **海外市场风险。**公司近年来加快了国际化战略的实施步伐, 加大在欧洲、日本、北美等海外市场的市场开发力度和投资力度。但由于国际业务受政治、文化、技术、品牌、人力资源等诸多方面因素影响, 因此公司的海外业务和海外投资仍具有一定程度的不确定性和风险。
- **原材料价格波动风险。**原材料价格波动会对经济业绩的稳定性产生一定影响, 公司存在因主要原材料价格大幅波动所致的经营风险。
- **汇率风险。**公司近年来北美业务增长迅猛, 存在一定数量的美元业务, 如果美元汇率波动, 将对公司财务状况产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,414	7,855	9,309	8,942	9,725	11,248	货币资金	2,343	2,777	3,643	4,523	5,814	7,334
增长率		45.1%	18.5%	-3.9%	8.8%	15.7%	应收款项	1,646	2,715	2,570	2,965	3,224	3,729
主营业务成本	-3,369	-4,391	-5,212	-5,540	-6,051	-7,005	存货	997	1,217	1,607	1,669	1,824	2,111
%销售收入	62.2%	55.9%	56.0%	61.9%	62.2%	62.3%	其他流动资产	506	886	1,327	1,338	1,355	1,386
毛利	2,045	3,464	4,097	3,403	3,674	4,243	流动资产	5,492	7,595	9,146	10,496	12,217	14,560
%销售收入	37.8%	44.1%	44.0%	38.1%	37.8%	37.7%	%总资产	65.2%	71.5%	74.2%	76.5%	78.8%	81.5%
营业税金及附加	-52	-72	-78	-80	-88	-101	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	2,583	2,614	2,716	2,777	2,839	2,859
销售费用	-111	-107	-112	-89	-97	-112	%总资产	30.7%	24.6%	22.0%	20.2%	18.3%	16.0%
%销售收入	2.1%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	282	292	285	288	290	292
管理费用	-193	-200	-227	-224	-233	-259	非流动资产	2,935	3,025	3,186	3,223	3,287	3,308
%销售收入	3.6%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	2.3%	%总资产	34.8%	28.5%	25.8%	23.5%	21.2%	18.5%
研发费用	-242	-309	-636	-537	-583	-675	资产总计	8,427	10,620	12,332	13,719	15,503	17,868
%销售收入	4.5%	3.9%	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%	短期借款	937	554	597	350	350	350
息税前利润 (EBIT)	1,446	2,776	3,045	2,473	2,672	3,096	应付款项	799	1,338	1,629	1,632	1,782	2,063
%销售收入	26.7%	35.3%	32.7%	27.7%	27.5%	27.5%	其他流动负债	433	697	465	600	647	745
财务费用	31	-151	-89	193	102	131	流动负债	2,170	2,590	2,691	2,582	2,779	3,157
%销售收入	-0.6%	1.9%	1.0%	-2.2%	-1.0%	-1.2%	长期贷款	200	370	44	44	44	44
资产减值损失	-52	-90	-47	0	0	0	其他长期负债	443	309	358	355	353	352
公允价值变动收益	0	0	10	0	0	0	负债	2,813	3,269	3,093	2,982	3,177	3,554
投资收益	9	11	7	10	10	10	普通股股东权益	5,584	7,314	9,196	10,693	12,283	14,270
%税前利润	0.6%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	其中：股本	882	1,305	1,305	1,305	1,305	1,305
营业利润	1,487	2,606	3,056	2,776	2,884	3,336	未分配利润	2,513	4,113	5,900	7,394	8,983	10,970
营业利润率	27.5%	33.2%	32.8%	31.0%	29.7%	29.7%	少数股东权益	30	38	44	44	44	44
营业外收支	6	3	12	5	5	5	负债股东权益合计	8,427	10,620	12,332	13,719	15,503	17,868
税前利润	1,493	2,609	3,068	2,781	2,889	3,341	比率分析						
利润率	27.6%	33.2%	33.0%	31.1%	29.7%	29.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-195	-348	-369	-334	-347	-401	每股指标						
所得税率	13.0%	13.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	1.470	1.727	2.063	1.875	1.947	2.253
净利润	1,298	2,261	2,699	2,447	2,542	2,940	每股净资产	6.331	5.603	7.045	8.192	9.409	10.932
少数股东损益	2	7	5	0	0	0	每股经营现金净流	1.882	1.517	2.142	1.927	2.105	2.281
归属于母公司的净利润	1,296	2,254	2,694	2,447	2,542	2,940	每股股利	0.600	0.600	0.730	0.730	0.730	0.730
净利率	23.9%	28.7%	28.9%	27.4%	26.1%	26.1%	回报率						
							净资产收益率	23.21%	30.82%	29.29%	22.88%	20.70%	20.61%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	15.38%	21.22%	21.84%	17.84%	16.40%	16.46%
净利润	1,298	2,261	2,699	2,447	2,542	2,940	投入资本收益率	18.44%	28.70%	26.71%	19.29%	18.27%	18.33%
少数股东损益	2	7	5	0	0	0	增长率						
非现金支出	301	400	454	401	451	494	主营业务收入增长率	28.57%	45.09%	18.51%	-3.94%	8.75%	15.66%
非经营收益	-8	162	111	-2	-12	-12	EBIT增长率	45.05%	91.98%	9.66%	-18.79%	8.07%	15.85%
营运资金变动	70	-843	-468	-331	-233	-446	净利润增长率	54.93%	73.88%	19.51%	-9.16%	3.89%	15.67%
经营活动现金净流	1,660	1,981	2,796	2,515	2,748	2,977	总资产增长率	15.89%	26.03%	16.12%	11.24%	13.01%	15.25%
资本开支	-439	-399	-562	-434	-510	-510	资产管理能力						
投资	-59	-338	-420	0	0	0	应收账款周转天数	41.2	38.1	40.7	52.0	52.0	52.0
其他	45	75	50	10	10	10	存货周转天数	110.9	92.0	98.9	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-452	-663	-932	-424	-500	-500	应付账款周转天数	50.6	48.7	45.7	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	159.4	113.0	101.2	105.7	92.1	73.7
债权募资	-100	-361	-286	-251	0	0	偿债能力						
其他	-354	-457	-428	-959	-956	-956	净负债/股东权益	-28.12%	-34.90%	-44.87%	-49.10%	-53.24%	-56.47%
筹资活动现金净流	-454	-818	-714	-1,209	-956	-956	EBIT利息保障倍数	-46.5	18.3	34.1	-12.8	-26.3	-23.7
现金净流量	790	335	1,025	882	1,292	1,521	资产负债率	33.38%	30.78%	25.08%	21.73%	20.49%	19.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	20	23	32	38
增持	0	7	9	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.26	1.28	1.27	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在-5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402