业绩超预期，产品结构持续优化

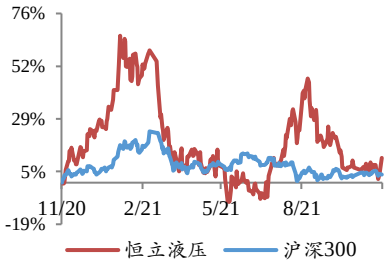
——2021 年三季报业绩点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-11-01

收盘价（元）	87.93
近 12 个月最高/最低（元）	131.41/72.34
总股本（百万股）	1,305
流通股本（百万股）	1,305
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,148
流通市值（亿元）	1,148

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1.格局打开，定增布局第三增长极 2021-09-02

2.业绩符合预期，加大研发拓宽产品线 2021-08-24

3.业绩表现靓丽，未来成长可期 2021-04-27

主要观点：

- **事件：**10 月 29 日，公司发布 2021 年三季报，1-9 月份，公司实现收入 71.83 亿，同比增长 34.93%，归母净利润 19.86 亿，同比增长 34.90%。单 Q3，实现收入 19.56 亿，同比增长 4.73%，归母净利润 5.77 亿，同比增长 18.71%。

- **核心观点：**业绩超预期。前三季度，公司液压泵阀板块收入占比提升明显，产品结构优化助力公司应对行业调整，同时对冲金属材料成本上行压力，盈利能力保持稳定。展望未来，公司仍将坚持国际化战略，同时重视研发，促进产品多样化布局，提高非挖产品比重，凭借稀缺性和成长性，熨平业绩波动能力强，维持“买入”评级。

- **非挖产品比重持续提升，海外市场表现超越国内。分产品来看：**

①挖机油缸：根据中国工程机械工业协会数据，2021 年 1-9 月份，我国挖机行业销量 27.9 万台，同比增速 18%，公司挖机油缸收入增速延续上半年趋势，表现超越行业。随着泵阀业务放量及非标应用领域的拓展，公司挖机油缸收入占比有所下降。市占率方面，根据我们测算，公司国内挖机油缸市占率提升至约 57%，行业调整阶段，龙头公司产品竞争力优势被放大。

②非标油缸：整体保持较高增长，收入占比略有提升。核心应用领域集中在起重、盾构、海工海事和新能源风电，其中起重、新能源领域增长相对较快。

③液压泵阀：整体收入增速表现超越油缸，收入占比进一步提升。一方面，中大挖泵阀处于放量期，行业调整阶段保持了较好表现；另一方面，新产品拓宽非挖行走机械、工业领域应用，逐步由试装转向批量阶段，贡献业绩增量，公司收入对挖机应用领域的依赖度持续降低。

分市场来看：海外市场收入增速超过国内，全球化战略进展顺利。北美市场增长明显，开始向 JLG、吉尼、卡特（2 款泵）批量化供应；日韩市场稳中有升，神钢、久保田、洋马等品牌进入批量化阶段，同时公司切入小松供应链验证体系，油缸业务的推进速度相对较快。

- **产品结构优化对冲原材料成本上行，盈利能力保持基本稳定。**毛利率方面，1-9 月份，公司毛利率 42.00%，同比-0.25pct，单 Q3 环比提升 3.6pct。一方面系毛利率相对较高的液压泵阀、非标油缸占比提升；另一方面，金属材料在整体成本中比重约 35%，对铸件影响较大，对其他业务影响相对有限，受规模效应、新产品批量出货、中大挖占比提升等因素影响，液压泵阀毛利率同比有所提高。

费用率方面，1-9 月份，公司期间费用率 10.55%，同比+1.84pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.89pct、-0.33pct、+3.51pct、-0.46pct，

内控良好，报告期内研发支出 4.8 亿，同比增长 182%，主要系公司扩大研发团队，积极进行产品升级及技术储备，如工业泵、螺纹插装阀、电比例阀、摆线马达、多路阀等，陆续有产品进入试装或批量阶段。此外研发费用加计扣除，减少所得税缴纳约 7500 万。综合来看，1-9 月份，公司净利率净利率 27.71%，同比-0.01pct，单 Q3 环比提升 3.07pct，公司盈利能力基本保持稳定。

- **公司成长性和稀缺性决定了其熨平周期波动能力强。**短期来看，公司 10 月份排产，非标板块延续高增长趋势，同时中大挖泵阀需求韧性较强，保持了较高排产。长期来看，公司整体战略方向不变，熨平业绩波动能力将进一步增强：①国际化战略，公司定增拟投项目之一建立墨西哥生产基地，扩大北美地区辐射，是公司从销售全球化到生产全球化的重要一步；②提高非挖产品比重，公司目前已经逐步供应非挖行走机械领域，以及盾构机、海工海事等工业领域，未来新产品如线性驱动器、各类通用液压等还将拓展航空航天、医疗等新领域，公司预计 2022 年非挖产品收入贡献率有望达到 50%。

投资建议

根据 2020 年报指引，公司 2021 收入增速预计为 15%，偏保守。我们预计公司 2021-23 年收入 96.62、112.53、128.01 亿元，同比增速分别为 23.0%、16.5%、13.8%；归母净利润分别为 28.29、33.59、39.11 亿元，同比增速分别为 25.5%、18.7%、16.4%。对应 PE 分别为 38、32、27 倍。凭借稀缺性和成长性，有望熨平业绩波动，给予“买入”评级。

风险提示

基建、房地产等投资大幅下滑、新产品开拓进度不及预期、下游价格竞争加剧，成本端压力传导至上游。

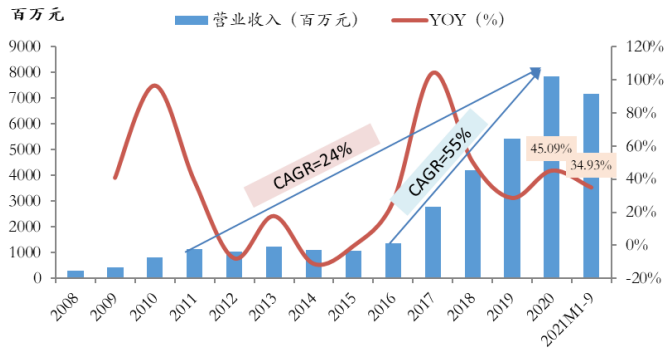
重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7855	9662	11253	12801
收入同比（%）	45.1%	23.0%	16.5%	13.8%
归属母公司净利润	2254	2829	3359	3911
净利润同比（%）	73.9%	25.5%	18.7%	16.4%
毛利率（%）	44.1%	41.1%	41.4%	41.8%
ROE（%）	30.8%	27.8%	24.8%	22.4%
每股收益（元）	1.73	2.17	2.57	3.00
P/E	65.45	37.88	31.91	27.41
P/B	20.17	10.54	7.91	6.13
EV/EBITDA	47.18	30.08	25.00	21.08

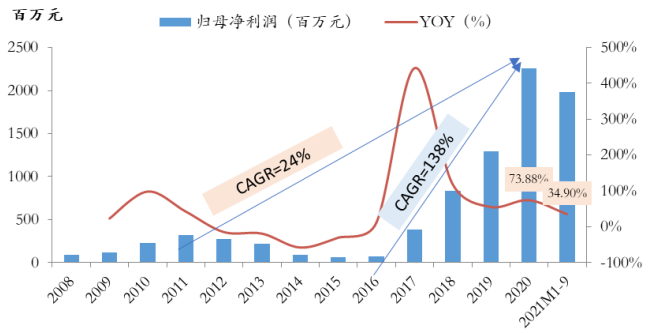
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 1 公司 2021M1-9 营收增速 34.93%



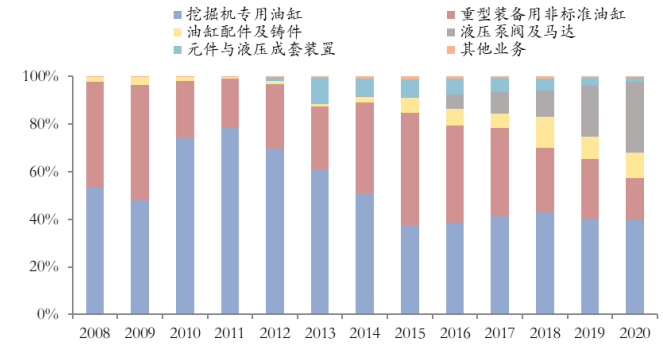
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 公司 2021M1-9 归母净利润增速 34.90%



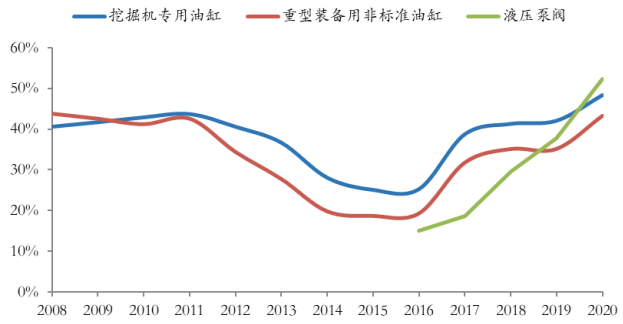
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 恒立液压产品结构变迁



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 恒立分产品毛利率情况



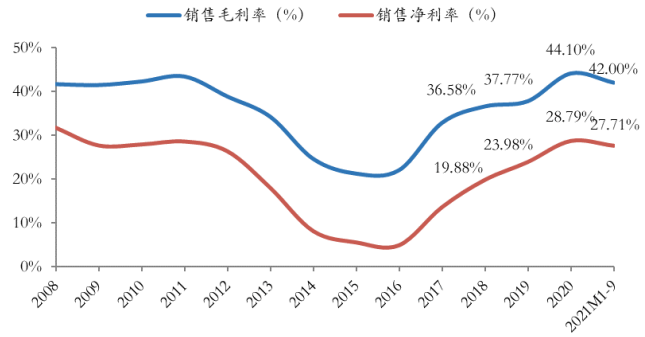
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 2011-2021H 年公司油缸收入、产销量及均价数据

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H
销售收入（亿元）											
挖机油缸	8.87	7.28	7.50	5.59	4.07	5.29	11.54	18.11	21.88	31.27	19.80
非标油缸	2.36	2.85	3.27	4.15	5.16	5.60	10.42	11.44	13.53	13.70	8.45
产量（只）											
挖机油缸	188480	168788	184652	142236	118510	140275	284614	429628	472791	719920	466000
非标油缸	37767	40479	44975	49330	61112	72478	130290	154516	169071	116307	78000
销量（只）											
挖机油缸	187141	156227	175318	142634	123143	137587	274122	413538	484854	706136	474000
非标油缸	36627	38003	42908	47124	57591	67441	127475	143745	165828	123590	78800
销量增速yoy											
挖机油缸		-16.5%	12.2%	-18.6%	-13.7%	11.7%	99.2%	50.9%	17.2%	45.6%	43.8%
非标油缸		3.8%	12.9%	9.8%	22.2%	17.1%	89.0%	12.8%	15.4%	-25.5%	23.0%
均价(元)											
挖机油缸	4740	4661	4278	3918	3305	3845	4209	4379	4513	4428	4177
非标油缸	6454	7496	7618	8810	8952	8304	8177	7959	8159	11085	10723
均价变动（%）											
挖机油缸		-1.7%	-8.2%	-8.4%	-15.6%	16.3%	9.5%	4.0%	3.0%	-1.9%	-5.7%
非标油缸		16.1%	1.6%	15.6%	1.6%	-7.2%	-1.5%	-2.7%	2.5%	35.9%	-3.3%

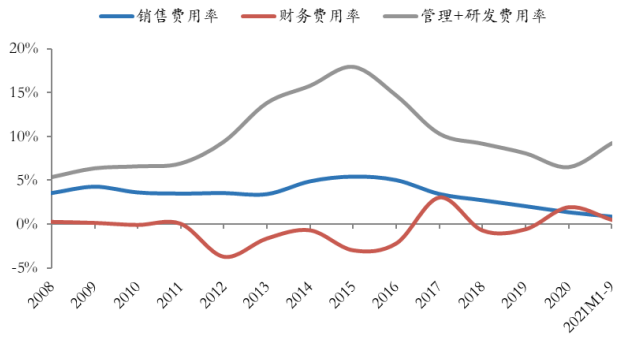
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2021M1-9 毛、净利率企稳



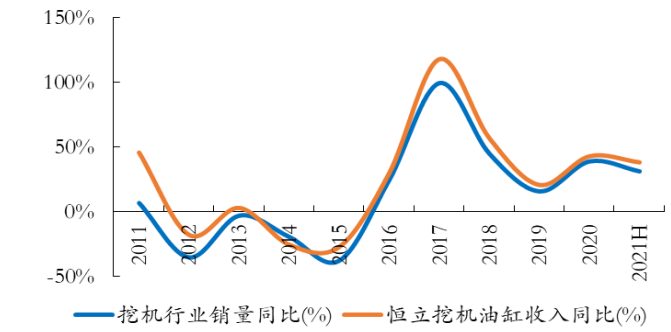
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 研发费用提升相对较高



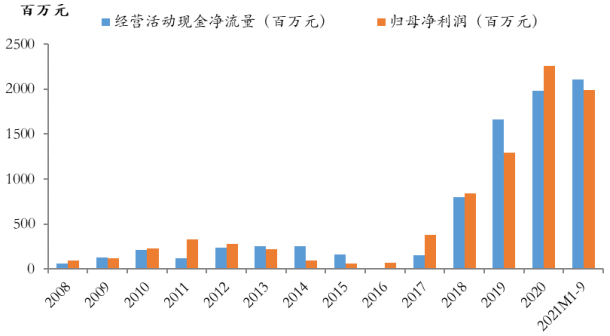
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 恒立挖机油缸收入增速基本高于挖机行业销量增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9 归母净利润与经营性现金流呈同步趋势



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 公司客户资源优质

产品	国内	国外	备注
挖机油缸	三一、柳工、徐工	卡特彼勒（18t以下和49t以上全部恒立，中间吨位一部分自制、一部分用KYB等品牌）、神钢	
非标油缸	中铁、铁建等（盾构机）、兰石重工（特种车辆）	卡特彼勒 （矿山自卸车、土方平地机）、小松、日立造船、马尼托瓦克（起重机和高空平台，起重系列北美最大用户）、特雷克斯（特种车辆）	下游：盾构机，高空作业平台，海工海事，起重机等
	浙江鼎力、星邦、徐工、中联（高空作业平台）	斯诺克、吉尼、JLG（高空作业平台）	
挖机泵阀	徐工、三一、柳工、临工	目前卡特在试用、韩系部分厂家也将成为客户	
非标泵阀	海天，伊之密，博创等	JLG、吉尼	
挖机马达	徐工、三一、柳工		
AWP马达	浙江鼎力、星邦、临工	斯诺克、吉尼	

资料来源：公司年报，华安证券研究所

风险提示：

基建、房地产等投资大幅下滑、新产品开拓进度不及预期、下游价格竞争加剧，成本端压力传导至上游。

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7595	10679	14342	18548
现金	2777	4989	8104	11687
应收账款	964	1152	1310	1491
其他应收款	10	18	18	21
预付账款	164	209	235	271
存货	1217	1723	1933	2190
其他流动资产	2463	2589	2741	2890
非流动资产	3025	3176	3308	3439
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2432	2548	2656	2769
无形资产	280	282	286	290
其他非流动资产	313	346	365	380
资产总计	10620	13855	17650	21987
流动负债	2590	2958	3350	3729
短期借款	324	324	324	324
应付账款	675	872	1006	1141
其他流动负债	1590	1761	2021	2264
非流动负债	679	689	701	714
长期借款	370	380	392	405
其他非流动负债	309	309	309	309
负债合计	3269	3647	4051	4443
少数股东权益	38	44	52	62
股本	1305	1305	1305	1305
资本公积	1411	1411	1411	1411
留存收益	4598	7448	10830	14766
归属母公司股东权	7314	10165	13547	17482
负债和股东权益	10620	13855	17650	21987

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1981	2618	3503	3963
净利润	2254	2829	3359	3911
折旧摊销	311	283	287	286
财务费用	146	25	25	26
投资损失	-11	-19	-19	-22
营运资金变动	-843	-504	-155	-245
其他经营现金流	3221	3337	3520	4163
投资活动现金流	-663	-391	-374	-368
资本支出	-399	-410	-393	-389
长期投资	-338	0	0	0
其他投资现金流	75	19	19	22
筹资活动现金流	-818	-15	-13	-13
短期借款	-227	0	0	0
长期借款	171	10	12	13
普通股增加	423	0	0	0
资本公积增加	-423	0	0	0
其他筹资现金流	-762	-25	-25	-26
现金净增加额	335	2212	3115	3582

利润表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7855	9662	11253	12801
营业成本	4391	5691	6596	7457
营业税金及附加	72	92	106	120
销售费用	107	121	135	147
管理费用	200	227	253	275
财务费用	151	-17	-50	-96
资产减值损失	-53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	19	19	22
营业利润	2606	3264	3877	4516
营业外收入	5	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	2609	3267	3880	4518
所得税	348	431	513	598
净利润	2261	2836	3367	3920
少数股东损益	7	6	8	10
归属母公司净利润	2254	2829	3359	3911
EBITDA	3087	3428	4000	4576
EPS（元）	1.73	2.17	2.57	3.00

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	45.1%	23.0%	16.5%	13.8%
营业利润	75.3%	25.2%	18.8%	16.5%
归属于母公司净利	73.9%	25.5%	18.7%	16.4%
获利能力				
毛利率（%）	44.1%	41.1%	41.4%	41.8%
净利率（%）	28.7%	29.3%	29.8%	30.5%
ROE（%）	30.8%	27.8%	24.8%	22.4%
ROIC（%）	29.1%	24.5%	22.2%	20.1%
偿债能力				
资产负债率（%）	30.8%	26.3%	23.0%	20.2%
净负债比率（%）	44.5%	35.7%	29.8%	25.3%
流动比率	2.93	3.61	4.28	4.97
速动比率	2.40	2.96	3.63	4.31
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.70	0.64	0.58
应收账款周转率	8.15	8.39	8.59	8.59
应付账款周转率	6.50	6.52	6.56	6.54
每股指标（元）				
每股收益	1.73	2.17	2.57	3.00
每股经营现金流薄）	1.52	2.01	2.68	3.04
每股净资产	5.60	7.79	10.38	13.39
估值比率				
P/E	65.45	37.88	31.91	27.41
P/B	20.17	10.54	7.91	6.13
EV/EBITDA	47.18	30.08	25.00	21.08

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。