业绩略超预期，全球视野打开成长空间

——恒立液压 2020 年业绩预告点评

买入|维持

事件：

1 月 22 日，公司发布业绩预告，预计 2020 年度实现归母净利润 20.47 至 23 亿元，同比增长 57.91%至 77.44%，略超预期。

报告要点：

- **业绩大幅增长，主因工程机械需求高景气+盈利能力显著提升**

2020 全年公司预计实现归母净利润 20.47 至 23 亿元，同比增长 57.91%至 77.44%，Q4 单季度同比增长 51.63%-118.4%；扣非归母净利润 20.99 至 23.52 亿元，同比增长 73.19%-94.08%。在规模效应的影响下，公司油缸和泵阀产品毛利率提升显著，同时公司强化内部管理，净利率大幅提升。此外，非经常性损益对净利润的影响约-5238 万元，主因美元贬值、汇兑损失增加。

- **工程机械需求韧性强，泵阀及马达、液压系统业务多点开花**

2020 年我国挖机销量为 32.76 万台，同比增长 39%，国产化率达 69%，较 2019 年提升近 6pct。在下游行业市场需求高速增长的背景下，一方面公司挖机油缸市占率伴随挖机国产化率提高而提升约 5pct，另一方面公司较强的产品竞争力，挖机泵阀市占份额显著提升，据我们测算，小/中/大挖泵阀市占率分别为 54.75%、18.40%、7.85%。同时，公司 6-50T 级回转马达已为主机厂规模化配套；工业泵阀也已在汽车吊、旋挖钻领域全面量产；液压系统实现了在高空作业平台领域全面批量化配套。展望 2021 年，工程机械下游需求仍然韧性十足，公司各个产品线将多点发力，有望充分保障公司业绩持续高增。

- **放眼全球，赶超外资、未来成长潜力广阔**

公司规模持续迅速扩张，正从收入增速、盈利质量等多方面反超国际企业。2019 年，川崎精机和 KYB 全球液压件业务收入合计约 223 亿元、营业利润约 11.5 亿元，而恒立营收约 54 亿元、营业利润为 14.9 亿元。相较之下，公司竞争对手的优势和竞争力凸显。可以预见，随着公司在液压系统领域油缸、泵、阀、马达等全系列产品线的完善，公司有望凭借扎实的技术实力以及稳健的经营能力，逐渐抢占外资份额、甚至未来瓜分全球高端液压件市场，远期成长空间可期。

- **投资建议与盈利预测**

预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 21.9/28.9/35.6 亿元，对应当前 PE 分别为 70/53/43 倍。考虑到下游持续高景气以及公司液压件行业广阔的进口替代空间，维持公司“买入”评级。

- **风险提示**

基建投资不及预期，海外客户拓展不及预期，海外市场风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4211	5414	7441	9254	10756
收入同比（%）	51	29	37	24	16
归母净利润(百万元)	837	1296	2187	2890	3563
归母净利润同比(%)	119	55	69	32	23
ROE（%）	18.4	23.2	30.2	31.0	30.2
每股收益（元）	0.64	0.99	1.68	2.21	2.73
市盈率(P/E)	183.72	118.58	70.30	53.18	43.14

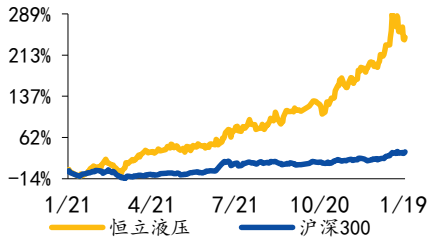
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价　117.75 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	132.43 / 45.44
A 股流通股（百万股）：	1305.36
A 股总股本（百万股）：	1305.36
流通市值（百万元）：	153706.14
总市值（百万元）：	153706.14

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-恒立液压（601100）2020 三季报点评：三季度业绩亮眼，竞争力凸显规模加速扩张》2020.10.27

《国元证券公司点评-恒立液压（601100）2020 年半年报：盈利能力大幅提升，泵阀业务多点开花》2020.08.24

报告作者

分析师　满在朋
执业证书编号　S0020519070001
电话　021-51097188-1851
邮箱　manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人　秦亚男
电话　021-51097188-1956
邮箱　qinyanan@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4443	5492	6966	9034	11686
现金	1571	2343	3134	4638	6747
应收账款	544	677	872	998	1110
其他应收款	19	7	23	26	29
预付账款	135	98	169	179	224
存货	1050	997	1208	1431	1599
其他流动资产	1123	1369	1560	1761	1977
非流动资产	2828	2935	3293	3315	3256
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2233	2364	2546	2623	2641
无形资产	279	273	273	273	273
其他非流动资产	316	298	474	419	342
资产总计	7271	8427	10259	12349	14943
流动负债	1981	2170	2482	2537	2659
短期借款	851	551	500	250	100
应付账款	439	496	679	817	931
其他流动负债	692	1123	1303	1471	1628
非流动负债	715	643	510	462	452
长期借款	353	200	100	50	30
其他非流动负债	361	443	410	413	422
负债合计	2696	2813	2992	3000	3110
少数股东权益	28	30	30	30	30
股本	882	882	1305	1305	1305
资本公积	1834	1834	1411	1411	1411
留存收益	1826	2858	4515	6597	9079
归属母公司股东权益	4547	5584	7236	9319	11802
负债和股东权益	7271	8427	10259	12349	14943

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	799	1660	1976	2876	3457
净利润	837	1298	2187	2890	3563
折旧摊销	232	264	241	277	309
财务费用	-30	-31	10	-25	-141
投资损失	-18	-9	-12	-11	-11
营运资金变动	-345	66	-303	-278	-288
其他经营现金流	124	72	-148	22	25
投资活动现金流	-281	-452	-488	-289	-239
资本支出	498	440	500	300	250
长期投资	-132	59	0	0	0
其他投资现金流	86	47	12	11	11
筹资活动现金流	-152	-454	-697	-1083	-1109
短期借款	-64	-299	-51	-250	-150
长期借款	-47	-154	-100	-50	-20
普通股增加	252	0	423	0	0
资本公积增加	-252	0	-423	0	0
其他筹资现金流	-40	-1	-545	-783	-939
现金净增加额	424	790	791	1504	2109

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4211	5414	7441	9254	10756
营业成本	2671	3369	4238	5195	6012
营业税金及附加	43	52	73	90	103
营业费用	115	111	122	137	144
管理费用	213	193	217	244	257
研发费用	172	242	272	305	330
财务费用	-30	-31	10	-25	-141
资产减值损失	-119	-33	50	50	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	18	9	12	11	11
营业利润	961	1487	2518	3320	4090
营业外收入	3	7	10	15	20
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	963	1493	2528	3334	4109
所得税	126	195	341	443	547
净利润	837	1298	2187	2890	3563
少数股东损益	0	2	0	0	0
归属母公司净利润	837	1296	2187	2890	3563
EBITDA	1162	1719	2770	3572	4258
EPS（元）	0.95	1.47	1.68	2.21	2.73

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	50.6	28.6	37.4	24.4	16.2
营业利润(%)	119.0	54.7	69.4	31.8	23.2
归属母公司净利润(%)	119.1	54.9	68.7	32.2	23.3
获利能力					
毛利率(%)	36.6	37.8	43.0	43.9	44.1
净利率(%)	19.9	23.9	29.4	31.2	33.1
ROE(%)	18.4	23.2	30.2	31.0	30.2
ROIC(%)	18.6	29.7	45.0	55.6	63.9
偿债能力					
资产负债率(%)	37.1	33.4	29.2	24.3	20.8
净负债比率(%)	46.67	40.41	32.93	22.84	16.57
流动比率	2.24	2.53	2.81	3.56	4.40
速动比率	1.67	2.03	2.29	2.97	3.76
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.69	0.80	0.82	0.79
应收账款周转率	8	8	9	9	10
应付账款周转率	7.06	7.21	7.21	6.95	6.88
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.99	1.68	2.21	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.27	1.51	2.20	2.65
每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.28	5.54	7.14	9.04
估值比率					
P/E	183.72	118.58	70.30	53.18	43.14
P/B	33.81	27.53	21.24	16.49	13.02
EV/EBITDA	131	88	55	43	36

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188