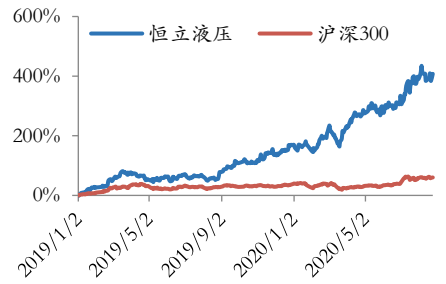
疫情加速国产替代进程，公司业绩一如既往靓丽

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-26
收盘价（元）	70.91
近 12 个月最高/最低（元）	79.99/23.70
总股本（百万股）	1305.36
流通股本（百万股）	1305.36
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	926
流通市值（亿元）	926

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩
执业证书号：S0010520080005
电话：0551-65161835
邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告
1.《华安证券_公司研究_恒立液压首次覆盖深度报告：疫情加速国产替代，公司业绩如期高增长》2020-08-25

事件：2020 年 10 月 26 日，公司发布三季报，前三季度实现营收 53.23 亿元，同比增长 38.86%，归母净利润 14.72 亿元，同比增长 60.50%。单看 Q3，公司实现营收 18.67 亿元，同比增长 79.38%，归母净利润为 4.86 亿元，同比增长 97.27%，扣非归母净利润 5.5 亿元，同比+190%。

核心观点：

Q3 业绩整体符合预期，单看 Q3，若剔除汇兑影响（汇兑损失 0.9 亿），扣非归母净利润同比增长 190.41%，超预期。我们认为公司成长路径清晰，产品本身壁垒高，客户黏性强，因此具有稀缺性；产品线不断丰富，新品市占率不断提升，兼具成长性。**上调盈利预测，维持“买入”评级。**

点评：

➢ 挖机行业超预期，上游零部件供应商直接受益，公司业绩实现高增长。

2020 年 1-9 月挖机累计销量 236508 台，同比+31.98%，整体超市场预期，已超 2019 年全年销量。预计四季度销量将延续高增长趋势，从 2016-2019 年 Q4 挖机销量占比均值为 25.52%，我们推算 2020 全年销量超过 30 万台，增速超过 30%。由于三、四季度，客户购机的需求一般锚定下一年工程量，销量高增长的背后，说明客户对于 2021 年下游项目开工情况比较乐观，购机信心足，由此判断，2021 年工程机械行业高景气度也有望延续，至少会保持平稳，不会出现大幅下滑。

在挖机行业超预期背景下，公司前三季度营收 53.23 亿，同比+38.86%，其中：挖机油缸收入同比+35%，子公司液压科技泵阀销量大幅增长，液压科技收入同比增长 94%，由于泵阀放量，规模效应显著，盈利能力提升，公司前三季度归母净利润 14.72 亿，同比增长了 60.5%。

➢ 公司毛利率大幅提升，盈利能力增强，经营质量高。

毛利率：2020 年 1-9 月综合毛利率达 42.25%，同比+5.7pct，我们判断一方面主要是销量增加带来的规模效应，另一方面产品结构优化，高价值量的中、大挖泵阀产品放量，毛利率提升幅度较大。

费用率：2020 年 1-9 月，公司期间费用率为 8.71%，同比持平，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.32pct、-0.71pct、-1.42pct、+2.45pct，除财务费用受汇兑损失影响有所上升外，其他各项费用率均呈下降趋势，公司费用管控水平进一步提升。在毛利率提升，费用率下降背景下，公司盈利能力持续增强，2020 年 1-9 月公司净利率为 27.72%，同比+3.76pct。我们认为随着未来公司对产线的自动化化改造，降本增效效果明显，同时未来价值量高的中大挖泵阀产品占比将不断提升，净利率仍有上升空间。

现金流：2020 前三季度经营性净现金流 13.37 亿元，同比增长 13.97%，

经营性净现金流略低于同期归母净利润（14.72 亿元），我们判断一方面是因为主机厂部分订单通过票据结算，另一方面，公司也在积极备货（采购原材料），迎接 Q4 的小旺季，整体经营质量仍保持较高水平。

- **立足油缸优势业务，泵阀业务逐步打开市场，将打破外资品牌垄断，国产替代加速进行时。**

稀缺性：液压件行业进入壁垒高，短期很难有进入者。公司抓住国内液压行业发展机遇，从油缸到泵阀，产品一一攻克，液压件行业本身属于技术密集型、资金壁垒、规模壁垒等都决定了此行业短期很难有进入者。公司绑定优质客户，产业链地位高。公司客户质量优质，包括卡特彼勒、三一、小松、中铁等，品牌效应明显，对公司产品具有依赖性。多年合作与积累为公司建立了明显的先发优势，对后来潜在竞争者构成较强进入壁垒，充分的保障了公司未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

成长性：疫情加速液压件国产替代进程，公司挖机油缸市占率接近 50%，未来主要看下游主机厂集中度提升，加开拓海外新客户带来的增量。泵阀产品带来业绩弹性，我们通过 1-9 月份泵、阀累计产量粗略计算市占率：目前小挖泵阀市占率平均约 45%、中挖平均 25%左右、大挖平均不到 10%，未来中、大挖泵阀还有很大提升空间，业绩增长具有确定性。

投资建议

我们认为公司成长路径清晰，产品本身壁垒高，客户黏性强，因此具有稀缺性；产品线不断丰富，新品市占率不断提升，兼具成长性。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.59、27.12、33.34 亿元，同比增速为 58.9%、31.7%、23.0%。对应 PE 分别为 45、34、28 倍。泵阀业务有望持续放量增长，加速液压核心部件国产替代。维持“买入”评级。

风险提示

国内固定资产投资下滑太快、挖机销量不及预期、泵阀业务市场开拓受阻。

重要财务指标 单位:百万元

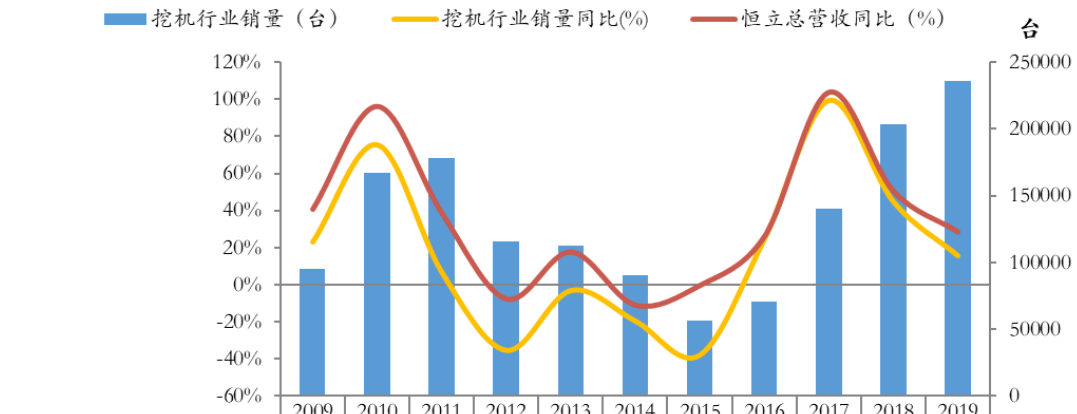
主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5414.02	7077.10	8647.97	10053.89
收入同比(%)	28.6%	30.7%	22.2%	16.3%
归属母公司净利润	1296.20	2059.05	2711.54	3334.06
净利润同比(%)	54.9%	58.9%	31.7%	23.0%
毛利率(%)	37.8%	41.3%	42.7%	43.8%
ROE(%)	23.2%	26.9%	26.2%	24.4%
每股收益(元)	0.99	1.58	2.08	2.55
P/E	31.15	44.95	34.14	27.76
P/B	7.23	16.04	11.84	8.96
EV/EBITDA	24.95	33.31	27.55	23.28

资料来源：wind（按 10 月 26 日收盘价计算），华安证券研究所

图表目录

图表 1 恒立营收增速始终高于挖机行业销量增速....4
图表 2 2008 年起挖机行业经历三个阶段....4
图表 3 恒立海外布局下海外收入持续提升....4
图表 4 恒立挖机油缸收入三阶段复合增速高于挖机行业....4
图表 5 恒立非标油缸收入三阶段持续增长....4
图表 6 恒立液压全球布局....5
图表 7 恒立挖机油缸市占率超过 50%....5
图表 8 下游客户三一、徐工挖机市占率不断提升....5
图表 9 恒立液压产品布局及客户结构....5
图表 10 2019 年油缸业务收入占比达 65.4%....6
图表 11 2019 年非标油缸收入构成....6
图表 12 油缸业务是主要收入来源，泵阀业务占比提升....6
图表 13 油缸、泵阀业务规模增长明显....6
图表 14 2020M1-9 公司营收增速 38.86%....6
图表 15 2020M1-9 公司归母净利润增速 60.50%....6
图表 16 毛、净利率由低位逐步提升....7
图表 17 公司不同产品毛利率....7
图表 18 费用控制效果显著....7
图表 19 研发费用占比相对稳定....7
图表 20 归母净利润与经营性现金流呈同步趋势....7

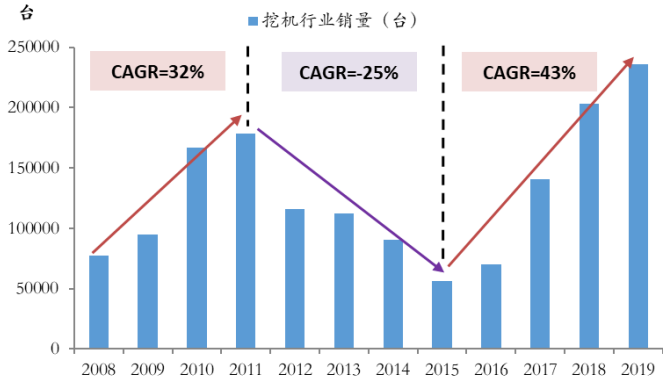
图表 1 恒立营收增速始终高于挖机行业销量增速



	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
挖机行业销量（台）	95012	166813	178352	115583	112214	90507	56350	70320	140302	203420	235693
挖机行业销量同比(%)	23.2%	75.6%	6.9%	-35.2%	-2.9%	-19.3%	-37.7%	24.8%	99.5%	45.0%	15.9%
恒立总营收同比（%）	40.7%	96.4%	38.7%	-7.8%	17.7%	-11.1%	-0.5%	26.0%	104.0%	50.6%	28.6%

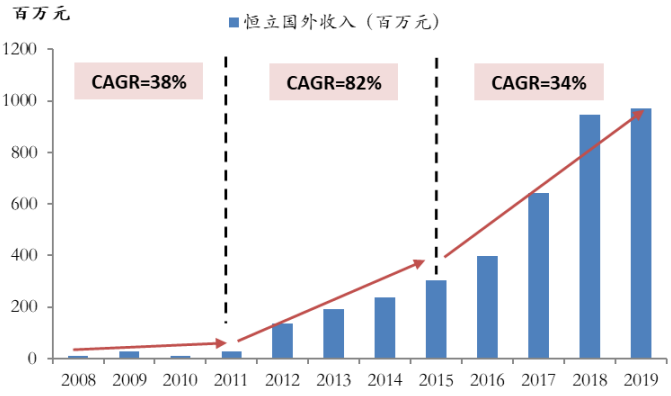
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2008 年起挖机行业经历三个阶段



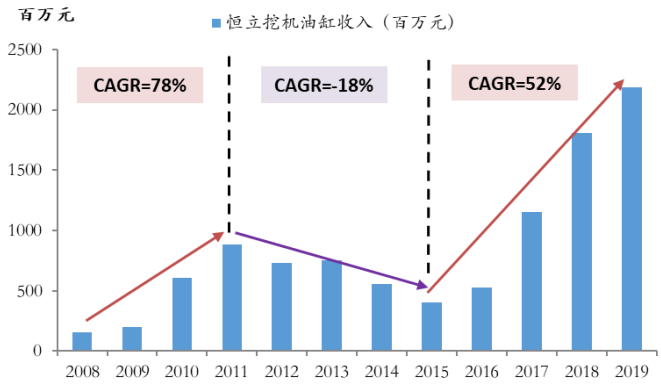
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 恒立海外布局下海外收入持续提升



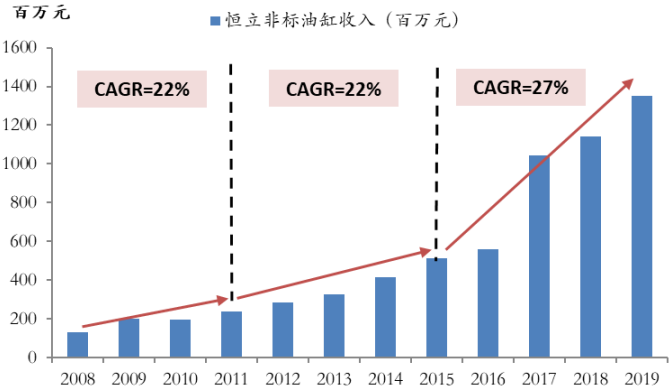
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 恒立挖机油缸收入三阶段复合增速高于挖机行业



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 恒立非标油缸收入三阶段持续增长



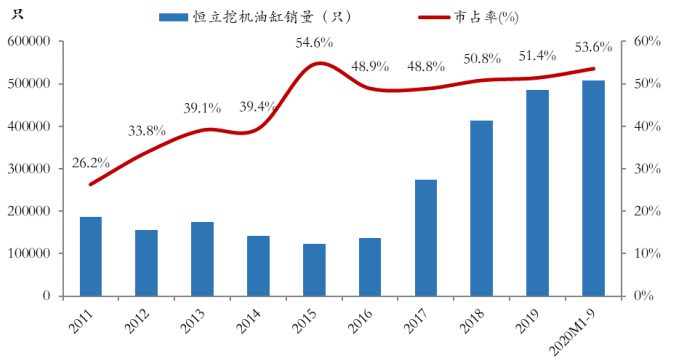
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 恒立液压全球布局



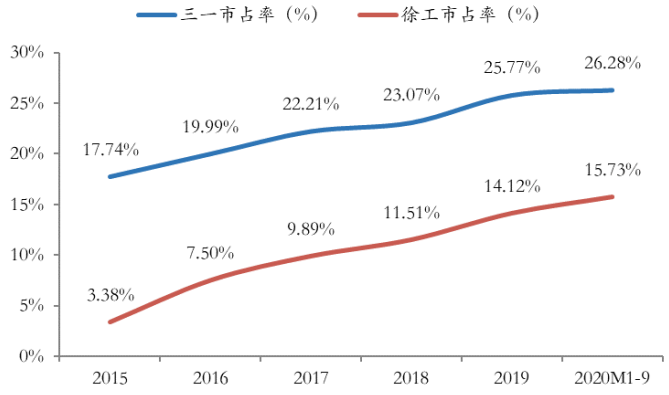
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 7 恒立挖机油缸市占率超过 50%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 下游客户三一、徐工挖机市占率不断提升



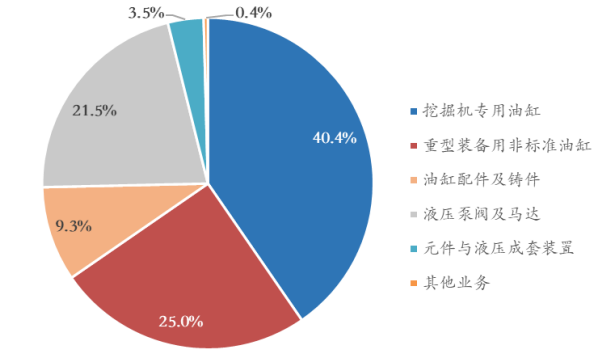
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 恒立液压产品布局及客户结构

产品	国内	国外
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）
	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

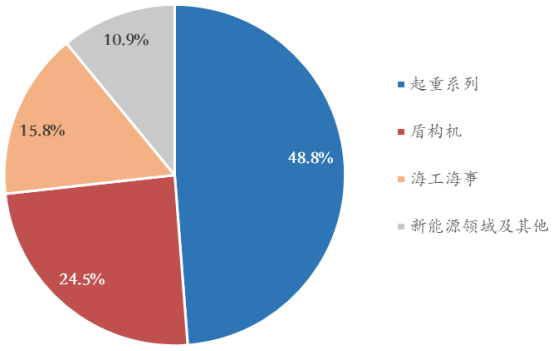
资料来源：公司年报，企业调研，华安证券研究所

图表 10　2019 年油缸业务收入占比达 65.4%



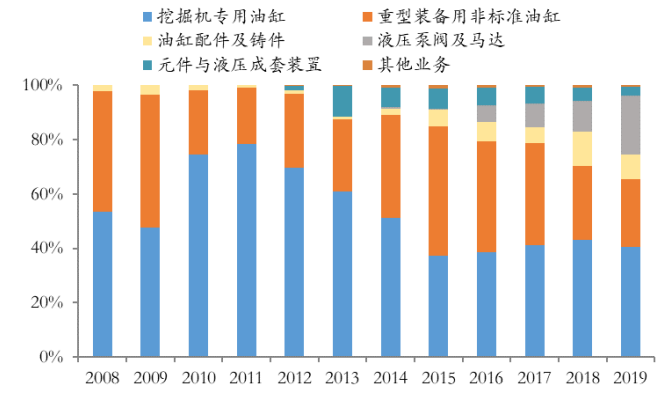
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11　2019 年非标油缸收入构成



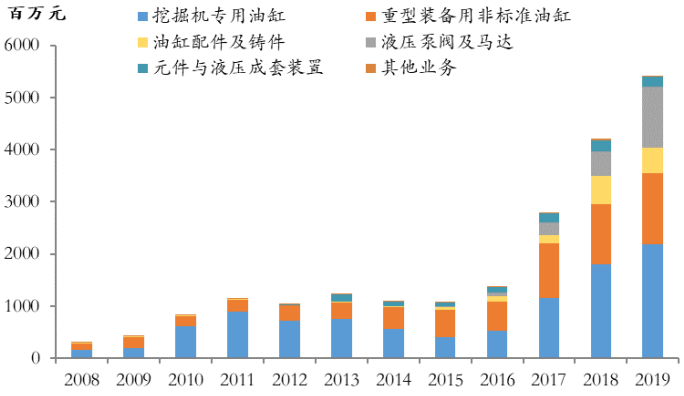
资料来源：公司调研，华安证券研究所

图表 12　油缸业务是主要收入来源，泵阀业务占比提升



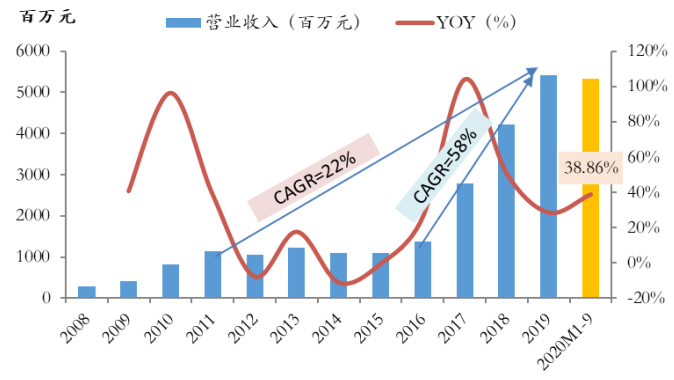
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13　油缸、泵阀业务规模增长明显



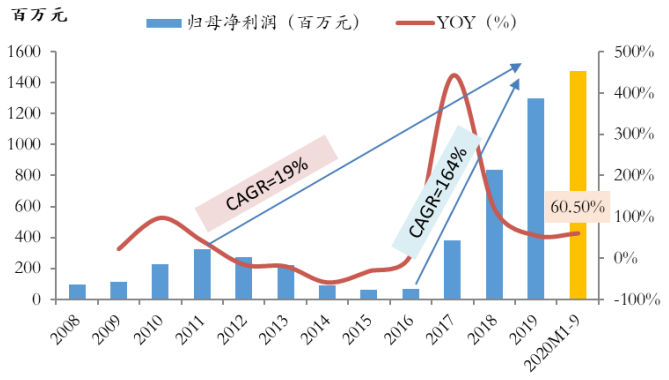
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14　2020M1-9 公司营收增速 38.86%



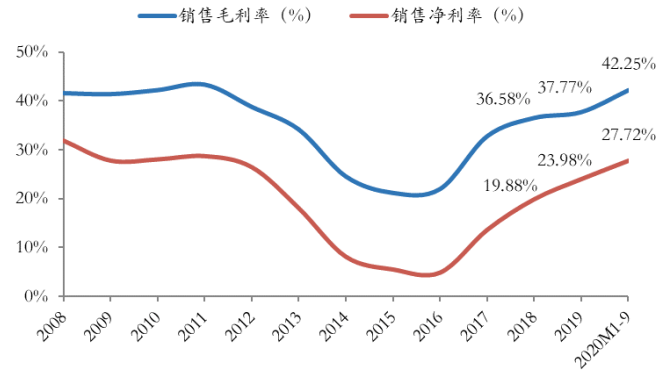
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15　2020M1-9 公司归母净利润增速 60.50%



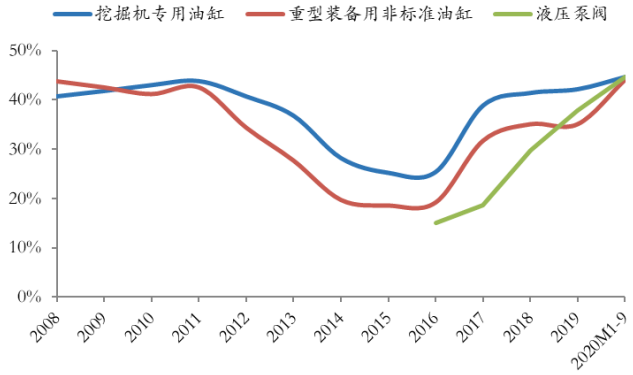
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16　毛、净利率由低位逐步提升



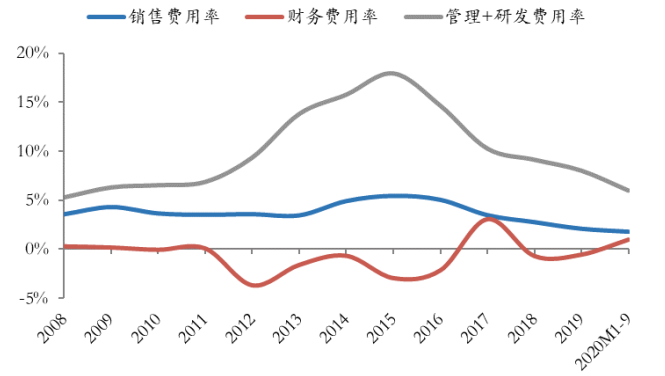
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17　公司不同产品毛利率



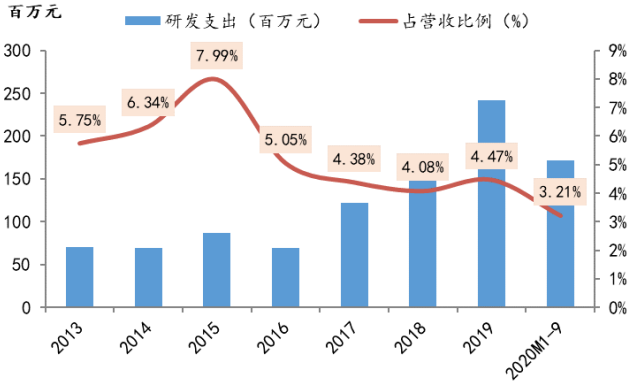
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18　费用控制效果显著



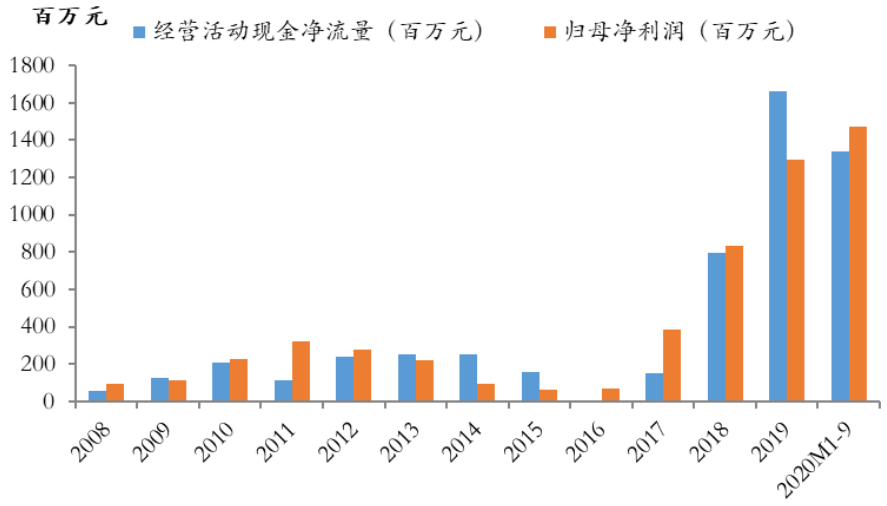
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19　研发费用占比相对稳定



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20　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

风险提示

疫情控制不及预期；逆周期调节力度偏弱；基建、地产投资增速大幅下滑；海外市场拓展不及预期.

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	5492	7971	11072	14771
现金	2343	3315	8439	11908
应收账款	677	776	948	1102
其他应收款	7	19	24	28
预付账款	98	125	149	169
存货	997	1253	1467	1672
其他流动资产	1369	2484	47	-107
非流动资产	2935	2877	2805	2719
长期投资	0	12	21	31
固定资产	2583	2517	2452	2367
无形资产	282	278	262	250
其他非流动资产	70	70	70	70
资产总计	8427	10848	13877	17490
流动负债	2170	2531	2846	3122
短期借款	551	551	551	551
应付账款	496	569	678	774
其他流动负债	1123	1411	1616	1797
非流动负债	643	643	643	643
长期借款	200	200	200	200
其他非流动负债	443	443	443	443
负债合计	2813	3174	3489	3765
少数股东权益	30	31	34	37
股本	882	1305	1305	1305
资本公积	1834	1411	1411	1411
留存收益	2858	4917	7629	10963
归属母公司股东权	5584	7643	10354	13688
负债和股东权益	8427	10848	13877	17490

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	1660	1179	5338	3683
净利润	1298	2060	2714	3337
折旧摊销	264	265	282	297
财务费用	-33	22	22	22
投资损失	-9	-16	-14	-14
营运资金变动	70	-1147	2338	46
其他经营现金流	70	-5	-5	-5
投资活动现金流	-452	-185	-191	-192
资本支出	-439	-190	-196	-196
长期投资	-59	0	0	0
其他投资现金流	45	5	4	4
筹资活动现金流	-454	-22	-22	-22
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	2	2	3
其他筹资现金流	-454	-25	-24	-25
现金净增加额	754	971	5124	3469

利润表				单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021	2022
营业收入	5414	7077	8648	10054
营业成本	3369	4155	4953	5647
营业税金及附加	52	57	61	65
销售费用	111	127	130	141
管理费用	193	198	216	231
财务费用	-31	-13	-27	-104
资产减值损失	-33	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	16	14	14
营业利润	1487	2363	3114	3830
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	1493	2368	3120	3836
所得税	195	308	406	499
净利润	1298	2060	2714	3337
少数股东损益	2	1	2	3
归属母公司净利润	1296	2059	2712	3334
EBITDA	1710	2556	3311	3965
EPS（元）	1	2	2	3

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	0.29	0.31	0.22	0.16
营业利润	0.55	0.59	0.32	0.23
归属于母公司净利	0.55	0.59	0.32	0.23
获利能力				
毛利率（%）	37.8%	41.3%	42.7%	43.8%
净利率（%）	23.9%	29.1%	31.4%	33.2%
ROE（%）	23.2%	26.9%	26.2%	24.4%
ROIC（%）	0.31	0.38	0.95	1.22
偿债能力				
资产负债率（%）	0.33	0.29	0.25	0.22
净负债比率（%）	0.20	0.15	0.11	0.08
流动比率	2.53	3.15	3.89	4.73
速动比率	2.07	2.65	3.38	4.20
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.73	0.70	0.64
应收账款周转率	8.87	9.74	10.04	9.81
应付账款周转率	11.59	13.29	13.86	13.85
每股指标（元）				
每股收益	0.99	1.58	2.08	2.55
每股经营现金流	1.27	0.68	3.09	2.13
每股净资产	4.28	4.42	5.99	7.92
估值比率				
P/E	31.15	44.95	34.14	27.76
P/B	7.23	16.04	11.84	8.96
EV/EBITDA	24.95	33.31	27.55	23.28

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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。 市场基准指数为沪深 300 指数。