三季度业绩亮眼，竞争力凸显规模加速扩张

——恒立液压 2020 年三季报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年三季度报告，前三季度实现营收 37.68 亿元，同比增长 38.86%；归母净利润 14.72 亿元，同比增长 60.5%，超预期增长。

报告要点：

- **Q3 单季度营收同比增长 79%，泵阀放量符合预期。**

下游基建和地产建设如火如荼，工程机械需求持续旺盛，2020 年前三季度挖机销量 23.7 万台，同比增长 32%。公司产品的竞争力也在不断提升，前三季度公司实现营收 37.68 亿元，同比增长 38.86%；其中挖机油缸产品收入同比增长 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%。Q3 单季度实现营收 18.67 亿元，同比增长 79.38%，超 Q2 同比增速（+70.52%）。下半年工程机械旺季持续，9 月以来公司订单火爆、产能供不应求，排产不断加量。

- **规模扩大的同时内部管控同步加强，盈利能力稳步提升。**

2020 年前三季度公司实现毛利率 42.25%（同比+5.7pct），净利率 27.72%（同比+5.54pct），毛利率大幅增长主要是由于挖机油缸和泵阀收入大增带动的规模效应以及非标油缸结构优化。公司强化内部管理，销售费用率和管理费用率合计较去年同期减 1.02pct；由于本期美元汇率下降幅度较大，汇兑损失增加，财务费用由负转正至 0.5 亿元，财务费用率 0.94%。

- **下游持续景气周期延长，公司竞争优势显著、成长空间广阔。**

随着专项债陆续到位，下半年基建项目有望快速落地，叠加持续增长的更新需求以及愈加旺盛的人工替代需求，工程机械下游景气度延续，公司作为工程机械核心技术企业，液压元件技术日渐成熟。此外， 2019 年公司的营收 54 亿元，川崎精机和 KYB 全球液压件收入合计约 223 亿元，竞争对手的收入是公司的 4 倍，但 2019 年恒立营业利润为 14.9 亿元，而川崎和 KYB 合计利润仅为 11.5 亿元，相较之下，公司竞争对手的优势和竞争力凸显，且公司产品的质量、性能等各方面已具备进口替代能力，有望把握住机遇、快速进口替代，并有望瓜分全球液压市场，未来成长空间广阔。

- **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 20.3/25.8/31.7 亿元，对应当前 PE 分别为 46/36/29 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	7210	8672	9882
收入同比（%）	51	29	33	20	14
归母净利润(百万元)	837	1296	2027	2576	3171
归母净利润同比(%)	119	55	56	27	23
ROE（%）	18.4	23.2	28.6	28.9	28.5
每股收益（元）	0.64	0.99	1.55	1.97	2.43
市盈率(P/E)	110.64	71.41	45.66	35.93	29.19

资料来源：Wind,国元证券研究中心

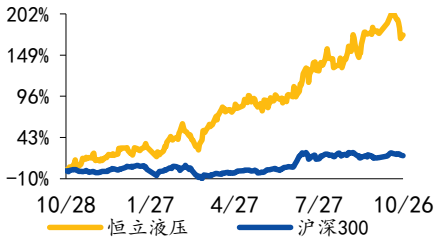
当前价/目标价：70.91 元/90 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	80.2 / 38.5
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）：	92563.08
总市值（百万元）：	92563.08

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 年半年报：盈利能力大幅提升，泵阀业务多点开花》2020.08.24

《国元证券*公司研究*恒立液压 19 年年报及一季报点评：下游景气延续，泵阀加速进口替代》2020.05.04

报告作者

分析师　满在朋

执业证书编号　S0020519070001

电话　021-51097188-1851

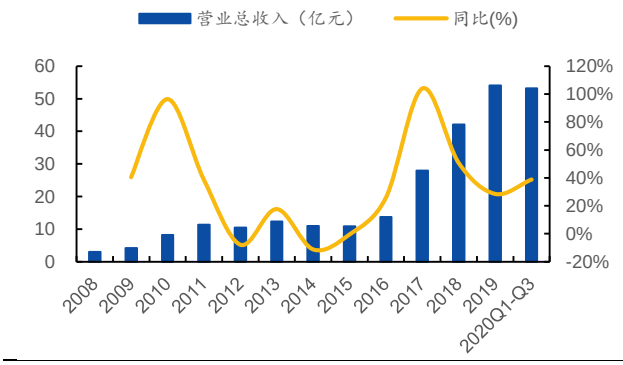
邮箱　manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人　秦亚男

电话　021-51097188-1956

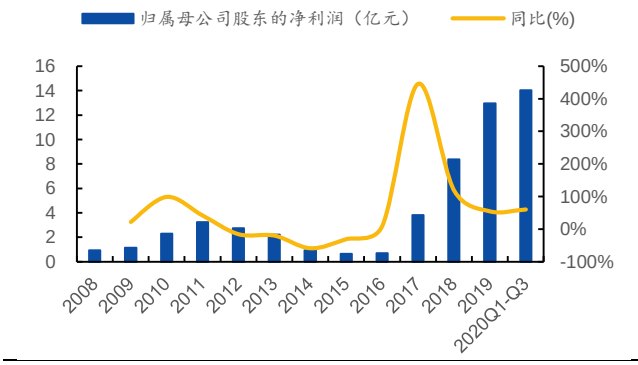
邮箱　qinyanan@gyzq.com.cn

图 1：2020 前三季度恒立液压营收同比+38.9%



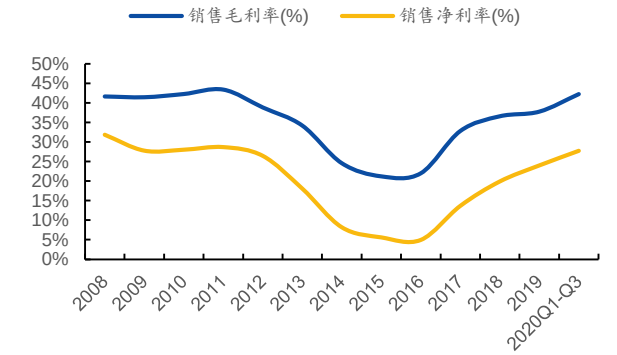
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 2：2020 前三季度恒立液压归母净利润同比+60.5%



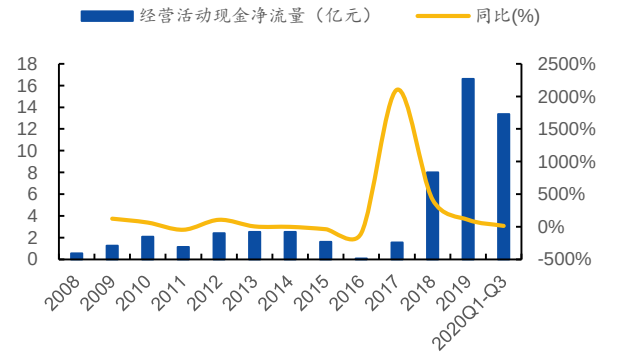
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 3：2020 前三季度恒立液压销售毛利率/净利率分别提升 5.7pct/5.4pct 至 42.3%和 27.2%



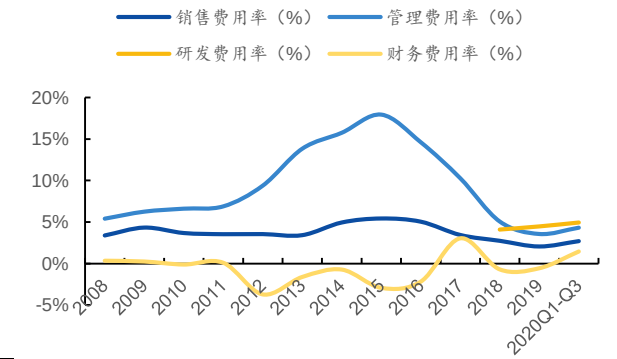
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 4：2020 前三季度恒立液压经营活动现金流净额同比+14%



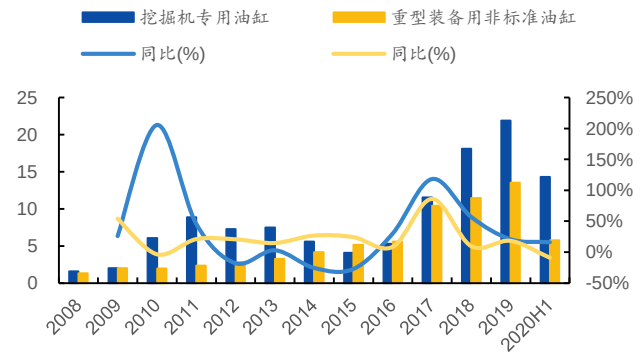
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 5：2020 前三季度恒立液压期间费用率持续下降



资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 6：2020H1 挖机油缸/非标油缸收入同比+16%/-9%



资料来源：Wind,国元证券研究中心

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	6771	8535	10869
现金	1571	2343	3032	4353	6242
应收账款	544	677	845	935	1020
其他应收款	19	7	22	25	27
预付账款	135	98	165	170	209
存货	1050	997	1177	1360	1494
其他流动资产	1123	1369	1530	1692	1878
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	10064	11850	14126
流动负债	1981	2170	2447	2453	2530
短期借款	851	551	500	250	100
应付账款	439	496	662	776	870
其他流动负债	692	1123	1285	1427	1561
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	2957	2915	2982
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	4356	6182	8390
归属母公司股东权益	4547	5584	7077	8905	11113
负债和股东权益	7271	8427	10064	11850	14126

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	1936	2689	3132
净利润	837	1298	2027	2576	3171
折旧摊销	232	264	241	277	309
财务费用	-30	-31	72	31	-129
投资损失	-18	-9	-12	-11	-11
营运资金变动	-345	66	-242	-202	-230
其他经营现金流	124	72	-151	18	21
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	-758	-1079	-1003
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	-607	-779	-833
现金净增加额	424	790	689	1321	1889

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4211	5414	7210	8672	9882
营业成本	2671	3369	4129	4935	5616
营业税金及附加	43	52	71	84	95
营业费用	115	111	121	133	139
管理费用	213	193	215	236	247
研发费用	172	242	269	296	317
财务费用	-30	-31	72	31	-129
资产减值损失	-119	-33	60	60	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	2334	2957	3638
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	2344	2972	3657
所得税	126	195	316	395	486
净利润	837	1298	2027	2576	3171
少数股东损益	0	2	0	0	0
归属母公司净利润	837	1296	2027	2576	3171
EBITDA	1162	1719	2648	3265	3818
EPS（元）	0.95	1.47	1.55	1.97	2.43

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	33.2	20.3	14.0
营业利润(%)	119.0	54.7	57.0	26.7	23.0
归属母公司净利润(%)	119.1	54.9	56.4	27.1	23.1
获利能力					
毛利率(%)	36.6	37.8	42.7	43.1	43.2
净利率(%)	19.9	23.9	28.1	29.7	32.1
ROE(%)	18.4	23.2	28.6	28.9	28.5
ROIC(%)	18.6	29.7	43.3	51.7	58.8
偿债能力					
资产负债率(%)	37.1	33.4	29.4	24.6	21.1
净负债比率(%)	46.67	40.41	33.32	23.51	17.28
流动比率	2.24	2.53	2.77	3.48	4.30
速动比率	1.67	2.03	2.26	2.90	3.67
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.69	0.78	0.79	0.76
应收账款周转率	8	8	9	9	9
应付账款周转率	7.06	7.21	7.14	6.87	6.83
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.99	1.55	1.97	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.27	1.48	2.06	2.40
每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.28	5.42	6.82	8.51
估值比率					
P/E	110.64	71.41	45.66	35.93	29.19
P/B	20.36	16.58	13.08	10.39	8.33
EV/EBITDA	78	53	34	28	24

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