盈利能力大幅提升，泵阀业务全面开花

——恒立液压 2020 年半年报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年半年报，实现营收 34.56 亿、同比+23.8%；归母净利润 9.86 亿元、同比+47%，符合预期。

报告要点：

- **下游景气+泵阀市占率提升，收入持续高增，其中单 Q2 收入同比+70%。**

受益于基建需求拉动，下游工程机械景气度延续，上半年挖掘机销量 17.04 万台，同比+24%，从而带动公司业绩持续高增长；其中，Q2 单季度公司实现营收 20.87 亿元，同比+70.52%。上半年收入分产品看，挖机油缸收入 14.32 亿元、同比+16%（销量 32.95 万只，同比+27%）；非标油缸收入 5.77 亿元，同比-9%（销量 6.42 万只），主因全球疫情蔓延使得公司起重系列油缸业务受到较大冲击。子公司液压科技受益于下游挖掘机销量持续高增长及挖机泵阀市场份额提升，实现收入 11.91 亿元，同比+86%。此外，在新品研发方面，液压科技成功开发了大排量工业应用泵、中大型全电控阀，目前已交付客户装机试用。

- **规模效应、自动化改造带动盈利能力持续提升。**

20H1 公司毛利率 41.85%（同比+4.82pct），净利率 28.6%（同比+5.54pct），主因公司不断进行工艺优化，降本增效，通过提升现有产能。此外液压科技进行了大规模成本优化以及车间自动化、智能化改造，生产效率和盈利能力大幅提升，上半年实现净利润 3.9 亿元，净利率达 32.8%（同比+15pct）。公司不断强化内部管理，期间费用率持续下降至 3.4%（同比-1pct）。

- **下游持续景气周期延长，公司竞争优势显著、成长空间广阔。**

随着上半年专项债陆续到位，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。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 18.71/23.59/28.29 亿元，对应当前 PE 分别为 44/35/29 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	6860	7873	8921
收入同比（%）	51	29	27	15	13
归母净利润(百万元)	837	1296	1871	2359	2829
归母净利润同比(%)	119	55	44	26	20
ROE（%）	18.4	23.2	27.0	27.5	26.8
每股收益（元）	0.64	0.99	1.43	1.81	2.17
市盈率(P/E)	98.29	63.45	43.96	34.87	29.07

资料来源：Wind,国元证券研究中心

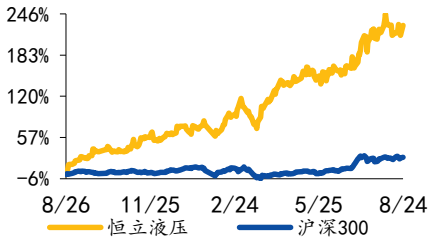
当前价/目标价：63.00 元/74 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	80.2 / 28.6
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）：	82237.68
总市值（百万元）：	82237.68

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券*公司研究*恒立液压 19 年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

《业绩预告符合预期，泵阀市占率继续提升》2020.01.21

报告作者

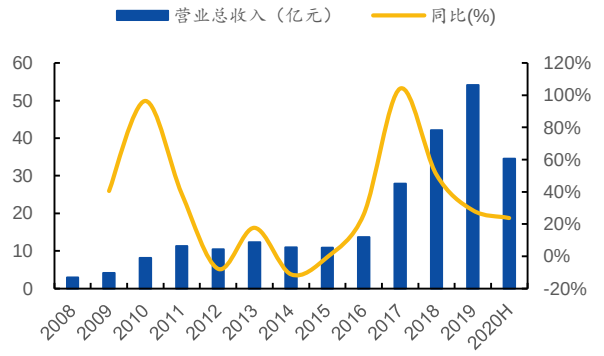
分析师　满在朋

执业证书编号　S0020519070001

电话　021-51097188-1851

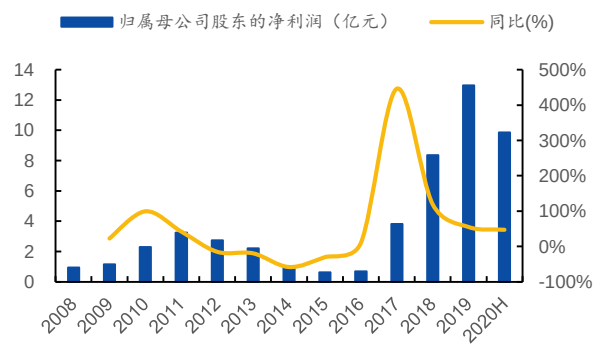
邮箱　manzaipeng@gyzq.com.cn

图 1：2020H1 恒立液压营收同比+23.8%



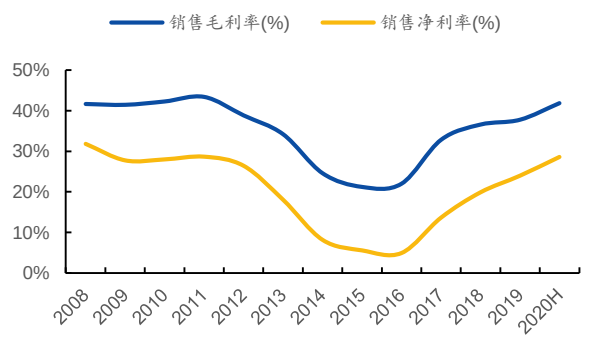
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 2：2020H1 恒立液压归母净利润同比+47%



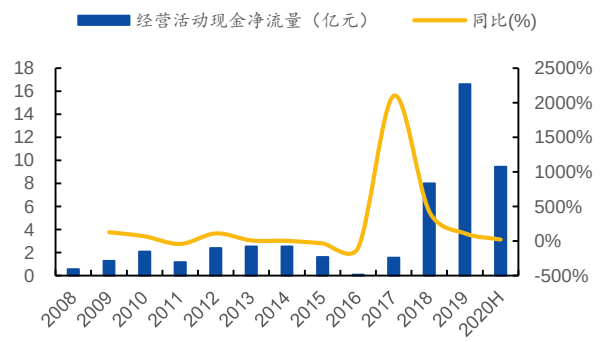
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 3：恒立液压盈利能力提升显著



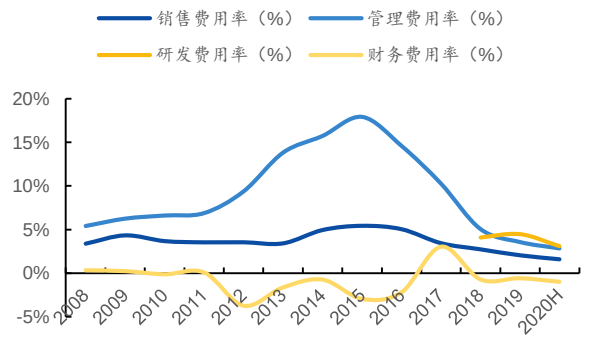
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 4：2020H1 恒立液压经营活动现金流净额同比+18.9%



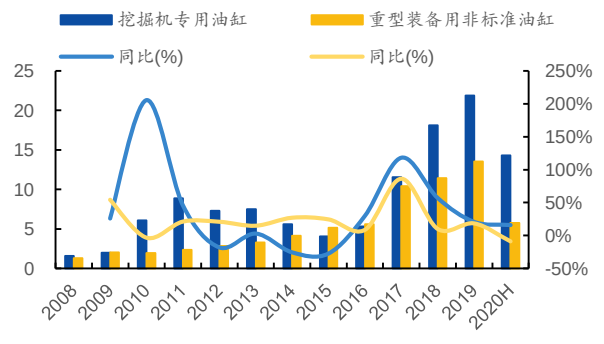
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 5：2020H1 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
会计度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4443	5492	6627	8141	10171
现金	1571	2343	2998	4257	5916
应收账款	544	677	804	849	921
其他应收款	19	7	21	22	24
预付账款	135	98	163	158	190
存货	1050	997	1163	1264	1359
其他流动资产	1123	1369	1477	1590	1761
非流动资产	2828	2935	3256	3279	3220
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	438	383	306
资产总计	7271	8427	9883	11420	13391
流动负债	1981	2170	2423	2339	2373
短期借款	851	551	500	250	100
应付账款	439	496	654	721	791
其他流动负债	692	1123	1268	1367	1481
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	2932	2801	2824
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	4199	5866	7813
归属母公司股东权益	4547	5584	6920	8588	10536
负债和股东权益	7271	8427	9883	11420	13391

现金流量表					单位:百万元
会计度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	799	1660	1801	2472	2826
净利润	837	1298	1871	2359	2829
折旧摊销	232	264	241	277	309
财务费用	-30	-31	-28	-67	-123
投资损失	-18	-9	-12	-11	-11
营运资金变动	-345	66	-153	-96	-197
其他经营现金流	124	72	-119	10	19
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	-659	-923	-928
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	-507	-623	-758
现金净增加额	424	790	654	1259	1659

利润表					单位:百万元
会计度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4211	5414	6860	7873	8921
营业成本	2671	3369	4082	4588	5110
营业税金及附加	43	52	67	76	86
营业费用	115	111	121	127	133
管理费用	213	193	210	221	231
研发费用	172	242	264	283	302
财务费用	-30	-31	-28	-67	-123
资产减值损失	-119	-33	50	0	0
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	2153	2706	3243
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	2163	2720	3263
所得税	126	195	292	362	434
净利润	837	1298	1871	2359	2829
少数股东损益	0	2	0	0	0
归属母公司净利润	837	1296	1871	2359	2829
EBITDA	1162	1719	2367	2916	3430
EPS（元）	0.95	1.47	1.43	1.81	2.17

主要财务比率					
会计度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	50.6	28.6	26.7	14.8	13.3
营业利润(%)	119.0	54.7	44.8	25.7	19.9
归属母公司净利润(%)	119.1	54.9	44.3	26.1	19.9
获利能力					
毛利率(%)	36.6	37.8	40.5	41.7	42.7
净利率(%)	19.9	23.9	27.3	30.0	31.7
ROE(%)	18.4	23.2	27.0	27.5	26.8
ROIC(%)	18.6	29.7	39.0	47.4	54.6
偿债能力					
资产负债率(%)	37.1	33.4	29.7	24.5	21.1
净负债比率(%)	46.67	40.41	33.60	24.46	18.24
流动比率	2.24	2.53	2.74	3.48	4.29
速动比率	1.67	2.03	2.23	2.91	3.68
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.69	0.75	0.74	0.72
应收账款周转率	8	8	9	9	9
应付账款周转率	7.06	7.21	7.10	6.67	6.76
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.99	1.43	1.81	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.27	1.38	1.89	2.16
每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.28	5.30	6.58	8.07
估值比率					
P/E	98.29	63.45	43.96	34.87	29.07
P/B	18.09	14.73	11.88	9.58	7.81
EV/EBITDA	69	47	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