

方正证券研究所证券研究报告

恒立液压(601100)

公司研究

机械设备行业

公司跟踪报告

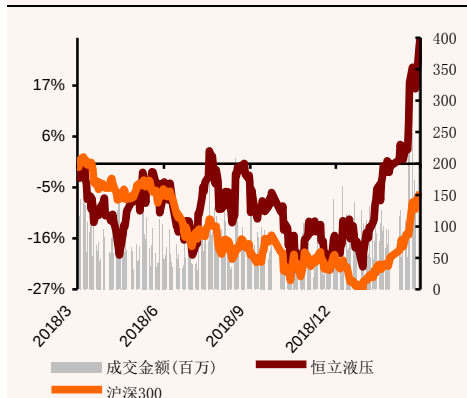
2019.03.05/强烈推荐(维持)

首席机械分析师：吕娟
执业证书编号：S1220517020002
TEL：
E-mail lvjuan@foundersc.com

联系人：郭倩倩

TEL：
E-mail: guoqianqian@foundersc.c

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《不惧短期调整，看好公司长期投资价值》
2019.01.04
《Q3 业绩靓丽，液压件国产替代势不可挡》
2018.10.30
《泵阀产能爬坡迅速，进口替代空间广阔》
2018.08.11

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心观点：公司产品优势明显：①性价比高；②供货周期短；③铸件自制，没有原材料瓶颈；④售后服务一流。性能得到主机厂的认可，液压件国产替代已成必然趋势。目前下游挖机行业景气度仍将持续，公司工人加班加点，产品产销两旺，订单非常饱满，我们认为公司泵阀产品市占率将不断提升，非标产品品类拓展将能为其带来持续的业绩贡献。综上，上调盈利预测，强烈推荐国产液压件龙头企业恒立液压！

※公司产品优势明显，国产替代已成必然趋势。①性价比高。公司泵阀产品比外资便宜 5%~15%，有专门的研发团队，技术来自德国力士乐，产品性能得到主机厂的认可。②供货周期短。公司平均供货周期 1~2 月，外资品牌从国外进口到国内，至少 6 个月左右，相比外资，公司产品供货周期短，能够及时满足主机厂的需求。③铸件自制，没有原材料瓶颈。泵阀产品最核心的原材料即铸件，铸件的工艺也决定了泵阀产品的性能，公司铸件一期 2013 年建成投产，年产能 2.5 万吨，目前铸件二期正在建设中，年产能 3 万吨，预计建成后铸件一二期合计年产能可达 5.5 万吨，铸件自制背景下，公司相比于外资，没有原材料瓶颈。④售后服务一流。公司与主机厂合作研发，有故障问题第一时间反馈，售后服务也是一大优势！

※公司目前产销两旺，订单饱满，产能爬坡加速。①油缸产品：通过产线技改、两班倒，提高产能。挖机油缸设计产能 3.75 万只/月，通过产线自动化改造，设备合理排布，同时占用小部分非标油缸产能，2019 年 1 月份，产能已达到 4.4~4.5 万只/月，目前工人两班倒，24 小时生产，2019 年 1 月份油缸产量同比 +28%，目前排产已到 4 月份。②泵阀产品：产能爬坡加速，市占率将进一步提升。公司小挖泵阀产品已经很成熟，完全实现了国产替代，市占率超 30%，中大挖泵阀也在加快进度，市占率 10%左右。目前泵阀产品下游客户主要是国内主机厂，小挖泵阀产品已经给卡特彼勒试用，未来也将放量，公司的泵阀产品市占率也会进一步提升。

※非标泵阀品类拓展，马达带来新增量。公司 2019 年在起重系列等非标泵阀会加速拓展，同时在 2019 年 2 月份新上了马达产线，主要生产挖掘机械的回转马达和高空作业平台系列的马达，公司与国内高空作业平台企业浙江鼎力、湖南星邦、徐工机械、中联重科等都建立了合作关系，有望带来新增量。通过拓展非标泵阀，布局马达业务，公司产品线不断完善，在成为液压系统集成服务商的路上又前进一步。

※下游挖掘机械行业景气度仍在持续，公司产品市占率不断提升。公司下游行业主要是工程机械行业，其中尤以挖掘机械为主，多因素叠加作用下，挖掘机械行业自 2016 年 6 月启动增长，截止 2019 年 1 月，已持续增长 31 个月，目前从下游主机厂反馈来看，行业景气度仍在持续，在此背景下，国产龙头企业作为公司的头部客户，市占率不断在提升，2019 年 1 月份，三一挖机市占率达 28%，徐工挖机市占率达 13.72%，排名第一第二。由于下游行业集中度提升，公司的挖机、泵阀等产品市占率也在不断创新高。我们认为作为国产液压件龙头，公司周期属性减弱，价值属性将日益凸显。

※中高端液压产品进口依赖度高，国产液压件进口替代空间大。据中国产业信息网统计，2017 年，全球液压行业市场规模约为 290 亿欧元，预计 2018 年，全球液压行业市场规模将达到 299.17 亿欧元。从市场销售额来看，我国液压行业市场销售规模 2017 年达到 592 亿元，其中后市场规模达 248.79 亿元，已成为了名副其实的液压大国，但产业大而不强，一方面，中低端产品过剩，另一方面，高端产品研发制造能力不足，进口依赖度高。恒立液压作为国产液压件龙头企业，通过长时间的技术攻关，局部突破了国外知名液压企业在中高端液压产品上的技术垄断，从油缸产品拓展到泵阀产品，未来是最有可能成为液压件国产替代领头军的企业，2017 年销售收入 27.95 亿，占全国液压行业（包括后装市场）销售收入仅 4.7%，由于恒立液压目前不做后装市场，如果除去后装市场的话，占比也只有 8%，进口替代空间大！

投资建议：预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 8.57、12.14 和 15.27 亿元，同比增 124.36%、41.61%和 25.86%。对应 EPS 分别为 0.97、1.38 和 1.73 元，对应 PE 分别为 31、22、17 倍。维持强烈推荐评级。

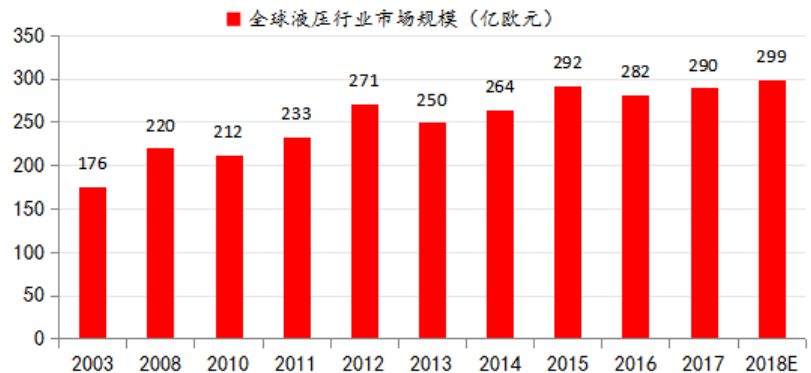
风险提示：基建补短板推进力度低于预期、泵阀业务拓展不达预期。

盈利预测：

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2795.21	4316.28	5529.32	6541.17
(+/-) (%)	104.02	54.42	28.10	18.30
净利润	381.94	856.93	1213.53	1527.35
(+/-) (%)	442.90	124.36	41.61	25.86
EPS(元)	0.61	0.97	1.38	1.73
P/E	45.26	31.18	22.02	17.49

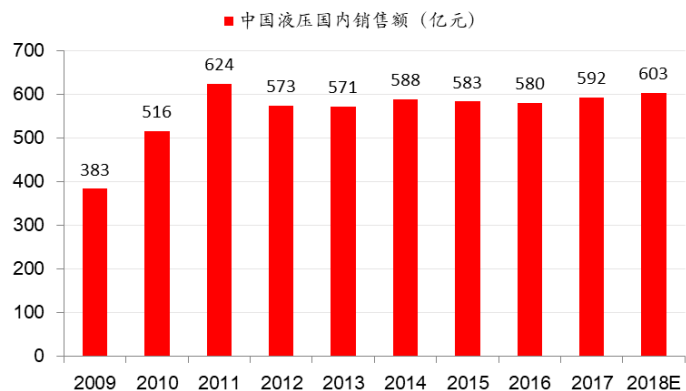
数据来源：wind 方正证券研究所

图表1： 2003-2018 年全球液压行业市场规模



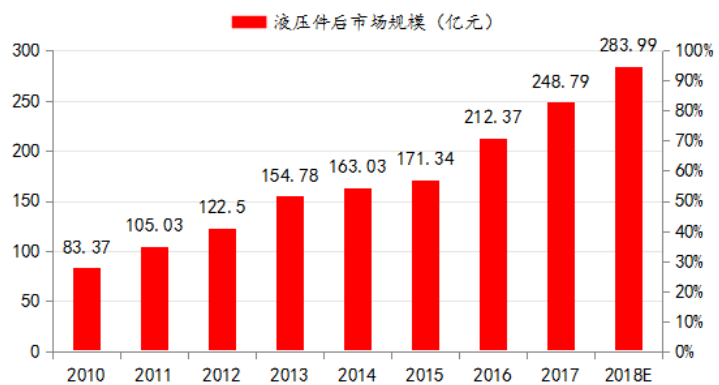
资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表2： 2009-2018 年我国液压行业销售规模



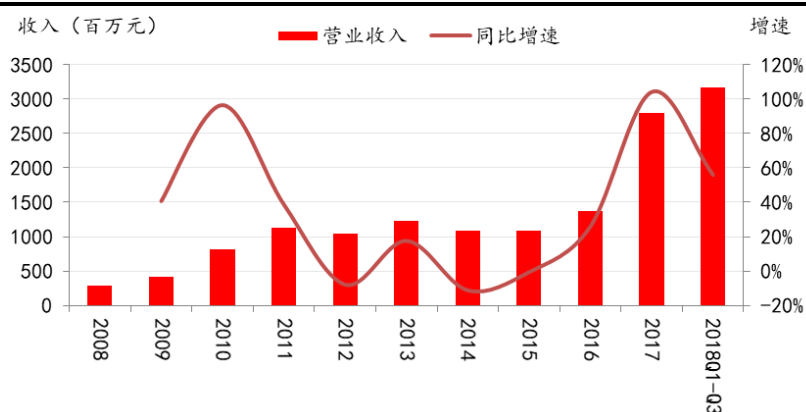
资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表3： 2009-2018 年我国液压行业后市场销售规模



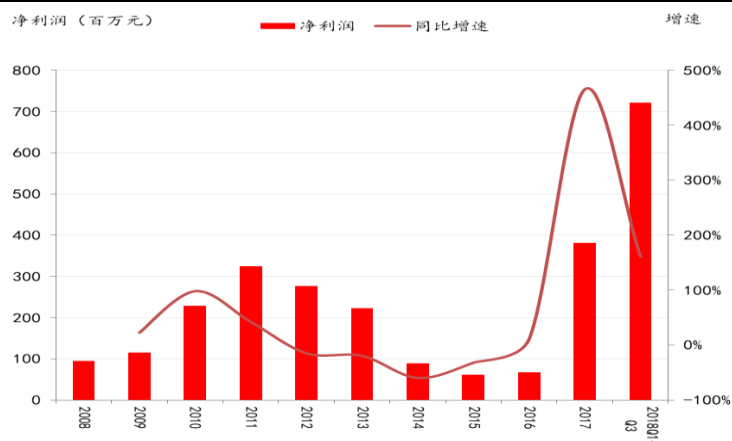
资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表4：恒立液压历年营业收入及同比增速



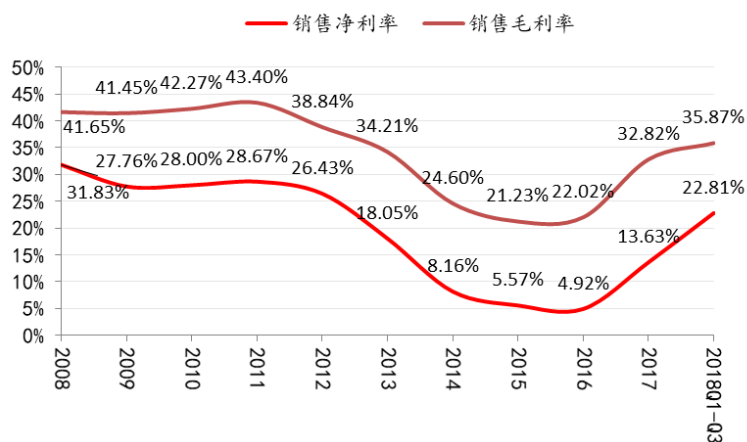
资料来源：Wind，公司2018半年报，方正证券研究所

图表5：恒立液压历年净利润及同比增速



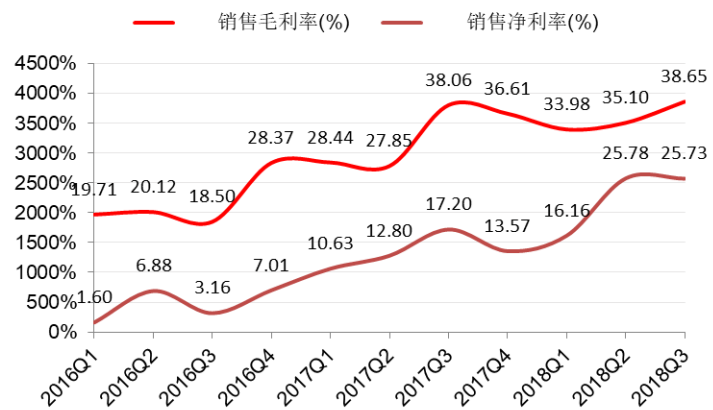
资料来源：Wind，公司2018半年报，方正证券研究所

图表6：恒立液压历年毛利率和净利率趋势图



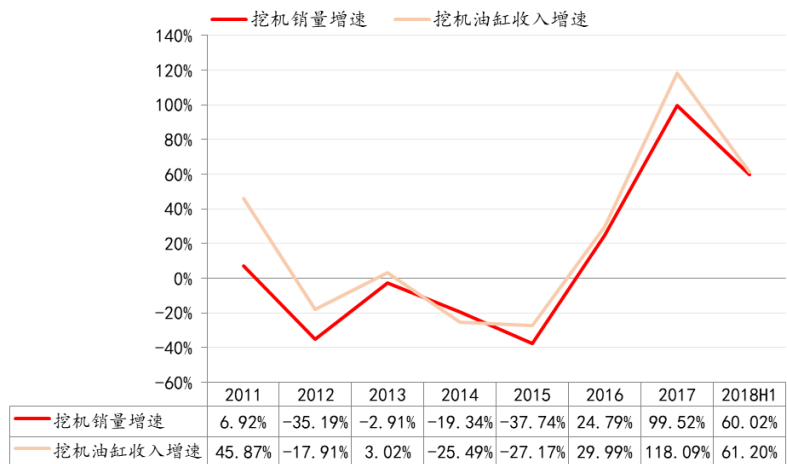
资料来源：Wind，公司2018半年报，方正证券研究所

图表7： 2016Q1-2018Q3 销售毛利率&销售净利率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表8： 挖机销量与公司挖机油缸收入增速对比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3294.54	4450.82	5747.08	7593.05	营业总收入	2795.21	4316.28	5529.32	6541.17
现金	1145.94	1795.27	2504.23	3807.11	营业成本	1877.96	2749.81	3414.76	4000.95
应收账款	463.75	587.48	752.58	890.30	营业税金及附加	35.54	53.95	60.82	71.95
其它应收款	5.77	11.83	15.15	17.92	营业费用	96.47	142.44	176.94	196.24
预付账款	140.56	192.49	204.89	240.06	管理费用	287.15	431.63	497.64	523.29
存货	834.84	923.99	1146.98	1343.55	财务费用	84.63	22.45	12.71	2.07
其他	703.68	939.77	1123.26	1294.11	资产减值损失	37.96	9.36	13.28	11.28
非流动资产	2861.55	2948.54	2931.01	2855.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	332.00	332.00	332.00	332.00	投资净收益	37.30	90.00	60.00	50.00
固定资产	2130.57	2227.45	2223.77	2161.10	营业利润	438.73	996.65	1413.18	1785.39
无形资产	329.83	319.94	306.08	293.60	营业外收入	8.15	12.00	15.00	12.00
其他	69.15	69.15	69.15	69.15	营业外支出	0.19	0.50	0.50	0.50
资产总计	6156.09	7399.36	8678.09	10448.90	利润总额	446.69	1008.15	1427.68	1796.89
流动负债	1691.67	2272.06	2337.26	2580.72	所得税	65.69	151.22	214.15	269.53
短期借款	914.78	914.78	914.78	914.78	净利润	381.00	856.93	1213.53	1527.35
应付账款	318.07	421.89	514.55	602.88	少数股东损益	-0.94	0.00	0.00	0.00
其他	458.82	935.39	907.92	1063.06	归属母公司净利润	381.94	856.93	1213.53	1527.35
非流动负债	591.26	591.26	591.26	591.26	EBITDA	698.80	1152.97	1593.63	1971.66
长期借款	400.63	400.63	400.63	400.63	EPS (元)	0.61	0.97	1.38	1.73
其他	190.63	190.63	190.63	190.63					
负债合计	2282.93	2863.32	2928.52	3171.98	主要财务比率				
少数股东权益	27.89	27.89	27.89	27.89		2017	2018E	2019E	2020E
股本	630.00	882.00	882.00	882.00	成长能力				
资本公积	2086.07	2086.07	2086.07	2086.07	营业收入	1.04	0.54	0.28	0.18
留存收益	1128.41	1539.29	2752.82	4280.17	营业利润	5.23	1.27	0.42	0.26
归属母公司股东权益	3845.27	4508.15	5721.68	7249.03	归属母公司净利润	4.43	1.24	0.42	0.26
负债和股东权益	6156.09	7399.36	8678.09	10448.90	获利能力				
					毛利率	0.33	0.36	0.38	0.39
					净利率	0.14	0.20	0.22	0.23
					ROE	0.10	0.19	0.21	0.21
					ROIC	0.11	0.21	0.28	0.33
					偿债能力				
					资产负债率	0.37	0.39	0.34	0.30
					净负债比率	0.35	0.30	0.23	0.18
					流动比率	1.95	1.96	2.46	2.94
					速动比率	1.46	1.56	1.98	2.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.64	0.69	0.68
					应收账款周转率	7.10	8.69	8.72	8.42
					应付账款周转率	10.30	11.67	11.81	11.71
					每股指标(元)				
					每股收益	0.61	0.97	1.38	1.73
					每股经营现金	0.24	1.01	1.21	1.62
					每股净资产	6.10	5.11	6.49	8.22
					估值比率				
					P/E	45.26	31.18	22.02	17.49
					P/B	4.50	5.93	4.67	3.69
					EV/EBITDA	25.02	21.82	15.34	11.74
现金流量表									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	154.19	888.98	1065.06	1428.78					
净利润	381.00	856.93	1213.53	1527.35					
折旧摊销	200.70	214.51	214.46	222.92					
财务费用	77.74	39.64	39.64	39.64					
投资损失	-37.30	-90.00	-60.00	-50.00					
营运资金变动	-498.92	-129.96	-341.34	-310.91					
其他	30.99	-2.14	-1.22	-0.22					
投资活动现金流	-85.85	-200.00	-122.44	-86.26					
资本支出	-212.35	-290.00	-182.44	-136.26					
长期投资	73.19	0.00	0.00	0.00					
其他	53.32	90.00	60.00	50.00					
筹资活动现金流	151.25	-39.64	-233.68	-39.64					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
资本公积增加	0.00	0.59	3.06	2.24					
其他	151.25	-40.22	-236.74	-41.88					
现金净增加额	219.60	649.34	708.95	1302.88					

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com