

## 下游需求旺盛业绩稳增长，泵阀业务将进一步推升盈利能力

恒立液压 (601100.SH)

**推荐** 维持评级

### 核心观点:

#### 1. 事件

公司发布 2020 年半年报，上半年公司实现营收 34.56 亿元，同比增长 23.75%，实现归母净利润 9.86 亿元，较上年同期上升 47.01%；二季度实现营收 20.87 亿元，同比增长 70.52%，实现归母净利润 6.39 亿元，同比增长 85.45%。

#### 2. 我们的分析与判断

**下游行业需求旺盛，挖机油缸销量稳步提升。**受益于下游工程机械行业的高景气度，以及公司产品的竞争力不断提升影响，公司营收及利润稳步增长。分产品看，下游挖掘机销售旺盛带动了公司挖机油缸的销量稳步增加。由于基建、设备更新及出口等需求增长，2020 年上半年，各类挖掘机械产品销量共计达 17.04 万台 (+24%)。公司上半年的挖掘机专用油缸销量达 32.95 万只，同比增长 27%，实现销售收入 14.32 亿元，同比增长 16%，占公司上半年营收的 41%。

**受制于新冠疫情，非标油缸板块收入整体略有下滑。**重型非标油缸装备用非标准油缸销量达 6.42 万只，实现销售收入 5.77 亿元，同比下滑 9%。国外市场由于受到全球疫情蔓延影响，起重系列油缸产品的海外业务受到较大冲击，但其他非标油缸板块快速成长，整个非标油缸板块收入略有下滑。我们认为公司产品具备核心竞争力，虽然海外业务短期受多方因素影响承压，但对整体业绩影响程度有限。

**子公司液压科技产线超负荷运转，销量持续高增长。**上半年液压科技实现销售收入 11.91 亿元，同比增长 85.81%。其中挖机主控泵阀市场份额大幅提升，同期液压科技在挖机主控泵阀市场大幅提升，6-50T 级回转马达已为主机厂规模化配套；同时，在非挖机领域也实现了高空作业平台的全面批量化配套。我们预计，液压科技在进行了大规模成本优化和生产车间的自动化及智能化后，生产效率及盈利能力都将进一步提升。

**铸件的生产能力将进一步释放，满足公司液压产品对铸件的需求。**上半年，公司铸件销售出库 2.62 万吨，同比增长 45%；其中外销占比 45%，外销客户中风电、工程机械板块增速较快。铸造二期产能利用率逐步提升至 70% 左右。我们认为，随着疫情防控的逐渐常态化，设备功能调试、使用步入正常状态，下半年铸件产能将进一步释放，铸件作为液压件制造的核心零部件将满足公司液压泵阀对铸件的需求。

**规模效应及合理内控提升盈利能力。**报告期内，受规模效应和产品结构优化影响，产品综合毛利率达 51.85% (+4.82pts)；同时内部管理略有成效，销售费用率 (-0.14pts) 和管理费用率 (-1.5pts) 较去年同期均有所降低。研发费用仍保持高位，以公司保持市场占有率和技术创新优势。

#### 分析师

李良

☎: 010-66568330

✉: liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130515090001

范想想

☎: 010-86359115

✉: fanxiangxiang\_yj@chinastock.com.cn

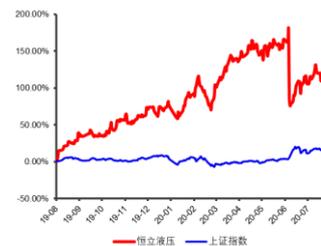
分析师登记编号: S0130518090002

#### 市场数据

2020-8-26

A 股收盘价(元)	64.00
A 股一年内最高价(元)	80.70
A 股一年内最低价(元)	28.01
上证指数	3329.74
市盈率 (TTM)	51.84
总股本 (万股)	130536.00
实际流通 A 股(万股)	130536.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	835.43

#### 相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

### 3. 投资建议

我们认为逆周期调控将带来下游工程机械销量大量释放，挖掘机专用油缸将为公司提供稳定增长；另一方面，子公司液压科技在挖机主控泵阀市场大幅提升，在非挖机领域也实现了高空作业平台的全面批量化配套，未来车间生产效率的提升将持续推动盈利能力上行。我们预计 2020-2021 年公司可实现归母净利润 16.50/18.90 亿元，对应 EPS 为 1.26/1.45 元，PE 为 50.62/44.20，维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

下游需求不及预期风险、外资品牌市占率不及预期风险、产品研发不及预期风险。

表 1: 分业务预测表 (单位: 亿元)

		2018A	2019A	2020E	2021E
挖掘机专用油缸	收入	18.11	21.88	25.50	29.00
	YOY	56.93%	20.82%	16.54%	13.73%
	毛利率	41.35%	42.11%	42.00%	42.00%
重型装备用非标准油缸	收入	11.44	13.53	15.60	17.40
	YOY	9.79%	18.27%	15.30%	11.54%
	毛利率	35.07%	35.10%	35.00%	35.00%
油缸配件	收入	5.37	5.01	6.50	8.20
	YOY	225.45%	-6.70%	29.74%	26.15%
	毛利率	35.74%	27.93%	29.00%	30.00%
液压泵阀	收入	4.79	11.61	15.80	18.00
	YOY	92.37%	142.38%	36.09%	13.92%
	毛利率	29.66%	37.80%	36.00%	36.00%
元件与液压成套装置	收入	2.01	1.89	1.95	2.00
	YOY	17.54%	-5.97%	3.17%	2.56%
	毛利率	21.07	29.10%	28.00%	28.00%
其他业务	收入	0.39	0.22	0.30	0.30
	YOY	178.57%	-43.59%	36.36%	0.00%
	毛利率	35.63%	—	35.00%	35.00%
合计	收入	42.11	54.14	65.651	74.90
	YOY	50.66%	28.57%	21.26%	14.09%
	毛利率	36.58%	37.77%	38.00%	38.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
603638	艾迪精密	60.61	0.86	0.89	0.91	1.19	29.72	40.85	66.59	50.61
601100	恒立液压	64.00	0.95	1.47	1.26	1.45	21.18	42.42	50.62	44.20
平均值(剔除公司)							29.72	40.85	66.59	50.61

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 公司主要财务指标预测

	2018A	2019A	2020E	2021E
营收 (单位:亿元)	42.11	54.14	65.65	74.90
yoy	50.65%	28.57%	21.26%	14.09%
净利润 (单位:亿元)	8.37	12.96	16.50	18.90
yoy	119.05%	54.93%	27.31%	14.55%
EPS (单位:元)	0.95	1.47	1.26	1.45
P/E	21.18	42.42	50.62	44.20

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李良，范想想，机械行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）

杰瑞股份（002353.SZ）、海油工程（600583.SH）、中海油服（601808.SH）、中集集团（000039.SZ）、博迈科（603727.SH）、中国中车（601766.SH）、中国通号（688009.SH）、华铁股份（000976.SZ）、鼎汉技术（300011.SZ）、埃斯顿（002747.SZ）、机器人（300024.SZ）、先导智能（300450.SZ）、晶盛机电（300316.SZ）、捷佳伟创（300724.SZ）、迈为股份（300751.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn