

恆立液壓 (601100 CH)

市場份額提升趨勢確定性高；上調盈利預測及目標價

我們認為，在以下幾個因素推動下，恆立液壓20-22年盈利存在上升空間：(1) 短期：12月恆立的排產計畫意味著液壓缸產量將環比增長20%，增長較預期強勁；(2) 中期：在國產品牌挖掘機主機廠(恆立的客戶)市場份額不斷上升的背景下，恆立市場份額將穩步上升；(3) 長期：泵閥以及其他產品的進口替代趨勢明顯。在上調銷量和毛利率假設後，我們將20-22年盈利預測上調8-10% (較市場預期高9-10%)。我們一如既往偏好恆立在高端液壓件行業的穩固地位，及實現進口替代的明確路線圖。我們把目標價由87元上調至114.4元人民幣，基於55倍2021年預測市盈率(較42倍的歷史平均水準溢價30%)。

- **2021年挖掘機需求強勁。**根據中國工程機械工業協會資料，主要挖掘機製造商在2020年前11個月銷量為29.6萬輛，同比增長37%。我們預計全年銷量增長將達40%。在基建投資增長和挖掘機人工替代的趨勢推動下，我們預計2021年挖掘機需求增速將較我們現時預測的3%增長為高。
- **恆立的增長是由結構性因素驅動的。**我們預計2021年挖掘機需求的個位數增長將足夠為恆立提供20%的收入增長，鑒於中國挖掘機製造商——其中大部分是恆立客戶如三一重工(600031 CH, 買入)——市場份額擴張，這將有助提升恆立的市場份額。我們預測恆立液壓油缸市場份額將由2020年的52%上升至2022年的61%。此外，我們預計大型挖掘機的泵閥以及各種行業的非標準化液壓元件亦將驅動恆立增長。
- **最新生產計畫顯示2021年第一季度需求強勁。**根據恆立12月的排產計畫，液壓缸(挖掘機用)預定產量將達到7.9萬台，環比增長20%。我們預計這將轉化為2021年1月全行業挖掘機需求約4萬台，將大幅高於今年1月行業銷量的9,900台。另一方面，我們預計恆立液壓泵閥12月環比增長強勁。
- **主要風險：**(1) 建築活動放緩；(2) 海外擴張風險；(3) 原材料成本增加。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	4,211	5,414	7,242	8,745	9,886
同比增長(%)	50.6	28.6	33.8	20.7	13.0
淨收入(百萬元人民幣)	837	1,296	2,186	2,750	3,204
每股盈利(元人民幣)	0.64	0.99	1.67	2.11	2.45
每股盈利變動(%)	119.1	54.9	68.6	25.8	16.5
市場預測每股盈利(元人民幣)	NA	NA	1.53	1.91	2.25
EV/EBITDA(倍)	114.0	76.3	48.2	39.4	34.8
市盈率(倍)	153.6	99.1	58.8	46.7	40.1
市帳率(倍)	28.3	23.0	17.7	14.1	11.5
股息率(%)	0.2	0.4	0.7	0.9	1.0
權益收益率(%)	19.9	25.6	34.1	33.6	31.5
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(上調)

目標價	人民幣 114.4
(此前目標價)	人民幣 87.0)
潛在升幅	+16%
當前股價	人民幣 98.40

中國裝備製造

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	128,487
3月平均流通量(百萬港元)	467
52周內股價高/低(港元)	100.5/29.24
總股本(百萬)	1,305

資料來源：彭博

股東結構

汪氏家族	71.0%
香港中央結算	10.0%
其他	19.0%

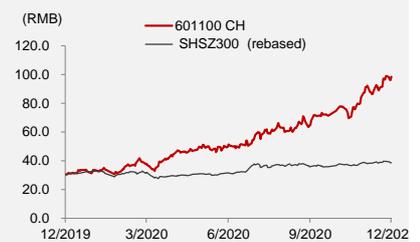
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.6%	10.5%
3-月	48.1%	37.4%
6-月	93.2%	58.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：RSM

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
總收益	4,211	5,414	7,242	8,745	9,886
銷售成本	-2,671	-3,369	-4,201	-5,037	-5,702
毛利	1,540	2,045	3,041	3,708	4,184
其他收入	-43	-52	-72	-87	-99
分銷與銷售開支	-115	-111	-145	-166	-188
行政開支	-385	-435	-492	-560	-603
研發費用	-119	-52	0	0	0
息稅前收益	879	1,395	2,332	2,895	3,294
淨財務收入/(費用)	30	31	158	243	364
利息收入	168	187	210	287	404
融資成本	-138	-156	-52	-44	-41
其他收益/(虧損)	54	67	87	105	119
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
除稅前溢利	963	1,493	2,577	3,242	3,776
所得稅開支	-126	-195	-387	-486	-566
稅後溢利	837	1,298	2,190	2,756	3,210
非控股權益	-0	-2	-4	-6	-6
淨利潤	837	1,296	2,186	2,750	3,204
折舊及攤銷	232	264	293	317	341
EBITDA	1,110	1,659	2,624	3,211	3,635

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	963	1,493	2,577	3,242	3,776
融資成本	-32	-33	52	44	41
聯營及合資公司溢利	0	0	0	0	0
出售物業、廠房及設備虧損	3	1	0	0	0
折舊及攤銷	232	264	293	317	341
已付所得稅	-337	-375	-387	-486	-566
營運資金變動	-345	66	-725	-281	-482
其他	332	253	0	0	0
經營活動所得現金淨額	799	1,660	1,809	2,836	3,110
購買物業、廠房及設備淨投資	-361	-434	-500	-400	-400
投資/(出售)聯營及合資公司	0	0	0	0	0
投資/(出售)控股公司	-117	0	0	0	0
購入無形資產	-19	-4	-10	-10	0
聯營及合資公司股息分派	0	0	0	0	0
其他	216	-14	0	0	0
投資活動所用現金淨額	-281	-452	-510	-410	-400
股權融資	0	0	0	0	0
淨銀行貸款	-8	-100	-150	-150	0
已付股息	-139	-265	-529	-874	-1,100
已付利息	-3	-107	-52	-44	-41
其他	-1	18	0	0	0
融資活動所得(所用)現金淨額	-152	-454	-731	-1,069	-1,141
現金及等同現金(減少)增加淨額	366	754	568	1,357	1,569
年初之現金及等同現金項目	1,146	1,571	2,343	2,912	4,269
匯兌及其他	59	18	0	0	0
年底之現金及等同現金項目	1,571	2,343	2,912	4,269	5,838

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	2,828	2,935	3,153	3,246	3,305
物業、廠房及設備	2,233	2,364	2,583	2,678	2,748
聯營及合資公司	0	0	0	0	0
商譽	0	0	0	0	0
無形資產	279	273	272	270	258
可供出售投資	10	0	0	0	0
其他	257	257	257	257	257
遞延稅項資產	49	41	41	41	41
流動資產	4,443	5,492	7,090	8,800	11,078
存貨	1,050	997	1,535	1,501	1,936
應收賬及其他應收款項	1,328	1,639	2,131	2,517	2,792
預付款	135	98	98	98	98
其他	358	414	414	414	414
已抵押銀行存款	0	0	0	0	0
銀行結餘及現金	1,571	2,343	2,912	4,269	5,838
流動負債	1,981	2,170	2,375	2,346	2,574
應付帳及其他應付款項	691	791	1,096	1,167	1,395
借貸	905	937	837	737	737
稅項負債	24	62	62	62	62
客戶預付款	154	192	192	192	192
其他	208	188	188	188	188
非流動負債	715	643	593	543	543
借貸	353	200	150	100	100
遞延稅項負債	47	70	70	70	70
遞延收入	165	223	223	223	223
其他	150	150	150	150	150
資本及儲備	4,575	5,614	7,275	9,157	11,267
股東權益	4,547	5,584	7,241	9,117	11,220
非控股權益	28	30	35	40	47

主要比率

年結: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
挖掘機油缸	43%	40%	40%	38%	35%
重型裝備用非標準油缸	27%	25%	23%	21%	21%
液壓泵閥	11%	21%	25%	29%	32%
元件與液壓成套裝置	5%	3%	3%	3%	3%
配件	13%	9%	9%	9%	9%
其他	1%	0%	0%	0%	0%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.6	37.8	42.0	42.4	42.3
息稅前利潤率	20.9	25.8	32.2	33.1	33.3
淨利潤率	19.9	24.0	30.2	31.5	32.5
增長率 (%)					
收入	50.6	28.6	33.8	20.7	13.0
毛利	67.9	32.7	48.8	21.9	12.8
息稅前利潤	90.9	58.7	67.2	24.1	13.8
淨利潤	119.1	54.9	68.6	25.8	16.5
資產負債比率					
流動比率(x)	2.2	2.5	3.0	3.8	4.3
平均應收賬款周轉天數	100	100	95	97	98
平均存貨周轉天數	128	111	110	110	110
平均應付帳款周轉天數	82	80	82	82	82
淨負債/總權益比率 (%)	Net	Net	Net	Net	Net
回報率 (%)					
資產回報率	12.5	16.5	23.4	24.7	24.2
資本回報率	19.9	25.6	34.1	33.6	31.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.64	0.99	1.67	2.11	2.45
每股帳面值(人民幣)	3.48	4.28	5.55	6.98	8.60
每股股息(人民幣)	0.20	0.41	0.67	0.84	0.98

資料來源: 公司資料, 招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局("FINRA")註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。