

目 录

一、事件：公司公布 2011 年报和 2012 一季报.....	4
二、依然看好公司长期投资价值.....	6
1、超越行业的成长能力.....	6
2、加入国际挖掘机巨头供应链体系，打开未来成长空间.....	7
三、盈利预测和投资建议.....	7
风险提示.....	7

图表目录

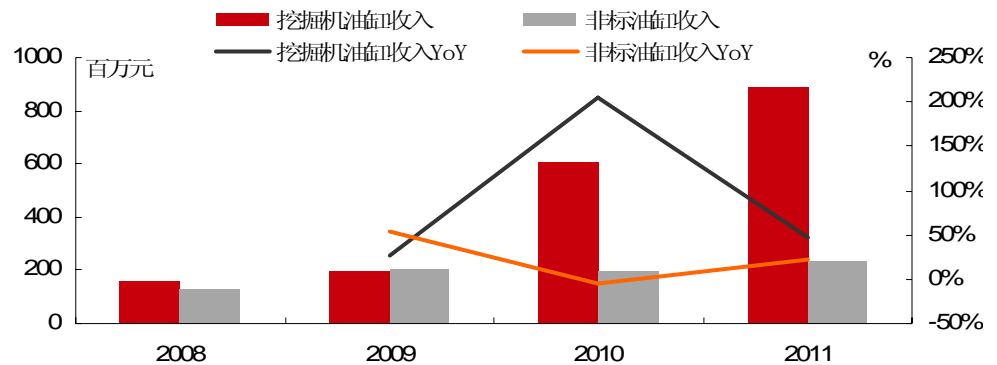
图 1: 公司挖掘机油缸和非标油缸销售额和增速	4
图 2: 挖掘机销量	4
图 3: 毛利率和净利润率	5
图 4: 挖掘机销量	6
图 5: 国产挖掘机市场占有率	6

一、事件：公司公布 2011 年报和 2012 一季报

恒立油缸发布 2011 年报，实现营业收入和归属上市公司股东净利润分别为 11.33 亿元和 3.25 亿元，相对 2010 年分别增长 38.73%和 42.05%。对应 2011 年全面摊薄 EPS 为 0.77 元。同时公司公布 2012 年一季报，实现营业收入和净利润分别为 2.85 亿元和 0.84 亿元，相对 2010 年分别增长-10%和-10.5%。对应 2012Q1 EPS 为 0.20 元。

1、2011 年收入增长符合预期，归属上市公司股东净利润略低于我们和市场的预期。 2011 年收入的高增长主要原因是随着募投项目的投产，制约公司发展的产能瓶颈问题迎刃而解，挖掘机油缸良好的性价比优势消化了扩张的产能，挖掘机油缸收入增长 45.9%，拉动公司营业收入高增长。非标油缸增长 21.5%。

图 1： 公司挖掘机油缸和非标油缸销售额和增速

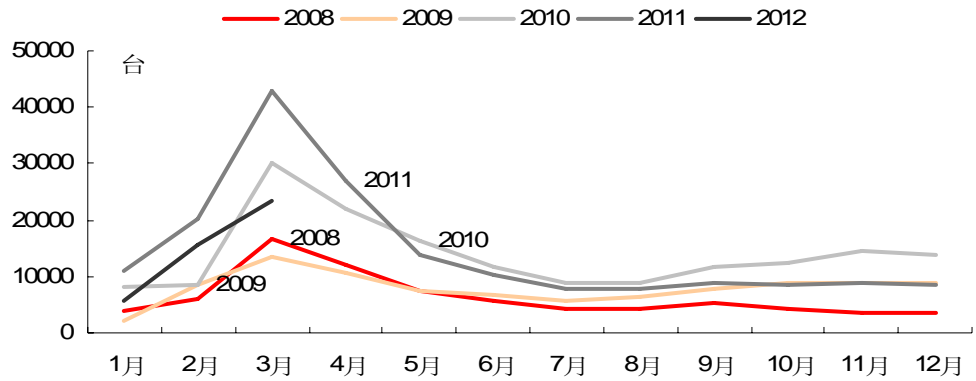


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2011 归属上市公司股东净利润略低于我们的预期，主要原因是管理费用增长超我们预期：890 万元上市费用计入当期管理费用导致管理费用显著增加，吞噬部分利润。管理费用率的意外波动属短期行为。

2、挖掘机销量下滑拖累公司 2012Q1 业绩。 2012Q1 收入和净利润增长略低于我们的预期，主要原因是受制于宏观经济的回落和 FAI 的下滑，2012 年一季度挖掘机销量下降幅度超我们的预期。基于挖掘机销量前低后高、2012Q1 同比见底的判断，我们预计公司 2012Q1 业绩同比增速将是全年的低点。但是根据华泰联合机械小组预测，预计 2012 年挖掘机销量小幅增长 4%，基于公司持续的超越行业平均增生的成长能力，因此我们认为对公司全年业绩不宜过于悲观。

图 2： 挖掘机销量



资料来源: 工程机械商贸网, 华泰联合证券研究所

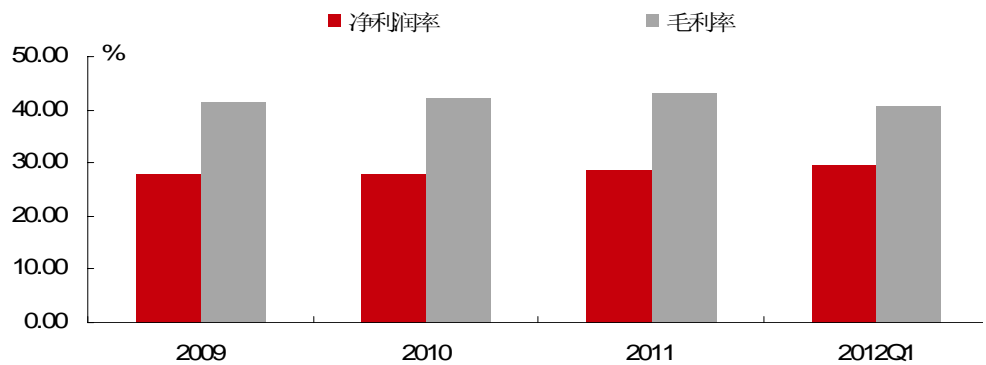
3、盈利能力小幅提升

从年度数据来看, 公司的毛利率和净利润率逐年小幅提升 (2012Q1 毛利率下降 3 个百分点, 净利润率上升 1.1 个百分点)。我们判断公司挖掘机油缸产品毛利率仍有小幅提升空间, 理由是

- 1、挖掘机油缸市场是寡头垄断市场, 公司产品毛利率对原材料价格变化不敏感, 具备较强的成本转嫁能力。
- 2、随着公司热处理技术的进步和相关密封件产品的自产, 挖掘机油缸产品的成本会有小幅下降空间, 提升毛利率。

而非标油缸产品的定制化也有利于毛利率的稳定, 总体来看公司产品的毛利率仍有小幅提升空间。

图 3: 毛利率和净利润率



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

二、依然看好公司长期投资价值

1、超越行业的成长能力

从 2009 年开始,公司挖掘机油缸持续表现出了大幅超越挖掘机行业的成长能力。2011 年公司挖掘机油缸销售收入增长 45.9%, 而同期挖掘机行业销量增长率仅为 5.3%。2012Q1 挖掘机行业增长率为-40.2%, 而公司同期营业收入增长率为-10%。由于挖掘机油缸占据公司营业收入的 75%, 我们判断一季度公司的挖掘机油缸亦表现出了良好的超越行业的成长能力。

图 4: 挖掘机销量



资料来源: 工程机械商贸网, 公司公告, 华泰联合证券研究所

我们判断公司超越行业的成长能力主要原因是:

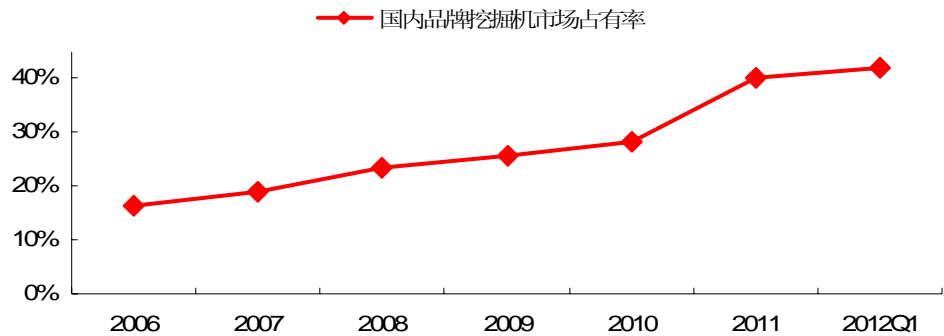
1、公司产品性价比优势明显

公司成功打破挖掘机高端油缸被外资垄断的格局, 与 KYB、小松、东洋电机并驾齐驱, 称为国内四大挖掘机专用油缸供应商之一, 并为唯一一家国内自主品牌。目前公司挖掘机油缸产品性能与 KYB、小松不分仲伯, 较东洋电机略胜一筹; 而价格则低于 KYB。

2、受益于国产挖掘机市场份额的提升

国内挖掘机由于具备价格上的优势, 而性能上已经和国外挖掘机产品性能相差无几, 性价比的提升提高了国内挖掘机的市场份额, 从 06 年的 16% 增长到 2011 年的 40%。受益于挖掘机部分关键零部件进口替代, 我们倾向于认为国产挖掘机的价格优势在未来的 2-3 年内仍将存在, 而便利的服务配套体系为国产挖掘机市场占有率的提升起着锦上添花的作用。而国内挖掘机生产商是公司的主要客户, 公司将随着国产挖掘机市场占有率的提升而提高市场份额。

图 5: 国产挖掘机市场占有率



资料来源：工程机械商贸网，华泰联合证券研究所

2、加入国际挖掘机巨头供应链体系，打开未来成长空间

凭借良好的产品品质和价格优势，公司已经通过卡特彼勒和神钢的资质认证，成功进入卡特彼勒全球挖掘机全球供应体系和神钢在华挖掘机制造企业的供应体系。由于进入相关企业的资质认证体系需 3-4 年时间的考察期，考核体系较为严格，我们认为一旦进入其供应链体系，公司将会与卡特彼勒和神钢建立长期稳定的合作关系。而较高的转换成本也在一定程度上有利于双方保持合作关系的持续性。对于公司来讲，将会面临更加广阔和稳定的市场，减少对国内市场的依赖，熨平国内需求的波动性。

三、盈利预测和投资建议

预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.07、1.36 和 1.68 元，对应 PE 分别为 17.3X、13.6X 和 11.0X。鉴于公司寡头垄断的竞争地位以及未来进入国际工程机械巨头供应链体系所面对的广阔的市场空间，我们看好公司长期投资价值。合理估值区间是 20X-22XPE，对应的合理价值区间是 21.4-23.5 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、核心技术泄密
- 2、挖掘机行业销量增速低于预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2378	2844	3187	4047	营业收入	1133	1491	1947	2400
现金	1767	2126	2240	2871	营业成本	641	842	1091	1339
应收账款	133	157	209	260	营业税金及附加	1	1	1	1
其他应收款	2	3	3	4	营业费用	40	55	70	87
预付账款	113	206	254	304	管理费用	78	104	135	167
存货	231	208	292	370	财务费用	1	-25	-24	-29
其他流动资产	132	144	189	237	资产减值损失	3	5	7	9
非流动资产	1036	1239	1663	1667	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	954	1132	1552	1545	营业利润	370	509	666	826
无形资产	69	101	108	120	营业外收入	10	9	10	11
其他非流动	14	6	3	1	营业外支出	0	4	5	6
资产总计	3414	4083	4849	5714	利润总额	380	514	671	831
流动负债	232	462	654	812	所得税	55	64	101	125
短期借款	0	120	130	150	净利润	325	450	571	707
应付账款	131	164	218	267	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	101	177	305	395	归属母公司净利	325	450	571	707
非流动负债	47	36	40	39	EBITDA	396	543	718	888
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.77	1.07	1.36	1.68
其他非流动	47	36	40	39					
负债合计	279	497	693	851	主要财务比率				
少数股东权	0	0	0	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	420	420	420	420	成长能力				
资本公积	2293	2293	2293	2293	营业收入	38.7%	31.5%	30.6%	23.3%
留存收益	422	872	1443	2149	营业利润	41.9%	37.7%	30.9%	24.0%
归属母公司	3135	3585	4156	4863	归属母公司净利	42.1%	38.5%	26.8%	23.8%
负债和股东	3414	4083	4849	5714	获利能力				
					毛利率(%)	43.4%	43.5%	44.0%	44.2%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	28.7%
					ROE(%)	10.4%	12.6%	13.7%	14.5%
					ROIC(%)	22.6%	25.4%	24.5%	28.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	8.2%	12.2%	14.3%	14.9%
					净负债比率(%)	0.00%	34.18%	38.96	41.13
					流动比率	10.25	6.16	4.88	4.99
					速动比率	9.25	5.71	4.43	4.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.40	0.44	0.45
					应收账款周转率	11	10	11	10
					应付账款周转率	5.61	5.70	5.70	5.52
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.77	1.07	1.36	1.68
					每股经营现金流	0.27	1.00	1.17	1.47
					每股净资产(最新	7.47	8.54	9.90	11.58
					估值比率				
					P/E	23.94	17.28	13.63	11.01
					P/B	2.48	2.17	1.87	1.60
					EV/EBITDA	15	11	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司