

**机械基础件**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 24.00元

当前股价: 18.52元

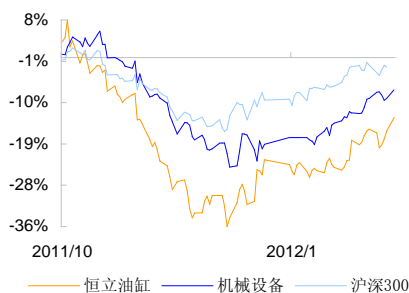
评级调整: 首次评级

**基本资料**

上证综合指数	2357.03
总股本(百万)	420
流通股本(百万)	105
流通市值(亿)	21
EPS	0.77
每股净资产(元)	1.68
资产负债率	44.46%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
恒立油缸	15.18	18.36	-4.90
机械设备	10.04	2.07	-11.54
沪深300指数	5.38	5.52	-3.33



**相关报告**

恒立油缸 - 国内挖掘机油缸龙头, 受益产能释放, 外资品牌替代加速 2012-03-20

**恒立油缸**

**601100**

**强烈推荐**

**下游需求回暖+外资品牌供货放量保12年业绩快速增长**

公司今日公布2011年年报: 2011年营业收入11.33亿(+38.73%), 归属上市公司的净利润3.25亿(+42.05%), 略低于我们的预测3.52亿(-8%); 分红方案: 拟每10股派发现金2.5元(含税)并转增5股。同时公司公布2012年一季报: 营业收入2.85亿(-10.15%), 归属上市公司的净利润0.84亿(-10.53%)。

**投资要点:**

- **下游需求低迷, 受益挖掘机专用油缸市占率提高, 公司仍大幅超越行业增长。** ①2011年公司挖掘机专用油缸业务实现收入8.87亿(+45.87%), 销售18.71万只(+38.28%), 市场份额提升至26.47%, 远超挖掘机行业销量增速5.93%; 重型非标油缸销售3.66万只(+35.55%), 实现收入2.36亿(+21.52%); ②2012年一季度公司实现营业收入2.85亿(-10.15%), 同期挖掘机行业销量增速为-41.06%。
- **公司盈利能力保持基本稳定。** 受益规模效应, 2011年公司毛利率43.40%和净利率28.67%, 均高于上年同期的42.27%和28.00%。具体地, 去年四季度新厂房投产导致折旧增加(单季度1千万左右)后毛利率开始下降, 2012年1季度降为40.45%; IPO超募资金大幅增加利息收入, 导致财务费用占营业收入比为-4.54%; 净利率为29.62%, 与11年同期基本持平。
- **公司全年快速增长较为确定:** ①我国短期内依靠投资拉动经济增长的方式不会改变, 在目前国内经济增速放缓的背景下, 未来以基建投资为代表的政府投资加大是大概率事件, 挖掘机行业下游需求向好趋势确定; ②公司一季度末预收账款0.59亿(+114%)显示目前在手订单充足; ③经过今年上半年的磨合期, 下半年公司给卡特彼勒等外资厂商供货将放量。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。** 我们预计公司2012-2014年每股收益(未摊薄)为1.05、1.35和1.62元, 未来三年CAGR为28%。目前股价对应2012年17.71倍PE, 估值偏低; 我们看好公司挖掘机专用油缸市场份额提升和高端液压元件的研发, 维持“强烈推荐”的投资评级。

**风险提示:** ①国内挖掘机销量急剧下滑; ②主机厂商油缸自主配套进度超预期。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1133	1527	2014	2441
收入同比(%)	39%	35%	32%	21%
归属母公司净利润	325	439	565	679
净利润同比(%)	42%	35%	29%	20%
毛利率(%)	43.4%	41.3%	41.3%	41.5%
ROE(%)	10.4%	12.3%	14.1%	15.0%
每股收益(元)	0.77	1.05	1.35	1.62
P/E	23.94	17.71	13.76	11.45
P/B	2.48	2.18	1.94	1.72
EV/EBITDA	15	11	9	7

资料来源: 中投证券研究所

附：公司财务数据分析图

图 1：公司营业收入年度同比增速

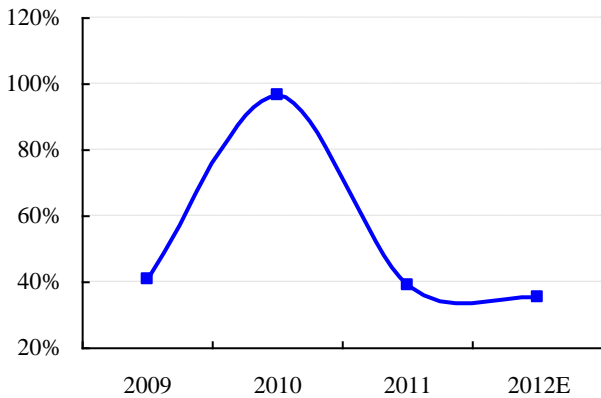
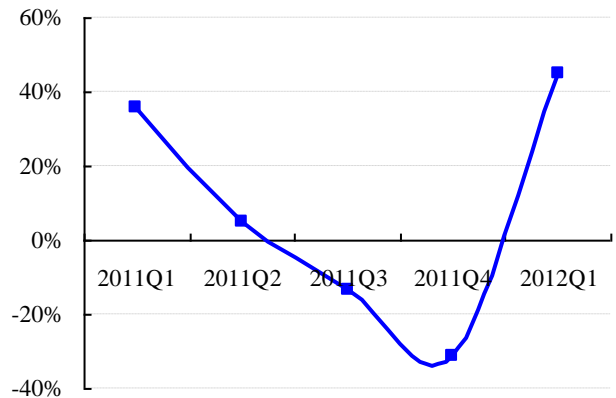


图 2：公司营业收入单季度环比增速



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3：公司单季度毛利率

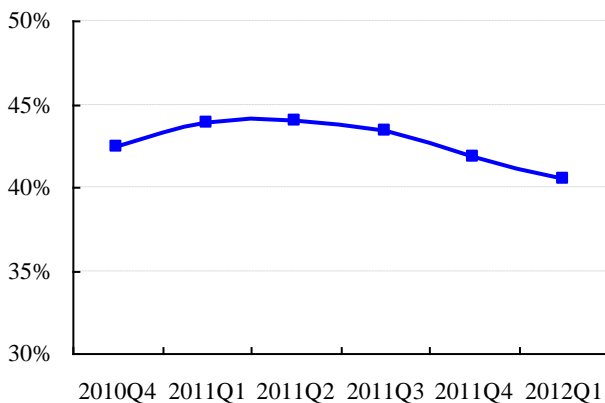
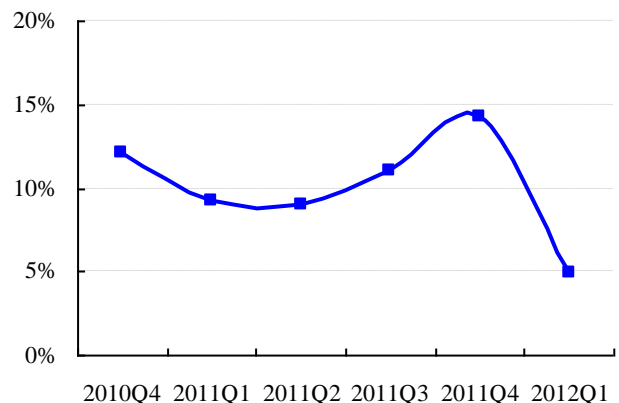


图 4：公司单季度三项费用率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 5：公司营业收入构成

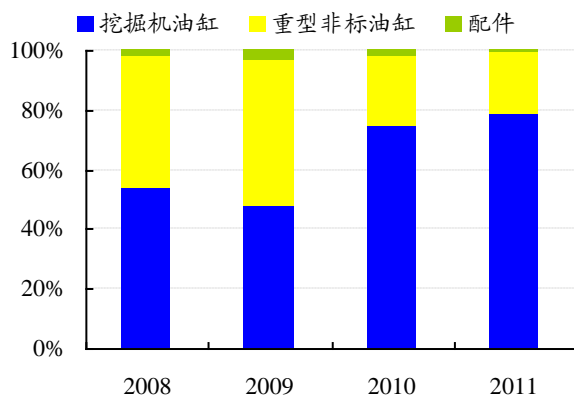
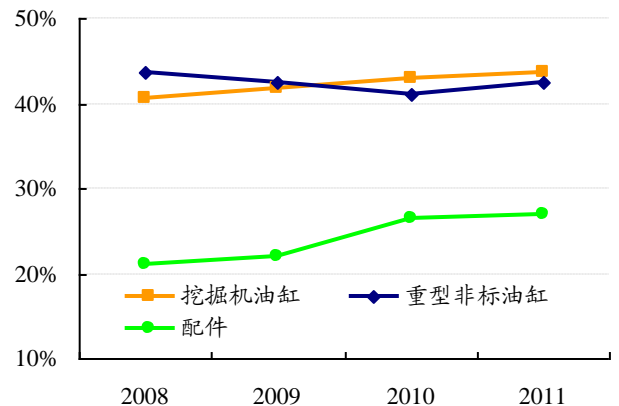


图 6：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 7: 国内挖掘机需求量增速与 FAI 实际增速关系

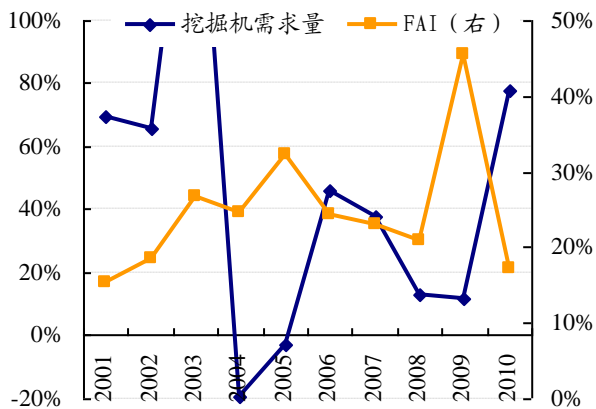
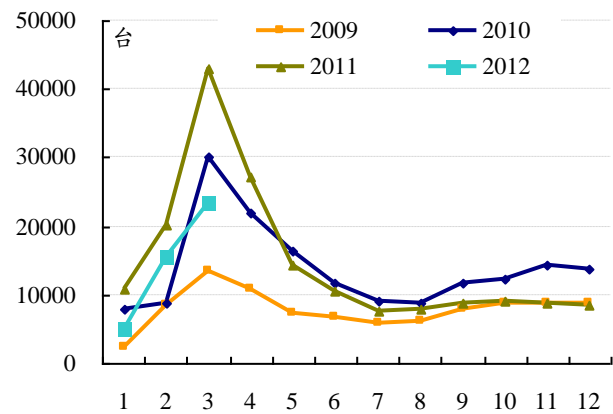


图 8: 国内挖掘机销量示意图



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

图 9: 国产品牌挖掘机市场份额逐步提高

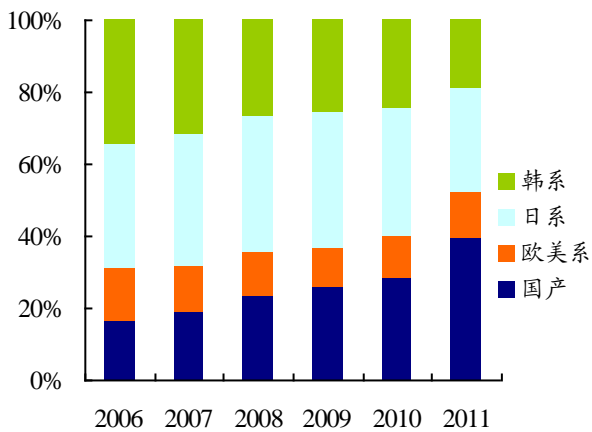
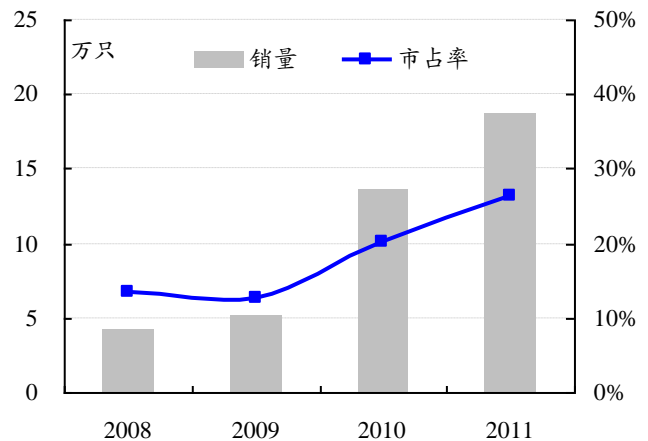


图 10: 公司挖掘机油缸市场份额逐步提升



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2378	2623	2907	3261
现金	1767	2035	2131	2322
应收账款	133	153	201	244
其他应收款	2	15	20	24
预付账款	113	179	236	285
存货	231	134	177	214
其他流动资产	132	107	141	171
<b>非流动资产</b>	1036	1194	1417	1636
长期投资	0	0	0	0
固定资产	954	1112	1346	1565
无形资产	69	68	66	64
其他非流动资产	14	15	5	7
<b>资产总计</b>	3414	3818	4324	4898
<b>流动负债</b>	232	243	316	380
短期借款	0	10	10	10
应付账款	131	134	177	214
其他流动负债	101	99	129	155
<b>非流动负债</b>	47	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	47	0	0	0
<b>负债合计</b>	279	243	316	380
少数股东权益	0	0	0	0
股本	420	420	420	420
资本公积	2293	2293	2293	2293
留存收益	422	861	1295	1805
归属母公司股东权益	3135	3575	4008	4518
<b>负债和股东权益</b>	3414	3818	4324	4898

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	115	425	508	646
净利润	325	439	565	679
折旧摊销	26	55	68	83
财务费用	1	-25	-20	-15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-244	23	-115	-99
其他经营现金流	7	-66	9	-2
<b>投资活动现金流</b>	-503	-192	-300	-300
资本支出	507	200	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	4	8	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2049	35	-112	-155
短期借款	-50	10	0	0
长期借款	-158	0	0	0
普通股增加	105	0	0	0
资本公积增加	2227	0	0	0
其他筹资现金流	-75	25	-112	-155
<b>现金净增加额</b>	1661	268	96	191

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	1133	1527	2014	2441
营业成本	641	896	1181	1427
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	40	53	70	85
管理费用	78	104	137	166
财务费用	1	-25	-20	-15
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	370	498	644	776
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	380	508	654	786
所得税	55	69	88	106
<b>净利润</b>	325	439	565	679
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	325	439	565	679
EBITDA	396	527	691	843
EPS (元)	0.77	1.05	1.35	1.62

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.7%	34.7%	31.9%	21.2%
营业利润	41.9%	34.6%	29.3%	20.5%
归属于母公司净利润	42.1%	35.2%	28.8%	20.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	43.4%	41.3%	41.3%	41.5%
净利率	28.7%	28.8%	28.1%	27.8%
ROE	10.4%	12.3%	14.1%	15.0%
ROIC	22.6%	26.6%	28.7%	29.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.2%	6.4%	7.3%	7.7%
净负债比率	0.00%	4.12%	3.16%	2.63%
流动比率	10.25	10.80	9.20	8.59
速动比率	9.25	10.24	8.64	8.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.42	0.49	0.53
应收账款周转率	10.53	10.42	11.38	10.96
应付账款周转率	5.61	6.75	7.58	7.30
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.05	1.35	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	1.01	1.21	1.54
每股净资产(最新摊薄)	7.47	8.51	9.54	10.76
<b>估值比率</b>				
P/E	23.94	17.71	13.76	11.45
P/B	2.48	2.18	1.94	1.72
EV/EBITDA	15.17	11.40	8.70	7.13

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

欧阳俊, 中投证券研究所机械行业分析师, 中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所, 负责工程机械、冶金矿采化工设备和机械基础件等子行业研究。

宋怡桥, 中投证券研究所机械行业分析师, 清华大学工学博士。2011 年加入中投证券研究所, 负责机床、仪器仪表、船舶制造和重型机械等子行业研究。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434