

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: 14.25元

当前股价: 9.90元

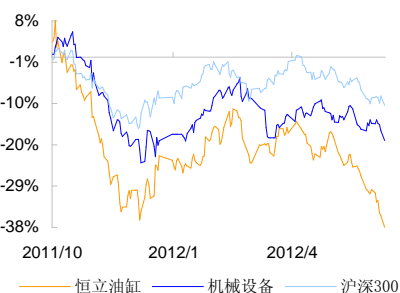
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2185.90
总股本(百万)	630
流通股本(百万)	157
流通市值(亿)	15
EPS	0.52
每股净资产(元)	7.47
资产负债率	8.16%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒立油缸	-19.03	-22.81	0.64
机械设备	-8.45	-9.92	-0.24
沪深300指数	-4.29	-4.12	5.48



相关报告

恒立油缸 - 下游需求回暖+外资品牌供货放量保12年业绩快速增长 2012-04-17

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

预计中期业绩小幅下滑, 下半年将回升

近日我们对恒立油缸进行了调研, 我们认为虽然公司中期业绩预计小幅下滑, 但悲观假设国内挖掘机行业下半年同比下降20%, 公司挖掘机油缸业务全年仍能实现正增长。目前股价受中期业绩影响深度调整后极具吸引力, 建议中报风险完全释放后积极配置。

投资要点:

- **挖掘机油缸业务中期小幅下滑, 全年仍有望正增长。** (1) 受行业拖累, 我们预计公司挖掘机油缸业务上半年收入同比下降12%左右。(2) 下半年回升是大概率事件: ①行业层面, 去年下半年基数较低, 今年下半年基建投资回升; ②公司层面: 上半年公司给卡特彼勒供货量较小, 随着卡特彼勒完成全球供应商切换, 公司下半年供货将放量。根据我们的测算, 悲观假设国内挖掘机行业下半年维持5、6月份同比下降20%的增速, 公司挖掘机油缸销量全年同比增长9%, 收入增长4%。
- **特种油缸订单较好, 未来占比有望提升。** 公司今年开始加大对特种油缸业务开拓力度, 接单形势较好, 主要集中在海事船舶领域, 金额高达2300万元的单套日立造船地铁盾构特种油缸已经交付。目前在谈的项目包括卡特彼勒矿车专用油缸和德国哈威太阳能追踪系统用油缸等。
- **高端液压件研发稳步开展。** 公司一直积极网罗海外液压件专家, 我们对公司的高端液压件研发抱有乐观期待。①高精密液压铸件厂房已经封顶, 预计8月份生产设备入厂安装调试, 年底油缸端盖出样品, 2013年开始批量化生产。②阀和油缸密封件的设计研发正在同步开展。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。** 我们预计公司2012-2014年EPS分别为0.57、0.73和0.93元, 目前股价对应2012/2013年PE为17.08和13.32倍。我们认为目前股价已充分反映了公司上半年业绩下滑预期; 作为国内高端液压件的稀缺投资品种, 公司投资价值凸显, 建议中报风险完全释放后积极配置, 给予12年25倍PE, 目标价14.25元, 维持强烈推荐的投资评级。

风险提示: ①国内挖掘机行业销量低于预期, ②主机厂商油缸自主配套进度超预期

主要财务指标

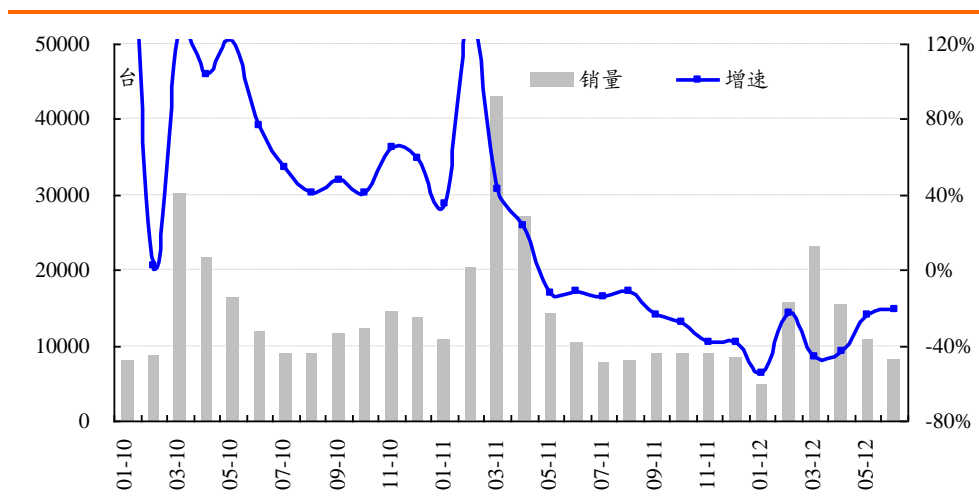
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1133	1309	1631	2079
收入同比(%)	39%	16%	25%	27%
归属母公司净利润	325	359	461	585
净利润同比(%)	42%	11%	28%	27%
毛利率(%)	43.4%	40.8%	41.6%	42.3%
ROE(%)	10.4%	10.6%	12.3%	14.0%
每股收益(元)	0.52	0.57	0.73	0.93
P/E	18.89	17.08	13.32	10.49
P/B	1.96	1.81	1.64	1.46
EV/EBITDA	11	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

一、挖掘机油缸业务：下半年回升，全年有望正增长

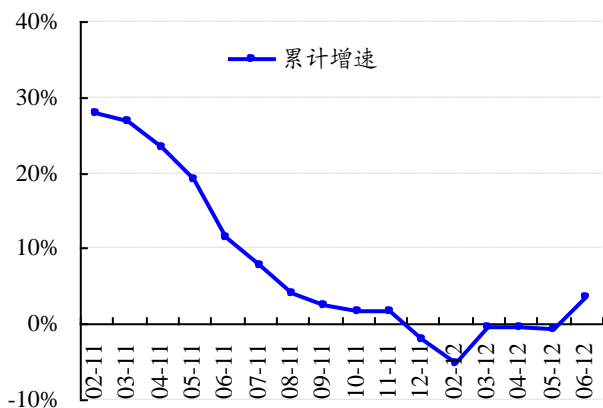
预计公司上半年挖掘机油缸业务小幅下滑。由于国内投资增速放缓和上年同期基数较高，今年上半年国内挖掘机行业销量同比下降 38%；内资品牌同比下降 26%，得益于市场份额继续提升，由 2011 年 39% 上升至今年上半年的 45%。受益于在内资品牌的市占率提升和开始给外资小批量供货，公司上半年表现好于行业，我们预计公司挖掘机销量同比下降 7%，收入下降 12% 左右。

图 1：国内挖掘机单月销量及同比增速



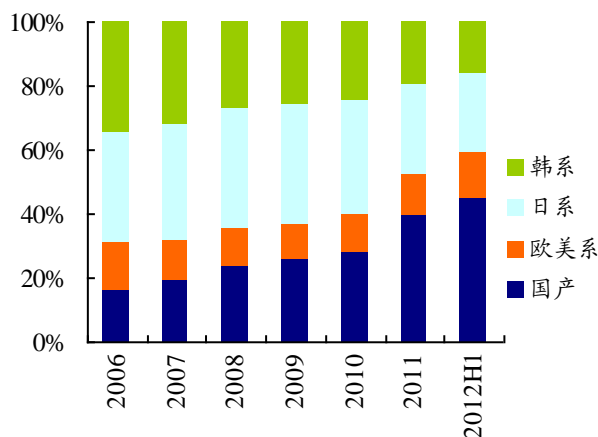
资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

图 2：国内基建投资¹企稳回升



资料来源：Wind，工程机械商贸网，中投证券研究所

图 3：内资品牌市占率不断上升



下半年公司业绩回升是大概率事件：①行业层面，去年下半年国内挖掘机销量基数较低；在国家保增长的背景下，今年下半年基建投资将会回升从而带来挖掘机行业回暖；②公司层面：公司今年给卡特彼勒油缸供货计划是 2 万只，但上半年公司给卡特彼勒供货量较小；随着卡特彼勒完成全球供应商切换，公司下半年供货将放量。我们在假设①今年全年公司给卡特彼勒和神钢合计供应 3 万只油缸、

¹ 我们统计的基建投资包括铁路、公路和水利投资。

②内资品牌市占率达到 47%、③公司占内资品牌市占率维持 77%的前提下，测算了在下半年挖掘机行业不同增速下公司挖掘机油缸销量增速。根据我们的测算，悲观情形下，假设国内挖掘机行业下半年维持 5、6 月份同比下降 20%的增速，公司挖掘机油缸销量全年同比增长 9%。

表 1: 公司挖掘机油缸销量增速测算

下半年行业增速	全年行业增速	内资品牌增速	公司增速
-40%	-38%	-26%	1%
-30%	-36%	-23%	5%
-20%	-33%	-19%	9%
-10%	-30%	-16%	13%
0%	-27%	-13%	17%
10%	-24%	-9%	21%
20%	-21%	-6%	25%
30%	-18%	-2%	29%
40%	-16%	1%	33%
50%	-13%	5%	37%
60%	-10%	8%	41%

资料来源：中投证券研究所

市场对公司的另一个担忧在于：随着小挖占比的提升，公司油缸单价会显著下滑。公司去年大、中、小挖油缸销量占比分别为 12%、41%、47%，今年一季度占比分别为 16%、31%、53%，小挖占比的确在上升。我们基于公司今年大挖和小挖的不同占比，测算了公司油缸单价的变化幅度。考虑到全球小挖/中挖平均比例为 0.8，且日本历史上小挖占比最高不超过 60%，我们预计公司今年全年大、中、小挖油缸销量占比分别为 14%、31%、55%，油缸单价同比下降 5%，下滑幅度并不大。且由于未来小挖占比会回归到正常水平，公司油缸单价下滑只是短期现象。

表 2: 不同销量结构下公司油缸单价变化幅度

		大挖占比相对 11 年提升			
		0%	2%	4%	6%
小挖占比相对 11 年提升	0%	-1%	1%	2%	4%
	5%	-5%	-3%	-1%	0%
	10%	-8%	-7%	-5%	-4%
	15%	-12%	-10%	-9%	-7%

资料来源：中投证券研究所

二、特种油缸业务：接单形势较好

公司的特种油缸（重型装备用非标准油缸）产品具有技术含量高、结构设计复杂、长行程、大缸径、高压、质量控制难度高等特点，是油缸行业的高端产品，主要应用于桩工机械、大型桥梁施工设备、隧道掘进盾构机等大型建设设备和船舶、海洋工程设备、港口机械等重型装备。公司拥有非常优质的客户群，包括全球最大的港口机械制造商振华重工，国际著名船舶设备厂商 TTS 集团、麦基嘉等。

表 3：公司重型装备用油缸主要产品与相关客户

主要产品类别	代表性行业与客户
	旋挖钻机：宝峨公司、三一、金泰工程、上海工程机械厂
大型建设设备用非标准油缸	隧道掘进设备：中铁轨道、中铁隧道、南车隧道、北京华隧通 大型桥梁施工设备：天业通联、郑州大方
船舶、海洋工程及港口机械用油缸	港口机械：振华重工 船舶设备：TTS 集团、麦基嘉
大型工业设备用油缸	冶金矿业设备：西马克梅尔、达涅利 风电设备：贺德克

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

前期由于产能受限，公司将发展重点放在挖掘机油缸上，特种油缸业务停滞不前。今年开始公司加大对特种油缸业务开拓力度，接单形势较好，主要集中在海事船舶领域，金额高达 2300 万元的一套日立造船地铁盾构特种油缸已经交付。目前在谈的项目包括卡特彼勒矿车专用油缸和德国哈威太阳能追踪系统用油缸（已供货 1000 余条）等；如果卡特彼勒矿车专用油缸能够承接下来，公司的非标准油缸占比将大大提升。

三、高端液压件：研发稳步开展

我国液压产品技术力量不足、大部分国内企业仅能在中低端产品上进行竞争，而高端液压元件中除高压油缸能实现部分国产外，变量柱塞泵、马达、多路阀（开发难度依次由低到高）等大部分依赖进口。公司有志于成为挖掘机液压系统成套供应商。2011 年底公司公告，拟用超募资金 5.96 亿元投资建设高精密液压铸件项目，形成年产 2.5 万吨液压铸件制品的生产能力。项目建成投产后，将形成年产 7000 吨油缸铸件、6000 吨多路阀铸件和 1.2 万吨泵、马达壳体主铸件。公司战略清晰。首先通过生产高精密液压铸件用于高压油缸端盖、导向套等自用产品，同时可以为其他公司提供泵、马达壳体等铸件，然后以此为基础进军液压泵、马达和阀等技术附加值更高的液压元件领域。

公司一直积极网罗海外液压件专家，除宫本孝彦、村上高志和斯密斯外，近期又聘请了多名海外专家；2011 年中公司技术人员为 110 名，2011 年年底已快速上升至 190 人，我们对公司的高端液压件研发抱有乐观期待。目前高精密液压铸

件厂房已经封顶, 预计 8 月份生产设备入厂安装调试, 年底油缸端盖出样品, 2013 年开始批量化生产。阀和油缸密封件的设计研发也正在同步开展。

表 4: 公司引进的国际液压技术专家情况表 (截止 2011 年中)

专家	原工作单位及职务	擅长领域	从业年限
宫本孝彦	日本 KYB 挖掘机油缸工厂厂长	油缸制造	40
村上高志	日本小松挖掘机设计部部长	挖掘机设计制造	35
斯密斯	德国力士乐铸造工厂高级工程师	液压件铸造	40

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

表 5: 液压挖掘机成本构成

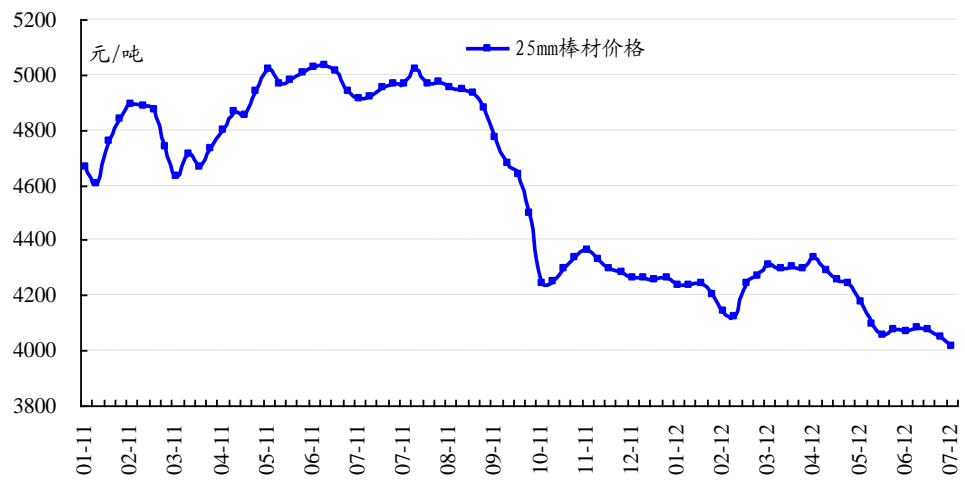
挖掘机构成	成本占比
液压系统 (油缸、泵、马达、阀等)	28%--33%
底盘 (下车架、四轮一带)	18%--23%
发动机	10%--15%
上车架	10%--12%
驾驶室	8%--12%
工装 (动臂、斗杆、铲斗等)	5%--6%
电控系统	1%--3%
合计	100%

资料来源: 工程机械行业协会, 中投证券研究所

三、盈利能力: 净利率预计略有下滑

公司今年由于新厂房投产将增加折旧 4000-5000 万, 但是公司 IPO 后货币资金较多, 今年存款利息费用预计也有 4000 万左右, 这两块大致抵销。另外, 公司由于人员规模增加和工资上涨, 今年人力费用 (占公司成本 10%) 预计增长翻番; 但今年上半年钢材 (占公司成本 53% 左右) 均价同比下降 14%, 一定程度上抵销了人力成本增加对盈利能力的负面冲击。此外, 公司正在申请《国家重点产业调整和振兴专项资金》, 金额高达 2980 万元。综合来看, 不考虑正在申请的专项资金, 我们预计公司全年净利率下降 1.3 个百分点, 但上半年净利率下滑幅度较全年要大、预计为 2 个百分点左右: 去年 10 月公司上市后, 控股公司-申诺科技持股比例低于 25%, 不符合外商投资企业条件, 公司所得税率由 12.5% 调整为 15%; 因此, 去年前三季度公司按 12.5% 缴纳税款, 四季度补交了前三季度的税款差额。

图 4: 钢材 (25mm 棒材) 价格



资料来源: Bloomberg, 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
流动资产	2378	2407	2584	2877
现金	1767	1900	1957	2083
应收账款	133	131	163	208
其他应收款	2	13	16	21
预付账款	113	155	191	240
存货	231	116	143	180
其他流动资产	132	92	114	145
非流动资产	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
资产总计	3414	3601	4001	4513
流动负债	232	212	259	324
短期借款	0	10	10	10
应付账款	131	116	143	180
其他流动负债	101	86	106	134
非流动负债	47	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	47	0	0	0
负债合计	279	212	259	324
少数股东权益	0	0	0	0
股本	420	630	630	630
资本公积	2293	2083	2083	2083
留存收益	422	676	1029	1476
归属母公司股东权益	3135	3390	3743	4189
负债和股东权益	3414	3601	4001	4513

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	115	385	446	556
净利润	325	359	461	585
折旧摊销	26	55	68	83
财务费用	1	-36	-18	-8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-244	73	-73	-102
其他经营现金流	7	-66	9	-2
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	2049	-59	-90	-130
短期借款	-50	10	0	0
长期借款	-158	0	0	0
普通股增加	105	210	0	0
资本公积增加	2227	-210	0	0
其他筹资现金流	-75	-69	-90	-130
现金净增加额	1661	134	57	126

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1133	1309	1631	2079
营业成本	641	775	953	1199
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	40	52	57	73
管理费用	78	105	106	135
财务费用	1	-36	-18	-8
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
营业利润	370	413	532	678
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	380	423	542	688
所得税	55	63	81	103
净利润	325	359	461	585
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	325	359	461	585
EBITDA	396	431	582	753
EPS (元)	0.77	0.57	0.73	0.93

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	38.7%	15.5%	24.6%	27.4%
营业利润	41.9%	11.6%	28.9%	27.5%
归属于母公司净利润	42.1%	10.5%	28.3%	27.0%
获利能力				
毛利率	43.4%	40.8%	41.6%	42.3%
净利率	28.7%	27.4%	28.2%	28.1%
ROE	10.4%	10.6%	12.3%	14.0%
ROIC	22.6%	21.6%	24.4%	27.0%
偿债能力				
资产负债率	8.2%	5.9%	6.5%	7.2%
净负债比率	0.00%	4.72%	3.86%	3.09%
流动比率	10.25	11.37	9.99	8.89
速动比率	9.25	10.82	9.43	8.34
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.37	0.43	0.49
应收账款周转率	10.53	9.65	11.10	11.21
应付账款周转率	5.61	6.26	7.35	7.43
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.57	0.73	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.61	0.71	0.88
每股净资产(最新摊薄)	4.98	5.38	5.94	6.65
估值比率				
P/E	18.89	17.08	13.32	10.49
P/B	1.96	1.81	1.64	1.46
EV/EBITDA	11.03	10.13	7.51	5.80

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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。

免责条款

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