



未有评级

601100.SS

价格: 人民币 9.65

板块评级: 增持

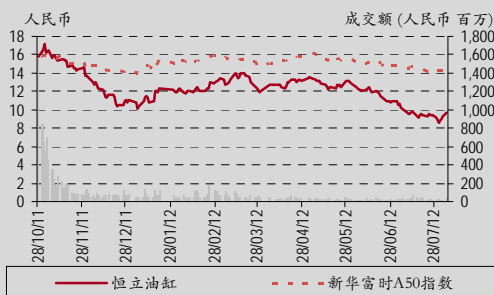
本报告要点

- 主要客户销量下滑相对较小、市占率提高, 第一大客户三一重机配套率提升以及加速配套卡特彼勒和神钢挖掘机的共同支撑下, 公司业绩明显优于下游行业整体需求。
- 预计固定资产折旧压力明显高于往年, 因而压低毛利率水平。另外, 所得税税率的提高将进一步压低净利率。

主要催化剂/事件

- 挖掘机市场需求回暖

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10)	(4)	(28)	-
相对新华富时A50指数	(13)	(1)	(17)	-

发行股数(百万)	630
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,520
3个月日均交易额(人民币 百万)	83
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
常州恒屹实业投资有限公司	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月6日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

* 闵琳佳为本报告重要贡献者

恒立油缸

需求下滑好于下游, 进入外资品牌核心配套

恒立油缸主要生产挖掘机专用油缸和重型装备非标准油缸。公司是国内四大挖掘机专用油缸供应商之一, 并且是其中唯一一家国内自主品牌企业, 在挖掘机专用油缸领域 2011 年市场占有率已达到 23%。挖掘机专用油缸方面, 在宏观经济放缓与去年上半年挖掘机销量历史高点的双重压力下, 今年公司下游挖掘机行业需求明显下滑, 给公司配套油缸销售带来较大压力。但是在主要客户销量下滑相对较小、市占率提高, 第一大客户三一重机配套率提升以及加速配套卡特彼勒和神钢挖掘机的共同支撑下, 公司业绩明显优于下游行业整体需求。非标油缸方面主要配套船舶海工设备、隧道盾构机、太阳能光电系统, 订单情况良好。募投项目进展顺利, 相应固定资产折旧支出提高, 预计全年毛利率、净利率水平将出现下滑。

主要发现

- 恒立油缸主要生产挖掘机专用油缸和重型装备非标准油缸, 截至 2011 年两者占公司营业收入比率分别达到 73.6%和 25.4%, 毛利率水平分别为 43.7%和 42.5%。上半年公司营业收入同比下滑 10.71%, 归属于母公司所有者净利润同比下滑 19.41%。
- 今年公司下游挖掘机行业需求明显下滑, 给公司配套油缸销售带来较大压力。但是在主要客户销量下滑相对较小、市占率提高, 第一大客户三一重机配套率提升以及加速配套卡特彼勒和神钢挖掘机的共同支撑下, 公司业绩明显优于下游行业整体需求。
- 公司已经进入卡特彼勒、神钢等国际知名挖掘机主机厂的供货商体系, 去年向卡特彼勒中国配套 2,000 只小挖油缸。按照年初计划, 公司今年将分别为卡特彼勒和神钢配套 2 万、1 万只油缸, 共计 3 万只。这部分配套自 6 月起开始放量, 与卡特彼勒和神钢的合作已经全面进入实质阶段, 未来增长可期。
- 2011 年年底公司固定资产总额达到 9.54 亿元, 较去年年初增加 8.29 亿元, 加之逐渐有募投项目投产, 预计固定资产折旧压力明显高于往年, 因而压低毛利率水平。另外, 所得税税率的提高将进一步压低净利率。
- 重型装备非标准油缸业务进展良好, 占营业收入比重提高至 23%。高精密液压铸件项目预计年底开始试运行, 先期以生产端盖为主, 之后将生产导向套、高压多路阀阀体, 泵、马达壳体等精密液压铸件。由此, 公司希望逐步将自身打造成为液压成套设备供应商。
- 我们预计公司今年全年收入仍有两位数增长, 但由于公司盈利能力的下降, 净利润增长将低于收入增长。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.54、0.63、0.75 元, 对应 17.8 倍 12 年市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	817	1,133	1,274	1,550	1,908
变动(%)	96	39	12	22	23
净利润(人民币 百万)	229	325	341	395	474
全面摊薄每股收益(人民币)	0.363	0.516	0.542	0.627	0.753
变动(%)	98	42	5	16	20
全面摊薄市盈率(倍)	26.6	18.7	17.8	15.4	12.8
每股现金流量(人民币)	0.659	0.273	0.432	0.505	0.595
价格/每股现金流量(倍)	14.6	35.3	22.3	19.1	16.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	10.8	11.0	8.3	6.4
每股股息(人民币)	0.000	0.250	0.135	0.157	0.188
股息率(%)	0.0	2.6	1.4	1.6	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

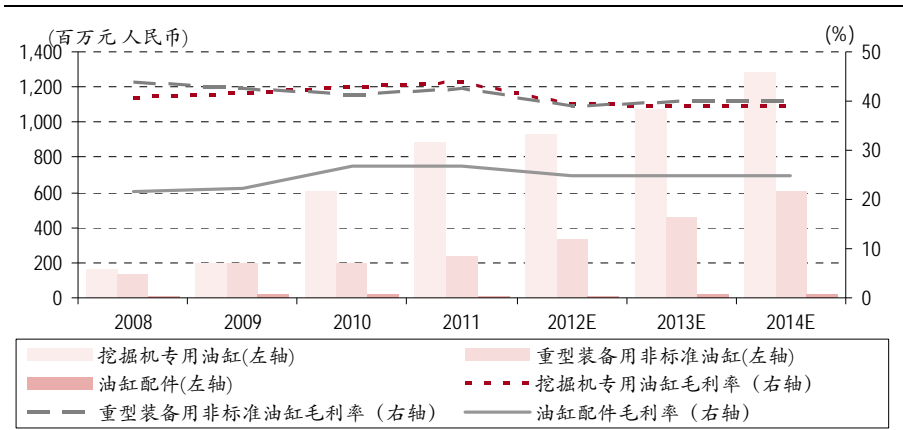
挖掘机专用油缸国内唯一自主品牌供应商

恒立油缸主要生产挖掘机专用油缸和重型装备非标准油缸，截至 2011 年底，公司营业收入达到 11.3 亿元，其中两者占公司营业收入比率分别达到 73.6%和 25.4%，毛利率水平分别为 43.7%和 42.5%。上半年公司营业收入同比下滑 10.71%，归属于母公司所有者净利润同比下滑 19.41%。

挖掘机专用油缸方面，公司是国内四大挖掘机专用油缸供应商之一，并且是其中唯一一家国内自主品牌企业，在挖掘机专用油缸领域已拥有较高的市场占有率。公司主要为三一、柳工、徐工、玉柴、力士德、中联重科、山东临工、山重建机、福田雷沃等国内著名挖掘机品牌配套油缸。另外，公司已成功进入卡特彼勒、神钢等国际著名挖掘机品牌的供应商体系，为公司产品进驻国际市场、扩展销售渠道起到了重要作用。自 2010 年以来，公司挖掘机专用油缸市场占有率开始超过 20%，至 2011 年市场占有率达到 23%，其中公司占内资品牌挖掘机油缸采购比例更在 70%左右，对内资品牌挖掘机的配套公司所占比率已经非常高。2011 年，为三一、柳工、徐工、力士德、玉柴五家公司配套挖掘机油缸的收入占公司营业总收入达到 52.67%。

公司生产的重型装备非标准油缸主要应用于高技术要求的大型基建设备、船舶、海洋工程设备、港口机械设备、隧道盾构掘进设备、太阳能光电追踪系统等领域。公司与国内外领先的重型装备制造企业建立了配套供应关系，主要配套用户包括：国内主要旋挖钻机厂商宝峨公司、三一、金泰工程、上海工程机械厂；国内主要隧道掘进设备供应商中铁轨道、中铁隧道、南车隧道、北京华隧通；知名大型桥梁施工设备生产企业天业通联、郑州大方；全球最大的港口机械企业振华重工；国际著名船舶设备厂商 TTS 集团、麦基嘉；冶金工业设备领域的西马克梅尔、达涅利；以及风电设备领域的贺德克等。

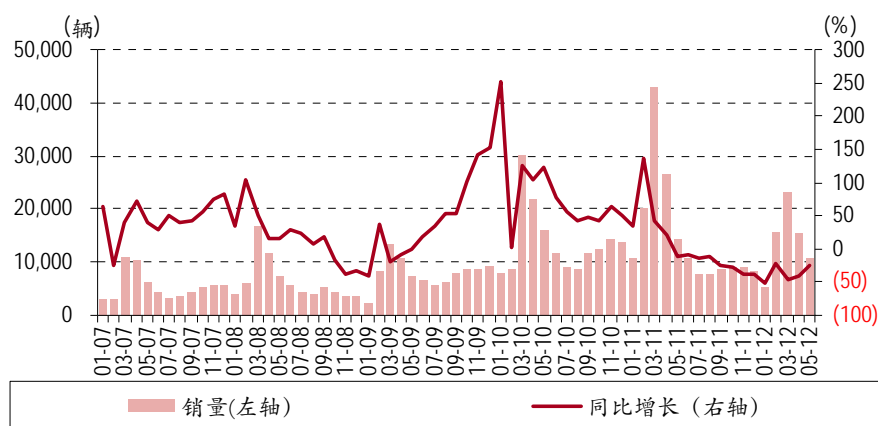
图表 1.公司分板块业务收入与毛利率水平



资料来源：公司资料、中银国际研究

挖掘机专用油缸需求下滑，但公司表现优于下游行业平均

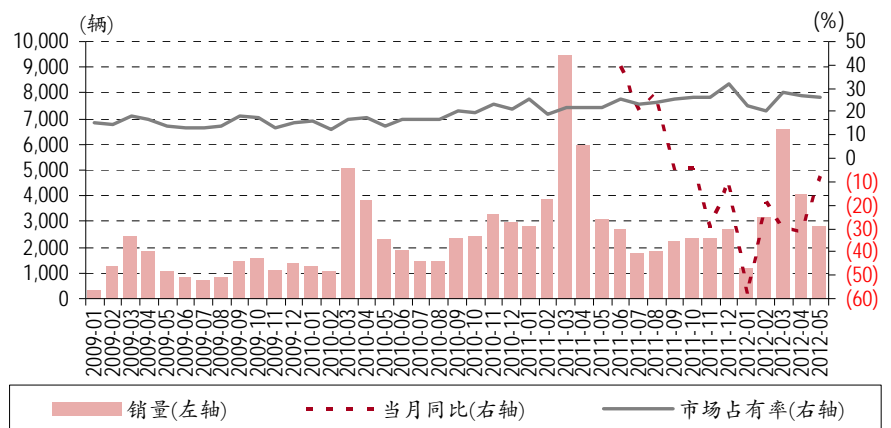
受到宏观经济放缓以及去年上半年挖掘机销量历史高点的双重影响，今年公司主要下游挖掘机制造行业需求急速下滑，1-5 月主要挖掘机企业销售 70,327 台挖掘机，较去年同期下滑 39%，直接影响公司挖掘机专用油缸的销售。挖掘机专用油缸的订单周期通常在 1 个月左右，由于挖掘机市场需求未有明显好转加之 7、8 月份为传统销售淡季，公司专用油缸现阶段排产情况仍未有好转。价格方面，虽然需求不足对销售产生影响，但公司产品价格稳定在原有水平并未出现下滑。从挖掘机的逐月累计同比数据来看，上半年销量的下滑在逐步缓慢降低，但仍处于较高水平。假设下半年挖掘机销量能够与去年下半年销量水平持平，全年来看行业整体仍有 20-30% 的下降。

图表 2.国内主要挖掘机企业月度销量及增速


资料来源：中国机械工业协会、中银国际研究

上半年恒立挖掘机专用油缸销售受到行业整体下滑负面影响出现下降，但其表现优于行业整体表现。根据公司中期业绩快报披露，上半年主营业务收入下滑 10%，明显小于行业整体近 40% 的下降，主要是因为：1) 公司重点配套的国产挖掘机主机厂在行业中占有率不断提升，销量下滑幅度小于行业整体情况；2) 公司对第一大配套主机厂三一重机的配套率有所上升；3) 公司与卡特彼勒和神钢的合作已经进入实质阶段，今年为两家公司配套油缸数量实现突破。预计下半年公司挖掘机专用油缸销量将好于上半年，全年来看仍有望实现个位数增长。

- 1) 公司重点配套的国产挖掘机主机厂在行业中占有率不断提升，销量下滑幅度小于行业整体情况。根据公司 2011 年年报披露，公司前五大客户分别为三一、柳工、徐工、力士德和玉柴，公司对前五大客户的销售收入占全部营业收入达到 52.67%，占挖掘机专用油缸营业收入的 67.29%，可见其对公司收入的影响巨大。为此我们统计了五家公司近年来挖掘机的月度销量，可以发现 1-5 月五家公司共销售 17,869 台挖掘机，较去年同期下滑 29%，小于行业整体 39% 下滑幅度 10 个百分点。其中，2011 年占恒立全部营业收入 17.39%，占恒立挖掘机专用油缸收入 22.22% 的三一重机 1-5 月共销售挖掘机 10,537 台，较去年同期下滑 16.6%，小于行业整体下滑幅度 22 个百分点。同时，可以看到公司五大客户挖掘机市场占有率处于上升的通道当中，前五个月累计销量市占率达到 25.41%，较去年全年 23.11% 的市占率水平高出 2.3 个百分点，其中第一大客户三一重机前五个月市占率达到 14.98%，较去年全年 11.7% 的市占率高出 3.28 个百分点。恒立重点客户销售下滑幅度相对较小及其市占率的强力提高的共同作用之下，使得公司业绩表现优于行业整体情况。

图表 3. 公司前五大客户挖掘机月度销量、同比增长与市场占有率


资料来源：中国机械工业协会、中银国际研究

- 2) 公司对第一大配套主机厂三一重机的配套率有所上升。虽然三一重机已经实现 20t 中挖专用油缸的批量自制,但其小挖油缸仍需通过外购实现配套。过去由东洋机电进行配套,今年以来,三一已经将这部分油缸转给恒立进行配套生产。另外技术难度较高的中挖高压动臂油缸、斗杆油缸也开始转给恒立进行配套。总体而言公司对三一重机的配套率今年将有所上升,加之三一市场占有率的强势提升,我们预计三一占公司挖掘机专用油缸收入的比例将在去年 22% 的基础上进一步提升,达到 25% 左右。短期内,三一自主生产油缸对公司的威胁不大,但仍是公司长期业绩的一大潜在危险。
- 3) 公司与卡特彼勒和神钢的合作已经进入实质阶段,今年为两家公司配套油缸数量实现突破。公司已经进入卡特彼勒、神钢等国际知名挖掘机主机厂的供货商体系,去年向卡特彼勒中国配套 2,000 只小挖油缸,销售额共计 425 万,今年这一数字将得到爆发增长。根据年初与卡特彼勒的供货计划,今年公司将为卡特彼勒配套近 2 万只油缸,其中 1 万只小挖油缸将供给卡特彼勒中国,另有 1 万只中小挖油缸供给卡特彼勒日本。根据公司现已接到的订单情况来看,对卡特彼勒的配套自 6 月份以来开始大幅提升,仅 6 月配套额便达到 700 万元,占上半年全年 1,700 万元配套额的 41%。另外,根据年初计划,公司今年将为神钢配套 1 万台挖掘机油缸,其中主要以小挖油缸为主。上半年,对神钢的配套额达到 1,100 万元。与卡特彼勒和神钢的合作已经全面进入实质阶段,这不仅将对公司未来业绩形成良好支撑,还具有明显的示范效用,有利于促进公司与其他国际知名主机厂的合作。

固定资产折旧增加压低毛利率，净利率下滑

根据公司已经披露的中期业绩快报，上半年公司营业收入同比下滑 10.71%，归属于母公司所有者净利润同比下滑 19.41%，高于前者近 9 个百分点，主要是因为：1) 固定资产折旧大幅增加压低毛利率。2011 年年底公司固定资产总额达到 9.54 亿元，较去年年初增加 8.29 亿元，折旧压力较大。另外，上半年在建工程中近 5,000 万转入固定资产，进一步提高折旧额度。由于募投项目的逐渐完成，今年下半年仍有部分在建工程可能转固，而后购买设备等也将直接增加固定资产，因此今年固定资产折旧对毛利率的影响较大，预计将降低毛利率 4 个百分点左右。2) 所得税率提高影响净利率水平。去年，公司作为合资企业享受 12.5% 的所得税税率优惠，进入今年以来，公司不在享有这一优惠，转而成为高新技术企业缴纳 15% 的所得税，所得税税率的提高直接拉低公司净利率水平。3) 管理费用大幅增加。三大因素的共同作用下，使得公司上半年净利润下滑幅度大大高出收入下滑幅度。这些因素在下半年仍将持续，预计全年公司净利润率将出现较大幅度的下滑。

重型装备非标准油缸业务进展良好

为减少单一下游市场风险，公司十分重视重型装备非标准业务的开展。从收入占比情况来看，去年非标准油缸占全部营业收入的 20.9%，今年上半年已经达到 23%，公司期望未来能进一步提升其占比。非标油缸下游众多，公司现阶段主要为船舶海工设备、隧道盾构机、太阳能光电系统进行油缸的配套生产。

一直以来，非标准油缸业务受到订单不稳定影响较大，为此公司正在与卡特彼勒共同开发矿车油缸，以期未来能够成为公司非标业务的稳定订单来源，实现长期批量生产。公司预计将于今年年底开始小量实验性生产，如若项目顺利进行，根据卡特彼勒的计划将于明年下半年至年底开始批量生产。

高精密液压铸件项目预计年底开始试运行

公司使用超募资金正在建设高精密液压铸件项目，该项目将形成年产 2.5 万吨液压铸件的生产能力，主要生产工程机械用高压油缸端盖、导向套、高压多路阀阀体，泵、马达壳体等高精密液压铸件。目前项目厂房已经封顶，待设备进入后完成调试安装，预计最快将于今年年底开始试运行，先期将主要生产高压油缸端盖。完全投产后将形成年产 7 千吨端盖、导向套等油缸铸件、6 千吨多路阀块铸件和 1.2 万吨泵、马达壳体铸件的产能。

高精密液压铸件是工程机械核心零部件液压件的关键，由于国内液压件生产的薄弱，目前工程机械产品几乎全部依赖从欧美、日本等地区进口液压件，对国内机械制造高端化形成了巨大制约。公司期望通过引入高端专家人才，不断积累经验技术，从高精密液压铸件入手，在长期对液压件形成突破，从而获得进口替代市场。由此，公司希望逐步将自身打造成为液压成套设备供应商。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371