

折旧及管理费用增加影响公司盈利水平

2012年8月14日

推荐/维持

恒立油缸

财报点评

——恒立油缸（601100）2012年半年报点评

韩庆	分析师	执业证书编号: S1480512060001
	电话: 010-66554026	邮箱: hanqing@dxzq.net.cn

事件:

2012年上半年公司实现营业收入5.80亿元,同比下降10.71%;实现利润总额1.94亿元,同比下降16.98%;实现归属于上市公司股东的净利润1.65亿元,同比下降19.41%;对应2012年上半年eps为0.26元。公司业绩符合之前的预期。

公司分季度财务指标

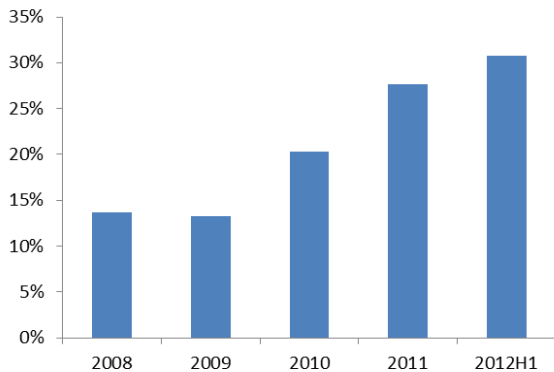
指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入(百万元)	233.57	317.33	332.32	287.19	196.55	285.11	294.94
增长率(%)	-	-	-	-	-15.85%	-10.15%	-11.25%
毛利率(%)	42.42%	43.86%	43.94%	43.34%	41.84%	40.45%	40.75%
期间费用率(%)	12.09%	9.17%	8.93%	11.00%	14.19%	4.97%	8.63%
营业利润率(%)	30.08%	34.18%	35.11%	32.45%	26.17%	34.60%	31.79%
净利润(百万元)	63.08	94.39	109.87	81.41	39.24	84.45	80.17
增长率(%)	-	-	-	-	-37.80%	-10.53%	-27.03%
每股盈利(季度,元)	0.200	-	0.349	0.258	0.093	0.201	0.127
资产负债率(%)	44.46%	-	47.08%	46.26%	8.16%	8.86%	7.97%
净资产收益率(%)	11.95%	-	16.10%	10.66%	1.25%	2.62%	2.51%
总资产收益率(%)	6.63%	-	8.52%	5.73%	1.15%	2.39%	2.31%

评论:

积极因素:

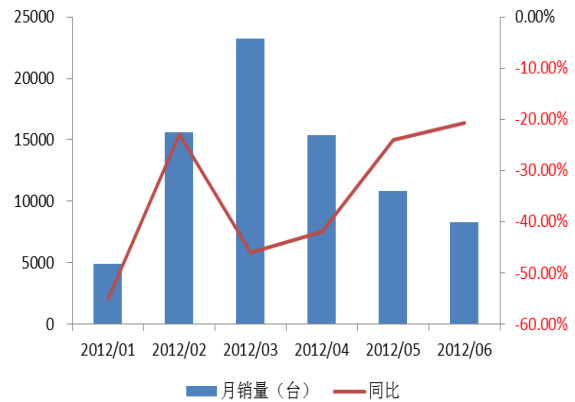
- 市占率提升及新客户开发使得公司上半年挖掘机油缸销售好于行业整体水平。公司上半年累计销售挖掘机油缸96248条,比上年同期减少16.67%;销售收入4.43亿元,比上年同期下降16.35%。2012年上半年国内挖掘机销量同比下降37.56%,公司挖掘机油缸销售明显好于行业整体水平,市场占有率也进一步提升至30%。公司上半年挖掘机油缸好于行业整体水平的原因主要有两点:一、公司下游主要客户市场表现好于行业整体水平。其中公司第一大客户三一重工挖掘机销量比上年同期下滑16%,第二大客户柳工同比下滑30%,均好于行业平均水平。此外,由于公司在国产品牌挖掘机配套市场中的占有率最高,今年国产品牌市占率提升也使得公司从中获益。二、公司新客户开发减轻了行业的整体下行压力,公司今年新进入卡特彼勒、神钢、久保田、洋马、加藤等外资品牌的供应商体系,并开始对卡特彼勒和神钢批量供货。

图 1：公司挖掘机油缸市场占有率逐步提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

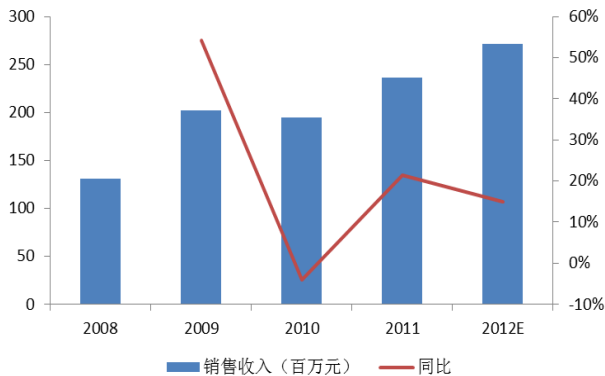
图 2：2012 年上半年国内挖掘机销售情况



资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

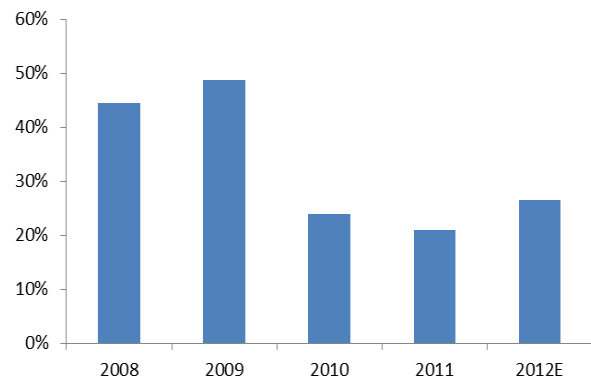
- **特种油缸小幅增长缓解挖掘机油缸下滑压力。**公司特种油缸销售数量下降但销售收入仍保持增长。公司上半年销售特种油缸 16067 条，比上年同期减少 16.02%；销售收入 1.31 亿元，比上年同期增加 13.90%。今年公司在特种油缸领域进一步拓展，下游应用领域包括了造船海工、盾构、矿山设备、新能源等。公司上半年已交付日立盾构特种油缸约 2100 万元，与哈威在太阳能油缸领域也有合作。此外，根据公司与卡特彼勒协议，公司未来将为卡特彼勒供应矿车油缸。随着公司与众多国际知名重型设备制造商合作关系的加强，公司特种油缸业务有望持续增长，成为公司业绩重要的增长点。

图 3：2008-2012 年 (E) 公司特种油缸销售情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：2008-2012 年 (E) 公司特种油缸销售占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **海外销售增长明显。**公司上半年出口 4864.28 万元，比上年同期大幅增加 395.06%。在国内需求下滑的环境下，公司积极开拓海外市场。公司已进入卡特彼勒全球供应商体系，预计每年将向卡特彼勒日本工厂供应 1 万支左右小型挖掘机油缸。此外，随着公司与国际重型设备制造商合作的深化，特种油缸出口收入也将继续增长。

消极因素：

- **固定资产折旧增加导致综合毛利率下滑。**上半年公司销售毛利率为 40.60%，比上年同期减少了 3.3 个百分点。造成公司毛利率下滑的主要原因是今年公司固定资产账面价值大幅增加。2011 年 6 月 31 日公司固定资

产账面价值为2.78亿元，而2012年6月31日公司固定资产账面价值为9.83亿元，同比大幅增加253.60%。

- **公司管理费用率增加明显。**公司三项费用比2011年同期减少2.22%，主要是由于公司募集资金利息收入大幅增加造成的。而公司管理费用增长很快，显示公司今年积极扩张，人员费用增长较快。在下游需求萎缩的同时，管理费用快速增长，导致公司管理费用率明显增加。

表 1：2011 年公司三项费用率同比下降

项目	2012H1		2011H1		比上年增减 (%)
	金额(万元)	占当期营业收入比例 (%)	金额(万元)	占当期营业收入比例 (%)	
销售费用	19,823,640.85	3.42%	22,408,790.90	3.45%	-11.54%
管理费用	42,680,827.04	7.36%	34,326,148.16	5.28%	24.34%
财务费用	-22,906,129.26	-3.95%	2,049,270.33	0.32%	-
合计	39,598,338.63	6.83%	58,784,209.39	9.05%	-32.64%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

风险提示：

- 1) 下游工程机械市场需求大幅下滑；
- 2) 原材料价格大幅上涨。

投资建议：

我们认为工程机械下游需求虽然有望在3季度末迎来见底回升，但复苏的过程缓慢。不过受国产品牌挖掘机市场占有率提升和新客户开发的影响，今年下半年公司挖掘机油缸销售情况将继续好于行业整体水平。此外，由于积极发展液压泵、液压阀等产品，未来公司将形成整套液压系统的供货能力，届时公司业绩将跨上一个新的台阶，这也是市场给予公司高于行业平均水平估值的重要因素。我们预计公司2012年-2014年的每股收益分别为0.46元、0.60元和0.83元，对应PE分别为21.7、16.7和12.1倍。维持公司“推荐”评级。

表 2：盈利预测和估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1,133.39	1,027.28	1,334.52	1,816.78
主营收入增长率	38.73%	-9.36%	29.91%	36.14%
EBITDA(百万元)	396.19	371.37	502.45	731.12
EBITDA 增长率	46.47%	-6.27%	35.30%	45.51%
净利润(百万元)	324.91	290.59	377.65	519.74
净利润增长率	42.05%	-10.56%	29.96%	37.62%
ROE	10.36%	10.36%	12.87%	15.81%
EPS(元)	0.980	0.461	0.599	0.825
P/E	18.86	40.06	30.83	22.40
P/B	2.48	4.15	2.64	2.36
EV/EBITDA	15.13	28.00	13.05	8.66

资料来源：东兴证券

分析师简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年机械行业上市公司从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。