

机械基础件

署名人: 欧阳俊

S0960512080005

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 14元

当前股价: 10.31元

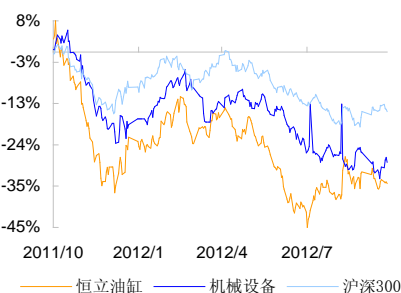
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2101.58
总股本(百万)	630
流通股本(百万)	157
流通市值(亿)	16
EPS	0.77
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	-0.10	10.86	-21.45
机械设备	2.63	-4.11	-17.61
沪深300指数	3.42	-3.57	-12.04



相关报告

恒立油缸 - 全球供应商目标清晰, 未来快速增长可期 2012-09-17

恒立油缸 - 超越行业增长凸显强大实力, 预计三季度迎来业绩拐点 2012-08-14

恒立油缸 - 预计中期业绩小幅下滑, 下半年将回升 2012-07-16

恒立油缸

601100

强烈推荐

外资品牌供货是亮点, 预计明年业绩重回高增长

公司今日公布 2012 年三季报: 实现营业收入 8.04 亿(-14.18%); 归属于上市公司股东的净利润 2.29 亿(-19.81%); 每股收益 0.36 元。第三季度实现营业收入 2.24 亿(-22.02%); 归属于上市公司股东的净利润 0.64 亿(-20.83%); 接近我们盈利预测的下限。我们在之前报告里的判断: “二季度单季度业绩同比下降 27%是底基本确立, 但预计三季度由于去年同期高基数、同比增速改善幅度有限。” 得到验证。

投资要点:

- **特种油缸持续良好表现, 挖机油缸需求依然不佳。**①前三季度公司挖机油缸业务实现收入 5.74 亿(-24.61%); 虽然受累国内需求、整体表现不佳, 但公司给外资品牌供货、主要是卡特彼勒开始提速, 1-9 月给卡特彼勒供货 0.46 亿; 挖机油缸销量 12.37 万条, 国内市场份额由去年年底的 26 %提升至 31%。②特种油缸是今年亮点, 销售 2.84 万条、实现收入 2.20 亿(+29.91%), 营收占比进一步提升至 28%。
- **固定资产折旧和人力成本增加影响盈利能力。**前三季度公司综合毛利率和净利率分别下降 4 和 2 个百分点; 对盈利能力构成较大负面影响的是固定资产折旧增加(接近 4000 万)和人力成本增加(约 5000 万), 具正面影响的是利息收入增加(接近 4000 万)和营业外收入增加(约 1000 万)。预计全年净利率下降接近 1 个百分点。
- **业绩逐季向好, 13 年快速增长可期。**四季度由于外资供货持续放量 and 低基数等影响, 正增长基本已成定局。展望明年, 预计卡特彼勒等外资挖机油缸、卡特彼勒矿车和哈维太阳能油缸等潜在订单使得公司业绩重回高增长是大概率事件。
- **高端液压系统全球供应商战略稳步推进。**公司以合理价格(对应 11 年 7.6 倍 PE 和 1.3 倍 PB)成功收购上海立新液压 60%股权, 将以此为平台加快发展液压阀产业。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。**考虑公司三季度业绩接近我们之前盈利预测的下限, 下调 12-14 年净利润约 10%至 0.49、0.62、0.78 元。公司是中国高端液压件的稀缺投资标的、长期发展空间巨大; 目前业绩低点已过、未来逐步向好, 给予目标价 14 元, 对应 13 年 23 倍 PE, 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	1085	1411	1805
收入同比(%)	39%	-4%	30%	28%
归属母公司净利润	325	307	388	494
净利润同比(%)	42%	-6%	27%	27%
毛利率(%)	43.4%	39.1%	41.1%	41.8%
ROE(%)	10.4%	9.2%	10.7%	12.3%
每股收益(元)	0.52	0.49	0.62	0.78
P/E	19.27	20.42	16.13	12.68
P/B	2.00	1.88	1.72	1.56
EV/EBITDA	11	13	9	7

资料来源: 中投证券研究所

附：财务数据分析图

图 1：公司营业收入年度同比增速

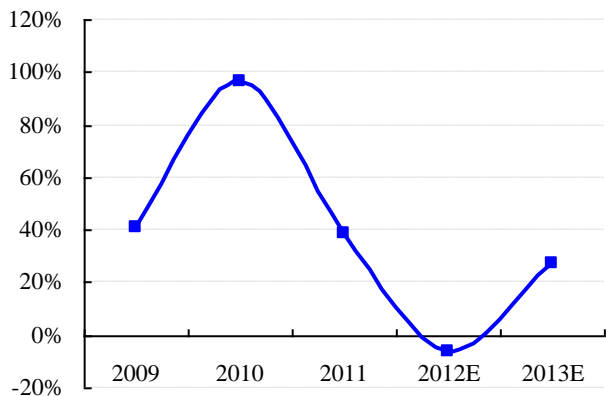
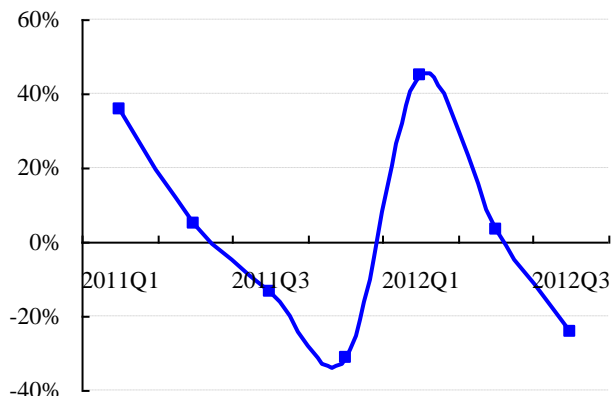


图 2：公司营业收入单季度环比增速



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

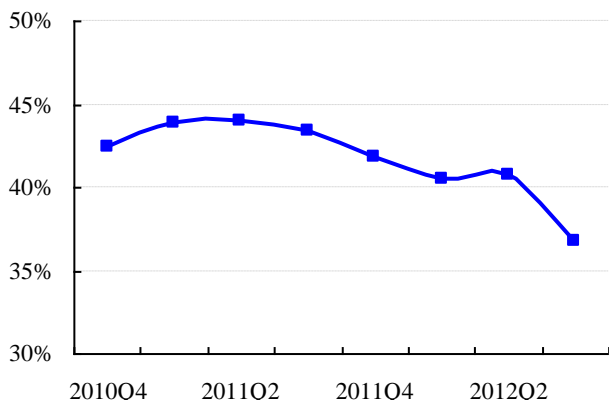
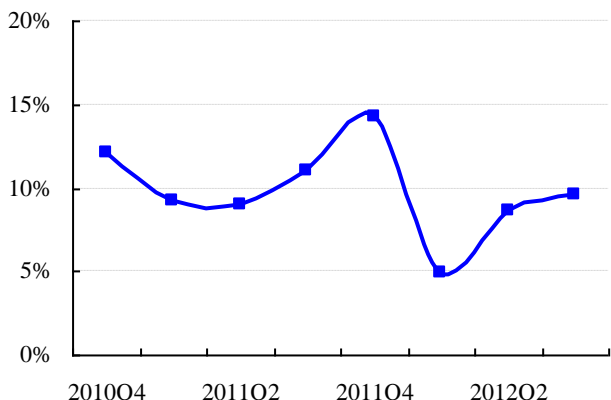


图 4：公司单季度三项费用率



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

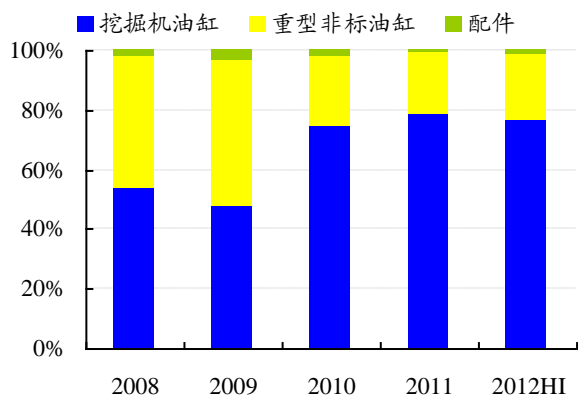
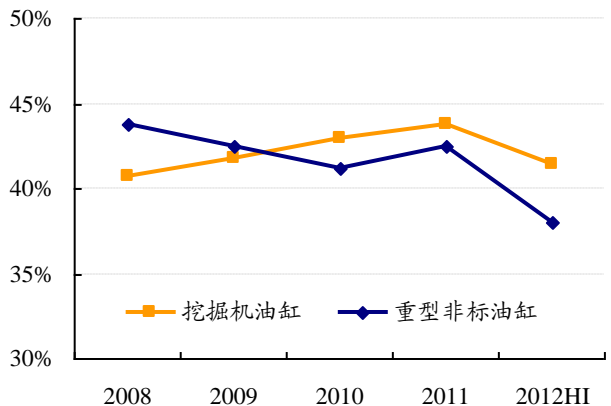


图 6：公司分业务毛利率



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

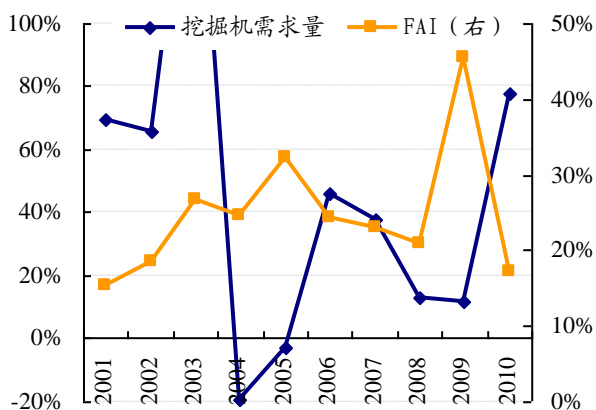
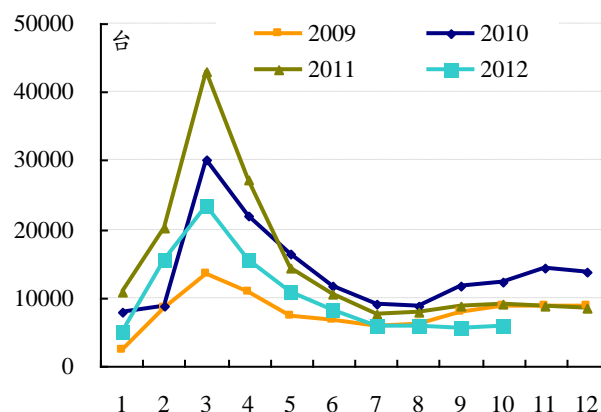


图 8: 国内挖掘机销量示意图



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

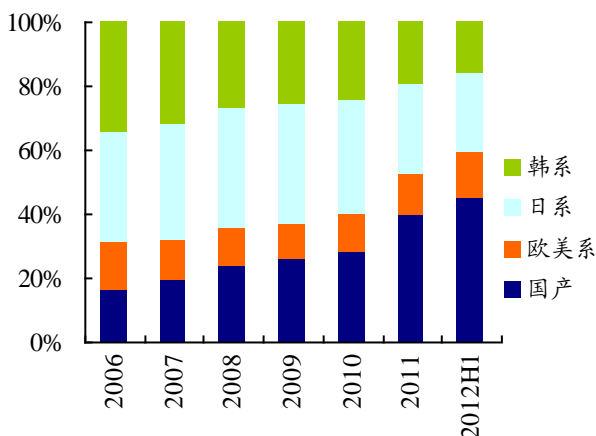
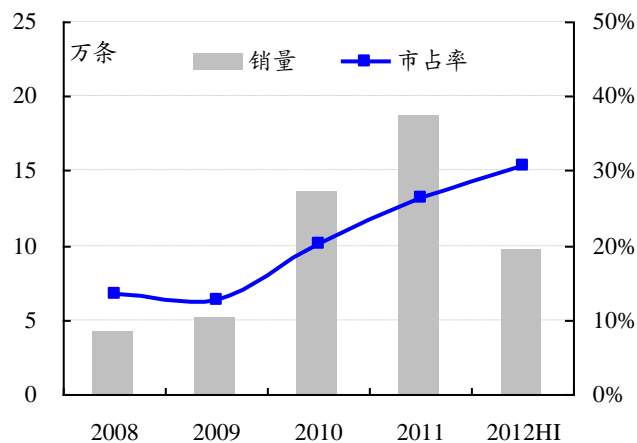


图 10: 公司挖掘机油缸市场份额逐步提升



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
流动资产	2378	2324	2443	2659
现金	1767	1897	1898	1967
应收账款	133	109	141	180
其他应收款	2	11	14	18
预付账款	113	132	166	210
存货	231	99	125	158
其他流动资产	132	76	99	126
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	3518	3861	4296
流动负债	232	181	227	285
短期借款	0	10	10	10
应付账款	131	99	125	158
其他流动负债	101	72	93	117
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	181	227	285
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	624	920	1297
归属母公司股东权益	3135	3337	3633	4011
负债和股东权益	3414	3518	3861	4296

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	115	375	375	477
净利润	325	307	388	494
折旧摊销	26	55	68	83
财务费用	1	-42	-18	-8
投资损失	0	-1	0	0
营运资金变动	-244	123	-72	-90
其他经营现金流	7	-66	9	-2
投资活动现金流	-503	-191	-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	9	0	0
筹资活动现金流	2049	-53	-74	-108
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	-63	-74	-108
现金净增加额	1661	131	1	68

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1133	1085	1411	1805
营业成本	641	661	831	1050
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	40	40	49	63
管理费用	78	90	92	117
财务费用	1	-42	-18	-8
资产减值损失	3	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0
营业利润	370	336	457	581
营业外收入	10	22	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	380	357	457	581
所得税	55	51	69	87
净利润	325	307	388	494
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	325	307	388	494
EBITDA	396	348	506	656
EPS (元)	0.77	0.49	0.62	0.78

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	38.7%	-4.2%	30.0%	27.9%
营业利润	41.9%	-9.2%	36.1%	27.2%
归属于母公司净利润	42.1%	-5.6%	26.6%	27.2%
获利能力				
毛利率	43.4%	39.1%	41.1%	41.8%
净利率	28.7%	28.3%	27.5%	27.4%
ROE	10.4%	9.2%	10.7%	12.3%
ROIC	22.6%	17.6%	21.4%	23.8%
偿债能力				
资产负债率	8.2%	5.2%	5.9%	6.6%
净负债比率	0.00%	5.52%	4.40%	3.51%
流动比率	10.25	12.82	10.75	9.34
速动比率	9.25	12.28	10.20	8.78
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.31	0.38	0.44
应收账款周转率	10.53	8.72	11.31	11.22
应付账款周转率	5.61	5.74	7.43	7.44
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.49	0.62	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.59	0.60	0.76
每股净资产(最新摊薄)	4.98	5.30	5.77	6.37
估值比率				
P/E	19.27	20.42	16.13	12.68
P/B	2.00	1.88	1.72	1.56
EV/EBITDA	11.35	12.91	8.88	6.85

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-09-17	恒立油缸 - 全球供应商目标清晰, 未来快速增长可期
2012-08-14	恒立油缸 - 超越行业增长凸显强大实力, 预计三季度迎来业绩拐点
2012-07-16	恒立油缸 - 预计中期业绩小幅下滑, 下半年将回升
2012-04-17	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
2012-03-20	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

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、能源装备、机械基础件和高端智能装备等子行业研究。

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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

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

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

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