



Research and
Development Center

首次覆盖：打造一流的液压系统集成供应商

—— 恒立油缸（601100.sh）深度报告

2012年11月30日

左志方
机械行业分析师

证券研究报告

公司研究——调研报告

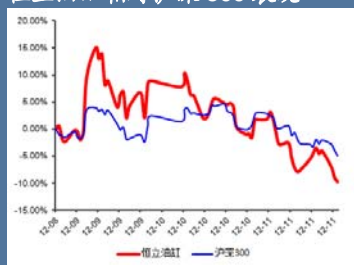
恒立油缸 (601100.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

左志方 机械行业分析师
 执业编号: S1500512070002
 联系电话: +86 10 63081269
 邮箱: zuozhifang@cindasc.com

恒立油缸相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-11-30)

收盘价(元)	8.99
52周内股价波动区间(元)	8.54-14.42
最近一月涨跌幅(%)	-10.06
总股本(亿股)	6.30
流通 A 股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	56.39

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院
 1 号楼 6 层 研究开发中心

邮编: 100031

首次覆盖: 打造一流的液压系统集成供应商

恒立油缸深度报告

2012 年 11 月 30 日

本期内容提要:

- ◆ **挖机销量 2013 年将温和复苏。**我们预计, 2013 年基础建设投资增速将继续回升, 而房地产投资下降的幅度有限。整体而言, 挖掘机主要下游行业的投资增量将探底回升, 进而拉动挖掘机的销量回升。另外, 大量的挖掘机生产线将在 2013 年之后投产, 产能的释放对油缸需求增加将起到很大的作用。
- ◆ **油缸销量弹性较高, 公司受益显著。**由于挖机企业有一定比例的油缸自给率, 因此油缸的销量弹性大于 1, 当挖机市场复苏时, 油缸企业的业绩弹性高于挖机企业。公司作为行业龙头, 将显著受益于挖机市场复苏。
- ◆ **非标油缸平滑公司的周期性。**非标油缸的市场相对分散, 公司产能释放之后有足够的精力开拓新的应用领域, 从船舶、盾构机向工业领域拓展, 可以在一定程度上降低公司对挖掘机油缸单一市场的依赖。
- ◆ **盈利预测及投资评级:**我们预计公司 12-14 年营业收入增长率分别为 4.35%、10%和 22.49%, EPS 分别为 0.48、0.50 和 0.60 元, 对应 2012 年 11 月 28 日股价 (8.95 元/股) 的 PE 分别为 19、18 和 15 倍, 首次覆盖给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险提示:**挖掘机销量继续下降; 挖掘机厂商大量自建油缸生产线。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	817.00	1,133.39	1,182.69	1,300.96	1,593.49
增长率 YoY %	96.40%	38.73%	4.35%	10.00%	22.49%
净利润(百万元)	228.73	324.91	303.57	317.37	378.27
增长率 YoY%	98.08%	42.05%	-6.57%	4.55%	19.19%
毛利率%	42.27%	43.40%	37.52%	37.52%	37.54%
净资产收益率 ROE%	57.74%	17.74%	9.38%	9.09%	9.85%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.52	0.48	0.50	0.60
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.51	0.62	0.80
市盈率 P/E(倍)	24.65	17.35	18.57	17.77	14.91
市净率 P/B(倍)	7.12	1.20	1.69	1.54	1.40

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 11 月 30 日收盘价

目录

投资聚焦	1
油缸领域的佼佼者	2
挖掘机市场 2013 年将温和复苏,油缸需求亦将探底回升	3
基建投资加快推动挖掘机市场 2013 年温和复苏	3
国产化进程在推进,大小挖机占比提高	5
油缸行业竞争格局初定,主机厂自建油缸生产线概率降低	6
油缸销量弹性较大	7
加入卡特彼勒、神钢的全球供应体系,开启国际化之路	9
高端非标油缸平滑挖机油缸的周期性	9
精密铸件将走进口替代之路	10
盈利预测与估值分析	10
基本假设和分产品盈利预测	10
估值与投资建议	11
风险提示	12

图目录

图 1: 2008-2011 年公司营业收入和净利润	2
图 2: 公司产品结构	2
图 3: 公司股权结构	2
图 4: 公司固定资产大幅增加	2
图 5: 挖掘机销量与 5 行业固定资产投资增量	3
图 6: 挖掘机销量增速与 5 行业固定资产投资增速	3
图 7: 挖掘机销量增量与 5 行业固定资产投资增量的增量	3
图 8: 国产挖掘机市场份额在逐步提升	5
图 9: 2011 年挖掘机市场份额	5
图 10: 挖掘机销量按吨位分布	6
图 11: 企业的引进方向	7
图 12: 企业经营方式选择	7
图 13: 公司油缸销量和全国挖掘机销量	8
图 14: 公司油缸销量弹性	8
图 15: 公司非标油缸收入增速	9
图 16: 非标油缸占比开始回升	9

表目录

表 1: 5 个行业固定资产投资增速假设	4
表 2: 5 行业固定资产投资额增速和增量预测	4
表 3: 部分主机厂油缸生产线情况	7
表 4: 部分企业规划的挖掘机产能和 2011 年实际销量	8
表 5: 分产品收入预测	11
表 6: 工程机械和相关零部件上市公司估值	12

投资聚焦

核心投资逻辑

2013 年挖掘机销量温和复苏，业绩高弹性提升公司业绩。受益于基础建设投资增速加快，挖掘机销量将在 2013 年温和复苏；另外，油缸销量弹性大于 1，公司作为油缸行业的龙头企业，将明显受益于挖机市场的需求回暖。

非标油缸减弱公司的周期性。公司非标油缸产能已经投放，而且公司正在不断开拓新的市场领域，非标油缸销量有望持续增长，进而降低了公司对挖机行业的过度依赖。

不同于市场的观点

关于 2013 挖机销量回升的预测。我们认为，2013 年基础建设投资增速将继续提高，而房地产投资增速也将小幅回落。整体而言，影响挖机销量的 5 大行业投资增量将高于 2012 年，进而拉动挖机的销量回升。

市场担心挖机企业可能会大规模自建油缸厂，我们认为此次工程机械行业的调整对产业界重新认识企业的边界有一定的启示作用，全产业链的经营模式所蕴含的风险、专业分工、企业的“规核化”将会被管理层更加重视。在挖机行业整体产能过剩的背景下，**挖机企业大规模自建油缸厂的概率将大大降低。**

估值区间和投资建议

合并上海立新的报表之后，我们预计公司 12-14 年营业收入增长率分别为 4.35%、10%和 22.49%，EPS 分别为 0.48、0.50 和 0.60 元，对比 A 股市场中工程机械和相关零部件上市公司的估值水平，给予 2013 年公司动态 PE 区间 18~25 倍，公司的价值区间为 9.00~12.50 元。首次覆盖给予公司“**增持**”评级。

投资机会催化剂

- 1、挖掘机销量触底反弹；
- 2、非标油缸销量增速超预期；

风险因素

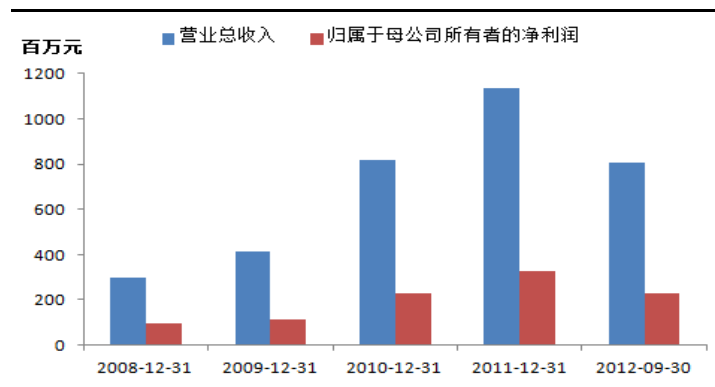
- 1、挖掘机销量继续下降；
- 2、卡特彼勒对公司的采购量低于预期；
- 3、挖掘机厂商大量自建油缸生产线。

油缸领域的佼佼者

公司主营产品是挖掘机专用油缸和其他重型装备非标准油缸，其中挖掘机油缸收入 2011 年占比达到 78.32%，是公司的主要收入和利润来源。受到国内挖掘机产销量快速增加的影响，公司收入和净利润 2008-2011 年复合增长率 56.48%，迅速成长为国内规模最大的、能够与东洋机电、凯迩比和小松液压等国外一流液压油缸厂商相媲美的企业。

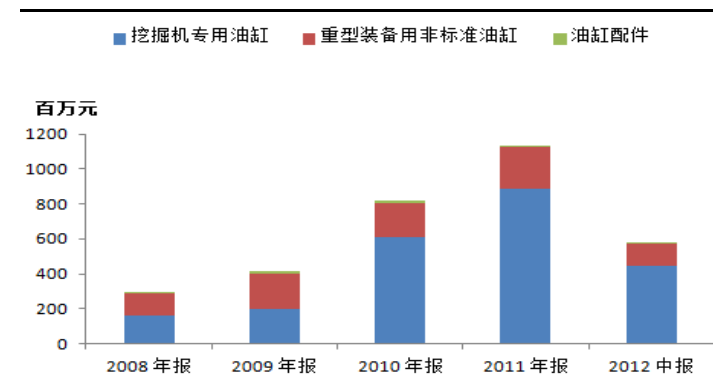
公司实际控制人汪立平和钱佩新夫妇及其子汪奇共同持有 72.10% 股权，核心高管间接持有公司 2.90% 的股权，股权集中度较高。公司上市之后，进行大规模的固定资产投资和技术改造，固定资产总额从 2010 年 1.25 亿元增加到 2011 年的 9.53 亿元，规划项目竣工之后，2014 年将超过 17 亿元，产能的扩大和技术能力的提升将推动公司成长为全球油缸行业的龙头企业。

图 1: 2008-2011 年公司营业收入和净利润



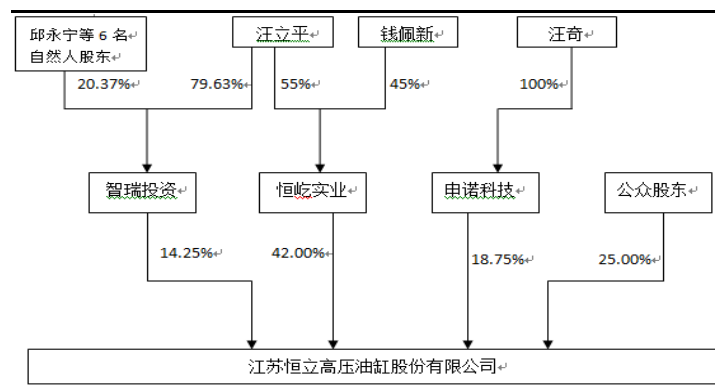
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 2: 公司产品结构



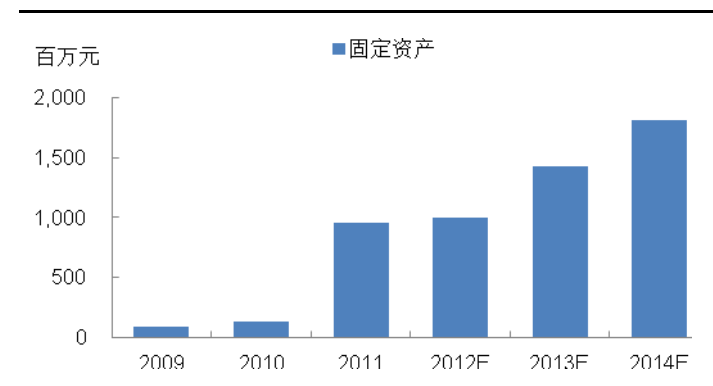
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 3: 公司股权结构



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 4: 公司固定资产大幅增加



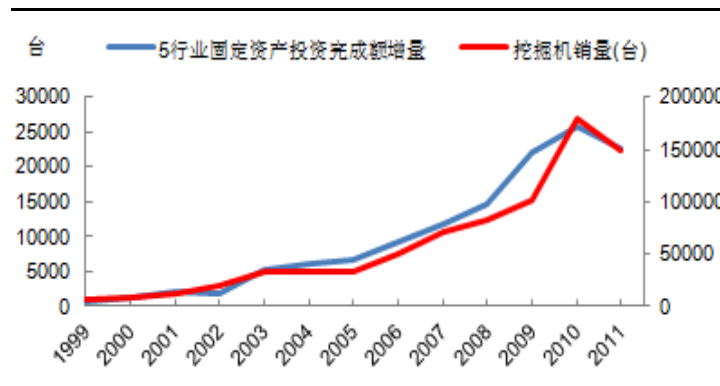
资料来源:公司公告,信达证券研发中心预测

挖掘机市场 2013 年将温和复苏,油缸需求亦将探底回升

基建投资加快推动挖掘机市场 2013 年温和复苏

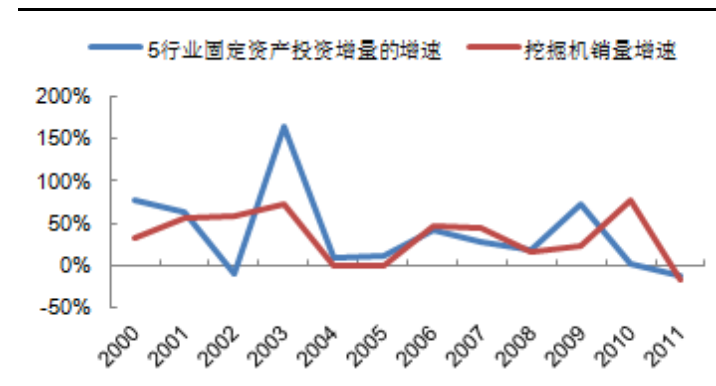
挖掘机下游需求来自房地产、水利、铁路公路、建筑和采矿等行业的固定资产投资。我们选择 5 个行业固定资产投资作为自变量：交通运输、仓储和邮政业，房地产业，水利、环境和公共设施管理业，建筑业，采矿业。1999-2011 年期间，挖掘机销量与 5 大行业固定资产投资的增量相关度很高；另外，从增速和增量数据来看，挖机销量的增量与 5 行业固定资产投资增量的增量相关性很高。因此，我们可以用 5 个行业固定资产投资增量的数据来预测挖掘机的销量。

图 5: 挖掘机销量与 5 行业固定资产投资增量



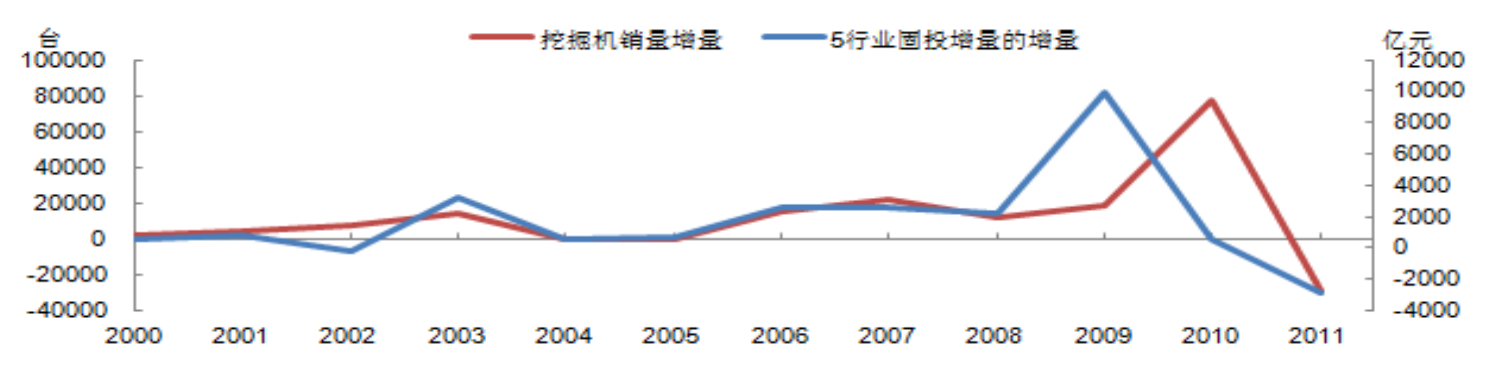
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6: 挖掘机销量增速与 5 行业固定资产投资增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7: 挖掘机销量增量与 5 行业固定资产投资增量的增量



资料来源: wind, 信达证券研发中心

注:协会统计 2011 年挖掘机销量 17.3 万台,我们估计经销商库存增量 2 万台左右,因此实际销量 15 万台。

为了预测 5 个行业未来 3 年的固定资产投资增速，我们采用情景分析法进行预测：分为乐观、中性和悲观三种情景。

乐观假设情景下：5 个行业的固定资产投资额增量 13、14 年为 2.76 万亿、3.22 万亿元，增速分别为 7.15%和 16.72%；

中性假设情景下：5 个行业的固定资产投资额增量 13、14 年为 1.84 万亿、2.07 万亿元，增幅分别为-5.11%和 11.85%；

悲观假设情景下：5 个行业的固定资产投资额增量 13、14 年为 1.01 万亿、1.08 万亿元，增幅分别为-34.27%和 7.16%。

我们认为，乐观和中性假设情景发生的可能性较大，即 2013 年下游 5 个行业固定资产投资增量将高于 2012 年的水平，2014 年投资增量增速将会有明显的提高。因此，我们预计 2013 年挖掘机市场将温和复苏，销量也将高于 2012 年的水平。

表 1: 5 个行业固定资产投资增速假设

		交通运输、仓储和邮政业	房地产业	水利、环境和公共设施管理业	建筑业	采矿业
乐观估计	2012 年	10%	20%	20%	20%	20%
	2013 年	15%	15%	20%	20%	20%
	2014 年	15%	15%	20%	20%	20%
中性估计	2012 年	8%	15%	15%	15%	15%
	2013 年	10%	10%	15%	15%	15%
	2014 年	10%	10%	15%	15%	15%
悲观估计	2012 年	0%	15%	10%	10%	10%
	2013 年	5%	5%	10%	10%	10%
	2014 年	5%	5%	10%	10%	10%

资料来源：信达证券研究开发中心预测

表 2: 5 行业固定资产投资额增速和增量预测

		5 行业投资总额	5 行业投资增速	5 行业增量投资额	5 行业增量的增量	5 行业增量投资额增速
乐观估计	2011 年	142544.22	19.00%	22757.96	-2824.10	-11.68%
	2012 年	168327.03	18.09%	25782.81	3024.86	13.29%
	2013 年	195952.03	16.41%	27625.00	1842.19	7.15%
	2014 年	228195.97	16.46%	32243.94	4618.94	16.72%
中性估计	2011 年	142544.22	19.00%	22757.96	-2824.10	-11.68%
	2012 年	162017.63	13.66%	19473.41	-3284.55	-14.43%
	2013 年	180496.34	11.41%	18478.71	-994.70	-5.11%
	2014 年	201164.46	11.45%	20668.12	2189.41	11.85%
悲观估计	2011 年	142544.22	19.00%	22757.96	-2824.10	-11.68%

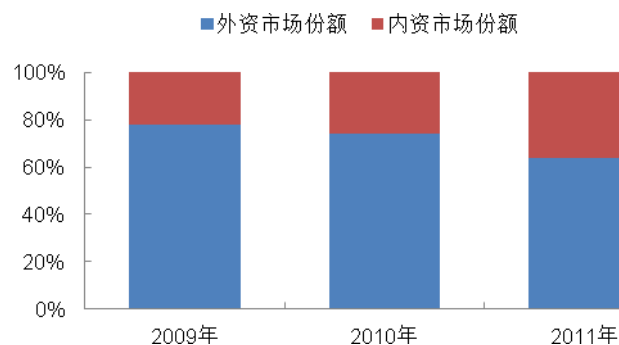
2012年	157856.85	10.74%	15312.63	-7445.32	-32.72%
2013年	167927.64	6.38%	10070.79	-5241.84	-34.23%
2014年	178719.77	6.43%	10792.13	721.33	7.16%

资料来源：信达证券研究开发中心预测

国产化进程在推进，大小挖机占比提高

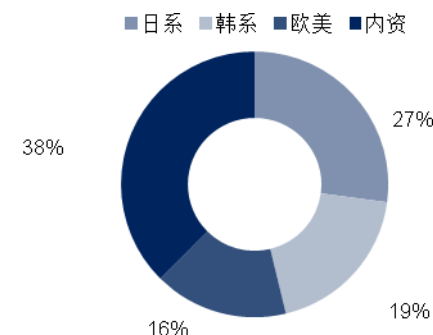
在工程机械中，挖掘机国内品牌市场占有率最低，但是纵向来比较国内企业的市场分额在逐步提高，2011年达到37.54%。前十大挖机厂商中，国内品牌仅有三一重工。我们预计，随着国内其他厂商挖掘机产能的逐步释放，例如柳工规划产能1.44万台、厦工规划产能2万台、临工规划2万台、山重建机规划产能2万台等，国产挖掘机依靠价格、渠道和服务优势，市场占有率将会逐渐提高。

图 8：国产挖掘机市场分额在逐步提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

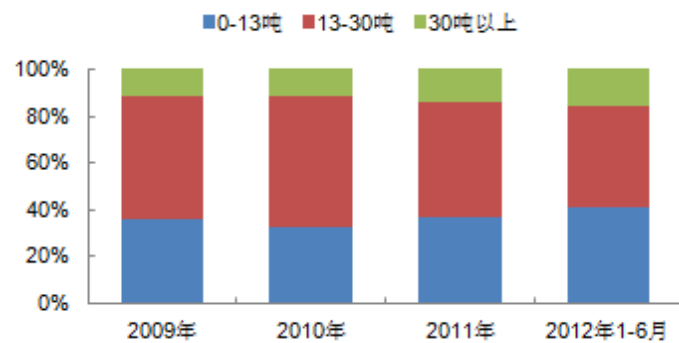
图 9：2011年挖掘机市场分额



资料来源：wind，信达证券研发中心

从挖掘机销售结构来看，大挖机和小挖机的占比提高，而中型挖掘机的比重下降，主要原因是大型项目数量增加以及城市公共建设投资增加所致，而房地产新开工项目投资增速的降低则影响了中挖的销售。对于2013年，由于铁路、水利等基础设施建设投资增加，小挖和大挖的比重将会继续提高，进而导致对小型油缸和大型油缸的需求相对增加。

图 10: 挖掘机销量按吨位分布



资料来源: wind, 信达证券研发中心

油缸行业竞争格局初定, 主机厂自建油缸生产线概率降低

经过长期的竞争, 国内油缸生产企业的竞争格局初定, 形成了以凯迩必(日本)、小松液压(日本)、东洋机电(韩国)和恒立油缸(中国)为主体的竞争格局, 我们估算 2011 年四家企业的市场占有率超过 70%, 还有约 30%是进口和主机厂自产。

从四家专业油缸生产企业来看, 产能扩张速度最快是恒立油缸, 规划产能增加超过 30 万只。东洋机电江阴公司投资 3000 万美元的 8 条油缸生产线 2011 年 5 月已经竣工, 规划年产 34.5 万件电液比例伺服元件, 预计油缸产能增加不超过 10 万只。凯迩必计划在镇江投资新建大型挖掘机油缸生产线, 预计规划产能 4.8 万根。整体而言, 东洋机电、凯迩比和恒立油缸的规划产能增加约 45 万只。按照 2010 年国内挖掘机销量 16.68 万台测算, 2011 国内油缸需求量约为 66.72 万只, 假设 30%进口, 国产 46.70 万只, 不考虑主机厂新建油缸生产线, 2012 年国内油缸产能约 90 万只, 整体产能利用率不足 50%。因此, 油缸行业的竞争格局已经初步稳定。

产能过剩重新定位企业的边界

除了油缸生产企业扩张产能之外, 市场最担心的是主机厂自建生产线对油缸的企业。但是, 从主要主机厂商的情况来看, 完全自给的厂商很少, 以卡特彼勒为例, 30%的油缸自产, 70%外购。另外, 挖掘机市场相对分散, 单个企业对油缸的需求量有限, 内部化的规模效应缺乏。对于主机厂而言, 核心竞争力不在于全产业链, 而在于品牌、服务、渠道和经营模式等。**值得注意的是: 工程机械行业产能过剩的压力已经显现, 经过此轮周期性调整, 全产业链模式的风险被大多数企业认知, 对于重大的资本支出计划将会比较谨慎, 专业化分工、外包协作将会被企业更加重视。**油缸价值占整机价值的比重约 3%, 而且技术性能要求较高, 批量生产的规模效应要求也较高, 外购是一个比较理性的选择。

图 11: 企业的引进方向



资料来源: 企业变革大趋势: 外包合作与网络化经营, 信达证券研发中心

图 12: 企业经营方式选择

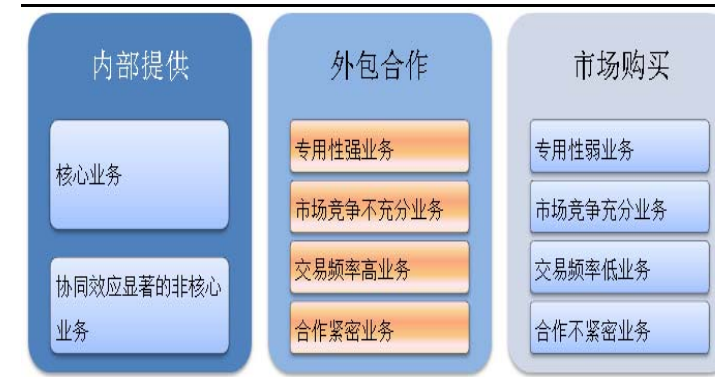


表 3: 部分主机厂油缸生产线情况

主机厂	油缸生产线情况
三一重工	娄底市中兴液压件有限公司, 在建 8 万台套挖掘机油缸生产线正在建设;
柳工	柳州柳工液压件有限公司, 投资 10.18 亿元的工程机械液压元件 59.3 万套 (件) 正在建设, 油缸产能不清楚;
玉柴	外购
小松	小松 (山东) 液压事业部负责生产
日立建机	外购, KYB 供应
现代	现代液压
龙工	海克力斯 (上海) 液压机械有限公司, 油缸产能 20 万根米。龙工 (福建) 液压有限公司, 日产能 1000 根米。
厦工	外购 (东洋机电)
山东临工	外购
力士德	外购
中联重科	油缸 30 万只产能(包括起重机、混凝土机械用油缸)
徐工机械	徐州徐工液压件有限公司具备油缸生产能力(可年产工作压力 16MPa ~ 80MPa 的液压缸 45 万米,新增 25 万米生产能力,共 70 万米)

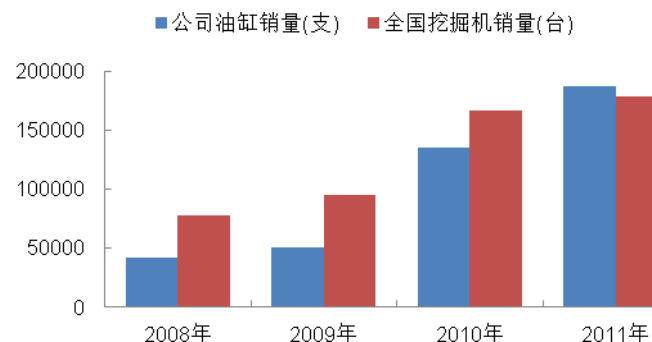
资料来源: 信达证券研发中心整理

油缸销量弹性较大

由于挖掘机企业部分油缸自产, 从逻辑上而言, 当油缸需求量大于挖机企业的自产量之后, 油缸的销量弹性将大于 1。根据我们的测算, 假设挖机企业的油缸自产量 20%, 油缸销量相对于挖机销量的弹性为 1.39。从公司 2008-2011 年油缸的销量来看, 当公司产能扩张之后 (2010-2011 年), 油缸销量弹性明显大于 1。我们认为, 全国挖掘机销量触底反弹之后, 公司的业绩弹性亦将大于挖掘机企业。另一方面, 根据我们整理的国内主要挖掘机生产企业的规划产能和实际产量数据, 不包括卡特比勒,

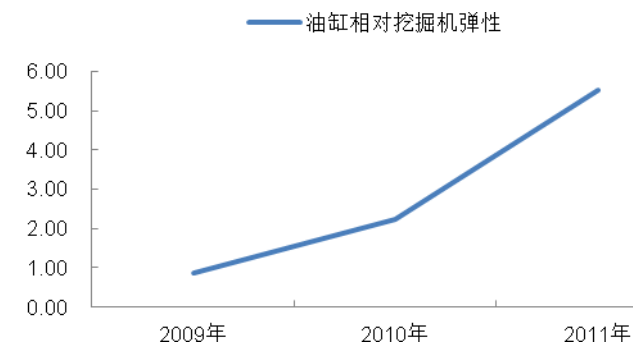
小松、现代、沃尔沃等企业，17家企业的规划产能是46万台，2011年销量11.28万台。2013年之后，大量新建成的挖掘机项目将逐渐投产，产能的过度释放虽然会导致挖掘机市场竞争激烈，但是会提升油缸需求量。

图 13: 公司油缸销量和全国挖掘机销量



资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

图 14: 公司油缸销量弹性



资料来源: 信达证券研发中心

表 4: 部分企业规划的挖掘机产能和 2011 年实际销量

公司	挖掘机规划产能(台)	2011 年销量(台)
斗山	23400	16778
柳工	17000	7438
日立建机	60000	15282
熔盛机械	30000	1133
山东力士德	10000	2858
三一重工	80000	20613
山东临工	20000	3517
山重建机	20000	5636
山河智能	10000	5008
神钢	20000	12965
厦工	15000	4253
徐挖	30000	413
玉柴	15000	9890
中联重科	50000	1873
中国龙工	38000	5153
普什重机	10000	--

久保田	12000	--
合计	460400	112810

数据来源:信达证券研发中心整理

加入卡特彼勒、神钢的全球供应体系，开启国际化之路

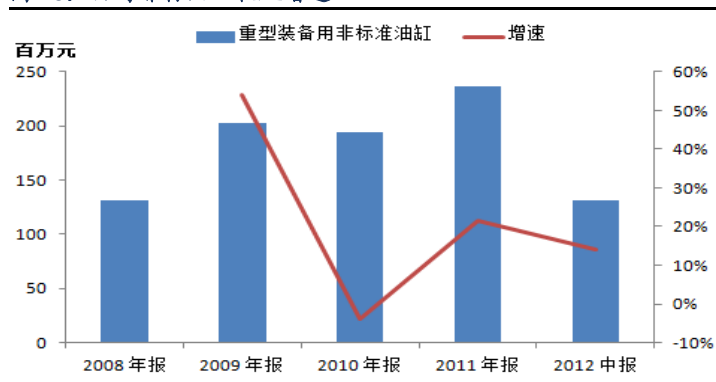
公司 2011 年募投项目新增挖机油缸产能 20 万只，2012 年技改项目新增产能 12 万只，完全达产后产能计划产能达 32 万只，实际产量能达 40 万只。根据 2011 年公司挖掘机专用油缸销量 18.71 万只，全国挖掘机销量 17.84 万台测算（每台需求 4 只油缸），公司市场占有率达到 26.23%。为了消化未来的产能，公司将通过提高市场占有率、进入卡特彼勒、神钢等企业的全球供应体系，从而获得快速增长。

目前，公司已经进入了卡特彼勒的全球供应体系，将新增 2 条生产线，专门为卡特彼勒生产中小型油缸，今年预计供给 2 万只；另外，公司与神钢的合作进展顺利，供给量预计在 1 万只左右。我们认为公司能够进入卡特彼勒的全球供应体系，表明公司的技术实力、生产工艺和产品质量已经达到国际一流水平，对于公司进入全球其他挖掘机厂商的供应体系非常有利。

高端非标油缸平滑挖机油缸的周期性

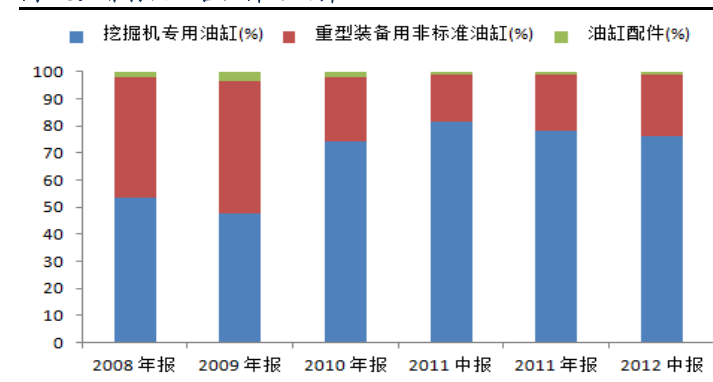
公司的重型装备用高压油缸主要用在旋挖钻机、大型桥梁施工设备、隧道盾构机、船舶海洋工程设备及港口机械、冶金设备用、风力发电设备用等，下游需求非常广泛，因此非标油缸的需求与制造业景气度、固定资产投资增速相关度比较高。对于普通非标油缸而言，国内生产企业很多，竞争激烈；但是，对于高端非标油缸而言，竞争相对缓和。公司投资 2.75 亿元建设年产 5 万只重型装备用非标准油缸项目，整体产能将提高到 8 万只。借助公司品牌、技术实力、资金和规模优势，公司将投入更多的精力拓展非标油缸市场，进而平滑挖机油缸的强周期性。2012 年前三季度，公司非标油缸销量 2.84 万条，收入 2.1 亿元左右，同比增长约 30%。目前，非标油缸的主要订单来自于船舶、盾构机等市场，未来将向其他领域拓展。

图 15: 公司非标油缸收入增速



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 非标油缸占比开始回升



精密铸件将走进口替代之路

我国工程机械产销量已经位居全球第一，但是关键部件，例如液压件、发动机、电控系统主要依赖国外进口，而且液压件的制造瓶颈在于高精密铸件的制造，因此高精密液压铸件被列为工程机械“十二五”规划的重点鼓励类项目，大型主机厂也在重点攻克。因此，高精密铸件的进口替代空间巨大，仅2011年我国进口内燃机零件的金额就达到40.35亿美元。

公司计划投资5.94亿元，通过引进人员、技术和设备，投产后将形成7000吨端盖、导向套等油缸铸件，6000吨多路阀块和12000吨泵、马达壳体铸件的生产能力，预计2013年试生产，高精密铸件有望成为是公司未来发展的突破口。

公司投资1.26亿元收购上海立新60%的股权，拓展工业阀市场。上海立新液压有限公司、北京华德液压工业集团和山西榆次液压有限公司是国内领先的阀制造企业，上海立新主要目标市场是工业阀领域。2010、2011、2012年1-5月的销售收入分别为2.01、1.84和0.82亿元，归属母公司净利润分别为2611万元、2762万元和217万元。2012年1-5月份，上海立新大幅计提管理费用，导致净利润较低。从公司投资工程机械精密铸件生产线、收购上海立新进入工业阀领域两个动作来看，公司正在向液压系统集成供应商的战略目标前进。

盈利预测与估值分析

基本假设和分产品盈利预测

- 1、挖掘机销量2013年小幅增长；
- 2、卡特彼勒和神钢对公司的采购量保持稳定；
- 3、非标油缸的销量稳定增长；
- 4、2012年开始对上海立新并入合并报表；
- 5、不考虑铸件的利润贡献。

表 5: 分产品收入预测

		2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
挖掘机油缸	收入 (百万元)	608.09	887.01	703.68	774.04	928.85
	毛利率%	42.94	43.75	38.00	38.00	38.00
非标油缸	收入 (百万元)	194.52	236.38	283.67	312.03	405.64
	毛利率%	41.18	42.52	39.00	39.00	39.00
油缸配件	收入 (百万元)	13.94	9.14	10.06	11.06	14.38
	毛利率%	26.6	27.04	27.00	27.00	27.00
其他	收入 (百万元)	--	--	184.42	202.86	243.43
	毛利率%	--	--	34.00	34.00	34.00
合计	收入 (百万元)	816.56	1132.55	1181.82	1300.00	1592.31
	增长率%	96.35	38.70	4.35%	10.00%	22.49%
	毛利率%	42.24	43.36	37.52%	37.52%	37.54%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测, 上海立新收入列入其他项。

估值与投资建议

我们预计公司 12-14 年营业收入增长率分别为 4.35%、10%和 22.49%，EPS 分别为 0.48、0.50 和 0.60 元，对比 A 股市场中工程机械和相关零部件上市公司的估值水平，给予 2013 年公司动态 PE 区间 18~25 倍，公司的价值区间为 9.00~12.50 元。首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 6: 工程机械和相关零部件上市公司估值

简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	ROE (%)
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	2011A	
中联重科	7.95	612.62	1.05	1.18	1.33	8	7	6	1.7	18.34
徐工机械	10.06	207.51	1.64	1.32	1.57	6	8	6	1.4	12.40
柳工	8.15	91.71	1.17	0.34	0.50	7	24	16	1.0	3.55
山推股份	3.94	44.87	0.42	-0.01	0.12	9	0	33	1.0	-0.32
山河智能	6.06	24.93	0.48	0.26	0.36	13	23	17	1.4	1.33
三一重工	8.15	618.89	1.14	0.88	1.00	7	9	8	3.1	27.52
安徽合力	7.82	40.20	0.75	0.70	0.83	10	11	9	1.5	9.38
厦工股份	5.80	46.34	0.74	0.44	0.21	8	13	28	1.2	9.09
轴研科技	8.20	22.85	0.30	0.25	0.31	27	33	26	3.8	5.43
宝鼎重工	8.67	13.01	0.50	0.51	0.66	17	17	13	1.6	4.66
中航重机	6.55	50.96	0.19	0.32	0.35	34	20	19	1.7	7.24
恒立油缸	8.95	56.39	0.52	0.49	0.62	17	18	15	1.8	7.16
均值						14	17	16	2	8.97
恒立油缸 (信达预测)			0.52	0.48	0.50	17	19	18		

资料来源: wind 一致预期, 信达证券研发中心

风险提示

- 1、挖掘机销量继续下降;
- 2、卡特彼勒对公司的采购量低于预期;
- 3、挖掘机厂商大量自建油缸生产线。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	456.02	2,377.57	2,219.67	2,175.66	2,647.33
现金	106.01	1,766.78	1,542.70	1,470.97	1,786.53
应收账款	59.16	124.19	177.40	156.12	191.22
其它应收款	74.80	133.37	123.72	136.10	166.70
预付账款	146.85	113.10	180.18	198.19	242.68
存货	68.04	230.53	186.08	204.68	250.62
其他	1.15	9.59	9.59	9.59	9.59
非流动资产	494.75	1,036.46	1,438.98	1,833.02	1,810.69
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	125.46	953.66	989.16	1,390.91	1,742.17
无形资产	70.56	69.25	66.40	63.54	60.68
其他	298.73	13.55	383.42	378.56	7.83
资产总计	950.76	3,414.03	3,658.66	4,008.67	4,458.02
流动负债	227.29	232.06	270.97	296.14	358.31
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	97.75	131.08	152.07	167.28	204.82
其他	79.54	100.97	118.90	128.86	153.49
非流动负债	195.44	46.53	46.53	46.53	46.53
长期借款	158.16	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.28	46.53	46.53	46.53	46.53
负债合计	422.73	278.59	317.50	342.67	404.84
少数股东权益	0.00	0.00	7.15	14.62	23.52
归属母公司股东权益	528.04	3,135.44	3,334.01	3,651.38	4,029.66
负债和股东权益	950.76	3414.03	3658.66	4008.67	4458.02

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	817.00	1,133.39	1,182.69	1,300.96	1,593.49
同比	96.40%	38.73%	4.35%	10.00%	22.49%
归属母公司净利润	228.73	324.91	303.57	317.37	378.27
同比	98.08%	42.05%	-6.57%	4.55%	19.19%
毛利率	42.27%	43.40%	37.52%	37.52%	37.54%
ROE	57.74%	17.74%	9.38%	9.09%	9.85%
每股收益(元)	0.36	0.52	0.48	0.50	0.60
P/E	24.65	17.35	18.57	17.77	14.91
P/B	7.12	1.20	1.69	1.54	1.40
EV/EBITDA	11.20	9.32	13.67	12.81	10.59

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	817.00	1,133.39	1,182.69	1,300.96	1,593.49
营业成本	471.62	641.48	738.92	812.81	995.23
营业税金及附加	0.49	0.66	0.70	0.76	0.94
营业费用	29.64	39.59	42.11	45.88	56.47
管理费用	53.60	78.11	94.62	104.08	127.48
财务费用	-0.69	0.57	-43.77	-38.13	-36.24
资产减值损失	1.77	3.17	2.93	3.23	3.95
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	260.58	369.80	347.19	372.33	445.66
营业外收入	0.16	10.03	18.51	10.00	10.00
营业外支出	0.16	0.15	0.16	0.16	0.15
利润总额	260.58	379.67	365.55	382.17	455.50
所得税	31.85	54.76	54.83	57.33	68.33
净利润	228.73	324.91	310.71	324.84	387.18
少数股东损益	0.00	0.00	7.15	7.47	8.91
归属母公司净利润	228.73	324.91	303.57	317.37	378.27
EBITDA	270.35	403.27	412.37	440.30	532.24
EPS (加权平均)	1.00	0.88	0.58	0.50	0.60

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	207.50	114.75	329.82	379.96	369.37
净利润	228.73	324.91	310.71	324.84	387.18
折旧摊销	10.60	25.82	46.82	58.13	76.73
财务费用	-0.83	-2.23	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-38.62	-243.89	-30.21	-5.77	-97.91
其它	7.62	10.13	2.50	2.75	3.37
投资活动现金流	-394.27	-503.04	-448.91	-451.69	-53.81
资本支出	-394.76	-506.52	-448.91	-451.69	-53.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.49	3.48	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	235.56	2,049.08	-105.00	0.00	0.00
吸收投资	99.13	2,332.49	0.00	0.00	0.00
借款	208.16	-208.16	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	70.94	69.72	105.00	0.00	0.00
现金净增加额	49.67	1660.77	-224.08	-71.73	315.55

分析师简介

左志方，中国人民大学经济学博士，对经济周期、资产定价理论有深入的研究。2010年加盟信达证券，从事机械行业研究。

机械行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
郑煤机	601717	山东矿机	002526	长荣股份	300195	杭氧股份	002430
陕鼓动力	601369	杰瑞股份	002353	杭齿前进	601177	利君股份	002651
康力电梯	002367	黄海机械	002680	杭锅股份	002534	惠博普	002554
天壕节能	000157						

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有：股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。