

中航证券金融研究所
 于静 证券执业证书号: S0640511110001
 研究助理: 严凯 S0640111120011
 电话: 010-64818450、64818471
 邮箱: yuj5159@hotmail.com
 yankaidg@hotmail.com

恒立油缸 (601100) 年报点评 : 业绩符合预期, 未来看新产品

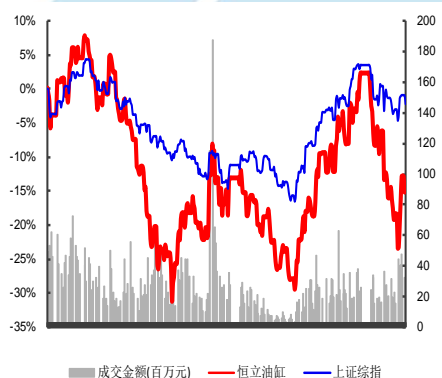
行业分类: 机械设备

2013年3月26日

公司投资评级	持有
6-12个月目标价	
当前股价 (13.03.26)	10.68

基础数据	
上证指数	2,297.67
总股本 (亿)	6.30
流通 A 股 (亿)	1.58
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	67.28
每股净资产 (元)	5.25
ROE (2012)	8.54%
资产负债率	11.06%
动态市盈率	24.45
市净率	2.03

近一年公司与上证综指走势对比



资料来源: wind

事件概述: 2012 年公司实现营业收入和净利润分别为 10.45 亿元和 2.75 亿元, 同比分别下滑 7.79% 和 15.29%, 实现摊薄每股收益 0.44 元。分配预案: 每 10 股派息 1.53 元 (含税)。

投资要点:

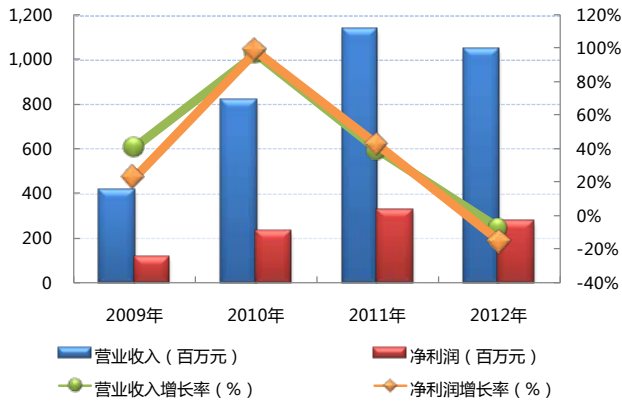
- **挖掘机行业低迷导致公司业绩下滑, 但表现优于行业。** 受 2012 年宏观经济下滑和投资增速的放缓影响, 挖掘机行业持续低迷。2012 年, 公司挖掘机油缸销量为 156227 只, 同比下滑 15.6%。公司 2012 年国产挖掘机市场份额为 45.8%, 上升了约 4.9 个百分点, 市场份额进一步上升, 弱市中表现远优于行业。
- **凭借自身技术优势和优良售后服务, 进入多家著名企业采购体系。** 公司 2012 年成功突破对卡特彼勒的全球采购体系, 同时也进入神钢、久保田、洋马、加藤、日立和沃尔沃等品牌的供应体系, 为进一步扩展市场份额夯实基础, 与此同时国内企业市占率也进一步提高。
- **折旧摊销及人工等固定成本上升, 盈利能力下降。** 挖掘机专用油缸毛利率下降 3.2 个百分点, 降至 40.6%; 而重型非标油缸业务毛利率下降 8.1 个百分点, 降至 34.4%。主要原因: 1、在营业收入下滑同时, 新增折旧摊销及人工等固定成本上升, 侵蚀公司毛利。2、下游小挖机销量占比上升, 导致产品结构变化。公司 2012 年综合毛利率与管理费用率上升导致公司净利润率下降 2.4 个百分点至 26.3%。我们预计随着 2013 年经济复苏和挖掘机需求的企稳, 公司的产能利用率有望小幅增长, 综合毛利率有望企稳。
- **新产品试生产, 未来发展可能超预期。** 公司定位为液压元件系统的供应商, 泵阀等新产品的研发工作正在稳步推进, 将于 13 年进行样品试生产。泵阀等产品的市场容量大, 新产品如果研发成功将打开公司未来成长空间。
- **给予公司“持有”评级:** 我们预测 2013-2015 年 EPS 分别为 0.52 元、0.64 元、0.73 元, 基于公司相对较高成长率, 给予 2013 年 22 倍 PE 估值, 目标价 11.44 元, “持有”评级。
- **风险因素:** 房地产、基建投资下滑, 公司新产品及募投项目进展不及预期。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

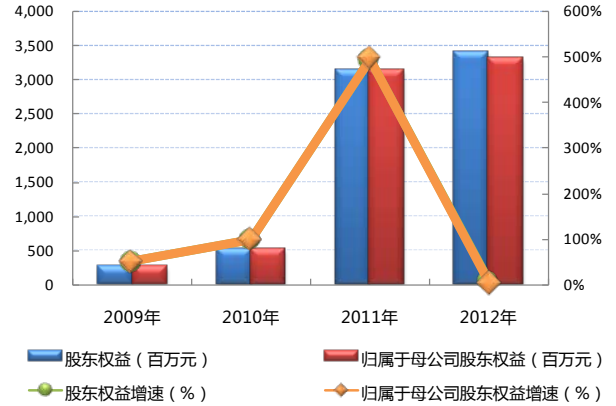
联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

图 1: 过往四年收入和净利润及增速



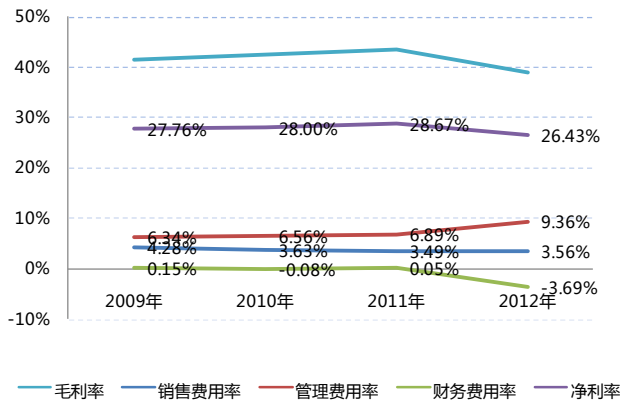
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 2: 过往四年股东权益及增速



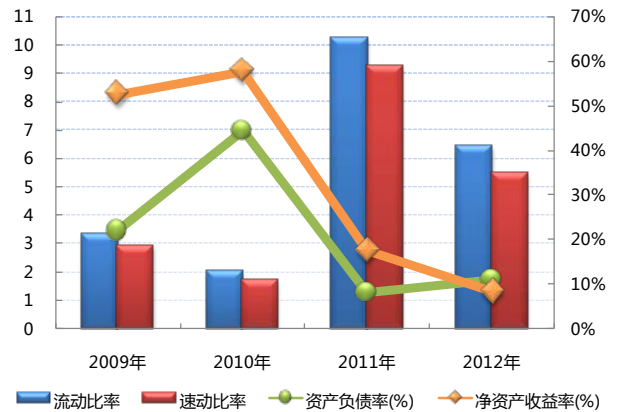
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 3: 过往四年毛利率、期间费用率和净利率



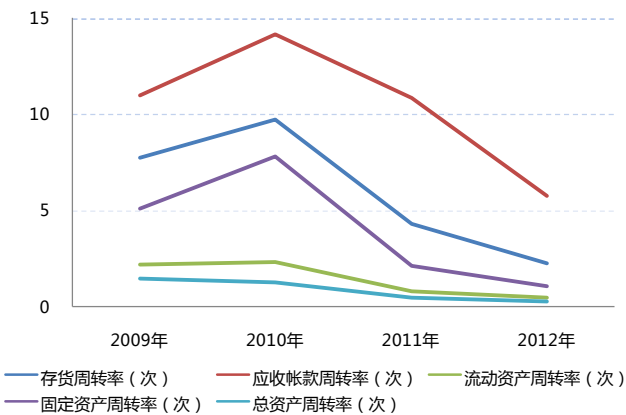
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 4: 过往四年偿债能力和 ROE



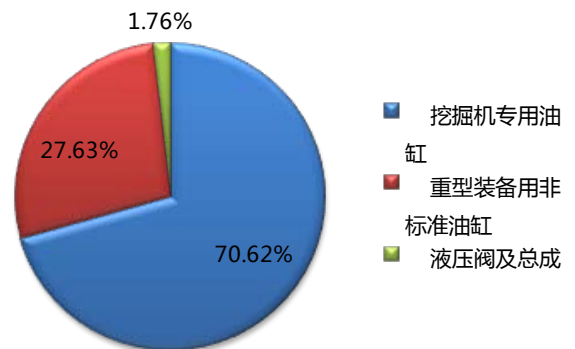
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 5: 过往四年营运能力



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 6: 2012 年公司主营业务构成



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 7：过往三年和未来三年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	817.00	1133.39	1045.15	1306.43	1541.59	1788.24
增长率(%)	96.40%	38.73%	-7.79%	25.00%	18.00%	16.00%
归属母公司股东净利润	228.73	324.91	275.23	326.98	401.81	457.34
增长率(%)	98.08%	42.05%	-15.29%	18.80%	22.88%	13.82%
每股收益(EPS)	0.363	0.516	0.437	0.519	0.638	0.726
每股股利(DPS)	0.111	0.079	0.167	0.146	0.179	0.204
每股经营现金流	0.327	0.186	0.384	1.315	0.105	1.473
销售毛利率	42.27%	43.40%	38.84%	40.10%	41.20%	40.50%
销售净利率	28.00%	28.67%	26.43%	25.12%	26.16%	25.67%
净资产收益率(ROE)	43.32%	10.36%	8.32%	9.23%	10.49%	10.99%
投入资本回报率(ROIC)	99.34%	50.33%	16.12%	14.05%	23.14%	22.06%
市盈率(P/E)	29.42	20.71	24.45	20.58	16.75	14.71
市净率(P/B)	12.74	2.15	2.03	1.90	1.76	1.62
股息率(分红/股价)	0.010	0.007	0.016	0.014	0.017	0.019

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图 8: 过往三年和未来三年公司财务报表预测

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	817.00	1133.39	1045.15	1306.43	1541.59	1788.24
减: 营业成本	471.62	641.48	639.19	782.55	906.46	1064.01
营业税金及附加	0.49	0.66	5.48	6.85	8.08	9.37
营业费用	29.64	39.59	37.18	46.48	54.85	63.62
管理费用	53.60	78.11	97.87	122.34	144.36	167.46
财务费用	-0.69	0.57	-38.59	-37.87	-46.59	-56.22
资产减值损失	1.77	3.17	3.04	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	3.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	260.58	369.80	304.20	386.08	474.44	540.00
加: 其他非经营损益	0.00	9.88	18.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	260.58	379.67	322.30	386.08	474.44	540.00
减: 所得税	31.85	54.76	46.07	57.91	71.17	81.00
净利润	228.73	324.91	276.23	328.17	403.27	459.00
减: 少数股东损益	0.00	0.00	1.00	1.19	1.46	1.66
归属母公司股东净利润	228.73	324.91	275.23	326.98	401.81	457.34
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	118.15	1749.79	1295.91	2070.41	2070.71	2926.41
应收和预付款项	281.96	372.29	440.60	340.54	574.58	491.85
存货	68.04	230.53	332.73	-45.12	378.27	12.78
其他流动资产	0.00	0.00	104.00	104.00	104.00	104.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	423.67	964.74	1440.00	1280.13	1120.26	960.38
无形资产和开发支出	70.56	69.25	150.12	134.19	118.27	102.35
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	962.38	3386.61	3763.36	3884.15	4366.09	4597.77
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	188.90	204.63	293.44	177.77	369.14	270.09
长期借款	158.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	37.28	46.53	77.21	77.21	77.21	77.21
负债合计	434.34	251.17	370.65	254.98	446.35	347.30
股本	315.00	420.00	630.00	630.00	630.00	630.00
资本公积	65.93	2293.43	2083.43	2083.43	2083.43	2083.43
留存收益	147.11	422.02	593.05	828.32	1117.43	1446.49
归属母公司股东权益	528.04	3135.44	3306.47	3541.74	3830.85	4159.92
少数股东权益	0.00	0.00	86.24	87.43	88.89	90.55
股东权益合计	528.04	3135.44	3392.71	3629.17	3919.74	4250.47
负债和股东权益合计	962.38	3386.61	3763.36	3884.15	4366.09	4597.77
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	206.28	116.92	241.89	828.34	66.41	927.75
投资性现金净流量	-394.27	-503.04	-564.21	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	235.56	2049.08	-106.05	-53.84	-66.11	-72.06
现金流量净额	48.45	1662.94	-428.53	774.50	0.30	855.70

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

于静, SAC 执业证书号: S0640511110001, 金融学硕士, 从事机械军工行业研究, 秉承价值投资理念。

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, 本报告清晰、准确地反映了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:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。