

机械基础件

署名人: 欧阳俊

S0960512080005

0755-82026721

ouyangjun@china-invs.cn

恒立油缸

601100

强烈推荐

下游需求依然较弱，泵阀项目值得期待

公司公布13年一季度报：报告期内实现营业收入3.10亿(+8.87%)，营业利润0.75亿元(-23.85%)，归属于上市公司净利润0.68亿(-19.36%)；其中母公司实现营收2.73亿元(-4.41%)，净利润0.63亿(-25.35%)。营收基本符合预期(+10%+15%)，但费用增加较多导致净利润增速低于我们预期(-10%-0%)。

投资要点：

- **下游需求复苏力度较弱，业绩表现平淡。** 母公司一季度实现营收2.73亿(-4.41%)。分业务来看：①挖掘机油缸销量预计接近5.3万条(-8%)，实现营收2.2亿左右(-4%)，表现持续优于行业(-25%)，一方面源于公司给外资供货有增量(约1500万)，另一方面与油缸厂商和主机厂商销售不同步有关。②特种油缸销量预计0.9万条，实现销售收入0.5亿，与去年同期基本持平。
- **处于投资期，盈利压力较大。** 一季度母公司毛利率为36.34%(并表为37.14%)，较去年同期下降约4.1个百分点，我们判断主要与人力成本和折旧增加、及部分研发开支计入成本有关。三项费用率11.22%(并表为12.56%)，较上年同期增加6.3个百分点，主要因管理费用增加和利息收入减少所致。净利率为23.12%(并表为21.94%)，下降6.5个百分点。
- **泵阀项目前景值得期待。** 公司拟设立常州立新，分期投资15亿元，逐步建成液压泵阀生产基地；预计2015年开始批量生产，2017年全面达产；全部达产后预期正常年营业收入16.15亿元(12年1.54倍)，年利润总额为5.72亿元(12年的1.78倍)。我们判断公司泵阀业务有可能复制油缸业务的成功路径，前景值得期待。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。** 我们暂维持盈利预测不变：13-15年每股收益分别为0.54、0.68、0.87元。目前股价对应13年PE20.68倍，具有较好的安全边际，短期股价刺激因素是国内挖掘机行业销量超预期；中长期来看，若泵阀量产，将打开公司长期成长空间。目前正是中长期投资者布局良机，维持强烈推荐！
- **风险提示：** 国内挖掘机行业销量低于预期、竞争加剧导致毛利率下降、泵阀研制不达预期

6-12个月目标价： 14.00元

当前股价： 11.08元

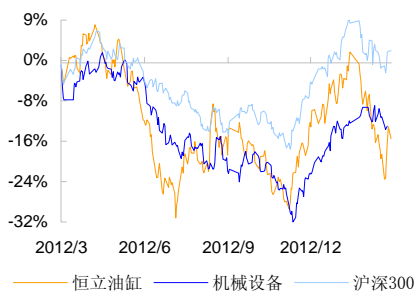
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2177.91
总股本(百万)	630
流通股本(百万)	157
流通市值(亿)	17
EPS	0.44
每股净资产(元)	5.25
资产负债率	11.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒立油缸	-7.55	4.26	2.04
机械设备	-3.67	14.40	4.31
沪深300	0.64	9.74	17.95



相关报告

- 恒立油缸 - 超越行业表现凸显竞争力，泵阀项目加速推进 2013-3-25
- 恒立油缸 - 外资品牌供货是亮点，预计明年业绩重回高增长 2012-10-30
- 恒立油缸 - 全球供应商目标清晰，未来快速增长可期 2012-09-17

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1045	1329	1720	2187
收入同比(%)	-8%	27%	29%	27%
归属母公司净利润	275	337	430	549
净利润同比(%)	-15%	23%	27%	28%
毛利率(%)	38.8%	39.0%	39.2%	39.4%
ROE(%)	8.3%	9.3%	10.8%	12.5%
每股收益(元)	0.44	0.54	0.68	0.87
P/E	25.36	20.68	16.23	12.72
P/B	2.11	1.97	1.80	1.62
EV/EBITDA	16.65	13.36	10.21	7.99

资料来源：中投证券研究所

附：公司财务数据分析图

图 1：公司营业收入单季度同比增速

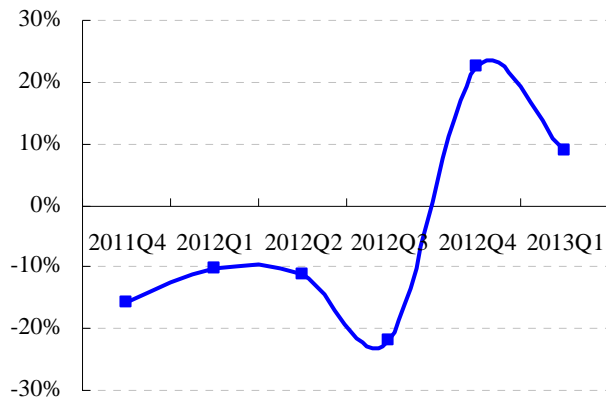
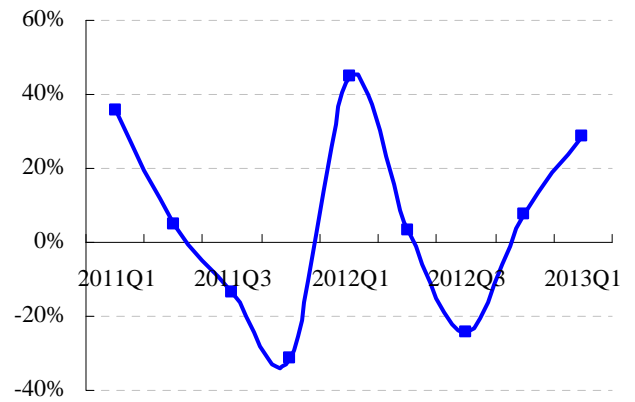


图 2：公司营业收入单季度环比增速



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

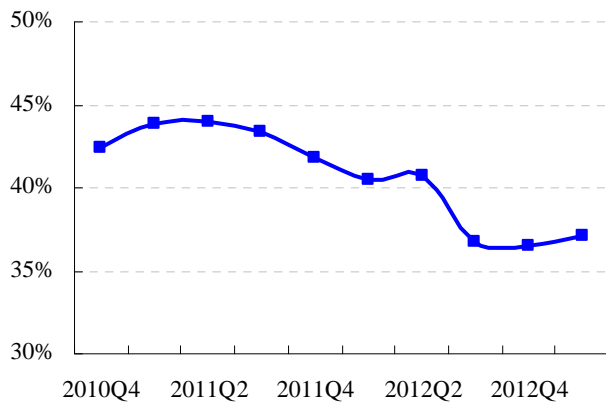
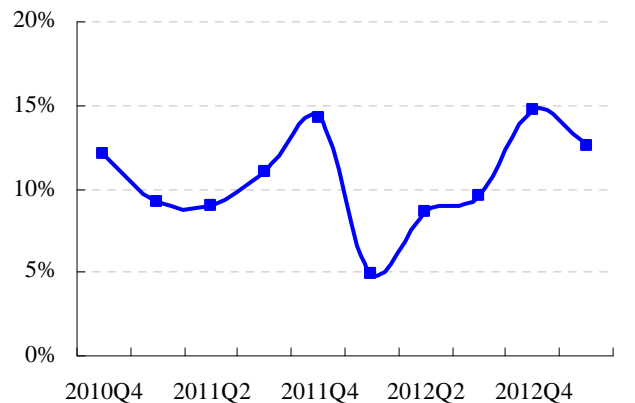


图 4：公司单季度三项费用率



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

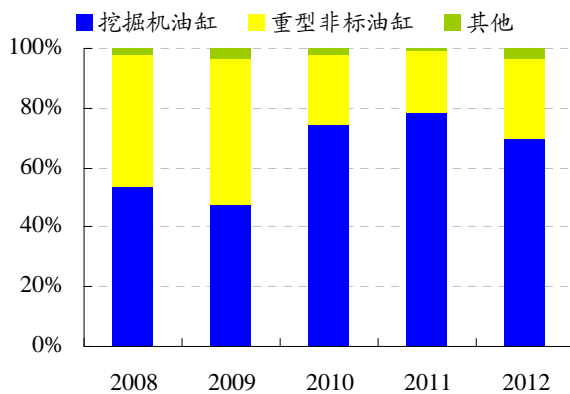
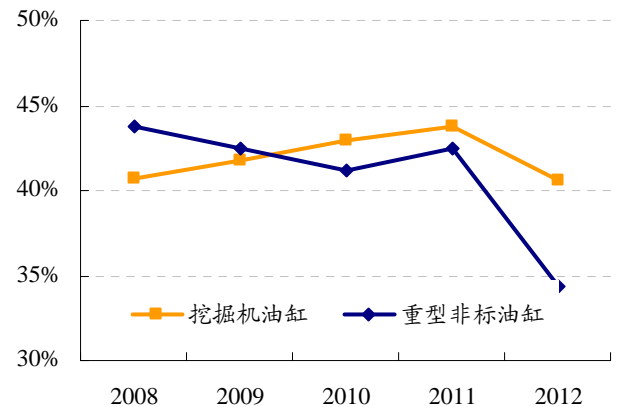


图 6：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2215	2213	2402	2698	营业收入	1045	1329	1720	2187
现金	1335	1689	1727	1841	营业成本	639	811	1046	1325
应收账款	228	133	172	219	营业税金及附加	5	7	9	11
其它应收款	4	13	17	22	营业费用	37	47	58	72
预付账款	93	162	209	265	管理费用	98	93	117	142
存货	333	122	157	199	财务费用	-39	-18	-10	-5
其他	223	93	120	153	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	1599	1741	1946	2148	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	1	1	1
固定资产	1025	1578	1795	1999	营业利润	304	388	498	639
无形资产	150	148	145	142	营业外收入	19	15	15	15
其他	424	15	5	7	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3815	3954	4348	4846	利润总额	322	403	513	654
流动负债	345	218	278	349	所得税	46	60	77	98
短期借款	0	10	10	10	净利润	276	342	436	556
应付账款	219	122	157	199	少数股东损益	1	5	6	7
其他	125	87	111	140	归属母公司净利润	275	337	430	549
非流动负债	77	0	0	0	EBITDA	344	434	574	734
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.54	0.68	0.87
其他	77	0	0	0					
负债合计	422	218	278	349					
少数股东权益	86	91	97	104	主要财务比率				
股本	630	630	630	630	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	2083	2083	2083	2083	成长能力				
留存收益	592	930	1259	1679	营业收入	-7.8%	27.2%	29.4%	27.1%
归属母公司股东权益	3306	3644	3973	4393	营业利润	-17.7%	27.5%	28.5%	28.3%
负债和股东权益	3815	3954	4348	4846	归属于母公司净利润	-15.3%	22.6%	27.5%	27.6%
					获利能力				
					毛利率	38.8%	39.0%	39.2%	39.4%
					净利率	26.3%	25.4%	25.0%	25.1%
					ROE	8.3%	9.3%	10.8%	12.5%
					ROIC	10.7%	15.4%	17.7%	20.3%
					偿债能力				
					资产负债率	11.1%	5.5%	6.4%	7.2%
					净负债比率	0.00%	4.58%	3.60%	2.87%
					流动比率	6.43	10.13	8.64	7.73
					速动比率	5.46	9.57	8.07	7.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.34	0.41	0.48
					应收账款周转率	5.38	6.98	11.28	11.19
					应付账款周转率	3.65	4.76	7.51	7.45
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.54	0.68	0.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.83	0.68	0.85
					每股净资产(最新摊薄)	5.25	5.78	6.31	6.97
					估值比率				
					P/E	25.36	20.68	16.23	12.72
					P/B	2.11	1.97	1.80	1.62
					EV/EBITDA	16.65	13.36	10.21	7.99

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

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。

免责声明

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