

# 海外市场开花结果，关注高端液压元件项目进展

2013年08月20日

推荐/维持

恒立油缸

财报点评

## ——恒立油缸（601100）2013年半年度财报点评

韩庆	分析师	执业证书编号：S1480512060001
	hanqing@dxzq.net.cn	010-66554026
贺宝华	联系人	
	hebh@dxzq.net.cn	010-66554045

### 事件：

公司2013年上半年实现主营业务收入6.92亿元，比上年同期增长19.22%；实现净利润1.52亿元，比上年同期减少7.63%；基本每股收益为0.24元，较上年同期减少7.69%。

### 公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	196.55	285.11	294.94	223.96	241.14	310.4	381.13
增长率（%）	-15.85%	-10.15%	-11.25%	-22.02%	22.69%	8.87%	29.22%
毛利率（%）	41.84%	40.45%	40.75%	36.77%	36.53%	37.14%	36.81%
期间费用率（%）	14.19%	4.97%	8.63%	9.57%	14.70%	12.56%	10.31%
营业利润率（%）	26.17%	34.60%	31.79%	26.71%	21.56%	24.20%	25.48%
净利润（百万元）	39.24	84.45	80.17	64.45	47.16	69.66	84.67
增长率（%）	-37.80%	-10.53%	-27.03%	-20.83%	20.18%	-17.51%	05.61%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.20	0.13	0.10	0.07	0.11	0.13
资产负债率（%）	8.16%	8.86%	7.97%	8.06%	11.06%	12.03%	10.83%
净资产收益率（%）	1.25%	2.62%	2.51%	1.98%	1.39%	2.04%	2.49%
总资产收益率（%）	1.15%	2.39%	2.31%	1.82%	1.24%	1.79%	2.22%

### 观点：

- **海外市场开花结果，帮助公司抵消国内需求不足的负面影响。**公司收入上半年能够逆势增长，主要得益于海外销售大幅增加及上海立新的并表。国内挖掘机市场上半年继续低迷，销量同比下滑12%，公司作为最大的国产挖掘机油缸供应商，市场占有率虽进一步提升，但销售收入仍小幅下滑。公司海外市场开拓顺利，上半年海外销售同比增长75.2%。公司前期积极发展与卡特彼勒的合作关系，进入其全球供货体系，今年开花结果，为其供应的小挖油缸开始逐步上量，未来随着公司与卡特彼勒合作的加深，海外销售将继续保持较快增速。
- **非标油缸继续保持稳定增长。**上半年公司销售重型装备用非标准油缸19233条，实现收入1.42亿元，同比增长8.35%，由于产品结构的原因，毛利率下降8个百分点。公司加大在海工、盾构机领域的开发力度，

并不断开拓新应用领域，非标油缸业务稳定增长。

- **高端液压元件项目有望明年开始试生产。**公司去年收购的上海立新销售7479万，比上年同期略有下滑。公司本部的高精密液压铸件项目已实现批量试生产，液压阀和液压泵等新产品研发项目按照计划进行，有望明年开始试生产。
- **固定资产折旧大幅增加影响公司利润。**由于精密铸件项目转固，公司新增2.7亿固定资产，每年增加折旧费用2000多万元。由于高端液压元件项目仍处于前期培育阶段，再加上相关人员、研发费用支出增加，导致公司利润率同比有所下降。

### 结论：

公司通过加深与卡特彼勒的合作，增加海外销售来抵消国内需求低迷的负面影响。公司高端液压元件项目明年有望进入试生产阶段，若成功将打开公司未来发展空间。我们预计2013-2015年，归属于上市公司股东净利润分别为2.98亿元、3.67亿元和4.53亿元；每股收益分别为0.47元、0.58元和0.72元，对应PE分别为19、15和12倍；维持公司“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	2378	2215	2453	3024	3817	<b>营业收入</b>	1133	1045	1319	1681	2149
货币资金	1767	1335	1357	1681	2149	<b>营业成本</b>	641	639	838	1068	1373
应收账款	133	228	289	368	471	营业税金及附加	1	5	7	9	11
其他应收款	2	4	5	7	9	营业费用	40	37	38	50	64
预付款项	113	93	94	95	96	管理费用	78	98	132	168	215
存货	231	333	459	585	752	财务费用	1	-39	-30	-30	-30
其他流动资产	0	104	104	104	104	资产减值损失	3.17	3.04	3.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	1036	1599	1117	1071	1321	公允价值变动收益	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
长期股权投资	0	0	8	8	8	投资净收益	0.00	3.23	1.00	1.00	1.00
固定资产	953.66	1025.16	973.62	907.66	1134.57	<b>营业利润</b>	370	304	333	414	514
无形资产	69	150	135	155	179	营业外收入	10.03	19.42	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.15	1.32	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	3414	3815	3570	4095	5138	<b>利润总额</b>	380	322	351	432	532
<b>流动负债合计</b>	232	345	457	889	1528	所得税	55	46	53	65	80
短期借款	0	0	0	322	816	<b>净利润</b>	325	276	298	367	453
应付账款	131	219	276	351	451	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	28	40	57	79	107	归属母公司净利润	325	275	298	367	453
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	396	344	400	485	594
<b>非流动负债合计</b>	47	77	-18	-144	-307	<b>BPS (元)</b>	0.98	0.44	0.47	0.58	0.72
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>负债合计</b>	279	422	439	745	1222	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	86	86	86	86	营业收入增长	38.7%	-7.8%	26.2%	27.4%	27.9%
实收资本(或股本)	420	630	630	630	630	营业利润增长	41.9%	-17.7%	9.5%	24.3%	24.3%
资本公积	2293	2083	2083	2083	2083	归属于母公司净利润	42.1%	-15.3%	8.4%	23.0%	23.3%
未分配利润	375	518	637	784	965	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3135	3306	3455	3639	3865	毛利率(%)	43%	39%	36%	36%	36%
<b>负债和所有者权</b>	3414	3815	3570	4095	5138	净利率(%)	29%	26%	23%	22%	21%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		10%	8%	9%	10%	12%
<b>经营活动现金流</b>	115	239	374	444	520	<b>偿债能力</b>					
净利润	325	276	298	367	453	资产负债率(%)	8%	11%	11%	17%	24%
折旧摊销	25.82	78.63	84.32	100.98	109.88	流动比率	10.25	6.43	5.37	3.40	2.50
财务费用	1	-39	-30	-30	-30	速动比率	9.25	5.46	4.36	2.74	2.01
应付帐款的变化	0	0	56	76	100	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	17	22	28	总资产周转率	0.52	0.29	0.34	0.40	0.45
<b>投资活动现金流</b>	0	0	-28	-21	-21	应收账款周转率	11	6	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	1	1	1	应付账款周转率	9.91	5.96	5.33	5.36	5.36
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	3	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.98	0.44	0.47	0.58	0.72
<b>筹资活动现金流</b>	0	0	-215	42	136	每股净现金流(最新)	3.95	-0.69	0.04	0.51	0.74
应付债券增加	0	0	0	322	816	每股净资产(最新摊)	7.47	5.25	5.48	5.78	6.13
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	105	210	0	0	0	P/E	9.44	21.02	19.52	15.87	12.87
资本公积增加	2227	-210	0	0	0	P/B	1.24	1.76	1.69	1.60	1.51
<b>现金净增加额</b>	115	239	131	466	635	EV/EBITDA	5.35	13.05	11.18	9.21	7.56

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 联系人简介

---

### 贺宝华

中国科学院理学博士，清华大学数学学士，北京大学经济学双学士，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械军工行业研究。

## 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。