

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 恒立油缸（601100.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.08.20

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

#### 相关研究

《打造一流的液压系统集成供应商》2012.11  
《期待挖掘机市场复苏》2013.03  
《短期看油缸，长期看泵阀》2013.5  
《油缸产品海外市场拓展顺利，期待泵阀项目的成功》2013.08

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

## 费用提升吞噬利润，关注精密铸件项目的进展

2013年10月29日

**事件：**公司发布2013年三季报，实现营业收入9.55亿元，同比增长18.73%；归属上市公司股东的净利润2.06亿元，同比下降9.86%，符合预期。

#### 点评：

- **毛利率下降、费用刚性导致公司利润下降。**公司收入增长主要是因为并表上海立新导致，但是上海立新生产的液压阀产品的毛利率相对挖机油缸略低，拉低了整体毛利率。另外，管理费用大幅增长76.84%，利息收入减少47.54%，导致了公司增收不增利的现象出现。
- **油缸销量难见起色，关注精密铸件的进展情况。**2013年前三季度，主要挖掘机企业的挖机销量同比下降4.64%，预计四季度难有超预期表现，因此公司的挖机油缸销量也会随之下滑，进而导致公司全年业绩下降。但是，公司投入大量资金研发生产的泵、阀等精密铸件进展正常，是公司未来的重要增长点，依然值得期待。
- **盈利预测：**鉴于公司费用增长较快，我们下调公司盈利预测，预计13~15年EPS分别为0.40(-11.62%)、0.43(-16.74%)、0.47(-18.48%)元，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**精密铸件项目进展缓慢；挖掘机市场继续萎缩。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,133.39	1,045.15	1,227.11	1,382.52	1,520.77
增长率 YoY %	38.73%	-7.79%	17.41%	12.66%	10.00%
净利润(百万元)	324.91	275.23	254.93	272.42	295.28
增长率 YoY%	42.05%	-15.29%	-7.37%	6.86%	8.39%
毛利率%	43.40%	38.84%	36.07%	35.99%	35.99%
净资产收益率 ROE%	17.74%	8.54%	7.53%	7.56%	7.60%
每股收益 EPS(元)	0.77	0.44	0.40	0.43	0.47
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.49	0.58	0.70
市盈率 P/E(倍)	19	23	25	23	21
市净率 P/B(倍)	1.3	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2013年10月28日收盘价

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,377.57	2,215.27	1,896.11	2,299.40	2,711.18
现金	1,766.78	1,334.92	848.07	1,132.02	1,438.17
应收账款	124.19	115.96	147.25	165.90	182.49
其它应收款	133.37	227.60	267.23	301.07	331.18
预付账款	113.10	92.90	114.02	128.61	141.47
存货	230.53	332.73	408.37	460.64	506.70
其他	9.59	111.17	111.17	111.17	111.17
非流动资产	1,036.46	1,599.43	2,145.59	2,064.00	1,991.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	953.66	1,025.16	1,237.62	1,904.38	1,825.32
无形资产	69.25	150.12	147.07	144.03	140.98
其他	13.55	424.15	760.89	15.59	24.80
资产总计	3,414.03	3,814.71	4,041.70	4,363.41	4,702.28
流动负债	232.06	344.78	412.85	461.72	504.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	131.08	219.48	269.37	303.85	334.23
其他	100.97	125.30	143.48	157.87	170.64
非流动负债	46.53	77.21	77.21	77.21	77.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.53	77.21	77.21	77.21	77.21
负债合计	278.59	421.99	490.06	538.94	582.09
少数股东权益	0.00	86.24	86.62	87.03	87.48
归属母公司股东权益	3,135.44	3,306.47	3,465.01	3,737.44	4,032.71
负债和股东权益	3414.03	3814.71	4041.70	4363.41	4702.28

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,133.39	1,045.15	1,227.11	1,382.52	1,520.77
同比	38.73%	-7.79%	17.41%	12.66%	10.00%
归属母公司净利润	324.91	275.23	254.93	272.42	295.28
同比	42.05%	-15.29%	-7.37%	6.86%	8.39%
毛利率	43.40%	38.84%	36.07%	35.99%	35.99%
ROE	17.74%	8.54%	7.53%	7.56%	7.60%
每股收益(元)	0.77	0.44	0.40	0.43	0.47
P/E	19	23	25	23	21
P/B	1.3	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.35	17.44	15.78	13.73	12.19

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,133.39	1,045.15	1,227.11	1,382.52	1,520.77
营业成本	641.48	639.19	784.49	884.90	973.39
营业税金及附加	0.66	5.48	3.57	5.64	5.31
营业费用	39.59	37.18	49.08	52.24	59.15
管理费用	78.11	97.87	147.25	152.08	174.89
财务费用	0.57	-38.59	-35.75	-22.54	-30.18
资产减值损失	3.17	3.04	8.02	9.03	9.94
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	3.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	369.80	304.20	270.44	301.18	328.28
营业外收入	10.03	19.42	30.47	20.47	20.47
营业外支出	0.15	1.32	0.55	0.67	0.85
利润总额	379.67	322.30	300.37	320.98	347.91
所得税	54.76	46.07	45.06	48.15	52.19
净利润	324.91	276.23	255.31	272.83	295.72
少数股东损益	0.00	1.00	0.38	0.41	0.44
归属母公司净利润	324.91	275.23	254.93	272.42	295.28
EBITDA	403.27	359.17	396.84	456.06	513.83
EPS (加权平均)	0.88	0.52	0.40	0.43	0.47

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	114.75	238.55	250.98	336.08	397.69
净利润	324.91	276.23	255.31	272.83	295.72
折旧摊销	25.82	78.63	96.48	135.08	165.92
财务费用	-2.23	-41.75	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	-3.23	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-243.89	-70.27	-107.63	-79.51	-72.40
其它	10.13	-1.06	6.82	7.68	8.45
投资活动现金流	-503.04	-564.21	-641.43	-52.14	-91.54
资本支出	-506.52	-453.33	-641.43	-52.14	-91.54
长期投资	0.00	481.15	0.00	0.00	0.00
其他	3.48	-592.04	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,049.08	-106.05	-96.39	0.00	0.00
吸收投资	2,332.49	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-208.16	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	69.72	105.00	96.39	0.00	0.00
现金净增加额	1660.77	-431.87	-486.84	283.94	306.15

## 行业研究小组

**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。

## 重点覆盖公司

公司简称	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	杰瑞股份	002353	杭氧股份	002430
陕鼓动力	601369	长荣股份	300195	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	300332	万邦达	300055	津膜科技	300334	维尔利	300190
开能环保	300272						

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixixin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 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了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。