

## 恒立油缸

### 油缸业务稳步回升，泵阀产品渐行渐近

#### 传统油缸有望继续稳步回升

母公司收入增速逐季提升，从 2012Q4 的-9.4% 上升到 2013Q3 的 5.2%，显示公司传统油缸业务已经逐步改善。截至 2013 年 11 月，挖掘机行业累计销量实现 10.4 万台，同比下滑 4.3%，幅度进一步收窄。我们预计，2014 年挖掘机销量将增长 15%，公司油缸业务也将同步增长。

#### 高投入带来的盈利能力减弱趋于尾声

我们认为：公司液压泵阀、精密铸件等新业务的投入已进入后期，固定资产增长将逐步放缓，折旧导致的毛利下降已近尾声；同时研发费用率将趋稳，高投入带来的盈利能力减弱趋于稳定；而随着新业务市场空间的逐渐打开、规模效益的形成，公司盈利能力还将逐步改善。

#### 泵阀研发稳步推进，或成为 2014 主要看点

挖机液压泵、阀四倍于油缸行业空间，有望成为公司未来重要增长点。目前公司泵阀业务稳步推进，液压阀样品已经推出，开始进行台架测试，公司预计 14 年 1 月将推出液压泵样品。在相关测试工作完成之后，我们预计公司 14 年 3 季度将实现小批量供货，成为 2014 主要看点。

#### 估值：上调长期增长预期，上调目标价至 15 元，“买入”评级

我们预计公司 15 年泵阀业务有望放量，因此我们上调公司 2015 年盈利预测至 0.62 元（原为 0.59 元）。同时我们看好公司泵阀未来市场空间的打开，提高了公司长期增长预期。我们基于瑞银 VCAM 模型（WACC 为 10.5%），上调目标价至 15 元（原为 11 元），对应 13-15 年 35/29/24 倍 P/E。

### Equities

中国

工厂设备

12 个月评级 **买入**  
保持**不变**

12 个月目标价 Rmb15.00  
之前: Rmb11.00

股价 Rmb10.89

路透代码: 601100.SS 彭博代码 601100 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb12.70-8.89

市值 Rmb6.86 十亿/US\$1.13 十亿

已发行股本 630 百万 (ORDA)

流通股比例 25%

日均成交量(千股) 4,038

日均成交额(Rmb 百万) Rmb41.3

普通股股东权益 (12/13E) Rmb3.48 十亿

市净率 (12/13E) 2.0x

净债务 / EBITDA NM

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.43	0.43	0.00	0.46
12/14E	0.51	0.51	0.00	0.53
12/15E	0.59	0.62	4.54	0.59

付伟琦

分析师

S1460512090001

weiqi.fu@ubssecurities.com

+86-213-866 8812

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	817	1,133	1,045	1,292	1,564	1,826	2,300	2,888
息税前利润(UBS)	260	370	266	277	346	427	559	719
净利润 (UBS)	229	325	275	272	323	389	485	621
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.57	0.65	0.44	0.43	0.51	0.62	0.77	0.99
每股股息 (Rmb)	0.04	0.11	0.17	0.15	0.04	0.05	0.08	0.00
净债务 / (现金)	(102)	1,767	1,335	930	763	818	786	900

盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	31.8	32.7	25.4	21.4	22.2	23.4	24.3	24.9
ROIC (EBIT) (%)	69.0	37.1	15.5	11.8	12.0	13.1	15.3	17.4
EV/EBITDA(core)x	-	17.2	16.8	15.2	12.4	10.1	8.0	6.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	-	21.0	25.6	25.3	21.2	17.6	14.2	11.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	(4.6)	(7.1)	(4.9)	(2.4)	1.0	(0.1)	2.2
净股息收益率(%)	-	0.8	1.5	1.4	0.4	0.5	0.7	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2013 年 12 月 17 日 17 时 26 分的股价(Rmb10.89)得出；

# 投资主题

## 恒立油缸

### 投资理由

恒立油缸在国内挖掘机油缸领域市场份额超过 65%，并进入卡特彼勒、神钢等国际著名挖掘机品牌的供应体系。公司已经研制出油缸端盖及部分阀体的高精密铸件，并开始小规模试产，我们认为公司在液压领域的积累，以及对上海立新液压的收购，有望使公司取得突破，打开成长空间。我们预计泵阀业务有望从 2014 年四季度开始贡献业绩。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.43/0.51/0.62 元，维持“买入”评级及目标价 15.0 元，目标价对应 P/E 为 35/29/24 倍。我们对公司 2013~2015 年的净利润预测分别为 2.7/3.2/3.9 亿元，较市场一致预期的差别分别为 -3.3%/-1.7%/-0.8%。

### 乐观情景

我们目前假设公司 2014 年挖机油缸销量增长 24%，重装油缸销量增长 20%。如果行业增长幅度好于我们预期，挖机油缸销量增长 35%，重装油缸销量增长 30%，则我们估算 2014 年 EPS 为 0.57 元，比目前预测高 12%，对应每股估值 16.8 元。

### 悲观情景

如果行业增长幅度低于我们预期，挖机和重缸油缸销量仅增长 10%和 5%，则我们估算 2014 年 EPS 为 0.42 元，比目前预测低 18%。同时收入的下降或降低市场的预期，我们给予公司 20x 估值，对应公司每股估值 8.4 元。

### 近期催化剂

挖掘机销量在明年一季度的销售旺季有望超预期；

公司液压泵阀业务实际进展或超过预期，成为公司销售的增长点。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb15.00

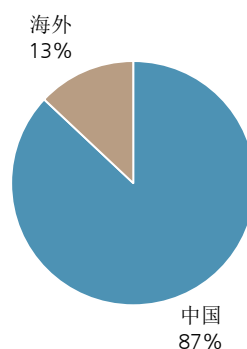
### 公司简介

江苏恒立高压油缸股份有限公司创建于 2005 年，是集挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸系列产品的研发、生产和销售为一体的大型制造企业。公司投资规模达 13 亿元，具有国际领先水平的油缸制造、测试设备近 200 台套。公司产品遍及国内和海外各地及工程机械、港口机械、风力发电、造船、冶金、军工等各个行业。

### 行业展望

随着工程机械行业的逐渐复苏，以及其零部件国产化比例的提高，我们认为工程机械零部件制造行业未来将实现稳步发展。公司作为挖掘机专用油缸的行业龙头，有望受益于挖掘机行业从今年开始的持续复苏。

### 收入按地区分布, 2012 (%)



数据来源：公司公告

### 各类产品的毛利

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
挖掘机油缸	388.1	295.9	303.4	377.2	433.8
重缸油缸	100.5	97.9	99.1	122.7	147.3
油缸配件及其它	3.3	5.7	4.9	5.4	6.0
液压阀及总成	-	6.5	63.0	69.3	97.4
总计	491.9	406.0	470.4	574.7	684.5

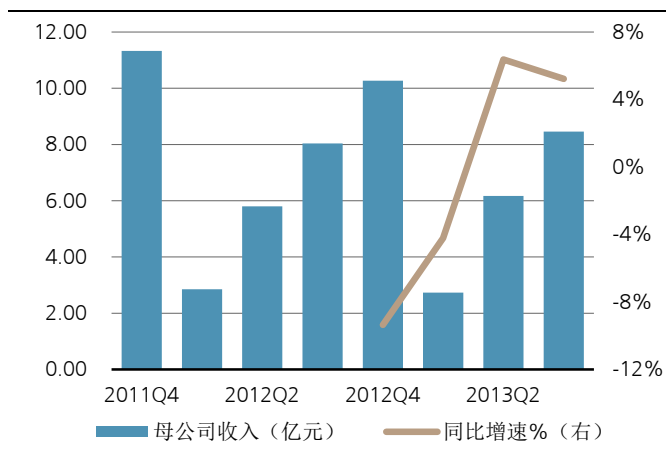
数据来源：公司公告、瑞银证券估算

## 主营业务已经企稳回升

前三季度公司母公司收入 8.46 亿元，其收入增速逐季改善，从 2012Q4 的 -9.4% 上升到 2013Q3 的 5.2%。我们认为公司主营业务在行业弱复苏的格局下仍能实现超越行业平均的增长显示了其整体市场份额仍有所提升。

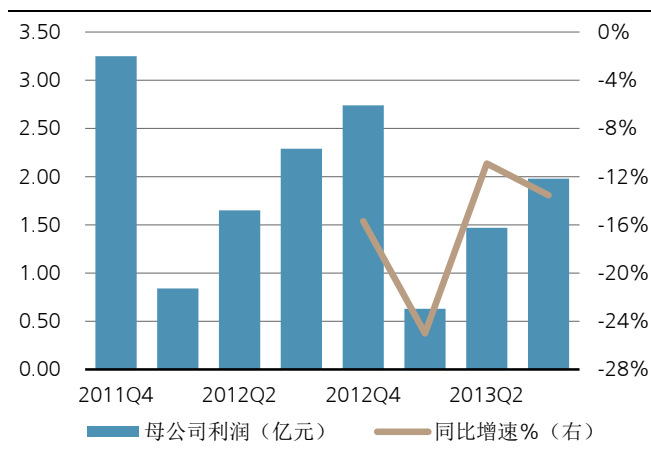
截至 2013 年 11 月份，挖掘机行业累计销量实现 10.4 万台，同比下滑 4.3%，相比于前三季度-7.9%的增速，下滑幅度进一步收窄。我们认为下游挖机行业的逐渐复苏将有利于公司油缸业务的进一步企稳回升。

图片 1: 母公司收入增幅逐季改善



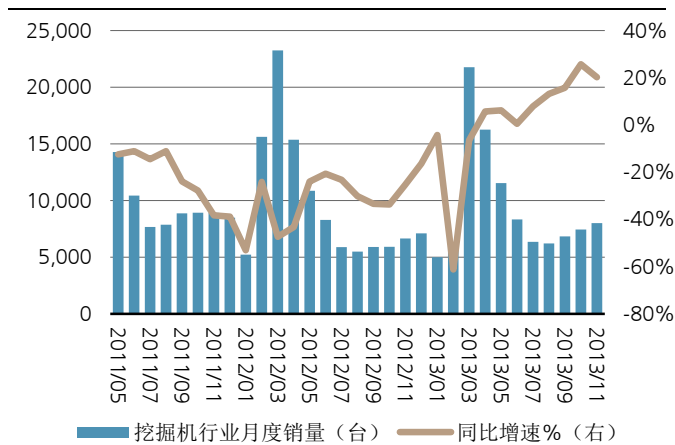
来源: 公司数据

图片 2: 母公司净利润增速亦见底回升



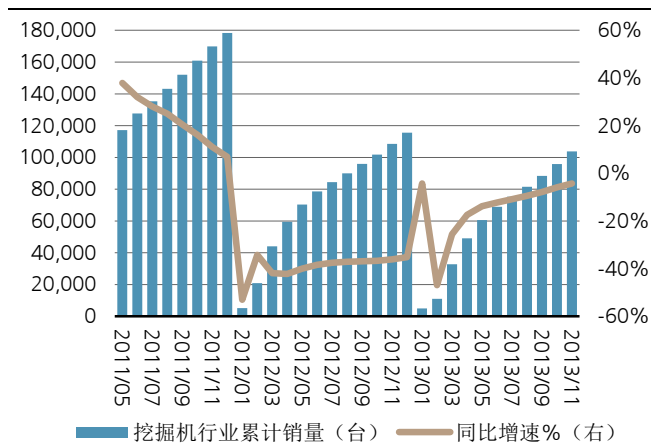
来源: 公司数据

图片 3: 国内挖掘机月度销量及同比增速



来源: 中国工程机械工业协会

图片 4: 国内挖掘机行业累计销量及同比增速

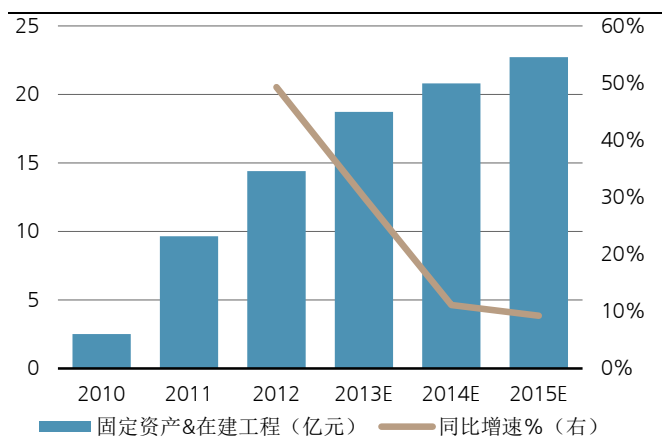


来源: 中国工程机械工业协会

## 盈利拐点已经显现

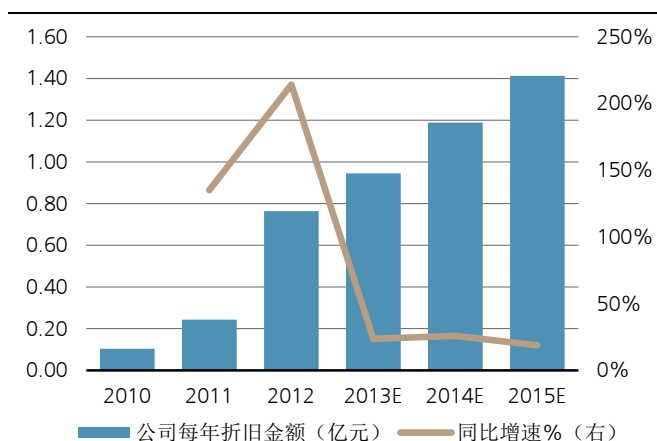
我们认为公司液压泵阀、精密铸件等新业务的扩张已经接近尾声，固定资产的增长将逐步放缓，从而未来折旧压力将有所减轻。我们预计公司 2013~2015 年固定资产将为 14.1/17.0/19.3 亿元，其每年折旧金额约为 0.95/1.12/1.41 亿元。

图片 5: 未来公司固定资产的扩张有望放缓



来源: 公司数据、瑞银证券估算

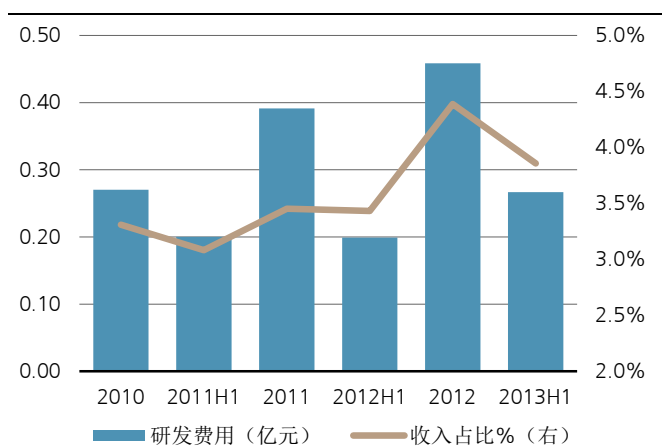
图片 6: 折旧对公司未来业绩的压力或将减轻



来源: 公司数据、瑞银证券估算

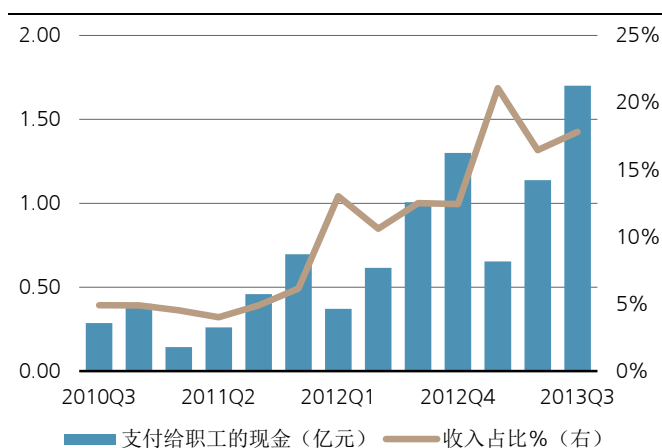
公司前三季度毛利率/营业利润率/净利率为 36.4%/22.4%/21.7%，同比下降 3.2%/9.0%/6.7%。其中折旧、人工费用的上涨以及低毛利的盾构机非标准油缸占比的上升导致了毛利率的下滑；新业务研发投入力度的加大以及合并上海立新新增的管理费用促使了期间费用率快速上升至 13.1%，从而影响了公司整体盈利表现。

图片 7: 12 年开始公司在新业务的研发投入力度在加大



来源: 公司数据

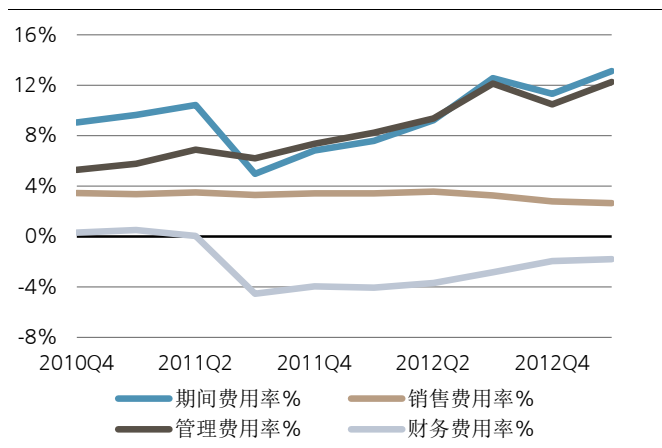
图片 8: 公司近年来人工成本上升较快



来源: 公司数据

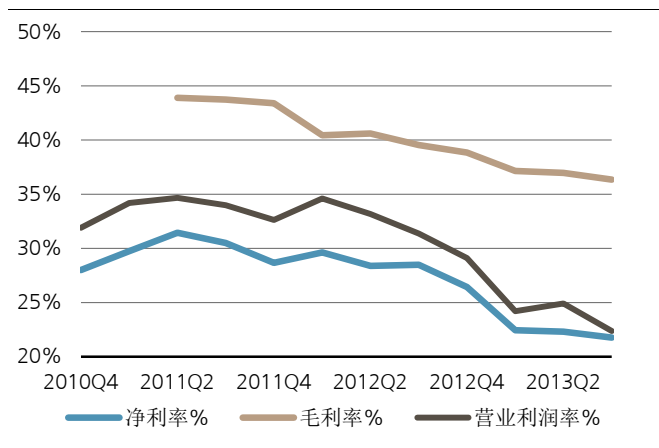
展望未来，我们认为随着公司精密铸件对其液压泵阀以及油缸配套率的提升，折旧压力的减轻以及高端液压泵阀带来的产品结构的改善，公司毛利率有望企稳回升；液压泵阀业务规模效应的形成以及市场空间的逐步打开将驱动期间费用率回归历史平均水平，公司未来盈利能力有望逐步改善。

图片 9: 研发费用、人工成本上涨是影响期间费用率上升较快的主要原因



来源: 公司数据

图片 10: 公司毛利率/营业利润率/净利率或已见底

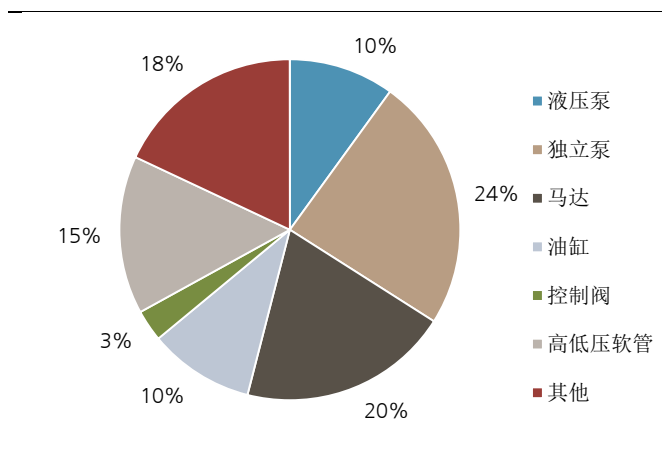


来源: 公司数据

## 打开液压泵阀超过 80 亿的市场空间

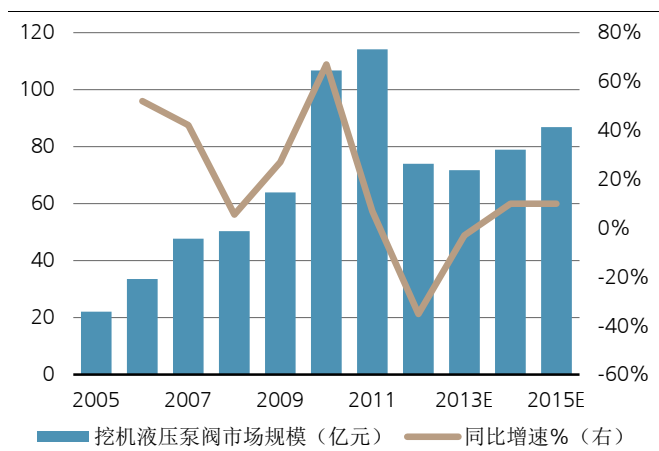
挖机液压系统配件主要包括油缸、行走马达、回转马达、泵阀等，其中液压泵阀的技术含量最高，在整套液压系统中的成本构成约为油缸的 3~4 倍，这意味着液压泵阀的市场空间将是油缸的三倍以上。

图片 11: 挖掘机液压系统成本构成



来源: 中国液压气动密封件工业协会

图片 12: 预计未来挖机液压泵阀有望打开约 80-100 亿元的市场空间

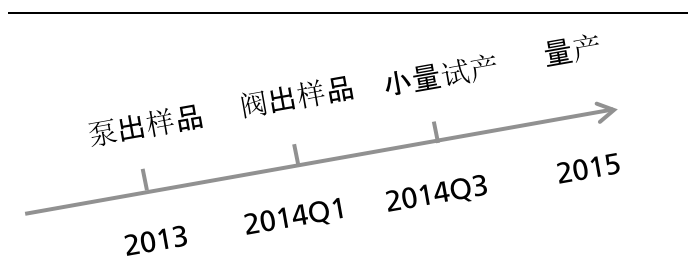


来源: 中国液压气动密封件工业协会, 瑞银证券估算

我们预计 2013~2015 年挖掘机行业销量分别为 112116/123327/135660 台，按照一比四的油缸配套率以及单套油缸 5000 元的单价，预计到 2015 年挖机专用油缸的市场容量约为 27 亿，对应液压泵阀的市场空间约为 80-100 亿。

目前挖掘机液压泵阀市场主要被力士乐、伊顿、川崎、林德等国外厂商所占据，国内厂商的市场份额有限。在传统油缸业务增长面临天花板的背景下，公司加大了对挖机液压泵阀市场的开拓力度。公司液压阀已经在 13 年 10 月推出样品，公司预计 14 年 1 月将推液压泵样品，在相关测试工作完成之后，我们预计公司 14 年三季度将实现小批量供货，有望成为公司 14 年业绩的新增亮点。

图片 13: 公司液压泵阀产品的推出进度



来源: 公司公告

## 上调 15 年盈利预测，并上调目标价至 15 元

我们预计公司 15 年泵阀业务有望实现量产，其收入增速或高于我们原先预期，因此我们上调公司 15 年盈利预测至 0.62 元（原为 0.59 元）。同时我们看好公司泵阀未来市场空间的打开，提高了公司长期增长预期。我们基于瑞银 VCAM 模型（WACC 为 10.5%），上调目标价至 15 元，对应 13-15 年 35/29/24 倍 P/E。

图片 14: 恒立油缸（SS601100）VCAM 估值摘要

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	277	346	427	559	719	824	964	1,127	1,315	1,533
折旧及摊销*	119	152	184	214	236	269	308	353	403	460
资本支出	(610)	(410)	(416)	(422)	(428)	(447)	(537)	(644)	(770)	(920)
运营资本变动	(22)	(175)	(42)	(208)	(188)	(177)	(204)	(236)	(273)	(315)
所得税(营运)	(41)	(52)	(64)	(84)	(108)	(124)	(145)	(169)	(197)	(230)
其他	(7)	(8)	(8)	(14)	(18)	(14)	(17)	(19)	(22)	(25)
自由现金流	(285)	(146)	81	45	214	331	370	411	455	503
增长		NM	NM	-44.1%	373.2%	54.8%	11.6%	11.2%	10.8%	10.4%

估值	
明计现金流现值	1,678
期末价值(第 15 年)现值	6,093
<b>企业价值</b>	<b>7,771</b>
占永级价值百分比	78%
联营公司及其他	0
少数股东权益	92
现金盈余**	909
债务***	0
权益价值	8,587
已发行股数 [m]	630.0
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>13.60</b>
权益成本	10.5%
股息收益率	0.4%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>15.00</b>

相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	16.0%	15.0%	8.0%
息税前利润率	25.0%	25.0%	17.0%
资本支出/销售收入	15.0%	15.0%	14.0%
投资资本回报率	20.6%	18.6%	11.2%
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	19.6x	15.6x	15.7x
企业价值 / 息税前利润	28.1x	22.4x	22.6x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率(现值)	31.6x	26.6x	26.7x
市盈率(目标)	34.8x	29.2x	29.4x

无风险利率	4.30%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.24
债务/权益比	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	10.5%
债务成本	5.9%
<b>WACC</b>	<b>10.5%</b>
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	9.6%
回报率增量	11.5%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.3x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券

## 恒立油缸 (601100.SS)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	817	1,133	1,045	1,292	23.6	1,564	21.1	1,826	2,300	2,888
毛利	345	491	400	464	15.8	567	22.2	675	872	1,112
息税折旧摊销前利润(UBS)	270	396	344	396	15.0	499	26.0	611	773	956
折旧和摊销	(11)	(26)	(79)	(119)	51.5	(152)	28.0	(184)	(214)	(236)
息税前利润(UBS)	260	370	266	277	4.2	346	25.2	427	559	719
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	0	10	18	24	30.9	24	0.0	24	6	9
净利息	1	(1)	39	26	-32.3	19	-28.5	17	18	19
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	261	380	322	326	1.3	389	19.1	468	583	747
税项	(32)	(55)	(46)	(49)	-5.6	(58)	-19.9	(70)	(87)	(112)
税后利润	229	325	276	278	0.6	330	19.0	398	496	635
优先股股息及少数股权	0	0	(1)	(6)	-510.3	(7)	-19.0	(9)	(11)	(14)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	229	325	275	272	-1.3	323	19.0	389	485	621
净利润(UBS)	229	325	275	272	-1.3	323	19.0	389	485	621
税率(%)	12.2	14.4	14.3	14.9	4.2	15.0	0.7	15.0	15.0	15.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.57	0.65	0.44	0.43	-1.3	0.51	19.0	0.62	0.77	0.99
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.57	0.65	0.44	0.43	-1.3	0.51	19.0	0.62	0.77	0.99
EPS(UBS, 基本)	0.57	0.65	0.44	0.43	-1.3	0.51	19.0	0.62	0.77	0.99
每股股息净值(Rmb)	0.04	0.11	0.17	0.15	-8.2	0.04	-71.8	0.05	0.08	0.00
每股账面价值	0.84	4.98	5.25	5.53	5.3	6.00	8.5	6.56	7.13	8.14
平均股数(稀释后)	401.27	498.75	630.00	630.00	0.0	630.00	0.0	630.00	630.00	630.00
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	106	1,767	1,335	930	-30.3	763	-18.0	818	786	900
其他流动资产	350	611	880	1,133	28.7	1,368	20.7	1,589	1,988	2,485
流动资产总额	456	2,378	2,215	2,063	-6.9	2,131	3.3	2,408	2,774	3,385
有形固定资产净值	424	965	1,440	1,873	30.0	2,081	11.1	2,273	2,449	2,618
无形固定资产净值	71	69	150	208	38.9	258	23.8	299	331	354
投资/其他资产	1	2	9	10	11.5	11	9.9	13	14	15
总资产	951	3,414	3,815	4,155	8.9	4,481	7.9	4,992	5,568	6,372
应付账款和其他短期负债	177	232	345	503	46.0	527	4.6	672	800	1,032
短期债务	50	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	227	232	345	503	46.0	527	4.6	672	800	1,032
长期债务	158	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	37	47	77	77	0.0	77	0.0	77	77	77
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	423	279	422	581	37.6	604	4.0	749	878	1,109
普通股股东权益	528	3,135	3,306	3,482	5.3	3,778	8.5	4,134	4,490	5,129
少数股东权益	0	0	86	92	7.1	100	7.9	108	200	134
负债和权益总计	951	3,414	3,815	4,155	8.9	4,481	7.9	4,992	5,568	6,372
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	229	325	275	272	-1.3	323	19.0	389	485	621
折旧和摊销	11	26	79	119	51.5	152	28.0	184	214	236
营运资本变动净值	(39)	(244)	(70)	(94)	-33.8	(212)	-125.3	(76)	(270)	(266)
其他营业性现金流	7	8	(45)	(24)	46.1	(16)	35.0	(13)	(11)	(9)
经营性现金流	208	115	239	272	14.2	248	-9.0	483	418	583
有形资本支出	(395)	(507)	(736)	(610)	17.1	(410)	32.8	(416)	(422)	(428)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	4	(111)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(394)	(503)	(847)	(610)	28.0	(410)	32.8	(416)	(422)	(428)
已付股息	(26)	(70)	(105)	(96)	8.2	(27)	71.8	(32)	(48)	(62)
股份发行/回购	99	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	162	2,119	(1)	29	-	22	-25.25	21	21	22
债务及优先股变化	158	(208)	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	394	1,841	(106)	(67)	36.9	(5)	92.3	(12)	(28)	(40)
现金流量中现金的增加/(减少)	207	1,453	(715)	(405)	43.4	(167)	58.6	55	(32)	114
外汇/非现金项目	(157)	208	283	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	50	1,661	(432)	(405)	6.3	(167)	58.6	55	(32)	114

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 恒立油缸 (601100.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	21.0	25.6	25.3	21.2	17.6	14.2	11.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	21.0	25.6	25.3	21.2	17.6	14.2	11.0
股价/每股现金收益	-	19.4	19.9	17.6	14.4	12.0	9.8	8.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	(4.6)	(7.1)	(4.9)	(2.4)	1.0	(0.1)	2.2
净股息收益率(%)	-	0.8	1.5	1.4	0.4	0.5	0.7	0.0
市净率	-	2.7	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
企业价值/营业收入(核心)	-	6.0	5.5	4.7	4.0	3.4	2.7	2.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	17.2	16.8	15.2	12.4	10.1	8.0	6.4
企业价值/息税前利润(核心)	-	18.5	21.8	21.8	17.9	14.4	11.1	8.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	18.4	21.6	20.0	16.3	13.1	10.1	7.8
企业价值/运营投入资本	-	6.8	3.4	2.6	2.2	1.9	1.7	1.5
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	-	8,600	7,039	6,861	6,861	6,861	6,861	6,861
净债务 (现金)	2	(1,767)	(1,335)	(930)	(763)	(818)	(786)	(900)
少数股东权益	0	0	86	92	100	108	119	134
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>-</b>	<b>6,834</b>	<b>5,790</b>	<b>6,023</b>	<b>6,197</b>	<b>6,151</b>	<b>6,194</b>	<b>6,094</b>
- 非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>核心企业价值</b>	<b>-</b>	<b>6,834</b>	<b>5,790</b>	<b>6,023</b>	<b>6,197</b>	<b>6,151</b>	<b>6,194</b>	<b>6,094</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	96.4	38.7	-7.8	23.6	21.1	16.8	25.9	25.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	95.2	46.5	-13.1	15.0	26.0	22.4	26.6	23.6
息税前利润(UBS)	99.9	42.5	-28.3	4.2	25.2	23.3	31.0	28.6
每股收益(UBS 稀释后)	62.9	14.3	-32.9	-1.3	19.0	20.4	24.6	28.2
每股股息净值	-	169.2	50.0	-8.2	-71.8	19.0	49.9	-
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	42.2	43.3	38.3	35.9	36.3	37.0	37.9	38.5
息税折旧摊销前利润率	33.1	35.0	32.9	30.6	31.9	33.4	33.6	33.1
息税前利润率	31.8	32.7	25.4	21.4	22.2	23.4	24.3	24.9
净利 (UBS) 率	28.0	28.7	26.3	21.0	20.7	21.3	21.1	21.5
ROIC (EBIT)	69.0	37.1	15.5	11.8	12.0	13.1	15.3	17.4
税后投资资本回报率	60.5	31.7	13.3	10.0	10.2	11.1	13.0	14.8
净股东权益回报率(UBS)	64.6	17.7	8.5	8.0	8.9	9.8	11.2	12.9
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	0.4	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	19.3	(56.3)	(39.3)	(26.0)	(19.7)	(19.3)	(16.8)	(17.1)
净债务/(净债务 + 权益)	16.2	NM	(64.9)	(35.2)	(24.5)	(23.9)	(20.1)	(20.6)
净债务/企业价值	-	(25.9)	(23.1)	(15.4)	(12.3)	(13.3)	(12.7)	(14.8)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	NM	NM	NM	NM	26.2	22.8	18.4	14.8
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	13.8	5.9	2.6	2.8	11.9	12.0	10.0	-
股息支付率 (UBS) %	7.2	17.1	38.2	35.5	8.4	8.3	10.0	-
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	-	-	-	-	-	-	-	2,888
<b>总计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2,888</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	-	-	-	-	-	-	-	719
<b>总计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>719</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+37.7%
预测股息收益率	0.4%
预测股票回报率	+38.1%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+28.8%

---

## 风险声明

我们认为公司主要下行风险包括：(1) 目前下游开工不足，挖掘机经销商库存较高、资金链紧张。如果挖掘机需求继续保持低迷，将带来公司短期业绩的不确定性。(2) 挖掘机主机厂商在油缸生产方面取得突破的进度，如果主要大客户在较短时间内掌握全系列油缸生产技术，并且实现质量的稳定，将会降低对公司的采购量，影响公司订单。(3) 原材料价格持续上涨，可能削弱公司盈利能力。

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	10%	19%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：付伟琦；李博。

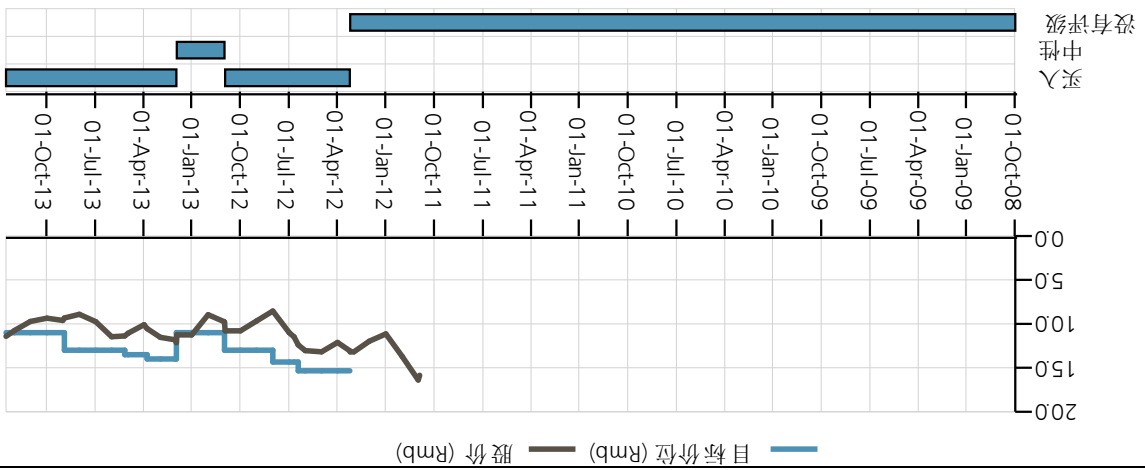
### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
恒立油缸	601100.SS	买入	不适用	Rmb11.41	2013 年 12 月 16 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价  
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

# 恒立油缸 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2013 年 12 月 16 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:** 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市公司的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd.(mica (p) 107/09/2013和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd.仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:** 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。

本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

