

## 主业拐点+成长，挖机泵阀进口替代开启

——恒立油缸（601100）调研快报

2014年12月16日

推荐/首次

恒立油缸

调研快报

### 关注 1：挖机油缸业务迎来业绩拐点

2014年前10月，国内挖掘机销量7.97万台，同比下降16.8%，较前三季度降幅进一步加大。行业景气下滑对公司挖机油缸业务产生较大负面影响。前三季度挖掘机专用油缸110327只，同比下降19%。

受行业低迷，以及公司固定资产折旧费用增加等因素影响，公司今年业绩大幅下滑，前三季度收入、净利润分别同比下滑12.5%、63.6%。进入四季度后，挖机行业未见回暖，且液压泵阀项目仍在建设期未投产，公司预计2014年度全年的累计净利润与2013年度相比下降55%-70%。

工程机械行业经过三年多的调整，目前仍然未走出阴影，但未来两年工程机械行业景气度有望回升，动力主要来自两方面：1）“经济托底”思路下，11月22日的降息开启降息、降准周期，12月的中央经济工作会议提出“积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度”，财政、货币政策宽松取向延续并有可能加强，有助工程机械行业底部回升，并带动公司挖机油缸销量回升；2）国家层面推动“一带一路”建设，工程机械作为中国最具全球竞争力的产品之一，有望受益基建走出去，这对挖机油缸等上游零部件也将产生拉动作用。

除了行业好转预期外，未来两年公司挖机油缸业务本身也迎来一些积极的因素。1）今年公司高精铸件项目因液压泵阀项目尚未投产，产能利用率低且以自用为主，现有油缸摊销生产成本增加，随着液压泵阀开始上量，油缸摊销成本将逐渐下降；2）2014年是公司资本开支高峰，预计达到近7亿元，随着厂房建设完毕，2015年资本开支将大幅下降，2016年后新增折旧显著下降，固定成本压力将逐渐缓解。预计未来两年公司产品毛利率将底部回升。

### 关注 2：融入全球配套体系，挖机油缸出口将保持增长态势

今年前三季度公司国外油缸销售收入1.7亿元，同比增长19%，占营业收入的22.44%。目前卡特的小挖油缸全部由公司配套，供给卡特彼勒日本公司的油缸约占公司出口额的45%。目前配套卡特以6-18吨小挖为主，未来会继续扩大至中大挖和矿用车油缸。此外，公司也逐步进入了久保田、洋马、加藤、日立、石川岛等其他外资品牌的供应体系。预计挖机油缸出口将保持增长态势。

### 张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514040001

### 王宗超

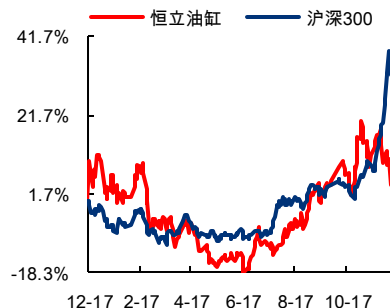
010-66554024

wangzc@dxzq.net.cn

### 交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间（元）   | 12.19-11.41 |
| 总市值（亿元）      | 76.8        |
| 流通市值（亿元）     | 76.8        |
| 总股本/流通A股（万股） | 63000/63000 |
| 流通B股/H股（万股）  | /           |
| 52周日均换手率     | 1.35        |

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

### 关注 3：非标油缸下游需求相对稳定，未来将保持 25%左右增速

重型装备用非标准油缸主要应用于大型基建设备、船舶、海洋工程设备、港口机械和大型工业设备等领域。今年前三季度公司非标准油缸销售 32803 只，同比增长 2%；实现销售收入 29595 万元，同比增长 22%，占公司收入比重提升至 35%，非标准油缸的增长在一定程度上对冲了挖机油缸的下滑。目前公司非标准油缸 1/3 的收入来自盾构机油缸，已成为全球领先的盾构机油缸生产企业。此外，公司加大海工油缸销售，挪威 TTS 极软已经进入公司前五大客户。今年 8 月公司使用 25 万欧元收购德国 WACO 公司 51% 股权，意在扩大海外海工非标准油缸业务。总体上，我们认为公司非标准油缸下游需求相对稳定，未来将保持 25% 左右的增速。

### 关注 4：挖机泵阀研发已获得突破，明年有望批量供货，未来业绩弹性极大

公司在挖机油缸上已经有深厚的技术积淀，实现了进口替代。为了成为挖机液压系统成套供应商，公司力求在液压泵、阀上继续突破。公司去年 4 月成立常州立新子公司，拟投资 15 亿元用于液压泵阀项目建设，规划 2 万套挖机液压阀和高压柱塞泵。目前厂房已建设完成，现场已有部分泵阀加工设备和产品。

公司挖掘机主控液压阀和高压柱塞泵分步研制，先从 6-8 吨的小挖开始做，待成熟后再拓展至中大挖。目前小挖产品已完成台架测试，并在三一、柳工、徐工的挖机上做装机测试，目前各项测试指标良好，较国外产品省油 5-15%，且操控性能不输国外产品。预计主机厂会逐渐接受公司产品，2015 年有望批量供货。泵阀价格随着挖机吨位变化，预计 6-8 吨小挖单泵单阀售价约 2 万元/套。我们假设 2015、2016 年分别销售 2000 套、5000 套，单价分别为 2 万元/套、3 万元/套，对应销售收入为 4000 万元、1.5 亿元。如果 2018 年 2 万套泵阀达产，按均价 5 万元/套，对应销售收入将达到 10 亿元。

由于国内主要零部件厂商中中川液压、宁波塞克斯主要做二手机市场，林德液压主要应用在叉车，主机厂三一、龙工等研发进展缓慢，公司在未来两年面对的主要竞争对手是日本的力士乐和川崎。由于挖机泵阀技术壁垒远高于挖机油缸，盈利能力更强，预计正常情况下毛利率可达 45% 左右。由于量产初期折旧摊销较大，我们保守预计 2015、2016 年毛利率分别为 32%、38%。

### 关注 5：工业通用阀门技术门槛不高，产能释放视市场变化

公司的工业通用阀远期规划产能 200 万件，目前建设厂房可达到 100 万件产能。工业通用阀门技术门槛相对不高，市场竞争比较充分，属于需求拉动型产品，有利于快速做大做强。公司产能释放节奏依赖市场变化，考虑未来两年的经济形势，我们保守预计公司 2015、2016 年分别销售 30 万件、50 万件，按均价 500 元/件计算，对应销售收入可达 1.5 亿元、2.5 亿元。如果 2018 年 100 万件通用阀门达产，可实现销售收入 5 亿元。

### 结论：

公司挖机油缸业务迎来业绩拐点，海外油缸、非标准油缸保持增长态势；公司致力于挖机核心零部件的进口替代，挖机泵阀研发已获得突破，明年有望批量供货，未来业绩弹性极大。我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.14 元、0.22 元、0.40 元，对应动态市盈率分别为 86 倍、52 倍、29 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

### 风险提示：

主业复苏缓慢以及挖机泵阀研发、销售低于预期的风险。

**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  |         |         |        |         |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|---------|---------|--------|---------|
|                | 2012A  | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |                | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 2015E  | 2016E   |
| <b>流动资产合计</b>  | 2,215  | 2,024 | 1,694 | 1,910 | 2,247 | <b>营业收入</b>    | 1,045   | 1,230   | 1,060   | 1,418  | 1,888   |
| 货币资金           | 1,335  | 705   | 431   | 420   | 485   | <b>营业成本</b>    | 639     | 809     | 802     | 1,039  | 1,285   |
| 应收账款           | 228    | 238   | 203   | 272   | 362   | 营业税金及附加        | 5       | 6       | 6       | 7      | 10      |
| 其他应收款          | 4      | 5     | 5     | 6     | 8     | 营业费用           | 37      | 42      | 50      | 60     | 76      |
| 预付款项           | 93     | 202   | 202   | 202   | 202   | 管理费用           | 98      | 170     | 159     | 198    | 264     |
| 存货             | 333    | 417   | 417   | 541   | 669   | 财务费用           | -39     | -20     | -17     | -10    | -8      |
| 其他流动资产         | 104    | 310   | 310   | 310   | 310   | 资产减值损失         | 3       | 0       | 0       | 0      | 0       |
| <b>非流动资产合计</b> | 1,599  | 1,830 | 2,282 | 2,173 | 2,031 | 公允价值变动收益       | 0       | 0       | 0       | 0      | 0       |
| 长期股权投资         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资净收益          | 3       | 9       | 10      | 8      | 7       |
| 固定资产           | 1,025  | 1,309 | 1,853 | 1,803 | 1,699 | <b>营业利润</b>    | 304     | 231     | 70      | 132    | 268     |
| 无形资产           | 150    | 229   | 220   | 211   | 202   | 营业外收入          | 19      | 30      | 30      | 35     | 35      |
| 其他非流动资产        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业外支出          | 1       | 2       | 2       | 2      | 2       |
| <b>资产总计</b>    | 3,815  | 3,854 | 3,976 | 4,083 | 4,278 | <b>利润总额</b>    | 322     | 259     | 98      | 165    | 301     |
| <b>流动负债合计</b>  | 345    | 256   | 324   | 363   | 413   | 所得税            | 46      | 37      | 15      | 25     | 45      |
| 短期借款           | 0      | 0     | 75    | 50    | 50    | <b>净利润</b>     | 276     | 222     | 84      | 140    | 256     |
| 应付账款           | 219    | 142   | 143   | 185   | 229   | 少数股东损益         | 1       | 1       | -2      | 0      | 5       |
| 预收款项           | 40     | 39    | 39    | 39    | 39    | 归属母公司净利润       | 275     | 221     | 86      | 140    | 251     |
| 一年内到期的非        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | EBITDA         | 344     | 316     | 198     | 276    | 423     |
| <b>非流动负债合计</b> | 77     | 126   | 126   | 126   | 126   | <b>BPS (元)</b> | 0.44    | 0.35    | 0.14    | 0.22   | 0.40    |
| 长期借款           | 0      | 3     | 3     | 3     | 3     | <b>主要财务比率</b>  |         |         |         |        |         |
| 应付债券           | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 2015E  | 2016E   |
| <b>负债合计</b>    | 422    | 382   | 450   | 489   | 539   | <b>成长能力</b>    |         |         |         |        |         |
| 少数股东权益         | 86     | 38    | 36    | 36    | 41    | 营业收入增长         | -7.79%  | 17.66%  | -13.83% | 33.79% | 33.14%  |
| 实收资本(或股        | 630    | 630   | 630   | 630   | 630   | 营业利润增长         | -17.74% | -24.05% | -69.51% | 87.08% | 103.28% |
| 资本公积           | 2,083  | 2,086 | 2,086 | 2,086 | 2,086 | 归属于母公司净利润      | -15.29% | -19.56% | -61.30% | 63.48% | 79.02%  |
| 未分配利润          | 518    | 619   | 662   | 732   | 858   | <b>获利能力</b>    |         |         |         |        |         |
| 归属母公司股东        | 3,306  | 3,434 | 3,485 | 3,569 | 3,719 | 毛利率(%)         | 38.84%  | 34.21%  | 24.32%  | 26.74% | 31.92%  |
| <b>负债和所有者权</b> | 3,815  | 3,854 | 3,976 | 4,083 | 4,278 | 净利率(%)         | 26.43%  | 18.05%  | 7.90%   | 9.88%  | 13.55%  |
| <b>现金流量表</b>   | 单位:百万元 |       |       |       |       | 总资产净利润(%)      | 7.21%   | 5.74%   | 2.15%   | 3.43%  | 5.86%   |
|                | 2012A  | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | ROE(%)         | 8.32%   | 6.45%   | 2.46%   | 3.92%  | 6.74%   |
| <b>经营活动现金流</b> | 239    | 253   | 248   | 276   | 310   | <b>偿债能力</b>    |         |         |         |        |         |
| 净利润            | 276    | 222   | 84    | 140   | 256   | 资产负债率(%)       | 11%     | 10%     | 11%     | 12%    | 13%     |
| 折旧摊销           | 79     | 105   | 145   | 154   | 163   | 流动比率           | 6.43    | 7.89    | 5.23    | 5.26   | 5.44    |
| 财务费用           | -39    | -20   | -17   | -10   | -8    | 速动比率           | 5.46    | 6.27    | 3.94    | 3.77   | 3.82    |
| 应收账款减少         | -94    | -10   | 34    | -69   | -90   | <b>营运能力</b>    |         |         |         |        |         |
| 预收帐款增加         | 12     | -1    | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率         | 0.29    | 0.32    | 0.27    | 0.35   | 0.45    |
| <b>投资活动现金流</b> | -564   | -785  | -632  | 432   | 456   | 应收账款周转率        | 5.79    | 5.29    | 4.81    | 5.97   | 5.96    |
| 公允价值变动收        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率        | 5.96    | 6.80    | 7.44    | 8.65   | 9.12    |
| 长期股权投资减        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |        |         |
| 投资收益           | 3      | 9     | 10    | 8     | 7     | 每股收益(最新摊薄)     | 0.44    | 0.35    | 0.14    | 0.22   | 0.40    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -106   | -94   | -98   | -90   | -90   | 每股净现金流(最新      | -0.69   | -0.99   | -0.77   | 0.98   | 1.07    |
| 应付债券增加         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊      | 5.25    | 5.45    | 5.53    | 5.66   | 5.90    |
| 长期借款增加         | 0      | 3     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |         |         |         |        |         |
| 普通股增加          | 210    | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E            | 26.45   | 33.26   | 85.59   | 52.36  | 29.25   |
| 资本公积增加         | -210   | 3     | 0     | 0     | 0     | P/B            | 2.22    | 2.14    | 2.10    | 2.05   | 1.97    |
| <b>现金净增加额</b>  | -432   | -626  | -482  | 618   | 676   | EV/EBITDA      | 17.42   | 20.99   | 35.19   | 25.23  | 16.33   |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 6 年行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

## 联系人简介

### 王宗超

天津大学测控技术与仪器专业学士，清华大学精密仪器与机械学系硕士，从事航天航空自动化测试设备研发工作 2 年，2014 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究，重点关注：高端智能装备、自动化设备、仪器仪表、航天装备制造等。

## 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。