

# 恒立油缸 (601100)

## 强烈推荐

行业：机械基础件

### 业绩略低于预期，

### 15年看周期复苏+非标与泵阀成长+海外拓展

公司3月31日公告了14年年报，营收10.93亿元，同比下滑11.10%，归母净利润9190万元，同比下滑58.49%，EPS为0.15。业绩略低于我们0.17的预期。分红为每10股派现0.56元（含税）。

#### 投资要点：

◆ **受市场需求及结构影响，14年挖机油缸量价齐跌营收同比下滑25.5%、但市占率仍逆市上行达39.4%**。去年挖机销量同比大幅下滑19.5%，公司挖机油缸销量同比下滑18.6%，增速略优于行业，销量142634台，市占率仍高达39.4%较13年有小幅提升。而因为14年挖机市场结构中均价较低的中小挖占比提升，所以均价也相应下行（-8.4%）。

◆ **盾构机、海事、汽车吊等需求较好，14年非标量价齐升营收同比增长27%**。近期盾构机油缸需求较好，占非标油缸需求约1/3，且公司市场地位较高，已成为全球盾构机油缸研制领军企业（约80%市占率）。非标油缸去年销量47124台（+9.8%），均价8809（+15.6%），未来我们看好非标成长可持续。

◆ **受限于产能利用率低、投资折旧加大影响，14年综合毛利率24.6%达近年最低，我们相信未来随着周期上行产能释放、投入固定成本趋稳下，公司毛利率有望触底回升**。14年挖机油缸毛利率28.1%（同比下滑23%，史上高点为43%）而非标油缸毛利率为19.7%（同比下滑29%，史上高点为42%）。成本中影响较大的是制造费用，主要因高精密铸件项目全部转固折旧加大所致，14年铸件项目收益低，折旧大，亏损近2300万，15年铸件有望贡献收入6000万元，降低这一因素对毛利率的影响。同时，随着周期复苏产能释放、投入成本趋稳，未来毛利率将大概率触底回升。

◆ **泵阀业务蓄势待发**。公司挖机用多路阀已完成台架性能测试、脉冲测试、主机搭载测试及产品优化改进，打破了国外垄断，目前主机搭载性能、复合操控性能、油耗、效率相关技术参数已达到或超越同类外国品牌产品。泵阀进度稍慢于阀，目前已完成多型号图纸设计、台架性能测试及台架耐久测试，并在相关挖掘机主机厂完成样机装机性能测试和寿命考核，性能参数已得到客户认可。HLPV80泵取得相关专利，同时开始在其它工程配套（如旋挖钻）领域拓展。我们预计挖机主泵阀今年有望供货1500~2000套。

◆ **海外战略已初显成效，14年海外收入占比22%、增长23%，卡特彼勒已成公司第一大客户**。为对冲国内工程机械市场的低迷需求，公司近年加大北美、欧洲、日本海外市场的开拓力度。挖机油缸开发了外资品牌的7种机型，在卡特、神钢等公司持续拓展；非标油缸方面与挪威TTS等合作良好。海外毛利率29.4%高于国内22.9%的毛利率，提升海外份额也是盈利能力的保障。

◆ **维持“强烈推荐”评级**。基本逻辑：公司国产挖机油缸龙头地位稳固，有望受益于“一带一路”推进、房地产330后去库存加快带来的挖机油缸需求复苏。非标油缸、泵阀的成长与海外拓展也将助力公司业绩反转高成长。预计15~17年EPS分别为0.22（-0.03）、0.35（-0.02）、0.51元。虽然公司目前估值偏高，我们看好公司在液压行业优秀的竞争力，业务转型带来的广阔市场空间、挖机周期反弹+非标成长+泵阀放量带来的高业绩弹性，我们中长期持续看好，给予目标价17.5元。短期催化剂为挖机主泵阀测试合格突破供货，中长期催化剂为挖机市场周期反弹、主泵阀、工业阀逐步放量带来高业绩弹性预期。

◆ **风险提示**：挖机市场复苏不及预期；挖机主泵阀进口替代进度低于预期。

#### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1093	1488	1930	2545
收入同比(%)	-11%	36%	30%	32%
归属母公司净利润	92	138	219	320
净利润同比(%)	-58%	50%	59%	46%
毛利率(%)	24.6%	26.7%	29.0%	29.8%
ROE(%)	2.7%	3.8%	5.8%	8.0%
每股收益(元)	0.15	0.22	0.35	0.51
P/E	102.07	68.05	42.85	29.30
P/B	2.72	2.62	2.50	2.35
EV/EBITDA	51	39	25	18

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：石炯

S0960114070038

0755-82026565

shijiong@china-invs.cn

6-12个月目标价：17.5

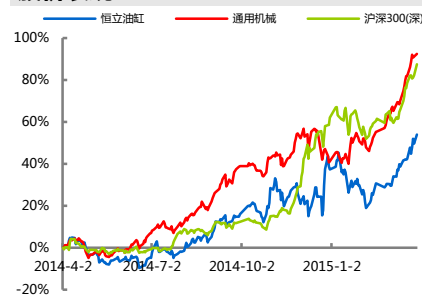
当前股价：14.89

评级调整：维持

#### 基本资料

总股本(百万股)	630
流通股本(百万股)	247
总市值(亿元)	94
流通市值(亿元)	37
成交量(百万股)	5.80
成交额(百万元)	86.01

#### 股价表现



#### 相关报告

《恒立油缸深度报告-挖机油缸企稳+非标油缸成长+泵阀突破放量，周期+成长助力公司业绩反转》2015-3-16

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1697	2139	2662	3491
现金	436	647	839	1106
应收账款	198	417	483	636
其它应收款	7	6	8	10
预付账款	29	327	411	536
存货	459	545	685	893
其他	568	197	236	309
<b>非流动资产</b>	2362	2546	2423	2294
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1537	1969	1992	1938
无形资产	272	287	282	277
其他	553	291	150	80
<b>资产总计</b>	4059	4686	5085	5786
<b>流动负债</b>	391	796	991	1442
短期借款	40	399	508	823
应付账款	196	240	302	393
其他	155	157	182	226
<b>非流动负债</b>	189	275	307	313
长期借款	8	8	8	8
其他	181	266	299	305
<b>负债合计</b>	580	1071	1299	1755
少数股东权益	36	34	34	35
股本	630	630	630	630
资本公积	2086	2086	2086	2086
留存收益	727	865	1036	1279
归属母公司股东权益	3444	3582	3752	3996
<b>负债和股东权益</b>	4059	4686	5085	5786

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	252	234	128	30
净利润	89	136	219	321
折旧摊销	128	105	123	129
财务费用	-8	-4	5	11
投资损失	-14	-10	-10	-10
营运资金变动	62	-149	-243	-427
其它	-6	157	33	6
<b>投资活动现金流</b>	-470	-373	10	10
资本支出	501	360	0	0
长期投资	-35	0	0	0
其他	-4	-13	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	-60	349	55	228
短期借款	40	359	108	316
长期借款	5	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-105	-10	-53	-88
<b>现金净增加额</b>	-285	211	192	267

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	1093	1488	1930	2545
营业成本	824	1091	1371	1786
营业税金及附加	7	10	13	17
营业费用	54	62	73	89
管理费用	172	208	251	305
财务费用	-8	-4	5	11
资产减值损失	3	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	14	10	10	10
<b>营业利润</b>	54	129	227	346
营业外收入	55	30	30	30
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	108	159	257	375
所得税	19	23	37	54
<b>净利润</b>	89	136	219	321
少数股东损益	-3	-2	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	92	138	219	320
EBITDA	174	229	355	486
EPS (元)	0.15	0.22	0.35	0.51

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-11.1%	36.1%	29.7%	31.8%
营业利润	-76.7%	139.4%	76.2%	52.3%
归属于母公司净利润	-58.5%	50.0%	58.8%	46.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.6%	26.7%	29.0%	29.8%
净利率	8.4%	9.3%	11.3%	12.6%
ROE	2.7%	3.8%	5.8%	8.0%
ROIC	1.2%	2.9%	5.3%	7.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	14.3%	22.9%	25.5%	30.3%
净负债比率	10.82%	38.09%	39.72%	47.38%
流动比率	4.34	2.69	2.68	2.42
速动比率	3.16	2.00	1.99	1.80
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.34	0.40	0.47
应收账款周转率	5	5	4	5
应付账款周转率	4.88	5.01	5.06	5.14
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.22	0.35	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.37	0.20	0.05
每股净资产(最新摊薄)	5.47	5.69	5.96	6.34
<b>估值比率</b>				
P/E	102.07	68.05	42.85	29.30
P/B	2.72	2.62	2.50	2.35
EV/EBITDA	51	39	25	18

## 相关报告

报告日期	报告标题
2015-3-16	《恒立油缸深度报告-挖机油缸企稳+非标油缸成长+泵阀突破放量，周期+成长助力公司业绩反转》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

石炯,中国中投证券研究所机械行业研究员,暨南大学金融学硕士,华南理工大学工业工程学士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434