

# 恒立油缸 (601100)

## 强烈推荐

行业：机械基础件

### 挖机周期底部渐显，国际液压巨头成长中

公司4月28日公告了15年一季报，营收2.6亿元，同比下滑10.08%，归母净利润545万元，同比下滑85.09%，EPS为0.01。业绩略低于我们预期。

#### 投资要点：

✦ **挖机市场或达6年周期底部，房市回暖+一带一路加速周期复苏。**15Q1国内挖机销量16522台，同比下滑49%，一季度销量达近6年最低。目前挖机下行周期底部渐显，未来随着房市回暖、一带一路推进，挖机市场将加速去库存，逐步进入上行周期。

✦ **Q1公司挖机油缸市占率依然逆市提升，凸显龙头竞争力。**15Q1公司挖机油缸销量约41600台，下行28%跑赢行业49%跌幅，市占率提升至约63%。

✦ **Q1公司非标油缸营收同比增长31%，收入占比提升至40%+。**盾构机、海事、汽车吊等需求仍然较好，未来我们看好非标可持续高成长。

✦ **泵阀实行多元化战略，目前国内配套进展正常，预计全年可贡献收入2亿元，且公司计划明年上半年进入外资品牌。**多元化战略下，泵阀开发领域从挖机扩展至水泥泵车、叉车等其他工程机械领域，同时明年上半年计划出口，泵阀收入增长点将全面打开。

✦ **海外战略进展顺利，Q1海外营收同比增长70%，营收占比达32%。**

✦ **受限于产能利用率低、折旧加大、恒立液压与上海立新亏损影响，公司Q1利润率较低，但随着挖机周期复苏、泵阀放量、立新改革，利润率有望回升。**

✦ **公司立志成为全球领先液压系统元件集成商，未来将通过内生外延发展，努力提高技术、规模、管理，全球竞争力预期逐步增强。**

✦ **维持“强烈推荐”评级。**我们看好挖机市场逐步见底、周期反弹给公司带来高业绩弹性，看好公司未来能成长为国际液压巨头。预计15~17年EPS分别为0.18(-0.04)、0.29(-0.06)、0.45(-0.06)元，给予目标价20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、泵阀放量带来的高业绩弹性、潜在的外延预期。

✦ **风险提示：**挖机市场复苏不及预期；泵阀项目进度低于预期。

#### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1093	1341	1791	2389
收入同比(%)	-11%	23%	34%	33%
归属母公司净利润	92	111	184	285
净利润同比(%)	-58%	20%	66%	55%
毛利率(%)	24.6%	24.4%	26.2%	27.8%
ROE(%)	2.7%	3.1%	5.0%	7.3%
每股收益(元)	0.15	0.18	0.29	0.45
P/E	102.07	84.83	51.11	32.96
P/B	2.72	2.64	2.54	2.39
EV/EBITDA	51	48	31	21

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名：张镔

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：20

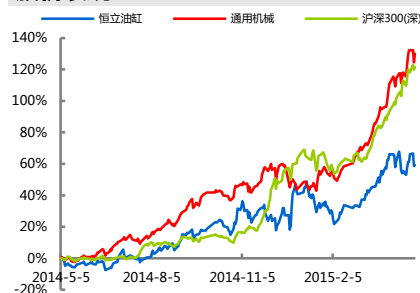
当前股价：15.31

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)	96
流通市值(亿元)	38
成交量(百万股)	5.89
成交额(百万元)	89.99

#### 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

《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》2015-4-1

**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	1757	2223	2956
现金	436	583	779	1039
应收账款	198	375	448	597
其它应收款	7	5	7	10
预付账款	29	108	109	157
存货	459	507	661	862
其他	568	178	219	291
<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	4304	4646	5250
<b>流动负债</b>	391	441	605	982
短期借款	40	70	139	385
应付账款	196	223	291	379
其他	155	148	175	218
<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	715	913	1295
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	838	982	1203
归属母公司股东权益	3444	3554	3699	3920
<b>负债和股东权益</b>	4059	4304	4646	5250

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	252	488	137	52
净利润	89	109	184	285
折旧摊销	128	105	123	129
财务费用	-8	-15	-19	-16
投资损失	-14	-10	-10	-10
营运资金变动	62	143	-174	-342
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	31	49	198
短期借款	40	30	69	246
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	1	-20	-48
<b>现金净增加额</b>	-285	147	196	260

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	1341	1791	2389
营业成本	824	1014	1321	1725
营业税金及附加	7	9	12	16
营业费用	54	56	68	84
管理费用	172	188	233	287
财务费用	-8	-15	-19	-16
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	97	185	304
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	127	215	334
所得税	19	18	31	48
<b>净利润</b>	89	109	184	285
少数股东损益	-3	-2	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	92	111	184	285
EBITDA	174	187	290	416
EPS (元)	0.15	0.18	0.29	0.45

**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%	22.6%	33.6%	33.4%
营业利润	-76.7%	81.1%	90.4%	63.9%
归属于母公司净利润	-58.5%	20.3%	66.0%	55.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.6%	24.4%	26.2%	27.8%
净利率	8.4%	8.2%	10.2%	11.9%
ROE	2.7%	3.1%	5.0%	7.3%
ROIC	1.2%	2.1%	4.2%	6.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	14.3%	16.6%	19.6%	24.7%
净负债比率	10.82%	10.95%	16.16%	30.37%
流动比率	4.34	3.99	3.67	3.01
速动比率	3.16	2.84	2.58	2.13
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.32	0.40	0.48
应收账款周转率	5	5	4	5
应付账款周转率	4.88	4.84	5.14	5.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.18	0.29	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.78	0.22	0.08
每股净资产(最新摊薄)	5.47	5.64	5.87	6.22
<b>估值比率</b>				
P/E	102.07	84.83	51.11	32.96
P/B	2.72	2.64	2.54	2.39
EV/EBITDA	51	48	31	21

## 相关报告

报告日期	报告标题
2015-03-16	《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》
2015-04-01	《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》

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