

恒立油缸 (601100) 点评报告

牵手德国哈威，向全球领先液压系统集成商迈进 投资评级：增持（首次）

2015年11月12日

■ 事件

公司公告与德国 HAWE Hydraulik SE (哈威集团) 展开战略合作，与哈威集团全资子公司哈威控股、Andreas Gonschior 先生 (哈威控股子公司哈威 InLine 总经理) 签订《国际合作协议》，各方拟在研发、采购、销售、品牌、股权等方面全方位进行战略合作。同时，公司拟用自有资金及贷款按对价 1370 万欧元收购哈威 InLine 100% 股权。

投资要点

■ **哈威集团 (HAWE Hydraulik SE) 是享誉全球的液压龙头，此次全资收购的孙公司哈威 InLine 主营液压轴向柱塞泵。**

HAWE Hydraulik SE 是享誉全球的德国家族企业，历史超过 60 年，专业从事液压泵、阀和液压系统的研发、制造与销售，其阀体全钢结构、耐高压、寿命长，产品广泛用于工程机械、机床、船舶、液压工具等行业，年销售额达 4 亿欧元。哈威控股为 HAWE Hydraulik SE 的持股平台，用于资产管理，旗下有 16 家公司 (此次收购标的为其中的一家)，2014 年公司实现收入 1302 万欧元、净利 1183 万欧元，主要是投资收益。此次恒立与哈威控股签订从研发、采购、销售、品牌、股权的《国际合作协议》，将实质性获得其大股东哈威集团 (HAWE Hydraulik SE) 在液压领域全方面的支持。本次 100% 全资收购的哈威 InLine 是目前能提供最为全面的轴向柱塞泵系列的全球知名厂商之一，产品广泛用于工业、车辆、海工、起重机、吊车、起重平台等领域，2014 年哈威 InLine 营收 1048 万欧元、净利 11 万欧元 (收购对价 14 年 PE 为 125X)，我们相信中国广阔的市场、公司极具活力的民企管理体制、优质低成本的原材料铸件将在未来有效改善哈威 InLine 的盈利能力，起到较好的协同作用。

■ **中国液压件进口替代空间数百亿，此次牵手哈威较好地提高了公司产品竞争力，加速推进公司向全球领先液压系统集成商进军。**

中国液压件市场空间广阔，仅工程机械液压件市场便百亿元+，但整个市场国产化率 60%，高端液压子市场如挖机泵阀国产化率仅 10%，中国液压件市场进口替代空间达数百亿。恒立此前为国内挖机油缸龙头 (市占率 40%)、且海外战略拓展顺利 (2014 年对全球工程机械巨头卡特彼勒销售额近 2 亿元)，但优势产品仅在油缸类 (挖机，盾构机、海工等非标)、较为单一，此次牵手哈威将直接引入哈威 InLine 的高压轴向柱塞泵 (产品系列全球最全面之一)、同时未来有望延展到集团的其他泵、阀、液压系统产品及技术，极大地提高了公司产品综合竞争力、丰富了产品线，为公司向全球领先液压系统集成商打下坚实基础。

■ **挖机有望在 1-2 年内逐步周期筑底+非标油缸高成长+恒立液压投产+5 年海外投资计划，周期与成长兼具，公司未来业绩具高弹性。**

预计今年国内挖机销量同比下滑 30%-40%，去库存节奏加快，未来随着一带一路的推进，我们预计挖机市场有望在 1-2 年内逐步周期筑底；盾构机、海事、汽车吊等需求仍然较好，非标目前保持 30% 左右高成长；恒立液压今天正式投产，已投入超 8 亿元，规划未来达产年产多行业应用的 200 万件各类液压阀及液压系统，5 万台高压柱塞泵，预计恒立液压达产年收入可达 20 亿元+；公司坚持国际化战略，将在 5 年内出资 6000 万美元 (已用 1370 万欧元) 投资全球范围工业 4.0 与智能制造相关液压领域；我们看好公司周期性成长性兼具，未来高业绩弹性可期。

■ 投资建议：

我们看好挖机市场 1-2 年内逐步见底、非标油缸与其他液压件成长、周期+成长给公司带来高业绩弹性，看好公司未来能成长为全球领先液压系统集成商。预计 2015-2017 年 EPS 为 0.14/0.26/0.44 元，对应 2015 年 PB 为 3.3X，首次予以“增持”评级。

■ **风险提示：**挖机市场复苏不及预期；恒立液压拓展进度低于预期。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

联系人 石炯

18589055095

shijiong@dwzq.com.cn

证券分析师 黄海方

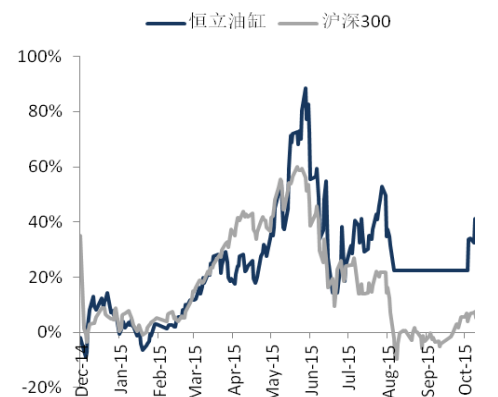
执业资格证书号码：S0600511010016

huanghf@dwzq.com.cn

联系人 周尔双

zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	18.51
一年最高价/最低价	23.85/10.88
市净率	3.35
流通 A 股市值 (百万元)	11661

基础数据

每股净资产 (元)	3.10
资产负债率	22.32
总股本 (百万股)	630
流通 A 股 (百万股)	630

相关报告

附录：恒立液压投产庆典暨恒立-哈威全球战略合作签约仪式表 调研简纪

恒立子公司情况简介

表 1 恒立液压子公司情况

项目	基本情况
总投资	目前已投入超过 8 亿元，后续预期投入减少
建设情况	厂房基建已完成，第一批设备已安装工作，后续设备陆续入场，预计年底开始转固
产品	挖掘机主控液压阀、高压柱塞泵，各类标准工业阀、液压系统 (可用于注塑机、机床、军工、其他工程机械、核电、油气)
产能	200 万件各类液压阀及液压系统/年，5 万台高压柱塞泵/年
意义	合格供货后挖机主泵阀将打破国外垄断，实现真正意义的进口替代；多类泵阀将加速进口替代速度，高毛利率的液压系统较好提升公司盈利能力。满产状态下预期收入 20 亿+/年

资料来源：东吴证券研究所

高质量的铸件原材料是保证高质量泵阀生产的关键，目前公司已形成了国内首个规模化生产高精密液压铸件的铸件基地。

表 2 恒立铸造简介

项目	基本情况
总投资	4.96 亿元
建设情况	建设完毕，2014 年开始转固
项目产出	项目采用世界先进的湿砂造型工艺和静压造型线，从德国引进熔炼、烧铸、制芯、在线检测、机器人去毛边等先进生产设备、并建立国际一流的产品试验和检测程序制度，生产高压油缸端盖、导向套、高压多路阀阀体，泵、马达壳体等高精密液压铸件。
项目产能	达产后，年总产能 25000 吨高精密液压件。分别为 7000 吨油缸端盖、导向套铸件，6000 吨多路阀铸件、12000 吨泵、马达壳体铸件
项目意义	降低油缸原材料采购成本、提高供应链连续及时性；是生产高质量液压件的基础与关键环节

资料来源：东吴证券研究所

■ 哈威公司的行业地位

哈威是全球液压第 2 梯队的第 1 名，第 1 梯队包括 BOSCH-REXROTH 博世-力士乐、PARKER 派克等。公司产品定位是实现差异化、所有铸件都是全钢加工。哈威的阀排量可达 350-400ML，较普通 250ML 的排量高出许多，应用范围也相应扩大。哈威在中国市场的收入、利润占其全球市场的 1/3、1/2。哈威强项在阀、哈威 InLine 强项在泵、恒立强项在油缸，此次合作有助于恒立加速成长为全球领先液压系统集成商。

■ 哈威 InLine 产品

主要产品变量柱塞泵，很小排量到很大排量，可以达到很强的压力、排量、技术。各方面与 PARK、力士乐产品相似。产品可用在很多领域：液压、工业、车辆、海工、起重机、吊车、起重平台领域等。

■ 哈威 InLine 的历史沿革

1901, 诞生于柏林, 生产柴油机发动机;

1950, 液压产品引进工厂, 与 CAMPER 公司开始合作;

1960, 柱塞泵开始制造;

1973, 建新厂, 为目前我们的工厂;

1974, 沃尔沃公司接手这个工厂, 我们给他做一些产品。然后阿塔斯托夫与沃尔沃合并改名沃夫;

1999, 公司被哈威收购, 改名成哈威 InLine, 产品设计由哈威主导;

■ 哈威 InLine 财务情况

表 2 哈威 InLine 公司最近三年及最近一期的主要财务指标如下: (万欧元)

项目	2012	2013	2014	2015 年 1-9 月
资产总额	1,069.5	938.1	926.5	878.3
负债总额	678.2	573.0	575.4	488.8
净资产	391.3	365.1	351.1	389.5
营业收入	1202.3	993.1	1048.2	879.7
息税折旧 摊销前利润	186.0	108.8	119.0	95.1
净利润	-27.2	-76.0	11.1	17.0

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1697	1644	2122	2825
现金	436	561	740	993
应收账款	198	342	426	571
其他应收款	7	5	7	9
预付账款	29	101	105	150
存货	459	472	636	824
其他流动资产	568	163	208	278
非流动资产	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
其他非流动资产	553	291	150	80
资产总计	4059	4191	4545	5119
流动负债	391	348	534	883
短期借款	40	0	84	310
应付账款	196	208	280	363
其他流动负债	155	140	170	211
非流动负债	189	275	307	313
长期借款	8	8	8	8
其他非流动负债	181	266	299	305
负债合计	580	622	842	1196
少数股东权益	36	34	35	35
股本	630	630	630	630
资本公积	2086	2086	2086	2086
留存收益	727	817	952	1171
归属母公司				
股东权益	3444	3534	3669	3888
负债和股东权益	4059	4191	4545	5119

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	252	534	94	56
净利润	89	89	167	278
折旧摊销	128	105	123	129
财务费用	-8	-17	-22	-19
投资损失	-14	-10	-10	-10
营运资金变动	62	212	-196	-327
其他经营现金流	-6	157	33	6
投资活动现金流	-470	-373	10	10
资本支出	501	360	0	0
长期投资	-35	0	0	0
其他投资现金流	-4	-13	10	10
筹资活动现金流	-60	-37	75	187
短期借款	40	-40	84	226
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
其他筹资现金流	-105	3	-10	-39
现金净增加额	-285	125	179	253

资料来源: 东吴证券研究所

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1093	1223	1702	2284
营业成本	824	944	1271	1648
营业税金及附加	7	8	12	16
营业费用	54	51	65	80
管理费用	172	171	221	274
财务费用	-8	-17	-22	-19
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
营业利润	54	74	165	295
营业外收入	55	30	30	30
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	108	104	195	325
所得税	19	15	28	47
净利润	89	89	167	278
少数股东损益	-3	-1	0	1
归属母公司净利润	92	90	166	277
EBITDA	174	161	266	405
EPS (元)	0.146	0.143	0.264	0.440

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-11.1%	11.9%	39.2%	34.2%
营业利润	-76.7%	37.2%	123.8%	78.8%
归属于母公司净利润	-58.5%	-2.0%	84.6%	66.7%
获利能力				
毛利率(%)	24.6%	22.8%	25.3%	27.8%
净利率(%)	8.5%	8.4%	7.4%	9.8%
ROE(%)	2.7%	2.5%	4.5%	7.1%
ROIC(%)	1.2%	1.5%	3.7%	6.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	14.3%	14.9%	18.5%	23.4%
净负债比率(%)	10.82%	1.34%	11.03%	26.62%
流动比率	4.34	4.73	3.97	3.20
速动比率	3.16	3.37	2.78	2.27
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.30	0.39	0.47
应收账款周转率	5	4	4	5
应付账款周转率	4.88	4.68	5.22	5.13
每股指标(元)				
每股收益	0.15	0.14	0.26	0.44
每股经营现金流	0.40	0.85	0.15	0.09
每股净资产	5.47	5.61	5.82	6.17
估值比率				
P/E	126.88	129.46	70.14	42.06
P/B	3.39	3.30	3.18	3.00
EV/EBITDA	64	70	42	28

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

