

恒立油缸(601100)新股定价报告

--国内挖掘机专用油缸与高端液压元件行业的领跑者

机械设备/普通机械

定价区间
23.60—28.40 元

发布时间：2011 年 10 月 27 日

投资要点：

- 公司是挖掘机专用油缸等液压元件的专业生厂商。2010 年，公司营业收入为 8.17 亿元，其中挖掘机专用油缸销售额占主营业务收入的 74.47%，重型装备用非标准油缸的销售占比为 23.8%。
- 挖掘机专用油缸是公司目前的主导产品,公司在行业内处于领先地位。2010 年，公司在国内挖掘机专用油缸的市场份额为 20%;在进口替代、国产挖掘机厂商销量持续上升等因素的推动下,公司的市场份额仍有提升的空间。
- 重型装备用非标准油缸等液压元件产品将成为新的增长点。(1)公司重型装备用非标准油缸在船舶、海洋工程等市场的需求旺盛,预计产品的利润占比将从今年的 30%左右增加到明年的 40-50%。(2)泵、马达等新产品处在研发阶段,2013 年计划将开始批量生产。
- 液压元件行业保持较快增速,高端市场亟待突破。2005—2009 年,我国液压元件行业的年均增速为 26.73%,中高端产品的进口依赖度达 70%以上。
- 募投项目:项目达产后,将新增年产 20 万只挖掘机专用油缸和 5 万只重型装备用非标准油缸的产能,整体产能将扩大一倍以上。项目将新增营业收入 14.25 亿元,新增净利润 3.27 亿元。
- 盈利预测与估值:预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.95、1.18、1.55 元,定价区间为 23.60-28.40 元,对应 2011 年 25-30 倍的市盈率。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	81,700	96.4%	22,873	98.1%	0.54			
2011E	130,556	59.8%	39,701	73.6%	0.95			
2012E	172,335	32.0%	49,453	24.6%	1.18			
2013E	223,690	29.8%	64,941	31.3%	1.55			

发行数据	2010 年
发行前股本(万股)	31,500
发行数量(万股)	10,500
发行价格(元)	23.00
发行前 EPS(元)	0.73
发行后 EPS(元)	0.54
发行前每股净资产(元)	2.17
发行日期	2011-10-19
上市日期	2011-10-28
主承销商	平安证券

分析师：黄海培；联系人：黎焜

执业证书编号：S0550511080004

TEL: (8621)6336 7000-231

FAX: (8621)6337 3209

Email: lik@nescn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

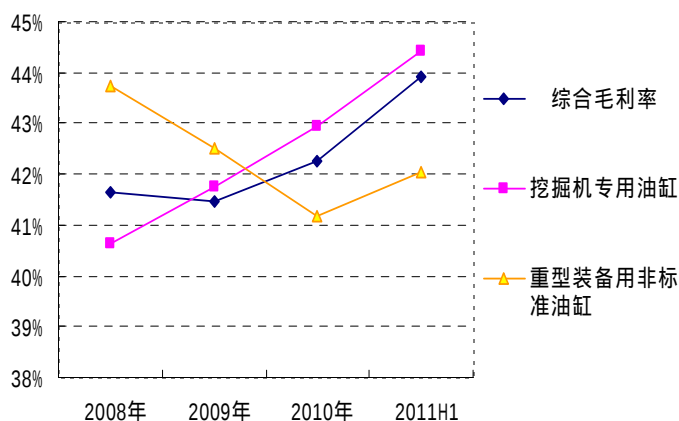
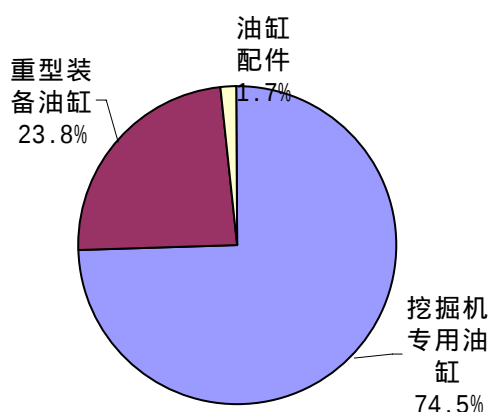
一、 公司是国内高压油缸等高端液压元件的专业生产厂商

公司主要产品为挖掘机专用油缸与重型装备用非标准油缸。2010 年，公司的营业收入为 8.17 亿元，其中挖掘机专用油缸销售额的销售占比为 74.47%，重型装备用非标准油缸的销售占比为 23.8%。

公司近三年的综合毛利率保持在 42%左右的较高水平，挖掘机专用油缸与重型装备用非标准油缸的毛利率均为 40%以上。

图 1: 2010 年公司主要产品与销售收入占比

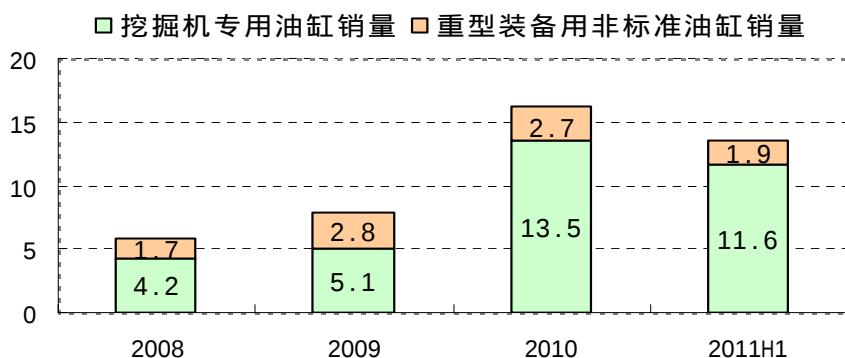
图 2: 2008-2011 年上半年公司主要产品与综合毛利率



资料来源：公司招股说明书，东北证券

2008 年-2011 年,由于国内挖掘机行业的销量快速增长，公司挖掘机专用油缸的销量也同步出现大幅增长。

图 3: 2008 年-2011 年上半年公司主要产品的销量（单位：万只）

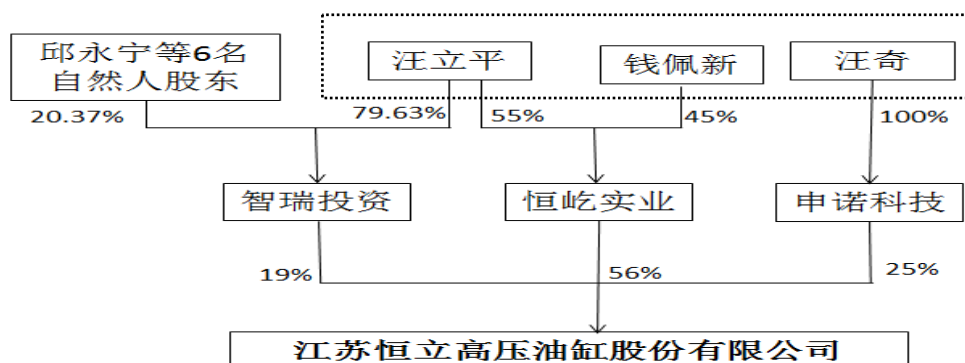


资料来源：公司招股说明书，东北证券

在非公开发行前，汪氏家族（汪立平、钱佩新、汪奇）合计持有 96.13%的股份，是

公司的实际控制人。

图 4：公司公开发行前的股权结构图



资料来源：公司招股说明书，东北证券

二、公司主要产品发展状况

2.1 挖掘机专用油缸是公司目前的主导产品

公司是国内四大挖掘机专用油缸供应商之一，并为其中唯一一家国内自主品牌企业。下游客户包括柳工、三一、徐工等国内主要挖掘机生产厂商，以及卡特彼勒、神钢等国际厂商。公司在国内挖掘机专用油缸市场占有率 2010 年为 20%，2011 年上半年达到 23.18%。

公司在国产挖掘机市场的竞争优势显著,产品技术与性能等指标在行业内处于领先地位。2008 年-2011 年上半年，公司对国内主要挖掘机品牌的销售收入占挖掘机专用油缸销售收入的比例从 2008 年的 49.14%上升到 2011 年上半年的 87.04%。

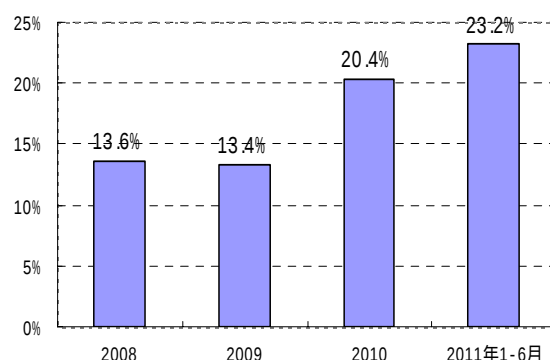
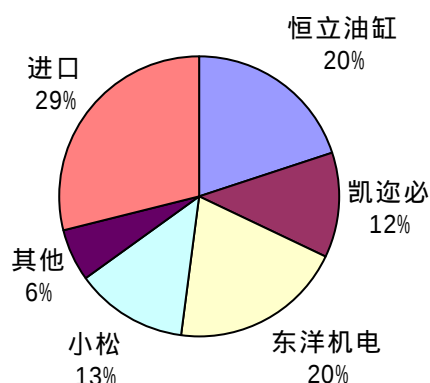
挖掘机专用油缸的技术含量较高，国内的主要生产厂商有恒立股份以及凯迩必（镇江）、小松液压、东洋机电（烟台）等少数几家外资企业。目前，国内约有 30%的挖掘机专用油缸需要依赖进口。

表 1：国内挖掘机专用油缸主要供应商与下游配套品牌

公司名称	主要配套挖掘机品牌
凯迩必（镇江）	日立、卡特彼勒、神钢等
东洋机电（烟台）	斗山、龙工、日立、厦工等
小松液压	日本小松
恒立油缸	柳工、三一、徐工、玉柴、力士德、中联重科、山东临工、山重建机、福田雷沃等

资料来源：公司招股说明书，东北证券

图 6:2010 年国内挖掘机专用油缸的主要厂商与市场份额 图 7：公司挖掘机专用油缸的历年市场份额

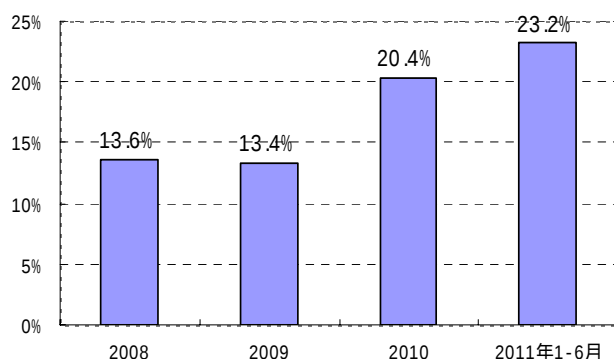
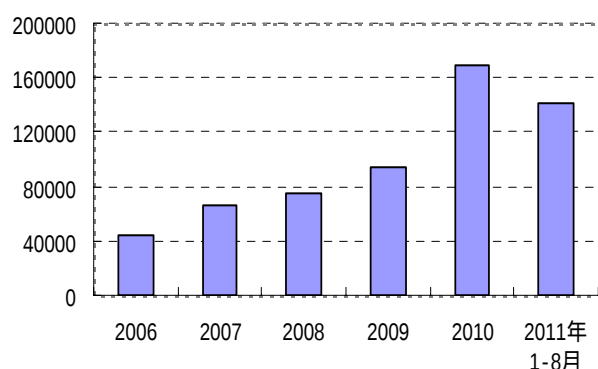


资料来源：公司招股说明书，东北证券

国内主要挖掘机厂商挖掘机销量从 2006 年的 5.18 万台增长到 2010 年的 16.58 万台，年复合增速为 33.76%。以通常每台挖掘机装配四只专用油缸进行测算，挖掘机专用油缸市场需求 2010 年为 66.32 万只。根据中国工程机械工业协会预计，挖掘机行业未来 5 年平均增速在 20%左右。2014 年，国内挖掘机总产销量预计将达到 34 万台，对应的挖掘机专用油缸市场需求总量将达到 136 万只。

2010 年,国内品牌的挖掘机销量为 46,928 万台,同比增速为 93.59%,高于行业 74.60%的整体增速。预计未来五年内，国产挖掘机品牌市场占有率将从 2010 年的 20.4%大幅提升到 45%—50%。

图 6:2006 年-2011 年国内挖掘机主要厂商的销量（台） 图 7：挖掘机行业国内厂商的历年市场份额



资料来源：公司招股说明书，东北证券

2.2 重型装备用非标准油缸等产品将成为新的重要增长点

公司未来将通过在液压元件市场推出新产品，培育新的增长点。一方面，在工程机

械液压元件领域，公司正在研发泵、马达等新产品，并计划在 2013 年开始批量生产；另一方面，重型装备用非标准油缸的销售占比预计未来将显著上升。

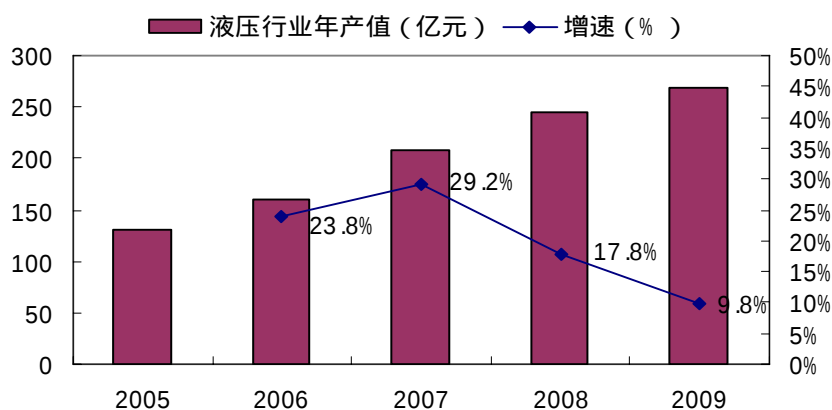
公司的重型装备用非标准油缸主要应用于大型基建设备、船舶、海洋工程设备、港口机械和大型工业设备等领域。随着公司募投项目产能的释放与市场需求的增长，预计重型装备用非标准油缸的利润占比将从今年的 30% 左右增加到明年的 40-50%。

三、国内液压元件行业发展现状：行业保持较快增速，高端产品依赖进口

2008 年，全球液压产品销售的总额达 220 亿欧元；根据油缸销售占全球液压产品市场销售额的 19% 估算，全球油缸的市场规模约为 41.8 亿欧元。

2009 年我国液压工业的产值为 269 亿元，2005—2009 年行业的年均增速为 26.73%。

图 8：2005 年-2009 年我国液压行业年产值与增速



资料来源：公司招股说明书，东北证券

国内厂商在液压元件行业的发展现状是低端产品市场竞争激烈，高端产品供不应求。变量柱塞泵、马达、多路阀和高压油缸等高端液压元件仍主要依赖进口，我国中高端液压产品的进口依赖度高达 70% 以上。2009 年液压产品进口额为 19.36 亿美元，约占到液压产品国内销售总额的 34%。

四、募投项目

公司挖掘机专用油缸的产能 2010 年为 10 万只；募投项目达产后，公司将新增年产 20 万只挖掘机专用油缸的产能和年产 5 万只重型装备用非标准油缸的产能，达到年产 30 万只挖掘机专用油缸及 8 万只重型装备用非标准油缸的生产能力。与 2010 年相比，整体产能将扩大一倍以上。

项目计划建设期为 1 年，项目建成后经 3 年达产，第一年达产 60%，第二年达产 80%，第三年达产 100%。项目将新增营业收入 14.25 亿元，新增净利润 3.27 亿元

表 2：公司募投项目与达产后预计收益

项目内容	项目投资额 (万元)	达产年销售 收入(万元)	达产年税后 利润(万元)
年产 20 万只挖掘机专用油缸	67,130	108,500	23,807
年产 5 万只重型装备用非标准油缸	27,456	34,060	8,902
液压技术研发中心	7,893		
合计	102,480	142,560	32,709

资料来源：公司招股说明书，东北证券

五、盈利预测与估值

预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.95、1.18、1.55 元，定价区间为 23.60-28.40 元，对应 2011 年 25-30 倍的市盈率。

表 3：可比公司盈利预测与估值

证券名称	股价(元)	EPS			PE		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
方圆支承	12.52	0.40	0.61	0.91	30.9	20.6	13.8
杭齿前进	11.77	0.45	0.61	0.77	26.2	19.4	15.3

资料来源：wind，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。