

恒立油缸 (601100)

公司研究/调研简报

油缸龙头优势突出，长期投资价值显现

民生精品---调研报告/机械行业

2012 年 1 月 9 日

我们近期对恒立油缸及其部分下游客户进行了实地调研。观点：公司无法避免挖机销量大幅下滑的负面影响，但市场对三一自主配套比例过于忧虑，且对公司在专用油缸、客户渗透方面将形成有效弥补认识不足，公司质地优良，具有基础件类公司发展的基本素质，长期投资价值显现。

➤ 具有综合比较优势的挖机油缸龙头，产品技术水平超过部分外资品牌

挖掘机专用油缸具有大流量、高压、高速、高频等特征，对设计、制造、集成、售后等要求较高，挖掘机专用油缸具有大流量、高压、高速、高频等特征，能适应复杂恶劣工况，对缓冲性能及密封性能要求极高。公司遵循与三一类似的高端化路线，与 KYB、东洋机电等外资品牌和众多内资油缸品牌相比，已经形成设备、技术研发、售后服务等综合优势，客户反映产品技术水平及售价已经超过东洋机电，已经并正在实现对外资品牌进口替代，并开始进入国际市场。公司 2011 年上半年挖机油缸国内市场占有率接近 24%，预计全年市场占有率近 30%，在内资挖机品牌中的市场占有率超过 70%，其他内资企业很难撼动其地位。

➤ 市场过分担忧三一提高油缸自主比例，技术问题将形成短期壁垒

三一中兴液压件公司正在大力开发挖机油缸，市场因此担忧恒立的油缸市场份额会逐渐降低。我们认为：(1) 三一从供货安全出发开发挖机油缸，在轻资产思想指导下，即使技术成熟也会给外部配套留下 50% 左右份额；(2) 挖机油缸对设计、制造、集成、售后等要求较高，大比例漏油问题解决难度较大，会增加售后服务费用和评价，中兴液压目前只供货 20 吨左右的挖掘机机型（自主配套比例预计在 30% 左右），降低漏油比率尚需时日，短期就大面积扩大份额不具有规模经济效益。

➤ 挖掘机进口替代加速，公司油缸市场占有率将逐步提高

公司挖机油缸主要客户为柳工、三一、徐工、玉柴、力士德、中联重科、山东临工、山重建机、福田雷沃等国内挖掘机品牌（占有率超过 70%，且替代进程仍在持续），外资品牌前期一直处于小批量试用阶段。2008、2009、2010 和 2011 年前 11 月内资挖掘机销量占比分别为 24.6%、26%、29.2% 和 40.4%，提高趋势明显，成为公司挖机油缸销量增长的新驱动力。

➤ 进入卡特彼勒全球供货体系，预计 2012 年销售外资品牌油缸 7-10 万台

经过前期大量管理体系、材料、小批量试用等认证流程，公司成功进入卡特彼勒全球供应链体系，并进入神钢等外资品牌国内供货体系，对 KYB 等外资品牌油缸的替代对外资品牌挖机。卡特彼勒在中国地区 2010 年和 2011 年 1-11 月分别销售挖掘机 1.03 万台和 1.06 万台，神钢在中国地区 2010 年和 2011 年 1-11 月分别销售 1.48 万台和 1.26 万台。因此，我们预计公司 2011 年外资品牌挖机油缸销售 7-10 万台。

➤ 专用油缸市占率低，2012 年收入增速有望超过 40%

重型装备用非标准油缸应用行业和领域非常广泛，公司产品主要涵盖：大型基建设备用非标准油缸（旋挖钻机用油缸、大型桥梁施工设备用油缸、隧道盾构掘进设备用油缸、大型履带吊用油缸等）、船舶、海洋工程设备及港口机械用油缸、大型工业设备用油缸等。由于产能及人员限制，专用油缸收入占比已经由 2009 年的 48% 下降至 18%。公司“年产 5 万只重型装备用非标准油缸”募投产能已经逐步释放，公司在高端专用油缸领域市场占有率较低，渗透潜力大，技术实力突出，我们预计 2012 年专用油缸收入增速有望超过 40%。

➤ 战略定位及规划清晰，液压铸件和液压泵业务值得期待

公司正在建设 25000 吨液压铸件项目，该项目规划清晰：首先通过引进先进的湿砂造型工艺和静压造型线、聘请德国专家生产液压铸件产品，主要用于高压油缸端

谨慎推荐

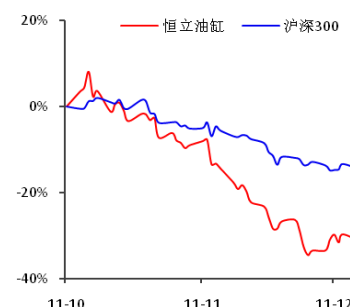
首次

目标价：20 元

交易数据 (2012-1-9)

收盘价 (元)	16.35
近 12 个月最高/最低	25.84/14.91
总股本 (百万股)	420.00
流通股本 (百万股)	84.00
流通股比例%	20.00%
总市值 (亿元)	68.67
流通市值 (亿元)	13.73

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：张琢

执业证号：S0100510110002

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：刘利（行业专家）

电话：(8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

相关研究

盖、导向套等自用产品，同时可以为其他液压件公司提供泵、马达壳体等铸件，然后以此为基础进军液压泵、马达和高压阀等技术附加值更高产品领域。

➤ 风险提示

(1) 在经济和房地产、铁路等投资增速下滑趋势下，一季度挖掘销量存在大幅下滑风险；

➤ 盈利预测与投资建议

假设 2012 年挖掘机行业增长-10%，内资挖掘机品牌占有率达 45%，公司外资品牌供货达到 6 万套，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.8、1.00 和 1.39 元，我们首次给予“谨慎推荐”投资评级，按照 2012 年 20 倍 PE 给予目标价 20 元。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	817	1,164	1,528	2,072
增长率 (%)	96.40%	42.47%	31.29%	35.60%
归属母公司股东净利润 (百万元)	229	334	422	582
增长率 (%)	98.08%	46.17%	26.23%	37.98%
每股收益 (摊薄后, 元)	0.54	0.80	1.00	1.39
PE	30.68	20.99	16.63	12.05
PB	/	3.15	2.79	2.41
每股净资产 (元)	1.68	7.80	8.81	10.20
毛利率 (%)	42.3%	43.2%	40.8%	42.1%
净资产收益率 ROE(%)	57.7%	17.6%	12.1%	14.6%
EV/EBITDA	/	12.09	10.21	7.41

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	817	1,164	1,528	2,072
减：营业成本	472	661	905	1,200
营业税金及附加	0	2	3	4
销售费用	30	42	57	77
管理费用	54	71	96	131
财务费用	(1)	4	(30)	(25)
资产减值损失	2	2	2	3
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	261	382	495	683
加：营业外收支净额	(0)	0	0	0
三、利润总额	261	382	495	683
减：所得税费用	32	48	73	101
四、净利润	229	334	422	582
归属于母公司的利润	229	334	422	582
五、基本每股收益 (元)	0.54	0.80	1.00	1.39
主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	21.47	12.09	10.21	7.41
成长能力:				
营业收入同比	96.40%	42.47%	31.29%	35.60%
营业利润同比	101.4%	46.6%	29.6%	38.0%
净利润同比	98.08%	46.17%	26.23%	38.0%
营运能力:				
应收账款周转率	14.17	12.18	10.74	9.47
存货周转率	16.91	8.74	6.26	5.94
总资产周转率	1.27	0.46	0.37	0.46
盈利能力与收益质量:				
毛利率	42.3%	43.2%	40.8%	42.1%
净利率	28.0%	28.7%	27.6%	28.1%
总资产净利率 ROA	35.5%	13.2%	10.2%	13.0%
净资产收益率 ROE	57.7%	17.6%	12.1%	14.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.01	7.60	7.86	7.03
资产负债率	44.5%	20.1%	10.5%	11.3%
长期借款/总负债	37.4%	41.4%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.54	0.80	1.00	1.39
每股经营现金流量	0.66	0.68	0.58	0.71
每股净资产	1.68	7.80	8.81	10.20

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	106	2,831	2,279	2,300
应收票据	59	128	183	269
应收账款	75	116	168	269
预付账款	147	116	199	311
其他应收款	1	12	15	21
存货	68	198	290	408
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	456	3,402	3,134	3,578
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	125	518	700	852
在建工程	125	115	135	235
无形资产	71	69	166	162
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	495	703	1,001	1,250
资产总计	951	4,105	4,136	4,828
短期借款	50	140	0	0
应付票据	35	73	100	132
应付账款	98	132	181	240
预收账款	56	40	54	72
其他应付款	0	3	4	5
应交税费	(18)	10	10	10
其他流动负债	0	50	50	50
流动负债合计	227	448	399	509
长期借款	158	342	(0)	(0)
其他非流动负债	37	37	37	37
非流动负债合计	195	379	37	37
负债合计	423	827	436	546
股本	315	420	420	420
资本公积	66	2,376	2,376	2,376
留存收益	147	481	903	1,486
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	528	3,278	3,700	4,282
负债和股东权益合计	951	4,105	4,136	4,828
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	208	285	243	299
投资活动现金流量	(394)	(410)	(240)	(300)
筹资活动现金流量	236	2,602	(452)	25
现金及等价物净增加	50	2,477	(449)	24

分析师与行业专家简介

刘利，高级工程师，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年钢铁、汽车行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究所，从事机械、军工行业研究。

张琢，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，具有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。