

强化管理，把握机遇

研究结论

- **加强内部管理，把握外部机遇。**在 2009 年经济具备较大的不确定性背景下，企业将着力于：1、内部管理的加强，公司通过上 ERP 系统等措施，优化内部流程，减少浪费，提高效益，同时强化风险管理；2、加强研发能力，提升企业的综合技术实力；3、把握外部市场机遇，2009 年以来政府采购项目大幅增加，公司加强销售力度，应对市场需求。
- **集团为公司创造有利条件。**在集团而言，厦工股份以工程机械为主业的思路没有改变。集团平台还为公司创造了一系列的有利条件：厦门市利用集团平台建立了工程机械与汽车研发中心，政府投资 10 亿元，公司可以利用这种便利条件加强研发能力。此外，融资租赁公司也是在集团层面操作，在有助于公司工程机械产品销售的同时，最小化了公司面临的风险。目前来说，集团整合整个定位是以厦工股份为平台发展工程机械。
- **逐渐完善焦作基地的生产和配件基地定位。**本部偏重于高端产品和南方市场，焦作基地主要是主要面向东北和华北市场，同时定位为生产基地和营销服务基地。今后企业大力发展配件业务，做好服务同时，把配件成为新的增长点。焦作基地 2008 年 1 月份建成厂房，一期的产能是 5000 台装载机；二期按今年的计划会投产，投产后总产能 10000 台，09 年目标是生产 7000—8000 台。以目前的市场情况来看，北方区域可以消化这样一万台左右的产品。
- **催化剂与风险因素：**国家刺激经济计划带来社会基建投资的回暖以及挖掘机和叉车产品线的扩张与产能的释放是公司业绩快速增长的催化剂；国内外宏观经济对装载机下游市场需求影响的不确定性以及主要产品市场产能过剩的可能性则是公司面临的主要风险。
- 我们给予公司 25 倍 PE 的估值水平，对应 2009 年和 2010 年预测每股收益的合理股价分别为 8.53 元和 9.62 元，绝对价值 4.35 元。公司目前股价存在低估，维持增持投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2009 年 3 月 4 日) 7.24 元

目标价格(6 个月) 8.53 元

总股本/A 股(万股) 69927

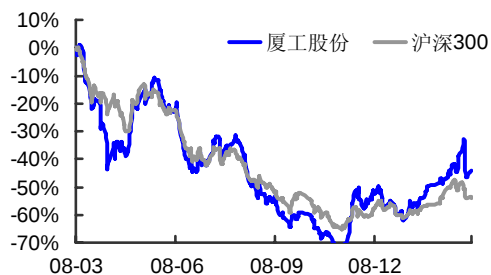
A 股市值(百万元) 5062.72

国家/地区 中国

行业 专用机械制造业

报告日期 2008 年 3 月 5 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5.02	14.73	-46.14
相对表现 (%)	4.74	11.78	7.19

资料来源：WIND 资讯

财务分析				
(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	5072.10	6079.79	7252.70	8792.85
税前利润	30.56	35.58	42.37	47.76
净利润	213.07	200.41	238.68	269.07
EBITDA	323.71	405.48	460.14	507.46
每股收益(元)	0.37	0.29	0.34	0.38
净资产收益率	13.08%	11.12%	11.82%	11.92%
每股经营现金(元)	0.37	(0.71)	0.15	0.02
市盈率(X)	23.76	25.26	21.21	18.82
EV/EBITDA	22.86	13.81	12.16	11.18

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

控股股东情况

公司大股东厦门市国有资产监督管理委员会厦门机电集团有限公司（以下简称机电集团或者集团）于 2006 年 5 月由原厦门国有资产投资公司通过变更组建而成，是厦门市直管十大国有企业集团之一。集团旗下有商用运输设备（工程机械、客车、专用汽车及关键零部件配套）、贸易、地产和投资等四大事业领域。集团所属企业有宇威重工、银华机械、海翼国贸、国能投资、航空工业（太古飞机维修）、太平货柜等 20 多家全资、控(参)股企业。截止 2008 年 12 月 31 日，集团总资产约 108 亿元，净资产 28 亿元，营业收入 92 亿元。2008 年集团全年实现营业收入比增 20%，实现净利润比增 4.3%。

太古飞机维修一块业务较为稳定，目前亚洲最大、全球有一定影响力；银华机械主要产品是工程机械配套液压油缸，目前也在为厦工股份的挖掘机小批量试配。

在集团而言，厦工股份以工程机械为主业的定位没有改变。集团平台还为公司创造了一系列的有利条件：厦门市利用集团平台建立了工程机械与汽车研发中心，政府投资 10 亿元，公司可以利用这种便利条件加强研发能力。此外，融资租赁公司也是在集团层面操作，在有助于公司产品的销售的同时，最小化了公司面临的风险。

目前来说，整个格局是以厦工股份为平台发展工程机械业务。

经营管理情况

2008 年四季度公司是盈利的。2009 年一季度感受到销售情况的改善，2 月份生产正常，还不用加班。整个季度的情况要看三月份的数字。2009 年希望能够实现装载机高于行业十个百分点的增长，挖掘机力争翻番，叉车目标在 50% 的增长，总体来说，希望做到利润和收入的增长相匹配。在出口方面，受海外经济危机影响，今年的形势较不明确，计划将出口占比提高到 10% 左右。

在 2009 年经济具备较大的不确定性背景下，企业将着力于：1、内部管理的加强，公司通过上 ERP 系统等措施，优化内部流程，减少浪费，提高效益，同时强化风险管理；2、加强研发能力，提升企业的技术实力；3、把握外部市场机遇，2009 年以来政策采购项目大幅增加，公司加强销售力度。

库存管理方面，公司加强以销定产的力度，预计 08 年底的库存水平基本维持在三季度时候的水平。2008 年的高价钢基本都已经用于生产，产品还会在三月份销售。

应收账款方面，比起三季报有大幅的下降，比 07 年的水平还是要高一些。

存货计提方面，按照会计准则，作为原材料的钢材不做计提，产成品根据公司的经验判断，如果需要一定的翻新等，会提一些减值准备。

期间费用方面：因为运输费用在 2008 年因为雪灾、油价等因素提高很多。2009 年这方面的费用会下降，销售费用比例不增加。

产品毛利率比较稳定，2009 年受益钢材价格的下跌，可能会有一些上升，总体应该还是比较稳定。

焦作基地情况

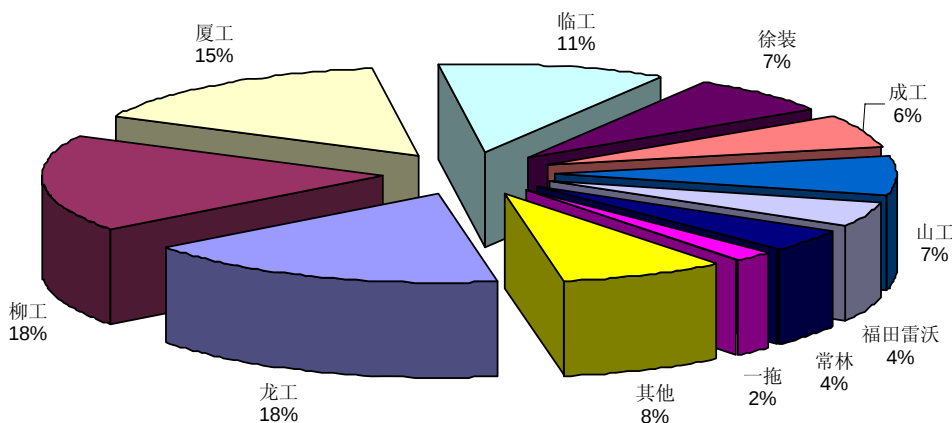
焦作基地是 2007 年 10 月份谈下来的，2008 年 1 月份厂房建成，一期的产能是 5000 台装载机；二期按今年的计划会投产，投产后总产能 10000 台，09 年目标是生产 7000-8000 台。以北部的市场情况来看，可以消化这样一万台左右的产品。

焦作定位为本部偏重于高端机和南方市场，焦作基地主要是主要面向东北和华北市场，同时定位为生产基地和营销服务及配件中心，以后要把配件作为新的增长点。

装载机产品分析

1、2008 年情况：根据协会统计数据，公司 2008 年全年装载机销量 25051 台，约占市场份额 15%，继续保持了前三强的位置。

2008 年装载机市场占有率分析



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

2、2009 年情况：公司力求实现高于全行业增长 10 个百分点。根据协会数据，一月份全行业销售 3839 台，厦工销量 622 台，二月份厦工销量在 1500 台左右，比去年同期有一个近 50% 的增长。就三四月旺季来说，考虑到 2008 年 3-4 月全行业的旺销，2009 年行业将难以越过去年的高点，估计可能在去年同期的七八成水平。

3、产品价格水平：将根据市场情况灵活应对，目前而言，价格维持稳定，这也是业内主要企业较为一致的思路。

4、产品毛利率水平：由于钢材价格水平已经由去年的 6000 多下降到目前的不到 4000，成本已经会落到 2006-2007 年间的水平，未来公司的毛利率会有所提高，二季度比一季度毛利水平提高，比 2008 年同期也会有所改善。

5、行业集中度：装载机行业经过多年的发展，目前行业的产能较为完备，一些小规模的厂商在竞争中逐渐退出市场，行业的集中度不断提高。根据协会 2008 年的数据，前三大企业占据 51% 的市场份额。不过，去年年底新进入中国装载机市场的斗山（山东）工程机械，目前其产能已经达到 10000 台，这样一个新进入者对整个市场格局可能带来的冲击和风险是不能忽视的，业内现有的龙头企业会关注其生产经营状况。

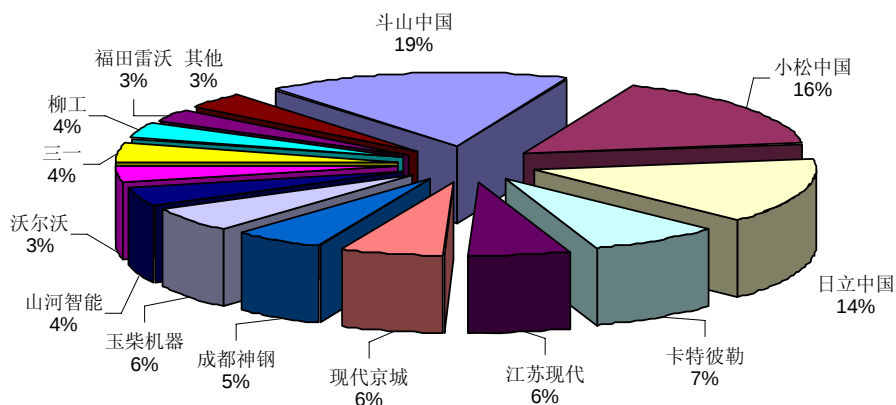
6、四万亿投资计划的拉动：对于国家投资的拉动，目前有所感受。今年招投标项目明显增多，原来的用户中有七成左右是个体户，而今年来自于政府组织的水利等领域的招投标项目多了，例如福建省一月份就有一百多台的装载机和挖掘机的招标项目，厦工成功中标。

这种政府主导的招投标项目，在回款等方面更有保证，也有利于企业控制库存和安排生产计划，综合下来，比起传统的个人用户销售更受企业欢迎。

挖掘机产品分析

1、2008 年情况：根据协会统计数据，2008 年行业共销售 77096 台挖掘机，厦工作为行业的新进入者，挖掘机销量在 700 多台，有很大的成长空间。

2008 年挖掘机市场占有率分析



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

2、2009 年情况：因为挖掘机行业存在着较大的挤占海外品牌的空间，且公司该项业务 2008 年的基数较低，因此，2009 年将努力争取销量翻番的目标。2009 年 2 月份，公司挖掘机销量超过了 100 台，奠定了较好的基础。

3、产品价格水平：将根据市场情况灵活应对，目前而言，公司产品售价在国内略高于柳工的同类产品，低于三一的挖掘机产品。因为人民币汇率等原因，挖掘机目前尚不具备出口上的价格优势。

4、核心零部件供应：公司挖掘机产品主要使用的是五十铃的发动机和川崎重工的液压件系统，通常来说，液压件系统占到整个物料成本的 30%，加上发动机后可以占到 50%左右。在 2007-2008 年挖掘机行业高速发展的期间，国内的厂商常常受海外供应商产能和供货期的制约，而目前海外工程机械市场明显收缩，对于国内企业而言，在议价能力以及供货的保障性上有所增强。此外，公司也有小批量试用电机集团旗下银华机械制造的液压油缸。

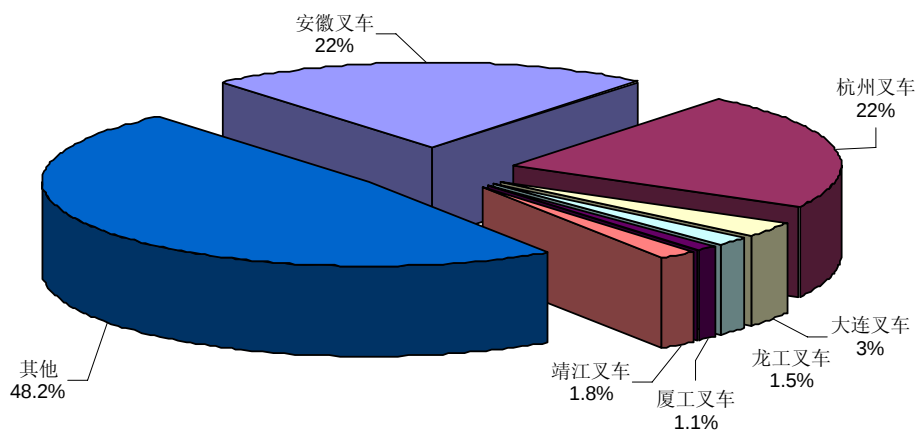
5、行业存在替代进口品牌的空间：到目前为止，挖掘机行业依然是以外资品牌为主导地位。2008 年韩国斗山、日本小松和日立累计占有了 59%的市场份额。不过，国产品牌自 2005 年以来，以小型挖掘机为突破口，逐渐扩大市场份额，并将产品线扩展至中大挖。2008 年三一和柳工的市场份额上升得比较快。厦工通过技术积累与研发，目前已经具备了较为完善的挖掘机小中大的产品结构。2008 年以来公司不断加大对于营销渠道的投入，在利用现有装载机营销渠道的同时，加大对主要

江苏、山东等挖掘机消费大省的渠道建设，并采取积极的营销措施，将有助于公司实现挖掘机业务的增长。

叉车产品分析

1、2008 年情况：根据协会统计数据，2008 年行业共销售 168119 台叉车，厦工销量在 2050 台左右。

2008 年叉车市场占有率分析



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

2、2009 年情况：叉车中的主力品种，2009 年首先立足福建广东等附近区域，重点发展大吨位叉车、电动叉车、具备技术优势的侧叉。目前小吨位叉车的市场竞争者较多，产品的毛利率较低，大吨位叉车的发展空间更大。公司发展叉车业务不以绝对量为重点，而是要发展为利润增长点。

3、产品价格水平：2008 年主要还是小吨位的叉车，2009 年着重发展高附加值产品。2009 年努力实现 50% 的增长。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
营业总收入	5072.10	6079.79	7252.70	8792.85	税后利润	213.07	200.41	238.68	269.07
营业成本	4300.43	5118.47	6133.99	7471.13	经常性现金支出	61.82	189.25	188.88	199.35
主营业务税金及附加	14.60	15.42	19.21	23.30	非经常性现金支出	(14.55)	1.61	3.59	6.01
销售费用	367.89	486.38	580.22	703.43	营运资金变动	(45.01)	(888.66)	(329.05)	(458.95)
管理费用	110.86	121.60	145.05	175.86	少数股东损益	0.07	1.19	1.41	1.59
财务费用	45.84	56.32	56.91	56.37	经营活动现金净流	215.40	(496.20)	103.51	17.07
营业利润	232.48	281.59	317.31	362.77	资本开支	144.43	282.93	21.32	9.37
非经常性损益	11.23	(44.42)	(34.85)	(44.34)	其他投资	18.23	0.60	0.60	0.60
税前利润	243.70	237.18	282.46	318.42	投资活动现金净流	(167.86)	(278.22)	(17.84)	(6.75)
所得税	30.56	35.58	42.37	47.76	贷款增加	375.45	0.00	0.00	0.00
净利润	213.14	201.60	240.09	270.66	支付股利利息	(14.69)	(61.95)	(68.60)	(76.58)
少数股东损益	0.07	1.19	1.41	1.59	其他融资	372.92	(5.16)	(10.92)	(10.50)
归属母公司净利润	213.07	200.41	238.68	269.07	筹资活动现金净流	791.14	322.59	(79.52)	(87.09)
EPS (元/股)	0.37	0.29	0.34	0.38	现金净流量	838.68	(451.82)	6.14	(76.77)
					现金期初余额	156.65	1022.35	570.53	576.67
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	995.33	570.53	576.67	499.90
	2007	2008E	2009E	2010E	比率分析				
货币资金	1022.35	570.53	576.67	499.90		2007	2008E	2009E	2010E
应收账款票据	1045.76	1630.68	2106.14	2742.29	增长能力				
存货	1796.33	2158.16	2528.91	3003.12	营收增长率(%)	34.73%	19.87%	19.29%	21.24%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	173.53%	25.26%	13.48%	10.28%
流动资产合计	4008.57	4473.33	5376.03	6442.39	EBIT 增长率(%)	265.43%	21.41%	10.75%	12.00%
长期投资	77.10	146.41	145.68	144.95	净利润增长率(%)	386.00%	-5.41%	19.09%	12.73%
固定资产	516.60	545.72	659.72	608.10	盈利能力				
在建工程	111.35	211.14	37.90	14.95	毛利率(%)	15.21%	15.81%	15.42%	15.03%
可供出售金融资产	31.45	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	4.20%	3.32%	3.31%	3.08%
非流动资产合计	893.64	1098.83	1029.77	944.75	EBITDA 利润率(%)	6.38%	6.67%	6.34%	5.77%
资产总计	4902.21	5572.15	6405.80	7387.14	ROA(%)	4.35%	3.62%	3.75%	3.66%
					ROE(%)	13.08%	11.12%	11.82%	11.92%
循环借款	718.30	1108.00	1108.00	1108.00	ROIC(%)	17.23%	14.34%	11.32%	10.52%
应付账款	2028.82	2020.11	2484.94	3096.44	偿债能力				
预收账款	107.18	66.88	110.42	130.14	资产负债率(%)	66.77%	67.46%	68.28%	69.27%
其他应交款	(62.87)	(45.90)	(33.48)	(50.87)	流动比率(倍)	1.23	1.19	1.23	1.26
流动负债合计	3268.42	3754.24	4369.08	5112.55	速动比率(倍)	0.63	0.59	0.61	0.63
非流动负债合计	4.69	4.69	4.69	4.69	价值评估				
负债合计	3273.11	3758.93	4373.76	5117.24	P/B(倍)	4.83	2.85	2.54	2.27
股本	582.73	699.27	699.27	699.27	P/E(倍)	23.76	25.26	21.21	18.82
资本公积	677.23	600.77	648.51	702.32	EV/收入(倍)	1.46	0.92	0.77	0.64
未分配利润	225.16	357.99	515.72	684.72	EV/EBITDA(倍)	22.86	13.81	12.16	11.18
股东权益	1629.10	1813.22	2032.04	2269.90	EV/EBIT(倍)	26.59	16.57	14.95	13.53
负债和股东权益	4902.21	5572.15	6405.80	7387.14					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn