

建筑机械

李勤

010-66276909

liqin@cjis.cn

厦工股份

600815

强烈推荐

挖掘机有望打开新局面

公司是国内装载机三大厂商之一，装载机业务具有较强竞争力，在基础设施建设拉动之下，装载机业务有所回暖，公司挖掘机产品进步很快，更换了新的领导层后，挖掘机业务未来将可能成为公司重要的利润增长点。

投资要点：

- **装载机正在走出低谷，稳健增长。** 装载机是工程机械的辅助机型，用于土石料的转移堆放和煤、铁矿石的堆放，因此在基础设施建设和中小煤矿方面都有广泛的应用。国家大规模基础设施建设拉动装载机的需求，扭转了装载机急剧下滑的局面，2季度以后装载机下滑幅度已经大为收窄，3季度以后形势有望进一步好转。房地产的复苏拉动了混凝土的需求，制造混凝土需要运输大量沙石料，也对装载机的回暖也有一定的推动作用。预计09年公司生产装载机22000台左右，同比略有下滑。
- **挖掘机成为公司增长潜力最大的产品。** 挖掘机在国内外市场的扩展空间都很大，我国挖掘机市场规模目前仅占世界20%，而国产牌挖掘机在国内市场占有率也只有20%左右，挖掘机产品有很大潜力。公司基于在中大型装载机的生产经验，积极发展挖掘机，公司的08年挖掘机产量600台，09年上半年已经达到506台。
- **公司聘请新的领导层，有望在挖掘机产品打开新局面** 公司董事会已经通过决议聘任蔡奎全先生担任公司总裁。蔡奎全先生是原大宇重工烟台有限公司（现斗山）总经理，曾经带领着当时的大宇（现在的斗山）创造了中国工程机械行业特别是挖掘机行业一个又一个传奇，使得韩国品牌成为中国挖掘机市场一个新崛起的品牌，一个在中国市场与小松、日立、卡特彼勒分庭抗礼的企业，成为中国各工程机械厂商学习和追赶的目标，鼓舞了中国挖掘机生产商的信心。目前厦工在国内挖掘机市场占有率仅为1.04%，而韩国斗山的市场占有率目前为15.6%。预计厦工未来在挖掘机这个大市场极有可能开创出新局面。
- **驱动桥、齿轮箱等零部件自给率提升，助升公司主机产品毛利率。** 公司收购集团公司厦门齿轮厂股权与公司现有桥箱制造整合，提高桥箱自制率，公司生产能力由目前的15000台套提高到30000台套，自给率达到80%以上，有利于保持毛利率稳定。
- **盈利预测与估值建议** 我们预计09、10、11年厦工股份每股收益可达0.28、0.44、0.56元/股，按09年25倍PE估值，合理价值11.00，给予强烈推荐评级。

6-12个月目标价：11.00元

当前股价：8.42元

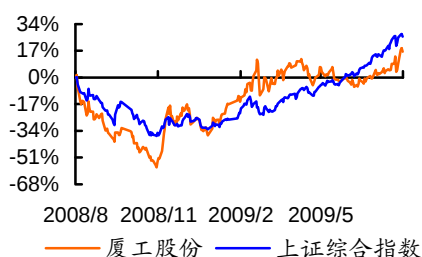
评级调整：-

基本资料

上证综合指数	3428.50
总股本(百万)	699
流通股本(百万)	699
流通市值(亿)	59
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.57
资产负债率	63.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦工股份	15.98	9.68	38.58
上证综合指数	11.01	33.54	63.42



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5891	5398	6051	7260
同比(%)	16%	-8%	12%	20%
归属母公司净利润(百万元)	187	196	307	393
同比(%)	-12%	5%	56%	28%
毛利率(%)	15.6%	15.7%	16.6%	16.9%
ROE(%)	10.6%	10.2%	13.7%	15.0%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.44	0.56
P/E	31.48	30.04	19.20	14.97
P/B	3.34	3.05	2.63	2.24
EV/EBITDA	18	18	14	11

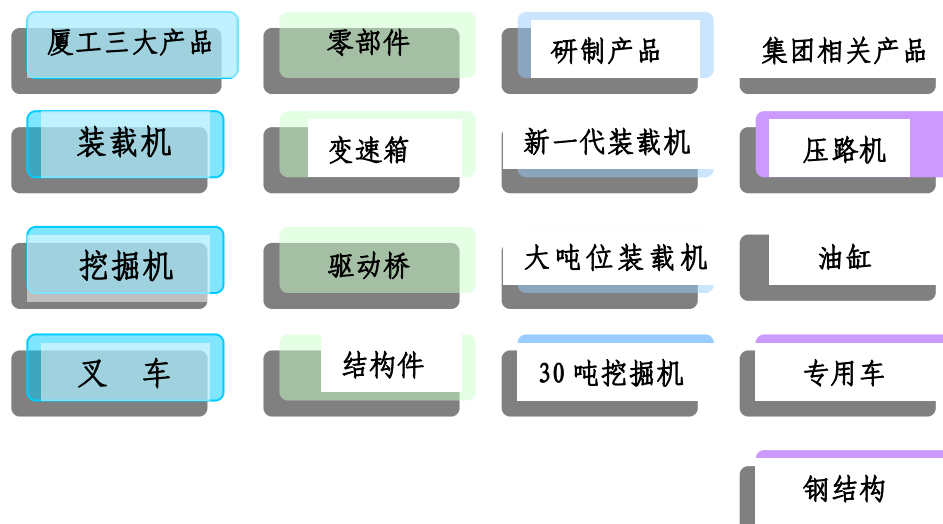
资料来源：中投证券研究所

1、公司的主要产品

厦工股份是我国重要的工程机械公司，前身是 1951 年成立的厦门工程机械厂。目前公司主要终端产品为装载机、挖掘机和叉车等三大类。零配件为齿轮驱动桥、变速箱、结构件等。

图表 1、厦工产品结构

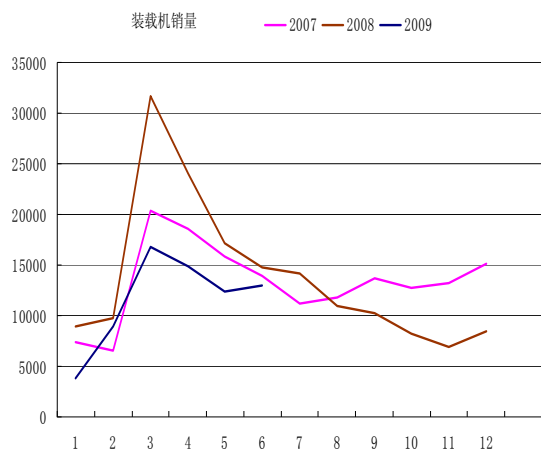
厦工主要产品



资料来源：中投证券研究所

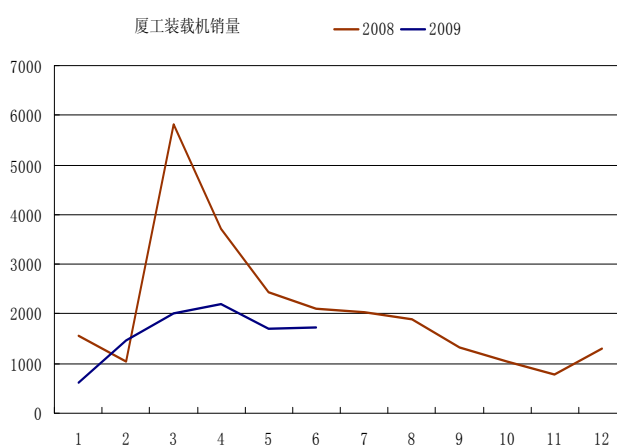
装载机是公司主要产品，收入占 80%以上，今后挖掘机占公司的收入及利润比重将不断上升。装载机在 09 年上半年销售成绩不佳。由于 08 年下半年装载机销售下降很快，因此 09 年下半年装载机销售下跌应该进一步收窄，4 季度有望同比持平甚至同比增长。

图表 2、装载机销售量



资料来源：中投证券研究所

图表 3 厦工装载机销售量



下半年支持装载机销售的主要因素有：1、煤炭、钢铁市场持续回暖，刺

激装载机需求；2、房地产复苏导致混凝土制造所需沙石料，提升一部分装载机的需求。不利因素仍然是装载机的保有量。总体来讲我们认为未来几年，装载机市场基本保持稳定。

我们认为未来公司业绩的主要增长希望在于挖掘机市场。过去 10 年，尽管中国工程机械业有了很快的发展，但是挖掘机的发展一直让人失望。这方面韩国企业的业绩值得中国企业学习。

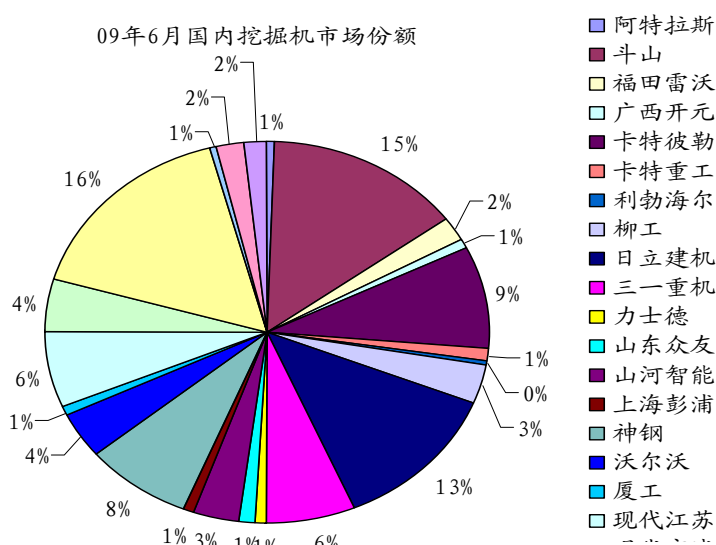
公司决定聘请蔡奎全担任总裁，主要目的在于主攻出口和重点发展挖掘机市场。蔡奎全具有工程机械跨国公司工作的丰富经历和突出成就。2000 年，蔡奎全任大宇重工烟台有限公司总经理，成功带领“大宇”挖掘机异军突起，每年都以 80% 以上的速度飞速发展，连续五年雄踞中国挖掘机市场份额首位，被誉为“引领中韩两国工程机械发展的传奇人物”，成为机械行业炙手可热的明星“职业经理人”。

中国国内挖掘机产业最大的问题仍然在于技术水平落后和质量稳定性较差，相信富有丰富经验的蔡奎全领导下，厦工在挖掘机产品方面能够获得较快的突破和发展。

蔡奎全先生原供职的斗山公司的挖掘机在中国市场占了约 15% 的市场份额，而厦工仅占 1%，基数很低，发展空间很大，即使厦工仅仅取得一点点进步，那么对于厦工的业绩提升也非常大。08 年厦工仅销售 600 台挖掘机，09 年上半年销售了 506 台，在这基础上达到 2000 台/年的水平并非很难的事，在产品质量上稍稍提高就应该可以。

挖掘机市场较为分散，厦工并未有何针锋相对的强劲对手，要提高市场份额仅需稍稍挤占一下其他厂商的市场即可。因此我们认为，至少挖掘机市场上的短期快速发展并不难实现。

图表 4 挖掘机市场份额

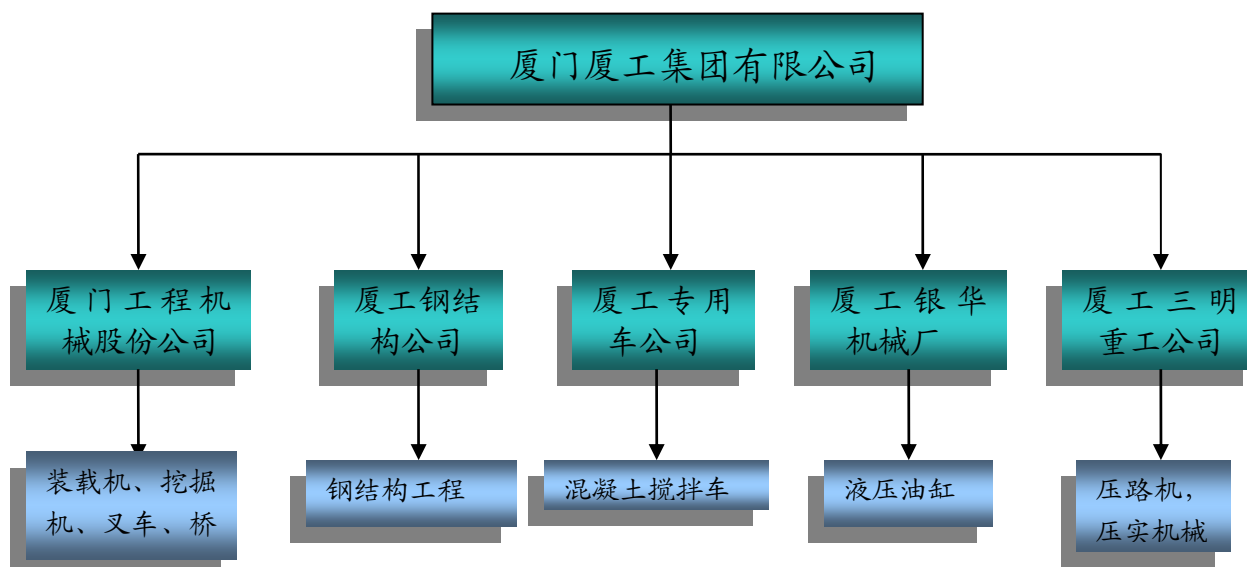


资料来源：中投证券研究所

2、集团公司重点扶持

厦工股份公司是厦工机械集团的控股子公司，而厦工集团是厦门机电集团的全资子公司。厦工股份是厦工集团的最为重要和倚重的资产及资本运作平台。厦工集团拥有厦工股份、厦工钢结构公司、厦工专用车公司、银华机械公司、厦工三明重工等公司。

图表 5 厦门厦工集团有限公司资产状况

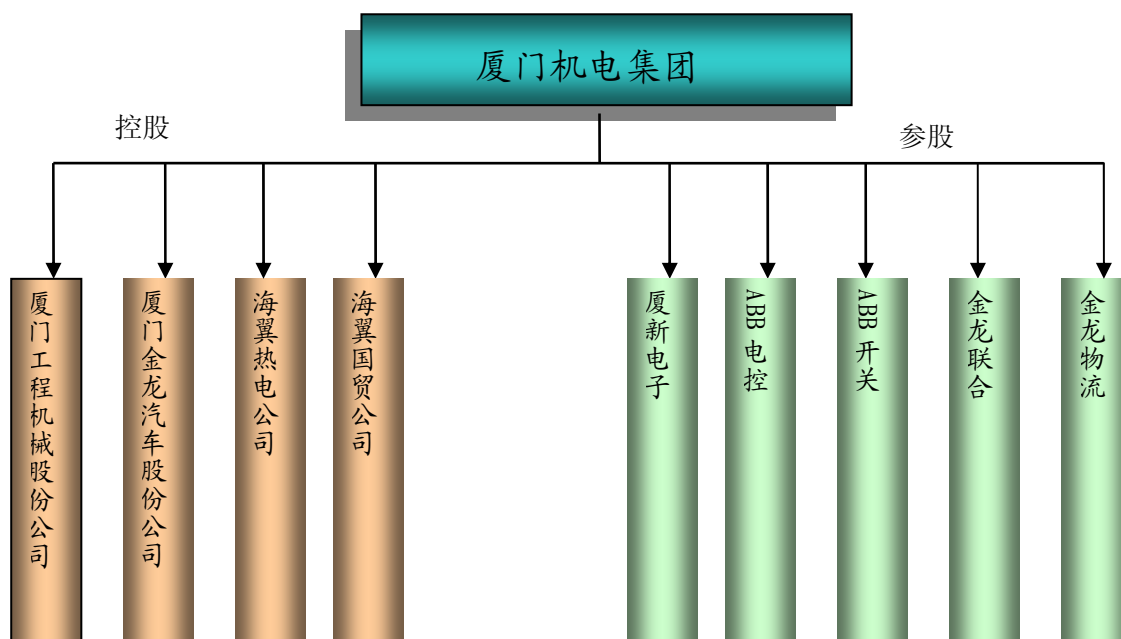


资料来源：中投证券研究所

厦工集团长期发展目标是以厦门股份为平台，将厦工股份发展成为以装载机、挖掘机为核心产品的中国工程机械行业领军企业。为实现这一目标，厦工集团积极整合集团内资产和资源，06年厦工股份向集团出让了所持有的厦门锻压机床公司股权，07年受让新宇机械公司、厦门齿轮厂、厦门叉车总厂企业股权，涉及资产总额8亿元，通过整合资产及业务资源，提高关键部件结构件及桥箱等自制率，丰富了厦工机械产品线，增强合力，提升盈利能力。今后厦工集团还将进一步整合工程机械产业资产及业务，核心资源及核心生产能力向厦工股份集中，主要是压路机、垃圾压实机、专用车、关键配套件等，使厦工股份工程机械产品更快地形成合力，增强股份公司主业竞争力。

厦工集团的大股东、厦工股份的实际控制人是厦门机电集团。厦门机电集团集团系一家以工程机械和客车等商用运输设备为主，以贸易、置业、能源供应、投资等相关领域为辅的集团性投资管理企业。集团主要目标是加快厦工、金龙“两个轮子”发展，做长做粗产业链。

图表 6 厦工机电集团主要资产



资料来源：中投证券研究所

厦门机电集团是国有控股集团，还拥有一些其他资产，但短期内要注入公司还是存在一些关系调整方面的困难。

盈利预测假设：

基本思想 装载机保持稳定，挖掘机有较为可观的增长。

图表 7 盈利预测假设

销量（台）	2008	2009E	2010E	2011E
装载机	25050.00	22000.00	24000.00	26000.00
毛利率	15.52%	16.00%	16.00%	16.00%
挖掘机	600.00	1500.00	2400.00	3600.00
毛利率	15.52%	18.00%	20.00%	20.00%
叉车	2600.00	2000.00	2000.00	2200.00
毛利率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010	2011
流动资产	3747	3877	4201	5020	营业收入	5891	5398	6051	7260
现金	455	772	835	937	营业成本	4971	4548	5045	6029
应收账款	653	578	646	775	营业税金及附加	10	13	14	15
其它应收款	41	28	37	45	营业费用	449	411	461	553
预付账款	94	86	96	114	管理费用	135	124	139	166
存货	2181	1950	2163	2586	财务费用	103	83	36	37
其他	323	462	425	564	资产减值损失	30	3	0	0
非流动资产	1197	1252	1389	1499	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	149	113	131	122	投资净收益	4	-0	0	0
固定资产	759	886	1004	1110	营业利润	197	216	355	459
无形资产	159	178	208	235	营业外收入	25	34	0	0
其他	130	74	47	33	营业外支出	5	19	0	0
资产总计	4944	5129	5591	6519	利润总额	217	231	355	459
流动负债	3069	3163	3320	3856	所得税	30	35	50	66
短期借款	957	659	778	798	净利润	186	196	306	393
应付账款	789	695	786	930	少数股东损益	-1	-0	-1	-1
其他	1322	1810	1756	2127	归属母公司净利润	187	196	307	393
非流动负债	79	5	5	5	EBITDA	355	363	471	588
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.28	0.44	0.56
其他	79	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	3148	3168	3325	3860	会计年度	2008	2009E	2010E	2011
少数股东权益	32	32	31	30	成长能力				
股本	699	699	699	699	营业收入	16.1	-8.4%	12.1%	20.0
资本公积	559	559	559	559	营业利润	-16.6	9.3%	64.9%	29.0
留存收益	506	671	977	1371	归属于母公司净利润	-12.2	4.8%	56.4%	28.3
归属母公司股东权益	1764	1929	2235	2629	获利能力				
负债和股东权益	4944	5129	5591	6519	毛利率	15.6	15.7%	16.6%	16.9
现金流量表					净利率	3.2%	3.6%	5.1%	5.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	10.6	10.2%	13.7%	15.0
经营活动现金流	-504	860	197	321	ROIC	12.7	16.0%	17.8%	19.6
净利润	186	196	306	393	偿债能力				
折旧摊销	55	65	79	92	资产负债率	63.7	61.8%	59.5%	59.2
财务费用	103	83	36	37	净负债比率				
投资损失	-4	0	0	0	流动比率	1.22	1.23	1.27	1.30
营运资金变动	-845	589	-234	-224	速动比率	0.50	0.60	0.60	0.62
其它	2	-73	10	23	营运能力				
投资活动现金流	-339	-127	-218	-202	总资产周转率	1.20	1.07	1.13	1.20
资本支出	272	140	165	181	应收账款周转率	10	8	9	9
长期投资	-69	-36	18	-9	应付账款周转率	7.00	6.13	6.81	7.03
其他	-136	-23	-35	-30	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	203	-415	83	-17	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.28	0.44	0.56
短期借款	239	-299	120	20	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	1.23	0.28	0.46
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.52	2.76	3.20	3.76
普通股增加	117	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-119	0	0	0	P/E	31.48	30.04	19.20	14.97
其他	-34	-116	-36	-37	P/B	3.34	3.05	2.63	2.24
现金净增加额	-641	317	63	102	EV/EBITDA	18	18	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434