

建筑机械



吴华

厦工股份 (600815)

机械行业研究员

调研信息速递

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

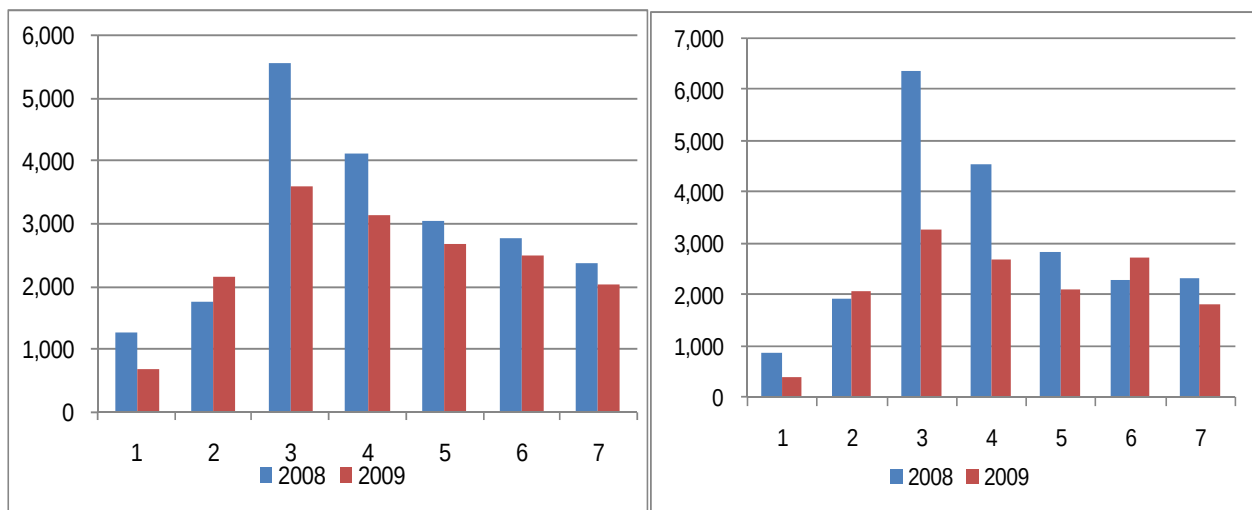
推荐

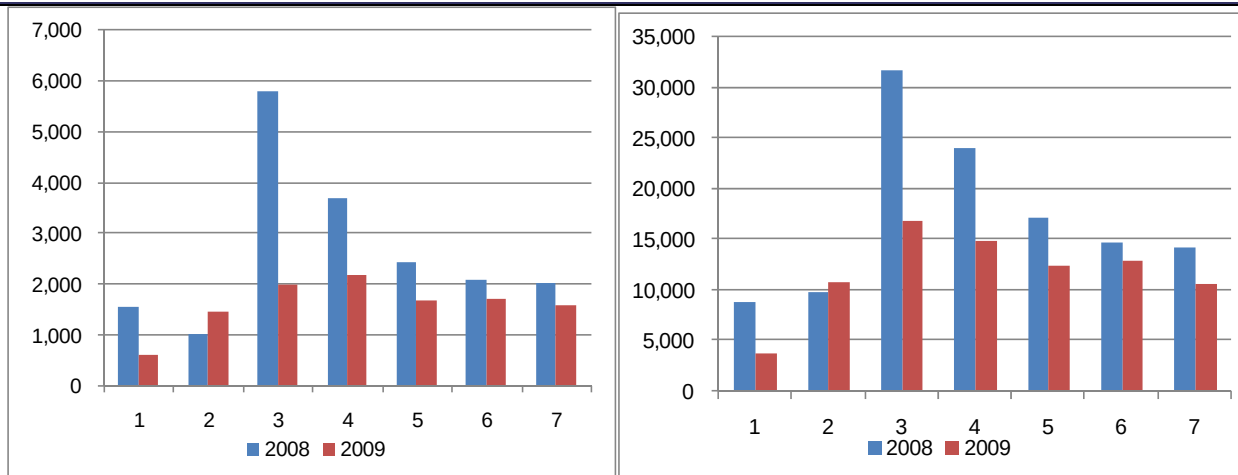
2009年9月14日

投资要点

- 我们近期调研了厦工股份，目的主要基于几点：1、随着经济的筑底复苏，煤矿等属于松散物料的矿种逐渐复苏，对公司主营装载机的影响。2、上半年公司消化高价库存完毕，下半年毛利率的变化情况。3、新任总裁蔡奎全的发展思路。
- 上半年公司累计销售装载机 9743 台，出口 200 台，同比下降 41.54%，行业同期累计销售 71569 台，同比下降 32.71%，公司上半年跑输行业近 10% 个点。竞争对手中，柳工上半年累计销售 14663 台，同比下降 20.3%，龙工上半年累计销售 13295 台，同比下降 29.67%，公司在与两大竞争对手对比中落于下风。

图：装载机行业以及主要公司 1-7 月销量情况



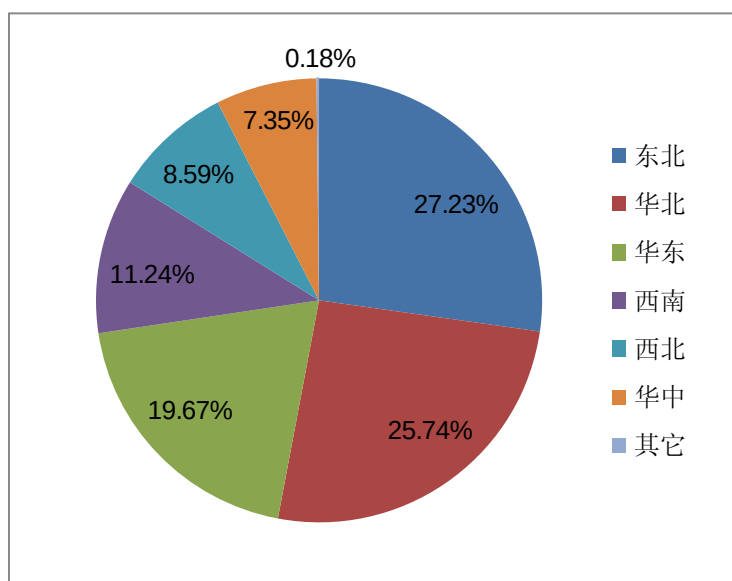


图：左上：柳工，右上：龙工，左下：厦工，右下：行业

资料来源：工程机械工业协会

主要由于：1、公司的装载机产品主要销售区域在华北和东北，这些地区的固定资产投资下降较快，需求下滑较大；柳工重点销售区域在中西部地区，国家4万亿的先期投资主要是四川灾区重建和西部大开发，柳工受益程度大于公司。

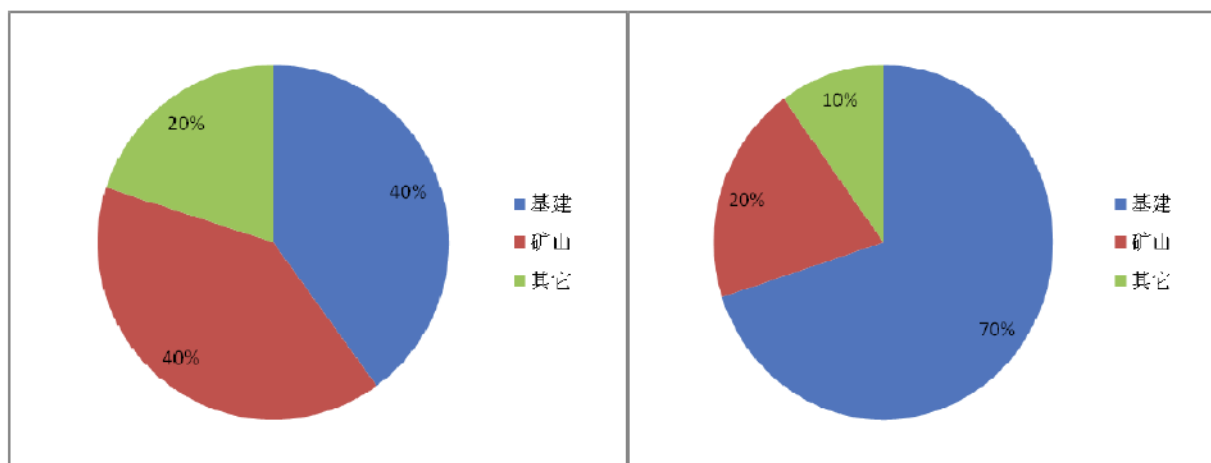
图：公司装载机分区域销售情况



资料来源：公司定期报告

而龙工积极调整客户类别，基建类别客户上升30个百分点，达到70%，相对来看，厦工的危机应对能力相对较弱。

图：龙工装载机下游客户变化情况



资料来源：兴业证券研发中心

同时柳工的装载机以长轴距、重载产品为主，主要的市场是公路铁路、基础设施建设等项目；而公司装载机多为短轴距产品灵活、高效、比较适应煤、铁矿、钢厂、房地产等项目，复苏程度缓慢。而随着经济的持续复苏，煤，钢的开工率上升，和年底小高潮的到来，公司的销量将环比持续回升。

公司已于 2008 年下半年开始调整产品结构，开发 956-2 等长轴距、重载机型，经近一年市场培育，用户对新产品满意度较高，销量增长较快。新产品的推出和投放市场，有利于提升在西部等地域、交通运输建设等行业的市场占有率。同时公司将抓住国务院加快海西经济区基础设施建设的有利时机，加快公司发展。未来三年，海西经济区建设预计每年新增 800 亿元基础设施建设投入，公司预计将每年新增 5-10 亿元销售收入。

- 毛利率逐季回升。公司 1 季度毛利率为 11.6%，2 季度毛利率为 12.8%，随着高价库存在上半年的消化，毛利率仍将环比继续回升，预计全年的毛利率在 14% 左右。
- 厦工 06 年进行过一次体制改革，效果不是很明显，这次金融危机后，公司高薪聘请大宇蔡奎全担任公司总裁，加大挖掘机的发展。厦工挖掘机目前价格介于三一和柳工之间，形成了 4 吨-33 吨系列，销售模式以捆绑和独立销售各占一半，以后将逐渐以独立销售为主。从蔡总的观点来看，内企和外企的质量差距不是很大，主要拼服务和售后，当初斗山的售后网络全国首屈一指，拥有 40 家代理商，1200 位售后人员。从长远来看，公司希望先将成本控制，产品质量，售后服务和销售网络等基础逐渐建立之后再加大销售力度，争取在稳定装载机的市场占有率的前提下，大力发展挖掘机战略产品。我们认为公司二次改革的效果有待观察，预计挖掘机的放量和毛利率的回升将成为未来 2 年公司业绩的亮点。维持公司 09-11 年 EPS0.2 元、0.40 元和 0.54 元的预测，对应 PE 为 36 倍、18 倍和 13 倍。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3747	3680	4278	5364
现金	455	218	238	150
应收账款	653	698	775	1010
其它应收款	41	35	35	47
预付账款	94	115	130	177
存货	2181	2257	2673	3471
其他	323	357	426	509
非流动资产	1197	1324	1386	1362
长期投资	149	139	153	168
固定资产	759	893	928	896
无形资产	159	196	219	247
其他	130	96	86	51
资产总计	4944	5004	5664	6726
流动负债	3069	3096	3476	4158
短期借款	957	1100	1100	1369
应付账款	789	731	1039	1234
其他	1322	1265	1336	1554
非流动负债	79	4	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他	79	4	5	5
负债合计	3148	3100	3480	4163
少数股东权益	32	31	30	29
股本	699	699	699	699
资本公积	559	559	559	559
留存收益	506	614	895	1276
归属母公司股东权益	1764	1872	2153	2534
负债和股东权益	4944	5004	5664	6726

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-504	-53	336	-163
净利润	186	139	281	379
折旧摊销	55	64	75	80
财务费用	103	86	94	103
投资损失	-4	-5	-4	-5
营运资金变动	-845	-285	-142	-768
其它	2	-53	32	46
投资活动现金流	-339	-207	-142	-51
资本支出	272	180	105	10
长期投资	-69	-9	15	15
其他	-136	-37	-22	-26
筹资活动现金流	203	23	-174	126
短期借款	239	143	0	269
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	117	0	0	0
资本公积增加	-119	0	0	0
其他	-34	-119	-174	-143
现金净增加额	-641	-237	20	-88

利润表

单

会计年度	2008	2009E	2010E
营业收入	5891	6098	7696
营业成本	4971	5224	6495
营业税金及附加	10	12	15
营业费用	449	466	585
管理费用	135	146	177
财务费用	103	86	94
资产减值损失	30	10	8
公允价值变动收益	0	0	0
投资净收益	4	5	4
营业利润	197	157	325
营业外收入	25	10	9
营业外支出	5	4	4
利润总额	217	163	330
所得税	30	24	50
净利润	186	139	281
少数股东损益	-1	-1	-1
归属母公司净利润	187	140	281
EBITDA	355	308	494
EPS (元)	0.27	0.20	0.40

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E
成长能力			
营业收入	16.1%	3.5%	26.2%
营业利润	-16.6%	-20.4%	106.9%
归属于母公司净利润	-12.2%	-25.3%	101.4%
获利能力			
毛利率	15.6%	14.3%	15.6%
净利率	3.2%	2.3%	3.7%
ROE	10.6%	7.5%	13.1%
ROIC	12.7%	8.7%	14.2%
偿债能力			
资产负债率	63.7%	62.0%	61.4%
净负债比率	36.77%	41.93%	35.06%
流动比率	1.22	1.19	1.23
速动比率	0.50	0.45	0.45
营运能力			
总资产周转率	1.20	1.23	1.44
应收账款周转率	10	8	10
应付账款周转率	7.00	6.87	7.34
每股指标 (元)			
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.20	0.40
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.72	-0.08	0.48
每股净资产 (最新摊薄)	2.52	2.68	3.08
估值比率			
P/E	27.03	36.21	17.98
P/B	2.87	2.70	2.35
EV/EBITDA	16	18	11

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。