

建筑机械

李勤

010-66276909

厦工股份

600815

推荐

装载机有所回暖，挖掘机是未来希望

公司第3季度营业收入13.96亿元，同比增长14.24%；净利润3609万元，同比下降7.3%，1-9月营业收入38.58亿，同比下降24.83%，净利润8630万元，同比下降52.1%。

投资要点：

- **装载机总体形势较弱** 公司7-9月经营形势有所好转，前3季度较低的业绩主要归因于上半年装载机下滑比较严重。由于05-08年装载机销售增长过快导致市场保有量迅速上升，而近年来性能更完备的挖掘机技术日益成熟也削弱了装载机的竞争力。上半年全市场和厦工的装载机同比分别下降38%和42%。
- **第3季度形势有所好转** 第3季度厦工装载机总销量5099台，同比下降2.9%，比上半年有大幅改善，而且逐月攀升，9月份装载机单月1850台，同比增长40%，显示超高的固定资产投资对装载机的拉动作用滞后到第3季度开始显现。因此公司第3季度销售收入和净利润等指标都有很大幅度的好转，我们认为这种较好的形势至少还将持续到10年1季度。
- **公司聘请新的领导层，挖掘机是未来希望** 公司董事会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崛起成为中国挖掘机市场著名品牌，与小松、日立、卡特彼勒分庭抗礼，成为中国各工程机械厂商学习和追赶的目标，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市场大有可为。挖掘机是公司未来的希望。如果公司在中国市场挖掘机的市场占有率能达到5%，将大幅提升公司的盈利水平。
- **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。公司6亿转债的发行将改善公司投资项目资金状况。
- **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0.18、0.32、0.46元/股，按10年25倍PE估值，合理价值7.90，给予推荐评级。

6-12个月目标价：7.90元

当前股价：7.23元

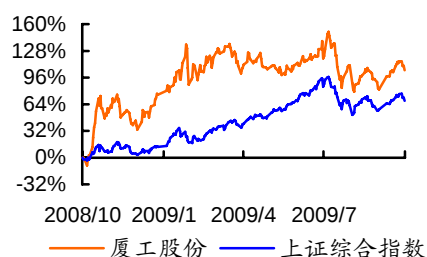
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2995.85
总股本(百万)	699
流通股本(百万)	699
流通市值(亿)	51
EPS (TTM)	0.13
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	16.24	-4.62	0.56
上证综合指数	7.79	-9.81	20.92



相关报告

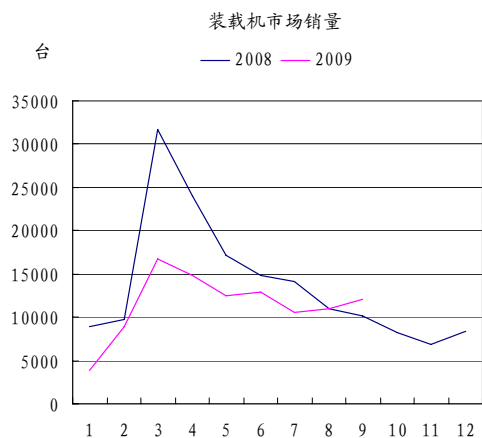
《厦工股份-挖掘机有望打开新局面》
2009-8-6

主要财务指标

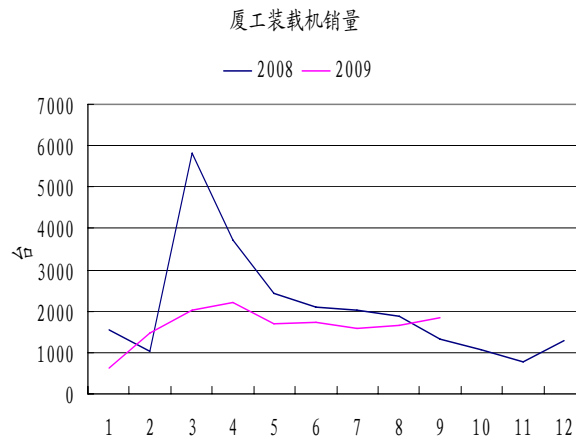
单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5891	4670	5698	6470
同比(%)	16%	-21%	22%	14%
归属母公司净利润(百万元)	187	125	224	323
同比(%)	-12%	-33%	79%	44%
毛利率(%)	15.6%	14.9%	15.2%	16.3%
ROE(%)	10.6%	6.8%	10.8%	13.4%
每股收益(元)	0.27	0.18	0.32	0.46
P/E	27.03	40.30	22.54	15.67
P/B	2.87	2.72	2.43	2.10
EV/EBITDA	16	20	15	12

资料来源：中投证券研究所

图表 1、装载机销售量



图表 2、厦工装载机销售量



资料来源：中投证券研究所

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 3 盈利预测假设

销量(台)	2008	2009E	2010E	2011E
装载机	25050.00	20000.00	24000.00	26000.00
毛利率	15.52%	14.80%	15.00%	16.00%
挖掘机	600.00	1010.00	1480.00	2200.00
毛利率	15.52%	15.60%	16.30%	18.00%
叉车	2600.00	2000.00	1980.00	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	3569	3969	4555	营业收入	5891	4670	5698	6470
现金	455	864	761	897	营业成本	4971	3976	4834	5415
应收账款	653	500	608	690	营业税金及附加	10	11	13	14
其它应收款	41	25	35	40	营业费用	449	356	434	493
预付账款	94	75	92	103	管理费用	135	107	131	148
存货	2181	1705	2073	2322	财务费用	103	82	36	38
其他	323	400	400	503	资产减值损失	30	12	0	2
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	7	0	0
固定资产	759	886	1004	1110	营业利润	197	133	250	360
无形资产	159	178	208	235	营业外收入	25	34	10	16
其他	130	74	47	33	营业外支出	5	19	0	0
资产总计	4944	4821	5358	6054	利润总额	217	148	260	376
流动负债	3069	2926	3240	3613	所得税	30	23	36	54
短期借款	957	659	778	798	净利润	186	125	224	322
应付账款	789	608	753	836	少数股东损益	-1	-0	-1	-1
其他	1322	1660	1708	1980	归属母公司净利润	187	125	224	323
非流动负债	79	5	5	5	EBITDA	355	280	365	490
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.18	0.32	0.46
其他	79	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	3148	2931	3244	3618	会计年度	2008	2009E	2010E	2011
少数股东权益	32	32	31	31	成长能力				
股本	699	699	699	699	营业收入	16.1	-20.7%	22.0%	13.5
资本公积	559	559	559	559	营业利润	-16.6	-32.6%	88.0%	44.0
留存收益	506	600	824	1147	归属于母公司净利润	-12.2	-32.9%	78.8%	43.8
归属母公司股东权益	1764	1858	2082	2405	获利能力				
负债和股东权益	4944	4821	5358	6054	毛利率	15.6	14.9%	15.2%	16.3
现金流量表					净利率	3.2%	2.7%	3.9%	5.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	10.6	6.8%	10.8%	13.4
经营活动现金流	-504	944	31	356	ROIC	12.7	12.6%	13.4%	17.0
净利润	186	125	224	322	偿债能力				
折旧摊销	55	65	79	92	资产负债率	63.7	60.8%	60.6%	59.8
财务费用	103	82	36	38	净负债比率				
投资损失	-4	-7	0	0	流动比率	1.22	1.22	1.23	1.26
营运资金变动	-845	765	-325	-111	速动比率	0.50	0.63	0.57	0.61
其它	2	-87	18	15	营运能力				
投资活动现金流	-339	-120	-218	-202	总资产周转率	1.20	0.96	1.12	1.13
资本支出	272	140	165	181	应收账款周转率	10	7	9	9
长期投资	-69	-36	18	-9	应付账款周转率	7.00	5.69	7.10	6.82
其他	-136	-16	-35	-30	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	203	-414	83	-18	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.18	0.32	0.46
短期借款	239	-299	120	20	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	1.35	0.04	0.51
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.52	2.66	2.98	3.44
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	27.03	40.30	22.54	15.67
其他	-34	-115	-36	-38	P/B	2.87	2.72	2.43	2.10
现金净增加额	-641	409	-103	136	EV/EBITDA	16	20	15	12

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