

公司简评 厦工股份 (600815.SH)

► 2009 年 11 月 10 日

加快内部整合 期待明年高增长

推荐 维持评级

分析师: 鞠厚林 邮箱: juhoulin@chinastock.com.cn 电话: 010-66568946

1. 事件

近日, 公司发布公告, 将于 11 月 14 日召开 2009 年第四次临时股东大会, 审议《厦门厦工机械股份有限公司关于吸收合并全资子公司厦门厦工桥箱有限公司、厦门厦工小型机械有限公司、厦门厦工叉车有限公司的议案》等议案。

2. 我们的分析与判断

1) 桥箱公司主要生产装载机、小型机械、叉车等的驱动桥、变速箱等核心零部件, 2008 年度实现营业收入 78543 万元, 净利润 1901 万元。小型机公司主要生产小型装载机等小型机械产品, 2008 年度实现营业收入 26922 万元, 净利润 482 万元。叉车公司主要生产叉车产品等, 2008 年度实现营业收入 14711 万元, 净利润 214 万元。这三家公司是厦工股份的全资子公司, 财务报表已按 100% 比例纳入公司合并报表, 因此此次合并不会对公司当期损益产生直接影响。不过, 合并有利于公司整合优势资源, 突出核心业务, 并有利于公司管理模式的调整, 减少管理层级, 提高管理效率, 降低管理成本。从而提升公司整体的盈利水平。

2) 1-9 月公司营业收入 38.58 亿, 同比下降 24.83%, 净利润 8630 万元, 同比下降 52.1%。前 3 季度每股收益 0.12 元。公司业绩大幅下降的主要原因在于, 主导产品装载机受行业不景气的影响而销量大幅下降, 尤其是上半年下降的更为明显, 下降幅度约为 40%, 不过第 3 季度装载机的销售有所好转, 单季度销量超过 5000 台, 同比下降 3%, 比上半年有了十分明显的好转, 而且环比也呈现逐月升高的态势; 其中 9 月份公司装载机销售 1800 台以上, 同比增长近 40%。我们认为, 由于装载机的增长出现好转, 加上去年同期基数较低的原因, 装载机的销售在未来半年内将保持较高的同比增长率, 公司业绩也将呈现加快增长的势头。

3) 挖掘机将成为公司未来 2 年主要增长点。公司的新任总裁蔡奎全以前是韩国大宇重工公司总经理, 在中国的挖掘机市场上有丰富的成功经验。目前国内挖掘机市场复苏势头强劲, 2009 年 1-10 月同比增长 10% 以上, 尤其是下半年增速明显好于上半年, 未来行业增长前景看好。挖掘机是厦工未来 2-3 年的战略增长重点, 预计 2009 年销量为 1000 台左右, 2010 年产量将超过 2000 台, 盈利 1 亿元左右, 成为公司重要的增长点。

4) 2009 年 8 月 28 日, 公司发行可转换债券 6 亿元, 债券期限为 5 年, 初始转股价格为 7.5 元, 发行结束后 6 个月可转股。此次募集资金用于公司厦工北方 (焦作) 装备制造基地建设项目、厦工北方 (焦作) 装备制造基地配套桥箱项目、海外销售网络建设项目和补充公司流动资金, 债券的成功发行, 对于推进项目进展、改善公司的财务结构, 起到重要的支持作用。2010 年起可转换债券面临转股, 我们对此将持续关注。

3. 投资建议

我们预计 2009 年-2011 年公司每股收益分别为 0.18 元、0.39 元和 0.50 元, 由于公司挖掘机等业务成长预期较好, 按 2010 年 25 倍市盈率, 公司合理估值为 9.75 元, 给予“推荐”的评级。

风险提示: 装载机出口市场的复苏面临不确定, 如果全球经济复苏低于预期, 公司出口业务的增长速度会受影响, 从而给公司业绩的增长带来一定压力。

表 1: 厦工股份 (600815.SH) 关键指标预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	5072	5890	5035	6585	7836
销售收入增长率	34.8%	16.1%	-14.5%	30.8%	19.0%
净利润(百万元)	213	187	125.82	272.61	349.5
净利润增长率	395.0%	-12.2%	-32.7%	116.7%	28.2%
摊薄 EPS(元)	0.39	0.26	0.18	0.39	0.50
PE(X)	20.5	30.8	44.4	20.5	16.0
PB(X)	2.9	3.2	2.5	2.0	1.6
PS(X)	0.9	0.9	1.1	0.8	0.7
ROE(%)	14.2	10.3	5.7	9.8	9.9

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 2: 公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	4.5
优势	公司在国内装载机行业具有品牌优势和客户优势, 并且得到当地政府和集团的大力支持, 发展后劲充足。	4.5
劣势	国内装载机行业产能较为充足, 竞争比较激烈。公司的挖掘机和叉车规模目前较小, 竞争优势不明显。	4.1
机会	我国挖掘机行业进口替代的空间较大, 公司未来 2-3 年将重点发展挖掘机, 形成重要增长点。	4.8
威胁	公司的产品出口面临不利的国际环境, 全球经济复苏的力度和国际贸易保护主义都将影响到海外业务的增长。	4.4

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3: 波特“五力”评价

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.3
供应商力量	钢铁等原材料供应商规模较大, 力量较强; 部件供应依靠公司自身和外协, 除少数核心部件外, 公司的谈判力量较强。	4.0
新进入壁垒	工程机械是技术和资金密集型行业, 其中装载机的技术壁垒为中等, 挖掘机的技术壁垒较高。	4.2
客户力量	公司的客户主要是施工企业等, 谈判力量不大。	4.2
替代产品	挖掘机在一定程度上可以替代装载机, 从这个角度看, 挖掘机的成长空间好于装载机。	4.3
竞争对手	竞争对手主要是柳工和龙工等, 都处于华南区域, 与这两家公司相比, 厦工的竞争优势不明显。	4.2

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：中国船舶（600150.SH）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、火箭股份（600879.SH）、航天通信（600677.SH）、洪都航空（600316.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908