



调研报告

31 April 2010 | 5 pages

厦工股份(600815)

价值在变革中升华

——厦工股份(600815)调研简报

姓名: 史海昇
 86-21-64718888-1805
 zsyj@stocke.com.cn

执业证书编号: S1230209120122

本报告导读:

09年是厦工第二次变革的起点之年,而10年将是厦工的变革整合、突破之年,公司的投资价值也将进一步升华,公司变革后的价值回归值得市场期待。

投资要点:

■ 产品结构优化,挖掘机将是关键增长点

装载机和挖掘机是公司的主导产品,收入占比分别达到 80%和 13%左右。公司装载机和挖掘机产品 40%的下游需求都是基础设施建设,其次为矿山、冶金和农田水利等,房地产需求占比都只在 10%左右。因此,公司认为其受本次房地产调控的影响将较小,需求主要取决于铁路、公路、水利和机场等基础设施建设。

1-4 月份,公司装载机和挖掘机累计销售 12566 台和 880 台,同比分别增长 98.8%和 46.5%。公司预计 10 年挖掘机销售 2500 台,比 09 年的 1215 台增加 1000 台以上。公司 10 年整体营收目标是达到 75 亿元,费用控制在 9.8 亿元以内。

公司产品结构的优化主要来自两个方面:1.高附加值装载机产品的不断开发,如公司 09 年推出天然气轮式装载机 XG955III 并批量生产,该产品节能环保,符合“低碳经济”要求;2.挖掘机产品占比的不断提升,销量从 06 年的 190 台增加至 09 年 1215 台。

挖掘机作为中国工程机械未来最具增长空间的产品之一,公司在此产品上的成功与否将是关系公司在中国工程机械市场的地位,因此挖掘机将是公司倾力打造的产品,也是公司未来业绩增长的关键推动力。

■ 新任总裁带来管理理念的革新

2009 年,被誉为“引领中韩两国工程机械发展的传奇人物”的蔡奎全先生出任厦工总裁,厦工踏上了第二次变革之路。蔡先生以“技术厦工,品质传承”为经营理念,重技术、重服务和重市场,内部管理以人为本,并加强团队建设。公司董事会要求公司高管全力支持蔡总厦工的工作,厦工此次变革之心之坚决由此可见一斑。

蔡总熟悉日韩关键的液压挖掘机技术,具有丰富的海外市场开拓经验、工程机械销售经验以及丰富的人脉资源等,而这些对于处在变革之中的厦工无疑是非常宝贵的。我们相信在集团的大力支持下,蔡总将会为公司带来重大的变化。

■ 公司为集团的工程机械资产整合平台

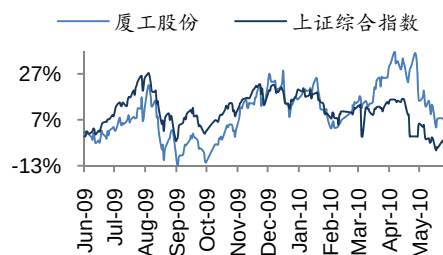
公司的控股股东为厦门海翼集团(即厦门机电集团),海翼集团的业务主要包括工程机械、汽车、金融、房地产、贸易和物流等。集团的战略目标是集团营收将从目前的 200 亿元左右增长至 2015 年的 750 亿元,专心打造“海翼”、“厦工”和“金龙”三个核心品牌。

评级: 买入

上次评级: 首次

当前价格: ¥ 7.70

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.19
4Q/2009	0.15
3Q/2009	0.12
2Q/2009	0.07



报告撰写人: 史海昇

数据支持人: 许光兵





目前，海翼集团旗下的工程机械资产主要包括厦工、银华机械和三明重型机械公司。银华机械的主营产品是工程机械关键零配件，是国内最大的液压油缸生产企业，2009年银华机械实现营收3亿元左右，净利润2000万元以上。三明重型机械主营筑路机械、综合机械以及铸锻件等，2009年实现营收约4亿元，净利润在3000-4000万元以上。银华机械和三明重型机械资产质量都较为优良。

厦工作为集团唯一的工程机械资产整合平台，集团曾明确表示将在适合的时机把相关资产注入到上市公司中。我们认为，中国工程机械市场日趋成熟，多元化、上下游一体化发展以及规模化发展将是国内工程机械企业做大做强的必然选择。将银华机械、三明重型机械注入到上市公司中，不仅可以直接增厚公司业绩，而且对于公司加强对上游关键零件的控制能力、扩展产品线以及增强规模优势的意义都非常重大，将长期利好于公司的发展。

■ 海西建设和 ECFA 签订拓开新市场

根据规划，2008-2012年每年大约有800多亿元用于海西基础设施建设，这将拉动40亿元/年的工程机械需求，而公司每年可获得其中10亿元以上的需求。近日，福建省政府表示，在未来“十二五”期间，预计将再投入2500亿元以进一步完善福建的基础设施建设。基础设施作为公司两大主导产品的最大下游行业，其投资额度的高企将充分拉动公司产品需求增长。

另外，ECFA的签订将使得大陆和台湾之间的经济交流日益深入，公司可以凭借先天的区位优势在两岸贸易合作中抢占先机。在刚结束的第十四届台交会上，厦工即签订1291万美元的销售合同，并已实现公司装载机产品批量销往台湾地区。

■ 毛利率提升提高公司 10 年盈利能力

公司10年毛利率将有大幅度提升主要基于以下几个方面的原因：1.公司2010年计划生产挖掘机2500-3000台，比2009年增加一倍以上，挖掘机规模化生产将带来成本降低，预计2010年挖掘机毛利率将由当前的15%提高至20%左右；2.油缸、桥梁、结构件等高附加值关键零部件自给率已提高至90%以上；3.伴随装载机产品结构的优化，公司已对部分产品进行提价；4.焦作生产基地的投入使用将使得装载机产品销售半径缩短和生产成本降低，这将提高装载机的毛利率和降低销售费率。

我们预计公司2010年综合毛利率约可达到17%，比2009年提高3个百分点左右。

■ 投资建议：买入

预计公司2010-2012年EPS分别为0.54、0.69和0.95元，对应目前股价的PE为14、11和8倍。虽然市场对房地产调控将造成工程机械景气下行的预期强烈，但国家持续的基础设施投资将支撑10年工程机械稳定增长，目前工程机械估值过度悲观反映了国家本轮房地产调控的影响。

我们认为厦工将在本次变革中实现质的蜕变，公司的价值回归值得期待，同时具备资产注入预期以及兴业证券上市带来丰厚的投资收益，因此首次给予公司“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5317	7737	9896	12360
同比(%)	-9.7%	45.5%	27.9%	24.9%
归属母公司净利润	106	377	481	661
同比(%)	-43.2%	255.1%	27.5%	37.5%
毛利率(%)	14.5%	17.1%	17.4%	17.7%
ROE(%)	5.5%	16.7%	18.0%	20.5%
每股收益(元)	0.15	0.54	0.69	0.95
P/E	50.73	14.29	11.20	8.15
P/B	2.81	2.38	2.02	1.67
EV/EBITDA	25	11	8	6





资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4296	5369	6959	9050	营业收入	5317	7737	9896	12360
现金	329	538	650	836	营业成本	4547	6413	8177	10168
应收账款	603	806	1085	1351	营业税金及附加	7	12	14	18
其它应收款	15	36	48	51	营业费用	439	614	801	990
预付账款	182	203	252	354	管理费用	138	189	249	307
存货	2228	2892	3781	4779	财务费用	47	46	50	46
其他	940	894	1143	1680	资产减值损失	27	28	27	28
非流动资产	1324	1235	1215	1170	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	152	126	142	140	投资净收益	9	6	8	7
固定资产	911	849	784	719	营业利润	121	443	585	810
无形资产	180	201	223	243	营业外收入	22	23	23	23
其他	82	60	66	68	营业外支出	2	4	3	3
资产总计	5620	6604	8174	10220	利润总额	140	462	604	830
流动负债	2622	2896	3648	4724	所得税	28	79	113	149
短期借款	70	586	1413	2392	净利润	112	383	491	681
应付账款	1052	824	888	921	少数股东损益	6	6	11	20
其他	1500	1486	1347	1410	归属母公司净利润	106	377	481	661
非流动负债	1029	1392	1792	2191	EBITDA	237	560	707	928
长期借款	400	800	1200	1600	EPS (元)	0.15	0.54	0.69	0.95
负债合计	3651	4288	5439	6915	主要财务比率				
少数股东权益	50	56	66	86	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	699	699	699	699	成长能力				
资本公积	638	638	638	638	营业收入	-9.7%	45.5%	27.9%	24.9%
留存收益	581	923	1331	1881	营业利润	-38.8%	266.4%	32.1%	38.6%
归属母公司股东权益	1919	2260	2668	3219	归属于母公司净利润	-43.2%	255.1%	27.5%	37.5%
负债和股东权益	5620	6604	8174	10220	获利能力				
现金流量表					净利率	2.0%	4.9%	4.9%	5.3%
单位:百万元					ROE	5.5%	16.7%	18.0%	20.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	5.3%	11.3%	10.1%	10.2%
经营活动现金流	304	-632	-954	-1019	偿债能力				
净利润	112	383	491	681	资产负债率	65.0%	64.9%	66.5%	67.7%
折旧摊销	70	72	72	72	净负债比率	12.87%	32.33%	48.03%	57.73%
财务费用	47	46	50	46	流动比率	1.64	1.85	1.91	1.92
投资损失	-9	-6	-8	-7	速动比率	0.78	0.84	0.86	0.90
营运资金变动	68	-1122	-1546	-1810	营运能力				
其它	16	-5	-15	-1	总资产周转率	1.01	1.27	1.34	1.34
投资活动现金流	-104	6	-37	-17	应收账款周转率	8	11	10	10
资本支出	109	0	0	0	应付账款周转率	4.94	6.84	9.55	11.24
长期投资	0	-27	16	-2	每股指标 (元)				
其他	5	-20	-21	-19	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.54	0.69	0.95
筹资活动现金流	-204	835	1104	1222	每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	-0.90	-1.36	-1.46
短期借款	-887	516	826	979	每股净资产(最新摊薄)	2.74	3.23	3.82	4.60
长期借款	400	400	400	400	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	50.73	14.29	11.20	8.15
资本公积增加	80	0	0	0	P/B	2.81	2.38	2.02	1.67
其他	204	-81	-122	-157	EV/EBITDA	25	11	8	6
现金净增加额	-4	209	112	186					





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

服务

魏志羽

+86 21 6471 8888-1106

weizhiyu@stocke.com.cn

服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%-10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

