

机械行业

推荐（维持）

厦工股份(600815)

挖掘机业务是公司业绩增长的主要动力

张微 S1060210050002
021-62078961
zhangwei912@pingan.com.cn

叶国际 S1060209050127
0755-22627084
yeguoji001@pingan.com.cn

刘海博 联系人
021-62078961
liuhaibo106@pingan.com.cn

■ 挖掘机技改项目大幅提升公司业绩

公司实施年产挖掘机12,000台技改投资项目，其中新增产能9,000台，发展6t~50t级挖掘机产品，项目总投资约7.3亿元。

2009年公司挖掘机实现销售1,185台，市场占有率为1.2%，今年1-5月份，公司挖掘机累计销售1,240台，同比增长176.8%，全年的销售目标是2,500台，产能利用率已经超过80%，该技改项目能大幅提高公司挖掘机产能。

经测算，该项目达纲年营业收入58.5亿元，达纲年净利润4.7亿元，折合每股收益0.67元。

■ 装载机业务稳定增长

公司是国内装载机行业龙头企业，2009年公司装载机实现销售22,058台，仅次于柳工和龙工，居第3位，市场占有率为15.4%，今年1-4月公司装载机销售12,566台，同比增长98.8%，预计全年销量有望突破30,000台。

随着焦作生产基地的投入使用，装载机产品的销售半径和生产成本有所降低，预计将提升毛利率2个百分点。

■ 投资收益数额巨大

公司持有兴业证券4,875万股股权，投资成本为6,070万元。兴业证券首发申请于6月25日上会，有望年内上市，拟发行不超过26,300万股，发行后的总股本不超过220,000万股，2009年兴业证券的每股净资产为2.76元，稀释每股收益为0.6元。

假设上市定价为15元，则公司持有的股权价值约为7.31亿元，折合每股为1.05元。

此外，作为集团公司的工程机械资产整合平台，集团内的其他工程机械资产未来有望被注入到上市公司，其中，厦门银华机械有限公司2009年净利润在2,000万元以上，三明重型机械净利润为3,000-4,000万元。假设以现金收购的方式注入，预计会增厚公司每股收益0.1元。

■ 盈利预测与评级

不考虑兴业证券上市带来的投资收益以及集团资产注入对业绩的增厚，预计2010年和2011年公司每股收益为0.56元和0.72元，对应PE分别为16倍和12倍，公司正处在转型期，业绩弹性较大，给予“推荐”的投资评级。

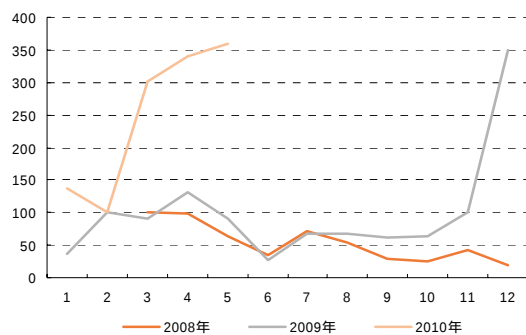
1. 挖掘机业务是公司业绩增长的主要动力

公司主营业务为装载机、挖掘机、叉车、路面机械等工程机械及配件的生产、销售，形成了完整的产品系列，广泛运用于矿山、工程、农林水利建设、港口码头等领域。

公司拥有年生产装载机35,000台、挖掘机3,000台、叉车5,000台的生产能力，是当今中国最大的工程机械制造基地之一，主营业务收入和利润主要来源于装载机、挖掘机两类产品。

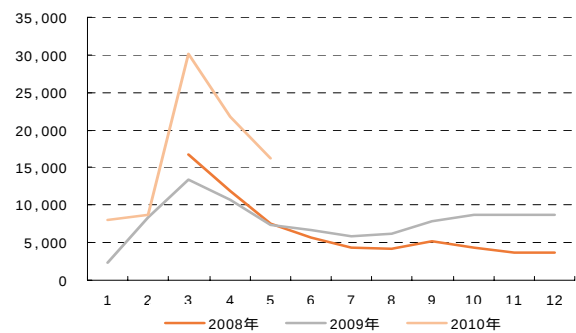
公司是国内装载机龙头企业，按销量计算，公司装载机市场占有率为15%，稍低于柳工和龙工，居行业第3位。借助在装载机产品上的研发和技术实力，公司于2006年进入挖掘机市场，产品销量从2006年的190台迅速上升到2009年的1,185台，今年1-5月份，公司挖掘机累计销售1,240台，同比增长176.8%，全年的销售目标是2,500台，挖掘机业务成为公司业绩增长的主要动力。

图表1：公司挖掘机月度销量



资料来源：工程机械协会

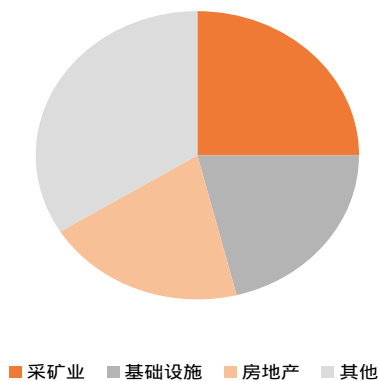
图表2：行业挖掘机月度销量



资料来源：工程机械协会

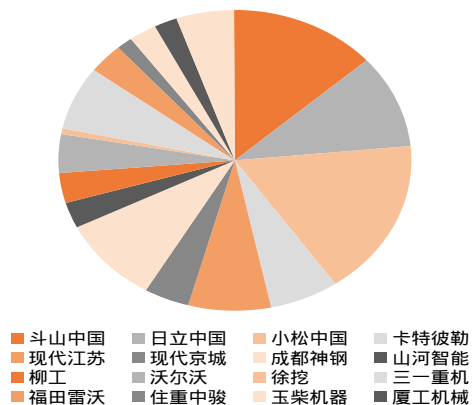
挖掘机主要应用于采矿业、基础设施建设，少量应用于房地产行业，受固定资产投资依然处于高位和房地产新开工面积持续上行的拉动，今年1-5月份行业和公司挖掘机销量都出现了同比大幅上涨。

图表3：挖掘机下游需求行业构成



资料来源：平安证券研究所

图表4：5月份挖掘机销量份额



资料来源：工程机械协会

2.挖掘技改项目分析

根据工程机械行业发展态势及公司发展战略规划，公司计划实施年产挖掘机技改投资项目，项目建成达产后年产挖掘机产品12,000台，其中新增能力9,000台，重点发展6t~50t 级挖掘机产品，项目总投资约7.3亿元。

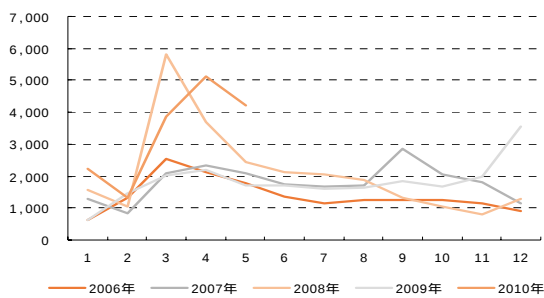
预计公司挖掘机产品全年的销量是2,500台，挖掘机业务的设计产能为3,000台，产能利用率已经超过80%。该技改项目建成后，能增加公司挖掘机产能，为挖掘机业务的持续增长打开了空间。

经测算，该项目达纲年营业收入58.5亿元，达纲年净利润4.7亿元，折合每股收益0.67元。项目总投资收益率33.06%，投资内部收益率30.85%，投资回收期5.96年。

3.装载机业务继续稳定增长

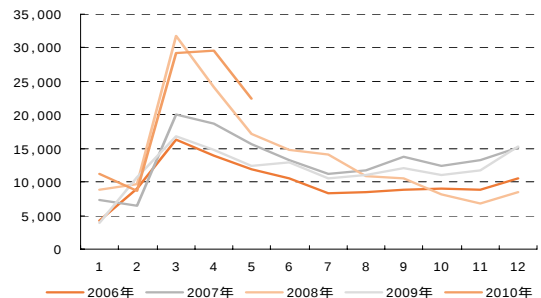
装载机主要应用于采矿业、基础设施建设、交通物流和冶金业，受金融危机的影响，2009年装载机行业总销量同比下降12.2%，为国内装载机行业近十多年来首次负增长。

图表5：公司装载机产品月度销量



资料来源：工程机械协会

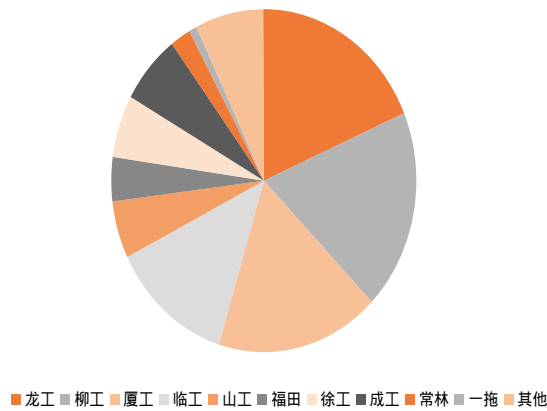
图表6：装载机行业月度销量



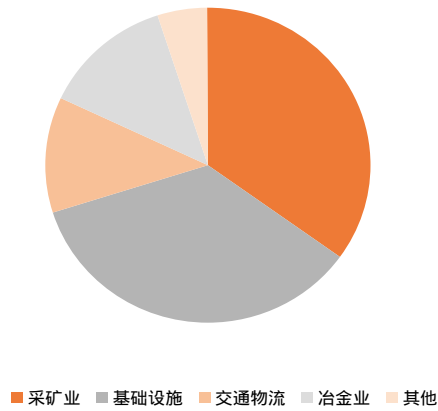
资料来源：工程机械协会

公司是国内装载机行业龙头企业，2009年公司装载机实现销售22,058台，仅次于柳工和龙工，居第3位，市场占有率为15.4%，今年1-4月公司装载机销售12,566台，同比增长98.8%，预计全年销量有望突破30,000台。

图表7：4月份装载机销量份额



图表8：装载机下游需求行业构成



资料来源：工程机械协会

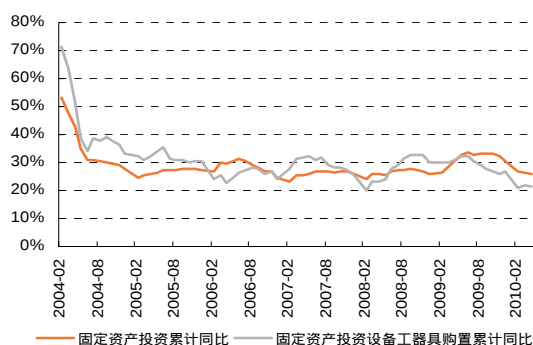
资料来源：平安证券研究所

2008年，公司的北方生产基地-厦工机械（焦作）有限公司正式投产，焦作基地的投产，使公司跳出了东南沿海，深入到中原大地，构筑了一南一北两大生产基地，在很大程度上缓解公司产品的运输“瓶颈”，降低了生产和运输成本。假设每台车的运输成本降低4,000元，则会拉动产品毛利率上升2个百分点。

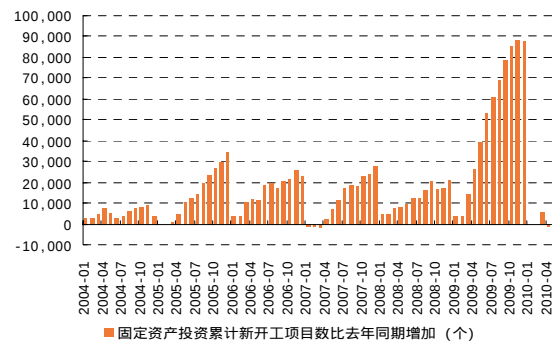
4. 固定资产投资的力度不会明显放缓

中央经济工作会议指出要保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。预计全年新开工项目将会有所减少，但投资不会明显放缓，因为一般项目周期在3年左右，最需要资金的时候是第二年，第一年需要项目总投资额的10%-25%，而第二年需要40%-60%，去年固定资产投资大量的新开工项目保证了今年的投资力度不会明显放缓。

图表9：固定资产投资同比增速小幅下滑



图表10：上年固定资产新开工项目增加个数飙升



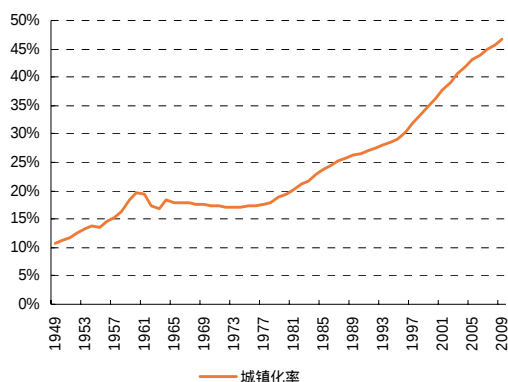
资料来源：国家统计局

资料来源：国家统计局

过去30年来，凭借劳动力成本低下、土地成本较低等竞争优势，中国快速承接了全球加工制造业的转移，并逐渐成为“世界工厂”，与此对应，1978年-2008年，我国城镇人口比重已从17.9%上升到45.7%。特别是自1995年以来，随着我国的城市化进程加速，城镇人口比重从29.0%起步呈年均1.3%

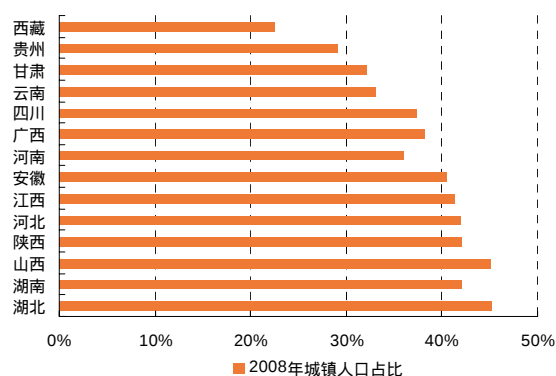
的增长态势。

图表11：城镇化率逐渐提高



资料来源：国家统计局

图表12：中部省份城镇人口占比低于平均水平



资料来源：国家统计局

从区域结构来看，长三角、珠三角和京津唐地区的城镇人口比重已经超过60%，但西部地区省份仅为35%左右，还有许多人口大省如湖北、湖南、山西、陕西、河北、江西、安徽、河南的城市化率也低于全国平均水平，今后城镇化的发展任务就是要提高中西部地区的城镇化水平，并推动全国范围内的均衡城市化发展，而城镇化进程的加快也将为固定资产投资增速的稳定提供有效的推动。

5. 投资收益数额巨大

公司持有兴业证券4,875万股股权，投资成本为6,070万元。兴业证券首发申请于6月25日上会，有望年内上市，拟发行不超过26,300万股，发行后的总股本不超过220,000万股，2009年兴业证券的每股净资产为2.76元，稀释每股收益为0.6元。

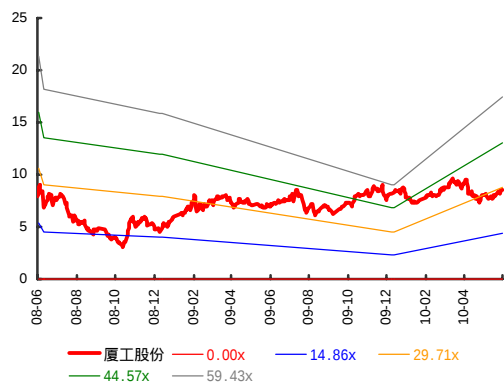
假设上市定价为15元，则公司持有的股权价值约为7.31亿元，折合每股为1.05元。

此外，作为集团公司的工程机械资产整合平台，集团内的其他工程机械资产未来有望被注入到上市公司，其中，厦门银华机械有限公司2009年净利润在2,000万元以上，三明重型机械净利润为3,000-4,000万元。假定以现金收购的方式注入，预计会增厚公司每股收益0.1元。

6. 盈利预测与评级

不考虑兴业证券上市带来的投资收益以及集团资产注入对业绩的增厚，预计2010年和2011年公司每股收益为0.56元和0.72元，对应PE分别为16倍和12倍，公司正处在转型期，业绩弹性较大，给予“推荐”的投资评级。

图表13：PE Band



资料来源：Wind

图表14：PB Band



资料来源：Wind

7.风险提示

固定资产投资明显下降、钢价大幅上涨

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257