

机械行业

推荐（维持）

张微 S1060210050002
021-33830371
zhangwei912@pingan.com.cn

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

刘海博 联系人
021-33830523
liuhaibo106@pingan.com.cn

厦工股份(600815)

业绩增长超预期

■ 公司业绩增长超预期

公司今年上半年归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比增长500%以上，业绩增长超过我们之前的预期。业绩大幅增长的原因在于挖掘机和装载机产品均销售旺盛，销量同比大幅增加，同时产品结构不断优化，又具有规模优势，另外公司也加强了成本控制和运营管理，产品利润水平得到提升。

■ 挖掘机业务是公司业绩增长的主要推动力

今年1-5月份，公司挖掘机累计销售1,240台，同比增长176.8%，预计全年的销量有望达到3,000台，挖掘机业务成为公司业绩增长的主要动力。

■ 装载机业务同比大幅增长

公司是国内装载机行业龙头企业，今年1-5月公司装载机销售16,784台，同比增长109.2%，预计全年销量有望突破30,000台。

■ 预计固定资产投资和房地产开发投资情况好于预期，工程机械仍将保持较高增长

尽管目前工程机械行业各主要产品都呈现旺销的态势，市场还是普遍存在对于未来固定资产投资增速下降和房地产开工面积持续下滑的担忧，但我们认为固定资产投资和房地产开发投资的情况会好于市场的悲观预期，主要是受到城镇化建设、区域经济振兴规划、保障性住房等几个方面的拉动刺激。

■ 上调盈利预测，维持推荐评级

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，上调2010年和2011年公司每股收益分别为0.77元和0.93元，对应PE分别为12倍和10倍，公司正处在转型期，业绩弹性较大，维持推荐评级。

■ 风险提示

固定资产投资明显下降、更加严厉的房地产调控政策继续出台、钢价大幅上涨

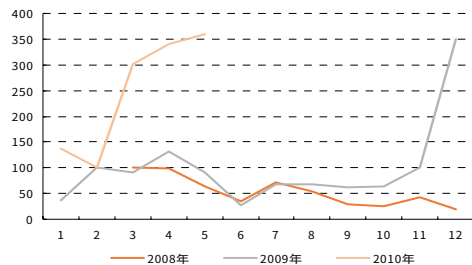
■ 公司业绩增长超预期

公司今年上半年归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比增长 500%以上，业绩增长超过我们之前的预期。业绩大幅增长的原因在于挖掘机和装载机产品均销售旺盛，销量同比大幅增加，同时产品结构不断优化，又具有规模优势，另外公司也加强了成本控制和运营管理，产品利润水平得到提升。

■ 挖掘机业务是公司业绩增长的主要推动力

公司 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%，预计全年的销量有望达到 3,000 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

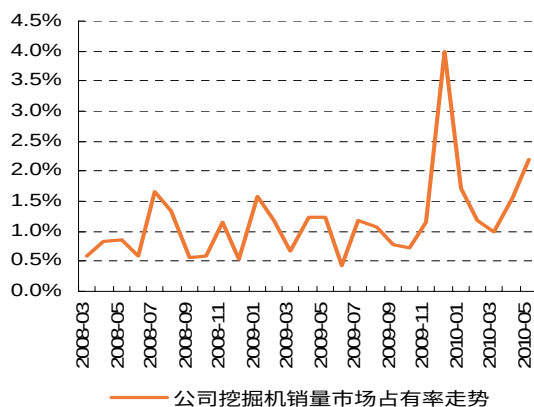
图表2：行业挖掘机月度销量



资料来源：工程机械协会

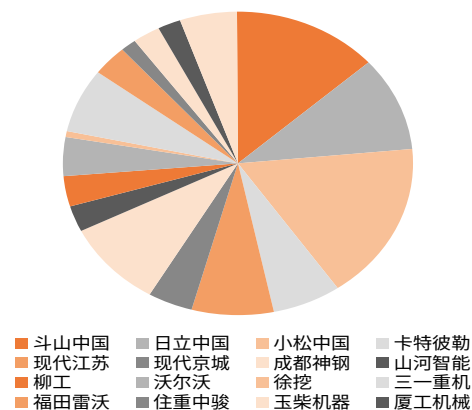
随着销量的快速增长，公司挖掘机产品市场占有率稳步提升，从 2008 年 3 月的 0.6% 上升到今年 5 月份的 2.2%。5 月份单月，外资挖掘机品牌销量的市场占有率已经降到 80% 以下，内资品牌挖掘机销量市场占有率合计为 23.6%，预计随着国内挖掘机技术的发展和逐步成熟，内资品牌挖掘机的市场占有率会继续提升，受益于此，公司挖掘机产品销量的市场占有率也会继续上升。

图表3：公司挖掘机销量市场占有率走势



资料来源：工程机械协会

图表4：5月份挖掘机销量份额

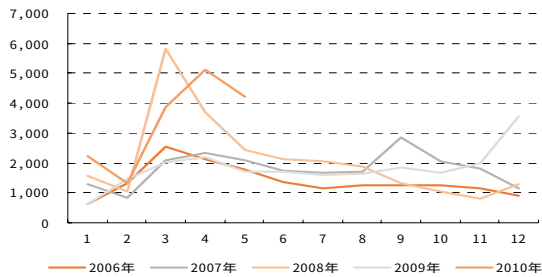


资料来源：工程机械协会

■ 装载机业务同比大幅增长

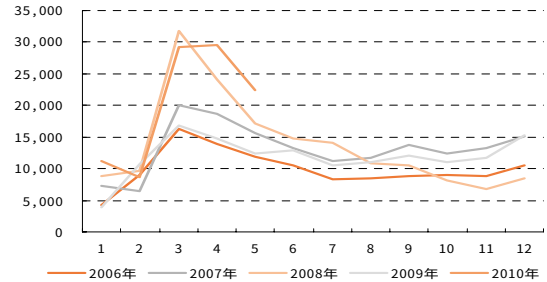
公司是国内装载机行业龙头企业，2009年公司装载机实现销售22,058台，仅次于柳工和龙工，居第3位，市场占有率为15.4%，今年1-5月公司装载机销售16,784台，同比增长109.2%，预计全年销量有望突破30,000台。

图表5：公司装载机月度销量



资料来源：工程机械协会

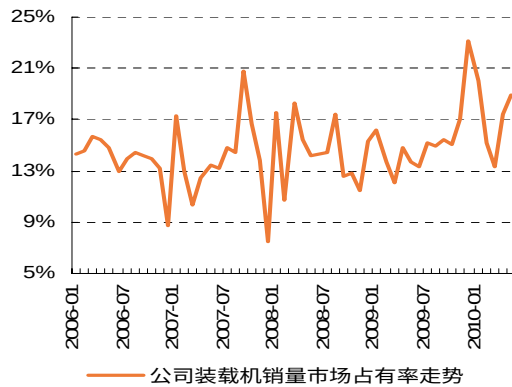
图表6：装载机行业月度销量



资料来源：工程机械协会

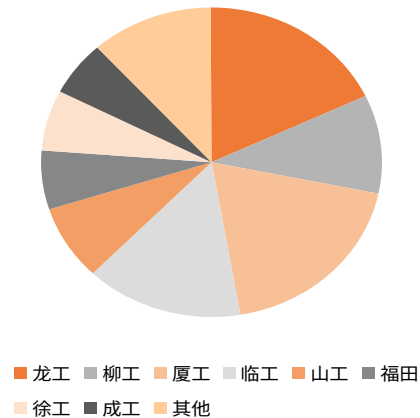
随着销量的快速增长，公司装载机产品市场占有率稳中有升，从2006年1月的14.4%上升到今年5月份的18.9%，5月份单月，公司挖掘机产品销量的市场占有率已经跃居行业第一位。

图表7：公司装载机销量市场占有率走势



资料来源：工程机械协会

图表8：5月份装载机销量份额

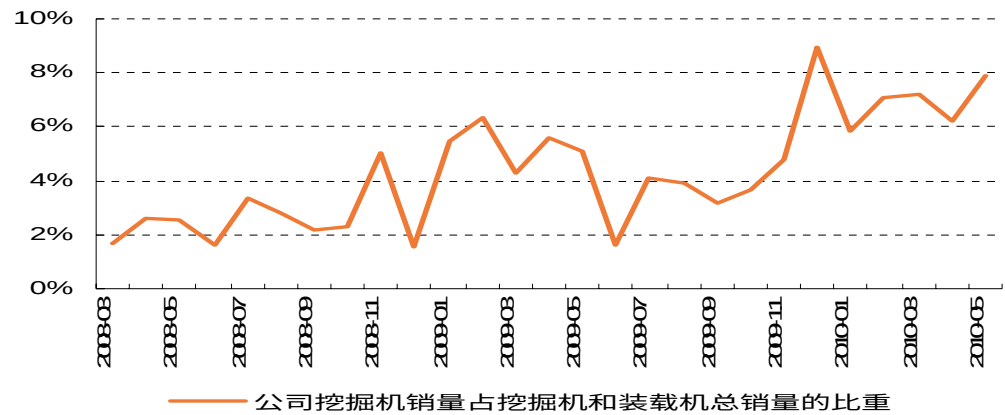


资料来源：工程机械协会

■ 产品结构不断优化

公司挖掘机销量的复合增长率高于装载机销量的复合增长率，因此挖掘机销量占公司挖掘机和装载机总销量的比重不断提高。

图表9：挖掘机销量占比不断提升



资料来源：平安证券研究所

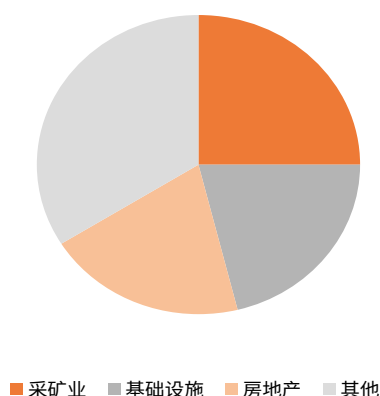
由于挖掘机相对于装载机的销售均价更高，利润水平也更高，因此随着挖掘机销量占比的逐步提高，公司的产品结构不断优化，利润水平也会有所提升。

■ 公司挖掘机和装载机的快速增长来自于基建和房地产投资的拉动

挖掘机主要应用于采矿业、基础设施建设，部分应用于房地产行业，受固定资产投资依然处于高位和房地产开发投资增速持续上行的拉动，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。

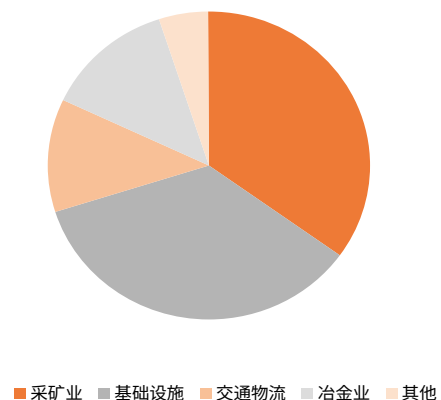
装载机主要应用于采矿业、基础设施建设、交通物流和冶金业，受这些下游行业需求的拉动，今年1-5月行业和公司装载机销量也出了较大幅度的增长。

图表10：挖掘机下游需求行业构成



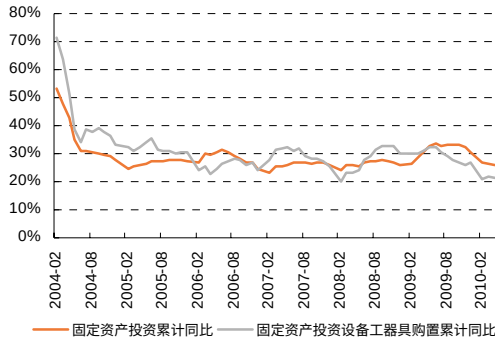
资料来源：平安证券研究所

图表11：装载机下游需求行业构成



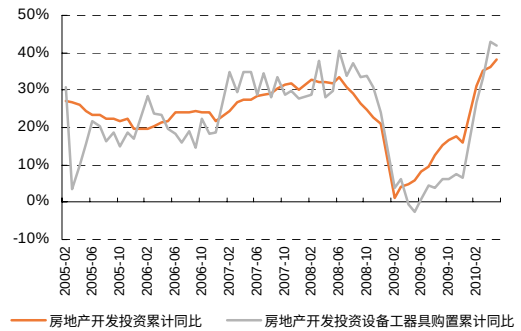
资料来源：平安证券研究所

图表12：固定资产投资同比增速略有下滑



资料来源：国家统计局

图表13：房地产开发投资同比增速持续上行



资料来源：国家统计局

■ 预计固定资产投资和房地产开发投资情况好于预期，工程机械仍将保持较高增长

尽管目前工程机械行业各主要产品都呈现旺销的态势，市场还是普遍存在对于未来固定资产投资增速下降和房地产开工面积持续下滑的担忧，但我们认为固定资产投资和房地产开发投资的情况会好于市场的悲观预期，主要是受到城镇化建设、区域经济振兴规划、保障性住房等几个方面的拉动刺激。

图表14：工程机械行业主要影响因素

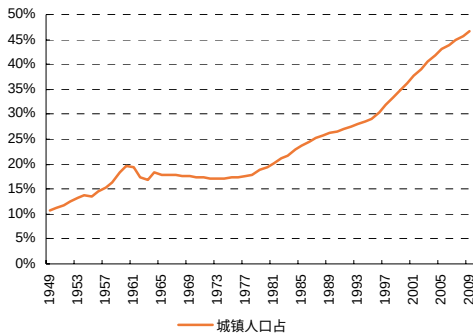
	利好	利空
资金面	新 36 条	信贷收紧、清理彻查地方政府融资平台
基本面	城镇化建设、区域经济振兴规划、保障性住房	房地产调控政策
出口	新兴经济体经济增长速度超预期	欧洲债务危机

资料来源：平安证券研究所

1. 城镇化建设

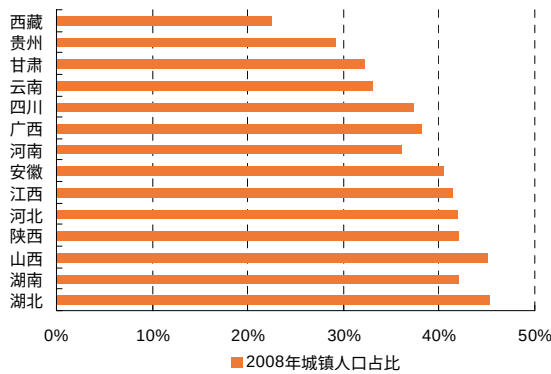
过去30年来，凭借劳动力成本低下、土地成本较低等竞争优势，中国快速承接了全球加工制造业的转移，并逐渐成为“世界工厂”，与此对应，1978年-2008年，我国城镇人口比重已从17.9%上升到45.7%，特别是自1995年以来，随着我国的城市化进程加速，城镇人口比重从29.0%起步呈年均1.3%的增长态势。

图表15：城镇人口占比逐渐提高



资料来源：国家统计局

图表16：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和房地产开发投资的稳定增长提供有效的推动。

2. 区域振兴规划

从去年5月到今年5月，国家迅速出台了数个区域振兴规划，这些规划将有效地拉动基建投资的稳定增长。

图表17：近期出台的区域振兴规划

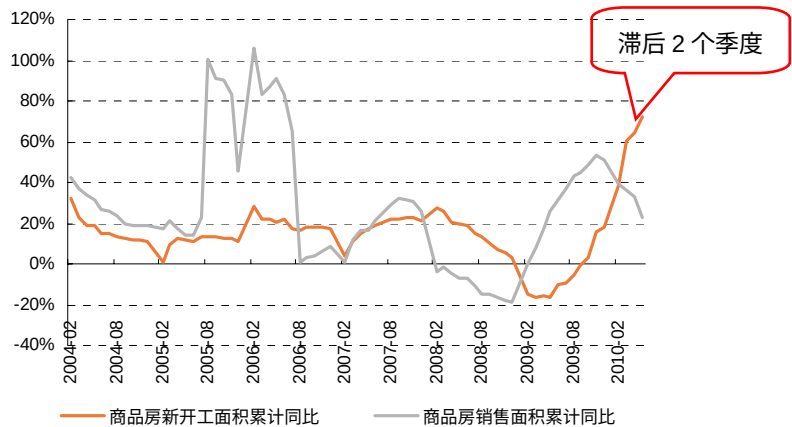
时间	区域振兴规划
2009年5月	海峡西岸经济区
2009年6月	关中-天水经济区、横琴岛总体发展规划
2009年7月	辽宁沿海经济带、江苏沿海地区发展规划
2009年8月	图们江区域合作发展规划
2009年9月	中部地区崛起规划
2009年12月	黄河三角洲高效生态经济区、鄱阳湖生态经济区、海南国际旅游岛建设
2010年1月	皖江城市带承接产业转移示范区
2010年5月	新疆发展规划

资料来源：平安证券研究所整理

3. 保障性住房

尽管商品房新开工面积累计同比增速持续上行，但销售面积累计同比增速从去年 12 月份开始有所回落，按照历史的数据和经验，商品房开工会比销售有 2 个季度左右的滞后，因此预计商品房新开工面积增速会在 3 季度开始回落。

图18：商品房销售面积累计同比增速呈回落态势



资料来源：国家统计局

但同时我们认为，各级政府不断加大对保障性住房建设的力度，这将有效的缓解商品房开工增速预期下降对工程机械行业的影响。

2009 年各级政府完成保障性住房和城市棚户区改造 330 万套，近期住房和城乡建设部与地方签订兴建 2010 年保障住房 580 万套责任书。我们假设保障性住房平均每套 70 平方米，则新增的保障住房占 2009 年商品房新开工面积的 15.2%，有助于稳定房地产行业对工程机械产品的需求。

图19：保障性住房有效弥补商品房开工增速下降的预期

	保障性住房
2009 年完成	330 万套
2010 年计划	580 万套
增加	250 万套
2010 年总面积	70 平方米*580 万套=4.06 亿平方米
增加	70 平方米*250 万套=1.75 亿平方米
2009 年商品房新开工面积	11.54 亿平方米
保障性住房占比	4.06 亿平方米/11.54 亿平方米=35.2%
新增保障性住房占比	1.75 亿平方米/11.54 亿平方米=15.2%

资料来源：平安证券研究所

■ 公司挖掘机产能提升，装载机运输成本下降

预计公司挖掘机产品全年的销量有望达到3,000台，挖掘机业务的设计产能也为3,000台，产能利用率已经基本饱和。这种情况下，公司计划实施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，该技改项目为挖掘机业务的持续增长打开了空间。

2008年，公司装载机的北方生产基地-厦工机械（焦作）有限公司正式投产。焦作基地的投产，使公司装载机产品跳出了东南沿海，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。

■ 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日过会，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。

■ 上调盈利预测，维持推荐评级

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，上调2010年和2011年公司每股收益分别为0.77元和0.93元，对应PE分别为12倍和10倍，公司正处在转型期，业绩弹性较大，维持推荐评级。

■ 风险提示

固定资产投资明显下降、更加严厉的房地产调控政策继续出台、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±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±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：

此报告旨为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