

2010 年 7 月 23 日

厦工股份 (600815)

弃小利，重新布局研发战略

评级：买入（首次）

价值区间：10.65-14.20

事件：

- 1, 公司 7 月 8 日公告, 上半年实现归属母公司净利润同比增长 500% 以上, 约为 3.02 亿元。
- 2, 公司 7 月 21 日公告, 称计划将厦工北方 (焦作) 装备制造基地配套桥箱项目尚未投入的 7700 万元, 其中的 7075 万元用于公司本部的“厦工桥箱技术改造项目”。
- 3, 公司持有兴业证券股权 4875 万股, 兴业证券已于 2010 年 6 月 25 日获得证监会发审委的审核通过, 厦工股份持股约占兴业证券发行后总股份 2.22%

投资要点：

■ **公司 1-5 月份装载机销量增幅全国第一**：公司业绩的大幅增长主要由于上半年公司主营占比 70% 以上的装载机销量大幅增加, 1-5 月份完成销售 16784 台, 同比增加 109%, 而全国平均增加为 72%。预计公司装载机全年销售将突破 40000 台。

■ **优化产品结构, 打造专业化传动零部件生产基地**：厦工认清市场无序竞争的残酷性和关键部件外购的风险性。决定走出一条自主创新的路子, 以技术创新和规模效应来巩固公司的龙头地位。原厦工北方 (焦作) 装备制造桥箱配套项目建设无法满足公司装载机产品升级对桥箱品质提升的需要, 因此公司将桥箱项目移到本部, 本部生产的桥箱将完能够保障厦工北方 (焦作) 装备制造基地项目的配套需要。

■ **兴业证券上市将增厚市值至少 2 亿元**：公司持有兴业证券 4875 万股, 投资成本为 6070 万元。

■ **转债升水, 静待正股价格修复**：转债高升水抑制转股意愿来达到避免部分投资者提前赎回债券。但随着公司的业绩强势增长和债券到期日的逼近, 转债和正股之间的差价会逐渐消失, 公司股价上升至合理区间。

■ 盈利预测与估值：

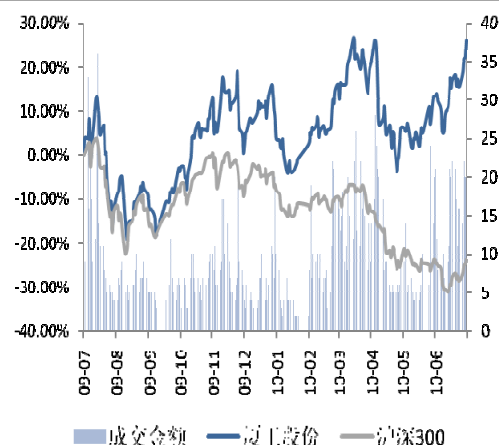
盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	5317	10102	12122	14546
同比 (%)	-9.75%	90%	20%	20%
净利润 (百万元)	106.14	542.09	650.50	780.60
同比 (%)	-43.25%	411%	20%	20%
毛利率 (%)	14.4%	18%	18%	18%
ROE (%)	5.76%	22.57%	25%	25.75%
EPS (元)	0.15	0.78	0.93	1.12
EPS (总股本 75927 万股)		0.71	0.86	1.03
P/E	63	13	11	9
P/B	3.47	3.14	2.78	2.39

分析师	黄海方
执业证书编号	S0600209060100
联系电话	0512-62938651
邮箱	huanghf@gs.jq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

厦工股份与沪深 300 指数走势比较图



市场数据	2010 年 7 月 23 日
总股本 (万股)	69942
流通股 (万股)	69942
收盘价 (元)	9.52
六个月换手率 (%)	217.67

财务数据	2010Q1
主营收入 (亿元)	17.95
净利润 (亿元)	1.36
摊薄每股收益 (元)	0.19

1. 半年度业绩预增 500%以上

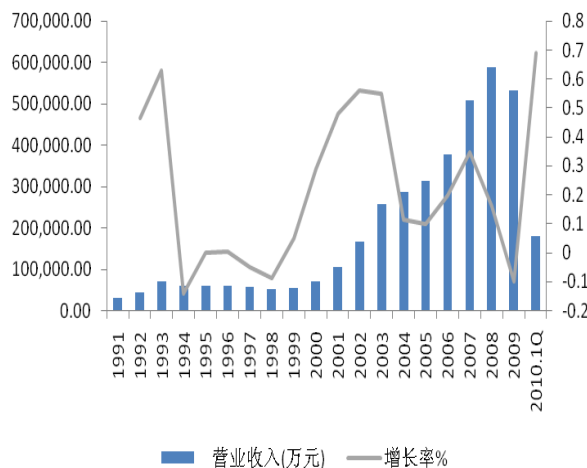
公司 7 月 8 日公告,上半年实现归属母公司净利润同比增长 500%以上,约为 3.02 亿元。

公司业绩的大幅增长主要由于上半年公司主营占比 70%以上的装载机销量大幅增加,1-5 月份完成销售 16784 台,同比增加 109%,而全国平均增加为 72%。预计公司装载机全年销售将突破 40000 台。

厦工是中国第一台装载机诞生地,在国内装载机市场一直处于领军地位,目前占有率接近 17%,市场占比近年来呈上升趋势。

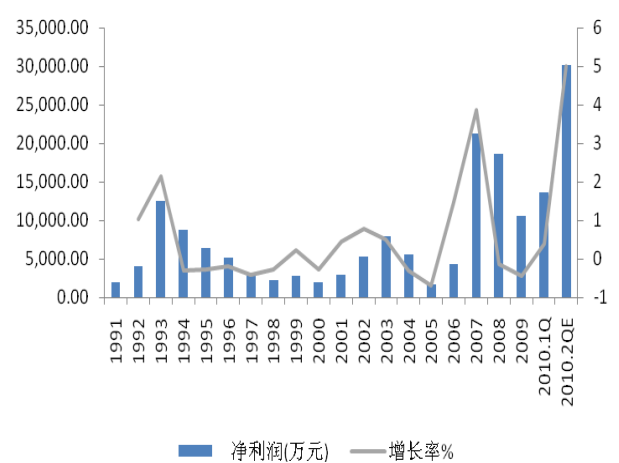
出口方面,1-5 月份,全国装载机出口 9344 台,同比增长 84%,实现出口金额 33670 万美元,同比增长 88.5%。在工程机械出口类别中名列前茅。

图 1: 厦工股份历年收入及增长率



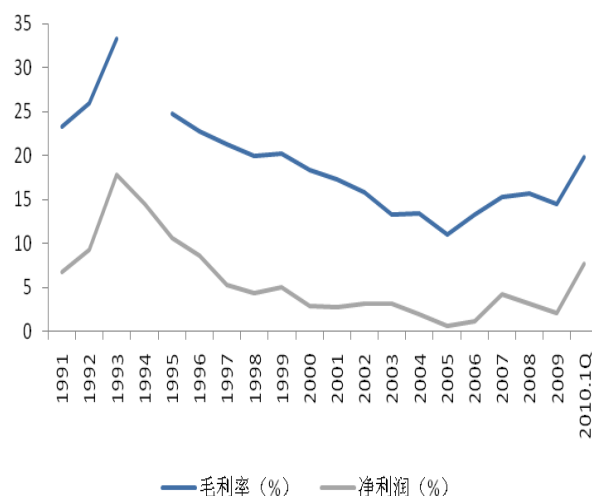
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 2: 厦工股份历年净利润及增长率



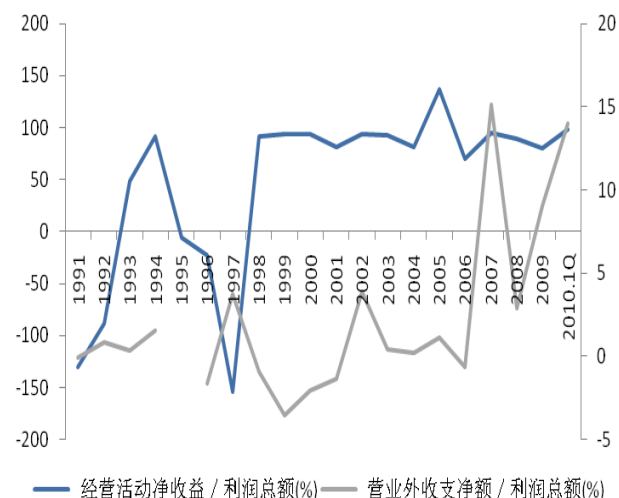
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 3: 厦工股份盈利能力趋势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 4: 厦工股份收益质量表现走势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 5：全国历年装载机销量情况

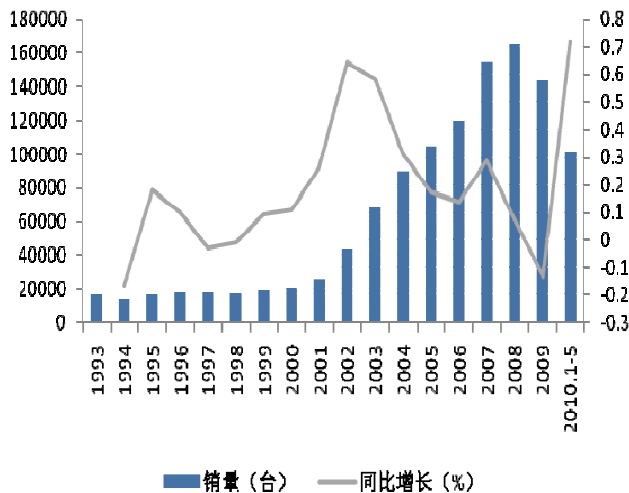
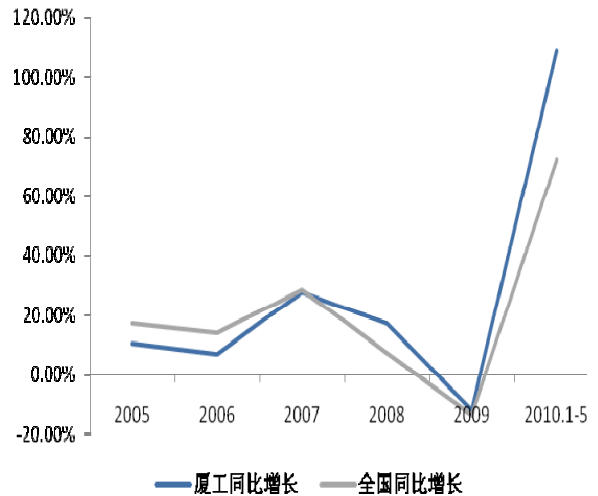


图 6 厦工装载机近年增速已超越全国平均



资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

图 7：装载机主要制造商年度销量全国占比

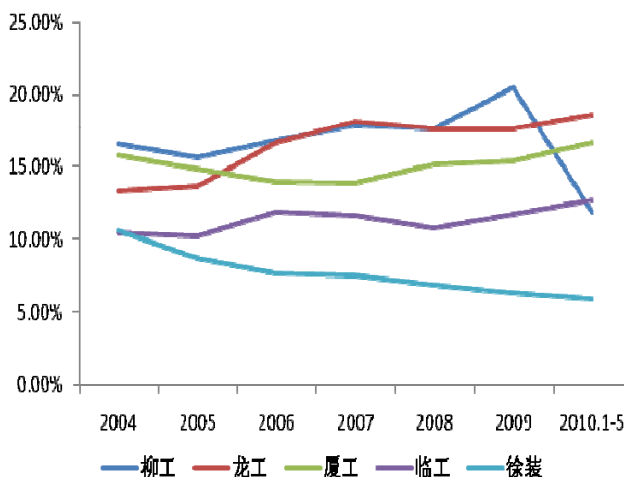
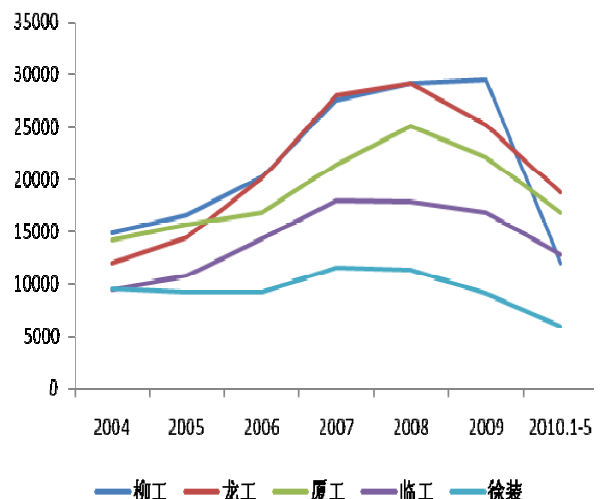


图 8：装载机主要制造商年度销量情况（台）



资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

2. 北方基地资金转投总部

厦工股份 20 日发布公告，称计划将厦工北方（焦作）装备制造基地配套桥箱项目尚未投入的 7700 万元，其中的 7075 万元用于公司本部的“厦工桥箱技术改造项目”，使现有驱动桥、变速箱产能提升 20%，达到年产 36000 台套的生产能力，另外 625 万元用于补充流动资金。

根据《厦门厦工机械股份有限公司可转换公司债券发行方案》，公司原计划建设厦工北方（焦作）装备制造基地配套桥箱项目，生产轮式装载机产品关键配套件驱动桥、变速箱。项目总投资 12,902 万元，其中固定资产投资 10,402 万元，铺底流动资金为 2,500 万元。公司计划投入募集资金 7,700 万元。项目达产

后形成年产 10,000 台套桥箱生产能力，与厦工北方（焦作）装备制造基地项目 10,000 台装载机产能配套。截止目前该项目尚未开始实施。

变更原因

- 1、**适应公司发展规划的需要。**原厦工北方（焦作）装备制造桥箱配套项目建设是在现有技术水平上扩大产能，无法满足公司装载机产品升级对桥箱品质提升的需要，因此公司审时度势放缓和调整了厦工北方（焦作）装备制造基地配套桥箱项目投资。
- 2、**厦工优化产品结构、产品升级的需要。**为提高厦工装载机在市场上的竞争力，公司着力新产品开发，对装载机产品进行改进升级，提高产品附加值。厦工桥箱技术改造项目将使公司能够生产具有自主知识产权的高可靠性、高质量的传动系统产品，从而带动整机产品在市场的竞争力，带动产业升级。
- 3、**打造专业化的传动零部件生产基地。**传动零部件是技术密集型和资金密集型产业，在现有的生产基地上进行技改，较少的投入即可快速形成较完整的生产能力。由于生产规模扩大，规模生产经济效益可得到充分体现，降低企业的运营成本，增加企业盈利能力。
- 4、**运输瓶颈已不存在。**本部生产的桥箱将完能够保障厦工北方（焦作）装备制造基地项目的配套需要。

项目全部建成后新增 6,000 台套桥箱产能，产品性能和可靠性提高。经测算，本项目达产后年新增销售收入 27,720 万元，年新增利润总额 1,609.68 万元。“增量”总投资收益率 18.66%，“增量”资本金财务内部收益率为 20.04%，“增量”投资回收期 6.4 年。本项目盈亏平衡点为设计生产能力的 61.78 %。

厦工此举是将原计划扩大焦作 10000 套装载机配套的桥箱产能缩减到 6000 套，盈利能力的提高由原计划的可增加利润 2383 万元降低到 1609 万元。并且运输成本的提高也不容忽视。表面看来是个错误决定，但厦工认清市场无序竞争的残酷性和关键部件外购的风险性。决定走出一条自主创新的路子，以技术创新和规模效应来巩固公司的龙头地位。厦工靠自主创新已取得了初步成功，2009 年 12 月，全球第一台以压缩天然气为动力的轮式装载机在厦工问世，该产品使能耗下降 50%，噪声下降 50%，维修成本下降 40%，污染物排放也大量减少。“新产品不但迅速占领了国内市场，还首次成功打入南美市场，获得了 500 万美元的销售订单。”

3. 长期股权投资市值增加约 2 亿元

公司持有兴业证券股权 4875 万股，兴业证券已于 2010 年 6 月 25 日获得证监会发审委的审核通过，发行后总股本约为 22 亿股。厦工股份持股约占兴业证券发行后总股份 2.22%。

证券行业今年受到交易量和收佣率双双大幅下滑和自营等业务利润下滑的威胁，2010 年业绩不容乐观。兴业证券 2010 年每股收益预计在 0.20-0.30 元之间，若按 20 倍市盈率发行，发行价可能在 4-6 元之间。由于市场对兴业证券盈利能力恢复的期望较高，预计发行价格接近 6 元。若发行价按接近 6 元计算，厦工股份持有的兴业证券成本为 6070 万元，兴业证券上市后可增厚厦工长期股权投资市值 2 亿元左右。

4. 厦工转债严重升水，抑制转股意愿

公司 2009 年 3 月发行可转债 600 万张，实际融资约 5.859 亿元，目前已经完成投资 4.637 亿元。投资效益还未全部体现，所以公司抑制厦工转债投资者的转股意愿。目前公司股价 9.52 元，仅比转股价格 7.45 元高出 2.07 元，而转债每张的市场价格已为 138.85 元。按转股比例 1:10 计算，每转掉一张债券，投资者将损失 18 元的收益，而公司则相当于将 25.5 的长期借款提前偿还了。厦工转债如此高的升水就是想抑制这种两面不讨好的事情发生。但随着公司的业绩强势增长和债券到期日的逼近，转债和正股之间的差价会逐渐消失，公司股价上升至合理区间。

5. 盈利预测

不考虑公司持有的兴业证券上市而带来的投资收益，根据公司上半年销售收入和毛利率预测，公司 2010 年销售收入可同比增长 90%，毛利率为 18%。考虑到未来几年城镇化建设的力度不会减退，保守预计公司销售收入在 2011-2012 年可保持 20%左右的增速，毛利率可维持在 18%以上。由于公司得到高新技术认证，税率为 15%，子公司税率为 20%-25%，我们预计公司合并报表的有效税率约为 18%。若按目前股本计算，2010-2012 年每股收益约为 0.78、0.93 和 1.12 元。假设公司发行的可转债全部转成股本，那么对应 2010-2012 年每股收益为 0.71、0.86 和 1.03 元。给予 15-20 倍的市盈率，公司股票价值区间为 10.65-14.20 元。给予“买入”评级。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>