

机械/工程机械

报告原因:公布 2011 年半年报

2011 年 08 月 16 日

市场数据: 2011 年 08 月 16 日

收盘价(元)	13.73
一年内最高/最低(元)	17.81/12.61
市净率	3.37
市盈率	17.44
流通 A 股市值(百万元)	10,752

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

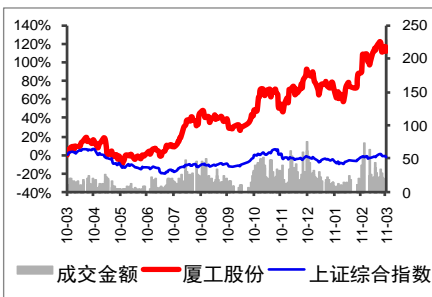
基础数据: 2010 年 12 月 31 日

每股净资产(元)	4.08
资产负债率%	59.95
总股本/流通 A 股(百万)	1125/975
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

工程机械行业发展趋势分析-行业
兼并重组加速推进,技术竞争升级
(20101101)

一年内股价变动率



分析师: 曹玲燕

执业证书编号: S0760511010002

电话: 0351-8686976

邮箱: caolingyan@sxzq.com

联系人: 李争东

电话: 0351-8686900

邮箱: lizhengdong@sxzq.com

联系人: 张小玲

电话: 0351-8686990

邮箱: zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

厦工股份(600815)

主营产品销售情况良好,资金面趋于紧张

增持
调整评级

公司研究/点评报告

事件:

报告期内公司实现营业收入 71.37 亿元,同比增长 42.58%;净利润 4.67 亿元,同比增长 11.72%;归属于上市公司股东净利润 4.65 亿,同比增长 11.78%,对应每股基本收益为 0.60 元。

点评:

● **装载机、挖掘机销量情况良好。**2011 年 1-6 月,公司累计销售装载机、挖掘机分别为 23000 和 3265 台,同比增长 14.38%和 84.15%。由于产品下游固定资产投资增速保持 20%左右,对公司产品需求保持稳定,公司全年营业收入有望实现 17%左右的增长。

● **挖掘机产能瓶颈逐步得到解决。**公司现有挖掘机产能为 6000 台,预计 2012 年以后实现 15000 台产能,由于挖掘机进口替代趋势已定,现阶段仍然以抢占市场占有率为基础,因此,公司挖掘机仍将保持高速增长。

● **压路机下游需求减少。**1-6 月公司累计销售压路机 1093 台,同比降低 17.45%,实现销售收入约 1.8 亿元,同比降低 25.65%;市场占有率为 7.68%。由于道路行业固定资产投资增速由 2010 年均 30%下滑至 2011 年 18%左右,行业投资下滑导致压路机需求减少。

● **公司期间费用率略有上升。**公司报告期内期间费用率为 9.72%,同比提高 2 个百分点;其中,财务费用上升幅度较大,公司上半年发生财务费用累计额为 4471 万,占主营业务收入 0.63%,主要在于公司一季度新增银行短期贷款 10.77 亿元、二季度长期借款增加 4 亿元。

● **公司资金趋于紧张。**上半年公司应收账款累计额为 36.5 亿,占公司主营业务收入的 51.15%,同比增长 55.4%;应收账款增速超过主营业务收入增速 12 个百分点。公司经营性现金流量为 -7.19 亿元,资金面趋于紧张。

估值:

经过测算我们认为公司 2011-2013 年每股收益为 1.08 元、1.22 元和 1.42 元,以 8 月 16 日收盘价 13.73 元计算,对应 PE 为 12.72 倍、11.28 倍和 9.66 倍。

预测指标(百万)	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	10332	12114	14324	17076
增长率%	94.33%	17.25%	18.24%	19.21%
主营业务利润	614	841	949	1108
增长率%	478.45%	37.04%	12.75%	16.82%
EPS(元)	0.79	1.08	1.22	1.42
PE(倍)	17.44	12.72	11.28	9.66
PB(倍)	3.37	2.66	2.15	1.76

厦工股份分产品销售情况

装载机

1-6 月公司累计销售装载机 23000 台，同比增长 14.38%，实现销售收入约 41.38 亿元，同比增长 14.54%；市场占有率为 16.33%，较 2010 年提高了 1 个百分点。公司产品主要用于采矿、基建等领域，由于上半年固定资产投资及采矿业固定资产投资仍然保持 20%左右的增速，装载机行业销量保持平稳增长。

挖掘机

1-6 月公司累计销售挖掘机 3265 台，同比增长 84.15%，远超行业 20.4%的增速，市场占有率为 2.44%；累计实现销售收入约 13 亿元，同比增长 64.51%。受促销及进口替代等因素影响，公司挖掘机销量大幅提高。

压路机

1-6 月公司累计销售压路机 1093 台，同比降低 17.45%，实现销售收入约 1.8 亿元，同比降低 25.65%；市场占有率为 7.68%。由于道路行业固定资产投资增速由 2010 年均 30%下滑至 2011 年 18%左右，行业投资下滑导致压路机需求减少。

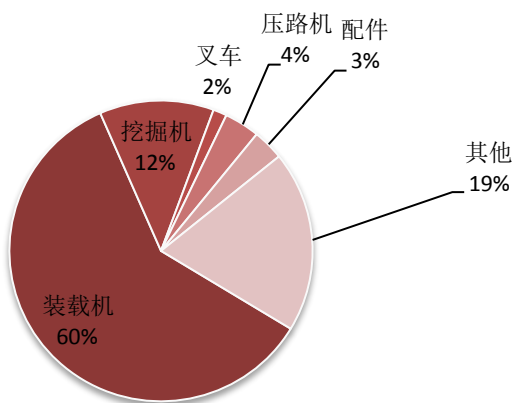
叉车

1-6 月公司叉车实现销售收入约 1.4 亿元，同比出现一定下滑；2011 年上半年，交通运输、仓储及邮政业固定资产投资继续延续下滑趋势，叉车行业受到一定拖累。

风险提示：

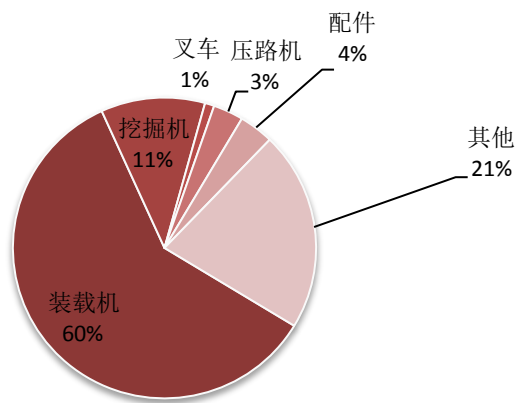
- 1、固定资产投资仍然呈现下滑趋势，下游需求减弱导致公司主营产品销售增速加速放缓风险。
- 2、轮胎、钢材等大宗物资涨价，可能导致公司毛利率下滑风险。

图表 1：厦工主营收入构成



资料来源：山西证券

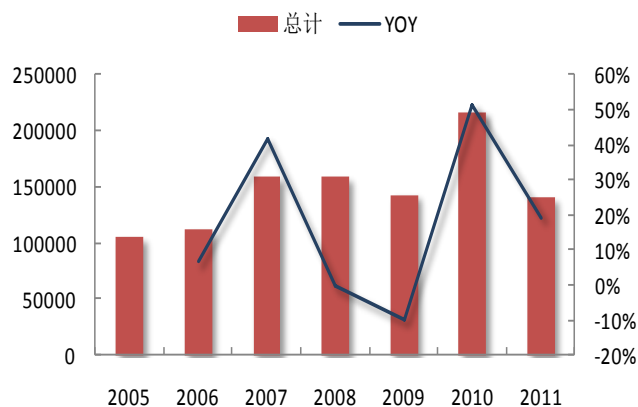
图表 2：厦工主营利润构成



资料来源：山西证券

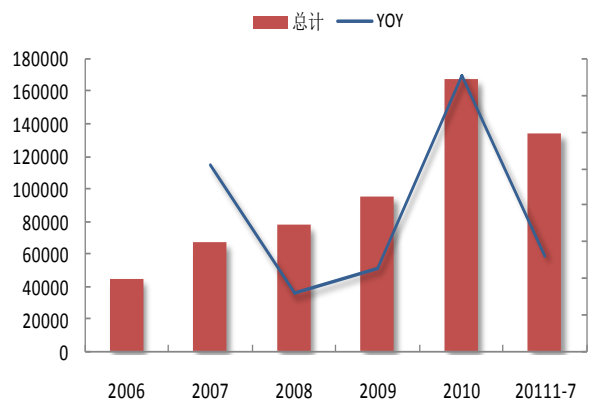


图表 3: 装载机行业年度销量情况



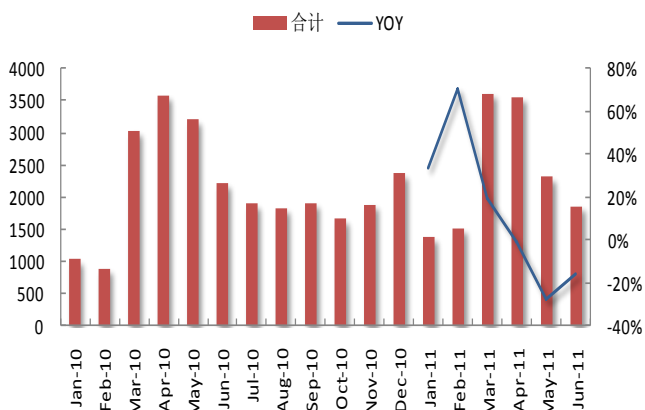
资料来源：山西证券

图表 5: 挖掘机行业年度销量



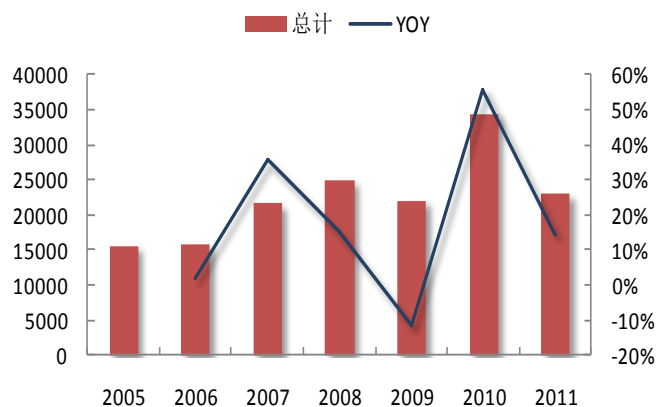
资料来源：山西证券

图表 7: 压路机行业月度销量



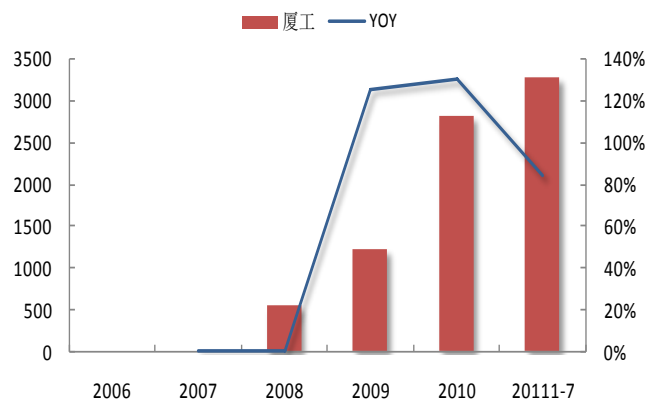
资料来源：山西证券

图表 4: 厦工装载机年度销量情况



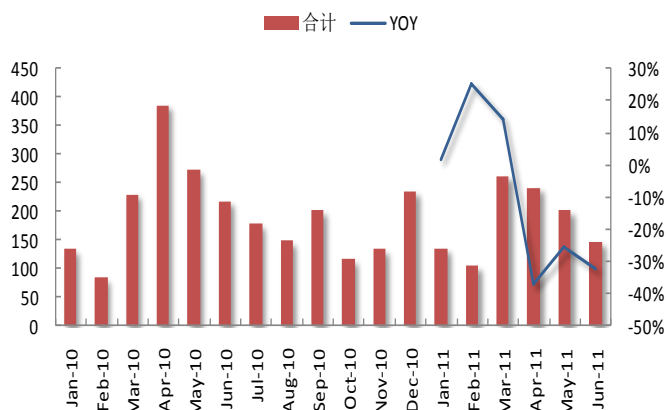
资料来源：山西证券

图表 6: 厦工挖掘机年度销量



资料来源：山西证券

图表 8: 厦工压路机月度销量



资料来源：山西证券



图表 9:

单位：百万

利润表	2010	2011E	2012E	2013E	比率分析	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10332	12114	14324	17076	营业收入增速	94.33%	17.25%	18.24%	19.21%
营业成本	8604	9991	11823	14110	毛利率	16.72%	17.53%	17.46%	17.37%
营业税金及附加	34	39	64	77	期间费用率	9.02%	9.14%	9.26%	9.25%
销售费用	721	848	1003	1195	净利率	5.94%	6.95%	6.62%	6.49%
管理费用	211	248	293	349	股利发放率	21.59%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	0	11	31	36	净资产收益率 ROE	16.93%	20.64%	18.86%	18.04%
资产减值损失	23	12	21	31	投入资本收益率 ROIC	0.35	0.42	0.40	0.39
公允价值变动净收益	3	0	0	0	资产收益率 ROA	7.61%	7.99%	7.40%	7.25%
投资净收益	12	17	17	17	应收账款周转天数	60	70	70	70
营业利润	719	982	1107	1295	存货周转天数	91	130	130	130
营业外收入	26	15	15	15	应付账款周转天数	55	69	73	67
营业外支出	2	2	0	0	固定资产周转天数	31	29	24	19
非流动资产处置净损失	2	0	0	0	总资产周转率	1.28	1.15	1.12	1.12
利润总额	743	995	1122	1310	流动比率	1.38	1.41	1.46	1.52
所得税	124	149	168	197	速动比率	0.83	0.81	0.88	0.94
净利润	619	846	953	1114	净现金/到期债务	1.09	1.91	2.44	3.40
少数股东损益	5	4	5	6	EBIT 利息保障倍数	#DIV/0!	85	36	36
归属母公司股东的净利润	614	841	949	1108	EBITDA / 利息费用	#DIV/0!	95	40	40
基本每股收益	0.79	1.08	1.22	1.42	资产负债率	60%	61%	61%	60%
稀释每股收益	0.87	1.08	1.22	1.42	销售收入现金含量	84%	100%	100%	100%
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00	经营现金净流/净利润	62%	57%	69%	58%
资产	2010	2011E	2012E	2013E	负债及权益	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	432	494	1298	1965	短期借款	0	0	272	320
应收票据	1393	1659	1962	2339	应付票据	2176	2564	3044	3634
应收账款	1706	2323	2737	3255	应付账款	1529	2230	2647	3160
其他应收款	85	100	122	145	预收款项	66	121	143	171
预付款项	253	262	310	370	应付职工薪酬	146	200	236	282
应收股利	0	0	0	0	应交税费	-39	121	143	171
应收利息	0	0	0	0	应付利息	0	0	0	0
存货	2593	3558	4211	5026	应付股利	0	0	0	0
一年内到期的非流动资产	0	1	1	1	其他应付款	390	453	536	640
流动资产合计	6465	8401	10644	13104	预计负债	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	一年内到期的非流动负债	400	260	260	260
固定资产	890	970	951	899	其他流动负债	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	流动负债合计	4669	5949	7282	8636
在建工程	17	80	130	180	长期借款	0	400	400	400
无形资产	178	190	202	211	应付债券	0	0	0	0
长期待摊费用	23	22	22	22	长期应付款	1	0	0	0
递延所得税资产	96	96	96	96	其他非流动负债	139	81	81	81
其他非流动资产	0	0	0	0	非流动负债合计	166	508	508	508
非流动资产合计	1601	2133	2176	2183	负债合计	4836	6457	7790	9144
资产总计	8066	10533	12820	15288	实收资本(或股本)	780	780	780	780
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	资本公积金	1240	1240	1240	1240
经营活动产生的现金流量净额	381	478	660	651	盈余公积金	200	200	200	200
投资活动产生的现金流量净额	-208	-490	4	40	未分配利润	960	1802	2750	3858
融资活动产生的现金流量净额	173	191	242	12	少数股东权益	51	55	60	66
现金净变动	346	179	906	702	归属母公司股东的权益	3179	4021	4969	6078
期初现金余额	329	432	611	1518	所有者权益合计	3230	4076	5030	6143
期末现金余额	675	611	1518	2220	负债和股东权益总计	8066	10533	12820	15288

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。