

厦工股份(600815.SH)

工程机械行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：9.64元

业绩平淡，投资收益贡献明显

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	777.08
总市值(百万元)	7,702.07
年内股价最高最低(元)	17.64/7.73
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 1.《业绩低于预期》，2011.10.30
- 2.《行业景气下降,增长面临压力》，2011.8.16
- 3.《收购厦工三明,进一步壮大实力》，2011.4.29

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

刘芷君 联系人
 (8687)21485949
 liuzj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.787	0.735	0.759	0.878	0.981
每股净资产(元)	4.08	4.76	5.66	6.16	7.09
每股经营性现金流(元)	0.60	-1.68	1.53	0.88	0.92
市盈率(倍)	17.94	11.04	12.70	10.99	9.83
行业优化市盈率(倍)	33.65	25.21	25.21	25.21	25.21
净利润增长率(%)	478.45%	-6.63%	5.76%	15.64%	11.77%
净资产收益率(%)	19.31%	15.44%	13.40%	14.26%	13.84%
总股本(百万股)	779.71	779.71	798.97	798.97	798.97

来源：公司年报、国金证券研究所

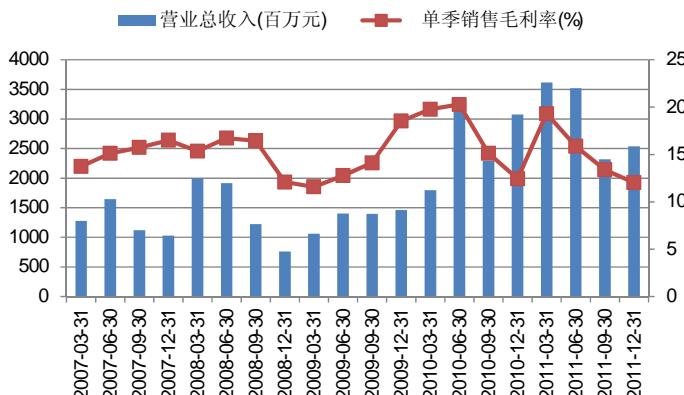
业绩简评

- 公司11年全年实现营业收入11,992百万元，同比增长15.51%；归属母公司股东的净利润573百万元，同比下降7.16%，EPS为0.74元。公司收入和利润略低于我们预期。

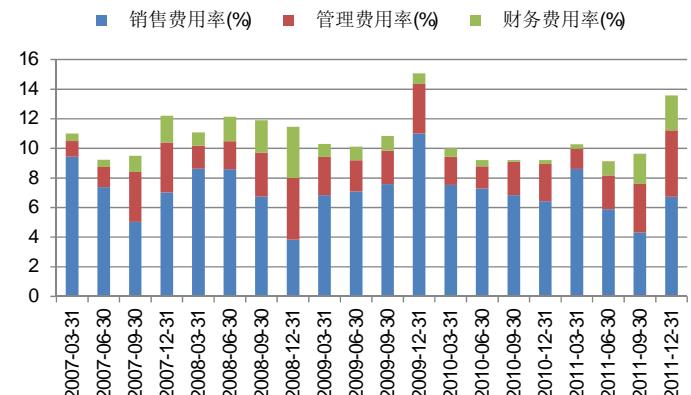
经营分析

- **装载机行业增速放缓：**受宏观调控和货币紧缩影响，11年国内工程机械销量增速总体呈“前高后低”趋势，增速明显放缓。根据行业协会统计，11年国内装载机销量为24.7万台，同比增长13.96%。公司全年装载机销量约为4.0万台，同比增长16.72%，高于行业增速。
- **挖掘机市场占有率达到新高：**受公司积极优化产品销售结构、扩大挖掘机产能的影响，公司挖掘机业务发展势头良好。根据协会统计，11年公司共销售挖掘机4,204台，同比增长47.46%，大大超过行业5.48%的平均水平；挖掘机市场占有率达到2.39%，较10年提升了近0.7个百分点。
- **压路机、叉车行业地位稳定：**公司11年共销售压路机1,960台，叉车4,990台，同比增速分别为-16.10%和74.72%。产品销量随行业波动而产生起伏，但公司基本保持了其行业地位，压路机及叉车的市占率分别为9.07%和1.59%，与10年基本持平。
- **毛利率有所下降：**公司11年综合毛利率为15.36%，较10年下降1.71个百分点。毛利率下降的主要原因是其他业务收入的毛利率下降较多导致，而工程机械主业毛利率基本稳定。随着钢铁、轮胎等原材料价格的下跌，12年毛利率下降的趋势有望扭转；同时挖掘机、长轴距装载机等毛利率较高的产品销量占比增加也会改善公司综合毛利率。
- **财务费用大幅增加：**公司11年财务费用高达152百万元，是去年同期的3.9倍，主要原因是公司向银行借款剧增。10年底公司的短期借款和长期借款分别为15.20百万元和0，而11年底增加至2,133和400百万元。期末公司的资产负债率为64.48%，较去年同期增加5.76个百分点。与此同时，公司11年的销售费用率和管理费用率均保持稳定，全年的期间费用率为10.52%，比10年上升0.82个百分点。

- **经营性现金流压力骤增：**公司 11 年经营活动产生的现金流量净额为 -1,311 百万元，较前 3 季度的 -983 百万元持续下降，远低于 10 年的 448 百万元。主要是因为在行业需求下滑和宏观调控的背景下，公司采用销售信用政策刺激销量，导致了应收账款的大量增加，11 年公司应收账款总额为 3,288 百万元，同比增加 87.37%。但公司加强了对应收账款管理，应收账款已由 11 年 3 季度末的 4,396 百万元回落。

图表1：公司单季度的营业收入和毛利率


来源：公司公报，国金证券研究所

图表2：公司单季度的三项费用率


- **投资收益贡献明显：**公司原持有兴业证券股票 48.15 百万股（上市后），成本为 60.70 百万元。11 年公司减持了 9.35 百万股，确认投资收益 100 百万元，占当年利润总额的 14.90%，减缓了净利润下滑程度。

盈利预测和投资建议

- 我们调低了对公司的盈利预测，预计公司 2012~2014 年营业收入分别为 12,210、13,411 和 15,248 百万元，净利润分别为 606、701 和 784 百万元，同比增长 5.76%、15.64% 和 11.77%，2012-2013 年净利润分别调低了 13% 和 14%；EPS 分别为 0.759、0.878 和 0.981 元。
- 公司当前股价对应 2012 年 12.70 倍 PE，维持“买入”评级

风险提示

- **原材料价格大幅上涨风险：**钢材占公司装载机等产品的销售成本比重较大，如果钢价大幅上涨，将对公司盈利能力造成负面影响。
- **出售部分金融资产对业绩的影响：**2012 年 1 月 4 日至 2012 年 2 月 10 日，公司累计减持兴业证券股票 8.10 百万股。经初步测算，扣除股票成本、相关税费后，此次减持兴业证券股票对 2012 年一季度净利润的影响金额约为 65.70 百万元，约合 EPS0.08 元。

图表3：分项业务预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程机械销售						
销售收入(百万元)	4,813.09	7,988.38	8,563.77	8,563.77	9,420.15	10,833.17
增长率(%)	-10.20%	65.97%	7.20%	0.00%	10.00%	15.00%
毛利率	14.98%	19.84%	19.99%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	4,032.09	6,403.49	6,851.87	6,851.02	7,536.12	8,666.53
增长率(%)	-8.78%	56.48%	7.00%	-0.01%	10.00%	15.00%
毛利(百万元)	721.00	1,584.88	1,711.90	1,712.75	1,884.03	2,166.63
增长率(%)	-17.53%	119.82%	8.01%	0.05%	10.00%	15.00%
占总资产比重	9.53%	7.32%	7.14%	7.01%	7.02%	7.10%
占主营业务利润比重	93.77%	91.73%	93.04%	90.75%	89.21%	89.21%
配件销售						
销售收入(百万元)	158.41	332.66	415.83	457.41	526.02	631.23
增长率(%)	-10.91%	110.00%	25.00%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	15.93%	21.00%	15.00%	17.00%	17.00%	17.00%
销售成本(百万元)	133.18	262.80	353.45	379.65	436.60	523.92
增长率(%)	-14.55%	97.34%	34.49%	7.41%	15.00%	20.00%
毛利(百万元)	25.23	69.86	62.37	77.76	89.42	107.31
增长率(%)	14.92%	176.84%	-10.71%	24.67%	15.00%	20.00%
占总资产比重	2.98%	3.22%	3.47%	3.75%	3.92%	4.14%
占主营业务利润比重	3.28%	4.04%	3.39%	4.12%	4.23%	4.42%
材料销售						
销售收入(百万元)	244.86	1,958.88	2,751.85	2,889.45	3,120.60	3,370.25
增长率(%)	-29.56%	700.00%	40.48%	5.00%	8.00%	8.00%
毛利率	25.7%	32.22%	1.13%	20.0%	3.00%	3.00%
销售成本(百万元)	238.57	1,895.80	2,720.88	2,831.66	3,026.98	3,269.14
增长率(%)	-27.41%	694.66%	43.52%	4.07%	6.90%	8.00%
毛利(百万元)	6.29	63.08	30.97	57.79	93.62	101.11
增长率(%)	-66.78%	902.33%	-50.90%	86.59%	62.00%	8.00%
占总资产比重	4.61%	18.96%	22.95%	23.66%	23.27%	22.10%
占主营业务利润比重	0.82%	3.65%	1.68%	3.06%	4.43%	4.16%
其它						
销售收入(百万元)	100.31	52.06	260.59	299.68	344.63	413.55
增长率(%)	2104.49%	-48.10%	400.52%	15.00%	15.00%	20.00%
毛利率	16.33%	19.00%	13.32%	13.00%	13.00%	13.00%
销售成本(百万元)	83.93	42.17	225.89	260.72	299.83	359.79
增长率(%)	6436.15%	-49.75%	435.64%	15.42%	15.00%	20.00%
毛利(百万元)	16.38	9.89	34.70	38.96	44.80	53.76
增长率(%)	401.52%	-39.61%	250.76%	12.28%	15.00%	20.00%
占总资产比重	1.89%	0.50%	2.17%	2.45%	2.57%	2.71%
占主营业务利润比重	2.13%	0.57%	1.89%	2.06%	2.12%	2.21%
销售总收入(百万元)	5,316.67	10,331.98	11,992.04	12,210.30	13,411.40	15,248.20
销售总成本(百万元)	4,547.76	8,604.27	10,152.10	10,323.04	11,299.53	12,819.39
毛利(百万元)	768.91	1,727.71	1,839.94	1,887.26	2,111.87	2,428.81
平均毛利率	14.46%	16.72%	15.34%	15.46%	15.75%	15.93%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5,317	10,332	11,992	12,210	13,411	15,248	货币资金	329	432	358	900	1,000	1,100
增长率	94.3%	16.1%	1.8%	9.8%	13.7%		应收款项	1,557	3,184	4,218	4,077	4,270	4,624
主营业务成本	-4,547	-8,604	-10,152	-10,323	-11,300	-12,819	存货	2,228	2,593	3,265	3,111	3,405	3,863
%销售收入	85.5%	83.3%	84.7%	84.5%	84.3%	84.1%	其他流动资产	183	256	215	212	232	262
毛利	769	1,728	1,840	1,887	2,112	2,429	流动资产	4,296	6,465	8,055	8,301	8,907	9,849
%销售收入	14.5%	16.7%	15.3%	15.5%	15.7%	15.9%	%总资产	76.4%	80.2%	75.9%	77.0%	77.6%	78.2%
营业税金及附加	-7	-34	-26	-31	-34	-38	长期投资	152	397	643	644	643	643
%销售收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	918	907	1,378	1,455	1,550	1,735
营业费用	-439	-721	-790	-830	-899	-1,006	%总资产	16.3%	11.2%	13.0%	13.5%	13.5%	13.8%
%销售收入	8.2%	7.0%	6.6%	6.8%	6.7%	6.6%	无形资产	191	201	420	380	377	373
管理费用	-138	-211	-320	-317	-349	-396	非流动资产	1,324	1,601	2,551	2,481	2,572	2,753
%销售收入	2.6%	2.0%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	23.6%	19.8%	24.1%	23.0%	22.4%	21.8%
息税前利润 (EBIT)	186	762	704	709	831	988	资产总计	5,620	8,066	10,606	10,781	11,478	12,602
%销售收入	3.5%	7.4%	5.9%	5.8%	6.2%	6.5%	短期借款	70	400	2,133	1,643	1,551	1,319
财务费用	-47	-35	-152	-139	-113	-100	应付款项	2,448	4,162	3,957	4,029	4,410	5,003
%销售收入	0.9%	0.3%	1.3%	1.1%	0.8%	0.7%	其他流动负债	104	107	37	127	135	148
资产减值损失	-27	-23	-36	-22	-27	-29	流动负债	2,622	4,669	6,127	5,799	6,096	6,470
公允价值变动收益	0	3	0	0	0	0	长期贷款	400	0	400	400	400	401
投资收益	9	12	131	150	120	50	其他长期负债	629	166	312	0	0	0
%税前利润	6.1%	1.7%	19.5%	20.9%	14.4%	5.4%	负债	3,651	4,836	6,840	6,199	6,496	6,871
营业利润	121	719	648	698	811	909	普通股股东权益	1,919	3,179	3,712	4,524	4,918	5,662
营业利润率	2.3%	7.0%	5.4%	5.7%	6.0%	6.0%	少数股东权益	50	51	54	58	63	69
营业外收支	20	23	26	20	20	20	负债股东权益合计	5,620	8,066	10,606	10,781	11,478	12,602
税前利润	140	743	674	718	831	929							
利润率	2.6%	7.2%	5.6%	5.9%	6.2%	6.1%							
所得税	-28	-124	-97	-108	-125	-139							
所得税率	20.2%	16.6%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	112	619	577	610	706	790							
少数股东损益	6	5	3	4	5	6							
归属于母公司的净	106	614	573	606	701	784							
净利润率	2.0%	5.9%	4.8%	5.0%	5.2%	5.1%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	112	619	577	610	706	790	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.152	0.787	0.735	0.759	0.878	0.981
非现金支出	96	108	141	130	145	157	每股净资产	2.744	4.077	4.761	5.662	6.156	7.087
非经营收益	28	-11	10	42	-7	52	每股经营现金流	0.434	0.603	-1.681	1.530	0.876	0.917
营运资金变动	68	-271	-2,039	439	-144	-266	每股股利	0.030	0.045	0.050	0.050	0.050	0.050
经营活动现金净流	304	444	-1,311	1,222	700	733	回报率						
资本开支	-109	-187	-431	-127	-189	-290	净资产收益率	5.53%	19.31%	15.44%	13.40%	14.26%	13.84%
投资	0	-69	-183	-1	0	0	总资产收益率	1.89%	7.61%	5.40%	5.62%	6.11%	6.22%
其他	5	0	-8	150	120	50	投入资本收益率	4.98%	17.37%	9.49%	9.10%	10.19%	11.27%
投资活动现金净流	-104	-256	-622	22	-69	-240	增长率						
股权募资	599	0	0	244	-267	0	主营业务收入增长率	-9.75%	94.33%	16.07%	1.82%	9.84%	13.70%
债权募资	-731	-70	2,119	-754	-92	-231	EBIT增长率	-43.02%	310.72%	-7.60%	0.68%	17.22%	18.86%
其他	-72	-55	-285	-193	-173	-162	净利润增长率	-43.25%	478.45%	-6.63%	5.76%	15.64%	11.77%
筹资活动现金净流	-204	-125	1,834	-703	-531	-393	总资产增长率	13.67%	43.53%	31.50%	1.65%	6.46%	9.79%
现金净流量	-4	64	-100	542	100	100	资产管理能力						
							应收账款周转天数	43.1	40.8	76.0	95.0	90.0	85.0
							存货周转天数	176.9	102.2	105.3	110.0	110.0	110.0
							应付账款周转天数	73.9	54.8	54.4	55.0	55.0	55.0
							固定资产周转天数	62.5	31.4	37.9	40.4	36.6	34.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	34.14%	-1.10%	57.64%	24.86%	19.02%	10.76%
							EBIT利息保障倍数	4.0	21.5	4.6	5.1	7.4	9.8
							资产负债率	64.97%	59.95%	64.49%	57.50%	56.60%	54.52%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	1
买入	0	0	0	2	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	1.89

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B