

装载机市场占有率稳步提升，挖掘机业务值得期待

2012年3月26日

推荐/维持

厦工股份

调研快报

——厦工股份（600815）调研快报

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：韩庆

电话：010-66554026

邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

事件：

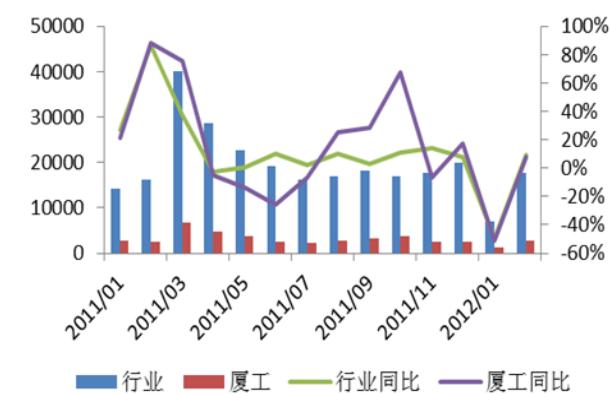
近日我去厦工股份进行了实地调研，并就公司经营情况，发展规划与公司进行了深入的交流和沟通。

观点：

1、公司作为国内装载机龙头企业之一，行业地位稳定

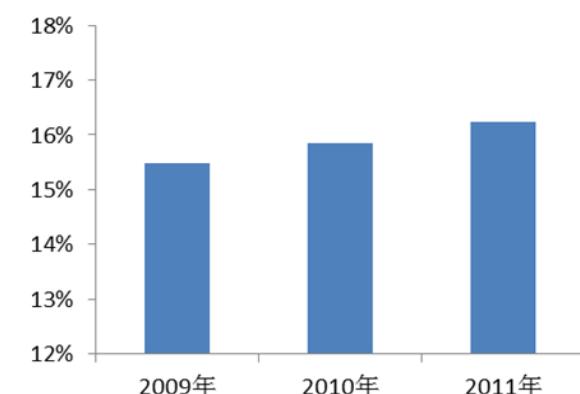
厦工股份的产品范围覆盖装载机、挖掘机、叉车、小型机械、路面机械及环保机械等6大类，其中装载机贡献了大部分营业收入。公司的装载机销量一直保持在行业前三名，市场占有率近几年稳步提升，根据中国工程机械商贸网统计，2011年公司共销售装载机40085台，同比增长16.7%，国内市场占有率达16.2%，比2010年提高近0.5个百分点。

图1：2011-2012年公司装载机销量与行业对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

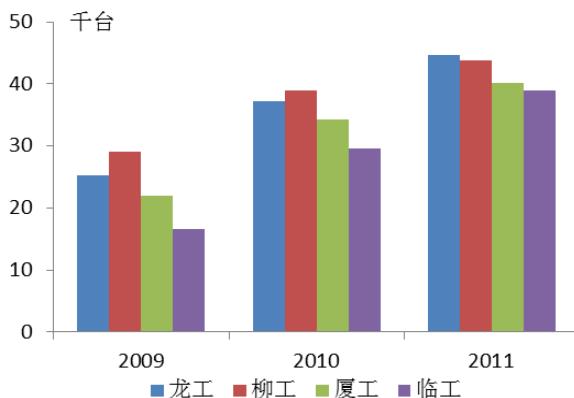
图2：2009-2011年公司装载机市场占有率情况



资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

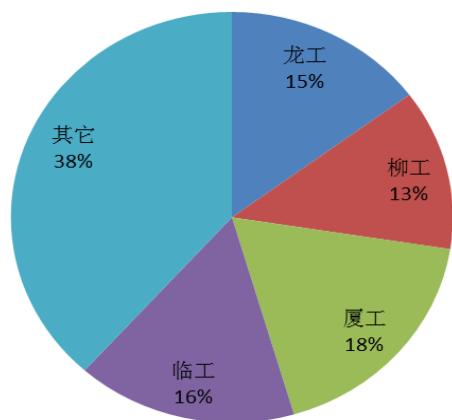
目前国内装载机市场格局较为稳定，第一梯队四家厂商的市场占有率一直在60%以上。由于装载机的发动机、变速器及驱动桥等主要零部件在国内的发展比较成熟，同时产品技术几乎完全公开，行业的竞争较为充分。在之前经历了多年的价格战之后，预计近两年行业的格局将维持现状。公司在传统的5吨位产品上一直处于行业第一梯队，同时在小吨位装载机市场和军品市场占有较大竞争优势。随着公司北方（焦作）基地产能的增加，公司的市场占有率预计将稳步提升。

图 3：国内四大装载机制造商近几年销量情况



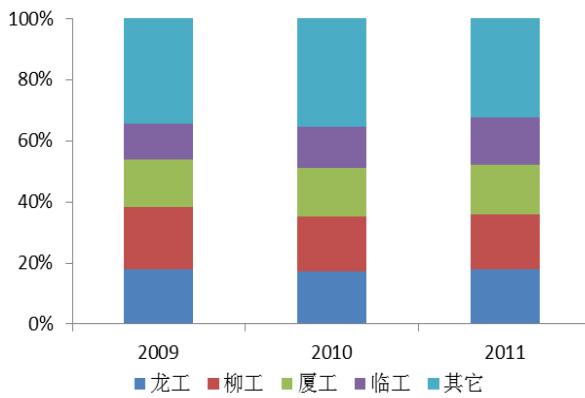
资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 5：2011 年国内 3 吨及以下吨位装载机市场结构



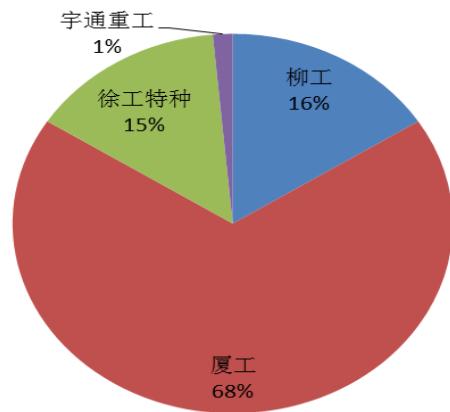
资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 4：2009-2011 年四大装载机制造商市场占有率情况



资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 6：2011 年国内装载机军品市场结构



资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

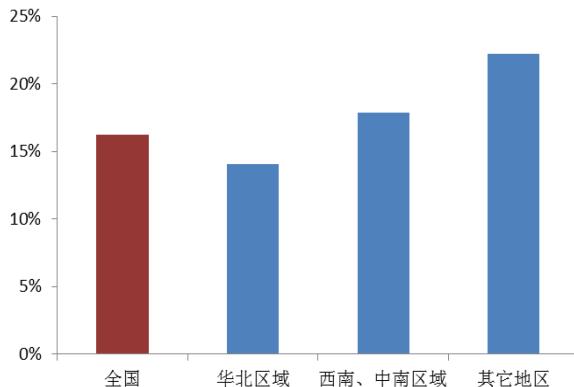
2、焦作生产基地产能释放将提升公司在华北市场的竞争力

公司现在正在推行厦工北方（焦作）装备制造基地二期技改项目，焦作生产基地目前装载机产能为 1 万台，月平均产能 800 台。技改完成后，该基地将达到年产装载机 15000 台，叉车产品 10000 台的规模。焦作基地产能的释放有助于公司扩大在北方地区的市场占有率，并改善公司盈利水平。这是因为公司将生产基地与最终使用地重叠有以下几方面的好处：首先，由于行业的平均利润水平较低，主机运费作为一项重要成本对产品毛利率有着直接影响；其次，出于成本和零部件供应考虑，物理距离上最接近市场的制造商将获得更大竞争优势。

目前国内装载机的重点市场主要分布在两大区域：第一大区域是以两山（山东、山西）、两河（河南、河北）为中心的，涵盖京津、内蒙古、陕西北部等省市的华北区域。第二大区域是以云、贵、川为中心，辐射到陕西南部、湖南、湖北及重庆等省市的西南中南区域。这两大区域占据了全国 60% 以上的市场销量。公司在华北区域的市场占有率要低于其在全国的平均水平。焦作基地的产能增加将提高公司在华北市场的竞争力。

图 7：2011 年国内装载机市场区域结构

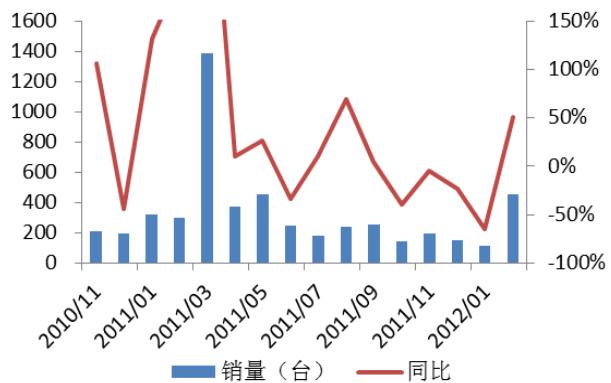

资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 8：2011 年公司在国内各区域市场占有率情况


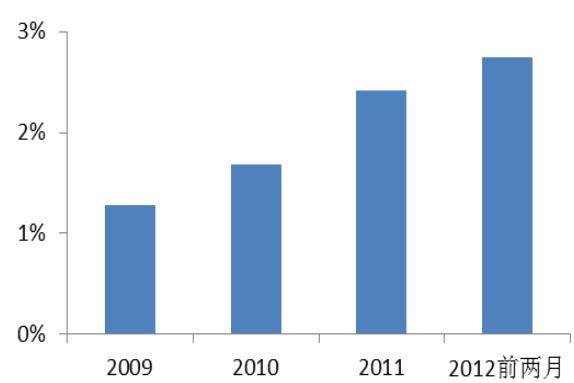
资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

3、挖掘机是公司未来业绩重要的增长点

根据工程机械商贸网的统计，公司 2011 年共销售挖掘机 4253 台，同比增长 51.8%，市场占有率为 2.4%，比 2010 年提高 0.7 个百分点。公司目前挖掘机产能在 6000 台左右，根据规划，2013 年挖掘机产能将提升至 1.5 万台。公司挖掘机业务的毛利率比装载机高 8 个百分点左右，未来挖掘机产销量若突破 6000 台，产品毛利率将进一步提高。随着公司产品质量与渠道的成熟，挖掘机产品将成为公司未来业绩重要的增长点。

图 9：2010-2012 年 2 月公司挖掘机销量


资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 10：2009-2012 年前两月公司国内市场占有率情况


资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

结论：

- 1) 北方（焦作）生产基地二期技改项目的推进将提升公司在华北市场的竞争力，未来公司的市场占有率稳步提升。
- 2) 北方（焦作）生产基地的产品制造成本和运输成本均低于本部，未来随着产能增加，将提高公司的盈利水平。

3) 公司今年装载机销售预计将保持稳定，随着焦作工业园产能的释放，公司在北方地区的市场占有率将进一步提高。挖掘机业务由于目前的基数较小，还处于培育阶段。我们预计公司 2012 年至 2014 年的每股收益分别为 0.70 元、0.80 元和 0.87 元，对应的 PE 分别为 12.9 倍、11.3 倍和 10.8 倍，我们给予“推荐”评级。

风险提示：

- 1) 国内固定资产投资大幅低于预期；
- 2) 原材料价格大幅上涨导致公司毛利率下滑。
- 3) 公司产能增长低于预期。

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率 %	2013E	增长率 %	2014E
营业收入	10,331.98	11,992.04	12,511.82	4.33%	14,766.42	18.02%	17,018.58
营业成本	8,604.26	10,152.10	10,656.39	4.97%	12,508.77	17.38%	14,411.76
营业费用	721.01	789.87	824.53	4.39%	973.11	18.02%	1,121.52
管理费用	211.11	319.95	334.07	4.41%	394.26	18.02%	454.40
财务费用	35.43	151.93	166.31	9.47%	64.94	-60.95%	71.67
投资收益	12.40	131.23	130.00	-0.94%	0.00	N/A	0.00
营业利润	719.49	647.76	633.99	-2.13%	793.85	25.22%	922.79
所得税	742.62	673.73	661.99	-1.74%	821.85	24.15%	950.79
净利润	123.64	97.21	99.30	2.15%	123.28	24.15%	142.62
归属母公司所有者的净利润	618.98	576.52	562.69	-2.40%	698.58	24.15%	808.17
<i>NOPLAT</i>	613.97	573.27	559.45	-2.41%	694.58	24.15%	804.17
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率 %	2013E	增长率 %	2014E
货币资金	432.43	358.11	351.00	-1.99%	442.99	26.21%	510.56
交易性金融资产	3.25	3.60	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00
应收帐款	1,706.28	3,287.68	3,427.90	4.26%	2,427.36	-29.19%	2,797.57
预付款项	252.64	211.05	211.05	0.00%	211.05	0.00%	211.05
存货	2,592.88	3,264.65	3,503.47	7.32%	3,769.77	7.60%	4,343.27
流动资产合计	6,465.04	8,055.22	8,484.90	5.33%	8,021.28	-5.46%	9,211.00
非流动资产	1,600.96	2,551.28	2,547.46	-0.15%	2,453.57	-3.69%	1,975.58
资产总计	8,066.00	10,606.50	11,032.35	4.02%	10,474.85	-5.05%	11,186.58
短期借款	0.00	2,133.04	40.00	-98.12%	160.99	302.48%	53.56
应付帐款	1,529.48	1,496.54	1,547.37	3.40%	1,816.34	17.38%	2,092.67
预收款项	66.22	102.43	102.43	0.00%	102.43	0.00%	102.43
流动负债合计	4,669.29	6,127.25	6,078.24	-0.80%	4,995.07	-17.82%	5,461.14
非流动负债	166.25	712.39	772.40	8.42%	1,008.39	30.55%	1,177.69
少数股东权益	51.21	54.45	57.69	5.95%	61.69	6.93%	65.69
母公司股东权益	3,179.25	3,712.40	4,124.02	11.09%	4,590.96	11.32%	5,153.88
净营运资本	1,795.74	1,927.97	2,406.65	24.83%	3,026.20	25.74%	3,749.86
投入资本 <i>IC</i>	2,705.04	5,295.06	3,797.31	-28.29%	4,464.27	17.56%	5,220.96
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率 %	2013E	增长率 %	2014E
净利润	618.98	576.52	562.69	-2.40%	698.58	24.15%	808.17
折旧摊销	82.52	99.08	0.00	N/A	223.01	N/A	312.55
净营运资金增加	121.76	132.23	478.68	262.02%	619.55	29.43%	723.66
经营活动产生现金流	469.85	(1,310.88)	603.58	N/A	654.34	8.41%	642.73
投资活动产生现金流	(255.79)	(622.37)	82.63	N/A	(99.00)	N/A	81.00
融资活动产生现金流	(122.30)	1,833.97	123.85	-93.25%	197.40	59.38%	(251.56)
现金净增 (减)	91.76	(99.28)	810.06	N/A	752.74	-7.08%	472.17

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业上市公司从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。