

厦工股份 (600815.SH) 工程机械行业

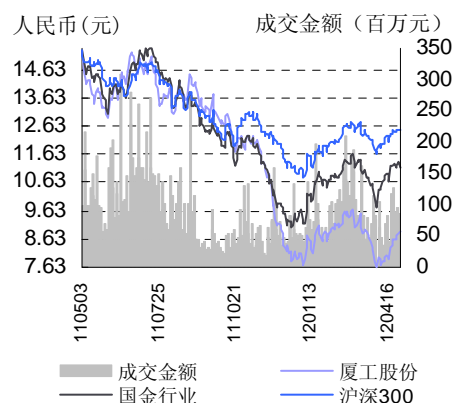
评级: 买入 维持评级
业绩点评

市价 (人民币): 8.87 元

收入下降, 业绩增长依靠投资收益

长期竞争力评级: 高于行业均值
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)	7,086.86
年内股价最高最低(元)	15.27/7.63
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19


相关报告

1. 《业绩平淡, 投资收益贡献明显》, 2012.3.6
2. 《业绩低于预期》, 2011.10.30
3. 《行业景气下降, 增长面临压力》, 2011.8.16

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)	0.772	0.567	0.826	0.642	0.813
每股净资产(元)	4.08	4.76	5.48	6.01	6.71
每股经营性现金流(元)	0.60	-1.68	0.70	1.31	1.35
市盈率(倍)	18.31	14.32	10.74	13.82	10.91
行业优化市盈率(倍)	33.65	25.21	25.21	25.21	25.21
净利润增长率(%)	516.43%	-26.52%	49.24%	-22.25%	26.65%
净资产收益率(%)	18.92%	11.91%	15.44%	10.95%	12.42%
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

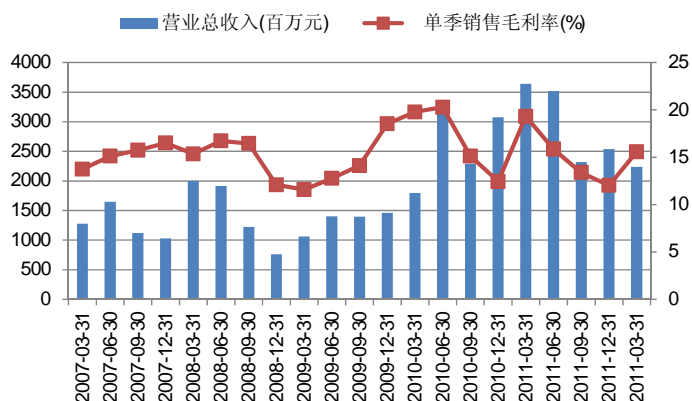
业绩简评

- 公司前 3 季度实现营业收入 2,237 百万元, 同比下滑 38.53%; 归属上市公司股东的净利润 266 百万元, 同比增加 3.53%, EPS 为 0.34 元。

经营分析

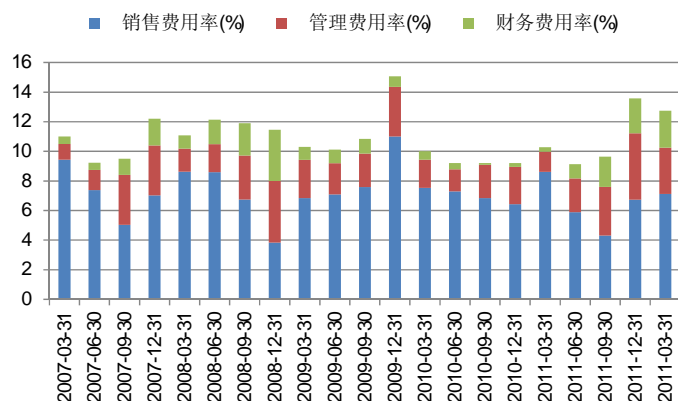
- **装载机市场份额下降:** 12 年 1 季度, 受下游开工情况影响, 装载机需求减少; 据行业协会统计, 公司当季共实现装载机销售约 6,900 台, 同比下滑 42.15%, 市场份额为 13.56%, 较 11 年下降 2.7 个百分点, 显示出在需求减少的背景下, 行业竞争加剧。
- **毛利率环比回升:** 1 季度, 公司综合毛利率为 15.58%, 较 11 年同期下降 3.7 个百分点, 但较 11 年 4 季度环比上升 3.5 个百分点。这主要是受益于钢铁、轮胎等原材料成本价格的回落, 以及挖掘机、长轴距装载机等高毛利产品销售占比的提高。
- **销售费用下降, 但财务费用增加快:** 1 季度, 公司共产生期间费用 285 百万元, 增速-26.27%, 高于营业收入增速, 期间费用率为 12.74%, 较 11 年同期提高 2 个百分点。虽然在销售收入减少的情况下, 公司销售费用有所减低, 为 159 百万元, 同比减少 49.69%; 但是由于借款的增加, 公司财务费用大幅增加 3.5 倍至 56 百万元。期末公司的短期借款和长期借款分别达到 2,780 和 400 百万元, 较 11 年同期分别增加了 1,702 和 400 百万元。
- **业绩增长主要来自投资收益贡献:** 公司原持有兴业证券股票 48.15 百万股, 成本为 60.70 百万元, 继 11 年公司减持了 9.35 百万股之后, 12 年 1 季度, 公司再度减持导致当季投资收益达 263 百万元, 占到利润总额的 84.29%, 约合 EPS 0.337 元。若扣除此次投资收益, 公司当季净利润同比应出现大幅下降。
- **经营性现金流仍需改善, 回款压力依旧明显:** 1 季度, 公司经营活动现金流净流出 626 百万元, 较 11 年同期净流出 812 百万元有所改善。主要是因为公司应收账款持续增加, 期末达 4,597 百万元, 较期初增加 1,310 百万元, 考虑到公司期末货币资金仅 574 百万元, 回款压力之大不言而喻。

图表1: 公司单季度的营业收入和毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司单季度的三项费用率



盈利预测与投资建议

- 由于减持兴业证券股票带来较大的投资收益, 我们调整了对公司的2012~2014年盈利预测, 预计营业收入分别为11,354、12,469和14,165百万元, 净利润分别为660、513和650百万元, 同比增长49.24%、-22.25%和26.65%; EPS分别为0.848、0.658和0.833元。
- 公司当前股价对应2012年10.74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。
- 公司继续减持兴业证券股票带来的投资收益超预期。

图表3: 分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程机械整机销售						
销售收入 (百万元)	4,813.09	7,988.38	8,563.77	7,707.39	8,478.13	9,749.85
增长率 (YOY)	-10.20%	65.97%	7.20%	-10.00%	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)	4,092.09	6,403.49	6,851.87	6,165.91	6,782.51	7,799.88
增长率 (YOY)	-8.78%	56.48%	7.00%	-10.01%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	721.00	1,584.88	1,711.90	1,541.48	1,695.63	1,949.97
增长率 (YOY)	-17.53%	119.82%	8.01%	-9.95%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	90.53%	77.32%	71.41%	67.88%	67.99%	68.83%
占主营业务利润比重	93.77%	91.73%	93.04%	87.32%	85.76%	85.86%
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 (YOY)	-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 (YOY)	-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 (YOY)	14.92%	176.84%	-10.71%	24.67%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	2.98%	3.22%	3.47%	4.03%	4.22%	4.46%
占主营业务利润比重	3.28%	4.04%	3.39%	4.40%	4.52%	4.73%
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 (YOY)	-29.56%	700.00%	40.48%	5.00%	8.00%	8.00%
毛利率	2.57%	3.22%	1.13%	3.50%	4.50%	4.50%
销售成本 (百万元)	238.57	1,895.80	2,720.88	2,788.32	2,980.18	3,218.59
增长率 (YOY)	-27.41%	694.66%	43.52%	2.48%	6.88%	8.00%
毛利 (百万元)	6.29	63.08	30.97	101.13	140.43	151.66
增长率 (YOY)	-66.78%	902.33%	-50.90%	226.54%	38.86%	8.00%
占总销售额比重	4.61%	18.96%	22.95%	25.45%	25.03%	23.79%
占主营业务利润比重	0.82%	3.65%	1.68%	5.73%	7.10%	6.68%
其它						
销售收入 (百万元)	100.31	52.06	260.59	299.68	344.63	413.55
增长率 (YOY)	2104.49%	-48.10%	400.52%	15.00%	15.00%	20.00%
毛利率	16.33%	19.00%	13.32%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	83.93	42.17	225.89	254.72	292.93	351.52
增长率 (YOY)	6436.15%	-49.75%	435.64%	12.76%	15.00%	20.00%
毛利 (百万元)	16.38	9.89	34.70	44.96	51.69	62.03
增长率 (YOY)	401.52%	-39.61%	250.76%	29.55%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	1.89%	0.50%	2.17%	2.64%	2.76%	2.92%
占主营业务利润比重	2.13%	0.57%	1.89%	2.55%	2.61%	2.73%
销售总收入 (百万元)	5,316.67	10,331.98	11,992.04	11,353.93	12,469.38	14,164.88
销售总成本 (百万元)	4,547.76	8,604.27	10,152.10	9,588.61	10,492.21	11,893.91
毛利 (百万元)	768.91	1,727.71	1,839.94	1,765.32	1,977.17	2,270.97
平均毛利率	14.46%	16.72%	15.34%	15.55%	15.86%	16.03%

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)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5,317	10,332	11,992	11,354	12,469	14,165
增长率		94.3%	16.1%	-5.3%	9.8%	13.6%
主营业务成本	-4,547	-8,604	-10,152	-9,589	-10,492	-11,894
%销售收入	85.5%	83.3%	84.7%	84.5%	84.1%	84.0%
毛利	769	1,728	1,840	1,765	1,977	2,271
%销售收入	14.5%	16.7%	15.3%	15.5%	15.9%	16.0%
营业税金及附加	-7	-34	-26	-23	-25	-28
%销售收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-439	-721	-790	-693	-773	-878
%销售收入	8.2%	7.0%	6.6%	6.1%	6.2%	6.2%
管理费用	-138	-211	-320	-318	-349	-397
%销售收入	2.6%	2.0%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	186	762	704	732	830	968
%销售收入	3.5%	7.4%	5.9%	6.4%	6.7%	6.8%
财务费用	-47	-35	-152	-231	-226	-199
%销售收入	0.9%	0.3%	1.3%	2.0%	1.8%	1.4%
资产减值损失	-27	-23	-36	-24	-25	-28
公允价值变动收益	0	3	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	280	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	36.0%	0.8%	0.7%
营业利润	112	707	517	756	584	746
营业利润率	2.1%	6.8%	4.3%	6.7%	4.7%	5.3%
营业外收支	20	23	26	22	22	22
税前利润	132	730	543	778	606	768
利润率	2.5%	7.1%	4.5%	6.9%	4.9%	5.4%
所得税	-28	-124	-97	-117	-91	-115
所得税率	21.6%	16.9%	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	103	607	445	662	515	653
少数股东损益	6	5	3	2	3	3
归属于母公司的净利润	98	602	442	660	513	650
净利率	1.8%	5.8%	3.7%	5.8%	4.1%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	112	619	577	662	515	653
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	96	108	141	129	137	145
非经营收益	28	14	10	3	220	200
营运资金变动	68	-271	-2,039	-248	150	53
经营活动现金净流	304	470	-1,311	546	1,023	1,051
资本开支	-109	-187	-431	-85	-117	-68
投资	0	1	122	-1	0	0
其他	5	0	-8	280	5	5
投资活动现金净流	-104	-186	-318	194	-112	-63
股权募资	599	0	0	0	0	0
债权募资	-731	-70	2,119	87	-262	-359
其他	-72	-55	-285	-286	-349	-328
筹资活动现金净流	-204	-125	1,834	-198	-611	-688
现金净流量	-4	159	205	542	300	300

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	329	432	358	900	1,200	1,500
应收款项	1,557	3,184	4,218	4,581	4,667	4,893
存货	2,228	2,593	3,265	3,152	3,162	3,259
其他流动资产	183	256	215	226	247	279
流动资产	4,296	6,465	8,055	8,860	9,276	9,931
%总资产	76.4%	80.2%	75.9%	78.4%	79.0%	80.3%
长期投资	152	397	643	644	643	643
固定资产	918	907	1,378	1,418	1,450	1,428
%总资产	16.3%	11.2%	13.0%	12.5%	12.3%	11.5%
无形资产	191	201	420	379	375	371
非流动资产	1,324	1,601	2,551	2,443	2,471	2,444
%总资产	23.6%	19.8%	24.1%	21.6%	21.0%	19.7%
资产总计	5,620	8,066	10,606	11,303	11,747	12,374
短期借款	70	400	2,133	2,484	2,222	1,862
应付款项	2,448	4,162	3,957	3,895	4,143	4,559
其他流动负债	104	107	37	196	240	258
流动负债	2,622	4,669	6,127	6,575	6,605	6,680
长期贷款	400	0	400	400	400	401
其他长期负债	629	166	312	0	0	0
负债	3,651	4,836	6,840	6,975	7,005	7,081
普通股股东权益	1,919	3,179	3,712	4,271	4,683	5,231
少数股东权益	50	51	54	56	59	62
负债股东权益合计	5,620	8,066	10,606	11,303	11,747	12,374

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.140	0.772	0.567	0.826	0.642	0.813
每股净资产	2.744	4.077	4.761	5.478	6.006	6.709
每股经营现金净流	0.434	0.603	-1.681	0.700	1.311	1.347
每股股利	0.050	0.100	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.09%	18.92%	11.91%	15.44%	10.95%	12.42%
总资产收益率	1.74%	7.46%	4.17%	5.84%	4.37%	5.25%
投入资本收益率	4.90%	17.31%	9.10%	8.63%	9.58%	10.89%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.75%	94.33%	16.07%	-5.32%	9.82%	13.60%
EBIT增长率	-43.02%	310.72%	-7.60%	3.97%	13.37%	16.60%
净利润增长率	-46.57%	516.43%	-26.52%	49.24%	-22.25%	26.65%
总资产增长率	13.67%	43.53%	31.50%	6.57%	3.92%	5.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.1	40.8	76.0	130.0	120.0	110.0
存货周转天数	176.9	102.2	105.3	120.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	73.9	54.8	54.4	65.0	62.0	59.0
固定资产周转天数	62.5	31.4	37.9	40.3	36.8	31.0
偿债能力						
净负债/股东权益	34.14%	-1.10%	57.64%	45.76%	29.92%	14.35%
EBIT利息保障倍数	4.0	21.5	4.6	3.2	3.7	4.9
资产负债率	64.97%	59.95%	64.49%	61.71%	59.63%	57.22%

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	0
买入	0	1	4	4	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	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-02-22	买入	15.93	N/A
2	2011-03-15	买入	16.81	N/A
3	2011-04-29	买入	15.26	N/A
4	2011-08-16	买入	13.73	N/A
5	2011-10-30	买入	12.30	N/A
6	2012-03-06	买入	9.13	N/A

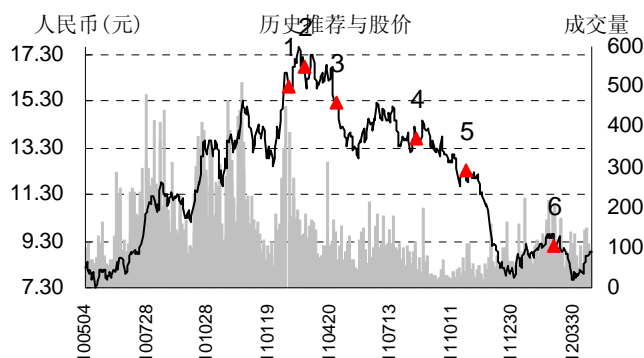
来源：国金证券研究所

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方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信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