

厦工股份 (600815.SH) 工程机械行业

评级: 中性 下调评级

业绩点评

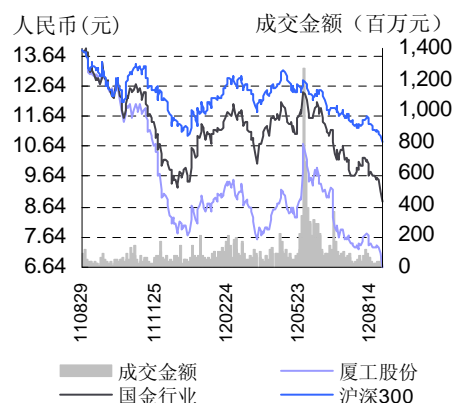
市价(人民币): 6.64元

净利润下滑, 投资收益贡献大

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)	53.05
年内股价最高最低(元)	13.84/6.64
沪深300指数	2238.41
上证指数	2073.15



相关报告

1. 《收入下降, 投资收益对业绩贡献大》, 2012.5.2
2. 《业绩平淡, 投资收益贡献明显》, 2012.3.6
3. 《业绩低于预期》, 2011.10.30

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	0.549	0.235	0.300
每股净资产(元)	4.08	4.76	5.37	5.48	5.65
每股经营性现金流(元)	0.60	-1.68	0.81	0.61	0.57
市盈率(倍)	18.31	14.32	12.10	28.29	22.14
行业优化市盈率(倍)	29.62	8.50	7.72	7.72	7.72
净利润增长率(%)	516.43%	-26.52%	-0.82%	-57.23%	27.80%
净资产收益率(%)	18.92%	11.91%	10.21%	4.28%	5.31%
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

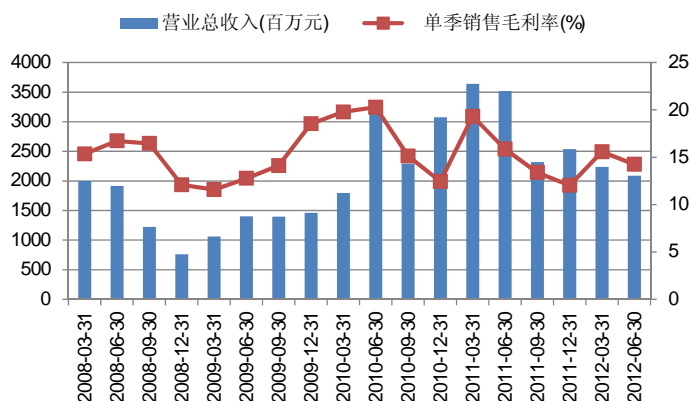
业绩简评

- 公司 12 年上半年实现营业收入 4,328 百万元, 同比下降 39.36%; 归属上市公司股东的净利润 298 百万元, 同比下降 36.20%, EPS 为 0.38 元。

经营分析

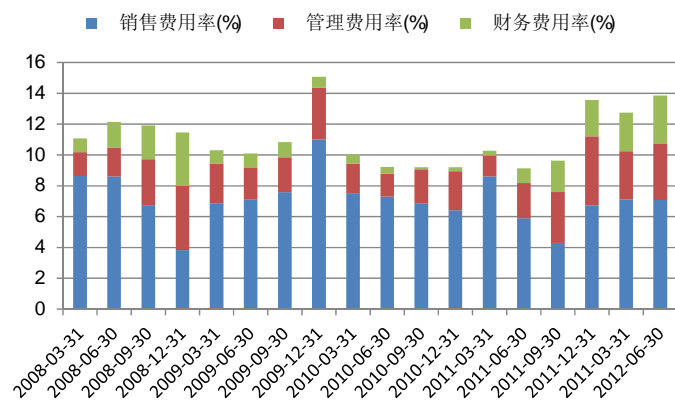
- **装载机和挖掘机销量下滑:** 今年上半年, 由于经济下滑和信贷紧缩影响, 工程机械产品普遍出现需求下滑。公司的装载机实现销售约 13,000 台, 同比下滑超过 40%; 挖掘机销量约 1700 台, 同比下降超过 30%。
- **海外业务增长迅速:** 上半年, 公司国内销售业绩下滑 43.66%, 但海外业务增长迅速, 实现收入 433 百万元, 同比增长 91.66%, 海外收入占比达 11.35%, 较 11 年同期提高 8 个百分点。
- **毛利率继续回落:** 上半年, 公司综合毛利率为 14.94%, 较 11 年同期下降了 2.6 个百分点, 其中第 2 季度的毛利率仅为 14.25%, 较 1 季度的 15.58% 环比回落。毛利率的减少, 估计可能与销量大幅减少后规模效应下降有关。
- **期间费用降低, 财务费用剧增:** 上半年, 公司期间费用为 575 百万元, 同比下降 17.31%, 但期间费用率因收入大幅下滑, 提高近 5 个百分点至 13.86%。期间费用的降低主要来自销售费用较上年同期减少了 212 百万元; 与此同时, 财务费用却由于公司短期借款增加而同比增长 170% 至 121 百万元。此外公司于 12 年 6 月顺利发行总额为 15 亿元的公司债(票面利率为 4.55%), 募集资金偿还了包括 4 亿元长期借款在内的 11 亿元借款(利率超过 6%), 预计公司下半年财务费用较上半年有所减少。
- **业绩基本来自投资收益:** 上半年公司投资收益达 293 百万元, 占到利润总额的 83.48%, 这主要是由公司减持原持有的兴业证券股票带来的。前期公司公告于 7 月 2 日-5 日 减持兴业证券股票 8.717 百万股, 尚余 1.597 百万股, 估计由此增加下半年投资收益约 90 百万元。
- **现金流亟待改善:** 公司当期经营活动现金流为 -808 百万元, 较 1 季度的流出 625 百万元有所恶化。主要是公司应收账款和应收票据较 1 季度末增加 588 百万元至 5,694 百万元, 考虑到期末公司货币资金仅 518 百万元, 而短期借款有 1,498 百万元, 公司依然面临巨大的回款压力。

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

- 由于行业需求恢复较慢, 我们调降了对公司的盈利预测, 预计公司 2012~2014 年营业收入分别为 8,475、9,430 和 10,986 百万元, 净利润分别为 438、188 和 240 百万元, 同比增长-0.82%、-57.23%和 27.8%; EPS 分别为 0.549、0.235 和 0.30 元, 较前期预测值分别下降 33.5%、63.4%和 63.0%。
- 公司当前股价对应 2012 年 12.10 倍 PE, 由于 13 年投资收益将大幅下降, 明显影响当年业绩, 我们将投资评级由“增持”下调为“中性”。

风险提示

- 从信贷角度看, 今年的新增中长期贷款并没有明显的好转, 7 月新增 2,100 亿元, 同比下滑 7.2%, 如果中长期贷款依然不见改善, 公司的销售收入可能会低于预期。

图表3: 分项业务预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程机械整机销售					
销售收入(百万元)	7,988.38	8,563.77	5,994.64	6,594.10	7,583.22
增长率(YOY)	65.97%	7.20%	-30.00%	10.00%	15.00%
毛利率	19.84%	19.99%	18.50%	18.50%	19.00%
销售成本(百万元)	6,403.49	6,851.87	4,885.63	5,374.19	6,142.41
增长率(YOY)	56.48%	7.00%	-28.70%	10.00%	14.29%
毛利(百万元)	1,584.88	1,711.90	1,109.01	1,219.91	1,440.81
增长率(YOY)	119.82%	8.01%	-35.22%	10.00%	18.11%
占总销售额比重	77.32%	71.41%	70.73%	69.93%	69.02%
占主营业务利润比重	91.73%	93.04%	89.18%	87.50%	87.32%
配件销售					
销售收入(百万元)	332.66	415.83	332.66	365.93	439.12
增长率(YOY)	110.00%	25.00%	-20.00%	10.00%	20.00%
毛利率	21.00%	15.00%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本(百万元)	262.80	353.45	279.44	307.38	368.86
增长率(YOY)	97.34%	34.49%	-20.94%	10.00%	20.00%
毛利(百万元)	69.86	62.37	53.23	58.55	70.26
增长率(YOY)	176.84%	-10.71%	-14.67%	10.00%	20.00%
占总销售额比重	3.22%	3.47%	3.93%	3.88%	4.00%
占主营业务利润比重	4.04%	3.39%	4.28%	4.20%	4.26%
材料销售					
销售收入(百万元)	1,958.88	2,751.85	1,926.30	2,215.24	2,658.29
增长率(YOY)	700.00%	40.48%	-30.00%	15.00%	20.00%
毛利率	3.22%	1.13%	2.50%	3.50%	3.50%
销售成本(百万元)	1,895.80	2,720.88	1,878.14	2,137.71	2,565.25
增长率(YOY)	694.66%	43.52%	-30.97%	13.82%	20.00%
毛利(百万元)	63.08	30.97	48.16	77.53	93.04
增长率(YOY)	902.33%	-50.90%	55.49%	61.00%	20.00%
占总销售额比重	18.96%	22.95%	22.73%	23.49%	24.20%
占主营业务利润比重	3.65%	1.68%	3.87%	5.56%	5.64%
其它					
销售收入(百万元)	52.06	260.59	221.50	254.72	305.67
增长率(YOY)	-48.10%	400.52%	-15.00%	15.00%	20.00%
毛利率	19.00%	13.32%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	42.17	225.89	188.27	216.52	259.82
增长率(YOY)	-49.75%	435.64%	-16.65%	15.00%	20.00%
毛利(百万元)	9.89	34.70	33.22	38.21	45.85
增长率(YOY)	-39.61%	250.76%	-4.24%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	0.50%	2.17%	2.61%	2.70%	2.78%
占主营业务利润比重	0.57%	1.89%	2.67%	2.74%	2.78%
销售总收入(百万元)	10,331.98	11,992.04	8,475.10	9,430.00	10,986.29
销售总成本(百万元)	8,604.27	10,152.10	7,231.48	8,035.80	9,336.33
毛利(百万元)	1,727.71	1,839.94	1,243.62	1,394.20	1,649.96
平均毛利率	16.72%	15.34%	14.67%	14.78%	15.02%

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	8,475	9,430	10,986
增长率		94.3%	16.1%	-29.3%	11.3%	16.5%
主营业务成本	-4,547	-8,604	-10,152	-7,231	-8,036	-9,336
%销售收入	85.5%	83.3%	84.7%	85.3%	85.2%	85.0%
毛利	769	1,728	1,840	1,244	1,394	1,650
%销售收入	14.5%	16.7%	15.3%	14.7%	14.8%	15.0%
营业税金及附加	-7	-34	-26	-17	-19	-22
%销售收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-439	-721	-790	-593	-660	-769
%销售收入	8.2%	7.0%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	-138	-211	-320	-271	-302	-352
%销售收入	2.6%	2.0%	2.7%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润（EBIT）	186	762	704	362	413	507
%销售收入	3.5%	7.4%	5.9%	4.3%	4.4%	4.6%
财务费用	-47	-35	-152	-222	-191	-217
%销售收入	0.9%	0.3%	1.3%	2.6%	2.0%	2.0%
资产减值损失	-27	-23	-36	-24	-26	-32
公允价值变动收益	0	3	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	380	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	73.3%	2.2%	1.7%
营业利润	112	707	517	496	202	264
营业利润率	2.1%	6.8%	4.3%	5.9%	2.1%	2.4%
营业外收支	20	23	26	22	22	22
税前利润	132	730	543	518	224	286
利润率	2.5%	7.1%	4.5%	6.1%	2.4%	2.6%
所得税	-28	-124	-97	-78	-34	-43
所得税率	21.6%	16.9%	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	103	607	445	440	190	243
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	438	187	240
净利率	1.8%	5.8%	3.7%	5.2%	2.0%	2.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	112	619	577	440	190	243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	96	108	141	129	138	149
非经营收益	28	14	10	-111	174	205
营运资金变动	68	-271	-2,039	187	-16	-144
经营活动现金净流	304	470	-1,311	645	486	453
资本开支	-109	-187	-431	-25	-97	-48
投资	0	1	122	-1	0	0
其他	5	0	-8	380	5	5
投资活动现金净流	-104	-186	-318	354	-92	-43
股权募资	599	0	0	245	0	0
债权募资	-731	-70	2,119	-930	111	226
其他	-72	-55	-285	-271	-305	-336
筹资活动现金净流	-204	-125	1,834	-957	-194	-110
现金净流量	-4	159	205	42	200	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	400	600	900
应收款项	1,557	3,184	4,218	4,620	4,859	5,337
存货	2,228	2,593	3,265	2,377	2,422	2,558
其他流动资产	183	256	215	208	231	267
流动资产	4,296	6,465	8,055	7,606	8,112	9,062
%总资产	76.4%	80.2%	75.9%	76.1%	77.2%	79.5%
长期投资	152	397	643	644	643	643
固定资产	918	907	1,378	1,358	1,370	1,328
%总资产	16.3%	11.2%	13.0%	13.6%	13.0%	11.6%
无形资产	191	201	420	379	375	371
非流动资产	1,324	1,601	2,551	2,383	2,391	2,344
%总资产	23.6%	19.8%	24.1%	23.9%	22.8%	20.5%
资产总计	5,620	8,066	10,606	9,989	10,502	11,406
短期借款	70	400	2,133	1,866	1,977	2,203
应付款项	2,448	4,162	3,957	3,560	3,863	4,380
其他流动负债	104	107	37	215	227	247
流动负债	2,622	4,669	6,127	5,641	6,067	6,830
长期贷款	400	0	400	0	0	1
其他长期负债	629	166	312	0	0	0
负债	3,651	4,836	6,840	5,641	6,067	6,831
普通股股东权益	1,919	3,179	3,712	4,292	4,376	4,512
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	9,989	10,502	11,406

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.140	0.772	0.567	0.549	0.235	0.300
每股净资产	2.744	4.077	4.761	5.372	5.477	5.647
每股经营现金净流	0.434	0.603	-1.681	0.807	0.608	0.567
每股股利	0.050	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.09%	18.92%	11.91%	10.21%	4.28%	5.31%
总资产收益率	1.74%	7.46%	4.17%	4.39%	1.79%	2.10%
投入资本收益率	4.90%	17.31%	9.10%	4.95%	5.48%	6.36%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.75%	94.33%	16.07%	-29.33%	11.27%	16.50%
EBIT增长率	-43.02%	310.72%	-7.60%	-48.56%	14.16%	22.71%
净利润增长率	-46.57%	516.43%	-26.52%	-0.82%	-57.23%	27.80%
总资产增长率	13.67%	43.53%	31.50%	-5.82%	5.14%	8.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.1	40.8	76.0	170.0	160.0	150.0
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	68.0	65.0	62.0
固定资产周转天数	62.5	31.4	37.9	54.0	48.6	40.0
偿债能力						
净负债/股东权益	34.14%	-1.10%	57.64%	33.63%	30.98%	28.43%
EBIT利息保障倍数	4.0	21.5	4.6	1.6	2.2	2.3
资产负债率	64.97%	59.95%	64.49%	56.47%	57.77%	59.90%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	2.00

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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