

厦工股份 (600815.SH) 工程机械行业

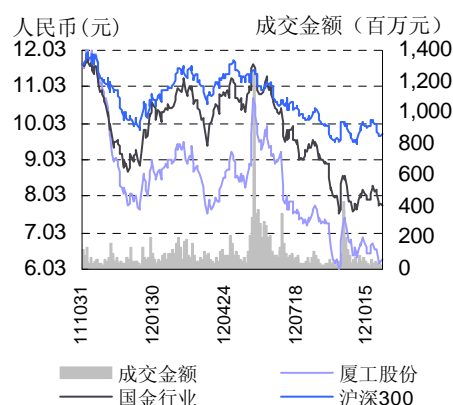
评级：中性 维持评级
业绩点评

市价（人民币）：6.32 元

盈利能力继续下滑

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) | 50.49 |
| 年内股价最高最低(元) | 12.04/6.03 |
| 沪深 300 指数 | 2254.82 |
| 上证指数 | 2068.88 |


相关报告

1. 《净利润下滑》，2012.8.28
2. 《收入下降,投资收益对业绩贡献大》，2012.5.2
3. 《业绩平淡,投资收益贡献明显》，2012.3.6

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 | 0.441 | 0.182 | 0.274 |
| 每股净资产(元) | 4.08 | 4.76 | 5.26 | 5.32 | 5.46 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.60 | -1.68 | -0.65 | 0.45 | 0.37 |
| 市盈率(倍) | 17.94 | 11.04 | 14.33 | 34.80 | 23.09 |
| 行业优化市盈率(倍) | 29.62 | 8.50 | 7.31 | 7.31 | 7.31 |
| 净利润增长率(%) | 478.45% | -6.63% | -38.53% | -58.83% | 50.75% |
| 净资产收益率(%) | 19.31% | 15.44% | 8.38% | 3.42% | 5.01% |
| 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

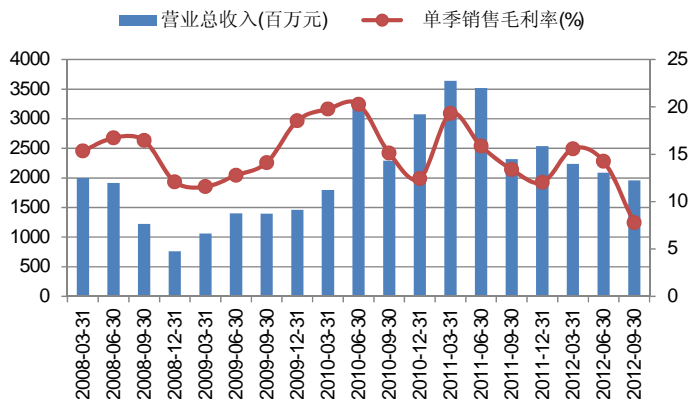
业绩简评

- 公司 12 年 1-9 月实现营业收入 6,287 百万元，同比下降 33.50%；归属上市公司股东的净利润 349 百万元，同比下降 34.91%，EPS 为 0.44 元。

经营分析

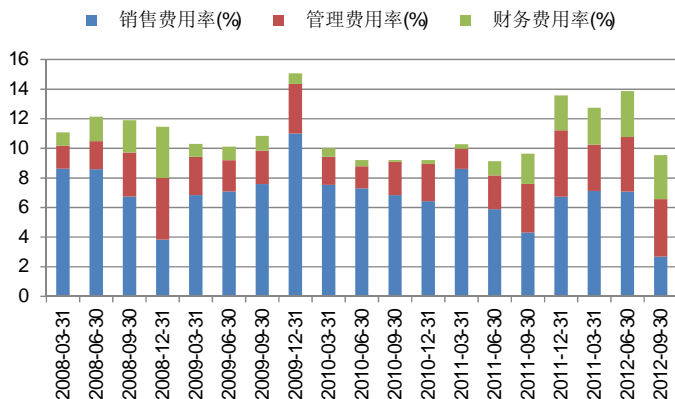
- **装载机市场份额有所下降**：12 年前 3 季度，我国工程机械产品需求普遍出现下滑。据行业协会统计，公司装载机实现销售 17,700 台，同比下滑 43.15%，市占率为 12.82%，较 11 年下滑 3.4 个百分点；而公司挖掘机实现销售 2,800 台，同比下滑 24.03%，市占率较 11 年提高 0.6 个百分点至 2.9%。
- **第 3 季度收入降幅趋缓**：7~9 月，公司实现营业收入 1,959 百万元，同比下滑 15.67%，其下滑幅度较第 2 季度的-40.58%有明显缩小，但这主要是因为 11 年第 3 季度收入基数下降导致的，并非因为产品需求好转。
- **毛利率下滑幅度大**：前 3 季度，公司综合毛利率为 12.70%，较 11 年同期下滑 3.9 个百分点，其中第 3 季度毛利率仅为 7.77%，较 11 年同期下滑 5.6 个百分点，同时也较 2 季度末环比下滑 6.5 个百分点，创历史新低。毛利率下滑的主要原因是销量的大幅减少后规模效应明显下降。
- **期间费用率上升，财务费用增加快**：1~9 月，公司的期间费用为 762 百万元，同比减少 16.93%，但因收入下降更快，期间费用率反较 11 年提高 2.4 个百分点至 12.12%。其中因产品销量减少，公司的销售费用同比降低 41.85%，为 360 百万元。但公司于 6 月发行了 15 亿元的票面利率为 4.55% 的公司债券，导致财务费用同比增长近 100%，达到 179 百万元；由于公司同时偿还了 400 百万元的长期借款，预计后期财务费用或将保持稳定。
- **净利润主要来自投资收益**：前 3 季度，公司投资收益达 389 百万元，占到利润总额的 94.67%，这主要是公司减持兴业证券股票带来的收益。由于公司已基本减持完了所持兴业证券股票，未来投资收益将大幅减少，对 13 年业绩产生不利影响。

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



- **经营性现金流亟待改善:** 公司前 3 季度的经营活动现金流为-1,026 百万元, 低于 11 年同期的-983 百万元, 其中第 3 季度经营现金流仍为净流出 217 百万元, 主要是因为公司的应收帐款居高不下, 期末达到 5,276 百万元, 较 2 季度末仍增加了 379 百万元。期末公司的货币资金仅有 503 百万元, 迫切需要加大回款力度, 改善经营性现金流。

盈利预测与投资建议

- 由于行业需求回升乏力, 公司毛利率下滑超出预期, 我们下调了公司的盈利预测, 预计 2012~2014 年营业收入分别为 8,356、9,306 和 10,851 百万元, 净利润分别为 352、145 和 219 百万元, 同比增长-38.53%、-58.83% 和 50.75%; EPS 分别为 0.441、0.182 和 0.274 元, 较原先预测值分别下调 20%、20%和 10%。
- 公司当前股价对应 2012 年 14.33 倍 PE, 考虑 13 年公司业绩受投资收益减少影响仍将大幅下滑, 维持“中性”评级。

风险提示

- 公司正在进行公开增发, 发行成功后将缓解公司的资金压力, 减少财务费用, 有利业绩的改善。

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 | 5,737.73 | 6,311.50 | 7,258.22 |
| 增长率(YOY) | 65.97% | 7.20% | -33.00% | 10.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 19.84% | 19.99% | 17.00% | 18.00% | 18.50% |
| 销售成本(百万元) | 6,403.49 | 6,851.87 | 4,762.31 | 5,175.43 | 5,915.45 |
| 增长率(YOY) | 56.48% | 7.00% | -30.50% | 8.67% | 14.30% |
| 毛利(百万元) | 1,584.88 | 1,711.90 | 975.41 | 1,136.07 | 1,342.77 |
| 增长率(YOY) | 119.82% | 8.01% | -43.02% | 16.47% | 18.19% |
| 占总销售额比重 | 77.32% | 71.41% | 68.67% | 67.82% | 66.89% |
| 占主营业务利润比重 | 91.73% | 93.04% | 88.96% | 87.36% | 87.20% |
| 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% | 14.00% | 15.00% | 15.00% |
| 销售成本(百万元) | 262.80 | 353.45 | 286.09 | 311.04 | 373.25 |
| 增长率(YOY) | 97.34% | 34.49% | -19.06% | 8.72% | 20.00% |
| 毛利(百万元) | 69.86 | 62.37 | 46.57 | 54.89 | 65.87 |
| 增长率(YOY) | 176.84% | -10.71% | -25.33% | 17.86% | 20.00% |
| 占总销售额比重 | 3.22% | 3.47% | 3.98% | 3.93% | 4.05% |
| 占主营业务利润比重 | 4.04% | 3.39% | 4.25% | 4.22% | 4.28% |
| 材料销售 | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 1,958.88 | 2,751.85 | 2,063.89 | 2,373.47 | 2,848.17 |
| 增长率(YOY) | 700.00% | 40.48% | -25.00% | 15.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 3.22% | 1.13% | 2.00% | 3.00% | 3.00% |
| 销售成本(百万元) | 1,895.80 | 2,720.88 | 2,022.61 | 2,302.27 | 2,762.72 |
| 增长率(YOY) | 694.66% | 43.52% | -25.66% | 13.83% | 20.00% |
| 毛利(百万元) | 63.08 | 30.97 | 41.28 | 71.20 | 85.45 |
| 增长率(YOY) | 902.33% | -50.90% | 33.28% | 72.50% | 20.00% |
| 占总销售额比重 | 18.96% | 22.95% | 24.70% | 25.51% | 26.25% |
| 占主营业务利润比重 | 3.65% | 1.68% | 3.76% | 5.48% | 5.55% |
| 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% | 2.65% | 2.74% | 2.82% |
| 占主营业务利润比重 | 0.57% | 1.89% | 3.03% | 2.94% | 2.98% |
| 销售总收入(百万元) | 10,331.98 | 11,992.04 | 8,355.78 | 9,305.63 | 10,851.18 |
| 销售总成本(百万元) | 8,604.27 | 10,152.10 | 7,259.29 | 8,005.25 | 9,311.24 |
| 毛利(百万元) | 1,727.71 | 1,839.94 | 1,096.49 | 1,300.37 | 1,539.93 |
| 平均毛利率 | 16.72% | 15.34% | 13.12% | 13.97% | 14.19% |

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 | 8,356 | 9,306 | 10,851 |
| 增长率 | | 94.3% | 16.1% | -30.3% | 11.4% | 16.6% |
| 主营业务成本 | -4,547 | -8,604 | -10,152 | -7,259 | -8,005 | -9,311 |
| %销售收入 | 85.5% | 83.3% | 84.7% | 86.9% | 86.0% | 85.8% |
| 毛利 | 769 | 1,728 | 1,840 | 1,096 | 1,300 | 1,540 |
| %销售收入 | 14.5% | 16.7% | 15.3% | 13.1% | 14.0% | 14.2% |
| 营业税金及附加 | -7 | -34 | -26 | -15 | -17 | -20 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 营业费用 | -439 | -721 | -790 | -535 | -549 | -608 |
| %销售收入 | 8.2% | 7.0% | 6.6% | 6.4% | 5.9% | 5.6% |
| 管理费用 | -138 | -211 | -320 | -292 | -316 | -358 |
| %销售收入 | 2.6% | 2.0% | 2.7% | 3.5% | 3.4% | 3.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 186 | 762 | 704 | 254 | 418 | 555 |
| %销售收入 | 3.5% | 7.4% | 5.9% | 3.0% | 4.5% | 5.1% |
| 财务费用 | -47 | -35 | -152 | -232 | -250 | -286 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.3% | 1.3% | 2.8% | 2.7% | 2.6% |
| 资产减值损失 | -27 | -23 | -36 | -24 | -27 | -39 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 9 | 12 | 131 | 390 | 5 | 5 |
| %税前利润 | 6.1% | 1.7% | 19.5% | 94.3% | 2.9% | 1.9% |
| 营业利润 | 121 | 719 | 648 | 388 | 146 | 234 |
| 营业利润率 | 2.3% | 7.0% | 5.4% | 4.6% | 1.6% | 2.2% |
| 营业外收支 | 20 | 23 | 26 | 25 | 25 | 25 |
| 税前利润 | 140 | 743 | 674 | 413 | 171 | 259 |
| 利润率 | 2.6% | 7.2% | 5.6% | 4.9% | 1.8% | 2.4% |
| 所得税 | -28 | -124 | -97 | -62 | -26 | -39 |
| 所得税率 | 20.2% | 16.6% | 14.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 112 | 619 | 577 | 351 | 145 | 220 |
| 少数股东损益 | 6 | 5 | 3 | -1 | 0 | 2 |
| 归属于母公司的净利润 | 106 | 614 | 573 | 352 | 145 | 219 |
| 净利率 | 2.0% | 5.9% | 4.8% | 4.2% | 1.6% | 2.0% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 112 | 619 | 577 | 351 | 145 | 220 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 96 | 108 | 141 | 129 | 139 | 156 |
| 非经营收益 | 28 | 14 | 10 | -113 | 233 | 273 |
| 营运资金变动 | 68 | -271 | -2,039 | -887 | -159 | -354 |
| 经营活动现金净流 | 304 | 470 | -1,311 | -520 | 358 | 295 |
| 资本开支 | -109 | -187 | -431 | -82 | -74 | -25 |
| 投资 | 0 | 1 | 122 | -61 | 0 | 0 |
| 其他 | 5 | 0 | -8 | 390 | 5 | 5 |
| 投资活动现金净流 | -104 | -186 | -318 | 247 | -69 | -20 |
| 股权募资 | 599 | 0 | 0 | 245 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -731 | -70 | 2,119 | 472 | 278 | 331 |
| 其他 | -72 | -55 | -285 | -282 | -367 | -407 |
| 筹资活动现金净流 | -204 | -125 | 1,834 | 435 | -89 | -75 |
| 现金净流量 | -4 | 159 | 205 | 162 | 200 | 200 |

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 329 | 432 | 358 | 520 | 720 | 920 |
| 应收款项 | 1,557 | 3,184 | 4,218 | 5,306 | 5,630 | 6,237 |
| 存货 | 2,228 | 2,593 | 3,265 | 2,586 | 2,632 | 2,806 |
| 其他流动资产 | 183 | 256 | 215 | 238 | 262 | 304 |
| 流动资产 | 4,296 | 6,465 | 8,055 | 8,650 | 9,244 | 10,267 |
| %总资产 | 76.4% | 80.2% | 75.9% | 77.6% | 78.8% | 80.9% |
| 长期投资 | 152 | 397 | 643 | 704 | 703 | 703 |
| 固定资产 | 918 | 907 | 1,378 | 1,418 | 1,410 | 1,348 |
| %总资产 | 16.3% | 11.2% | 13.0% | 12.7% | 12.0% | 10.6% |
| 无形资产 | 191 | 201 | 420 | 379 | 375 | 371 |
| 非流动资产 | 1,324 | 1,601 | 2,551 | 2,503 | 2,491 | 2,424 |
| %总资产 | 23.6% | 19.8% | 24.1% | 22.4% | 21.2% | 19.1% |
| 资产总计 | 5,620 | 8,066 | 10,606 | 11,153 | 11,735 | 12,691 |
| 短期借款 | 70 | 400 | 2,133 | 1,779 | 2,057 | 2,387 |
| 应付款项 | 2,448 | 4,162 | 3,957 | 3,403 | 3,660 | 4,148 |
| 其他流动负债 | 104 | 107 | 37 | 221 | 227 | 247 |
| 流动负债 | 2,622 | 4,669 | 6,127 | 5,404 | 5,944 | 6,782 |
| 长期贷款 | 400 | 0 | 400 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 629 | 166 | 312 | 1,489 | 1,489 | 1,489 |
| 负债 | 3,651 | 4,836 | 6,840 | 6,893 | 7,433 | 8,273 |
| 普通股股东权益 | 1,919 | 3,179 | 3,712 | 4,206 | 4,248 | 4,362 |
| 少数股东权益 | 50 | 51 | 54 | 53 | 54 | 55 |
| 负债股东权益合计 | 5,620 | 8,066 | 10,606 | 11,153 | 11,735 | 12,691 |

比率分析

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.152 | 0.787 | 0.735 | 0.441 | 0.182 | 0.274 |
| 每股净资产 | 2.744 | 4.077 | 4.761 | 5.265 | 5.316 | 5.460 |
| 每股经营现金净流 | 0.434 | 0.603 | -1.681 | -0.651 | 0.448 | 0.370 |
| 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 | 5.53% | 19.31% | 15.44% | 8.38% | 3.42% | 5.01% |
| 总资产收益率 | 1.89% | 7.61% | 5.40% | 3.16% | 1.24% | 1.72% |
| 投入资本收益率 | 4.98% | 17.37% | 9.49% | 2.87% | 4.53% | 5.68% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -9.75% | 94.33% | 16.07% | -30.32% | 11.37% | 16.61% |
| EBIT增长率 | -43.02% | 310.72% | -7.60% | -63.90% | 64.50% | 32.63% |
| 净利润增长率 | -41.89% | 478.45% | -6.63% | -38.53% | -58.83% | 50.75% |
| 总资产增长率 | 13.67% | 43.53% | 31.50% | 5.15% | 5.21% | 8.15% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 43.1 | 40.8 | 76.0 | 210.0 | 200.0 | 190.0 |
| 存货周转天数 | 176.9 | 102.2 | 105.3 | 130.0 | 120.0 | 110.0 |
| 应付账款周转天数 | 73.9 | 54.8 | 54.4 | 60.0 | 57.0 | 54.0 |
| 固定资产周转天数 | 62.5 | 31.4 | 37.9 | 54.8 | 49.3 | 40.5 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 34.14% | -1.10% | 57.64% | 64.44% | 65.63% | 66.87% |
| EBIT利息保障倍数 | 4.0 | 21.5 | 4.6 | 1.1 | 1.7 | 1.9 |
| 资产负债率 | 64.97% | 59.95% | 64.49% | 61.81% | 63.35% | 65.19% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二个月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 2 | 2 | 5 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 0 | 2.00 | 2.33 | 2.31 |

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 | 增持 | 15.55 | N/A |
| 2 2011-03-15 | 增持 | 16.42 | N/A |
| 3 2011-04-29 | 增持 | 14.90 | N/A |
| 4 2011-08-16 | 增持 | 13.42 | N/A |
| 5 2011-10-30 | 增持 | 12.05 | N/A |
| 6 2012-03-06 | 增持 | 9.02 | N/A |
| 7 2012-05-02 | 增持 | 8.97 | N/A |
| 8 2012-08-28 | 中性 | 6.63 | N/A |

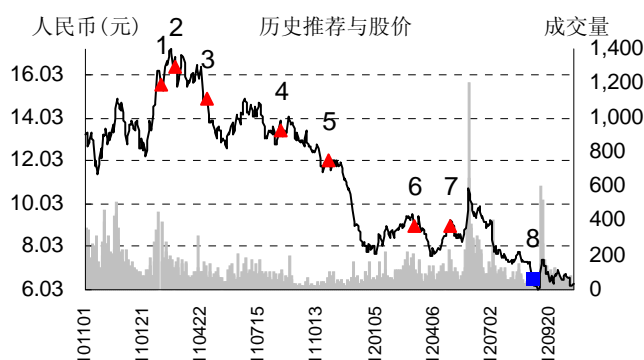
来源：国金证券研究所

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“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