

厦工股份 (600815.SH) 工程机械行业

评级：买入 首次评级

公司点评

潘贻立

联系人
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

后立尧

分析师 SAC 执业编号: S1130515020001
 (8621)61038200
 houliyao@gjzq.com.cn

抢占一带一路核心区域，中航参股进军军工

事件

- 一带一路愿景与行动文件正式发布，基础设施互联互通优先启动。文件确定将以福建和新疆作为中亚欧海上丝绸之路核心区，广西和云南则分别是门户和辐射区域。同期，在亚投行不断扩围和博鳌亚洲论坛召开的双重催化作用下，“一带一路”区域发展概念不断强化。
- 3月30日晚，央行、住建部、银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，为改善性需求的个人住房贷款下调了首付款比例至不低于40%。同一时间，财政部和国家税务总局联合下发《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，大幅度减免了对部分符合条件的住房对外销售的营业税征收。随着房地产松绑政策接踵而至，住房改善性需求迎来重大利好。
- 公司业绩预告2014年年度经营业绩与上年同期相比，将出现扭亏为盈，预计实现归属于上市公司股东的净利润为0到1,000万元；公司2014年度累计收到政府补助共47,648.56万元，导致营业外收入有较大增幅。

评论

- 海上丝绸之路核心区工程机械企业，海外建组裝厂迎合一带一路：21世纪海上丝绸之路规划的重点方向是从中国沿海港口过南海到印度洋，延伸至欧洲，以及从中国沿海港口过南海到南太平洋。现已确定将福建和新疆打造为21世纪海上丝绸之路核心区。厦门区域优势明显，厦工股份地处一路一带核心区福建厦门，目前出口业务占比15%。公司已在巴基斯坦建立了组装厂，为迎合一路一带和福建自贸区建设奠定了良好基础，是工程机械设备出口首选标的。
- 粤津闽自贸区总体方案通过，厦门市国资委重点扶持：3月24日，中共中央总书记习近平主持召开中共中央政治局会议，审议通过广东、天津、福建自由贸易试验区总体方案、进一步深化上海自由贸易试验区改革开放方案。自贸区第二季发令枪打响，福建自贸区备受海内外的瞩目，预计两大方案正式文本将在近期内面世，自贸区挂牌也正式进入倒计时阶段。厦工股份是厦门市国资委重点扶持的制造业企业，就规模而言，公司目前在业内处于第二梯队位置，公司的主营产品装载机占收入60%左右，在国内市场份额约16%，居行业前三水平。2010年包括公司在内的9家中国工程机械制造商进入全球工程机械50强。
- 中航工业参股，军民融合典范：中航工业拥有工程机械产品核心零部件液压技术的研发能力，中航工业参股厦工股份，以其作为产业发展平台，凭借其技术研发实力，提升工程机械产品的技术水平，延伸“四轮一带”等工程机械关键零部件产业，同时打造航空维修及机电基地，进军军工领域大大提升公司在国内工程机械领域的核心竞争力。公司目前正在做产权划转，实际控制人可能会变更为中航工业，成为中航工业系统内军民融合的典范。中航工业的入驻将加强公司军工背景，在习总书记要求加快构建适应履行使命要求的装备体系大背景下，公司估值水平有望提高。
- 政策松绑推动房地产投资回暖，期待2015年出现业绩反转：基础设施建设投资中，设备投入主要在工程机械。由于我国固定资产投资，尤其是房地产投资增速的放缓，导致起重机、挖掘机、装载机等工程机械主要产品的下游购买力持续下降，公司业绩一度陷入低谷。公司年度业绩预告称，公司2014年净利润与上年同期相比出现了扭亏为盈，但主要来源于政府补助476.48百万元的营业外收入，业绩并未出现根本性好转。随着房地产松绑政策接踵而至，住房改善性需求迎来重大利好。房地产调控政策的放开将有助于房地产新建项目开工量上升，从而拉动设备市场需求逐步回暖。由此判断，工程机械有望受益于一带一路帮助消化过剩产能以及国内地产投资复苏的双重利好，预计今年设备销量降幅将趋于收窄，产业持续去库存去杠杆化的情况也将在二季度将得到明显改善。我们期待工程机械行业在二、三季度能出现实质性的业绩反转。展望未来几年，工程机械行业或仍存在的市场保有量较大、产能过剩、竞争加剧等问题，市场洗牌和优胜劣

汰的格局难以避免。一部分龙头企业将充分受益“一带一路”，在竞争格局变化中处于有利地位。公司主营业务装载机的市占率位居行业前列，规模化效应显现。预计随着海内外基建投资回暖，公司主营业务销售情况也将随工程机械市场需求整体企稳。

投资建议

- 我们首次对公司进行盈利预测，预测 2015/2016 年归属于母公司的净利润为 0.89、2.11 亿元，EPS 分别为 0.09、0.22 元（考虑摊薄后），给予“买入”评级，年内目标价 17.7 元。

图表1：公司主营业务收入拆分

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E
工程机械产品					
销售收入（百万元）	4,679.56	3,636.14	2,347.43	3,475.00	6,142.77
增长率（YOY）	-45.36%	-22.30%	-35.44%	48.03%	76.77%
毛利率	16.51%	15.33%	14.80%	16.50%	16.50%
销售成本（百万元）	3,906.96	3,078.72	2,000.01	2,901.63	5,129.22
增长率（YOY）	-42.98%	-21.20%	-35.04%	45.08%	76.77%
毛利（百万元）	772.60	557.42	347.42	573.38	1,013.56
增长率（YOY）	-54.87%	-27.85%	-37.67%	65.04%	76.77%
占总销售额比重	58.24%	56.95%	59.44%	56.33%	55.14%
占主营业务利润比重	89.71%	90.21%	87.85%	84.18%	83.53%
配件销售及其他					
销售收入（百万元）	3,355.31	2,748.87	1,602.08	2,693.85	4,997.08
增长率（YOY）	5.92%	-18.07%	-41.72%	68.15%	85.50%
毛利率	2.64%	2.20%	3.00%	4.00%	4.00%
销售成本（百万元）	3,266.73	2,688.39	1,554.02	2,586.09	4,797.20
增长率（YOY）	6.26%	-17.70%	-42.20%	66.41%	85.50%
毛利（百万元）	88.58	60.48	48.06	107.75	199.88
增长率（YOY）	-5.21%	-31.73%	-20.53%	124.20%	85.50%
占总销售额比重	41.76%	43.05%	40.56%	43.67%	44.86%
占主营业务利润比重	10.29%	9.79%	12.15%	15.82%	16.47%
销售总收入（百万元）	8034.87	6385.01	3949.51	6168.85	11139.85
销售总成本（百万元）	7173.69	5767.11	3554.03	5487.72	9926.41
毛利（百万元）	861.18	617.90	395.48	681.13	1213.44
平均毛利率	10.72%	9.68%	10.01%	11.04%	10.89%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
主营业务收入	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	货币资金	2011	2012	2013	2014E	2015E	
增长率	11,992	8,150	6,497	3,950	6,169	11,140	应收款项	358	1,408	1,001	900	1,000	
主营业务成本	-32.0%	-20.3%	-39.2%	56.2%	80.6%		存货	4,218	5,223	5,134	4,874	6,037	
%销售收入	-10,152	-7,275	-5,860	-3,554	-5,488	-9,926	其他流动资产	3,265	2,534	2,508	1,947	2,857	
	84.7%	89.3%	90.2%	90.0%	89.0%		流动资产	215	231	544	478	520	
毛利	1,840	875	637	395	681	1,213	%总资产	8,055	9,397	9,187	8,199	10,414	
%销售收入	15.3%	10.7%	9.8%	10.0%	11.0%	10.9%	长期投资	75.9%	80.0%	79.2%	77.5%	81.4%	
营业税金及附加	-26	-14	-18	-9	-12	-20	固定资产	643	340	298	252	217	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	%总资产	1,378	1,486	1,468	1,460	1,500	
营业费用	-790	-504	-467	-375	-401	-501	无形资产	13.0%	12.7%	12.6%	13.8%	11.7%	
%销售收入	6.6%	6.2%	7.2%	9.5%	6.5%	4.5%	非流动资产	420	414	389	388	388	
管理费用	-320	-300	-288	-316	-278	-334	%总资产	2,551	2,346	2,418	2,378	2,382	
%销售收入	2.7%	3.7%	4.4%	8.0%	4.5%	3.0%	资产总计	24.1%	20.0%	20.8%	22.5%	18.6%	
息税前利润（EBIT）	704	58	-136	-304	-10	358	负债总计	10,606	11,742	11,605	10,577	12,795	
%销售收入	5.9%	0.7%	n.a	n.a	n.a	3.2%	短期借款	1,213	2,695	2,054	1,882	3,043	
财务费用	-152	-246	-234	-111	-121	-246	应付款项	3,957	2,310	2,760	2,700	3,575	
%销售收入	1.3%	3.0%	3.6%	2.8%	2.0%	2.2%	其他流动负债	37	224	236	302	386	
资产减值损失	-36	-77	-363	-55	-40	-60	流动负债	6,127	5,229	5,050	4,883	7,005	
公允价值变动收益	0	-3	1	0	0	0	长期贷款	400	0	641	0	0	
投资收益	131	383	-24	12	80	100	其他长期负债	312	1,763	1,781	1,642	1,742	
%税前利润	19.5%	265.3%	n.a	70.4%	73.2%	39.6%	负债总计	6,840	6,992	7,472	6,525	8,747	
营业利润	648	115	-756	-458	-91	152	普通股股东权益	3,712	4,701	4,063	3,977	3,971	
营业利润率	5.4%	1.4%	n.a	n.a	n.a	1.4%	少数股东权益	54	50	70	74	78	
营业外收支	26	29	59	475	200	100	负债股东权益合计	10,606	11,742	11,605	10,577	12,795	
税前利润	674	144	-697	17	109	252							
利润率	5.6%	1.8%	n.a	0.4%	1.8%	2.3%							
所得税	-97	-22	101	-4	-16	-37							
所得税率	14.4%	14.9%	n.a	21.1%	14.6%	14.6%							
净利润	577	123	-596	13	93	215							
少数股东损益	3	-4	-6	4	4	4							
归属于母公司的净利润	573	127	-590	9	89	211							
净利率	4.8%	1.6%	n.a	0.2%	1.4%	1.9%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	577	123	-596	13	93	215	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.735	0.133	-0.615	0.010	0.093	0.221
非现金支出	141	187	499	66	51	71	每股净资产	4.761	4.902	4.237	4.148	4.141	4.261
非经营收益	10	-129	150	-392	-139	66	每股经营现金净流	-1.681	-1.574	0.254	0.572	-1.197	-1.859
营运资金变动	-2,039	-1,690	190	861	-1,153	-2,135	每股股利	0.050	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
经营活动现金净流	-1,311	-1,510	244	549	-1,148	-1,782	回报率						
资本开支	-431	-184	-103	491	150	30	净资产收益率	15.44%	2.71%	-14.52%	0.24%	2.25%	5.17%
投资	-183	169	-350	-8	-5	-5	总资产收益率	5.40%	1.08%	-5.08%	0.09%	0.70%	1.20%
其他	-8	1	26	12	80	100	投入资本收益率	9.49%	0.55%	-1.39%	-3.23%	-0.10%	2.85%
投资活动现金净流	-622	-14	-428	495	225	125	增长率						
股权筹资	0	1,208	0	0	0	0	主营业务收入增长率	16.07%	-32.04%	-20.28%	-39.21%	56.19%	80.58%
债权筹资	2,119	1,651	0	-948	1,260	2,020	EBIT 增长率	-7.60%	-91.82%	-335.64%	124.19%	-96.79%	-3758.74%
其他	-285	-289	-251	-197	-237	-362	净利润增长率	-6.63%	-77.79%	N/A	N/A	845.40%	136.83%
筹资活动现金净流	1,834	2,570	-250	-1,145	1,023	1,657	总资产增长率	31.50%	10.71%	-1.17%	-8.86%	20.98%	37.67%
现金净流量	-100	1,047	-435	-101	100	0	资产管理能力						
							应收账款周转天数	76.0	166.4	240.5	390.0	290.0	250.0
							存货周转天数	105.3	145.5	157.0	200.0	190.0	170.0
							应付账款周转天数	54.4	54.1	48.7	90.0	85.0	80.0
							固定资产周转天数	37.9	64.0	79.9	132.5	86.6	49.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	57.64%	58.44%	77.07%	61.07%	87.32%	133.27%
							EBIT 利息保障倍数	4.6	0.2	-0.6	-2.8	-0.1	1.5
							资产负债率	64.49%	59.54%	64.39%	61.70%	68.36%	76.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-61620767
传真：021-61038200
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：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD