

重整旗鼓 再振雄风

——厦工股份（600815）调研简报

分析师

徐星月

☎ (86-10) 88366060-8898

✉ xuxy@cgws.com

要点:

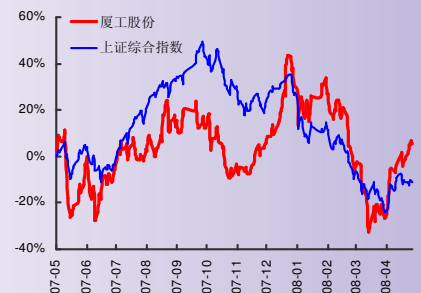
- **土方机械领域的龙头。**厦工的主导产品是装载机和挖掘机。其装载机业务收入占其主营业务收入的八成以上。2007年公司实现装载机销售量21269台，同比增长30%以上，市场占有率为17%，行业第三。2007年公司挖掘机销售量为472台，同比增长150%，增速迅猛，根据公司规模，2010年公司挖掘机销售量将达到3000-4000台，市场份额将达到5%。
- **区域性叉车龙头。**07年公司收购了母公司的叉车资产：厦门叉车厂，进入叉车领域。厦门叉车厂的“巨鲸”牌叉车在东南沿海地区有一定影响力。07年叉车实现销售1577台，08年将进行技改，达到5000台产能。
- **企业管理得到改善，盈利能力得以提升。**厦工的装载机一度是业内第一，但由于自身机制、管理水平等问题，厦工的业绩一度有所下滑。经过06年国企业体制改革，公司组建了新的领导层，基本面有了较大改观。公司通过集中采购、招标采购等方式，大幅降低了采购成本；通过提高结构件、变速箱等关键部件的自制率，降低外购成本。一季度在钢材大涨的情况下，公司的毛利率环比却略有提升。不过公司的毛利率、净利润率仍低于行业的同类企业，07年公司的净利润率为4.2%，较主营业务类似的柳工少3.27个百分点，还有一定提升空间。
- **布局北方基地，降低产品成本。**公司在河南焦作成立北方生产基地，一期投资11800万元，2008年计划产能5000台。由于人力成本的减少和运输距离的缩短，每台成本费用可降低1万元以上。
- **产品涨价，毛利率略有提升。**一季度公司进行了三次提价，幅度在1.5-1.6万元左右，基本覆盖了成本上涨。公司近期可能再次提价。考虑到公司管理水平的改善，成本的降低，以及挖掘机生产的规模化，我们预计08年公司的毛利率将较一季度的毛利率略有提升。
- **盈利预测。**公司一季度营业收入同比增长了60.9%，销售势头良好，超出预期。另外公司以1.5元/股的成本持有兴业证券3250万股，增厚业绩。我们预测公司08-10年eps为0.63元、0.98元、1.20元，对应动态市盈率为18倍、12倍、9倍，给予公司**推荐**的评级。

投资评级：**推荐（首次）**

主要财务数据及盈利预测

| | 2007A | 2008E | 2009E |
|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 507210 | 766315 | 1040125 |
| (+/-)% | 34.7% | 51.1% | 35.7% |
| 利润总额 | 24370 | 44596 | 72169 |
| (+/-)% | 349.5% | 83.0% | 61.8% |
| 净利润 | 21307 | 36557 | 56995 |
| (+/-)% | 385.8% | 71.6% | 55.9% |
| EPS | 0.366 | 0.627 | 0.978 |
| PE | 33.3 | 19.4 | 12.5 |

行业表现



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



| 利润表 (万元) | | | | | 主要财务指标 | | | | |
|-------------------|--------|--------|---------|---------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E | | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
| 营业收入 | 507210 | 766315 | 1040125 | 1277598 | 成长性 | | | | |
| 营业成本 | 430043 | 643448 | 863894 | 1055848 | 营业收入增长 | 34.7% | 51.1% | 35.7% | 22.8% |
| 销售费用 | 36789 | 55583 | 75443 | 92667 | 营业成本增长 | 31.8% | 49.6% | 34.3% | 22.2% |
| 管理费用 | 11086 | 16750 | 21843 | 25552 | 营业利润增长 | 414.3% | 88.5% | 61.8% | 27.5% |
| 财务费用 | 4584 | 3733 | 3781 | 7824 | 利润总额增长 | 349.5% | 83.0% | 61.8% | 27.5% |
| 投资净收益 | 587 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长 | 385.8% | 71.6% | 55.9% | 22.7% |
| 营业利润 | 23661 | 44596 | 72169 | 92030 | 盈利能力 | | | | |
| 营业外收支 | 709 | 0 | 0 | 0 | 毛利率 | 15.2% | 16.0% | 16.9% | 17.4% |
| 利润总额 | 24370 | 44596 | 72169 | 92030 | 销售净利率 | 4.2% | 4.8% | 5.5% | 5.5% |
| 所得税 | 3056 | 8027 | 15156 | 22087 | ROE | 13.1% | 18.3% | 22.2% | 21.4% |
| 少数股东损益 | 7 | 12 | 19 | 23 | ROIC | 14.0% | 18.5% | 21.1% | 18.1% |
| 净利润 | 21307 | 36557 | 56995 | 69919 | 营运效率 | | | | |
| 资产负债表 (万元) | | | | | 销售费用/营业收入 | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.3% |
| 流动资产 | 400857 | 550218 | 713778 | 874451 | 管理费用/营业收入 | 2.2% | 2.2% | 2.1% | 2.0% |
| 货币资金 | 102235 | 113276 | 124815 | 153312 | 财务费用/营业收入 | 0.9% | 0.5% | 0.4% | 0.6% |
| 应收帐款 | 43539 | 65781 | 89285 | 109670 | 投资收益/营业利润 | 2.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 应收票据 | 58574 | 88496 | 120117 | 147541 | 所得税/利润总额 | 12.5% | 18.0% | 21.0% | 24.0% |
| 存货 | 179633 | 257379 | 345558 | 422339 | 应收帐款周转率 | 13.79 | 14.02 | 13.42 | 12.84 |
| 非流动资产 | 89364 | 103275 | 133017 | 273174 | 存货周转率 | 2.81 | 2.94 | 2.87 | 2.75 |
| 固定资产 | 62795 | 77613 | 108261 | 249324 | 流动资产周转率 | 1.71 | 1.61 | 1.65 | 1.61 |
| 资产总计 | 490221 | 653494 | 846795 | 1147625 | 总资产周转率 | 1.35 | 1.34 | 1.39 | 1.28 |
| 流动负债 | 326842 | 453546 | 589833 | 820721 | 偿债能力 | | | | |
| 短期借款 | 71830 | 71830 | 71830 | 71830 | 资产负债率 | 66.8% | 69.5% | 69.7% | 71.6% |
| 应付款项 | 202882 | 303559 | 407560 | 498117 | 流动比率 | 1.23 | 1.21 | 1.21 | 1.07 |
| 非流动负债 | 469 | 469 | 469 | 469 | 速动比率 | 0.68 | 0.65 | 0.62 | 0.55 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 负债合计 | 327311 | 454015 | 590302 | 821190 | EPS | 0.366 | 0.627 | 0.978 | 1.200 |
| 股东权益 | 162910 | 199479 | 256493 | 326435 | 每股净资产 | 2.80 | 3.42 | 4.40 | 5.60 |
| 股本 | 58273 | 58273 | 58273 | 58273 | 每股经营现金流 | 0.37 | 0.54 | 0.77 | 1.16 |
| 留存收益 | 101380 | 137937 | 194932 | 264851 | 每股经营现金/EPS | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 1.0 |
| 少数股东权益 | 3257 | 3269 | 3288 | 3311 | 估值 | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
| 负债和权益总计 | 490221 | 653494 | 846795 | 1147625 | PE | 33.3 | 19.4 | 12.5 | 10.2 |
| 现金流量表 (万元) | | | | | PEG | 0.69 | 0.51 | 0.55 | - |
| 经营活动现金流 | 21540 | 31329 | 44582 | 67689 | PB | 4.4 | 3.6 | 2.8 | 2.2 |
| 其中营运资本减少 | 9179 | -11616 | -21006 | -18116 | EV/EBITDA | 24.18 | 14.31 | 9.32 | 7.82 |
| 投资活动现金流 | -16786 | -20288 | -38316 | -156019 | EV/SALES | 1.54 | 1.02 | 0.76 | 0.71 |
| 其中资本支出 | -14870 | -20288 | -38316 | -156019 | EV/IC | 4.20 | 3.22 | 2.41 | 1.76 |
| 融资活动现金流 | 79114 | 0 | 0 | 0 | ROIC/WACC | 1.53 | 2.03 | 2.31 | 1.98 |
| 净现金总变化 | 83868 | 11040 | 6267 | -88330 | REP | 2.74 | 1.59 | 1.04 | 0.89 |

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。不考虑可转债转股情况。

徐星月：清华大学工学硕士，2007年加入长城证券，任机械行业研究员。

| | 评级 | 说明 |
|------|------|--------------------------------|
| 公司评级 | 推荐 | 预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； |
| | 谨慎推荐 | 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； |
| | 中性 | 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； |
| | 回避 | 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%； |
| 行业评级 | 推荐 | 预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上； |
| | 谨慎推荐 | 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间； |
| | 中性 | 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； |
| | 回避 | 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上； |

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>