

评级：审慎推荐
机械
公司研究报告

第一创业证券研究所

分析师：郭强 S1080510120010

联系人：李人杰 S1080110120048

电话：0755-82481505

 邮件：lirenjie@fcsc.cn

山推股份 (000680.SZ)

——投资收益下滑，内生外延显亮点

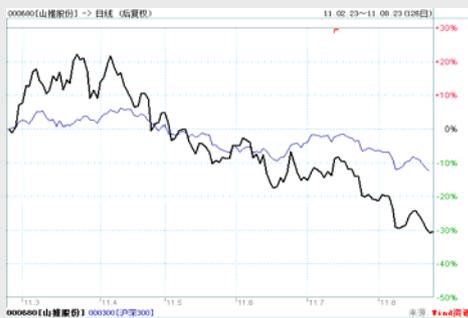
交易数据

52周内股价区间(元):	12.8-25.57
总市值(百万元):	10658.67
流通股本(百万股):	635.57
流通股比率(%):	83.7%

资产负债表摘要 (06/11)

股东权益(百万元):	4345.54
每股净资产:	5.72
市净率:	2.45
资产负债率:	66.3%

山推股份股价与沪深300指数表现对比



相关报告

事件:

- 山推股份公布 2011 年半年报，上半年实现营业收入 92.49 亿元，同比增长 34.31%；实现归属于母公司所有者的净利润 5.00 亿元，同比增长 1.30%。按最新股本计算 EPS 为 0.66 元/股。

点评:

- **营收大增，下半年仍可期** 受益于上半年国内房地产投资、基建投资继续保持高增长，公司上半年营收大增，各产品稳步增长。上半年公司传统优势产品推土机销售超过 5700 台，同比增长 14.7%；受益于小松山推挖掘机销售的增长，含给小松山推配套的配件在内，公司配件业务实现销售收入 26.94 亿元，同比增长 29.22%。由于上半年属于工程机械行业的传统销售旺季，公司业绩不俗，4 月份以后，由于房地产投资以及高铁投资放缓，工程机械行业各产品销售增速明显放缓，部分产品由于上年高基数原因，出现了单月负增长。下半年，预计高铁投资仍将保持平稳，对工程机械销售拉动有限；随着保障房、水利建设资金落实及实质性开工，有望拉动工程机械销售，虽然宏观调控继续进行，但我们认为宽财政、紧货币仍将延续，投资作为我国现阶段经济增长的利器，仍将发挥重要作用，下半年对工程机械不必过于悲观，预计仍将保持 20% 以上的增长。
- **毛利率、期间费用率小幅上升** 公司综合毛利率由 2010 年同期的 13.66% 小幅上升为 15.15%，而期间费用率由 2010 年同期的 5.93% 小幅上升为 6.93%，毛利率上升显示公司经营继续向好。由于公司参股的公司小松山推上半年营业利润大幅下降，给公司带来的投资收益同比大幅下降，参股小松山推的投资收益比去年同期减少 1.13 亿元；上半年，为公司长远发展，公司发行了 10 亿元 5 年期债券，导致财务费用大幅增加；上半年公司高新技术企业认定到期，所得税率由 15% 上调至 25%，目前公司正重新办理高新技术企业认定，预计年底前能办理完成。以上三方面因素叠加，导致公司净利润增速大幅低于收入增速。由于以前公司净利润中小松山推投资收益占比较大，占比约 30%，此次投资收益下滑，公司利润仍保持增长，恰恰说明公司近年业务开拓、产品布局、市场营销等方面取得了明显进步，使得公司净利润不再依赖小松山推的投资收益，公司未来步入新一轮增长轨道。近期来看，我们认为小松山推盈利处于底部区域，销售净利率仅为 1.2%，低得令人难以置信。虽然存在合资公司固有的通过指定或关联零部件采购、计提高额管理费用等因素压低合资企业净利润的影响，但我们认为，如此低的销售净利率难以为继，可以预期合资中方不会坐视不理，未来投资收益要么回到正常的收益水平，要么合资各方对合资公司未来发展达成新的认识，虽然这一过程会比较艰难，各方博弈也需耗费一定的时间。



- **布局混凝土机械，进入高速增长期** 公司大力开拓混凝土机械业务，引入日本日工株式会社参股子公司山推楚天，以期利用其在混凝土搅拌站、泵车领域的技术，开发新产品，全面切入混凝土机械领域。虽然目前混凝土机械由三一、中联占据绝对领先地位，形成双寡头垄断格局，但公司发展混凝土机械的决心很大，加之目前规模较小，未来获得一定的市场份额问题不大，公司混凝土机械正进入高速增长阶段。
- **海外业务是亮点** 公司海外业务自 2010 年重新恢复增长后，上半年海外业务再接再厉，实现营收 14.61 亿元，同比增长 67.94%，保持高速增长。随着海外经济体，尤其是新兴国家经济的逐步复苏，山推股份扎根海外业务的日趋深入，未来海外业务仍将保持稳定增长。
- **维持“审慎推荐”投资评级** 考虑到上半年公司由于投资收益原因，业绩低于预期，我们下调公司业绩预测，预计 2011-2012 年公司 EPS 分别为 1.23 元、1.92 元，动态市盈率为 11.4 倍、7.3 倍，维持公司“审慎推荐”投资评级。
- **风险提示** 市场竞争加剧、新产品推广低于预期、固定资产投资增速放缓、信贷增速下滑。



表 1、山推股份盈利预测简表

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	695,623	1,339,907	1,706,412	2,133,015
同比 (%)	5.7%	92.6%	27.4%	25.0%
营业毛利	102,102	183,382	258,531	337,643
同比 (%)	-13.6%	79.6%	41.0%	30.6%
归属母公司净利润	42,214	83,964	93,516	145,794
同比 (%)	-16.2%	98.9%	11.4%	55.9%
总股本 (万股)	75,916.5	75,916.5	75,916.5	75,916.5
每股收益 (元)	0.56	1.11	1.23	1.92
ROE	13.1%	21.0%	19.6%	23.4%
P/E (倍)	25.2	12.7	11.4	7.3

资料来源: 公司年报、第一创业证券研究所预测

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120