

山推股份 (000680.SZ)

工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 9.70元

业绩跌至谷底, 财务压力骤增

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	635.58
总市值(百万元)	7,363.90
年内股价最高最低(元)	21.36/8.21
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《面临较大资金压力》, 2011.10.26
2. 《投资收益拖累业绩增长》, 2011.8.23
3. 《销量下滑超预期, 下调上半年业绩增幅》, 2011.6.26

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)	1.106	0.631	0.581	0.718	0.934
每股净资产(元)	5.27	5.69	6.17	6.79	7.63
每股经营性现金流(元)	0.28	-2.34	0.86	1.28	0.55
市盈率(倍)	16.45	14.22	16.69	13.51	10.39
行业优化市盈率(倍)	33.65	25.21	25.21	25.21	25.21
净利润增长率(%)	98.90%	-42.91%	-7.95%	23.55%	30.07%
净资产收益率(%)	21.01%	11.09%	9.41%	10.57%	12.25%
总股本(百万股)	759.16	759.16	759.16	759.16	759.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

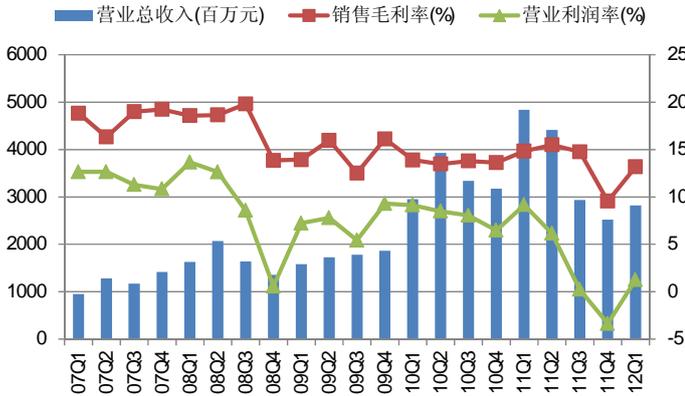
业绩简评

- 公司 11 年实现营业收入 14,702 百万元, 同比增加 9.72%; 归属上市公司股东的净利润 479 百万元, 同比减少 42.91%, EPS 为 0.63 元。由于 11 年 4 季度公司出现亏损, 导致业绩低于我们预期的 0.769 元。
- 1 季度公司实现营业收入 2,823 百万元, 归属上市公司股东的净利润 50 百万元, 同比分别减少 41.62% 和 84.05%, EPS 为 0.07 元。
- 公司 11 年的利润分配预案为每 10 股送红股 5 股, 派发现金红利 2 元 (含税)。

经营分析

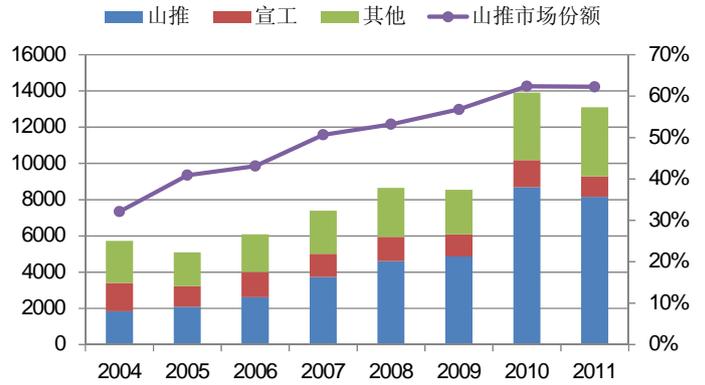
- **推土机市场份额保持良好:** 自 11 年起, 受宏观调控和货币紧缩政策的影响, 国内工程机械销量增速均有所放缓, 公司主要产品在不断加剧的行业竞争中依然保持了其市场地位。根据工程机械行业协会统计, 11 年公司推土机销量达 8,100 余台, 增速-6.09%, 市占率为 62.28%, 与 10 年持平; 12 年 1 季度实现销售 1700 余台, 同比下滑 49.12%, 市场份额较上年提高近 4 个百分点, 至 66.16%。
- **压路机销量有所下滑:** 11 年, 公司压路机产品共实现销售 1,600 余台, 同比下滑 31.33%, 市场份额为 7.65%, 较 10 年下滑 2 个百分点; 12 年 1 季度实现销售 250 多台, 同比下滑 67.7%, 市场份额亦保持稳定。
- **收入低于预期:** 公司 11 年全年主营业务收入增长 9.72%, 低于我们预期, 主要是因为第 4 季度公司仅实现收入 2,521 百万元, 同比下滑 20.60%。由于基数原因, 产品销量大幅下降, 导致 12 年 1 季度公司销售收入同比减少 41.62%; 但随着基数的降低, 收入同比数据应逐季改善。
- **毛利率出现波动:** 11 年公司主营业务毛利率为 14.12%, 较 10 年提高 0.4 个百分点, 这主要是因为毛利率较高的配件产品销售占比有所提高; 推土机的毛利率基本稳定, 保持在 18% 水平; 同时挖掘机经销毛利率较 10 年提高了 1.4 个百分点所致。但在 11 年 4 季度, 公司综合毛利率仅为 9.56%, 较 10 年同期减少了 4 个百分点, 估计和推土机收入下降较多有关。12 年 1 季度公司综合毛利率环比有所回升, 为 13.18%, 但仍低于 11 年水平。

图表1: 公司单季度的营业收入和利润率

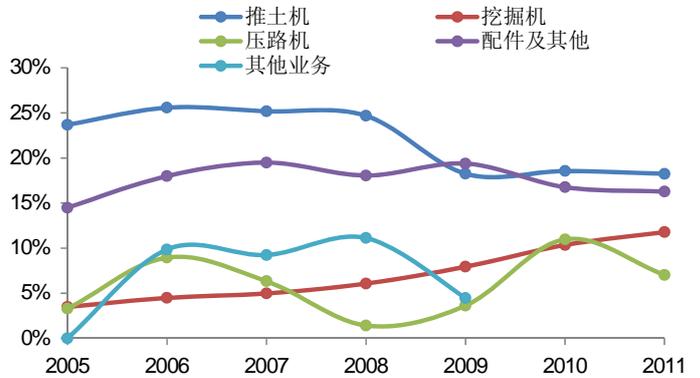


来源: 公司公告, 工程机械行业协会, 国金证券研究所

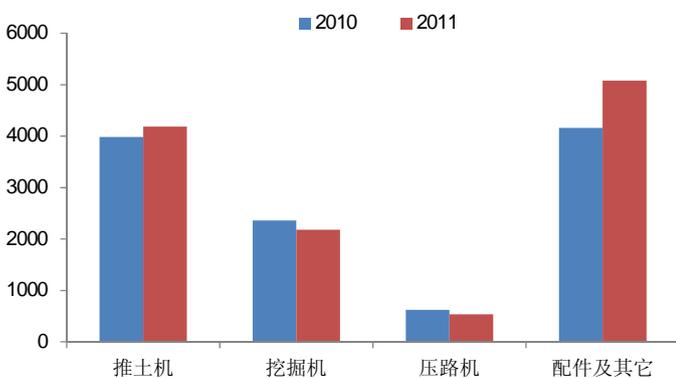
图表2: 国内推土机销量(台)及山推市场份额



图表4: 公司分项业务毛利率



图表3: 公司销售收入构成(百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 财务费用大幅增长导致利润率降低:** 11 年公司期间费用率为 9.22%，较 10 年提高了 2.6 个百分点，这主要是因为财务费用大幅提高至 284 百万元，是 10 年的 4 倍多。财务费用的大幅增加主要是由于公司贷款增加，11 年末，公司长期借款和短期借款较年初分别增加了 109 和 2,127 百万元。12 年 1 季度，同样因财务费用大幅增长原因，公司期间费用率为 11.94%，同比增加 6 个百分点，期间费用大幅增加直接影响了公司的盈利能力，当季公司销售净利率较 11 年同期下降了近 8 个百分点，仅为 1.26%。
- 现金流有所改善:** 11 年，公司经营现金流为净流出 1,778 百万元，较 10 年净流入 213 百万元大幅减少，这主要是因为应收帐款、预付账款和存货较 10 年分别增加了 523, 574 和 628 百万元；12 年 1 季度，公司经营现金流净流入 220 百万元，显示公司加强了应收账款回款和处理存货后，现金流得到改善。
- 投资收益减少:** 11 年，公司参股 30% 的小松山推实现收入 6,535 百万元，同比减少 40.51%；实现净利润 34 百万元，同比减少 94.69%。小松山推为公司贡献投资收益共计 10 百万元，较 10 年同期的 191 百万元大幅减少；12 年 1 季度，由于小松挖掘机需求大幅下降，公司的投资收益同比下降 52%，为 12.73 百万元。
- 会计估计变更使净利润减少:** 本着谨慎性原则，公司对应收款项坏账计提和固定资产折旧年限进行会计估计变更，新的会计估计原则从 2011 年 9 月份开始执行，此次变更给 11 年公司净利润带来-25 百万元的影响。

- **经营目标积极：**公司制定了 2012 年经营目标：营业收入达 180 亿元（同比增长 22.44%），海外收入 6.18 亿美元。我们认为公司制定的经营目标较为积极，但能否实现与 12 年国内调控政策和投资形势密切相关。

盈利预测和投资建议

- 根据目前的销售形势，我们调降了公司的盈利预测，预计 12~14 年营业收入分别为 13,720，15,425 和 17,726 百万元，净利润分别为 441，545 和 709 百万元，同比增长-7.95%，23.55%和 30.07%；EPS 分别为 0.581，0.718 和 0.934 元。
- 公司行业地位稳固，集团公司实力雄厚，当前股价对应 12 年 16.69 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 小松山推对于公司的业绩影响较大，其业绩取决挖掘机市场的需求形势，不确定性较高。
- 公司工程机械产品的销量与基建情况以及信贷密切相关，相关政策的调整对公司的销售形势有较大影响。

图表5: 分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
推土机						
平均售价 (千元/台)	460.93	457.78	512.83	512.83	528.22	544.06
增长率 (YOY)	-20.57%	-0.68%	12.03%	0.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (台)	4,900	8,700	8,157	7,357	8,157	9,057
增长率 (YOY)	6.59%	77.55%	-6.24%	-9.81%	10.87%	11.03%
销售收入	2,258.56	3,982.68	4,183.16	3,772.90	4,308.66	4,927.57
增长率 (YOY)	-15.33%	76.34%	5.03%	-9.81%	14.20%	14.36%
毛利率	18.26%	18.55%	18.25%	18.25%	18.25%	18.25%
销售成本 (百万元)	1,846.24	3,244.02	3,419.80	3,084.40	3,522.39	4,028.36
增长率 (YOY)	-8.11%	75.71%	5.42%	-9.81%	14.20%	14.36%
毛利 (百万元)	412.31	738.66	763.37	688.50	786.27	899.21
增长率 (YOY)	-37.37%	79.15%	3.35%	-9.81%	14.20%	14.36%
占总销售额比重	32.47%	29.72%	28.45%	27.50%	27.93%	27.80%
占主营业务利润比重	40.38%	40.28%	36.78%	34.86%	35.47%	35.24%
挖掘机						
销售收入	952.79	2,361.42	2,180.26	1,962.23	2,158.45	2,482.22
增长率 (YOY)	8.33%	147.84%	-7.67%	-10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	7.94%	10.35%	11.78%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本 (百万元)	877.18	2,117.02	1,923.44	1,726.76	1,899.44	2,184.36
增长率 (YOY)	6.17%	141.34%	-9.14%	-10.23%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	75.61	244.40	256.82	235.47	259.01	297.87
增长率 (YOY)	41.74%	223.23%	5.08%	-8.31%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	13.70%	17.62%	14.83%	14.30%	13.99%	14.00%
占主营业务利润比重	7.41%	13.33%	12.37%	11.92%	11.69%	11.67%
压路机						
平均售价 (元/台)	284.58	262.62	324.50	324.50	324.50	324.50
增长率 (YOY)	4.81%	-7.72%	23.56%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	1,168	2,368	1,653	1,403	1,703	2,003
增长率 (YOY)	85.99%	102.74%	-30.19%	-15.12%	21.38%	17.62%
销售收入	332.39	621.89	536.40	455.28	552.63	649.98
增长率 (YOY)	94.94%	87.09%	-13.75%	-15.12%	21.38%	17.62%
毛利率	3.62%	10.98%	7.03%	9.00%	9.50%	10.50%
销售成本 (百万元)	320.35	553.59	498.72	414.30	500.13	581.73
增长率 (YOY)	90.58%	72.81%	-9.91%	-16.93%	20.72%	16.32%
毛利 (百万元)	12.05	68.30	37.68	40.98	52.50	68.25
增长率 (YOY)	397.92%	466.96%	-44.83%	8.73%	28.13%	30.00%
占总销售额比重	4.78%	4.64%	3.65%	3.32%	3.58%	3.67%
占主营业务利润比重	1.18%	3.72%	1.82%	2.07%	2.37%	2.67%
配件						
销售收入 (百万元)	2,471.26	4,158.45	5,077.54	5,077.54	5,585.29	6,423.08
增长率 (YOY)	15.39%	68.27%	22.10%	0.00%	10.00%	15.00%
毛利率	19.38%	16.76%	16.27%	17.00%	17.00%	17.00%
销售成本 (百万元)	1,992.26	3,461.43	4,251.31	4,214.36	4,635.79	5,331.16
增长率 (YOY)	13.53%	73.74%	22.82%	-0.87%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	478.99	697.02	826.23	863.18	949.50	1,091.92
增长率 (YOY)	23.86%	45.52%	18.54%	4.47%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	35.53%	31.04%	34.54%	37.01%	36.21%	36.24%
占主营业务利润比重	46.91%	38.01%	39.81%	43.70%	42.84%	42.79%
其它业务						
销售收入 (百万元)	941.23	2,274.64	2,724.69	2,452.22	2,820.06	3,243.06
增长率 (YOY)	30.23%	141.67%	19.79%	-10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	4.47%	3.76%	7.03%	6.00%	6.00%	6.00%
销售成本 (百万元)	899.17	2,189.20	2,533.23	2,305.09	2,650.85	3,048.48
增长率 (YOY)	39.99%	143.47%	15.71%	-9.01%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	42.06	85.44	191.47	147.13	169.20	194.58
增长率 (YOY)	-47.69%	103.14%	124.10%	-23.15%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	13.53%	16.98%	18.53%	17.87%	18.28%	18.30%
占主营业务利润比重	4.12%	4.66%	9.22%	7.45%	7.63%	7.63%
销售总收入 (百万元)	6,956.23	13,399.07	14,702.05	13,720.16	15,425.08	17,725.92
销售总成本 (百万元)	5,935.21	11,565.25	12,626.49	11,744.91	13,208.60	15,174.09
毛利 (百万元)	1,021.02	1,833.82	2,075.56	1,975.26	2,216.48	2,551.83

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 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	6,956	13,399	14,702	13,720	15,425	17,726
增长率		92.6%	9.7%	-6.7%	12.4%	14.9%
主营业务成本	-5,935	-11,565	-12,626	-11,745	-13,209	-15,174
%销售收入	85.3%	86.3%	85.9%	85.6%	85.6%	85.6%
毛利	1,021	1,834	2,076	1,975	2,216	2,552
%销售收入	14.7%	13.7%	14.1%	14.4%	14.4%	14.4%
营业税金及附加	-18	-28	-38	-34	-42	-48
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-253	-368	-482	-453	-494	-550
%销售收入	3.6%	2.7%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%
管理费用	-344	-452	-590	-590	-648	-727
%销售收入	4.9%	3.4%	4.0%	4.3%	4.2%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	406	986	966	898	1,033	1,228
%销售收入	5.8%	7.4%	6.6%	6.5%	6.7%	6.9%
财务费用	-25	-66	-284	-301	-280	-283
%销售收入	0.4%	0.5%	1.9%	2.2%	1.8%	1.6%
资产减值损失	-11	-70	-79	-50	-62	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	150	229	35	48	62	75
%税前利润	27.8%	20.6%	5.0%	7.6%	8.0%	7.4%
营业利润	519	1,079	637	595	754	988
营业利润率	7.5%	8.0%	4.3%	4.3%	4.9%	5.6%
营业外收支	21	32	50	35	25	25
税前利润	540	1,111	687	630	779	1,013
利润率	7.8%	8.3%	4.7%	4.6%	5.0%	5.7%
所得税	-80	-157	-135	-113	-140	-182
所得税率	14.8%	14.1%	19.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	460	954	552	517	639	831
少数股东损益	38	114	73	76	93	122
归属于母公司的净利润	422	840	479	441	545	709
净利率	6.1%	6.3%	3.3%	3.2%	3.5%	4.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	460	954	552	517	639	831
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	104	207	234	206	226	213
非经营收益	-106	-186	177	343	255	259
营运资金变动	-74	-762	-2,740	-410	-150	-883
经营活动现金净流	385	213	-1,778	656	969	419
资本开支	-313	-497	-837	-145	16	5
投资	-27	-13	-76	529	-2	-2
其他	87	-68	549	48	62	75
投资活动现金净流	-253	-578	-365	432	76	78
股权募资	0	98	77	0	0	0
债权募资	205	853	3,175	-653	-27	637
其他	-147	-151	-403	-358	-418	-434
筹资活动现金净流	58	800	2,849	-1,011	-445	203
现金净流量	190	435	707	77	600	700

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,319	2,030	2,623	2,700	3,300	4,000
应收款项	1,056	1,942	2,607	2,773	2,843	3,122
存货	1,349	2,588	3,216	3,007	2,896	3,310
其他流动资产	294	995	1,570	1,059	1,125	1,292
流动资产	4,018	7,555	10,016	9,539	10,163	11,724
%总资产	63.4%	70.6%	72.5%	74.8%	76.8%	80.1%
长期投资	654	986	621	92	93	95
固定资产	1,531	1,915	2,588	2,625	2,476	2,319
%总资产	24.2%	17.9%	18.7%	20.6%	18.7%	15.9%
无形资产	110	194	512	498	492	488
非流动资产	2,320	3,143	3,793	3,217	3,064	2,904
%总资产	36.6%	29.4%	27.5%	25.2%	23.2%	19.9%
资产总计	6,338	10,698	13,809	12,756	13,227	14,628
短期借款	802	1,632	3,779	3,247	3,220	3,856
应付款项	2,070	4,597	3,877	2,963	2,872	2,883
其他流动负债	18	34	17	92	118	116
流动负债	2,891	6,263	7,673	6,301	6,209	6,855
长期贷款	19	50	159	159	159	160
其他长期负债	16	17	1,121	1,000	1,000	1,000
负债	2,925	6,330	8,953	7,459	7,368	8,014
普通股股东权益	3,234	3,997	4,322	4,687	5,156	5,789
少数股东权益	179	371	534	610	703	825
负债股东权益合计	6,338	10,698	13,809	12,756	13,227	14,628

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.556	1.106	0.631	0.581	0.718	0.934
每股净资产	4.260	5.265	5.694	6.173	6.791	7.625
每股经营现金净流	0.507	0.280	-2.342	0.863	1.276	0.553
每股股利	0.100	0.100	0.200	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	13.05%	21.01%	11.09%	9.41%	10.57%	12.25%
总资产收益率	6.66%	7.85%	3.47%	3.46%	4.12%	4.85%
投入资本收益率	8.17%	13.99%	7.92%	7.59%	8.28%	8.66%
增长率						
主营业务收入增长率	5.69%	92.62%	9.72%	-6.68%	12.43%	14.92%
EBIT增长率	-29.76%	142.79%	-2.05%	-6.97%	15.05%	18.80%
净利润增长率	-16.20%	98.90%	-42.91%	-7.95%	23.55%	30.07%
总资产增长率	25.82%	68.79%	29.08%	-7.63%	3.69%	10.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.2	31.4	42.4	55.0	52.0	49.0
存货周转天数	79.7	62.1	83.9	95.0	82.5	82.5
应付账款周转天数	62.0	50.8	59.1	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	61.0	40.1	57.3	61.0	53.1	44.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.62%	-7.97%	47.65%	32.19%	18.40%	15.35%
EBIT利息保障倍数	16.0	14.8	3.4	3.0	3.7	4.3
资产负债率	46.15%	59.17%	64.83%	58.48%	55.70%	54.79%

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
强买	0	0	0	0	1
买入	0	1	1	1	2
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

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 2010-04-26	买入	12.66	12.00 ~ 15.00
2 2010-08-17	买入	13.58	N/A
3 2010-10-18	买入	14.87	N/A
4 2011-04-26	买入	20.26	N/A
5 2011-04-27	买入	20.69	N/A
6 2011-06-26	买入	18.97	N/A
7 2011-08-23	买入	14.22	N/A
8 2011-10-26	买入	12.54	N/A

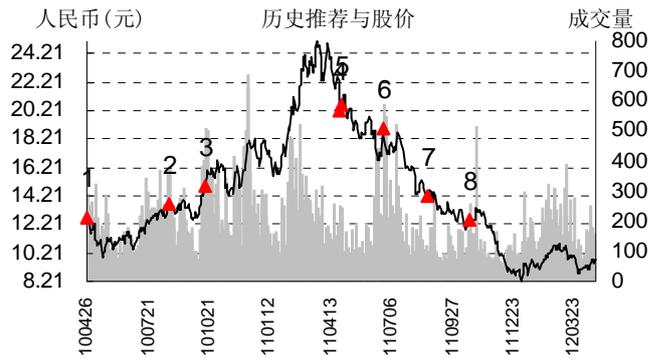
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；
- 持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；
- 卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B