

山推股份 (000680.SZ)

工程机械行业

评级: 中性 下调评级

业绩点评

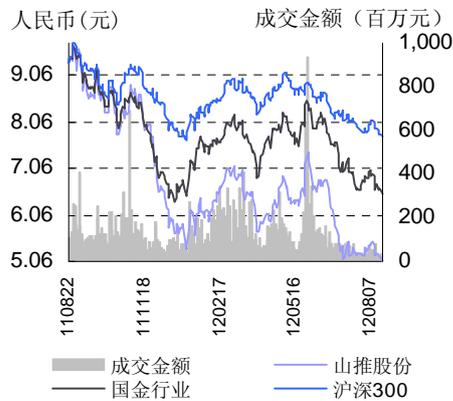
市价(人民币): 5.06元

需求持续下滑, 经营性现金流改善

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)	953.38
总市值(百万元)	57.62
年内股价最高最低(元)	9.73/5.06
沪深300指数	2301.79
深证成指	8838.63



相关报告

1. 《业绩跌至谷底, 财务压力骤增》, 2012.4.26
2. 《面临较大资金压力》, 2011.10.26
3. 《投资收益拖累业绩增长》, 2011.8.23

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	0.125	0.177	0.286
每股净资产(元)	5.27	5.69	4.15	4.23	4.42
每股经营性现金流(元)	0.28	-2.34	0.78	0.34	0.04
市盈率(倍)	16.45	14.22	40.41	28.62	17.67
行业优化市盈率(倍)	29.62	8.50	8.40	8.40	8.40
净利润增长率(%)	98.90%	-42.91%	-70.25%	41.18%	61.96%
净资产收益率(%)	21.01%	11.09%	3.01%	4.18%	6.48%
总股本(百万股)	759.16	759.16	1,138.75	1,138.75	1,138.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

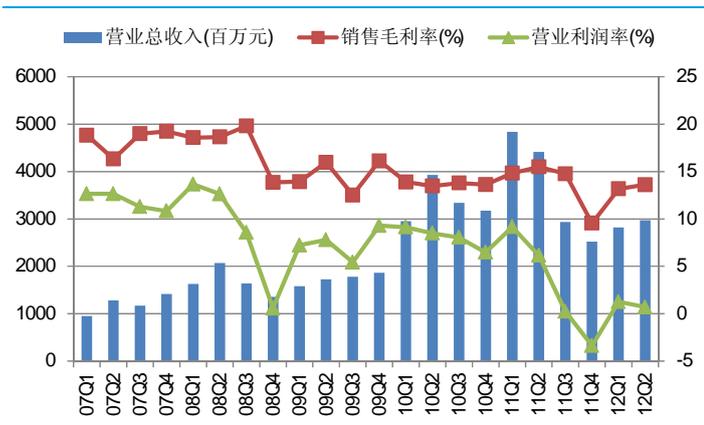
业绩简评

- 12年上半年公司实现营业收入 5,797 百万元, 同比减少 36.76%; 归属上市公司股东的净利润为 62 百万元, 同比减少 87.52%, EPS 为 0.05 元。

经营分析

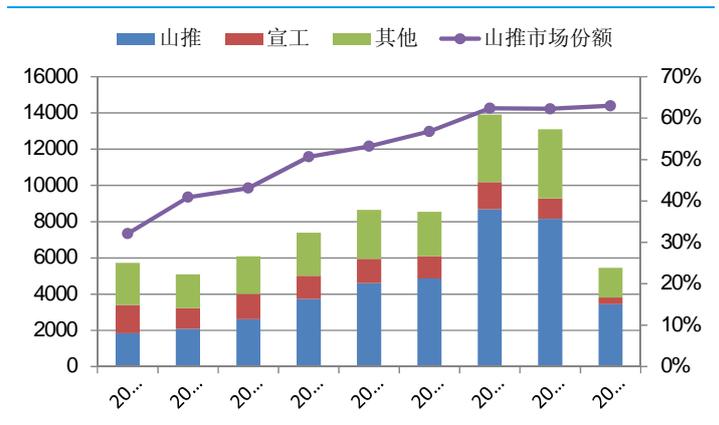
- **产品销量大幅下滑:** 根据行业协会统计, 受经济低迷和行业需求下滑的影响, 上半年公司拳头产品推土机的销量约为 3,400 台, 同比下滑 40%, 但市占率较 11 年提高 0.8 个百分点至 63.0%; 而压路机销售 562 台, 同比下滑 58.27%, 市占率为 7.16%, 与 11 年基本持平。
- **2 季度降幅收窄, 海外收入占比提升:** 公司 2 季度实现营业收入 2,973 百万元, 同比下滑 32.61%, 下滑幅度较 1 季度的 -42.63% 有所收窄。公司上半年国内销售收入同比下滑 41.85%, 而国外销售收入增长 18.17%, 海外市场贡献加大。
- **综合毛利率有所下降:** 上半年, 公司综合毛利率为 13.40%, 较 11 年同期降低 1 个百分点; 其中 2 季度的毛利率为 13.61%, 较 1 季度略有提高, 但较 11 年同期仍下降 1.9 个百分点。综合毛利率减少的最主要原因是配件业务(占销售收入比重近 40%)的毛利率较 11 年同期下降了 4.4 个百分点, 而推土机和挖掘机销售的毛利率保持了稳定。
- **期间费用增加导致营业利润率降低:** 公司上半年的期间费用为 677 百万元, 期间费用率为 11.67%, 较 11 年同期大幅增加了 5.6 个百分点, 由此导致当期营业利润率仅为 0.96%, 远低于 11 年同期的 7.73% 水平。其中因为银行短期借款较上年同期增加 920 百万元, 当期财务费用同比增长了 33.27% 至 144 百万元; 而管理费用和销售费用也因合并了山东建设机械公司而分别同比增长了 24.48% 和 10.17%。
- **投资收益大幅减少:** 上半年公司的投资收益为 -1.7 百万元, 较 11 年同期的 26 百万元大幅减少, 主要原因是公司参股 30% 的小松山推受挖掘机行业需求下滑影响, 收入和利润亦出现明显下滑, 当期小松山推的收入和净利润分别为 1,820 和 -17 百万元, 远低于上年同期的 4,990 和 60 百万元, 由此导致公司的投资收益为负值。

图表1: 公司单季度营业收入和利润率

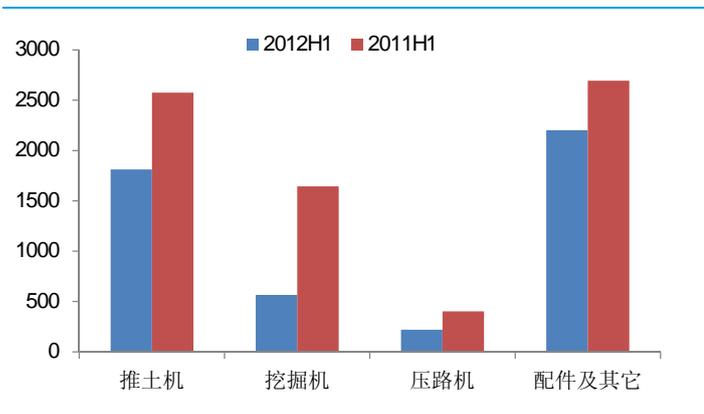


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 国内推土机销量(台)及山推市场份额

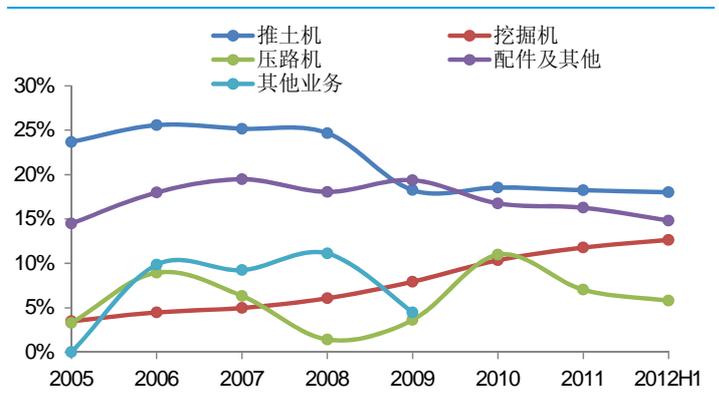


图表3: 公司销售收入构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 公司分项业务毛利率



- **应收账款压力依然存在:** 期末公司应收账款和应收票据分别达 2,218 和 572 百万元, 较年初分别增加 225 和 248 百万元。虽然应收账款较 1 季度末减少 37 百万元, 但总体来说公司应收账款仍处于历史高位, 在总体需求下滑的背景下, 存在回款压力。
- **经营活动现金流持续改善:** 公司上半年经营活动现金流为 391 百万元, 较 11 年同期的-1,037 百万元有明显改善, 也好于今年 1 季度末的 220 百万元。经营性现金流的改善主要是因为公司增加了应付账款(期末较年初增加了 446 百万元)和降低了存货(期末较年初减少了 231 百万元)而导致的。

盈利预测和投资建议

- 由于公司的推土机需求依赖基建投资, 同时挖掘机市场的低迷也影响了公司的投资收益, 根据对未来需求形势的判断, 我们调降了对公司的盈利预测, 预计 12~14 年公司营业收入分别为 10,660, 12,012 和 13,950 百万元, 净利润分别为 143, 201 和 326 百万元, 同比增长-70%, 41%和 62%; EPS 分别为 0.125, 0.177 和 0.286 元, 较前期预测的 0.494, 0.637 和 0.898 元下调幅度均在 70%左右。

- 虽然公司在推土机行业的地位突出，且集团公司实力雄厚，但公司受限于股本结构，在二级市场再融资难度大，可能影响未来业务发展，而当前股价对应 12 年 40 倍 PE，我们将投资评级由“增持”下调为“中性”。

风险提示

- 政府在基建投资方面放松力度超预期将可能对公司主业产生积极影响。

图表5: 分项业务预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
推土机					
平均售价 (千元/台)	457.78	512.83	543.60	559.91	576.71
增长率 (YOY)	-0.68%	12.03%	6.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (台)	8,700	8,157	6,057	6,657	7,357
增长率 (YOY)	77.55%	-6.24%	-25.74%	9.91%	10.52%
销售收入	3,982.68	4,183.16	3,292.59	3,727.31	4,242.83
增长率 (YOY)	76.34%	5.03%	-21.29%	13.20%	13.83%
毛利率	18.55%	18.25%	18.05%	18.05%	18.05%
销售成本 (百万元)	3,244.02	3,419.80	2,698.33	3,054.59	3,477.06
增长率 (YOY)	75.71%	5.42%	-21.10%	13.20%	13.83%
毛利 (百万元)	738.66	763.37	594.26	672.73	765.77
增长率 (YOY)	79.15%	3.35%	-22.15%	13.20%	13.83%
占总销售额比重	29.72%	28.45%	30.89%	31.03%	30.42%
占主营业务利润比重	40.28%	36.78%	40.08%	40.38%	39.62%
挖掘机					
销售收入	2,361.42	2,180.26	1,090.13	1,253.65	1,567.06
增长率 (YOY)	147.84%	-7.67%	-50.00%	15.00%	25.00%
毛利率	10.35%	11.78%	12.50%	12.50%	12.50%
销售成本 (百万元)	2,117.02	1,923.44	953.86	1,096.94	1,371.18
增长率 (YOY)	141.34%	-9.14%	-50.41%	15.00%	25.00%
毛利 (百万元)	244.40	256.82	136.27	156.71	195.88
增长率 (YOY)	223.23%	5.08%	-46.94%	15.00%	25.00%
占总销售额比重	17.62%	14.83%	10.23%	10.44%	11.23%
占主营业务利润比重	13.33%	12.37%	9.19%	9.41%	10.13%
压路机					
平均售价 (元/台)	262.62	324.50	382.91	382.91	382.91
增长率 (YOY)	-7.72%	23.56%	18.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	2,368	1,653	853	1,053	1,353
增长率 (YOY)	102.74%	-30.19%	-48.40%	23.45%	28.49%
销售收入	621.89	536.40	326.63	403.21	518.08
增长率 (YOY)	87.09%	-13.75%	-39.11%	23.45%	28.49%
毛利率	10.98%	7.03%	7.00%	7.50%	8.50%
销售成本 (百万元)	553.59	498.72	303.76	372.97	474.05
增长率 (YOY)	72.81%	-9.91%	-39.09%	22.78%	27.10%
毛利 (百万元)	68.30	37.68	22.86	30.24	44.04
增长率 (YOY)	466.96%	-44.83%	-39.33%	32.26%	45.62%
占总销售额比重	4.64%	3.65%	3.06%	3.36%	3.71%
占主营业务利润比重	3.72%	1.82%	1.54%	1.82%	2.28%
配件					
销售收入 (百万元)	4,158.45	5,077.54	4,315.91	4,747.50	5,459.62
增长率 (YOY)	68.27%	22.10%	-15.00%	10.00%	15.00%
毛利率	16.76%	16.27%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	3,461.43	4,251.31	3,668.52	4,035.37	4,640.68
增长率 (YOY)	73.74%	22.82%	-13.71%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	697.02	826.23	647.39	712.12	818.94
增长率 (YOY)	45.52%	18.54%	-21.65%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	31.04%	34.54%	40.49%	39.52%	39.14%
占主营业务利润比重	38.01%	39.81%	43.67%	42.75%	42.37%
其它业务					
销售收入 (百万元)	2,274.64	2,724.69	1,634.81	1,880.04	2,162.04
增长率 (YOY)	141.67%	19.79%	-40.00%	15.00%	15.00%
毛利率	3.76%	7.03%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本 (百万元)	2,189.20	2,533.23	1,553.07	1,786.04	2,053.94
增长率 (YOY)	143.47%	15.71%	-38.69%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	85.44	191.47	81.74	94.00	108.10
增长率 (YOY)	103.14%	124.10%	-57.31%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	16.98%	18.53%	15.34%	15.65%	15.50%
占主营业务利润比重	4.66%	9.22%	5.51%	5.64%	5.59%
销售总收入 (百万元)	13399.07	14702.05	10,660.06	12,011.70	13,949.63
销售总成本 (百万元)	11565.25	12626.49	9,177.54	10,345.90	12,016.90
毛利 (百万元)	1833.82	2075.56	1,482.52	1,665.80	1,932.73

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	10,660	12,012	13,950
增长率		92.6%	9.7%	-27.5%	12.7%	16.1%
主营业务成本	-5,935	-11,565	-12,626	-9,178	-10,346	-12,017
%销售收入	85.3%	86.3%	85.9%	86.1%	86.1%	86.1%
毛利	1,021	1,834	2,076	1,483	1,666	1,933
%销售收入	14.7%	13.7%	14.1%	13.9%	13.9%	13.9%
营业税金及附加	-18	-28	-38	-30	-36	-42
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-253	-368	-482	-405	-444	-488
%销售收入	3.6%	2.7%	3.3%	3.8%	3.7%	3.5%
管理费用	-344	-452	-590	-554	-613	-670
%销售收入	4.9%	3.4%	4.0%	5.2%	5.1%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	406	986	966	493	573	733
%销售收入	5.8%	7.4%	6.6%	4.6%	4.8%	5.3%
财务费用	-25	-66	-284	-284	-277	-281
%销售收入	0.4%	0.5%	1.9%	2.7%	2.3%	2.0%
资产减值损失	-11	-70	-79	-50	-63	-33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	150	229	35	-18	20	25
%税前利润	27.8%	20.6%	5.0%	n.a	7.2%	5.3%
营业利润	519	1,079	637	141	253	444
营业利润率	7.5%	8.0%	4.3%	1.3%	2.1%	3.2%
营业外收支	21	32	50	45	25	25
税前利润	540	1,111	687	186	278	469
利润率	7.8%	8.3%	4.7%	1.7%	2.3%	3.4%
所得税	-80	-157	-135	-47	-69	-117
所得税率	14.8%	14.1%	19.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	460	954	552	140	208	352
少数股东损益	38	114	73	-3	7	26
归属于母公司的净利润	422	840	479	143	201	326
净利率	6.1%	6.3%	3.3%	1.3%	1.7%	2.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	460	954	552	140	208	352
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	104	207	234	209	234	222
非经营收益	-106	-186	177	384	293	294
营运资金变动	-74	-762	-2,740	161	-350	-817
经营活动现金净流	385	213	-1,778	893	386	51
资本开支	-313	-497	-837	-347	16	-15
投资	-27	-13	-76	-96	-2	-2
其他	87	-68	549	-18	20	25
投资活动现金净流	-253	-578	-365	-461	34	8
股权募资	0	98	77	380	0	0
债权募资	205	853	3,175	-193	132	499
其他	-147	-151	-403	-343	-452	-458
筹资活动现金净流	58	800	2,849	-156	-320	41
现金净流量	190	435	707	277	100	100

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	1,319	2,030	2,623	2,900	3,000	3,100
应收款项	1,056	1,942	2,607	2,797	2,931	3,290
存货	1,349	2,588	3,216	2,841	2,532	2,925
其他流动资产	294	995	1,570	1,103	1,192	1,384
流动资产	4,018	7,555	10,016	9,642	9,655	10,700
%总资产	63.4%	70.6%	72.5%	70.4%	71.3%	74.1%
长期投资	654	986	621	717	718	720
固定资产	1,531	1,915	2,588	2,649	2,498	2,360
%总资产	24.2%	17.9%	18.7%	19.3%	18.4%	16.3%
无形资产	110	194	512	683	672	662
非流动资产	2,320	3,143	3,793	4,051	3,891	3,744
%总资产	36.6%	29.4%	27.5%	29.6%	28.7%	25.9%
资产总计	6,338	10,698	13,809	13,693	13,546	14,444
短期借款	802	1,632	3,779	3,756	3,887	4,385
应付款项	2,070	4,597	3,877	3,478	2,993	3,146
其他流动负债	18	34	17	88	200	208
流动负债	2,891	6,263	7,673	7,322	7,080	7,739
长期贷款	19	50	159	110	110	111
其他长期负债	16	17	1,121	1,000	1,000	1,000
负债	2,925	6,330	8,953	8,432	8,190	8,850
普通股股东权益	3,234	3,997	4,322	4,730	4,817	5,029
少数股东权益	179	371	534	531	538	564
负债股东权益合计	6,338	10,698	13,809	13,693	13,546	14,444

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.556	1.106	0.631	0.125	0.177	0.286
每股净资产	4.260	5.265	5.694	4.153	4.230	4.416
每股经营现金净流	0.507	0.280	-2.342	0.785	0.339	0.045
每股股利	0.100	0.200	0.200	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	13.05%	21.01%	11.09%	3.01%	4.18%	6.48%
总资产收益率	6.66%	7.85%	3.47%	1.04%	1.49%	2.26%
投入资本收益率	8.17%	13.99%	7.92%	3.65%	4.15%	4.96%
增长率						
主营业务收入增长率	5.69%	92.62%	9.72%	-27.49%	12.68%	16.13%
EBIT增长率	-29.76%	142.79%	-2.05%	-48.91%	16.11%	27.99%
净利润增长率	-16.20%	98.90%	-42.91%	-70.25%	41.18%	61.96%
总资产增长率	25.82%	68.79%	29.08%	-0.84%	-1.07%	6.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.2	31.4	42.4	75.0	72.0	69.0
存货周转天数	79.7	62.1	83.9	115.0	92.5	92.5
应付账款周转天数	62.0	50.8	59.1	90.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	61.0	40.1	57.3	79.4	68.9	57.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.62%	-7.97%	47.65%	37.36%	37.30%	42.84%
EBIT利息保障倍数	16.0	14.8	3.4	1.7	2.1	2.6
资产负债率	46.15%	59.17%	64.83%	61.58%	60.46%	61.28%

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
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	2	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	1.89

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 2010-10-18	增持	9.97	N/A
2 2011-04-26	增持	13.58	N/A
3 2011-04-27	增持	13.87	N/A
4 2011-06-26	增持	12.72	N/A
5 2011-08-23	增持	9.46	N/A
6 2011-10-26	增持	8.30	N/A
7 2012-04-26	增持	6.65	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	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