

山推股份 (000680.SZ)

工程机械行业

评级: 中性 维持评级

业绩点评

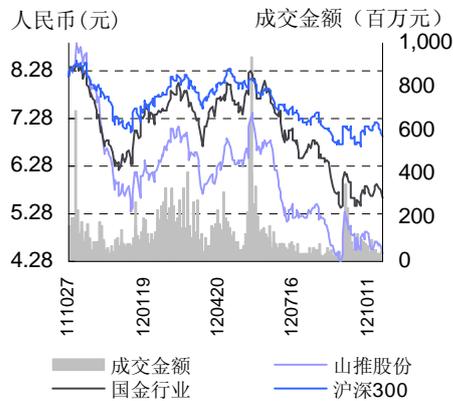
市价(人民币): 4.43元

收入减少和期间费用增加导致三季度亏损

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)	50.45
年内股价最高最低(元)	8.87/4.28
沪深300指数	2247.91
深证成指	8414.85



相关报告

1. 《需求持续下滑,经营性现金流改善》, 2012.8.21
2. 《业绩跌至谷底,财务压力骤增》, 2012.4.26

高懿

联系人
(8621)60870933
gaoyi@gjqz.com.cn

刘芷君

联系人
(8687)21485949
liuzj@gjqz.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

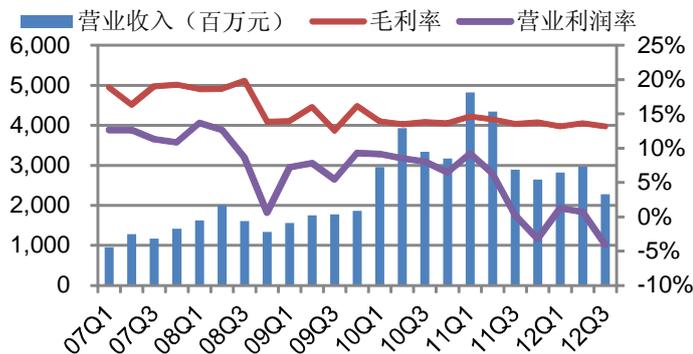
业绩简评

- 12年1-9月公司实现营业收入8,076百万元,同比减少33.02%;归属上市公司股东的净利润亏损13.7百万元,同比减少102.72%,EPS为-0.01元。3季度单季收入2,279百万元,同比减少21.15%;净利润亏损76百万元,同比大幅减少2978%,单季度EPS为-0.06元。公司3季度亏损主要原因是推土机和压路机产品销量下滑,参股公司小松山推继续亏损,以及期间费用增加较多。

经营分析

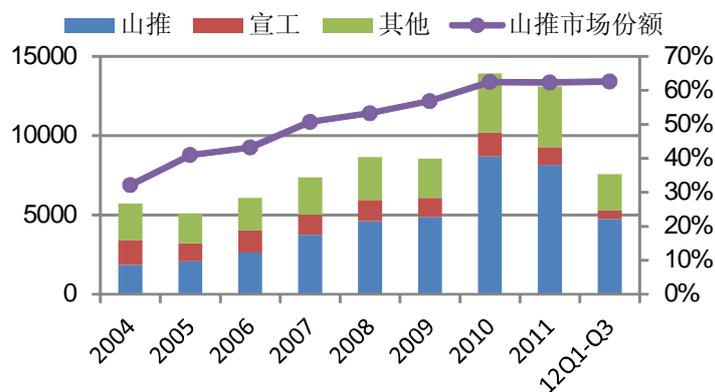
- **推土机销量降幅收窄:** 据行业协会统计,公司1-9月推土机销量约4,700台,同比下滑33%,市占率为62.55%,较11年全年市占率略升。3季度以来推土机单月销量降幅已明显收窄,7、8、9月销量同比增速分别为-2.38%,0.93%和-3.57%,明显好于4、5、6月的同比(分别为-32.18%,-31.18%和-14.36%),显示需求已经触底。目前公司推土机出口量已占到总销量的近50%,海外市场日益重要。
- **压路机单月销量回升中:** 据行业协会统计,1-9月公司压路机销售722台,同比下滑52.74%,市占率为6.67%,比11年全年市占率下降了1个百分点。3季度销量为160台,同比下滑12%,比2季度的同比下滑幅度收窄了33个百分点,其中9月单月销量60台,比11年同期实现了22.45%的增长。
- **综合毛利率略有下降:** 1-9月公司综合毛利率为13.33%,同比下降了0.86个百分点;其中3季度的毛利率为13.15%,较2季度环比下降了0.46个百分点,较11年同比下降0.39个百分点,下降主要原因是收入减少影响规模效益。
- **财务费用和管理费用增加较多:** 公司1-9月期间费用为1,053百万元,同比增长55.57%;期间费用率为13.04%,较11年同期大幅增加了7.4个百分点。其中因银行借款利息大幅增加,1-9月财务费用高达237百万元,同比增幅为34.26%;管理费用因合并山东建设机械公司而同比增长22.7%。
- **投资收益大幅减少:** 1-9月公司的投资收益为-10.98百万元,较11年同期的23百万元大幅减少,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,收入明显下滑,经营出现亏损。

图表1: 公司单季度营业收入和利润率

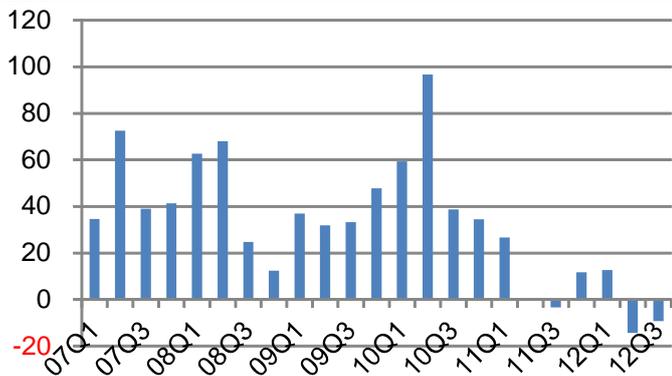


来源: 公司公告, 行业协会, 国金证券研究所

图表2: 国内推土机销售及山推市场份额

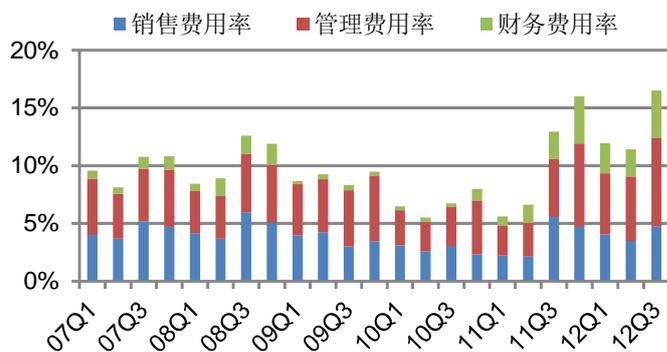


图表3: 公司单季度投资收益 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 公司单季度三项费用率



- **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 2,443 和 497 百万元, 较年初分别增加 473 和 150 百万元, 而且应收帐款较 2 季度末仍增加了 225 百万元, 目前公司的应收账款处于历史高位, 在总体需求下滑的背景下, 回款面临较大压力。
- **经营活动现金流明显改善:** 公司 1-9 月经营活动现金流为 217.6 百万元, 较 11 年同期的-1,695 百万元有明显改善, 但因应收帐款增加, 较上半年的 390.6 百万元有所下降。前 3 季度经营现金流改善的主要原因是公司期末存货 2,818 百万元较年初减少了 398 百万元。

盈利预测和投资建议

- 公司的推土机需求依赖公路建设等基建投资, 同时挖掘机需求亦与此相关, 随着经济下滑和销量的触底, 未来需求有望回升。由于公司的规模效益出现明显下滑, 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 10,330, 11,431 和 13,184 百万元, 净利润分别为-19, 58 和 156 百万元, 同比增长-104%, -402%和 169%; EPS 分别为-0.017, 0.051 和 0.137 元, 远低于之前预测的 0.125, 0.177 和 0.286 元。
- 目前公司股价对应 12 年 1.1 倍动态 PB, 虽然公司在推土机行业的地位突出, 且集团公司实力雄厚, 但当前经营业绩出现亏损, 未来业绩虽然回

升，但基数较低，且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，所以我们维持“中性”评级。

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	5,957	6,557	7,257
增长率 (YOY)	77.55%	-6.24%	-26.97%	10.07%	10.68%
销售收入	3,982.68	4,183.16	3,238.23	3,671.32	4,185.15
增长率 (YOY)	76.34%	5.03%	-22.59%	13.37%	14.00%
毛利率	18.55%	18.25%	17.50%	17.50%	18.00%
销售成本 (百万元)	3,244.02	3,419.80	2,671.59	3,028.89	3,431.89
增长率 (YOY)	75.71%	5.42%	-21.88%	13.37%	13.31%
毛利 (百万元)	738.66	763.37	566.64	642.43	753.27
增长率 (YOY)	79.15%	3.35%	-25.77%	13.37%	17.25%
占总销售额比重	29.72%	28.45%	31.35%	32.12%	31.74%
占主营业务利润比重	40.28%	36.78%	40.51%	41.06%	41.30%
挖掘机					
销售收入	2,361.42	2,180.26	1,090.13	1,199.14	1,438.97
增长率 (YOY)	147.84%	-7.67%	-50.00%	10.00%	20.00%
毛利率	10.35%	11.78%	11.00%	11.50%	11.50%
销售成本 (百万元)	2,117.02	1,923.44	970.21	1,061.24	1,273.49
增长率 (YOY)	141.34%	-9.14%	-49.56%	9.38%	20.00%
毛利 (百万元)	244.40	256.82	119.91	137.90	165.48
增长率 (YOY)	223.23%	5.08%	-53.31%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	17.62%	14.83%	10.55%	10.49%	10.91%
占主营业务利润比重	13.33%	12.37%	8.57%	8.81%	9.07%
压路机					
平均售价 (元/台)	262.62	324.50	356.95	356.95	356.95
增长率 (YOY)	-7.72%	23.56%	10.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	2,368	1,653	853	1,053	1,253
增长率 (YOY)	102.74%	-30.19%	-48.40%	23.45%	18.99%
销售收入	621.89	536.40	304.48	375.87	447.26
增长率 (YOY)	87.09%	-13.75%	-43.24%	23.45%	18.99%
毛利率	10.98%	7.03%	7.00%	7.50%	8.00%
销售成本 (百万元)	553.59	498.72	283.17	347.68	411.48
增长率 (YOY)	72.81%	-9.91%	-43.22%	22.78%	18.35%
毛利 (百万元)	68.30	37.68	21.31	28.19	35.78
增长率 (YOY)	466.96%	-44.83%	-43.44%	32.26%	26.93%
占总销售额比重	4.64%	3.65%	2.95%	3.29%	3.39%
占主营业务利润比重	3.72%	1.82%	1.52%	1.80%	1.96%
配件					
销售收入 (百万元)	4,158.45	5,077.54	4,062.03	4,468.23	5,138.47
增长率 (YOY)	68.27%	22.10%	-20.00%	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	3,452.72	3,798.00	4,367.70
增长率 (YOY)	73.74%	22.82%	-18.78%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	697.02	826.23	609.30	670.23	770.77
增长率 (YOY)	45.52%	18.54%	-26.25%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	31.04%	34.54%	39.32%	39.09%	38.98%
占主营业务利润比重	38.01%	39.81%	43.56%	42.84%	42.26%
其它业务					
销售收入 (百万元)	2,274.64	2,724.69	1,634.81	1,716.56	1,974.04
增长率 (YOY)	141.67%	19.79%	-40.00%	5.00%	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	1,630.73	1,875.34
增长率 (YOY)	143.47%	15.71%	-38.69%	5.00%	15.00%
毛利 (百万元)	85.44	191.47	81.74	85.83	98.70
增长率 (YOY)	103.14%	124.10%	-57.31%	5.00%	15.00%
占总销售额比重	16.98%	18.53%	15.83%	15.02%	14.97%
占主营业务利润比重	4.66%	9.22%	5.84%	5.49%	5.41%
销售总收入 (百万元)	13399.07	14702.05	10329.68	11431.12	13183.89
销售总成本 (百万元)	11565.25	12626.49	8930.77	9866.54	11359.89
毛利 (百万元)	1833.82	2075.56	1398.92	1564.58	1824.00

来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

- 政府在基建投资方面刺激力度超预期将可能对公司主业产生积极影响。

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	10,330	11,431	13,184
增长率		92.6%	9.7%	-29.7%	10.7%	15.3%
主营业务成本	-5,935	-11,565	-12,626	-8,931	-9,867	-11,360
%销售收入	85.3%	86.3%	85.9%	86.5%	86.3%	86.2%
毛利	1,021	1,834	2,076	1,399	1,565	1,824
%销售收入	14.7%	13.7%	14.1%	13.5%	13.7%	13.8%
营业税金及附加	-18	-28	-38	-36	-42	-49
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-253	-368	-482	-413	-446	-488
%销售收入	3.6%	2.7%	3.3%	4.0%	3.9%	3.7%
管理费用	-344	-452	-590	-620	-663	-725
%销售收入	4.9%	3.4%	4.0%	6.0%	5.8%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	406	986	966	330	413	562
%销售收入	5.8%	7.4%	6.6%	3.2%	3.6%	4.3%
财务费用	-25	-66	-284	-329	-322	-334
%销售收入	0.4%	0.5%	1.9%	3.2%	2.8%	2.5%
资产减值损失	-11	-70	-79	-30	-36	-38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	150	229	35	-18	0	10
%税前利润	27.8%	20.6%	5.0%	n.a	0.0%	4.4%
营业利润	519	1,079	637	-48	55	200
营业利润率	7.5%	8.0%	4.3%	n.a	0.5%	1.5%
营业外收支	21	32	50	45	25	25
税前利润	540	1,111	687	-3	80	225
利润率	7.8%	8.3%	4.7%	n.a	0.7%	1.7%
所得税	-80	-157	-135	-34	-20	-56
所得税率	14.8%	14.1%	19.6%	n.a	25.0%	25.0%
净利润	460	954	552	-37	60	169
少数股东损益	38	114	73	-18	2	12
归属于母公司的净利润	422	840	479	-19	58	156
净利率	6.1%	6.3%	3.3%	n.a	0.5%	1.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	460	954	552	-37	60	169
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	104	207	234	183	205	224
非经营收益	-106	-186	177	420	340	346
营运资金变动	-74	-762	-2,740	-350	-152	-821
经营活动现金净流	385	213	-1,778	216	452	-82
资本开支	-313	-497	-837	-502	26	45
投资	-27	-13	-76	-26	-2	-2
其他	87	-68	549	-18	0	10
投资活动现金净流	-253	-578	-365	-546	24	53
股权募资	0	98	77	380	0	0
债权募资	205	853	3,175	-294	102	824
其他	-147	-151	-403	-379	-478	-495
筹资活动现金净流	58	800	2,849	-294	-376	329
现金净流量	190	435	707	-623	100	300

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	2,000	2,100	2,400
应收款项	1,056	1,942	2,607	3,182	3,307	3,706
存货	1,349	2,588	3,216	2,784	2,460	2,804
其他流动资产	294	995	1,570	984	1,038	1,195
流动资产	4,018	7,555	10,016	8,950	8,905	10,105
总资产	63.4%	70.6%	72.5%	68.4%	69.1%	72.8%
长期投资	654	986	621	647	648	650
固定资产	1,531	1,915	2,588	2,799	2,645	2,453
总资产	24.2%	17.9%	18.7%	21.4%	20.5%	17.7%
无形资产	110	194	512	693	678	664
非流动资产	2,320	3,143	3,793	4,141	3,974	3,769
总资产	36.6%	29.4%	27.5%	31.6%	30.9%	27.2%
资产总计	6,338	10,698	13,809	13,091	12,879	13,875
短期借款	802	1,632	3,779	3,184	3,286	4,109
应付款项	2,070	4,597	3,877	3,201	2,794	2,905
其他流动负债	18	34	17	42	189	195
流动负债	2,891	6,263	7,673	6,427	6,269	7,209
长期贷款	19	50	159	80	80	81
其他长期负债	16	17	1,121	1,500	1,500	1,500
负债	2,925	6,330	8,953	8,007	7,849	8,790
普通股股东权益	3,234	3,997	4,322	4,568	4,512	4,554
少数股东权益	179	371	534	516	518	531
负债股东权益合计	6,338	10,698	13,809	13,091	12,879	13,875

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.556	1.106	0.631	-0.017	0.051	0.137
每股净资产	4.260	5.265	5.694	4.011	3.962	3.999
每股经营现金净流	0.507	0.280	-2.342	0.190	0.397	-0.072
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%	-0.42%	1.28%	3.43%
总资产收益率	6.66%	7.85%	3.47%	-0.15%	0.45%	1.13%
投入资本收益率	8.17%	13.99%	7.92%	43.89%	3.13%	3.91%
增长率						
主营业务收入增长率	5.69%	92.62%	9.72%	-29.74%	10.66%	15.33%
EBIT增长率	-29.76%	142.79%	-2.05%	-65.84%	25.37%	36.00%
净利润增长率	-16.20%	98.90%	-42.91%	N/A	N/A	169.66%
总资产增长率	25.82%	68.79%	29.08%	-5.20%	-1.62%	7.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.2	31.4	42.4	88.0	85.0	82.0
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	85.0	62.5	57.5
固定资产周转天数	61.0	40.1	57.3	83.7	73.9	61.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.62%	-7.97%	47.65%	54.37%	54.99%	64.70%
EBIT利息保障倍数	16.0	14.8	3.4	1.0	1.3	1.7
资产负债率	46.15%	59.17%	64.83%	61.16%	60.94%	63.35%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	9	11	13
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.05	2.06

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 2011-04-26	增持	13.58	N/A
2 2011-04-27	增持	13.87	N/A
3 2011-06-26	增持	12.72	N/A
4 2011-08-23	增持	9.46	N/A
5 2011-10-26	增持	8.30	N/A
6 2012-04-26	增持	6.65	N/A
7 2012-08-21	中性	5.03	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作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