

山推股份 (000680. SH)
/ 机械设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 1 月 24 日

评级: 增持 (维持)

市场价格: 4.64

分析师: 王可

执业证书编号: S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师: 姜楠宇

执业证书编号: S0740522110001

Email: jiangny@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,160	9,998	10,573	11,549	12,879
增长率 yoy%	29%	9%	6%	9%	12%
净利润 (百万元)	209	632	730	801	902
增长率 yoy%	108%	202%	15%	10%	12%
每股收益 (元)	0.14	0.42	0.49	0.53	0.60
每股现金流量	0.28	0.25	0.26	0.58	0.72
净资产收益率	4%	12%	12%	12%	12%
P/E	33.2	11.0	9.5	8.7	7.7
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0

备注: 截止 2024 年 01 月 23 日

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年度业绩预告, 实现归母净利润 6.32-8.21 亿元, 同比增长 0-30%; 归母扣非净利润 6.35-7.62 亿元, 同比增长 150-200%。2023 年四季度, 公司预计实现归母净利润 1.29-3.19 亿元, 同比变动-11%-119%; 实现归母扣非净利润 1.70-2.97 亿元, 同比增长 177.08-383.51%。
- **积极开拓市场, 海外收入较上年同期大幅增加。**2023 年公司净利润同比高增, 主要由于在国内市场需求疲弱之下, 公司把握出口市场, 完善海外销售渠道建设, 2023 年上半年海外市场实现销售收入 25.10 亿元创历史新高, 同比增长 77.69%, 占总收入的 51.61%, 有效弥补了国内市场下行带来的不利影响。
- **推土机行业龙头, 大马力产品的销售结构不断提升。**俄乌冲突以来, 日美欧企业停止向俄罗斯供应机械产品, 公司把握机遇, 大马力产品出口高增, 出口占比从 2020 年的 19.71% 提升至 2023H1 的 51.61%, 且大马力产品毛利率在 30% 以上, 2023H1 出口毛利率 23.86% 显著高于国内的 8.01%。公司在海外围绕细分市场、工况及客户使用习惯, 推动海外专款 (版) 产品开发计划 70 项, 在海外细分市场建立产品、服务竞争优势。公司大马力推土机订单饱满, 随着募投产能逐步释放, 未来份额提升有望提升公司的盈利能力。
- **加大降本控费力度, 盈利能力进一步提升, 国企改革进入业绩释放期。**公司控股股东山东重工在装备制造领域的产业链丰富, 拥有潍柴动力、中国重汽、德国凯傲集团、德国林德液压、美国德马泰克等国内外知名品牌。公司股权激励进入第三个解锁期, 2023 年营收目标 101.29 亿元, 预计 2023 年完成股权激励目标, 公司在激励目标考核下持续精益管理, 保持利润率稳中向好, 预计未来公司管理效率持续向好。
- **产品结构调整, 形成多样化主机及配件的完整布局。**公司形成了以推土机产品为主, 压路机、装载机等主机产品及工程机械零部件全面发展的完整产品链, 公司 DH46-G 全液压推土机等产品整体技术达到国际领先, 超大马力机型销量超越主要进口品牌, 实现国产化替代。2022 年公司通过减资和收购, 进入挖掘机和装载机业务, 市场空间广阔。公司压路机市占率保持国内行业前五。配件业务内部配套及外供, 份额稳定。
- **盈利预测: 维持“增持”评级。**公司作为推土机国内龙头, 国内独家的高毛利大马力推土机出口高增; 产品结构完善, 有望充分受益于下一轮工程机械上行周期; 国企改革降本增效, 股权激励打开利润弹性。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 106/115/129 亿元; 分别同比+6%/+9%/+12%; 归母净利润分别为 7.30/8.01/9.02 亿元, 分别同比 15%/+10%/+12% (上调)。
- **风险提示:** 海外经济下行而导致需求减少的风险; 汇率波动的风险; 公司资源整合及规模扩张后带来的管理风险; 原材料价格波动导致的成本上升风险; 核心技术和管理人员流失风险; 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本状况

总股本(百万股)	1,501
流通股本(百万股)	1,065
市价(元)	4.64
市值(百万元)	6,964
流通市值(百万元)	4,940

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《山推股份: 国内推土机行业龙头, 大马力产品出口盈利改善》20230704
- 2 《山推股份: 2023 第三季度业绩超预期, 大马力设备出口拉动盈利能力创新高》20231031

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,657	1,998	2,507	3,429	营业收入	9,998	10,573	11,549	12,879
应收票据	23	9	12	14	营业成本	8,529	8,656	9,482	10,481
应收账款	2,895	2,598	2,926	3,210	税金及附加	59	62	68	64
预付账款	288	293	321	354	销售费用	399	422	427	491
存货	1,391	2,010	2,202	2,433	管理费用	339	359	405	464
合同资产	7	8	8	9	研发费用	398	381	403	452
其他流动资产	1,110	1,374	1,425	1,430	财务费用	-59	-13	8	5
流动资产合计	8,364	8,284	9,405	10,637	信用减值损失	-54	0	0	0
其他长期投资	235	240	249	260	资产减值损失	-73	0	0	0
长期股权投资	485	485	485	485	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,413	1,301	1,593	1,510	投资收益	340	0	0	0
在建工程	244	369	99	59	其他收益	86	43	55	10
无形资产	598	549	501	460	营业利润	699	759	835	942
其他非流动资产	184	184	184	184	营业外收入	10	15	16	15
非流动资产合计	3,159	3,127	3,111	2,954	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	11,523	11,411	12,516	13,591	利润总额	708	773	850	956
短期借款	710	0	0	0	所得税	72	38	43	48
应付票据	2,720	2,760	3,024	3,342	净利润	636	735	807	908
应付账款	1,776	1,745	1,912	2,113	少数股东损益	5	5	6	6
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	631	730	801	902
合同负债	226	239	261	291	NOPLAT	583	722	815	913
其他应付款	233	233	233	233	EPS (按最新股本摊薄)	0.42	0.49	0.53	0.60
一年内到期的非流动负债	150	150	150	150					
其他流动负债	245	229	243	252					
流动负债合计	6,061	5,381	5,843	6,188	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	283	283	283	283	营业收入增长率	9.1%	5.8%	9.2%	11.5%
非流动负债合计	283	283	283	283	EBIT增长率	146.0%	17.2%	12.9%	11.9%
负债合计	6,344	5,664	6,126	6,471	归母公司净利润增长率	201.6%	15.5%	9.9%	12.5%
归属母公司所有者权益	4,892	5,563	6,251	7,038	获利能力				
少数股东权益	288	293	299	305	毛利率	14.7%	18.1%	17.9%	18.6%
所有者权益合计	5,179	5,856	6,549	7,343	净利率	6.4%	6.9%	7.0%	7.1%
负债和股东权益	11,523	11,411	12,516	13,591	ROE	12.2%	12.5%	12.2%	12.3%
					ROIC	12.7%	12.9%	14.4%	14.1%
					偿债能力				
					资产负债率	55.1%	49.6%	48.9%	47.6%
					债务权益比	22.1%	7.5%	6.8%	6.1%
					流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
					速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
					应收账款周转天数	85	94	86	86
					应付账款周转天数	71	73	69	69
					存货周转天数	71	71	80	80
					每股指标(元)				
					每股收益	0.42	0.49	0.53	0.60
					每股经营现金流	0.25	0.21	0.53	0.72
					每股净资产	3.26	3.71	4.16	4.69
					估值比率				
					P/E	11	10	9	8
					P/B	1.4	1.3	1.1	1.0
					EV/EBITDA	26	23	21	19

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。