

山推股份 (000680.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

资产质量提升, 24H1 业绩高增

业绩简评

8月22日, 公司发布24年中报, 24H1公司预计实现收入65.08亿元, 同比+33.81%; 归母净利润4.18亿元, 同比+38.49%, 扣非后归母净利润4.09亿元, 同比+55.58%; 单Q2来看, 公司24Q2实现收入34.29亿元, 同比+38.02%, 实现归母净利润2.11亿元, 同比+58.39%, 实现扣非后归母净利润2.01亿元, 同比+68.43%。

经营分析

海外市场收入高速增长, 24H1海外收入占比超过55%。根据公告, 24H1公司海外收入为36.25亿元(同比+44.41%), 海外收入占比达到55.69%(同比+4.08pcts)。从毛利润贡献来看, 24H1公司海外市场毛利润贡献达到72.97%, 同比+3.01pcts, 海外市场已成为公司收入、利润的重要增长动力。根据公告, 公司布局海外子公司, 新增比利时子公司, 重点拓展非洲、欧洲、美洲、东南亚等区域海外经销商24家, 其中非洲、欧洲、美洲区域经销商占比有所提升, 海外区域结构更为多元化。

发力大马力推土机高端产品, 盈利能力稳中有升。我们认为高附加值产品占比提升、海外占比提升是公司利润率提升的长期驱动力; 1) 高附加值产品持续放量: 根据公告, 公司借助资源优势, 加速向高利润、高附加值的大吨位产品转型, 持续推进大马力推土机销售; 高附加值产品放量助力公司利润率提升; 2) 海外收入占比提升: 根据公告, 24H1公司海外市场毛利率22.06%, 比国内市场高出11.75pcts; 随着公司海外市场收入占比持续提升, 有望带动公司利润率提升, 我们预计24-26年公司净利率为7.5%/8.4%/9.6%。

资产质量向好, 周转效率、ROE水平均有提升。根据公告, 24H1公司ROE(摊薄)为7.24%, 同比+1.30pcts; 从应收、存货周转效率来看, 24H1公司应收账款周转天数、存货周转天数分别为104.79、72.35天, 分别同比减少4.2、0.44天; 公司整体资产质量有所提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营业收入为126.70/143.62/160.13亿元, 归母净利润为9.44/12.01/14.34亿元, 对应PE为10/8/7X, 维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、大马力产品销售不及预期、贸易摩擦及汇率波动风险、限售股解禁风险。

机械组

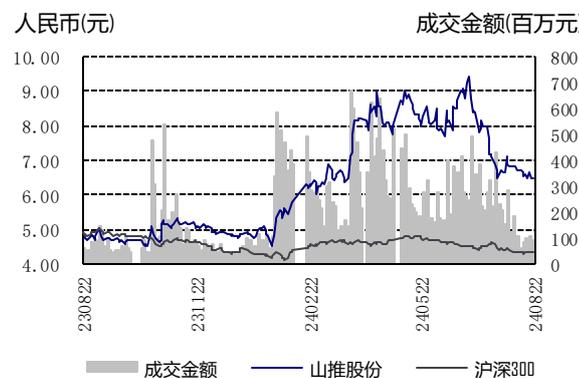
分析师: 满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 6.47元

相关报告:

1. 《山推股份公司深度研究: 推土机龙头, 受益下游矿山高景气》, 2024.8.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,998	10,541	12,670	14,362	16,013
营业收入增长率	9.15%	5.43%	20.20%	13.35%	11.50%
归母净利润(百万元)	632	765	944	1,201	1,434
归母净利润增长率	201.58%	21.16%	23.34%	27.24%	19.36%
摊薄每股收益(元)	0.421	0.510	0.629	0.801	0.956
每股经营性现金流净额	0.25	0.23	0.48	0.89	1.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.91%	13.74%	15.43%	17.57%	18.62%
P/E	9.81	9.69	10.28	8.08	6.77
P/B	1.27	1.33	1.59	1.42	1.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,160	9,998	10,541	12,670	14,362	16,013
增长率	9.1%	5.4%	20.2%	13.4%	11.5%	
主营业务成本	-7,845	-8,529	-8,597	-10,226	-11,480	-12,689
%销售收入	85.6%	85.3%	81.6%	80.7%	79.9%	79.2%
毛利	1,315	1,469	1,944	2,444	2,881	3,324
%销售收入	14.4%	14.7%	18.4%	19.3%	20.1%	20.8%
营业税金及附加	-43	-59	-59	-63	-72	-80
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-331	-399	-365	-443	-503	-560
%销售收入	3.6%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-378	-339	-390	-469	-531	-592
%销售收入	4.1%	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
研发费用	-340	-398	-458	-545	-618	-689
%销售收入	3.7%	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	223	274	672	924	1,158	1,403
%销售收入	2.4%	2.7%	6.4%	7.3%	8.1%	8.8%
财务费用	-56	59	5	9	6	6
%销售收入	0.6%	-0.6%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-69	-127	-93	-45	-6	-5
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	82	340	45	50	50	50
%税前利润	39.3%	48.0%	5.6%	5.0%	4.0%	3.3%
营业利润	214	699	800	988	1,258	1,503
营业利润率	2.3%	7.0%	7.6%	7.8%	8.8%	9.4%
营业外收支	-6	9	7	6	6	6
税前利润	208	708	808	994	1,264	1,509
利润率	2.3%	7.1%	7.7%	7.8%	8.8%	9.4%
所得税	3	-72	-39	-50	-63	-75
所得税率	-1.5%	10.1%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	211	636	768	944	1,201	1,434
少数股东损益	1	5	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	209	632	765	944	1,201	1,434
净利率	2.3%	6.3%	7.3%	7.5%	8.4%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	211	636	768	944	1,201	1,434
少数股东损益	1	5	3	0	0	0
非现金支出	260	311	295	217	199	223
非经营收益	-3	-372	-15	140	21	49
营运资金变动	-42	-196	-699	-583	-81	366
经营活动现金净流	427	380	349	719	1,340	2,071
资本开支	-37	-61	18	-174	-225	-225
投资	874	-106	90	0	0	0
其他	52	20	20	50	50	50
投资活动现金净流	889	-148	128	-124	-175	-175
股权募资	722	100	0	0	0	0
债权募资	-942	-83	-92	417	-260	1,110
其他	-420	-623	-390	-463	-557	-678
筹资活动现金净流	-640	-606	-482	-46	-817	431
现金净流量	670	-369	-20	548	348	2,327

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,742	2,657	3,288	3,836	4,184	6,511
应收款项	2,326	3,492	3,840	4,117	4,667	4,765
存货	1,986	1,391	2,170	2,196	2,466	2,726
其他流动资产	887	824	894	1,066	1,130	1,180
流动资产	7,942	8,364	10,192	11,215	12,447	15,181
%总资产	73.9%	72.6%	75.9%	78.4%	79.9%	82.8%
长期投资	627	738	1,125	1,125	1,125	1,125
固定资产	1,437	1,657	1,540	1,543	1,575	1,582
%总资产	13.4%	14.4%	11.5%	10.8%	10.1%	8.6%
无形资产	619	609	423	429	435	441
非流动资产	2,804	3,159	3,235	3,098	3,135	3,149
%总资产	26.1%	27.4%	24.1%	21.6%	20.1%	17.2%
资产总计	10,746	11,523	13,427	14,313	15,582	18,330
短期借款	610	861	719	1,248	988	2,098
应付款项	4,513	4,729	5,938	6,241	7,007	7,745
其他流动负债	398	471	607	284	326	366
流动负债	5,521	6,061	7,263	7,773	8,322	10,210
长期贷款	248	0	50	50	50	50
其他长期负债	278	283	251	81	81	80
其他	6,047	6,344	7,564	7,904	8,452	10,340
普通股股东权益	4,384	4,892	5,571	6,117	6,838	7,698
其中：股本	1,502	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
未分配利润	895	1,519	2,170	2,736	3,457	4,318
少数股东权益	315	288	292	292	292	292
负债股东权益合计	10,746	11,523	13,427	14,313	15,582	18,330

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.139	0.421	0.510	0.629	0.801	0.956
每股净资产	2.919	3.259	3.712	4.077	4.558	5.131
每股经营现金净流	0.284	0.253	0.233	0.479	0.893	1.380
每股股利	0.010	0.015	0.076	0.252	0.320	0.382
回报率						
净资产收益率	4.78%	12.91%	13.74%	15.43%	17.57%	18.62%
总资产收益率	1.95%	5.48%	5.70%	6.60%	7.71%	7.82%
投入资本收益率	4.06%	4.05%	9.62%	11.39%	13.47%	13.14%
增长率						
主营业务收入增长率	29.05%	9.15%	5.43%	20.20%	13.35%	11.50%
EBIT增长率	75.19%	22.81%	145.65%	37.43%	25.36%	21.14%
净利润增长率	107.91%	201.58%	21.16%	23.34%	27.24%	19.36%
总资产增长率	10.76%	7.23%	16.52%	6.60%	8.87%	17.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.8	86.0	108.9	100.0	100.0	90.0
存货周转天数	79.6	72.3	75.6	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	71.0	71.8	75.6	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	46.3	51.6	45.7	37.5	33.4	29.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.10%	-39.35%	-45.56%	-41.97%	-46.24%	-56.50%
EBIT利息保障倍数	4.0	-4.6	-139.9	-103.9	-192.1	-241.8
资产负债率	56.27%	55.05%	56.34%	55.22%	54.24%	56.41%

来源：公司年报、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	1	4	6	6	8
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-08-01	买入	7.14	8.81~8.81

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



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
 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%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806