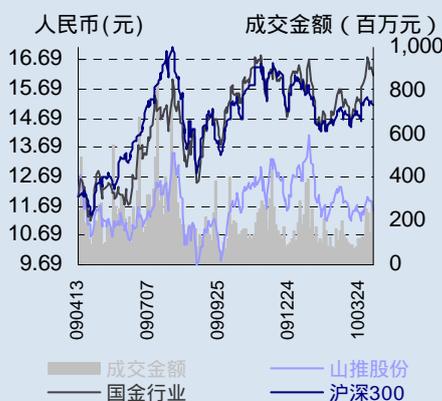


2010年04月13日

市场数据(人民币)

市价(元)	11.53
已上市流通A股(百万股)	635.54
总市值(百万元)	8,753.17
年内股价最高最低(元)	14.15/9.69
沪深300指数	3351.48
深证成指	12399.20
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《业绩低于预期,出口有望回升》, 2009.10.27
- 2 《期待出口回暖》, 2009.8.11

董亚光

 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

山推股份 (000680.SZ)

——盈利能力有待改善


公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.644	0.664	0.556	0.803	1.062	1.278
净利润增长率	84.30%	12.96%	-16.20%	44.37%	32.23%	20.40%
先前预期每股收益(元)				0.771	1.037	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.775	0.973	N/A
市盈率(倍)	30.20	11.42	22.77	14.36	10.86	9.02
行业优化市盈率(倍)	46.08	16.13	35.64	35.64	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.36	0.88	N/A	0.32	0.34	0.44
已上市流通A股(百万股)	545.74	597.71	635.67	597.71	597.71	597.71
总股本(百万股)	692.52	759.16	759.16	759.16	759.16	759.16

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 09年公司实现收入 6,956 百万元, 同比增长 3.9%; 归属于母公司的净利润为 422 百万元, 同比下降 16.3%; EPS 为 0.56 元, 稍好于我们 0.53 元的预测。
- 公司全年推土机销量为 4,900 台, 同比增长 6.6%; 估计出口约 1,100 台, 同比下降 50%, 占销量比为 22%, 远低于 08 年的 48%。
- 公司第 4 季度实现收入 1,865 百万元, 同比增长 39.3%, 毛利率为 16.1%, 高于 3 季度的 12.5% 和全年的 14.7%, 加上投资收益达到 48 百万元, 导致当季实现净利润为 141 百万元, EPS 达到 0.19 元, 较上年同期的 22 百万元大幅增长。
- 09 年公司国外收入为 1,008 百万元, 占收入比重约 14%, 而毛利率仅为 14.1%, 低于上年的 15.9%, 显示出口业务结构亦有待改善。
- 09 年公司获得投资收益 150 百万元, 同比减少 10%, 占到净利润的 33%, 公司净利润对投资收益的依赖度仍不低; 其中参股 30% 的小松山推是投资收益的最主要来源。该公司全年实现收入 6,015 百万元, 同比增长 1.7%, 实现净利润 437 百万元, 同比减少 2.5%, 贡献了 130 百万元投资收益。
- 年底公司的应收帐款为 858 百万元, 较年初增长 57%, 增速远高于收入增速, 应与延长客户货款信用结算期有关; 年底存货为 1,349 百万元, 略高于年初的 1,278 百万元, 显示控制良好。
- 公司当期产生的经营性现金流为 385 百万元, 较 08 年增长 37.8%, 现金回笼状态较好, 主要得益于应付帐款和应付票据分别较年初增加了 324 和 167 百万元。

- 公司计划 10 年实现收入 120 亿元，海外收入 2.61 亿美元，由于目前公司业务结构以推土机和配件销售为主，虽然成立山重融资租赁公司有助于销售，我们认为要实现该收入目标仍需公司极大努力。考虑到公司成立山推投资公司，不排除公司采取外延式扩张以实现跨越式发展。
- 考虑到国内市场需求强劲和出口的回暖，以及小松山推挖掘机业务的上升，我们将公司 10-11 年 EPS 预测值由 0.77 和 1.04 元分别调高至 0.80 和 1.06 元。
- 公司目前股价对应 10 年 PE 为 14.41 倍，我们维持买入建议。
- 风险因素：人民币升值对出口业务不利和政府的宏观调控。

表1：分项业务预测

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
推土机							
平均售价(千元/台)	507.70	540.26	580.27	460.93	483.98	498.50	513.45
增长率(YOY)	10.82%	6.41%	7.41%	-20.57%	5.00%	3.00%	3.00%
销售数量(台)	2,623	3,719	4,597	4,900	5,800	6,600	7,300
增长率(YOY)	25.60%	41.78%	23.61%	6.59%	18.37%	13.79%	10.61%
销售收入	1,331.70	2,009.22	2,667.50	2,258.56	2,807.06	3,290.07	3,748.19
增长率(YOY)	39.41%	50.88%	32.76%	-15.33%	24.29%	17.21%	13.92%
毛利率	25.58%	25.18%	24.68%	18.26%	20.00%	21.00%	22.00%
销售成本(百万元)	991.05	1,503.36	2,009.14	1,846.24	2,245.77	2,599.30	2,923.75
增长率(YOY)	35.96%	51.69%	33.64%	-8.11%	21.64%	15.74%	12.48%
毛利(百万元)	340.65	505.86	658.36	412.31	561.29	690.77	824.43
增长率(YOY)	50.53%	48.50%	30.15%	-37.37%	36.13%	23.07%	19.35%
占总销售额比重	39.69%	41.70%	40.53%	32.47%	32.64%	33.13%	33.43%
占主营业务利润比重	12.34%	12.86%	55.73%	40.38%	40.50%	41.31%	41.90%
挖掘机							
销售收入	557.33	659.71	879.53	952.79	1,190.99	1,369.64	1,506.60
增长率(YOY)	142.52%	18.37%	33.32%	8.33%	25.00%	15.00%	10.00%
毛利率	4.48%	4.97%	6.07%	7.94%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本(百万元)	532.36	626.91	826.18	877.18	1,083.80	1,246.37	1,371.01
增长率(YOY)	140.00%	17.76%	31.79%	6.17%	23.56%	15.00%	10.00%
毛利(百万元)	24.97	32.80	53.35	75.61	107.19	123.27	135.59
增长率(YOY)	212.20%	31.37%	62.63%	41.74%	41.76%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	16.61%	13.69%	13.36%	13.70%	13.85%	13.79%	13.44%
占主营业务利润比重	0.90%	0.83%	4.52%	7.41%	7.73%	7.37%	6.89%
压路机							
平均售价(元/台)	290.07	265.69	271.52	284.58	293.12	293.12	293.12
增长率(YOY)	9.11%	-8.40%	2.19%	4.81%	3.00%	0.00%	0.00%
销售数量(台)	406	502	628	1,168	1,468	1,618	1,718
增长率(YOY)	34.44%	23.65%	25.10%	85.99%	25.68%	10.22%	6.18%
销售收入	117.77	133.38	170.51	332.39	430.30	474.27	503.58
增长率(YOY)		13.25%	27.84%	94.94%	29.46%	10.22%	6.18%
毛利率	8.96%	6.34%	1.42%	3.62%	6.62%	8.62%	10.62%
销售成本(百万元)	107.22	124.93	168.09	320.35	401.80	433.37	450.08
增长率(YOY)	38.06%	16.52%	34.55%	90.58%	25.43%	7.86%	3.86%
毛利(百万元)	10.55	8.45	2.42	12.05	28.51	40.90	53.50
增长率(YOY)	300.68%	-19.93%	-71.36%	397.92%	136.61%	43.49%	30.80%
占总销售额比重	3.51%	2.77%	2.59%	4.78%	5.00%	4.78%	4.49%
占主营业务利润比重	0.38%	0.21%	0.20%	1.18%	2.06%	2.45%	2.72%
配件							
销售收入(百万元)	1,055.80	1,462.13	2,141.57	2,471.26	3,089.07	3,552.43	4,085.30
增长率(YOY)	63.68%	38.49%	46.47%	15.39%	25.00%	15.00%	15.00%
毛利率	17.99%	19.49%	18.06%	19.38%	19.50%	19.50%	19.50%
销售成本(百万元)	865.86	1,177.10	1,754.85	1,992.26	2,486.70	2,859.71	3,288.66
增长率(YOY)	56.98%	35.95%	49.08%	13.53%	-971.85%	43.54%	32.25%
毛利(百万元)	189.94	285.03	386.71	478.99	602.37	692.72	796.63
增长率(YOY)	103.21%	50.06%	35.68%	23.86%	-65.55%	44.62%	32.25%
占总销售额比重	31.47%	30.35%	32.54%	35.53%	35.92%	35.77%	36.43%
占主营业务利润比重	31.93%	32.27%	32.74%	46.91%	43.46%	41.43%	40.49%
其它业务							
销售收入(百万元)	292.42	553.66	722.74	941.23	1,082.42	1,244.78	1,369.26
增长率(YOY)	63.68%	89.34%	30.54%	30.23%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	9.86%	9.24%	11.13%	4.47%	8.00%	10.00%	11.50%
销售成本(百万元)	263.58	502.52	642.33	899.17	995.84	1,120.32	1,211.81
增长率(YOY)	56.98%	90.65%	27.82%	39.99%	10.75%	12.50%	8.17%
毛利(百万元)	28.84	51.15	80.41	42.06	86.58	124.46	157.44
增长率(YOY)	103.21%	77.36%	57.21%	-47.69%	105.85%	43.76%	26.50%
占总销售额比重	8.72%	11.49%	10.98%	13.53%	12.59%	12.53%	12.21%
占主营业务利润比重	4.85%	5.79%	6.81%	4.12%	6.25%	7.44%	8.00%
销售总收入(百万元)	3,355.02	4,818.10	6,581.85	6,956.23	8,599.84	9,931.19	11,212.92
销售总成本(百万元)	2,760.07	3,934.82	5,400.60	5,935.21	7,213.91	8,259.07	9,245.32
毛利(百万元)	594.95	883.29	1,181.25	1,021.02	1,385.93	1,672.12	1,967.61

来源：公司资料，国金证券研究所

图表2：利润表预测

会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,956.23	8,599.84	9,931.19	11,212.92
增长率 (YOY)	5.69%	23.63%	15.48%	12.91%
营业成本	5,935.21	7,213.91	8,259.07	9,245.32
占营业收入比重	85.3%	83.9%	83.2%	82.5%
其中：原材料				
折旧和摊销额	89.65	73.76	88.89	94.77
职工薪酬				
毛利	1,021.02	1,385.93	1,672.12	1,967.61
毛利率	14.68%	16.12%	16.84%	17.55%
增长率 (YOY)	-13.56%	35.74%	20.65%	17.67%
营业税金及附加	18.33	22.66	26.17	29.55
占营业收入比重	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
销售费用	253.12	321.53	361.38	408.02
占营业收入比重	3.64%	3.74%	3.64%	3.64%
管理费用	343.57	424.75	490.50	553.81
占营业收入比重	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%
EBITDA	495.65	690.75	882.97	1,071.02
占营业收入比重	7.13%	8.03%	8.89%	9.55%
增长率 (YOY)	-24.09%	39.36%	27.83%	21.30%
EBIT	406.00	616.99	794.08	976.24
占营业收入比重	5.84%	7.17%	8.00%	8.71%
增长率 (YOY)	-29.76%	51.97%	28.70%	22.94%
财务费用	25.47	35.38	37.48	38.15
占营业收入比重	0.37%	0.41%	0.38%	0.34%
其中：利息支出	51.47	70.60	82.01	92.03
平移计算的实际利率				
其中：利息收入	26.01	35.22	44.53	53.88
平移计算的实际利率				
其中：其他				
资产减值损失	11.25	-4.70	1.01	0.98
公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	0.00
占利润总额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益（损失以“-”号填列）	150.01	195.01	224.26	246.69
其中：对联营企业和合营企业的投资	0.00	0.00	0.00	0.00
占利润总额比重	27.78%	24.96%	22.89%	20.84%
营业利润（亏损以“-”号填列）	519.30	781.32	979.85	1,183.81
占营业收入比重	7.47%	9.09%	9.87%	10.56%
增长率 (YOY)	-16.45%	50.46%	25.41%	20.81%
营业外收支	20.73	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置损失				
占利润总额比重	3.84%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额（亏损总额以“-”号填列）	540.03	781.32	979.85	1,183.81
占营业收入比重	7.76%	9.09%	9.87%	10.56%
减：所得税费用	79.84	117.20	113.34	140.57
占利润总额比重	14.78%	15.00%	11.57%	11.87%
合并报表的净利润	460.19	664.12	866.51	1,043.24
占营业收入比重	6.62%	7.72%	8.73%	9.30%
增长率 (YOY)	-15.07%	44.31%	30.48%	20.40%
减：少数股东损益	38.05	54.66	60.62	72.99
占合并报表净利润比重	8.27%	8.23%	7.00%	7.00%
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
减：购并利润	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润（归属于母公司所有者的）	422.14	609.46	805.89	970.25
占营业收入比重	6.07%	7.09%	8.11%	8.65%
增长率 (YOY)	-16.21%	44.37%	32.23%	20.40%

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	7
买入	0	0	0	2	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	1.63

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-08-11	买入	12.83	N/A
2 2009-10-27	买入	11.78	N/A

来源：国金证券研究所



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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多种金融服务。我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。