

2010年04月13日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 16.1

公司基本信息

产业别	工程机械
A 股价(10/04/13)	12.68
深圳成份指数(10/04/13)	12511.89
股价 12 个月高/低	14.35 / 9.53
总发行股数(百万)	759.16
A 股数(百万)	635.54
A 市值(亿元)	80.59
主要股东	山东工程机械集团有限公司 (21.20%)
每股净值(元)	4.26
股价/账面净值	2.71
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.50 -12.52 -3.27

近期评等

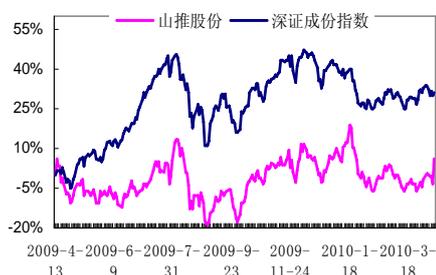
出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

推土机	32.47%
配件	35.53%
挖掘机	13.70%
压路机	4.78%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	35.65%
一般法人	5.97%

股价相对大盘走势


年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	446	504	422	613	696
同比增减	%	90.65%	12.96%	-16.19%	45.13%	13.66%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.644	0.664	0.556	0.807	0.917
同比增减	%	58.88%	3.04%	-16.19%	45.13%	13.66%
A 股市盈率(P/E)	X	17.90	17.37	20.73	14.28	12.57
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.100	0.100	0.140	0.150
股息率(Yield)	%	0.87%	0.87%	0.87%	1.21%	1.30%

山推股份 (000680)
Buy 买入
受惠出口回暖、固定资产投资推升, 2010 年业绩明显反弹
结论与建议:

09 年出口下滑导致公司业绩出现下降, 但公司国内推土机龙头地位依旧稳固; 展望 2010 年, 出口回暖预期以及国内固定资产投资维持高位的双重推动下, 配合推土机和机械配件产能的释放, 公司业绩将有明显反弹。

预计公司 2010 年净利润将达到 6.13 亿元, YoY+45.13%, EPS 为 0.807 元, 目前 2010 A 股 P/E 为 15.7 倍, 给予其买入投资建议, 目标价为 16.1 元(2010 P/E 20X)。

- 山推股份 09 年营收 69.56 亿元, YoY+3.9%, 国内业务增长 12.4%, 出口大幅下降 44.9%, 导致营收增幅缓慢、毛利率下降 3.3 个百分点至 14.7%。09 年公司净利润 4.22 亿元, YoY-16.3%, EPS 0.556 元, 拟每股派现金 0.1 元。
- 09 年公司销售推土机 4900 台, YoY+6.3%, 国内市占率 55%, 出口市占率 69%, 龙头地位稳固。配件商贸业务和小松山推投资收益成为推土机之外公司最重要的利润来源。
- 2010 年 Q1 工程机械销售旺盛, 公司 Q1 业绩有望达到 0.24 元, YoY+110%。2010 年在产能扩张至 7000 台的规划下, 公司销量有望达到 6500 台以上, 同时出口回暖带动高端产品销售, 板块营收增速有望接近 50%。
- 预计公司挖掘机销售业务 2010 年营收将达到 20 亿元, YoY 增长 110%; 小松山推投资收益预计将达到 1.8 亿元, YoY+35%, 同时预计压路机销售额达到 6 亿元, YoY+90%。
- 公司募资新建的配件生产线 2010 年产能将全面释放, 我们预计其配件业务收入增速将达到 25%, 到 31 亿元左右。
- 预计公司 2010、2011 年营收将分别达到 98.96 亿元和 112.74 亿元, YoY 分别增长 42.25%和 13.93%; 实现净利润分别为 6.13 亿元和 6.96 亿元, YoY 分别增长 45.13%和 13.66%; EPS 分别为 0.807 元和 0.917 元。目前 2010 A 股 P/E 为 15.7 倍。鉴于公司 2010 年推土机出口回暖、配件新产能释放, 给予其买入投资建议, 目标价为 16.1 元, 对应 2010 年 20 倍 P/E。

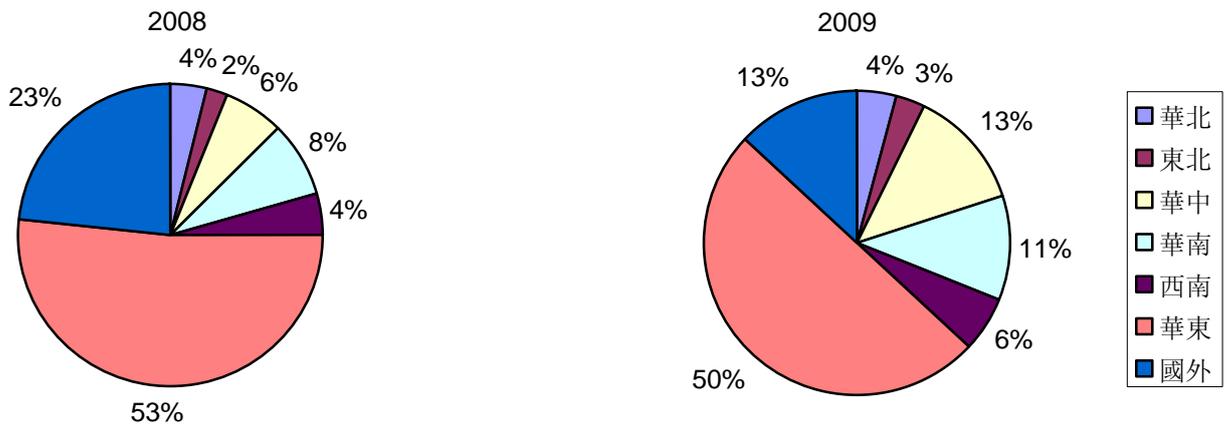
..... 接续下页

营运分析

山推股份 09 年营收 69.56 亿元，YoY+3.9%，国内业务增长 12.4%，出口大幅下降 44.9%，导致营收增幅缓慢、毛利率下降 3.3 个百分点至 14.7%。

山推股份 09 年完成营业收入 69.56 亿元，YoY 增长 3.90%。营收增速较缓，主要为当期出口业务受金融危机冲击较大，公司出口业务营收 10.09 亿元，YoY 下降 44.86%，占营收比下降 14.4 个百分点至 16.8%，由此导致综合毛利率为 14.68%，YoY 下降 3.3 个百分点左右。虽然国内销售部分营收增长 12.42%，但公司净利润仍出现 16.32% 的下滑。

图表一：山推股份 08、09 年营收（按地区）构成：



资料来源：公司公告，群益证券

09 年公司销售推土机 4900 台，YoY+6.3%，国内市占率 55%，出口市占率 69%，龙头地位稳固。配件商贸业务和小松山推投资收益成为推土机之外公司最重要的利润来源。

公司 09 年生产推土机 5080 台，销售 4900 台，YoY 增长 6.3%，但出口销售 1100 台，YoY 下降 48%；实现销售收入 22.59 亿元，YoY 下降 15.33%，主要为出口方向的高端产品销量下降，毛利率为 18.26%，YoY 下降 6.42 个百分点。2009 年公司推土机国内市场占有率达 55%，出口市场占有率 68.8%，继续稳居国内推土机行业首位。

其它产品方面，公司配件及商贸业务销售收入 24.71 亿元，YoY 增长 15.39%，挖掘机销售业务收入 9.53 亿元，YoY 增长 8.33%，压路机销售收入则大幅增长 94.94%，为 3.32 亿元。

09 年小松山推（挖掘机）贡献投资收益 1.3 亿元，为营业利润的 24%。

09 年公司净利润 4.22 亿元，YoY-16.3%，EPS 0.556 元，拟每股派现金 0.1 元。

09 年公司实现净利润 4.22 亿元，YoY 下降 16.32%，EPS 为 0.556 元，好于预期 4 千万，约 20% 左右，公司业绩超出预期主要原因为当期毛利率好于预期 0.7 个百分点。

公司拟每股派现金红利 0.1 元。

一季度 EPS 有望达到 0.24 元，YoY 增速接近 110%。

一季度国内工程机械市场销售兴旺，预计公司推土机销量接近 2000 台，YoY+70% 左右，小松挖掘机销售近 7000 台，YoY+40% 左右，Q1EPS 有望达到 0.24 元，YoY 增速接近 110%，达到 08 年 Q1 时期水平。

2010年推土机行业增速将达到30%；在产能扩张至7000台的规划下，公司销量有望达到6500台以上，同时出口回暖带动高端产品销售，板块营收增速有望接近50%。

2010年，受惠于国内基建投资的力度依旧维持在高位，全年固定资产投资增速预计将达到18%，投资额超过4万亿元，在此背景之下，工程机械行业的市场需求将继续保持旺盛。我们给予推土机行业30%左右的增速预期。

对于公司来讲，其推土机行业龙头的地位依旧难以撼动，2010年前两月销量已超过900台，市占率已达到60%左右。同时从行业出口情况来看，数量在300台左右，YoY增长在3成左右。

国内需求坚挺的情况下，推土机出口的回暖对公司2010年业绩的成长至关重要，公司方面制订了2010年出口销售2.61亿美元的出口销售目标，约合17亿元人民币，较09年增长70%以上，可谓雄心勃勃，而推土机出口业务将是其中的重中之重。

产能方面，公司目前6000台左右的产能已不能满足未来几年的发展需要，公司亦正在加紧筹划新产能的开发，后续新建的4000台产能将陆续释放，2010年预计能达到7000台以上的产能标准，随后逐渐扩展至一万台左右。

由此我们预计公司2010年推土机销量将达到6500台左右，YoY增长33%，但考虑到出口高端产品的占比回升的预期，其销售收入有望达到34亿元左右，YoY增长接近50%。

预计公司挖掘机销售业务2010年营收将达到20亿元，YoY增长110%；小松山推投资收益预计将达到1.8亿元，YoY+35%。

公司并表挖掘机业务方面，主要来自于小松等品牌挖掘机的代售业务，而小松山推的挖掘机产品收益构成了投资收益的主体。

国内挖掘机行业目前正处在快速的发展进程中，国际品牌（小松、斗山、日立、卡特彼勒等）目前占据了国内挖掘机市场一半以上的份额，而国产的三一、柳工以及山河智慧等公司则凭借本土优势快速发展，虽然会导致国际品牌市场占有率有所下降，但我们认为，就小松山推而言，其市场占有率出现明显下降的可能性极小，而享有行业增速的预期将是比较合理的，YoY增长约为40%-50%左右。

公司方面给出了挖掘机销售业务增长翻番的规划目标，达到20亿的营收。另一方面，小松山推贡献的投资收益也将有明显的回升，预计将达到1.8亿元，YoY+35%左右。

同时预计压路机销售额达到6亿元，YoY+90%。

同时我们预计公司压路机销售收入同样能够实现翻番，达到6亿元左右，但其在公司整体业绩中占比较小。

公司募资新建的配件生产线2010年产能将全面释放，我们预计其配件业务收入增速将达到25%，到31亿元左右。

而在配件方面，公司通过08年初配股募集的5亿元资金中，涉及的扩大推土机出口技术改造项目和工程机械履带底盘技术改造项目皆已在09年中完成并贡献产能，其中工程机械履带底盘项目新增了两条链轨节生产线，以及热模锻生产线、轮体锻造生产线两条进口设备生产线。以上新线将在2010年国内工程机械市场蓬勃发展的背景下释放产能。

鉴于以上，我们给予公司配件业务销售收入25%的增速预期，到31亿元左右。

盈利预测

预计公司 2010、2011 年营收将分别达到 98.96 亿元和 112.74 亿元，YoY 分别增长 42.25%和 13.93%；实现净利润分别为 6.13 亿元和 6.96 亿元，YoY 分别增长 45.13%和 13.66%；EPS 分别为 0.807 元和 0.917 元。

虽然 2010 年钢价上涨预期强烈，将堆高公司生产成本，但考虑公司高端产品出口回暖的预期，我们认为其 2010 年毛利率同比仍将有很好的提升。

目前 2010 A 股 P/E 为 15.7 倍，鉴于公司 2010 年推土机出口回暖、配件新产能释放，给予其买入投资建议，目标价为 16.1 元，对应 2010 年 20 倍 P/E。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	4818	6582	6956	9896	11274
经营成本	3935	5401	5935	8393	9581
营业税金及附加	15	15	18	25	32
销售费用	212	305	253	396	451
管理费用	219	283	344	445	507
财务费用	43	90	25	40	45
资产减值损失	14	34	11	10	12
投资收益	187	168	150	210	263
营业利润	568	622	519	798	909
营业外收入	2	18	25	25	25
营业外支出	3	4	4	6	6
利润总额	567	636	540	817	929
所得税	95	94	80	147	167
少数股东损益	26	38	38	57	65
归属于母公司所有者的净利润	446	504	422	613	696

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	461	1011	1319	1626	1944
应收账款	757	610	987	997	1007
存货	861	1244	1349	1282	1218
流动资产合计	2381	3104	4018	4420	4862
长期股权投资	531	568	650	683	717
固定资产	743	843	1162	1302	1458
在建工程	85	392	369	332	299
非流动资产合计	73	99	108	112	117
资产总计	3851	5038	6338	7130	7816
流动负债合计	1735	1984	2891	3180	3498
非流动负债合计	10	8	35	38	42
负债合计	1745	1993	2925	3218	3540
少数股东权益	129	155	179	193	208
股东权益合计	2106	3045	3413	3719	4068
负债及股东权益合计	3851	5038	6338	7130	7816

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	239	282	385	558	634
投资活动产生的现金流量净额	-126	-248	-253	-303	-364
筹资活动产生的现金流量净额	23	517	58	52	47
现金及现金等价物净增加额	136	551	190	307	317

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
总经及市场策略处		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
产业研究一处		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯瑄	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
产业研究二处		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
产业研究三处		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场、总经、金融
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	Weiqi_Han@e-capital.com.cn	汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Lihui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经

份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

黄文泰 Eric_wong@e-capital.com.hk
王俊华 Nicky_wong@e-capital.com.hk

地产、金融
零售消费、食品/饮料
