

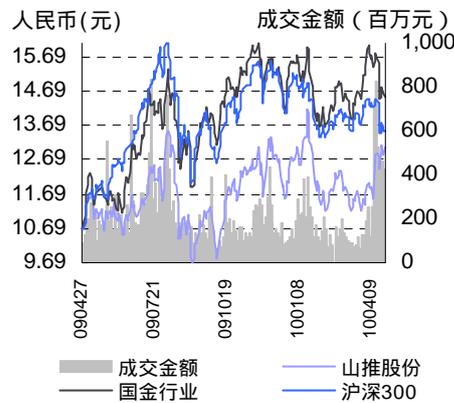
市价(人民币)：13.05元

营收大幅回升

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	635.54
总市值(百万元)	9,907.10
年内股价最高最低(元)	14.15/9.69
沪深 300 指数	3190.00
深证成指	11702.87



相关报告

- 1.《盈利能力有待改善》，2010.4.13
- 2.《业绩低于预期,出口有望回升》，2009.10.27
- 3.《期待出口回暖》，2009.8.11

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.664	0.556	0.853	1.106	1.292
每股净资产(元)	3.81	4.26	5.02	6.02	7.11
每股经营性现金流(元)	0.37	0.73	0.57	0.77	1.06
市盈率(倍)	11.42	22.77	15.29	11.80	10.10
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	12.96%	-16.21%	53.45%	29.65%	16.80%
净资产收益率(%)	17.43%	13.05%	17.01%	18.37%	18.16%
总股本(百万股)	759.16	759.16	759.16	759.16	759.16

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 山推股份 10 年 1 季度实现营业收入 2,955 百万元，同比增长 86.41%；归属母公司的净利润 215 百万元，同比增长 144.91%，EPS 为 0.28 元，好于我们预期。

经营分析

- **营业收入创新高，毛利率处于低位**：公司 1 季度的营业收入创出新高，比此前 08 年 2 季度创下的纪录还要高出 47.29%。这既与公司 1 季度的推土机销量超过 2,200 多台，同比增长接近 100%有关，也受益于小松的挖掘机销量大增导致公司代销收入快速增长，估计约占 1 季度收入的 1/3。但主营业务的毛利率仍处于历史低位，1 季度的毛利率仅为 13.90%，大幅低于去年 4 季度的 16.13%，显示盈利能力仍有待提高。
- **经营费用控制良好，财务支出增加**：公司 1 季度的销售费用率和管理费用率分别为 3.11%和 3.03%，比去年 1 季度和 4 季度均有所下降，显示费用控制良好。由于长期借款的增加和募集资金存款的减少，公司的财务费用增加较快，但其金额较小（1 千多万）对公司业绩影响并不明显。
- **资产和现金流有待改善**：公司 1 季度末的货币资金为 1,223 百万元，与 09 年底持平；经营现金流为 91 百万元，与净利润的比值为 38.76%。公司的应收账款达到 1,813 百万元，同比增长 111.20%，应付账款为 1,773 百万元，同比增长 48.40%。由于应收账款和应付账款的变化差异，公司资产和现金流状况的改善并不明显。
- **投资收益增加明显**：公司 1 季度投资收益为 59 百万元，与去年 1 季度的 37 百万元相比增长 60.42%，这主要是来自参股公司小松山推的净利润增加。1 季度国内挖掘机销量达到 47,000 多台，同比增长约 95%；其中小松中国的挖掘机销量增长约 77%。

盈利预测和投资评级

- 鉴于公司 1 季报超出我们预期，从谨慎的角度，我们将公司 10-11 年的 EPS 预测由原先的 0.80 和 1.06 元上调为 0.85 和 1.11 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：公司收入和业绩对小松的挖掘机业务依赖度较大，而挖掘机需求与房地产投资关联度较大，应关注房地产调控所带来的负面影响。

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	6	6	6	11
买入	0	3	3	3	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.33	1.33	1.42

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 2009-08-11	买入	12.83	N/A
2 2009-10-27	买入	11.78	N/A
3 2010-04-13	买入	12.68	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“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



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：

- 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。

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室