

市价(人民币)：13.72元

量大增，价未升，业绩来自规模效益

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)	635.57
总市值(百万元)	10,415.74
年内股价最高最低(元)	14.19/9.46
沪深 300 指数	2922.08
深证成指	11164.79



相关报告

- 1.《营收大幅回升》，2010.4.26
- 2.《盈利能力有待改善》，2010.4.13
- 3.《业绩低于预期,出口有望回升》，2009.10.27

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212

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	1.027	1.223	1.413
每股净资产(元)	3.81	4.26	5.19	6.31	7.62
每股经营性现金流(元)	0.37	0.51	1.21	1.10	1.10
市盈率(倍)	11.42	22.77	13.36	11.22	9.71
行业优化市盈率(倍)	16.13	35.64	35.64	35.64	35.64
净利润增长率(%)	12.96%	-16.20%	84.68%	19.07%	15.57%
净资产收益率(%)	17.43%	13.05%	19.80%	19.38%	18.54%
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

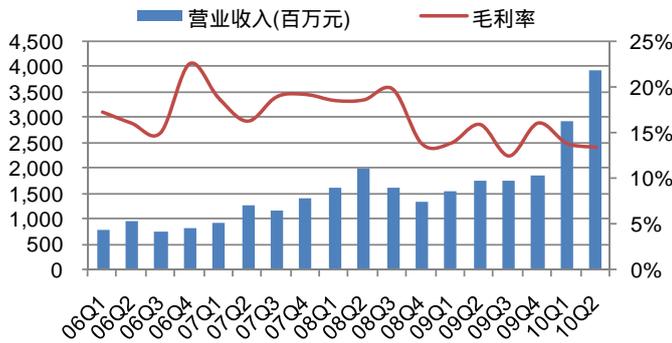
业绩简评

- 上半年公司实现营业收入 6,886 百万元，同比增长 108.00%；归属母公司股东的净利润 494 百万元，同比增长 144.51%，EPS 为 0.65 元。公司业绩好于预期，主要是推土机及配件产品销售形势红火，同时来自小松山推的投资收益大幅增长。公司预计前 3 季度净利润同比增长 100~150%，对应的 EPS 为 0.74~0.93 元。

经营分析

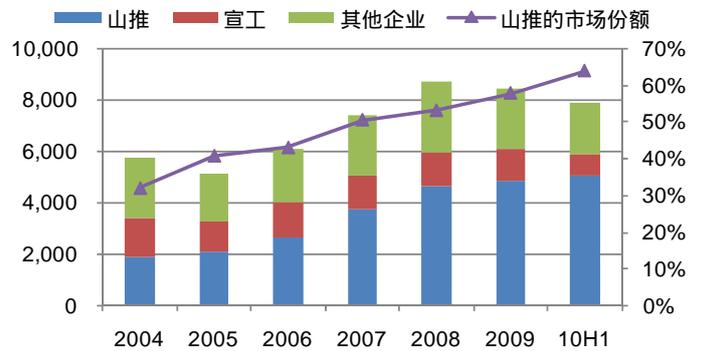
- **主要产品热销**：受益于投资的全面回升，上半年公司的拳头产品推土机销量达到 5,338 台，同比增长 123%，市场份额从 09 年的 58.0% 进一步提升至 64.0%，优势进一步扩大；压路机销量约 1,300 台，同比增长 110%；推土机和压路机的销量均已经超过去年全年。公司的配件销售收入达到 2,085 百万元，同比增长 73%；销售小松山推挖掘机实现的收入为 1,115 百万元，同比增长 167%。
- **毛利率维持低位**：上半年公司的综合毛利率为 13.66%，低于去年同期的 14.68%，主要原因是推土机毛利率仅比去年提升了 1.1 个百分点，而配件毛利率下降了 3.1 个百分点；此外，毛利率较低的挖掘机销售业务占收入比重提高也拖低了综合毛利率。在钢价上涨幅度较小、需求旺盛的情况下，公司推土机毛利率仍处于 09 年的低位，主要与产品结构中 160 马力以下产品为主有关。上半年公司推土机销售均价为 430 千元/台，低于上年同期的 459 千元/台。
- **费用控制良好**：上半年公司的销售费用率和管理费用率分别为 2.80% 和 2.77%，比去年同期分别下降了 1.30 和 1.78 个百分点，显示公司费用控制情况良好。
- **投资收益大幅增加**：上半年公司投资收益为 156 百万元，同比增长 126%，这主要是来自参股 30% 的小松山推公司的净利润增加。上半年小松山推实现主营业务收入 5,651 百万元，净利润 436 百万元，同比分别增长 94% 和 124%。

图表1：山推单季度营业收入和毛利率

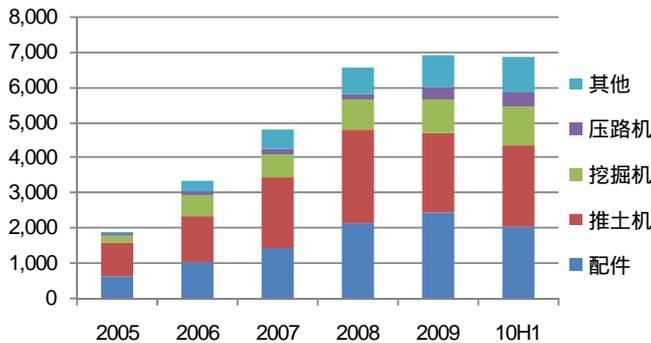


来源：公司资料，国金证券研究所

图表2：国内推土机销量(台)及山推的市场份额

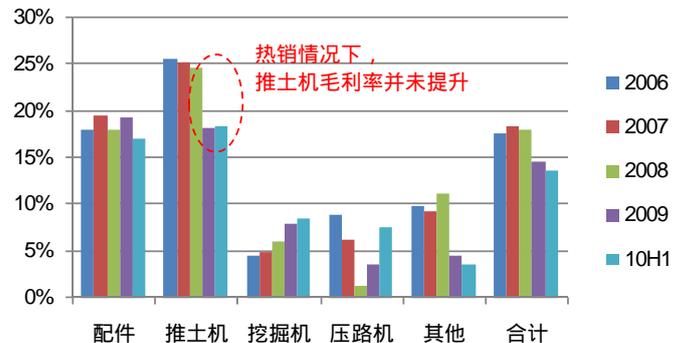


图表3：分项业务的营业收入(百万元)



来源：公司资料，国金证券研究所

图表4：分项业务的毛利率



- **经营性现金流有所下降**：上半年经营活动的现金流净额为 206 百万元，低于去年同期的 275 百万元，这主要是因为公司应收帐款和预付款分别从年初的 858 和 294 百万元大幅增加至期末的 1,944 和 556 百万元导致的，但因收入同比大幅增长，周转率仍基本持平；同时公司的应付帐款和票据也从期初的 1,792 百万元增加至 3,574 百万元。
- **资产负债率有所上升**：期末公司的资产负债率为 57.11%，较 09 年底的 46.15% 有明显上升，这可能是公司为实现全年 120 亿元的销售目标，销售杠杆放大所致。
- **混凝土机械业务厉兵秣马**：上半年公司与武汉中南、日本日工对生产混凝土机械的山推楚天进行了增资，于 6 月 30 日增资完成。增资后山推楚天（拟更名为山推日工建设机械公司）股权结构为公司持股 55.625%，武汉中南持股 6.875%，日本日工持股 37.50%。公司希望借助日工的技术，壮大楚天实力，以实现在混凝土机械市场上的突破。我们认为，公司在混凝土搅拌车、搅拌站、拖泵市场上较易取得突破，但在泵车市场上将面临三一和中联的竞争压力，且公司又以代理销售方式为主，突破难度较大。
- 公司公布了出售资产暨关联交易的公告，将旗下叉车和旋挖钻机业务出售给大股东山东重工集团的全资子公司山东山推机械有限公司。
 - 叉车业务资产账面价值为 43.62 百万元，评估价值为 39.79 百万元，出售价格为 46.56 百万元；旋挖钻机业务资产账面价值为 30.42 百万元，评估价值为 30.77 百万元，出售价值为 36.00 百万元。

- 截止到7月31日，公司累计销售叉车仅740台，实现销售收入43百万元，利润总额-8.6百万元；累计销售旋挖钻机4台，实现销售收入10.56百万元，利润总额0.93百万元。
- 叉车和旋挖钻机市场竞争激烈，公司所占市场份额较小，经营情况不甚理想。此次出售叉车和旋挖钻机业务，有利于公司聚焦主业，也符合公司中长期发展战略规划。
- 为改善投资能力和负债结构，为未来发展提供资金保障，公司拟在银行间债券市场公开发行15亿元的中期票据，期限不超过5年。

图表5：分项业务预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
推土机						
平均售价(千元/台)	540.26	580.27	460.93	451.71	451.71	465.26
增长率(YOY)	6.41%	7.41%	-20.57%	-2.00%	0.00%	3.00%
销售数量(台)	3,719	4,597	4,900	8,100	9,100	9,800
增长率(YOY)	41.78%	23.61%	6.59%	65.31%	12.35%	7.69%
销售收入	2,009.22	2,667.50	2,258.56	3,658.86	4,110.57	4,559.57
增长率(YOY)	50.88%	32.76%	-15.33%	62.00%	12.35%	10.92%
毛利率	25.18%	24.68%	18.26%	19.00%	19.00%	20.00%
销售成本(百万元)	1,503.36	2,009.14	1,846.24	2,963.84	3,329.75	3,647.86
增长率(YOY)	51.69%	33.64%	-8.11%	60.53%	12.35%	9.55%
毛利(百万元)	505.86	658.36	412.31	695.02	780.83	911.71
增长率(YOY)	48.50%	30.15%	-37.37%	68.57%	12.35%	16.76%
占总销售额比重	41.70%	40.53%	32.47%	32.69%	31.53%	31.54%
占主营业务利润比重	12.86%	55.73%	40.38%	42.03%	40.50%	41.75%
挖掘机						
销售收入	659.71	879.53	952.79	1,619.74	1,862.71	2,048.98
增长率(YOY)	18.37%	33.32%	8.33%	70.00%	15.00%	10.00%
毛利率	4.97%	6.07%	7.94%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本(百万元)	626.91	826.18	877.18	1,473.97	1,695.06	1,864.57
增长率(YOY)	17.76%	31.79%	6.17%	68.03%	15.00%	10.00%
毛利(百万元)	32.80	53.35	75.61	145.78	167.64	184.41
增长率(YOY)	31.37%	62.63%	41.74%	92.80%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	13.69%	13.36%	13.70%	14.47%	14.29%	14.17%
占主营业务利润比重	0.83%	4.52%	7.41%	8.82%	8.69%	8.44%
压路机						
平均售价(元/台)	265.69	271.52	284.58	284.58	284.58	284.58
增长率(YOY)	-8.40%	2.19%	4.81%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量(台)	502	628	1,168	2,068	2,368	2,518
增长率(YOY)	23.65%	25.10%	85.99%	77.05%	14.51%	6.33%
销售收入	133.38	170.51	332.39	588.52	673.89	716.58
增长率(YOY)	13.25%	27.84%	94.94%	77.05%	14.51%	6.33%
毛利率	6.34%	1.42%	3.62%	7.62%	8.62%	9.62%
销售成本(百万元)	124.93	168.09	320.35	543.65	615.77	647.62
增长率(YOY)	16.52%	34.55%	90.58%	69.71%	13.27%	5.17%
毛利(百万元)	8.45	2.42	12.05	44.87	58.12	68.97
增长率(YOY)	-19.93%	-71.36%	397.92%	272.45%	29.53%	18.66%
占总销售额比重	2.77%	2.59%	4.78%	5.26%	5.17%	4.96%
占主营业务利润比重	0.21%	0.20%	1.18%	2.71%	3.01%	3.16%
配件						
销售收入(百万元)	1,462.13	2,141.57	2,471.26	3,583.32	4,299.99	4,729.99
增长率(YOY)	38.49%	46.47%	15.39%	45.00%	20.00%	10.00%
毛利率	19.49%	18.06%	19.38%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本(百万元)	1,177.10	1,754.85	1,992.26	2,902.49	3,482.99	3,831.29
增长率(YOY)	35.95%	49.08%	13.53%	45.69%	20.00%	10.00%
毛利(百万元)	285.03	386.71	478.99	680.83	817.00	898.70
增长率(YOY)	50.06%	35.68%	23.86%	42.14%	20.00%	10.00%
占总销售额比重	30.35%	32.54%	35.53%	32.02%	32.98%	32.72%
占主营业务利润比重	32.27%	32.74%	46.91%	41.17%	42.37%	41.15%
其它业务						
销售收入(百万元)	553.66	722.74	941.23	1,741.28	2,089.53	2,402.96
增长率(YOY)	89.34%	30.54%	30.23%	85.00%	20.00%	15.00%
毛利率	9.24%	11.13%	4.47%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本(百万元)	502.52	642.33	899.17	1,654.21	1,985.06	2,282.82
增长率(YOY)	90.65%	27.82%	39.99%	83.97%	20.00%	15.00%
毛利(百万元)	51.15	80.41	42.06	87.06	104.48	120.15
增长率(YOY)	77.36%	57.21%	-47.69%	107.00%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	11.49%	10.98%	13.53%	15.56%	16.03%	16.62%
占主营业务利润比重	5.79%	6.81%	4.12%	5.27%	5.42%	5.50%
销售总收入(百万元)	4,818.10	6,581.85	6,956.23	11,191.73	13,036.69	14,458.08
销售总成本(百万元)	3,934.82	5,400.60	5,935.21	9,538.16	11,108.63	12,274.15
毛利(百万元)	883.29	1,181.25	1,021.02	1,653.56	1,928.06	2,183.93

来源：公司资料，国金证券研究所

盈利预测和投资建议

- 根据公司目前的销售情况，我们将公司 10-11 年的 EPS 预测由原先的 0.85 和 1.11 元上调为 1.03 和 1.22 元，目前公司股价对应 10 年 13.3 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 小松山推对于公司的业绩贡献较大，而挖掘机需求与房地产投资关联度较大；公司核心产品推土机也与基础建设和房地产投资关系紧密。需要关注房地产调控和地方政府融资平台整顿所带来的负面影响。

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	0	1	2	12
买入	0	1	1	2	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.67	1.57	1.40

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	12.79	N/A
2 2009-10-27	买入	11.68	N/A
3 2010-04-13	买入	12.63	N/A
4 2010-04-26	买入	13.09	12.00 ~ 15.00

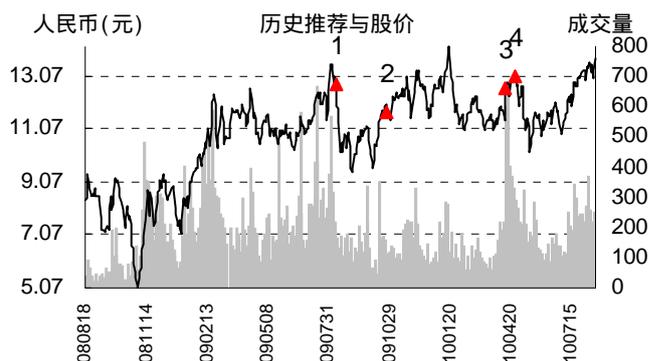
来源：国金证券研究所

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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**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