

山推股份 (000680.SZ)

工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

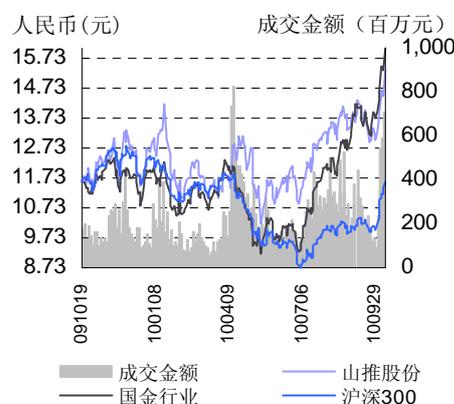
市价(人民币): 15.28元

产品需求旺, 份额有提升

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)	635.57
总市值(百万元)	11,600.03
年内股价最高最低(元)	15.28/10.16
沪深300指数	3327.68
深证成指	12765.50



相关报告

1. 《量大增, 价未升, 业绩来自规模效益》, 2010.8.17
2. 《营收大幅回升》, 2010.4.26
3. 《盈利能力有待改善》, 2010.4.13

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	1.196	1.390	1.621
每股净资产(元)	3.81	4.26	5.36	6.65	8.17
每股经营性现金流(元)	0.37	0.51	1.30	1.29	1.28
市盈率(倍)	11.42	22.77	12.77	10.99	9.43
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%	115.13%	16.20%	16.62%
净资产收益率(%)	17.43%	13.05%	22.33%	20.91%	19.85%
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

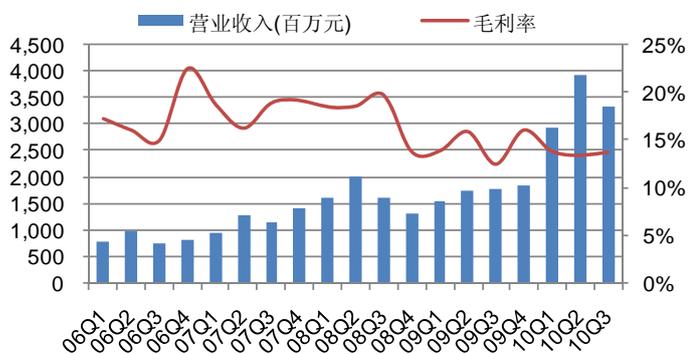
- 前3季度公司实现营业收入10,224百万元, 同比增长100.84%; 归属母公司股东的净利润693百万元, 同比增长146.73%, EPS为0.91元。其中, 3季度收入为3,338百万元, EPS为0.26元。公司公告预计全年净利润同比增长50~100%, 相应的EPS为0.83~1.11元, 考虑4季度销售形势, 我们估计实际情况有可能超出上限。

经营分析

- **主要产品热销:** 今年以来, 国内投资呈全面回升, 公司采取了积极的营销策略, 主要产品销量大幅增长。根据工程机械行业协会的统计数据, 1-9月公司的拳头产品推土机销量预计达到6,900多台, 同比增长约95%; 压路机销量将近1,800台, 同比增长约86%。今年以来, 公司推土机、压路机的累计市场份额比去年全年分别提升了5个百分点和2个百分点。
- **挖掘机商业销售提升:** 今年1-9月, 小松中国的挖掘机销量达到18,500多台, 同比增长约74%, 其市场份额基本稳定。而公司销售小松山推的挖掘机产品, 形成的商业销售收入相对于小松山推的营业收入的比重呈提高趋势, 显示其渠道作用提升。
- **毛利率保持稳定:** 公司前3季度的综合毛利率为13.71%, 略低于去年同期。在核心产品推土机销量大幅上升的同时, 毛利率未有明显提升, 这主要是因为产品结构原因, 利润率较高的出口产品、大功率产品(180马以上)的销售比重自09年以来一直保持在低位。
- **费用控制良好:** 公司前3季度的销售费用率和管理费用率分别为2.88%和2.97%, 比去年同期分别下降了0.8和1.7个百分点, 显示公司费用控制情况良好。公司的财务费用率也一直控制在较低水平。
- **应付票据增加:** 3季度单季的经营活动现金流为279百万元, 已超过前2季度的总和(205百万元), 这与应付票据3季度增加了177百万元有关。公司提高了库存储备标准, 原材料采购量增加, 尚未结算的应付材料款增加, 使应付票据有所增加。报告期末, 公司的库存为1,750百万元, 比6月底增加了253百万元。

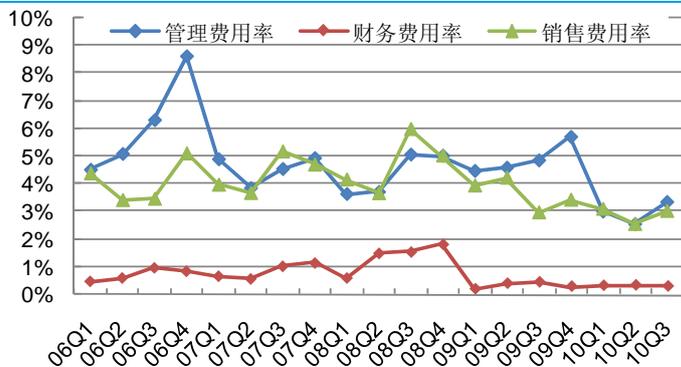
- **投资收益：**3 季度公司实现的投资收益为 39 百万元，同比增长 16.3%，而与今年前两季度相比有所下滑，这主要是参股 30% 的小松山推公司的挖掘机销量的季度分布所致。

图表1：公司单季度的营业收入和毛利率

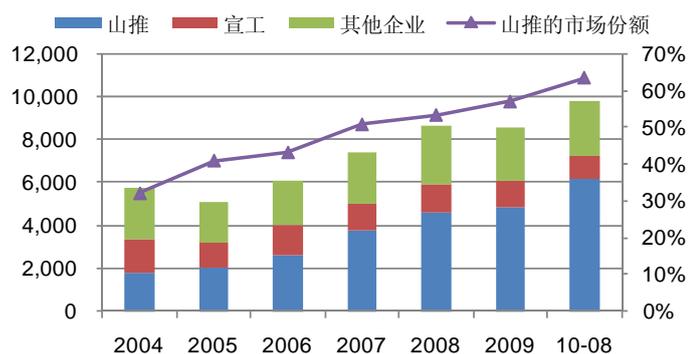


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司单季度的三项费用率

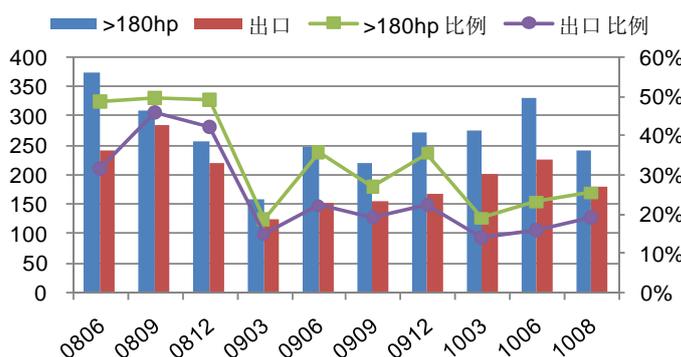


图表3：国内推土机销量（台）及山推的市场份额

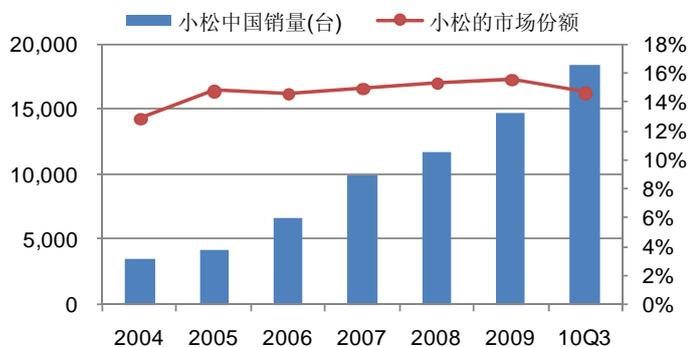


来源：公司公告，工程机械行业协会，国金证券研究所

图表4：国内大功率推土机、出口推土机销量（台）

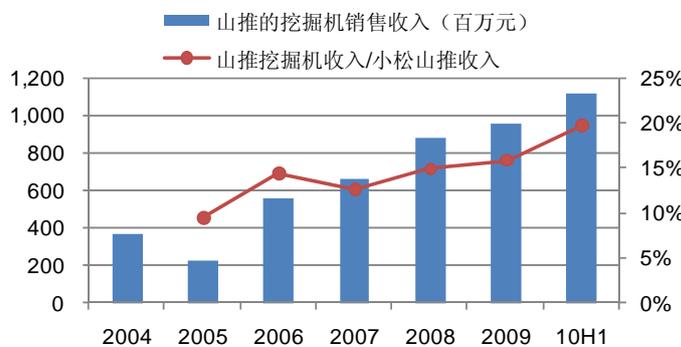


图表5：小松中国挖掘机销量（台）及市场份额



来源：公司公告，工程机械行业协会，国金证券研究所

图表6：公司挖掘机收入相对于小松山推销售比重提升



盈利预测和投资建议

- 基于目前的销售状况和出口复苏形势良好，公司全年实现营业收入 120 亿元的目标完成问题不大。我们上调公司的盈利预测，将公司 10-11 年的 EPS 预测由原先的 1.03 和 1.22 元调整为 1.20 和 1.39 元，目前公司股价对应 10 年 12.77 倍 PE，维持“买入”评级。

图表7: 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	460.93	483.98	498.50
增长率 (YOY)	6.41%	7.41%	-20.57%	0.00%	5.00%	3.00%
销售数量 (台)	3,719	4,597	4,900	9,100	9,700	10,400
增长率 (YOY)	41.78%	23.61%	6.59%	85.71%	6.59%	7.22%
销售收入	2,009.22	2,667.50	2,258.56	4,194.46	4,694.57	5,184.35
增长率 (YOY)	50.88%	32.76%	-15.33%	85.71%	11.92%	10.43%
毛利率	25.18%	24.68%	18.26%	18.50%	18.50%	19.50%
销售成本 (百万元)	1,503.36	2,009.14	1,846.24	3,418.67	3,826.28	4,173.64
增长率 (YOY)	51.69%	33.64%	-8.11%	85.17%	11.92%	9.08%
毛利 (百万元)	505.86	658.36	412.31	775.79	868.29	1,010.72
增长率 (YOY)	48.50%	30.15%	-37.37%	88.16%	11.92%	16.40%
占总销售额比重	41.70%	40.53%	32.47%	32.67%	32.09%	32.01%
占主营业务利润比重	12.86%	55.73%	40.38%	40.62%	39.70%	40.89%
挖掘机						
销售收入	659.71	879.53	952.79	1,762.66	2,027.06	2,229.77
增长率 (YOY)	18.37%	33.32%	8.33%	85.00%	15.00%	10.00%
毛利率	4.97%	6.07%	7.94%	8.60%	9.00%	9.00%
销售成本 (百万元)	626.91	826.18	877.18	1,611.07	1,844.63	2,029.09
增长率 (YOY)	17.76%	31.79%	6.17%	83.67%	14.50%	10.00%
毛利 (百万元)	32.80	53.35	75.61	151.59	182.44	200.68
增长率 (YOY)	31.37%	62.63%	41.74%	100.48%	20.35%	10.00%
占总销售额比重	13.69%	13.36%	13.70%	13.73%	13.86%	13.77%
占主营业务利润比重	0.83%	4.52%	7.41%	7.94%	8.34%	8.12%
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	2,098	2,398	2,548
增长率 (YOY)	23.65%	25.10%	85.99%	79.62%	14.30%	6.26%
销售收入	133.38	170.51	332.39	597.06	682.43	725.12
增长率 (YOY)	13.25%	27.84%	94.94%	79.62%	14.30%	6.26%
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	551.53	623.58	655.33
增长率 (YOY)	16.52%	34.55%	90.58%	72.17%	13.06%	5.09%
毛利 (百万元)	8.45	2.42	12.05	45.52	58.86	69.79
增长率 (YOY)	-19.93%	-71.36%	397.92%	277.86%	29.29%	18.58%
占总销售额比重	2.77%	2.59%	4.78%	4.65%	4.66%	4.48%
占主营业务利润比重	0.21%	0.20%	1.18%	2.38%	2.69%	2.82%
配件						
销售收入 (百万元)	1,462.13	2,141.57	2,471.26	4,448.26	5,115.50	5,627.05
增长率 (YOY)	38.49%	46.47%	15.39%	80.00%	15.00%	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	3,603.09	4,143.56	4,557.91
增长率 (YOY)	35.95%	49.08%	13.53%	80.85%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	285.03	386.71	478.99	845.17	971.95	1,069.14
增长率 (YOY)	50.06%	35.68%	23.86%	76.45%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	30.35%	32.54%	35.53%	34.65%	34.97%	34.75%
占主营业务利润比重	32.27%	32.74%	46.91%	44.25%	44.44%	43.26%
其它业务						
销售收入 (百万元)	553.66	722.74	941.23	1,835.40	2,110.71	2,427.32
增长率 (YOY)	89.34%	30.54%	30.23%	95.00%	15.00%	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	1,743.63	2,005.18	2,305.95
增长率 (YOY)	90.65%	27.82%	39.99%	93.92%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	51.15	80.41	42.06	91.77	105.54	121.37
增长率 (YOY)	77.36%	57.21%	-47.69%	118.19%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	11.49%	10.98%	13.53%	14.30%	14.43%	14.99%
占主营业务利润比重	5.79%	6.81%	4.12%	4.81%	4.83%	4.91%
销售总收入 (百万元)	4,818.10	6,581.85	6,956.23	12,837.85	14,630.28	16,193.61
销售总成本 (百万元)	3,934.82	5,400.60	5,935.21	10,928.00	12,443.22	13,721.92
毛利 (百万元)	883.29	1,181.25	1,021.02	1,909.84	2,187.06	2,471.69

来源: 公司资料, 国金证券研究所

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，因此需要关注房地产调控和地方政府融资平台清理所带来的负面影响。

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	1	3	9	15
买入	0	0	1	6	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.20	1.35	1.35

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
5 2010-08-17	买入	13.91	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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室