

**建筑机械**

署名人: **李勤**

S0960200010107

010-63222909

liqin@cjis.cn

**6-12个月目标价: 24.00元**

当前股价: 20.52元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2862.63
总股本(百万)	759
流通股本(百万)	636
流通市值(亿)	130
EPS (TTM)	1.10
每股净资产(元)	4.50
资产负债率	46.2%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
山推股份	25.27	39.78	49.89
上证综合指数	5.43	1.21	8.46



**相关报告**

- 《山推股份-基础设施建设推动推土机超预期增长》2010-6-30
- 《山推股份-固定基建继续拉动推土机需求, 出口复苏可期》2010-4-13
- 《山推股份-固定资产投资拉动作用显现, 出口有反弹迹象》2009-10-22

**山推股份**

**000680**

**推荐**

**道路、水利等基建推动推土机持续增长**

**投资要点:**

- **推土机销售超常增长** 推土机市场异常繁荣, 2010年总销量13918台, 同比增长62%, 1月份单月1379台, 不但同比增长了79%, 而且达到了最旺季水平。山推股份2010年销售8686台, 同比增长了77%, 2011年1月份销量946台, 同比增长70%, 同时蛰伏长久的出口也开始有所复苏, 10年山推出口1694台, 同比增长54%, 11年1月同比增长42%, 我们预计2011年山推股份业绩又将超预期。
- **超高FAI对推土机拉动作用将继续在2011年释放** 09年中国固定资产投资达到令人瞩目的30.5%, 但工程机械并未以相对应的速度高速增长, 全年增长率仅20%, 未达到我们模型预测的29.1%。FAI的巨大拉动作用在2010年开始显现, 但并没有完全释放, 我们认为在2011年仍将发挥巨大作用, 我们预测推土机销售同比增长可达到30%以上。
- **中型推土机旺销, 道路、水利基建是主要推动力** 09年公司的推土机产品毛利率有所下降, 主要原因是出口、矿山用大功率推土机大幅下降。2010年国内公路铁路用160马力左右中型推土机爆发性增长, 而大功率推土机销量已经跌无可跌, 这一压低毛利率的因素已经消弭, 我们有理由相信2011年推土机毛利率稳中有升。
- **小松山推挖掘机也将受益于FAI的巨大销售符合预期** 小松山推2010年销售也取得飞跃式增长, 给予山推股份的投资净收益同比增长80%以上, 超出我们预期的60%。预计在2011年山推股份在小松山推的投资收益将继续能够保持挖掘机行业平均水平的增长幅度。
- **估值与投资建议** 提高10、11、12年山推股份盈利预测, 我们预计山推股份EPS可达到1.12, 1.60, 1.83元/股, 按2011年15倍PE估值, 合理价值24.0元, 推荐。

**风险提示:**

- 在通胀背景下, 调控力度可能增强, 如果道路建设减缓, 可能会削弱推土机销量

**主要财务指标**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6956	12457	16154	17998
同比(%)	4%	79%	30%	11%
归属母公司净利润(百万元)	422	848	1213	1386
同比(%)	-16%	101%	43%	14%
毛利率(%)	14.7%	15.4%	15.7%	15.6%
ROE(%)	13.1%	21.2%	23.2%	21.0%
每股收益(元)	0.56	1.12	1.60	1.83
P/E	38.31	19.07	13.33	11.66
P/B	5.00	4.04	3.10	2.45
EV/EBITDA	24	13	10	9

资料来源: 中投证券研究所

相关新政策

2011年1月31日：国务院作出加快水利改革发展的决定

加大公共财政对水利的投入，将水利作为公共财政投入的重点领域。措施包括，从土地出让收益中提取10%用于农田水利建设；进一步完善水利建设基金政策，延长征收年限，拓宽来源渠道，增加收入规模；加强对水利建设的金融支持等。2010年我国水利投资是2000亿元，高出一倍就是4000亿元。

## 4、盈利预测假设

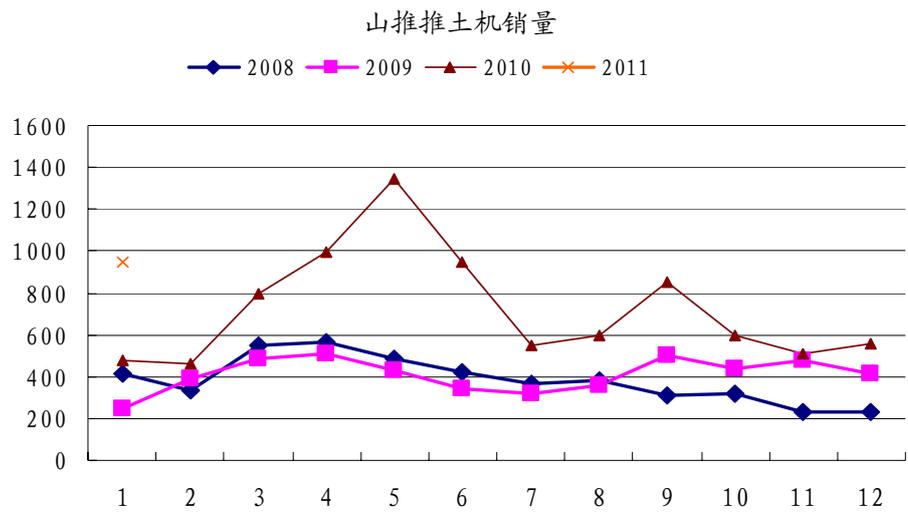
图表 1: 公司分产品销售收入假设

单位: 百万

	2009	2010E	2011E	2012E
推土机	2258.56	5037.88	6801.14	7821.31
产量	4900	8686	11726	13485
毛利率	18.26%	19.00%	18.80%	18.80%
小挖掘机	952.79	120.00	120.00	120.00
产量	400	400	400	400
毛利率	7.94%	18.00%	20.00%	20.00%
压路机	332.39	432.11	466.68	504.02
毛利率	1.42%	3.62%	1.42%	1.42%
配件及其他	2471.26	3706.89	5115.50	5320.12
毛利率	19.20%	19.20%	19.20%	19.20%
商业挖掘机	1801.65	2161.98	2594.37	3113.25
毛利率	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%
其他业务	941.23	997.71	1056.17	1119.54
主营业务收入合计	6956.23	12456.56	16153.87	17998.24

资料来源: 中投证券研究所

图表 2: 山推推土机销量



资料来源:

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	4018	6129	7927	9975
现金	1319	1319	1706	3037
应收账款	858	1537	1994	2221
其它应收款	69	123	159	178
预付账款	294	522	674	752
存货	1349	2397	3096	3454
其他	129	231	299	333
<b>非流动资产</b>	2320	2327	2317	2294
长期投资	650	650	650	650
固定资产	1162	1346	1425	1449
无形资产	108	106	104	102
其他	400	225	137	93
<b>资产总计</b>	6338	8455	10244	12269
<b>流动负债</b>	2891	4173	4646	5170
短期借款	802	550	0	0
应付账款	1195	2122	2741	3058
其他	894	1500	1905	2111
<b>非流动负债</b>	35	26	26	26
长期借款	19	19	19	19
其他	16	8	8	8
<b>负债合计</b>	2925	4199	4672	5196
少数股东权益	179	251	353	467
股本	759	759	759	759
资本公积	905	905	905	905
留存收益	1570	2342	3555	4941
归属母公司股东权益	3234	4006	5219	6606
<b>负债和股东权益</b>	6338	8455	10244	12269

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	385	222	745	1040
净利润	460	920	1315	1501
折旧摊销	93	116	136	150
财务费用	25	25	-8	-46
投资损失	-150	-260	-312	-374
营运资金变动	-74	-650	-437	-217
其它	30	70	52	25
<b>投资活动现金流</b>	-253	131	183	245
资本支出	317	120	120	120
长期投资	-27	0	0	0
其他	38	251	303	365
<b>筹资活动现金流</b>	58	-353	-542	46
短期借款	214	-252	-550	0
长期借款	19	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他	-174	-101	8	46
<b>现金净增加额</b>	190	0	387	1331

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
<b>营业收入</b>	6956	12457	16154	17998
营业成本	5935	10544	13618	15194
营业税金及附加	18	33	41	47
营业费用	253	441	555	619
管理费用	344	603	782	871
财务费用	25	25	-8	-46
资产减值损失	11	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	150	260	312	374
<b>营业利润</b>	519	1059	1467	1677
营业外收入	25	25	25	25
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	540	1080	1488	1697
所得税	80	160	173	196
<b>净利润</b>	460	920	1315	1501
少数股东损益	38	72	102	115
<b>归属母公司净利润</b>	422	848	1213	1386
EBITDA	638	1200	1594	1781
EPS (元)	0.56	1.12	1.60	1.83

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.9%	79.1	29.7	11.4%
营业利润	-16.9	103.9	38.5	14.3
归属于母公司净利润	-16.3	100.8	43.1	14.3
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.7	15.4	15.7	15.6
净利率	6.1%	6.8%	7.5%	7.7%
ROE	13.0%	21.0%	23.0%	21.0%
ROIC	21.0	33.1	40.7	43.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.2	49.7	45.6	42.3
净负债比率	28.04	13.54	0.40	0.36
流动比率	1.39	1.47	1.71	1.93
速动比率	0.92	0.89	1.04	1.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.22	1.68	1.73	1.60
应收账款周转率	9	10	8	8
应付账款周转率	5.89	6.36	5.60	5.24
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.56	1.12	1.60	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.29	0.98	1.37
每股净资产(最新摊薄)	4.26	5.28	6.88	8.70
<b>估值比率</b>				
P/E	38.31	19.07	13.33	11.66
P/B	5.00	4.04	3.10	2.45
EV/EBITDA	24	13	10	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434