

山推股份(000680.SZ)

出口和小松山推的发展成为观察重点

——山推股份 08 年报点评

姓名 李强
86-10-58362766
liqiang@bhq.com

投资要点:

- 3月24日山推公布08年年报,公司实现收入65.82亿元,同比增长36.61%;实现利润总额亿元,同比增长;实现净利润5.42亿元,同比增长14.78%,EPS0.67元,低于我们预计的0.77元。
- 推土机国内需求在09年有望正增长

08年国内推土机厂商销售5463台,同比增速仅为3.29%;09年2月推土机国内销售部分为493台,同比增速为29.74%;09年1-2月累计销售750台,同比下降9.09%。但是考虑到国家以铁路为代表的基建投资规模的加大,推土机国内需求部分有望实现正增长。

出口形势仍然严峻

08年推土机累计出口3190台,同比增速为52.41%,占总销量比例为36.87%,比07年上升了8.51个百分点。09年2月出口188台,同比增速为-28.52%,1-2月累计出口336台,同比增速为-40.32%。推土机出口地区主要为欧洲(俄罗斯)、非洲(建设工程项目出口)、亚洲(中东)等国家,资源类国家在油价低水平运行的情况下投资热情不可能出现高涨的表现,因此未来出口形式依然严峻。

山推推土机龙头地位不可撼动

08年山推推土机销售4576台,同比增速为22.35%,市场份额为52.88%,提高2.22个百分点;出口2143台,同比增速为51.13%,占出口份额为67.18%,与07年的67.75%基本持平。未来山推推土机行业龙头地位仍将维持并巩固。

配套件业绩有所下滑

山推配件主要包括四轮一带、结构件、液力变矩器、变速箱等。欧亚陀主要生产四轮一带及涨紧装置,08年净利润为1950.84万元,同比下降29.42%;结构件公司主要为小松山推的液压挖掘机提供动臂、斗杆、铲斗,08年净利润为3053.37万元,同比增长2.69%;彩桥主要生产驾驶室,08年净利润为4549.49亿元,同比下降21.32%。可以看出,作为公司除推土机外的主要盈利点,配件业务也随工程机械产品销量的下滑出现了整体净利润下滑的状况,09年挖掘机行业整体销量不乐观的预测,使我们对于公司配件业务持谨慎的态度。

小松山推盈利和业绩下滑明显

小松中国08年销售挖掘机10260台,同比增速为18.88%,高于行业的16.11%,市场份额为15.18%;收入为59.12亿元,同比增长12.58%,净利润4.49亿元,同比下降13.17%,收入和净利润增速均差于销量增速。09年2月销售1675台,同比增速为42.07%,1-2月累计销售1938台,同比增速为11.06%,销售势头良好,关键还要看其盈利情况。

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: ¥18.18
上次预测: ¥11.00
当前价格: ¥11.89
2009.03.23



公司简介

公司是推土机行业的龙头企业,市场份额遥遥领先;另外公司的配件业务发展迅速,依靠几个核心配件支撑起了公司发展的半壁江山。

相关报告

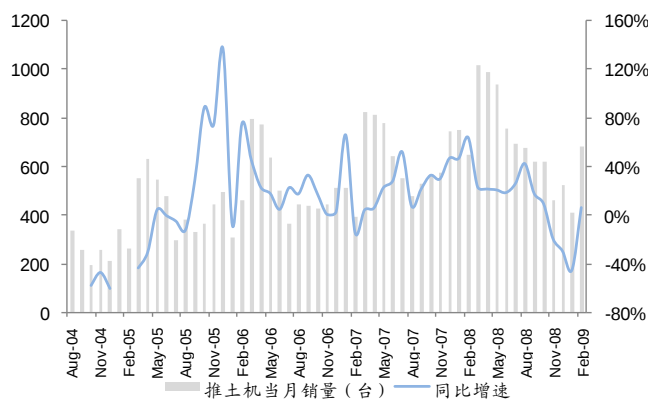
《半边看出口 半边看配件——山推股份调研报告》

● 盈利预测与估值

我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.75 元和 0.91 元，维持公司的“买入”评级。

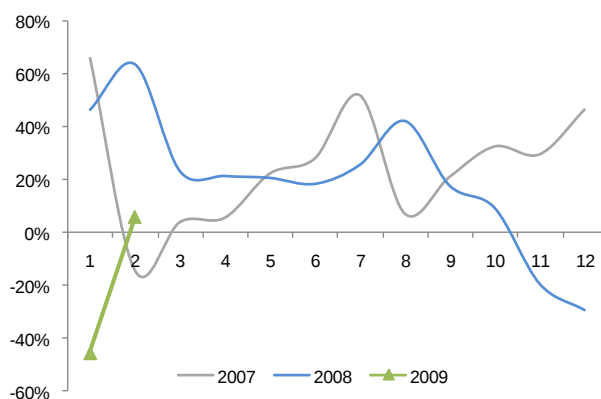
财务摘要 (百万元)	2007A	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	4,818	6,582	6,631	7,563	8,947
(+/-) %	44%	37%	1%	14%	18%
经营利润 (EBIT)	437	578	549	646	767
(+/-) %	80%	32%	-5%	18%	19%
净利润	446	504	569	694	764
(+/-) %	91%	13%	13%	22%	10%
每股净收益 (元)	0.64	0.66	0.75	0.91	1.01
利润率和估值指标	2006	2007	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	18.33%	17.95%	18.20%	18.09%	18.13%
ROE (%)	21.18%	16.54%	15.61%	15.84%	14.71%
ROIC (%)	14.39%	13.56%	12.45%	12.57%	11.82%
PE	12.31	11.95	10.57	8.68	7.88
PB	2.61	1.98	1.65	1.37	1.16
EV/EBITDA	10.94	8.81	7.92	5.88	3.82

图：推土机销量及 YOY



数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

图：推土机销量增速对比



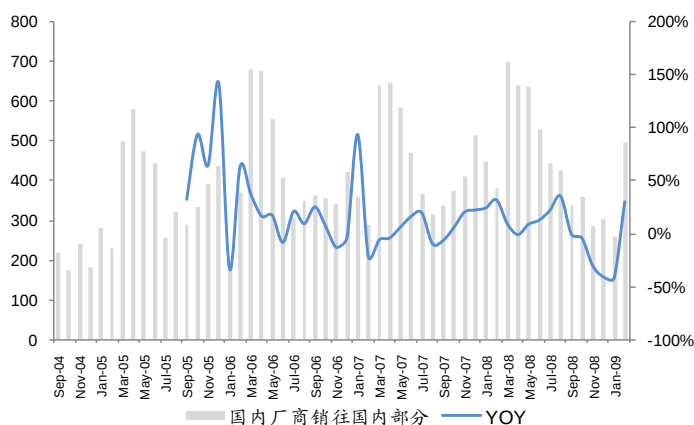
数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

表：山推销量和出口情况

销量	2007	2008	2009	YOY	出口	2007	2008	2009	YOY
1	222	416	245	-41.11%	1	75	207	98	-52.66%
2	173	334	387	15.87%	2	68	187	105	-43.85%
3	399	551			3	133	220		
4	398	563			4	90	233		
5	377	486			5	121	191		
6	344	418			6	125	160		
7	278	336			7	121	178		
8	258	386			8	119	178		
9	285	308			9	125	171		
10	282	315			10	130	166		
11	324	232			11	119	129		
12	400	231			12	192	123		
合计	3740	4576			合计	1418	2143		

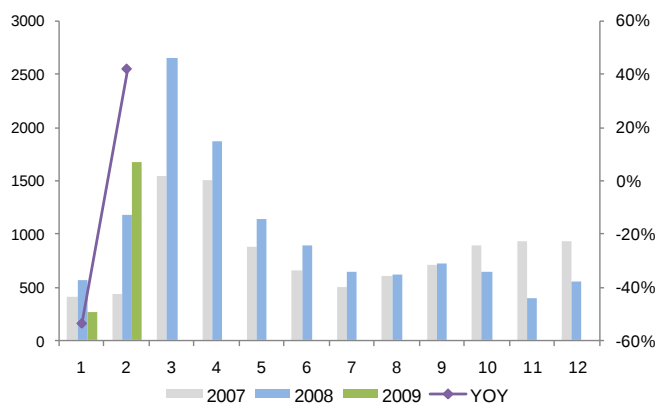
数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

图：国内厂商推土机国内销量及 YOY



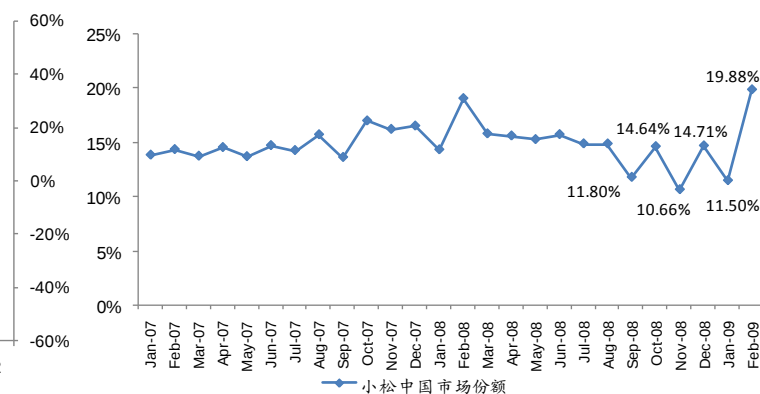
数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

图：小松挖掘机销量及 YOY



数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

图：小松中国市场份额



数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	461	1011	765	1316	2537	营业收入	4818	6582	6631	7563	8947
应收票据	173	88	89	102	120	营业成本	3935	5401	5424	6194	7325
应收账款	584	522	526	600	710	营业税金及附加	15	15	21	22	26
预付款项	237	161	85	-1	-103	销售费用	212	305	307	350	415
其他应收款	65	77	78	89	105	管理费用	219	283	330	349	415
存货	861	1244	1337	1358	1204	财务费用	43	90	18	-4	-14
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14	34	0	0	0
长期股权投资	531	568	568	568	568	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	743	843	1196	1412	1454	投资收益	187	168	176	211	232
在建工程	85	392	496	398	249	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	4	2	2	2	2	营业利润	568	622	707	861	1013
无形资产	73	99	89	80	70	营业外收支净额	-1	14	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	567	636	707	861	1013
资产总计	3851	5038	5234	5924	6918	减: 所得税	95	94	105	127	203
短期借款	421	588	108	0	0	净利润	472	542	602	734	810
应付票据	299	406	408	465	550	归属于母公司的净					
应付账款	724	822	967	1053	1245	利润	446	504	569	694	764
预收款项	163	94	24	-55	-149	少数股东损益	26	38	33	40	47
应付职工薪酬	20	21	21	21	21	基本每股收益	0.64	0.66	0.75	0.91	1.01
应交税费	54	-18	-18	-18	-18	稀释每股收益	0.64	0.66	0.75	0.91	1.01
其他应付款	51	70	70	70	70	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	43.6%	36.6%	0.7%	14.0%	18.3%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	80.0%	32.3%	-5.1%	17.8%	18.7%
负债合计	1745	1993	1587	1543	1727	净利润增长率	90.7%	13.0%	13.0%	21.9%	10.0%
股东权益合计	2106	3045	3647	4381	5191	盈利性					
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售毛利率	18.3%	17.9%	18.2%	18.1%	18.1%
净利润	472	542	602	734	810	销售净利率	9.3%	7.7%	8.6%	9.2%	8.5%
折旧与摊销	73	75	152	192	217	ROE	21.2%	16.5%	15.6%	15.8%	14.7%
经营活动现金流	239	282	676	744	1076	ROIC	14.39%	13.56%	12.45%	12.57%	11.82%
投资活动现金流	-126	-248	-424	-89	132	估值倍数					
融资活动现金流	23	517	-497	-104	14	PE	12.3	11.9	10.6	8.7	7.9
现金净变动	136	551	-246	551	1222	P/S	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
期初现金余额	325	461	1011	765	1316	P/B	2.6	2.0	1.7	1.4	1.2
期末现金余额	461	1011	765	1316	2537	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	10.9	8.8	7.9	5.9	3.8

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	57801.9	54862.0	64644.0	76708.5	85052.7	94320.8	101509.0	103575.8	106113.4	108485.4	111063.1
所得税	8553.9	8118.9	9566.5	15341.7	21263.2	23580.2	25377.2	25894.0	26528.4	27121.4	27765.8
NOPLAT	36377.5	49247.9	46743.1	55077.5	61366.8	63789.5	70740.6	76131.7	77681.9	79585.1	81364.1
营运资金净变动	-15089.6	-8952.0	5143.7	3326.0	29450.7	16873.4	27882.9	-53272.0	-54805.3	-57889.3	55094.1
资本支出	-40511.8	-60000.0	-30000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0
自由现金流	7272.8	7103.0	47599.3	102503.2	94093.5	113426.6	38849.1	39959.0	39824.7	155610.5	160754.5

WACC	9.7%	Ke	12.0%
永续增长率	1%	Kd	5.8%
终值	65194.2	t	25%
企业价值	1390785.5	Rf	4%
非核心资产价值	234416.1	E(Rm)	0.105
债务价值	10823.84	Rm - Rf	7%
股权价值	1379961.7	D/A	1.8%
股本	75916.45	E/A	98.2%
每股价值	18.177373	Beta	1.22

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	8.17%	20.66	21.45	22.34	23.37	24.56
	8.67%	19.34	20.01	20.76	21.61	22.59
	9.17%	18.18	18.75	19.38	20.10	20.91
	9.67%	17.15	17.64	18.18	18.78	19.47
	10.17%	16.23	16.65	17.12	17.63	18.21
	10.67%	15.41	15.77	16.17	16.62	17.11
	11.17%	14.67	14.99	15.33	15.72	16.14

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺	机械行业研究 李强	石化行业研究 张延明	化工行业研究 刘威

请务必阅读正文之后的免责条款部分

+86 22 2845 1625	+86 10 5836 2766	+86 22 2845 1653	+86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn