

上市公司简评报告

专用设备

小松山推净利润下降

事件

公司公布 2008 年年报：全年实现营业收入 65.82 亿元，同比增长 36.61%；归属于母公司的净利润 5.04 亿元，同比增长 12.96%；基本每股收益 0.67 元；利润分配预案 10 派 1 元。按年底总股本计算，摊薄每股收益 0.66 元。公司业绩低于我们预期。

简评

公司利润增速低于收入增速，主要是由于毛利率下降、小松山推贡献的投资收益下降和期间费用率上升、计提存货跌价损失等。

推土机销量稳定增长，毛利率略降

2008 年公司实现推土机销售 4606 台（年报 4597 台），同比增长 23.16%；销售收入 26.68 亿元，同比增长 32.76%；单台销售价格 57.91 万元，同比上涨 7.8%。推土机毛利率 24.68%，同比下降 0.5 个百分点。公司推土机销量增长主要来自出口，全年出口 2154 台，增长 51.9%；国内销量 2452 台，仅增长 5.6%。

公司配件实现销售收入 21.42 亿元，同比增长 46.47%，占营业收入比重 32.54%，上升 2.19 个百分点；配件毛利率 18.06%，同比下降 1.43 个百分点。全年公司营业毛利率 17.95%，下降 0.38 个百分点。相对其他工程机械产品，公司推土机毛利率下降幅度很小，反映出公司较强的市场定价能力。

小松山推净利润同比下降 13.17%

2008 年小松中国实现挖掘机销量 11829 台，同比增长 18.88%；小松山推营业收入 59.12 亿元，增长 12.58%；实现净利润 44852.34 万元，同比下降 13.17%。收入增长、净利润下降源于未提价和销售方式改变。全年，小松山推贡献的投资收益 13455.70 万元，占公司净利润总额的比重 26.71%，下降 8.04 个百分点。

期间费用上升和计提跌价准备减缓增长

工人工资、运输和售后服务费等增加使销售费用上升，全年 3.05 亿元，增长 43.89%。由于升值带来出口汇兑损失大幅增加，全年汇兑损失 7321.09 万元，增长 2.31 倍；在此带动下，全年财务费用 9008.52 万元，增长 111.76%。全年期间费用率 10.31%，同比提高 0.47 个百分点。由于期末钢材价格下调，计提原材料、库存商品等存货跌价损失 3026.60 万元；资产减值损失 3411.34 万元，同比增长 150.65%。

盈利预测与估值

我们预计公司全年实现推土机内销增长 5%，出口下降 15%，总销量 4406 台，下降 4.35%；小松山推净利润下降 10%。我们预计公司 2009~2011 年分别实现每股收益 0.71、0.79 和 0.90 元，目标价 12.3 元，维持“增持”评级。

山推股份（000680）

维持

增持

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn

010-85130639

分析日期：2009 年 03 月 24 日

当前股价：11.89 元

目标价格 6 个月：12.30 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.3/-9.9	44.5/19.7	-8.7/27.2
12 月最高/最低价 (元)		17.96/5.52
总股本 (万股)		75,916
流通 A 股 (万股)		59,771
总市值 (亿元)		90.26
流通市值 (亿元)		71.07
近 3 月日均成交量 (万)		2,209
主要股东		
山东工程机械集团有限公司		21.10%

股价表现



相关研究报告

2008.2.18	配股扩充优势产品产能
2008.4.15	对小松山推依赖下降
2008.4.29	主营参股皆高速增长
2008.7.29	主营快速增长 小松略低预期
2008.10.29	明年出口或难以高增长
2008.11.7	出口持平 内销略增
2009.3.17	澄清重组传闻 发布业绩快报

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

预测和比率

	2,008A	2,009E	2,010E	2,011E
主营收入（百万）	6,581.85	6,714.97	7,383.69	8,281.87
主营收入增长率	36.61%	2.02%	9.96%	12.16%
净利润（百万）	503.78	539.02	596.26	679.59
净利润增长率	12.96%	7.00%	10.62%	13.98%
EPS（元）	0.66	0.71	0.79	0.90
P/E	17.92	16.75	15.14	13.28

图 1：山推股份推土机销量

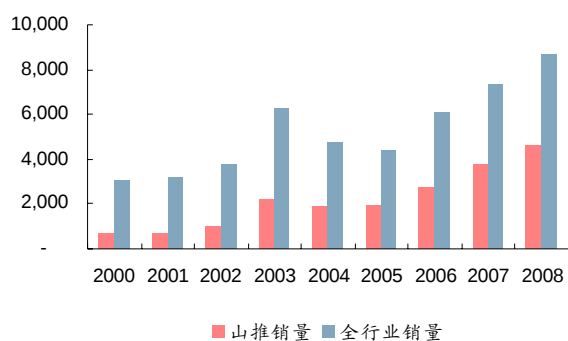
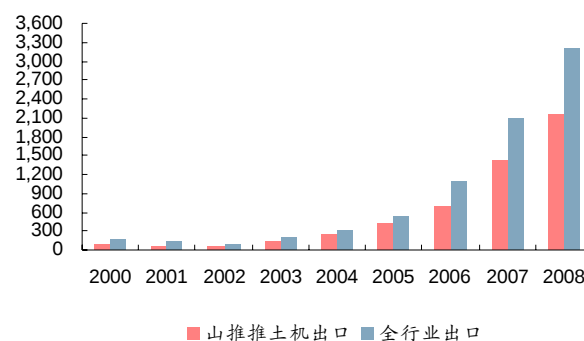


图 2：山推股份推土机出口



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：山推股份推土机市场份额

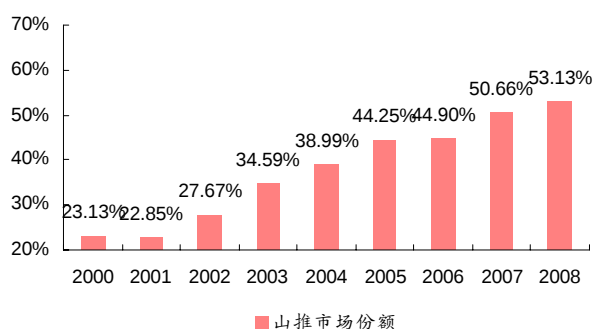
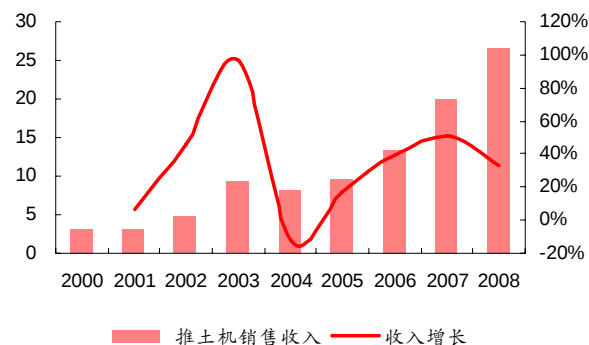


图 4：山推股份推土机销售收入及增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 5：山推股份推土机平均销售单价（万元/台）

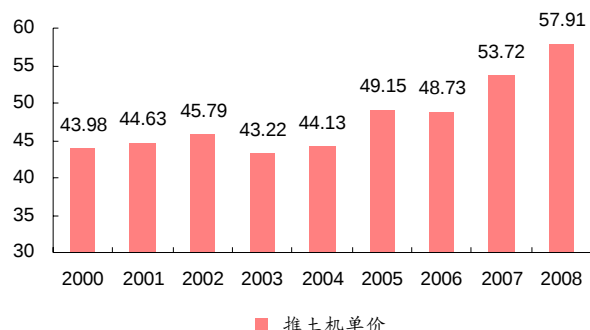
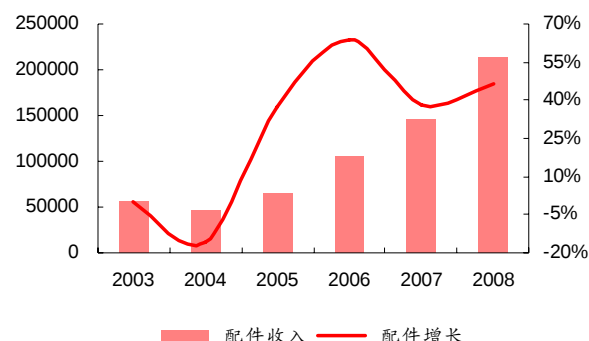


图 6：山推股份配件收入及增长（万元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 1：主要配件控股公司实现净利润（万元）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
结构件公司	-113.35	478.09	759.42	2,320.00	2,973.44	3,053.37
欧亚陀机械	-73.71	112.03	689.09	1,478.35	2,763.87	1,950.84
山推铸钢公司				-1,453.90	-40.50	854.46

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 2：主要配件参股公司贡献的投资收益（万元）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
山东彩桥	437.62	559.74	1,194.75	3,521.02	5,782.16	4,549.49
青岛东碧	-172.32	643.37	132.14	1,574.08	3,599.09	2,996.64
山东锐驰	72.58	82.08	54.83	-234.35	218.28	319.32
贡献的投资收益	148.00	439.21	532.44	1,841.52	3,429.02	2,796.70

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 3：小松山推贡献的投资收益及占比（万元）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
小松净利润	28,244.82	35,491.29	16,779.01	14,531.62	36,407.26	51,655.97	44,852.34
贡献投资收益	14,889.00	10,647.39	5,033.70	4,359.49	10,922.18	15,496.79	13,455.70
公司净利润	14,838.54	15,391.82	9,278.64	9,586.89	23,392.78	44,599.37	50,378.06
占比	100.34%	69.18%	54.25%	45.47%	46.69%	34.75%	26.71%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 4：山推股份盈利预测假设（台，万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
推土机						
内销	2,024	2,322	2,452	2,575	2,703	2,838
增长	32.90%	14.72%	5.60%	5%	5%	5%
出口	709	1,418	2,154	1,831	1,922	2,115
增长	68.41%	100.00%	51.90%	-15%	5%	10%
总销量	2,733	3,740	4,606	4,406	4,626	4,953
销量增长	40.59%	36.85%	23.16%	-4.35%	5.00%	7.08%
单价	48.73	53.72	57.91	59	61	62
主营收入	133,170.42	200,922.13	266,750.05	259,924.50	282,172.28	307,097.53
收入增长	39.37%	50.88%	32.76%	-2.56%	8.56%	8.83%
毛利率	25.58%	25.18%	24.68%	25.0%	25.5%	25.5%
挖掘机						
主营收入	55,733.04	65,971.13	87,952.85	92,350.50	101,585.54	111,744.10
收入增长	142.52%	18.37%	33.32%	5%	10%	10%
毛利率	4.48%	4.97%	6.07%	6%	6%	6%
压路机						
销量	431	527	565	550	575	600
销量增长	43.67%	22.27%	7.21%	-2.65%	4.55%	4.35%
单价	27.32	25.31	29.75	30	30	30
主营收入	11,776.71	13,337.60	17,051.37	16,500.00	17,250.00	18,000.00
收入增长	46.68%	13.25%	27.84%	-3.23%	4.55%	4.35%
毛利率	8.96%	6.33%	1.42%	3%	3%	3%
配件						
主营收入	105,580.27	146,213.01	214,156.76	235,572.43	270,908.30	325,089.95
收入增长	63.68%	38.49%	46.47%	10%	15%	20%
毛利率	17.99%	19.49%	18.06%	19%	19%	19%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

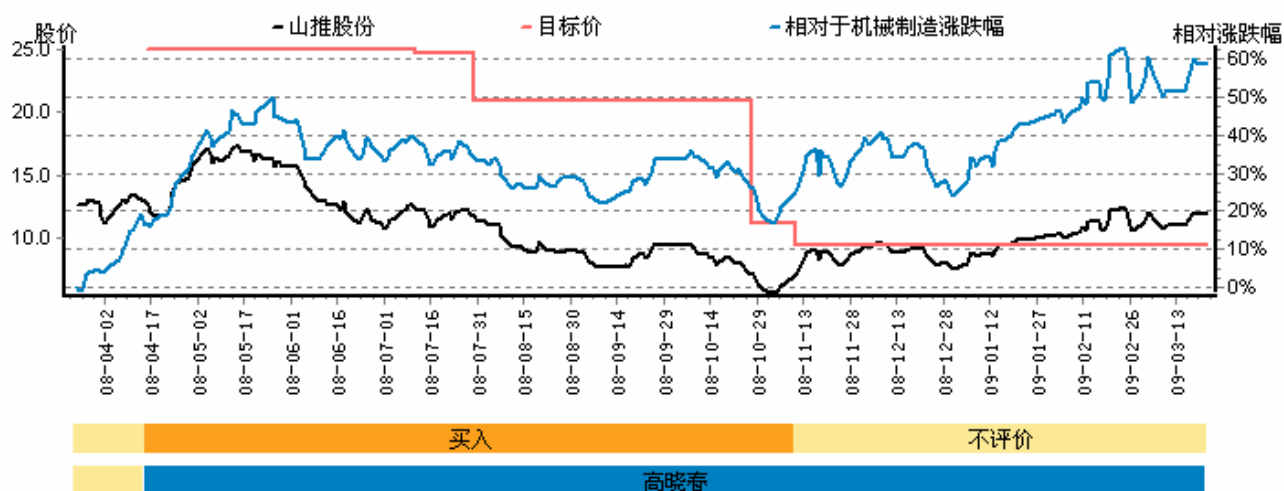
表 5：山推股份盈利预测表

单位：万元

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	335,501.94	481,810.25	658,184.66	671,497.14	738,369.36	828,186.51
减：营业成本	276,008.55	393,488.17	540,060.02	542,857.23	595,469.20	668,054.32
营业税费	1,119.57	1,485.51	1,485.28	2,014.49	2,215.11	2,484.56
销售费用	13,660.85	21,197.02	30,501.27	33,968.97	37,436.67	40,904.37
管理费用	20,433.33	21,948.34	28,336.24	31,269.51	34,202.79	37,136.06
财务费用	2,451.19	4,254.04	9,008.52	7,657.24	9,119.10	10,580.96
资产减值损失	2,046.47	1,360.97	3,411.34	2,272.93	2,348.41	2,677.56
加：公允价值变动净收益						
投资净收益	12,455.12	18,746.79	16,770.86	15,093.77	16,603.15	18,263.47
二、营业利润	32,237.11	56,823.01	-10.54%			
加：营业外收入	411.93	171.20	62,152.86	66,550.54	74,181.23	84,612.14
减：营业外支出	53.57	293.11	1,807.75	796.96	925.30	1,176.67
三、利润总额	32,595.48	56,701.10	363.80	236.83	297.91	299.51
减：所得税	7,964.58	9,491.47				
四、净利润(含少数股东损益)	24,630.90	47,209.63	63,596.81	67,110.68	74,808.62	85,489.30
减：少数股东损益	1,238.11	2,610.27	9,411.53	8,388.83	9,351.08	10,686.16
净利润(不含少数股东损益)	23,392.78	44,599.37	54,185.28	58,721.84	65,457.54	74,803.14
五、摊薄每股收益：	0.31	0.59	0.66	0.71	0.79	0.90

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春，机械行业研究员。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010