



山推股份 (000680.SZ)

谨慎推荐 (维持)

所属行业: 机械行业

行业评级: 中性

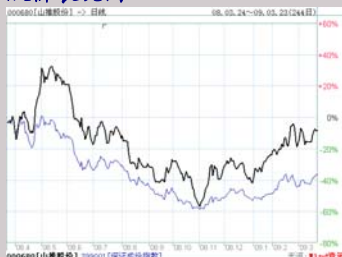
股价数据

12 个月区间 (元) 5.52—17.96

股本结构

总市值 (亿元)	90.25
流通市值 (亿元)	71.10
总股本 (亿股)	7.59
流通 A 股 (亿股)	5.98
流通 B 股 (亿股)	0

股价表现图



相关报告:

《山推股份 (000680): 国内、外市场比翼齐飞》

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师

孙绍冰

Tel: (86531) 81283788

Fax: (86531) 81283791

Email: sunsb@qlzq.com.cn

山推股份 (000680):

08 年推土机、配件业务增长, 投资收益下降

投资要点:

◇08 年, 公司实现营业收入 658,184.66 万元, 比上年同期增长 36.61%; 实现营业利润 62,152.86 万元, 比上年同期增长 9.38%; 实现净利润 54,185.28 万元, 比上年同期增长 14.78%。同时公司还公布了年度利润分配方案: 按每 10 股派发现金 1.00 元 (含税); 本年度不进行资本公积金转增股本。公司 2009 年经营目标: 营业收入 66 亿元, 出口创汇 2.37 亿美元。

◇推土机、配件及小松山推仍然左右公司的业绩表现, 08 年推土机及配件业务维持怎张势头, 而小松山推出现下滑。公司的推土机业务国内市场份额已经超过 50%, 公司提出到 2012 年全球市场份额达到 20%, 国际市场的开拓情况将直接决定该目标能否实现; 配件业务占公司业务收入比重继续提高, 已经成为公司业绩增长的重要保障; 小松山推的重要性已经开始下降, 但日系品牌在国内的市场份额短期内难以发上大的变化, 未来投资收益依然可观。

◇预计 2009-11 年 EPS 分别为 0.70 元、0.83 元和 0.98 元, 对应 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍。08 年第四季度基本代表了行业最困暖的时期, 09 年春节以后, 随着传统销售旺季的来临, 工程机械行业有回暖迹象, 但判断行业景气反转的理由仍不充分, 考虑到公司在国内市场的垄断优势以及有望从国家基建投资中受益, 我们维持公司的“谨慎推荐”评级

财务数据与估值

项目	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	4818	6582	6851	7697
同比增长	-	36.61%	4.09%	12.35%
净利润 (百万元)	446	504	534	629
同比增长	-	13.00%	5.95%	17.79%
每股收益 (元)	0.64	0.66	0.70	0.83
PE	-	-	17	14

资料来源: 齐鲁证券



正文目录

一、08 年推土机、配件增长，投资收益下降	- 3 -
1. 08 年毛利率小幅下降属正常波动	- 3 -
2. “三驾马车”撑起公司业绩增长	- 3 -
3. 推土机：维持国内份额，开拓国际市场	- 4 -
4. 配件业务：业绩增长的重要保障	- 6 -
5. 小松山推：投资收益的重要来源，但重要性下降	- 6 -
二、投资建议	- 7 -
三、风险提示	- 8 -

图目录

图 1：公司主营毛利率变动情况	- 3 -
图 2：公司业务构成	- 4 -
图 3：公司推土机月度销量	- 5 -
图 4：小松山推收入、净利润	- 6 -
图 5：主要厂商挖掘机市场份额变化	- 7 -
附表 1：业务构成及预测	- 9 -
附表 2：山推股份利润预测表	- 10 -



报告期内，公司实现营业收入 658,184.66 万元，比上年同期增长 36.61%；实现营业利润 62,152.86 万元，比上年同期增长 9.38%；实现净利润 54,185.28 万元，比上年同期增长 14.78%。

同时公司还公布了年度利润分配方案：按每 10 股派发现金 1.00 元（含税）；本年度不进行资本公积金转增股本。

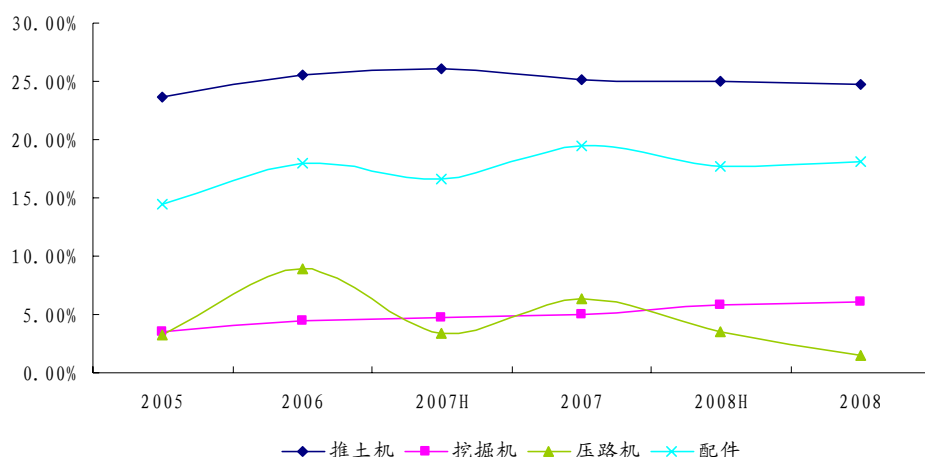
公司 2009 年经营目标：营业收入 66 亿元，出口创汇 2.37 亿美元。

一、08 年推土机、配件增长，投资收益下降

1. 08 年毛利率小幅下降属正常波动

公司 08 年综合毛利率为 17.95%，较 07 年 18.14% 下降了 0.19%，基本持平。从分产品情况看，推土机毛利率较 07 年下降了 0.5%；配件业务下降了 1.43%（图 1）。

图1：公司主营毛利率变动情况



数据来源：齐鲁证券研究所

由于 08 年上半年钢材价格超预期增长，虽然公司进行产品结构调整，加大了大功率推土机的销售比重，并在 08 年年初、年中进行相应调价，但仍不能完全消除钢材涨价的影响。不过，总体来看，公司 08 年毛利率下降幅度属正常波动。

展望 09 年，钢材价格已经回落，虽然市场低迷可能会对需求产生一定的影响，公司各主营毛利率企稳回升。

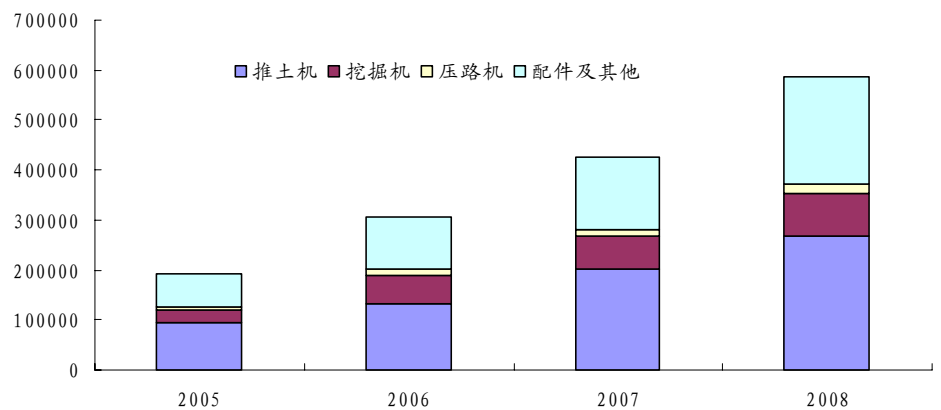
2. “三驾马车”撑起公司业绩增长

公司业绩构成：推土机、配件、来自于小松山推的投资收益，即我们通常所说的“三驾马车”。从下图的营业收入构成中，我们仅能看到



推土机及配件业务的变化情况：推土机收入占比已经从 07 年的 47.1% 下降到 45.5%；而配件业务从 07 年的 34.3% 提高到 08 年的 36.6%；挖掘机业务系销售小松山推的挖掘机产生的商业性质的销售收入，毛利率较低，对公司业绩影响不大；平地机业务始终起色不大（图 2）。虽然由于 08 年第四季度挖掘机市场受到严重冲击，但公司仍从小松山推获得了 13456 万元的投资收益，不过，来自于小松山推的投资收益占公司利润的比重已经呈逐年下降趋势。虽然公司开始尝试多元化经营，但推土机、配件业务以及来自于小松山推的投资收益的收入格局不会在短期内发生改变。

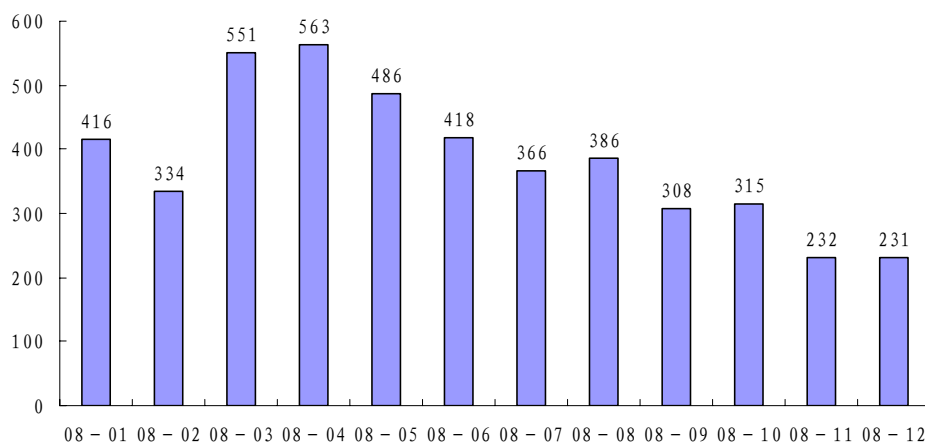
图2：公司业务构成



数据来源：齐鲁证券研究所

3. 推土机：维持国内份额，开拓国际市场

公司推土机销售呈季度波动：一般年后的几个月是销售旺季（根据过年时间可能有所差异；第三季度最差；第四季度会有回暖。但 08 年 10 月起，由于金融危机的冲击，国内外需求严重恶化，公司销售受到严重冲击，结果第四季度表现不是很好（图 3）。


图3：公司推土机月度销量


数据来源：工程机械行业协会，齐鲁证券研究所

按照协会数据，08 年国内 12 家主要企业销售推土机 8669 台，同比增长 17.4%，基本保持了推土机行业稳定增长的势头。公司是国内推土机市场名副其实的龙头企业：销售收入、销售台量、市场占有率、出口额、利润等连续六年实现行业第一。2008 年国内市场占有率达 51.5%，出口市场占有率 68.8%。

推土机市场容量小，且公司国内市场份额已经超过 50%，未来国内市场空间主要来自于对竞争对手市场的挤占。而国内推土机行业由山推、宣化、彭浦、天建四分天下的竞争格局短期内不会出现较大变化，随着卡特彼勒、小松等对中国市场投入的加大，市场竞争将会更加激烈。我们认为，公司国内未来市场份额上升的空间不是很大。

公司提出：在 2012 年，推土机销量要保持国内第一、世界进入前三，国内市场占有率要保持在 50%，国际市场占有率要达到 20%。公司已经在 08 年通过配股募集资金进行面向国际市场的大功率推土机出口项目技改，该项目一期已经完成投产，08 年公司推土机产量达到 4677 台，实现销售 4597 台，二期工程 09 年可以完成，届时公司推土机产能可以达到 6000 台。

与国外产品相比，公司性价比优势明显（产品仅为国外同类产品的二分之一）；公司目前全球份额仍然较低，属于开拓期。所以，虽然全球经济受金融危机冲击较大，对公司来讲，有挑战也有机遇。但我们认为，出口市场，公司机遇大于挑战。

09 年 1 月份（春节假期），公司销售推土机 240 台左右；09 年 2 月份销售 387 台；3 月 1 日到 15 日销售 203 台。对比 08 年 12 月份，销



售环比回暖已经基本确认。但从 09 年 4 月起，销售环比很可能下降。

4. 配件业务：业绩增长的重要保障

配件业务是我国工程机械行业短板，薄弱的基础零部件一方面造成整机企业产品质量难以控制，从而影响了产品竞争力；另一方面，关键零部件受制于人，企业难以发展壮大。

公司目前配件除了进入日本小松全球采购体系，还向柳工等国内知名工程机械企业配套。公司已经与青岛东碧解除了相关协议，从根本上解决了公司做大、做强配件业务的障碍，公司正在进行配件业务产能扩充，争取更多产品进入国际知名工程机械制造企业的全球采购体系。

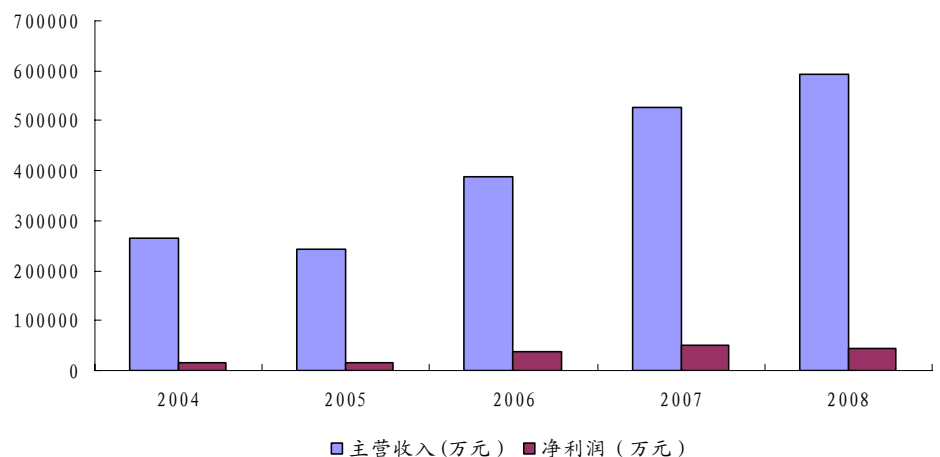
公司为克服推土机业务单一的风险，近年来一直尝试多元化战略，我们认为，配件业务就是一个非常好的选择：配件除了直供制造厂商，维修市场的潜力也不容小觑。与推土机业务相比，配件业务周期性明显较弱。

配件业务占公司销售收入的比重已经从 07 年的 34.3% 提高到 08 年的 36.6%。我们认为 09 年配件业务仍会有超过 20% 的增长。

5. 小松山推：投资收益的重要来源，但重要性下降

08 年，小松山推实现营业收入 591228 万元，同比增长 12.58%；实现净利润 44852 万元，同比下降 13.17%（图 4）。这显示钢材价格及金融危机对小松山推造成比较大的影响。公司从小松山推获得的投资收益也相应的从 1.55 亿元下降到 08 年的 1.35 亿元。

图4：小松山推收入、净利润

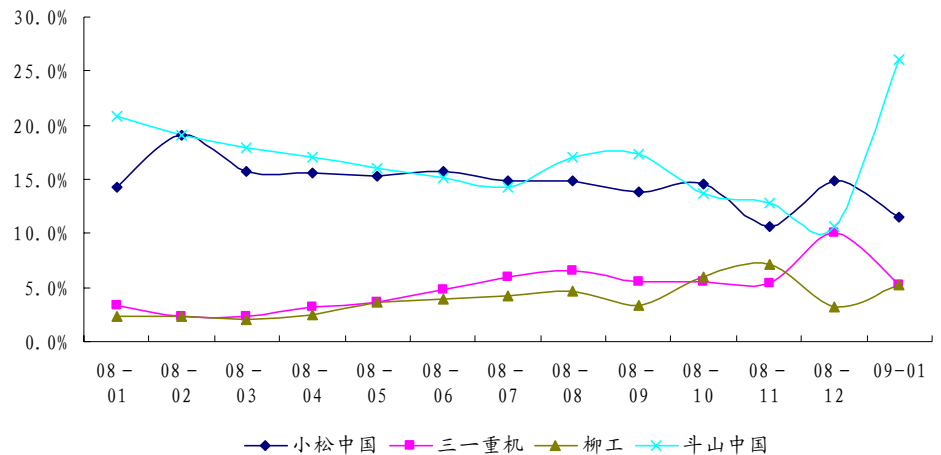


数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所



另外，国内挖掘机市场 08 年竞争格局出现松动：国外厂商市场份额下降，国内厂商市场份额提升。国内厂商前两名和国外厂商前领面市场份额的变化反映了这一变化趋势（图 5）。

图5：主要厂商挖掘机市场份额变化



数据来源：工程机械行业协会，齐鲁证券研究所

不过，由于国内厂商目前的竞争对手主要是韩系品牌，三一产品价格已经超过了韩系产品，但以小松为代表的日系品牌，国内厂商目前还难以形成威胁，所以，小松山推的市场份额 09 年不会出现大的变动。

虽然受经济危机的影响比较大，但 08 年第四季度销售近于停滞的现象并不正常（08 年年末每月销售仅有 200-300 台）。不过，09 年要重现 08 年上半年的销售火爆局面也没有可能（09 年 1 月份小松山推销售 400 多台，而去年同期有 1000 多台）。我们认为 09 年获得的投资收益仍有可能继续下滑。

另外，来自于小松山推的投资收益占公司利润的比重已经呈下降趋势，根据我们粗略估算，小松山推投资收益占公司利润比重已经从 07 年的 27% 下降到 08 年的 22%，这显示了公司主业盈利能力及抗风险能力的提高。

二、投资建议

预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.70 元、0.83 元和 0.98 元（详细预测参见附表），对应 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍。

09 年春季以来，随着行业传统销售旺季的到来，行业有回暖迹象，09 年前三个月行业销售环比呈增长态势，不过我们担心的是：4 月份开始，销售环比有可能重回跌势，一旦出现这种迹象，估值压力可能在二



级市场上得到释放。

我们认为 08 年第四季度基本代表了行业最困难时期，虽然目前判断景气反转的基础仍不充分，但考虑到公司推土机行业国内市场占有率第一，公司将从国家基建投资中收益，我们维持对公司“谨慎推荐”投资评级。

三、风险提示

- 1) 09 宏观经济的不确定性是投资的最大风险。
- 2) 未来如果钢材等原材料超预期增长，将直接影响公司的盈利能力。


附表1：业务构成及预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
合计（单位：万元）					
总收入	481810	658185	685114	769749	926882
（+/-）	43.61%	36.61%	4.09%	12.35%	20.41%
总成本	394388	540060	567798	635225	765107
综合毛利率	18.14%	17.95%	17.98%	18.27%	18.20%
推土机					
营业收入	200922	266750	274753	307723	369267
（+/-）	50.88%	32.76%	3.00%	12.00%	20.00%
营业成本	150335	200914	206064	230792	278797
毛利率	25.18%	24.68%	25.00%	25.00%	24.50%
挖掘机					
营业收入	65971	87953	83555	87733	100893
（+/-）	18.37%	33.32%	-5.00%	5.00%	15.00%
营业成本	62691	82618	79378	83346	95848
毛利率	4.97%	6.07%	5.00%	5.00%	5.00%
压路机					
营业收入	13338	17051	15346	16113	17725
（+/-）	13.25%	27.84%	-10.00%	5.00%	10.00%
营业成本	12493	16809	15039	15630	17193
毛利率	6.33%	1.42%	2.00%	3.00%	3.00%
配件					
营业收入	146213	214157	235573	270909	338636
（+/-）	38.49%	46.47%	10.00%	15.00%	25.00%
营业成本	117717	175485	193170	220791	275988
毛利率	19.49%	18.06%	18.00%	18.50%	18.50%
其他业务					
营业收入	55366	72274	75888	87271	100361
（+/-）	-	30.54%	5.00%	15.00%	15.00%
营业成本	50252	64233	68299	78544	90325
毛利率	10.18%	12.52%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所


附表2：山推股份利润预测表

利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4818	6582	6851	7697	9269
营业成本	3935	5401	5619	6291	7582
营业税金及附加	15	15	15	20	25
销售费用	215	305	317	357	430
管理费用	219	283	295	331	399
财务费用	43	90	94	105	127
资产减值损失	14	34	0	0	0
营业总成本	4437	5746	6340	7104	8562
投资收益	187	168	150	180	200
营业利润	568	622	661	773	907
营业外收入	2	18	-	-	-
营业外支出	3	4	-	-	-
利润总额	567	636	661	773	907
所得税	95	94	98	114	134
净利润	472	542	564	659	773
少数股东权益	26	38	30	30	30
归属母公司净利润	446	504	534	629	743
EPS（元）	0.64	0.66	0.70	0.83	0.98

数据来源：齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791