

山推股份（000680）建筑、农业机械

——业绩符合预期，未来稳定增长

2009 年 4 月 17 日

投资评级	谨慎推荐	公司评级	A	收盘价	12.43	元
------	------	------	---	-----	-------	---

事件：

一季度公司实现营业收入 15.60 亿，同比减少 4.12%；实现归属于母公司所有者的净利润 8,789.59 万元，同比减少 50.88%，基本每股收益为 0.12 元。

结论：

预计公司 09 年和 10 年的每股收益为 0.77 元和 0.89 元，公司 09 年和 10 年的动态市盈率为 16.14 x 和 13.97 x，考虑到公司所处的行业地位和发展潜力，维持公司谨慎推荐的投资评级。

正文：

● 行业销量降幅收窄

2 月我国推土机销售 681 台，环比增长 68%，同比增长 6%，1-2 月累计下降 20%，比 08 年 11 月份和 12 月份降幅收窄。

从行业销售数据来看，1 月份销量接近历史低点，但 2 月份出现了销量的同比正增长，环比回暖趋势明显。不过 2 月份销量同比正增长一个重要原因是由于春节因素，由于 09 年春节假期全部在 1 月份，因此导致了 1 月份销量减少而 2 月份销量增加，因此将 1-2 月合计来看意义更重。

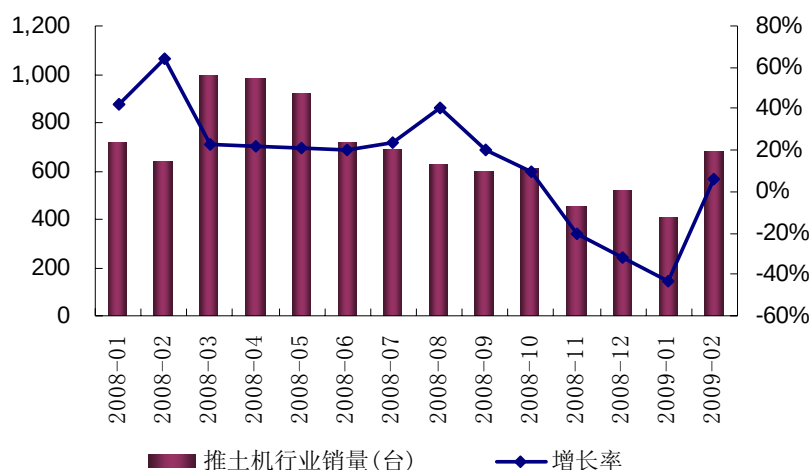
● 出口市场低迷

根据 1-2 月份的销售数据来看，行业出现了环比回暖而同比依然负增长，主要源于出口大幅下降，而内需增速则有回暖迹象，国内市场要好于海外市场。

联系方式

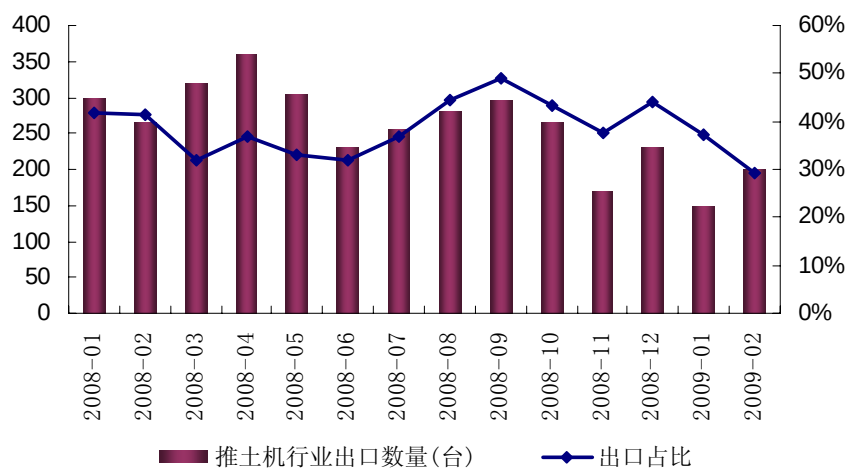
研究员：张 微 姚春雷
电 话：021-51097188-1932
电 邮：zhangwei2@gyzq.com.cn
联系人：朱厚中
电 话：（86-21）51097188-1853
电 邮：zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F（200120）

图 1：推土机行业销量及增速



资料来源：工程机械工业协会

图 2：推土机行业出口量及占比



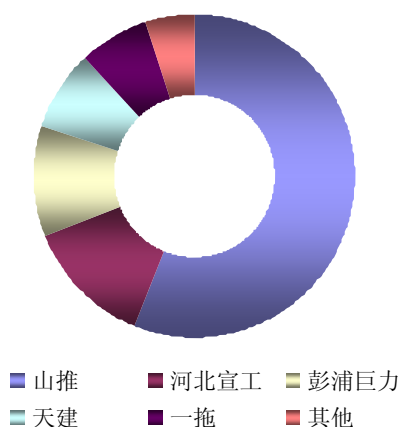
资料来源：工程机械工业协会

1-2 月推土机行业的出口数量大幅低于 08 年同期水平，一般而言，1-2 月出口比重要高于全年平均水平（春节因素，国内销量减少），但今年 1-2 月工程机械产品的出口比重却明显下降。

● 公司是推土机行业龙头企业

公司推土机业务已连续六年实现销售收入、销售台量、市场占有率、出口额、利润等 5 个“行业第一”，08 年国内市场占有率达 51.5%，出口市场占有率为 68.8%，国外市场占有率约为 10%，稳居国内推土机行业首位。

图 3：推土机市场占有率

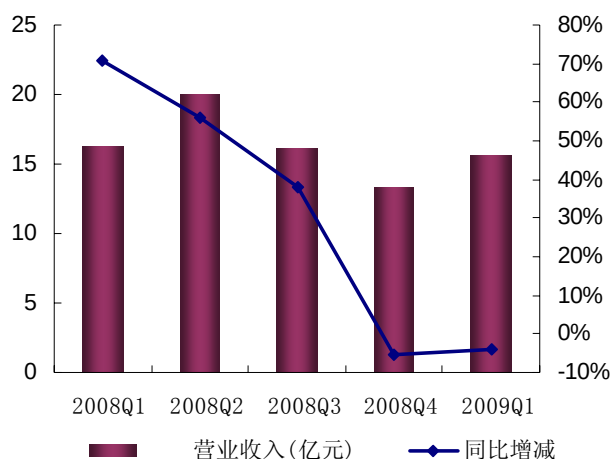


资料来源：国元证券研究中心

● 公司一季度经营情况

一季度公司实现营业收入 15.60 亿，同比减少 4.12%，但是环比上升 16.59%，作为推土机龙头，公司情况还是要好于行业整体。

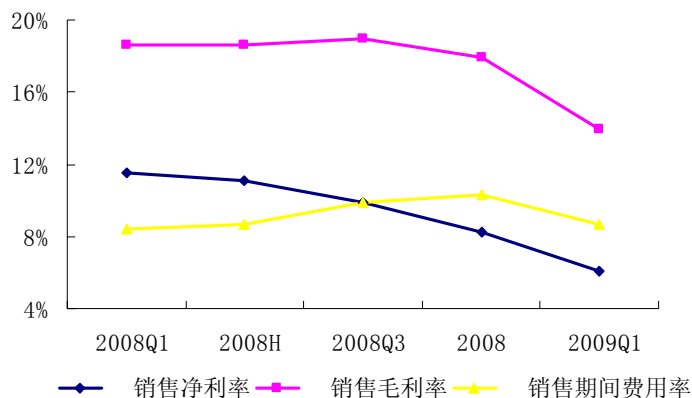
图 4：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告

实现归属于母公司所有者的净利润 8,789.59 万元，同比减少 50.88%，利润降幅高于收入降幅，主要原因是 1) 本期小机型主机的销售量占比增加，致使公司毛利率大幅下降；2) 投资收益下降明显，从去年一季度的 6,267.24 万元下降到 3,698.11 万元，同比减少 40.99%，参股公司小松山推受金融危机影响，净利润下降明显。

图 5：公司单季度毛利及净利情况



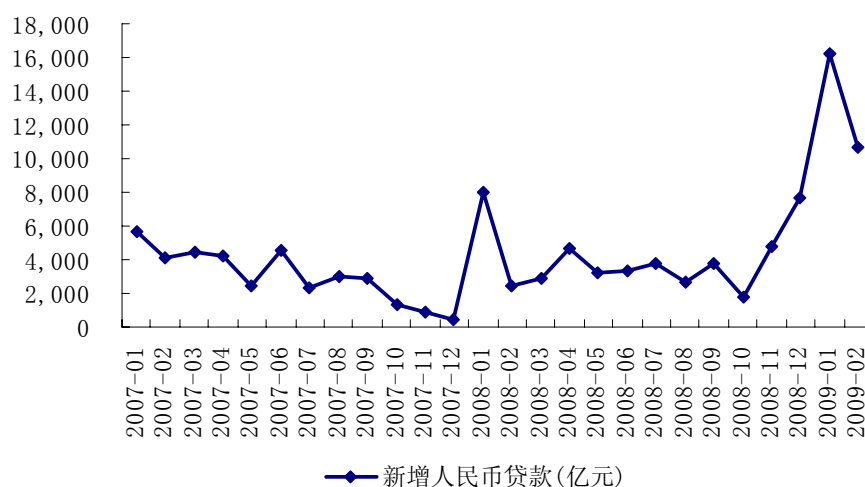
资料来源：公司公告

● 推土机行业逐渐回暖

一季度，央行加大信贷支持力度，1月和2月新增信贷规模高达16,200亿元和10,700亿元，创历史新高。

受信贷支持的影响，新开工项目18,533个，同比增加4,056个；新开工项目总投资7,437亿元，同比增长87.5%；累计施工项目78,696个，同比增加11,306个；施工项目计划总投资163,546亿元，同比增长25.4%。

图 6：信贷规模迅速扩张



资料来源：Wind

去年上半年推土机行业销售基数较大，下半年受金融危机的冲击，基数较小，全年是前高后低的走势，因此预计今年一、二季度推土机行业同比会负增长，下半年正增长，基建投资的效果要到二季度末或者下半年才得以体现。

此外，如果房地产市场能持续回暖，也会给推土机行业带来新的需求和增长点。

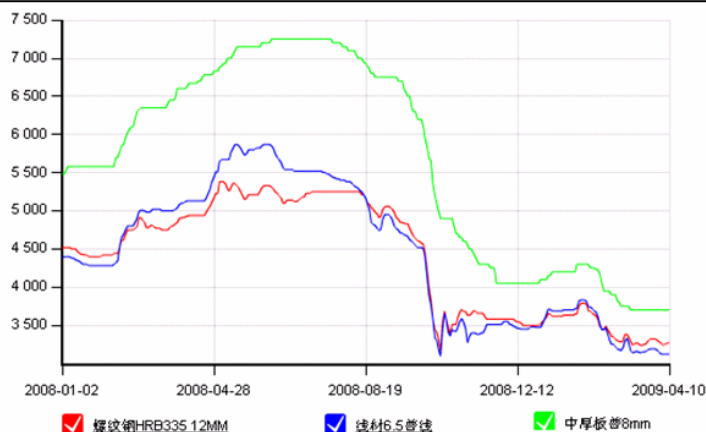
预计09年公司内销增长5%，总销售收入基本与08年持平，实现营业收入66亿元。

● 钢价下跌提升公司盈利能力

估计钢材占推土机生产成本的比例为30%，考虑到08年下半年以来钢材价格的暴跌以及钢价影响的滞后效应的存在，公司成本压力逐渐减轻。

预计09年钢材像08年上半年价格猛涨的情况不大可能出现，企业的盈利能力则会逐渐好转。

图 7：钢价走势



资料来源: Mysteel

● 投资建议

预计公司 09 年和 10 年的每股收益为 0.77 元和 0.89 元，公司 09 年和 10 年的动态市盈率为 16.14 x 和 13.97 x，考虑到公司所处的行业地位和发展潜力，给予公司谨慎推荐的投资评级。

● 风险提示

1) 市场环境变化的风险

受金融危机及其对实体经济的冲击，未来一段时间内经济将进入低谷，对工程机械的需求量将减少，尤其是国际工程机械市场，一些国家采取的贸易保护主义则对产品出口造成较大压力。

2) 行业竞争加剧

09 年，推土机行业的竞争格局不会出现较大变化，但随着工程机械业的国际跨国企业卡特彼勒、小松等对中国市场投入的加大，市场竞争将会愈加激烈。

3) 应收账款风险

在当前经济形势下，客户或经销商由于经营不善或者恶意欠款的可能性加剧，从而导致应收账款回收困难、回收期增长、呆坏账增多的情况。

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn