

山推股份 (000680.sz)

内需增长，出口触底复苏可期

惠毓伦 研究员

电话: 020-87555888-323

eMail: hyl6@gf.com.cn

王磊 研究助理

电话: 020-87555888-667

eMail: wl15@gf.com.cn

推土机龙头，业务增长稳定

山推股份是国内推土机行业龙头，市场份额和产品质量居国内首位。以 2009 中报数据看推土机产品占收入比 33.23%，配件收入 36.33%，挖掘机 12.60%。预计推土机业务将维持稳定，配件等业务将保持增长。公司目前的产品战略主要是加强配件业务，形成主机、配件两条腿走路的市场拓展机制。配件业务的发展使山推具有抗风险能力更强的多元化产品结构及市场结构。

推土机出口复苏在即，配件优势明显

推土机行业高速增长时期已经过去，正在步入成熟期。虽然出口量下降较多，但是年内基础设施投资陆续释放及采掘业回暖，预计 2009 年销量将仅有较小幅度的下滑；配件主要供应小松山推以及国内挖掘机厂家，目前国内厂家挖掘机市场占有率上升较快，配件业务随着产能的释放增长迅速。

小松山推挖掘机回升较为确定

随着经济的复苏及信贷政策的宽松，进口品牌销量也在回升，上半年小松山推销量达到 4700 余台，7 月份销量接近 500 台，八月份挖掘机行业销量预计 5500 台，同比增长 34%，小松中国销量近 900 台，同比增长近 50%。我们对小松山推在下半年的销量持比较乐观的态度。预计全年销量将与去年持平。下半年随着材料成本下降较快及销量同比增长较多，小松山推的毛利率将回升较快，相应增加山推下半年的投资收益。

盈利预测与估值

我们预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 70.5 亿元、86.7 亿元、109.9 亿元。EPS 分别为 0.590、0.726、0.967 元。合理的估值 14.5 元。给予“买入”的投资评级。

风险提示

1、对下游行业依赖的风险；2、销售模式引致的风险；3、行业竞争加剧的风险；4、主要原材料价格波动的风险；5、汇率变动风险。

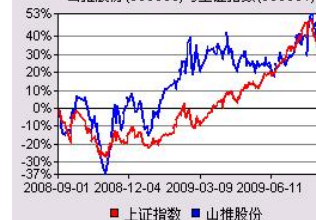
公司评级

买入

当前价格(元)	10.63
目标价格(元)	14.50
前次评级	无评级

股价走势

山推股份(000680)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-15.63%	-3.79%	16.61%
上证综指	-12.85%	10.49%	47.80%

股票数据

总股本(万股)	75,916.45
流通 A 股(万股)	63,556.67
主要股东:	

山东工程机械集团有限公司

主要股东持股比例	21.10%
流通 A 股比例	83.72%

财务比率

ROE	17.43%
ROA	10.00%
资产负债率	39.56%
每股净资产(元)	3.81

2008 年报数据。

推土机龙头，业务增长稳定

推土机业务为主，配件为辅

山推股份是国内推土机行业龙头，市场份额和产品质量居国内首位，是全球建设机械制造商50强、中国制造业500强、中国机械工业效益百强企业。目前产品线较为齐全，公司主要产品有各种型号推土机、压路机、吊管机、压路机及其他路面机械主机和履带链轨总成、工程机械用四轮、液力变矩器。以2009中报数据看推土机产品占收入比33.23%，配件收入36.33%，挖掘机12.60%。预计推土机业务将维持稳定，配件等业务将保持增长。

公司目前的产品战略主要是加强配件业务，成立“配件支持部”，促进配件的海外销售工作，形成主机、配件两条腿走路的市场拓展机制。

图 1: 2008 年市场竞争格局

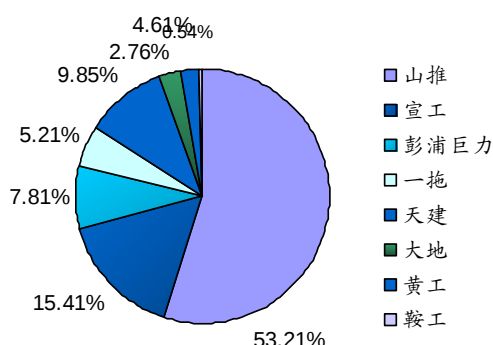


图 2: 营业收入、利润、毛利率近年的变动状况

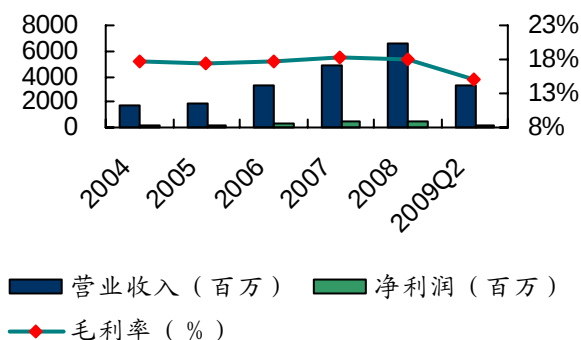


图 3: 2009 年中期收入结构

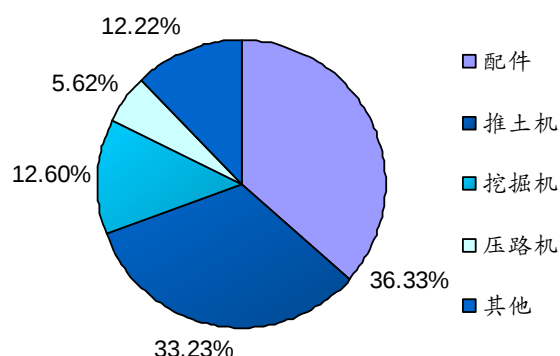
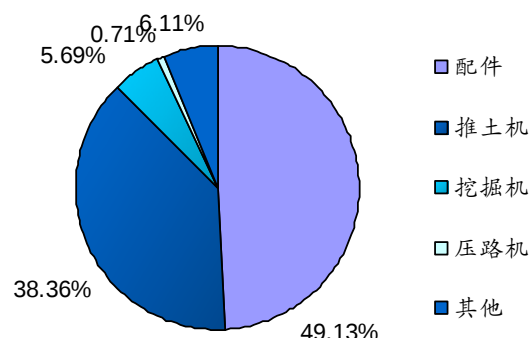


图 4: 2009 年中期毛利构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

配件业务战略化解产品结构较为单一的风险

公司是推土机行业规模最大、盈利能力领先的龙头企业，公司目前正在

在快速提升第二大主业配件业务,进一步增强公司整体抗风险能力。同时,公司正致力于发展路面机械、叉车、挖掘机等新产品,形成抗风险能力更强的多元化产品结构。另外加大对海外市场的投入和加快销售网络建设,开拓新的市场,也将形成抗风险能力较强的市场结构。

业务结构未来趋势:推土机龙头地位依然保持不变,品牌优势及差异化的竞争策略保证领先优势,在制造工艺、零部件配套能力、熟练装配工人等制造环节方面的经验明显高于同行业其他企业。推土机在我国的发展已经非常成熟,未来增长主要看出口回暖的情况,这部分业务将平稳发展;配件市场占有率处于较高水平,待产能扩张后,规模效应将带来成本的下降。公司生产的配件主要给国内厂家及小松山推配套,随着国产挖掘机进口替代效应的继续,这部分业务将增长迅速;其他产品尚在培育期,一段时间内对主营业务影响不大。

图 5: 产品结构渐渐多元化

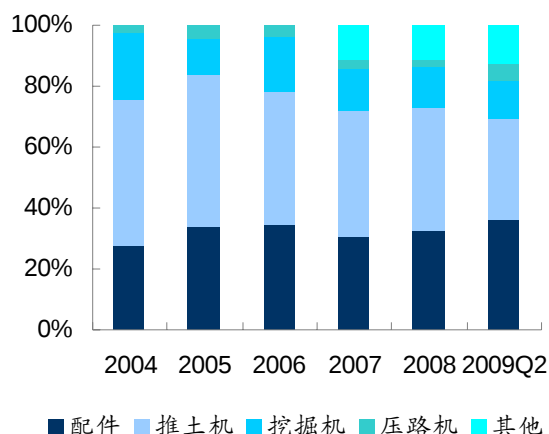
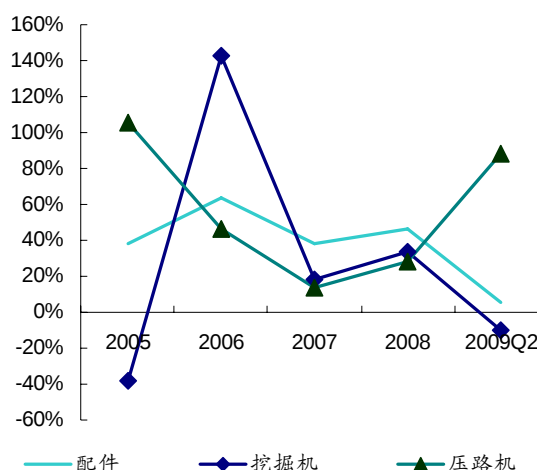


图 6: 非推土机业务收入增长速度



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

推土机出口复苏在即, 配件优势明显

目前,推土机行业高增长时期已经过去,正在步入成熟期。虽然出口量下降较多,但是年内基础设施投资陆续释放及采掘业回暖,预计2009年销量将仅有较小幅度的下滑;配件业务主要供应小松山推以及国内挖掘机厂家,目前国内厂家挖掘机占有率上升较快,配件业务随着产能的释放增长迅速。

推土机业务未来增长看出口回暖情况

推土机业务国内增长得益于基础设施建设投资:推土机的使用范围较窄,主要用于公路、铁路、水利等工程建设的推土石方作业,或配置U型推土铲,用于煤场、电厂等松散物料的作业。自2008年四季度以来,政府出台了刺激经济政策,到2010年底对保障性住房、农村基础设施、灾后重建、重大基础设施建设等工程投资将达到4万亿元,这4万亿投资中80

%与基础设施建设相关，在很大程度上平抑出口和煤炭矿山行业增速降低导致的需求下降，2008年四季度及2009上半年基础设施建设对于推土机的需求拉动无疑是相当明显的。山推的推土机销量以中小马力为主，主要用于基础设施建设（道路施工较多）的土石方作业，上半年的销量高于行业平均水平。

图 7：公司推土机产品下游客户分布

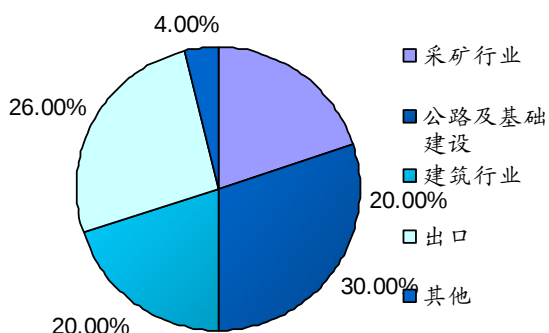


图 8：山推 2009 年推土机销量情况

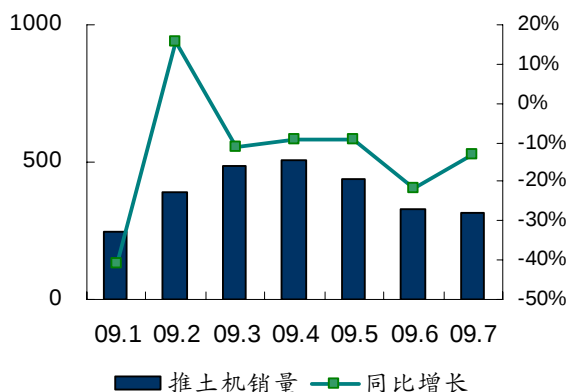


图 9：城市固定资产投资额同比增长

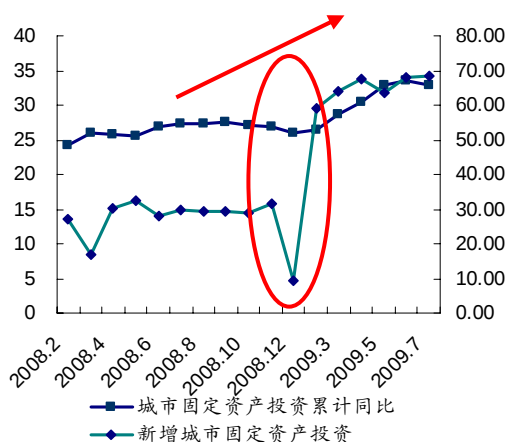
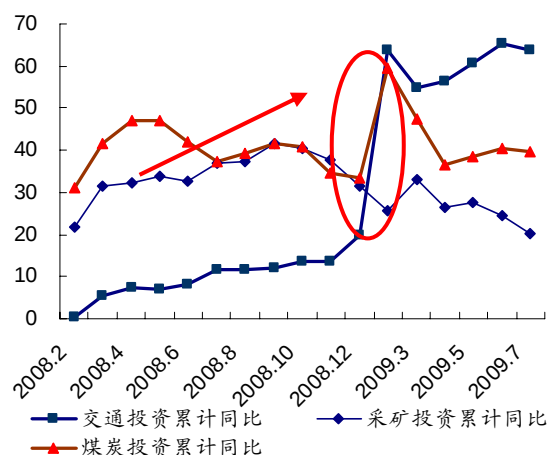


图 10：交通、煤炭、采矿固定资产投资额同比增长



数据来源：wind资讯，工程机械协会，广发证券发展研究中心

表 1：基础设施建设投资相继调整

	“十一五”期间规划投资（亿元）	调整后
水利工程	4628	5152
电源建设	约 10000	12000
电网建设	12500	15165
公路建设	20000	未来 3-5 年追加至 50000
铁路建设	12500	20000
轨道交通	2000	5000

数据来源：广发证券发展研究中心

内需销量趋势趋于乐观：推土机主要用于公路、建筑、水利等基础设施建设领域。通过对各主要下游行业的分析，我们认为2009年下半年推土机下游需求乐观因素居多。一是基础设施建设投资将陆续释放：国家投资的公路、高铁项目建设周期长，一般在2-3年形成对推土机的持续需求；在国家投资的带动下，经济复苏的预期比较明朗，地方政府的投资迅速得到恢复，同样带动大量的基础设施项目投资。二是采掘及煤炭开采业的回暖将带动一定需求，最后建筑业也将随着新开工项目陆续开始而复苏。

图 11：推土机内销增长情况

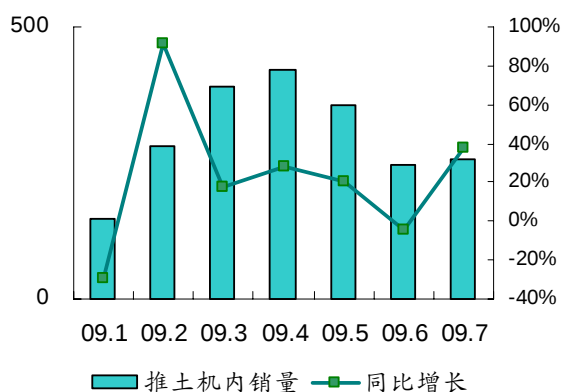
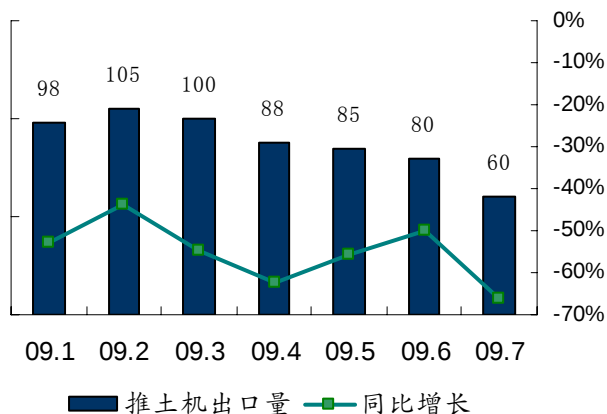


图 12：出口量同比增长



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

出口恢复可期：推土机主要用于公路、建筑、水利等基础设施建设领域。山推产品出口的国家也高达109个，几乎遍布了整个世界。全球其他推土机市场主要分布在中国、独联体、印度、非洲等国家和地区。这些区域经济增长较快，特别是随着石油及各种矿产资源价格的不断上涨，对能源、道路交通、基础设施等方面投入较大，对推土机需求增长很快。在受经济危机影响下，出口量下滑是暂时的，经济复苏周期下资源品价格上升是必然的趋势，未来一段时间内在上述国家在基础建设方面的投资仍将保持较快增长，相应的对推土机需求也将保持较快增长。

图 13：BRENT 原油期货价格（美元/桶）

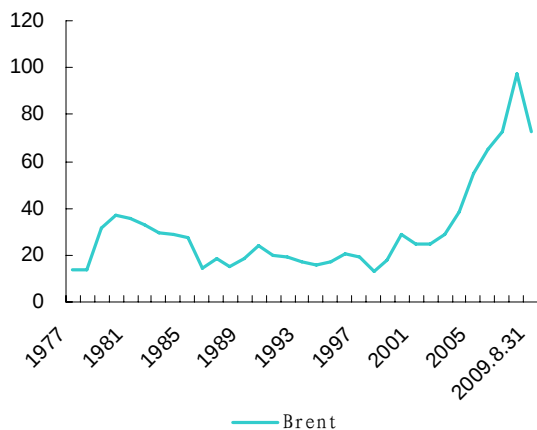
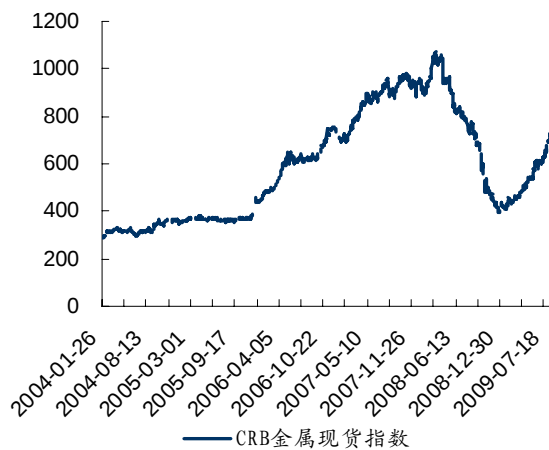


图 14：CRB 金属现货指数



数据来源：wind资讯，国家统计局，广发证券发展研究中心

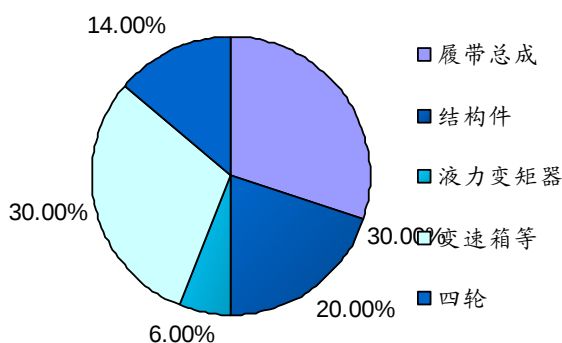
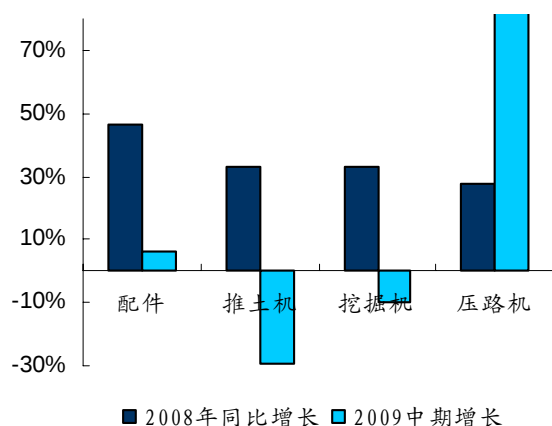
配件业务发展得益于国内工程机械销量增长

配套较为齐全：配件业务已经成为公司收入和利润的重要来源。目前公司的零配件产品主要包括履带总成、结构件、液力变矩器、变速箱和四轮。母公司生产液力变矩器、变速箱和履带总成；参股公司山推结构件生产结构部件；山推欧亚陀生产四轮；山东彩桥生产驾驶室；锐驰机械生产液压油缸等。

履带受益于国内挖掘机市场增长及国产机占有率提高：产品是公司引进世界先进技术生产的，现有干式、密封式、润滑式三大系列13种节距、100余种规格型号，可为国内外各种履带式工程机械配套，是目前国内规模最大的履带链轨生产企业，竞争优势明显，市场占有率逐年上升，目前在国内厂家配套市场占有率达到70%，而国内厂家市场占有率提升很快。公司同时给小松山推配套，而小松挖掘机一直为国内占有率前两名。

图15：主要产品增长情况

图16：配件收入结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

未来规模效应将进一步体现

配股项目完成后履带总成及链轨总成的产能将由目前的年产20000台套增加到33500台套、链轨节锻件由目前的年产340万件增加到800万件、新增轮体锻件54万件。随着产能的逐步释放，以及海外市场进入方式从整机配件销售为主转变成在重点区域设立分支机构和物流中心等战略，配件的销售将进一步增长，预计成本将随着规模效应的体现进一步下降，盈利能力将增强。

小松山推挖掘机回升较为确定

小松山推销量回升明显

淡季不淡：小松山推等进口品牌挖掘机受金融危机影响较大，主要是产品价格，营销策略及融资信贷政策导致，随着经济的复苏及信贷政策的宽松，进口品牌销量也在回升，上半年小松山推销量达到4700余台，7月份销量接近500台，八月份挖掘机行业销量预计5500台，同比增长34%，

小松中国销量近900台，同比增长近50%。我们对小松山推在下半年的销量持比较乐观的态度。预计全年销量将与去年持平。

毛利率有望回升

小松山推工程机械有限公司的投资收益上半年同比下降44.13%，主要因为销量下降较多及原材料成本较高原因，预计下半年随着材料成本下降较快及销量同比增长较多，小松山推的毛利率将回升较快，相应增加下半年的投资收益。

盈利预测与估值

- 假设：1、出口于第四季度开始恢复。
2、所得税实际税率为15%左右。
3、小松山推全年销量与去年持平。

我们预计公司2009、2010、2011年的营业收入分别为70.5亿元、86.7亿元、109.9亿元。EPS分别为0.590、0.726、0.967元。我们认为给予公司2010年20倍市盈率是合适的，合理的估值**14.5元**。给予“买入”的投资评级。

表2：利润预测表（单位：万元）

项 目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	481,810.25	658,184.66	705,847.10	867,452.77	1,099,741.66
营业成本	393,488.17	540,060.02	594,880.73	730,031.18	922,797.34
营业税金及附加	1,485.51	1,485.28	1,884.54	2,316.01	2,936.20
资产减值损失	1,360.97	3,411.34	1,000.00	1,200.00	1,440.00
营业费用	21,197.02	30,501.27	29,645.58	38,316.04	47,382.79
管理费用	21,948.34	28,336.24	31,271.15	38,430.77	48,721.86
财务费用	4,254.04	9,008.52	1,805.68	1,903.92	1,800.34
营业利润	56,823.01	62,152.86	58,359.42	72,154.85	95,788.13
营业外收入	171.20	1,807.75	500.00	600.00	720.00
营业外支出	293.11	363.80	300.00	300.00	300.00
利润总额	56,701.10	63,596.81	58,559.42	72,454.85	96,208.13
所得税	9,491.47	9,411.53	8,783.91	10,868.23	14,431.22
少数股东损益	2,610.27	3,807.22	4,949.38	6,434.19	8,364.45
净利润	44,599.37	50,378.06	44,826.13	55,152.43	73,412.46
总股本（万股）	69,252.02	75,916.45	75,916.45	75,916.45	75,916.45
每股收益（元）	0.644	0.664	0.590	0.726	0.967
EPS 增长率（%）	58.9%	3.0%	-11.0%	23.0%	33.1%

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

（一）对下游行业依赖的风险

工程机械行业是为下游行业提供生产设备的行业，下游制造业的固定资产投资需求态势直接影响行业的供需状况，而固定资产投资需求直接受制于国家宏观经济发展形势和国民经济增长幅度的制约，周期性明显。如果下游行业需求不足，将带来行业周期调整带来的风险。

（二）销售模式引致的风险

工程机械行业普遍采用代理商销售模式，按照行业惯例，公司为部分实力较强的经销商销售按揭业务和承兑授信提供回购担保。不排除因客户违约，公司承担代偿责任的可能，存在因销售模式引致的风险。

（三）行业竞争加剧的风险

目前中国整个推土机行业产能已过剩，市场竞争必然更加激烈。公司在竞争中因其品牌优势始终保持着较高的价格，但不排除未来竞争激烈后调整价格带来的业绩风险。

（四）主要原材料价格波动的风险

近年来钢材价格上下波动的幅度较大，主要原材料钢材价格的波动将给公司的生产经营和经济效益带来一定的影响。

（五）汇率变动风险

由于出口原因，汇率的波动可能给公司的生产经营带来一定的风险。

利润表 (百万元)	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2009E	2010E	2011E
营业收入	7058.47	8674.53	10997.42	净利润	448.26	551.52	734.12
营业成本	5948.81	7300.31	9227.97	折旧摊销	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	18.85	23.16	29.36	净营运资金增加	(32.09)	396.54	700.25
营业费用	296.46	383.16	473.83	经营活动产生现			
管理费用	312.71	384.31	487.22	金流净额	586.30	680.84	534.37
财务费用	1805.68	1903.92	1800.34	投资活动产生现			
资产价值损失	10.00	12.00	14.40	金流净额	(532.32)	(200.00)	(50.00)
投资收益	130.00	169.00	211.25	融资活动产生现			
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	金流净额	(6.53)	(222.58)	(141.74)
营业利润	583.59	721.55	957.88	现金净增加额	47.44	258.26	342.63
营业外收入	5.00	6.00	7.20	期初现金及现金			
营业外支出	3.00	3.00	3.00	等价物余额	1011.33	1058.77	1317.03
利润总额	585.59	724.55	962.08	期末现金及现金			
所得税	8783.91	10868.23	14431.22	等价物余额	1058.77	1317.03	1659.66
少数股东权益	49.49	64.34	83.64	业绩表现	2008E	2009E	2010E
归属母公司净利润	448.26	551.52	734.12	收入增长率	7.24%	22.90%	26.78%
资产负债表 (百万)	2009E	2010E	2011E	净利润增长率	-11.02%	23.04%	33.11%
货币资金	1058.77	1317.03	1659.66	EBIT 增长率	-15.45%	23.09%	31.77%
短期投资	0.00	0.00	0.00	主营业务利润率	15.72%	15.84%	16.09%
应收帐款	707.62	778.76	1044.90	ROE	13.99%	15.37%	17.89%
其他应收款	82.73	101.67	128.89	ROIC	22.42%	25.85%	29.76%
存货	1336.26	1800.08	2275.39	每股指标	2009E	2010E	2011E
流动资产	3573.43	4136.69	5374.42	EPS	0.59	0.73	0.97
长期投资	569.57	801.90	801.90	每股红利	0.18	0.22	0.29
固定资产	1411.55	1467.63	1367.12	每股经营现金流	0.77	0.90	0.70
无形资产	97.22	95.01	92.80	每股净资产	4.22	4.73	5.41
资产总计	5912.35	6529.48	7664.49	价值比率	2009E	2010E	2011E
短期借款	733.86	695.78	792.28	P/E	7.76	6.30	4.74
应付账款	986.55	1153.44	1494.19	EV/收入	0.45	0.33	0.24
预收帐款	86.00	23.44	(22.68)	EV/EBITDA	4.32	3.22	2.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.24	3.86	2.67
负债合计	2504.12	2670.84	3208.32	EV/NOPLAT	6.16	4.54	3.15
少数股东权益	204.90	269.24	352.88	EV/IC	1.38	1.17	0.94
股东权益	3203.33	3589.40	4103.29	P/B	1.09	0.97	0.85
负债和所有者权益	5912.35	6529.48	7664.49	股息率(%)	3.87%	4.76%	6.33%
				流动性	2009E	2010E	2011E
				净负债/权益	(0.10)	(0.17)	(0.21)
				资产负债率	42.35%	40.90%	41.86%
				流动比率	1.44	1.56	1.68
				速动比率	0.90	0.88	0.97

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

山推股份(000680)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。