

挖机配件拉动高增长

研究结论

- **配件业务享受挖掘机行业成长利好。**公司配件业务高速增长，主要是为挖掘机配套的四轮一带，是国内三家最大的产商之一，供应三一、玉柴、柳工、山河、神钢等主机厂。目前挖掘机行业增长前景良好，全年有望实现 15—20% 的正增长，未来 3—5 年有望接近并超过装载机成为工程机械最大子行业。而三一、神钢等企业全年产销量增长在 80% 以上，销售规模不断提升。此外，配件产品毛利率维持稳定水平。
- **推土机整机销售四季度将好于三季度。**继九月份推土机内销达到年内仅次于四月份的高点之后，目前内销稳定在月均 300 台的高位水平。出口是公司业绩增长的重要方面，公司出口主要到资源类国家：中东、非洲、南美洲、俄罗斯等。目前海外需求逐渐回暖。因此，在今年 7、8 月公司出口达到低点 50—60 台后，目前月度出口已经恢复至 100 台左右，我们预计明年有望向月均 150 台出口水平接近。
- **出口增长带动毛利率改善。**公司产品直接采购钢材占 20%—30%，影响较小，往年毛利率也比较稳定。因此，毛利率水平主要受销售产品结构影响。和内销产品相比，出口的主要是大马力推土机，毛利率水平高于内销产品。受出口增长拉动，四季度毛利率将较三季度明显改善。
- **产能建设到位。**公司目前产能建设到位，推土机产能为 6000 台，压路机 1500 台；叉车 3000 台；履带总成 33500 套，在市场需求大幅回暖的情况下，还可以通过增加工作班次大幅提高产能。
- **投资收益稳定。**公司投资收益主要来自小松山推挖掘机产品，小松在国内挖掘机主要是三家厂：小松山推、小松常州、小松优特力。小松山推销售的主要机型集中在中大挖，今年下半年以来小松山推销售势头良好。公司投资收益总体稳定。
- **和行业以及其他工程机械企业相比，**公司目前具备估值优势，我们给予公司 25 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测每股收益的股份为 19.8 元，上调至买入投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价 (2009 年 11 月 23 日) 13.05 元

目标价格 (6 个月) 19.8 元

总股本/A 股 (万股) 75916

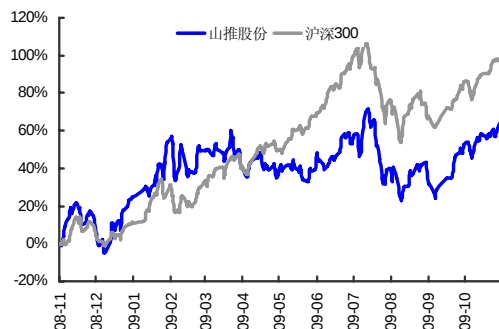
A 股市值 (百万元) 9907

国家/地区 中国

行业 专用机械制造业

报告日期 2009 年 11 月 24 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.66	18.64	49.31
相对表现 (%)	2.73	7.85	-16.54

资料来源: WIND 资讯

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	6581.85	7214.27	8555.06	10737.78
税前利润	635.97	601.37	748.51	955.00
净利润	503.78	481.10	598.81	764.00
EBITDA	652.91	607.32	755.40	956.41
每股收益 (元)	0.66	0.63	0.79	1.01
净资产收益率	17.80%	14.69%	15.86%	17.38%
每股经营现金 (元)	0.37	0.35	0.52	0.55
市盈率 (X)	19.67	20.59	16.54	12.97
EV/EBITDA	8.14	15.41	11.88	8.94

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

工程机械主要上市公司估值水平

公司名称	收盘价*	2008PE	E2009PE	E2010PE	E2011PE	2008PB	E2009PB	E2010PB	E2011PB
山河智能	19.55	103.38	51.81	42.47	37.6	4.48	4.12	3.78	3.48
安徽合力	13.84	26.19	37.65	38.4	36.42	2.38	2.28	2.18	2.08
三一重工	38.25	46.19	27.8	19.67	16.35	9.75	7.48	5.7	4.51
厦工股份	8.55	31.97	31.02	18.63	12.21	3.39	3.11	2.71	2.28
中联重科	28.08	27.21	21.53	15.72	12	8.4	6.58	4.8	3.58
徐工机械	36.96	182.41	18.54	15.93	13.79	16.05	3.9	3.24	2.72
柳工	20.89	29.02	21.84	20.54	18.49	3.74	4.08	3.5	3.04
山推股份	13.05	19.67	20.7	16.52	12.92	3.43	3.01	2.67	2.38
平均		58.26	28.86	23.48	19.97	6.45	4.32	3.57	3.01

*2009 年 11 月 23 日收盘价

资料来源：Wind、东方证券

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	6581.85	7214.27	8555.06	10737.78	税后利润	503.78	481.10	598.81	764.00
营业成本	5400.60	6112.08	7226.51	9058.26	经常性现金支出	152.69	170.99	195.56	222.81
主营业务税金及附加	14.85	19.57	22.43	27.82	非经常性现金支出	(174.40)	(140.80)	(153.16)	(175.75)
销售费用	305.01	252.50	290.87	354.35	营运资金变动	(237.66)	(274.07)	(283.89)	(443.10)
管理费用	283.36	324.64	376.42	461.72	少数股东损益	38.07	30.07	37.43	47.75
财务费用	90.09	29.65	21.80	14.55	经营活动现金净流	282.49	267.28	394.74	415.70
营业利润	487.93	475.83	617.01	821.06	资本开支	409.18	287.33	83.91	31.02
非经常性损益	148.03	125.54	131.49	133.93	其他投资	29.44	0.00	0.00	0.00
税前利润	635.97	601.37	748.51	955.00	投资活动现金净流	(248.32)	(136.39)	82.12	159.92
所得税	94.12	90.21	112.28	143.25	贷款增加	158.93	0.00	0.00	0.00
净利润	541.85	511.17	636.23	811.75	支付股利利息	(137.87)	(5.61)	(86.43)	(142.23)
少数股东损益	38.07	30.07	37.43	47.75	其他融资	158.92	2.24	(9.45)	(12.29)
归属母公司净利润	503.78	481.10	598.81	764.00	筹资活动现金净流	516.52	(3.37)	(95.88)	(154.52)
EPS (元/股)	0.66	0.63	0.79	1.01	现金净流量	550.69	127.52	380.98	421.10
					现金期初余额	460.63	1011.33	1138.85	1519.82
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	1011.33	1138.85	1519.82	1940.93
	2008	2009E	2010E	2011E	比率分析				
货币资金	1011.33	1138.85	1519.82	1940.93		2008	2009E	2010E	2011E
应收账款票据	687.44	903.33	1129.18	1499.89	增长能力				
存货	1243.93	1500.85	1837.90	2382.52	营收增长率(%)	36.61%	9.61%	18.59%	25.51%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	27.97%	-6.98%	24.38%	26.61%
流动资产合计	3103.82	3809.97	4789.02	6188.87	EBIT 增长率(%)	32.30%	-12.55%	26.38%	30.81%
长期投资	567.68	567.68	567.68	567.68	净利润增长率(%)	14.78%	-5.66%	24.47%	27.59%
固定资产	842.63	1095.62	1279.39	1269.86	盈利能力				
在建工程	393.89	339.39	133.94	63.39	毛利率(%)	17.95%	15.28%	15.53%	15.64%
可供出售金融资产	1.90	1.90	1.90	1.90	净利率(%)	8.23%	7.09%	7.44%	7.56%
非流动资产合计	1933.78	2106.59	2070.49	1977.83	EBITDA 利润率(%)	9.92%	8.42%	8.83%	8.91%
资产总计	5037.60	5916.56	6859.52	8166.70	ROA(%)	10.76%	8.64%	9.28%	9.94%
					ROE(%)	17.80%	14.69%	15.86%	17.38%
循环借款	587.86	587.86	587.86	587.86	ROIC(%)	17.73%	14.08%	14.71%	16.34%
应付账款	1227.97	1426.21	1759.70	2292.34	偿债能力				
预收账款	93.65	175.79	192.96	233.78	资产负债率(%)	39.56%	41.18%	41.51%	42.81%
其他应付款	(18.47)	24.39	18.39	19.52	流动比率(倍)	1.56	1.57	1.69	1.77
流动负债合计	1984.43	2428.44	2839.42	3488.16	速动比率(倍)	0.86	0.84	0.93	0.99
非流动负债合计	8.21	7.92	7.92	7.92	价值评估				
负债合计	1992.64	2436.36	2847.34	3496.08	P/B(倍)	1.99	3.01	2.61	2.25
股本	759.16	759.16	759.16	759.16	P/E(倍)	19.67	20.59	16.54	12.97
资本公积	906.18	1002.40	1122.16	1274.96	EV/收入(倍)	0.81	1.30	1.05	0.80
未分配利润	1036.17	1321.08	1665.92	2085.62	EV/EBITDA(倍)	8.14	15.41	11.88	8.94
股东权益	3044.95	3480.20	4012.18	4670.62	EV/EBIT(倍)	9.20	18.51	14.05	10.24
负债和股东权益	5037.60	5916.56	6859.52	8166.70					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn