

建筑机械

李勤 S0960200010107

010-66276909

山推股份

000680

推荐

固定基建继续拉动推土机需求，出口复苏可期

09 年实现营业收入 695,622.97 万元，比上年同期增长 3.90%；实现营业利润 51,930.56 万元，比上年同期下降 16.92%；实现归属于母公司所有者的净利润 42,214.30 万元，比上年同期下降 16.32%，基本符合预期。

投资要点：

- **推土机继续保持较旺盛的增长势头** 09 年公司的推土机销售前低后高，上半年受金融危机影响销售停滞，下半年经济复苏、销售回暖，全年生产推土机 5080 台，销售 4900 台，同比增长 6%。营业收入同比增长 3.9%。市场占有率 55%，继续保持国内领先。
- **09 年超高的固定资产投资将继续发挥后续拉动作用** 09 年中国固定资产投资以令人瞩目的速度超高增长，全年可达到 30.5%，工程机械并未以相对应的速度高增长，全年增长率仅 20%，并未达到我们模型预测的 29.1%，我们预计 09 年的 FAI 在 10 年仍将发挥后续拉动作用，2010 年 26% 的 FAI 增速将维持工程机械上升。我们预测 2010 年工程机械同比至少上升 17.4%，上半年推土机销量同比上升可能超过 40%。
- **推土机出口市场下滑已过低点，反弹值得期待** 上半年推土机出口遭遇滑坡，最低曾经达到月外销 50 台，下半年有所恢复，基本稳定在月外销 100 台左右，随着全球经济，特别是东欧、俄罗斯等国经济复苏，山推的出口复苏值得期待。
- **小松山推挖机销售符合预期** 小松山推 09 年挖机销售也呈现前低后高态势，09 年贡献投资收益 1.298 亿元，同比微降 2.5%，基本符合预期。预计小松山推的业绩贡献也将出现反弹。
- **估值与投资建议** 预计 10、11、12 年山推股份 EPS 可达到 0.70，0.82、0.95 元/股，按 10 年 20 倍 PE 估值，合理价值 14.0 元，推荐。

6-12 个月目标价： 14.00 元

当前股价： 11.53 元

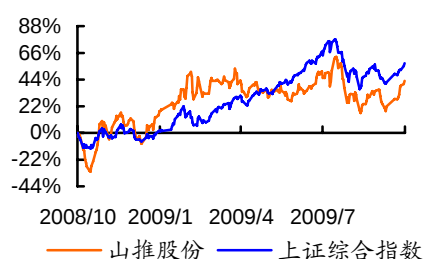
评级调整： 上调

基本资料

上证综合指数	3084.45
总股本(百万)	759
流通股本(百万)	636
流通市值(亿)	76
EPS (TTM)	0.43
每股净资产(元)	4.01
资产负债率	39.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
山推股份	6.16	-5.10	0.74
上证综合指数	4.11	-5.59	20.61



相关报告

《山推股份-出口形势严峻，中小产品比例上升》2009-4-17

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6956	9869	11265	12684
同比(%)	4%	42%	14%	13%
归属母公司净利润(百万元)	422	529	625	720
同比(%)	-16%	25%	18%	15%
毛利率(%)	14.7%	14.0%	14.0%	13.9%
ROE(%)	13.1%	14.3%	14.5%	14.3%
每股收益(元)	0.56	0.70	0.82	0.95
P/E	20.74	16.56	13.99	12.16
P/B	2.71	2.37	2.03	1.74
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：中投证券研究所

4、盈利预测假设

图表 1: 公司分产品销售收入假设

单位: 百万

	2009	2010E	2011E	2012E
推土机	2258.56	3539.76	4252.77	4890.68
产量	4900	6321	7332	8432
毛利率	18.26%	18.26%	18.26%	18.26%
小挖掘机	952.79	240.00	300.00	360.00
产量	400	800	1000	1200
毛利率	7.94%	18.00%	20.00%	20.00%
压路机	332.39	358.99	387.70	418.72
毛利率	1.42%	3.62%	1.42%	1.42%
配件及其他	2471.26	2570.11	2672.91	2779.83
毛利率	19.20%	19.20%	19.20%	19.20%
商业挖掘机	1801.65	2161.98	2594.37	3113.25
毛利率	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%
其他业务	941.23	997.71	1056.17	1119.54
主营业务收入合计	6956.23	9868.54	11263.93	12682.02

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
流动资产	4018	5138	5849	6844	营业收入	6956	9869	11265	12684
现金	1319	1319	1476	1925	营业成本	5935	8486	9685	10918
应收账款	858	1277	1457	1641	营业税金及附加	18	26	28	33
其它应收款	69	112	128	144	营业费用	253	359	410	462
预付账款	294	420	479	540	管理费用	344	487	556	626
存货	1349	1854	2116	2385	财务费用	25	26	24	7
其他	129	157	194	210	资产减值损失	11	11	0	0
非流动资产	2320	2467	2651	2751	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	650	609	630	619	投资净收益	150	180	216	259
固定资产	1162	1563	1834	2004	营业利润	519	652	777	897
无形资产	108	97	87	77	营业外收入	25	25	25	25
其他	400	198	100	50	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	6338	7605	8499	9595	利润总额	540	673	798	918
流动负债	2891	3657	3853	4148	所得税	80	99	118	136
短期借款	802	1050	664	690	净利润	460	573	680	782
应付账款	1195	1489	1824	1986	少数股东损益	38	45	55	62
其他	894	1119	1365	1473	归属母公司净利润	422	529	625	720
非流动负债	35	37	56	74	EBITDA	638	801	960	1092
长期借款	19	37	56	74	EPS (元)	0.56	0.70	0.82	0.95
其他	16	0	0	0					
负债合计	2925	3694	3909	4222	主要财务比率				
少数股东权益	179	224	278	340	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
股本	759	759	759	759	成长能力				
资本公积	905	905	905	905	营业收入	3.9%	41.9%	14.2%	12.6
留存收益	1570	2023	2648	3368	营业利润	-16.9	25.6%	19.2%	15.4
归属母公司股东权益	3234	3687	4312	5032	归属于母公司净利润	-16.3	25.2%	18.3%	15.1
负债和股东权益	6338	7605	8499	9595	获利能力				
					毛利率	14.7	14.0%	14.0%	13.9
					净利率	6.1%	5.4%	5.6%	5.7%
					ROE	13.1	14.3%	14.5%	14.3
					ROIC	24.6	22.3%	25.2%	25.3
					偿债能力				
					资产负债率	46.2	48.6%	46.0%	44.0
					净负债比率				
					流动比率	1.39	1.40	1.52	1.65
					速动比率	0.92	0.90	0.97	1.07
					营运能力				
					总资产周转率	1.22	1.42	1.40	1.40
					应收账款周转率	9	9	8	8
					应付账款周转率	5.89	6.33	5.85	5.73
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.70	0.82	0.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	-0.14	0.89	0.58
					每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.86	5.68	6.63
					估值比率				
					P/E	20.74	16.56	13.99	12.16
					P/B	2.71	2.37	2.03	1.74
					EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434