

山推股份 (000680)

采取更灵活的销售方式促进销量更快增长

——2009 年年报点评

	吕娟	康凯
	021-38676139	0755-23976023
	lvjuan@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880209110640	S0880209030388

本报告导读:

2009 年主要受出口下滑影响, 业绩同比下滑 16.32%。展望 2010 年, 基建需求延续, 出口回升, 公司的销售方式更加灵活, 预计销量将有更快增长。

投资要点:

- 2009 年公司实现营业收入、毛利、净利润分别为 69.56、10.21、4.22 亿元, 同比分别变化 3.90%、-14.67%、-16.32%; 毛利率、净利率分别为 14.68%、6.07%, 同比分别减少 3.2、1.47 个百分点。全年 EPS 为 0.56 元, 业绩符合预期。
- 2009 年推土机销售 4900 台, 其中内销 3797 台, 同比增长 52%, 出口 1103 台, 同比下降 47%。出口大幅下降, 是出口收入同比下降 44.83%、推土机毛利率水平全年下滑 6.43 个百分点的主要原因。
- 2009 年参股公司小松山推实现营业收入、营业利润、净利润分别为 60.15、8.03、4.37 亿元, 同比分别变化 1.73%、-15.42%、-2.52%, 贡献投资收益 1.30 亿元, 同比下降 3.5%。我们认为这主要是因为本土挖掘机品牌迅速崛起, 小松山推面临的竞争日趋激烈, 份额和毛利率受到侵蚀。
- 我们认为受基建建设周期的影响, 2010 年仍然是国内工程机械设备采购高峰期, 需求仍有较快增长。而且, 目前出口量维持在 100 台以上水平, 预计全年出口将有较快增长。另外重要的一点, 公司信用销售占比较低, 我们认为公司会采取更加灵活的销售方式促进销量更快增长。
- 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.83、1.01、1.18 元, 按照工程机械第二梯队公司平均 20 倍左右动态 PE, 目标价 16.6 元, 增持。
- 主要风险: 直接钢材成本占比 20%, 如果钢价上涨, 公司不能全部转移成本压力, 会影响毛利率水平。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,695	6,956	9,353	11,768	13,706
(+/-)%	39%	4%	34%	26%	16%
经营利润 (EBIT)	717	545	800	979	1,141
(+/-)%	17%	-24%	12%	22%	17%
净利润	504	422	627	768	898
(+/-)%	13%	-16%	49%	22%	17%
每股净收益 (元)	0.66	0.56	0.83	1.01	1.18
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.14	0.17	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	12%	9%	10%	10%	10%
净资产收益率 (%)	17%	12%	16%	16%	16%
投入资本回报率 (%)	31%	21%	23%	24%	25%
EV/EBITDA	10.9	13.6	9.3	7.5	6.4
市盈率	19.1	22.8	15.3	12.5	10.7
股息率 (%)	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **16.60**

上次预测: 14.00

当前价格: 12.68

2010.04.15

交易数据

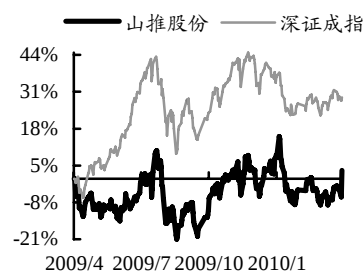
52 周内股价区间 (元)	9.53-14.35
总市值 (百万元)	9,626
总股本/流通 A 股 (百万股)	759/636
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	148

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,234
每股净资产	4.26
市净率	3.0
净负债率	25%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.26
Q2	0.15	0.22
Q3	0.10	0.19
Q4	0.19	0.16
全年	0.56	0.83

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	-4%	1%
相对指数	9%	0%	-29%

相关报告

《期待推土机复苏》	2009.10.26
《内需增长明显 出口尚未止跌》	2009.04.17
《小松山推增速下降拖累整体业绩》	2008.07.30

模型更新时间: 2010.04.14

股票研究

工业
资本货物

山推股份 (000680)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **16.60**

上次预测: 14.00

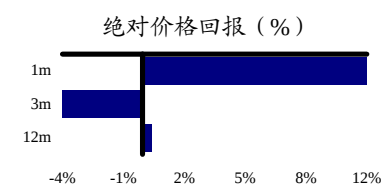
当前价格: 12.68

公司网址

www.shantui.com

公司简介

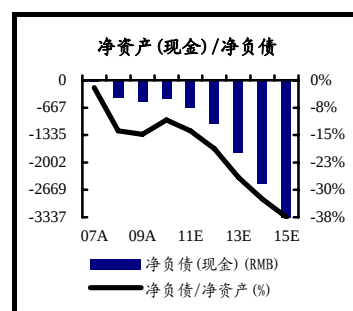
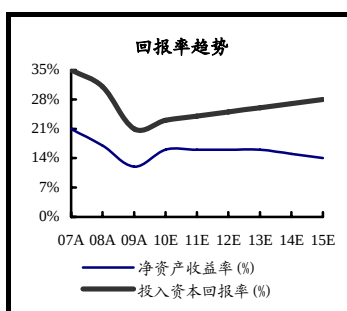
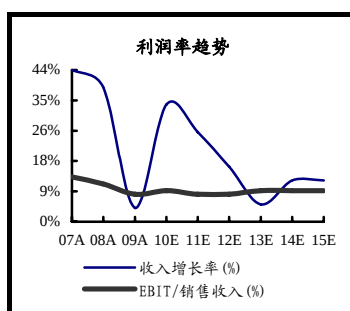
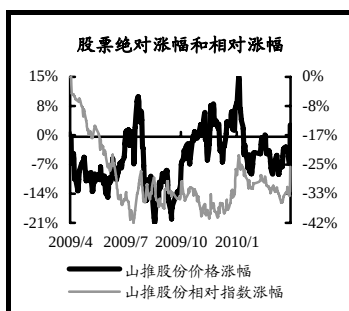
公司是中国生产、销售系列推土机及道路机械等工程机械主机及其零部件产品的国家大型一类骨干企业,中国机械工业效益百强企业,山东省制造业信息化示范企业,山东省企业文化建设示范单位。山推商标系中国驰名商标,1997年1月“山推股份”在深交所挂牌上市。公司拥有国家级技术中心,公司制造能力、产品质量、研发能力处于国际先进和国内领先水平。产品出口 80 多个国家和地区,出口创汇居行业首位。山推股份入围全球建设机械制造商 50 强,入选“深证 100 指数股”。山推国际事业



52 周价格范围 9.53-14.35
市值 (百万) 9,626

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,818	6,695	6,956	9,353	11,768	13,706	14,328	16,032	17,953
营业成本	3,935	5,498	5,935	7,878	9,886	11,493	11,923	13,336	14,928
税金及附加	15	15	18	25	31	36	38	42	47
营业费用	212	308	253	340	447	521	544	609	682
管理费用	219	289	344	449	565	658	688	770	862
EBIT	611	717	545	800	979	1,141	1,281	1,424	1,584
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	187	167	150	155	159	164	169	174	179
财务费用	43	92	25	25	30	31	28	24	24
营业利润	568	625	519	775	949	1,110	1,253	1,400	1,560
所得税	95	95	80	120	147	172	195	217	242
少数股东损益	26	40	38	55	67	78	88	98	110
净利润	446	504	422	627	768	898	1,014	1,133	1,263
资产负债表									
货币资金、交易性金融资产	461	1,011	1,319	1,465	1,840	2,445	3,329	4,293	5,679
其他流动资产	1,921	2,092	2,699	3,432	4,292	5,047	5,244	5,867	6,569
长期投资	537	570	654	606	616	619	616	617	617
固定资产合计	827	1,234	1,531	1,856	2,118	2,317	2,492	2,633	2,739
无形及其他资产	101	128	135	136	136	136	136	136	136
资产合计	3,851	5,038	6,338	7,494	8,999	10,561	11,812	13,539	15,731
流动负债	1,735	1,984	2,891	3,439	4,211	4,921	5,218	5,880	6,888
长期负债	10	8	35	36	41	47	52	57	62
股东权益	2,106	3,045	3,413	4,019	4,747	5,593	6,543	7,602	8,781
投入资本(IC)	1,471	1,992	2,211	2,952	3,451	3,866	4,138	4,464	4,788
现金流量表									
NOPLAT	509	611	464	680	832	970	1,089	1,210	1,347
折旧与摊销	73	75	93	128	169	207	241	275	308
流动资金增量	156	124	(102)	425	274	209	107	208	242
资本支出	109	405	294	407	420	394	405	404	403
自由现金流	847	1,214	749	1,640	1,696	1,780	1,843	2,097	2,299
经营现金流	239	282	385	258	638	833	1,105	1,169	1,306
投资现金流	(126)	(248)	(253)	(214)	(281)	(244)	(243)	(241)	(234)
融资现金流	23	517	58	102	18	16	22	37	313
现金流净增加额	136	551	190	146	374	606	884	964	1,385
财务指标									
成长性									
收入增长率	44%	39%	4%	34%	26%	16%	5%	12%	12%
EBIT 增长率	76%	17%	-24%	12%	22%	17%	12%	11%	11%
净利润增长率	91%	13%	-16%	24%	22%	17%	13%	12%	11%
利润率									
毛利率	18%	18%	15%	16%	16%	16%	17%	17%	17%
EBIT 率	13%	11%	8%	9%	8%	8%	9%	9%	9%
净利润率	9%	8%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
收益率									
净资产收益率(ROE)	21%	17%	12%	16%	16%	16%	16%	15%	14%
总资产收益率(ROA)	12%	10%	7%	8%	9%	9%	9%	8%	8%
投入资本回报率(ROIC)	35%	31%	21%	23%	24%	25%	26%	27%	28%
运营能力									
存货周转天数	67	69	79	71	73	76	80	77	77
应收账款周转天数	43	33	39	40	39	40	42	41	41
总资产周转天数	256	242	298	270	256	260	285	289	298
净利润现金含量	0.53	0.56	0.91	0.41	0.83	0.93	1.09	1.03	1.03
资本支出/收入	2%	6%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	2%
偿债能力									
资产负债率	45%	40%	46%	46%	47%	47%	45%	44%	44%
净负债率	-2%	-14%	-15%	-11%	-14%	-19%	-27%	-33%	-38%
估值比率									
PE	21.6	19.1	22.8	15.3	12.5	10.7	9.5	8.5	7.6
PB	4.6	3.2	2.8	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	59.5	21.5	12.6	10.9	13.6	9.3	7.5	6.4	5.7
P/S	2.0	1.4	1.4	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%



目 录

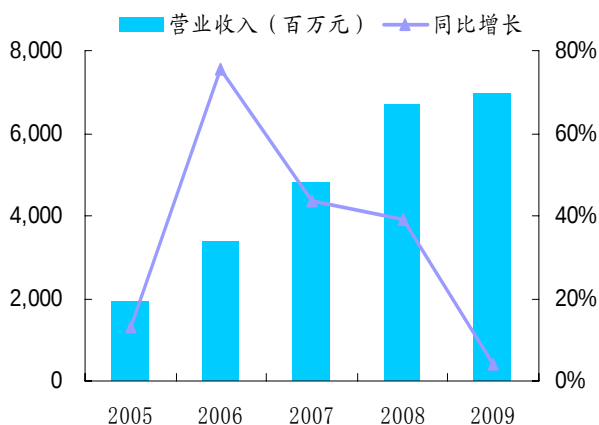
1. 2009 年年报及点评.....	4
1.1. 2009 年年报基本情况.....	4
1.2. 2009 年年报点评.....	4
1.2.1. 收入增长来自内需贡献.....	4
1.2.2. 推土机出口大幅下降.....	5
1.2.3. 小松山推贡献的投资收益下降.....	6
2. 需求展望.....	7
2.1. 2010 年仍然是工程机械设备采购高峰期.....	7
2.2. 公司可以借力更加灵活的销售方式促增长.....	8
2.3. 公司出口将有较快增长.....	7
3. 盈利预测与投资建议.....	8
4. 钢价上涨的风险.....	9

1. 2009 年年报及点评

1.1. 2009 年年报基本情况

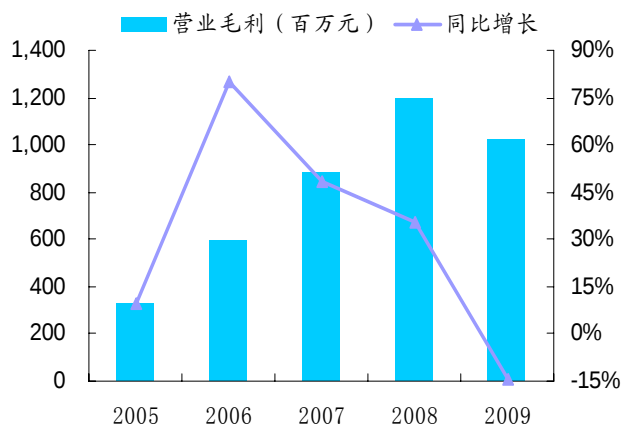
2009 年公司实现营业收入、毛利、净利润分别为 69.56、10.21、4.22 亿元，同比分别变化 3.90%、-14.67%、-16.32%；毛利率、净利率分别为 14.68%、6.07%，同比分别减少 3.2、1.47 个百分点。全年 EPS 为 0.56 元，业绩符合预期。

图 1: 公司营业收入及增长情况



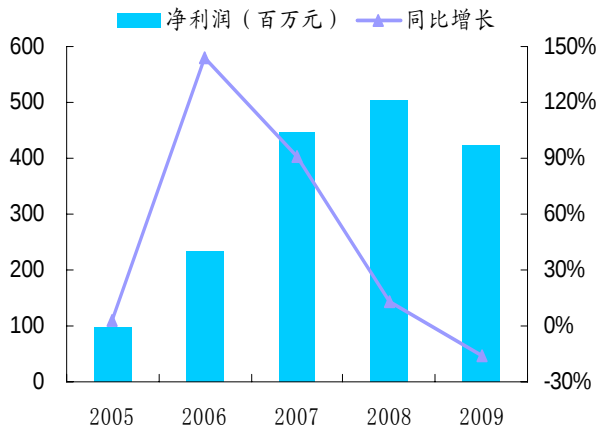
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 公司毛利及增长情况



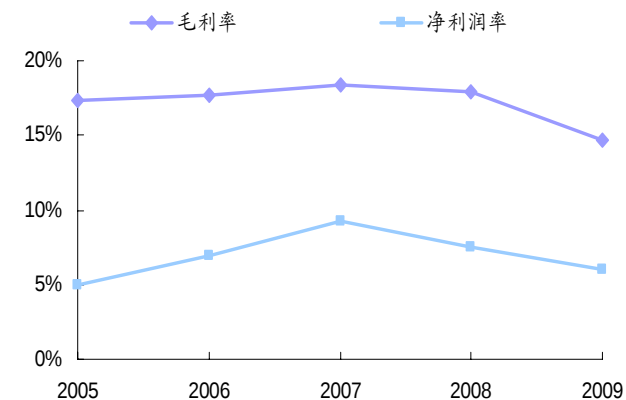
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 公司净利润及增长情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 公司综合毛利率和净利率水平



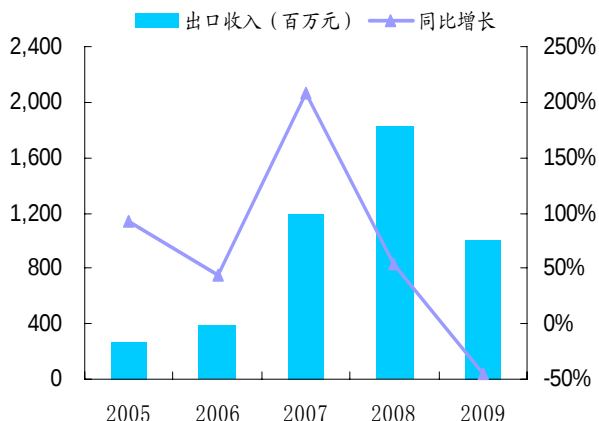
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 2009 年年报点评

1.2.1. 收入增长来自内需贡献

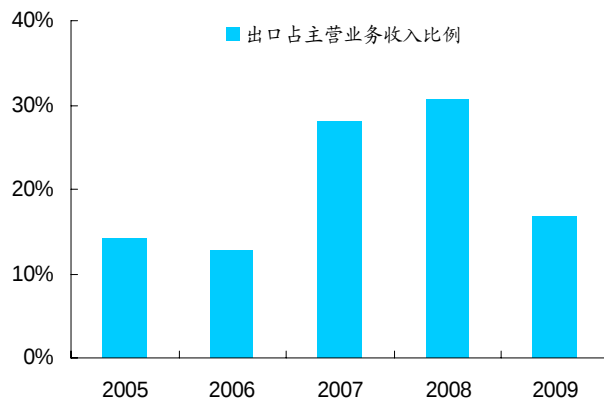
2009 年公司出口收入 10.01 亿元，同比下降 44.83%，内需受刺激政策拉动同比增长 21.21%，总体营业收入的增长来自内需贡献。

图 5: 出口收入及增长情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 出口占主营业务收入比例变化

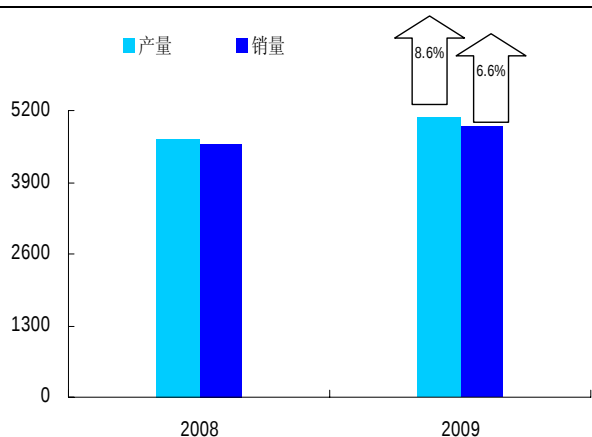


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

1.2.2. 推土机出口大幅下降

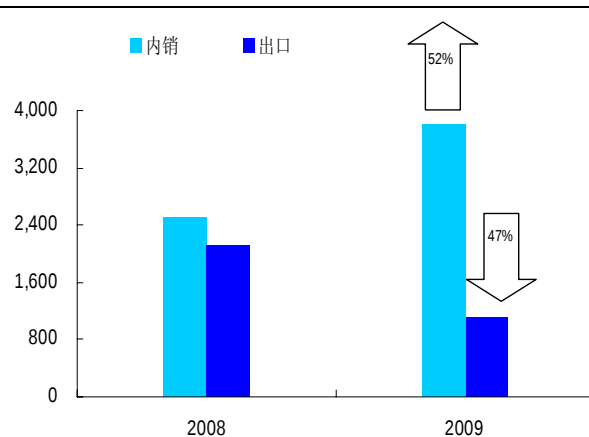
2009 年推土机销售 4900 台, 其中内销 3797 台, 同比增长 52%, 出口 1103 台, 同比下降 47%。出口大幅下降, 是出口收入同比下降 44.83%、推土机毛利率水平全年下滑 6.43 个百分点的主要原因。

图 7: 推土机年度产销量 (台)



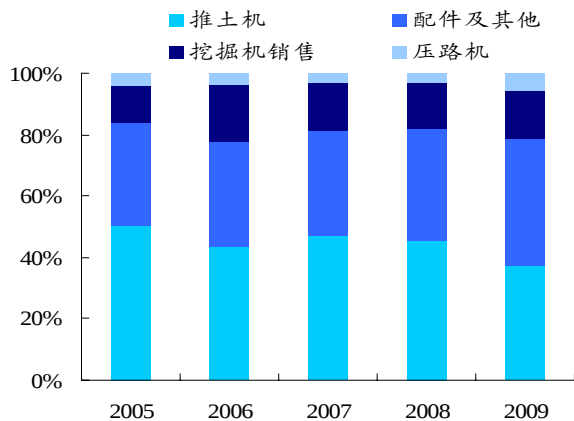
数据来源: 国泰君安证券研究

图 8: 推土机年度内销与出口 (台)



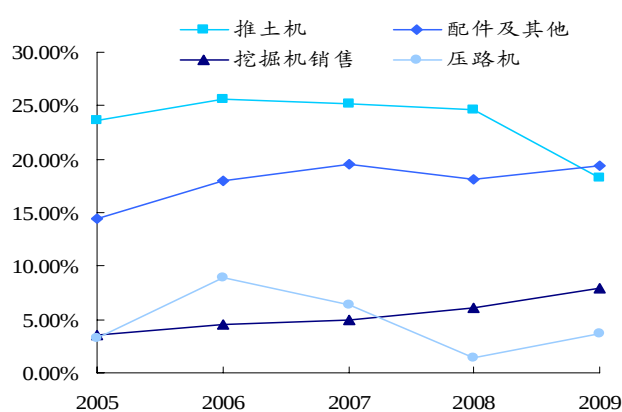
数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 主营业务收入构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 10: 主营业务毛利率比较

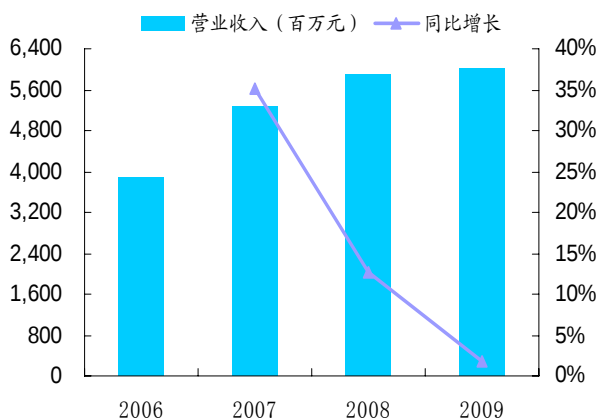


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

1.2.3. 小松山推贡献的投资收益下降

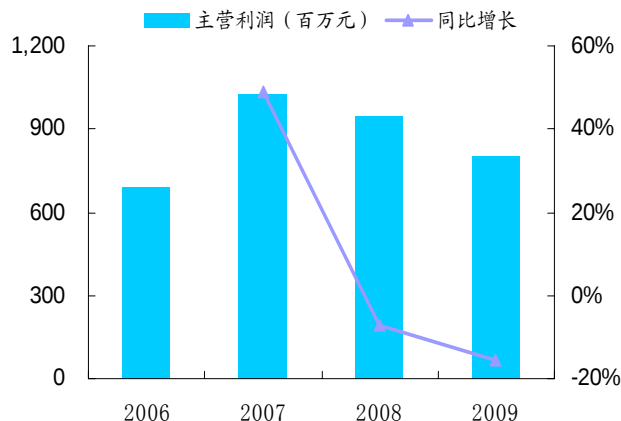
2009 年参股公司小松山推实现营业收入、营业利润、净利润分别为 60.15、8.03、4.37 亿元，同比分别变化 1.73%、-15.42%、-2.52%，贡献投资收益 1.30 亿元，同比下降 3.5%。我们认为这主要是因为本土挖掘机品牌迅速崛起，小松山推面临的竞争日趋激烈，份额和毛利率受到侵蚀。

图 11: 小松山推营业收入及增长情况



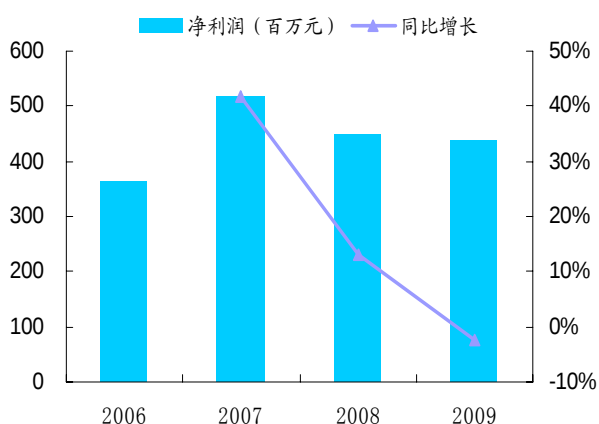
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 12: 小松山推主营利润及增长情况



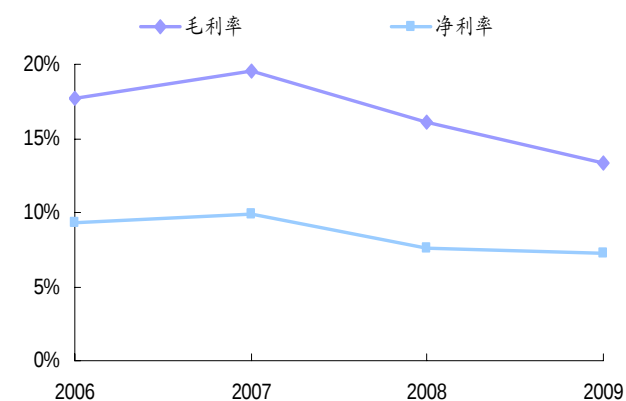
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 13: 小松山推净利润及增长情况



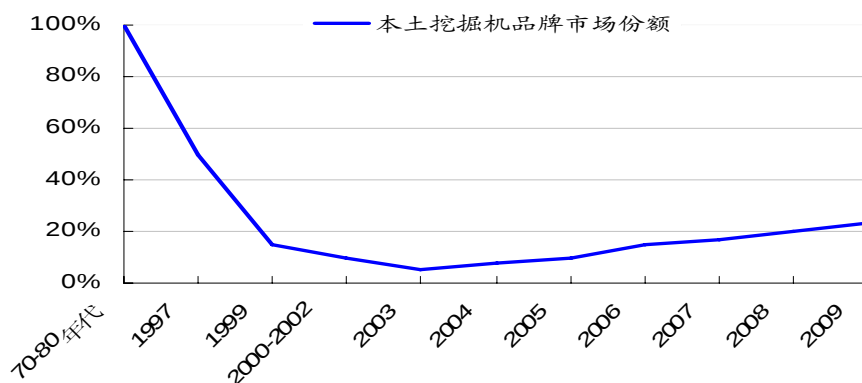
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 14: 小松山推综合毛利率和净利率水平



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 15: 本土挖掘机品牌迅速崛起



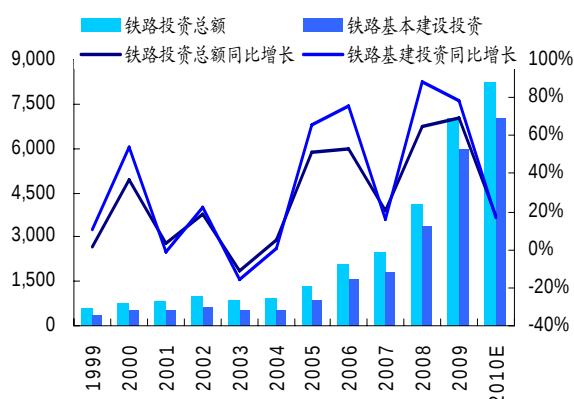
数据来源: 国泰君安证券研究

2. 需求展望

2.1. 2010 年仍然是工程机械设备采购高峰期

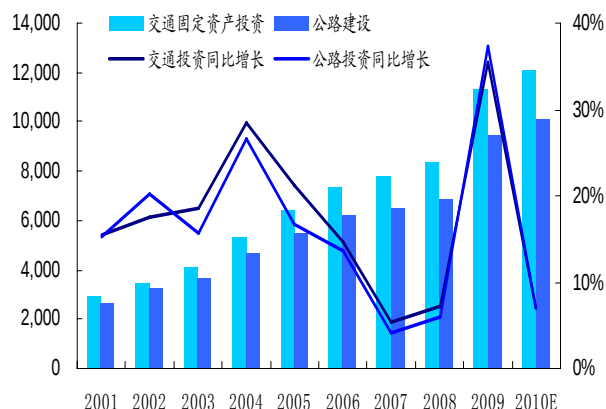
尽管表面数字显示，2010 年基建投资增速会大幅下滑，但是我们认为受基建建设周期的影响，2010 年仍然是工程机械设备采购高峰期，需求仍有较快增长，公司预收账款大幅增加也反映了目前需求旺盛。另外，我们策略部同事在四川草根调研的情况，也表明，地方政府 2010 年开工量更多。

图 16: 铁路建设投资情况 (亿元)



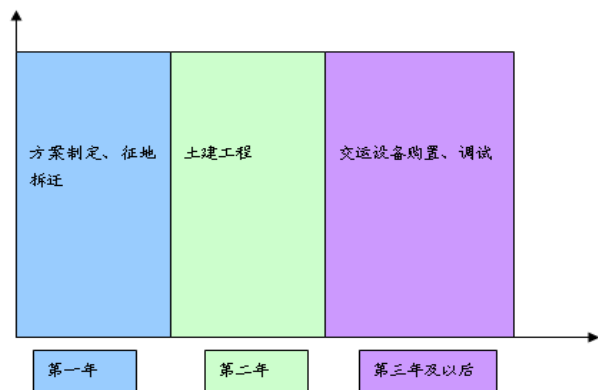
数据来源：铁道部、国泰君安证券研究

图 17: 以公路为主的交通建设投资情况 (亿元)



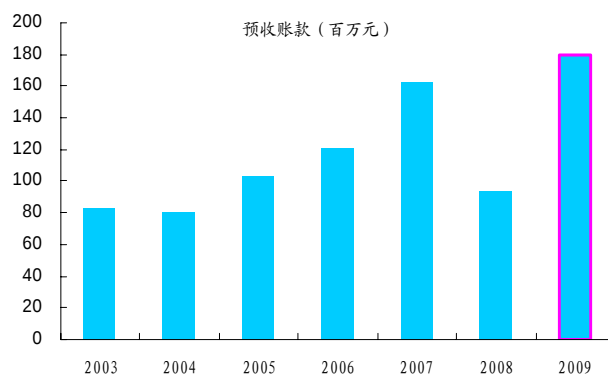
数据来源：交通部、国泰君安证券研究

图 18: 基建工程建设工期



数据来源：国泰君安证券研究

图 19: 公司预收账款大幅增加反映目前需求旺盛



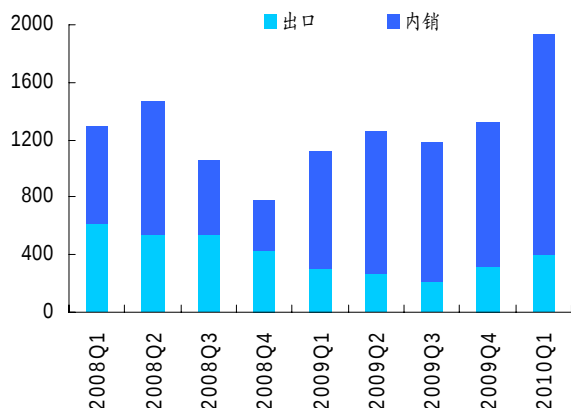
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 公司出口将有较快增长

2010 年一季度公司推土机出口 405 台，同比增长 33.66%。环比增长 26.56%。出口增长较明显的地区主要包括非洲、中南美洲、亚洲等，俄罗斯市场增速略低。

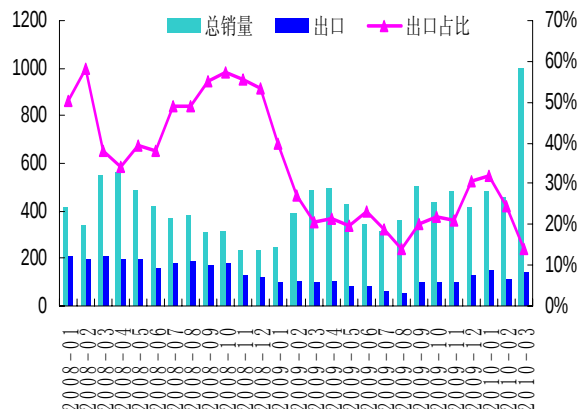
目前月度出口量维持在 100 台以上水平，我们预计全年出口将有较快增长。

图 20: 推土机季度销售情况 (台)



数据来源: 国泰君安证券研究

图 21: 推土机月度销售情况



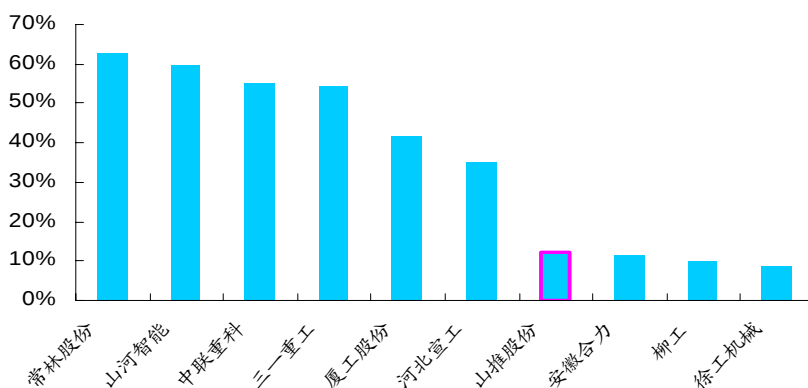
数据来源: 国泰君安证券研究

2.3. 公司可以借力更加灵活的销售方式促进销量更快增长

相比同类公司，目前公司信用销售占比较低，我们认为公司会采取更加灵活的销售方式促进销量更快增长。具体措施包括：

- 1、给代理商的信用期延长；
- 2、加大信用销售的占比，即加大分期、按揭和融资租赁占比；
- 3、以赠送礼品的形式开展促销活动；
- 4、组织推介活动等。

图 22: 公司目前信用销售占比较低



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3. 盈利预测与投资建议

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.83、1.01、1.18 元，按照工程机械第二梯队公司平均 20 倍左右动态 PE，目标价 16.6 元，增持。

表 1: 公司盈利预测

主要财务数据	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	6,695	6,956	9,353	11,768	13,706
同比%	39%	4%	34%	26%	16%
经营利润 (百万)	717	545	800	979	1,141
同比%	17%	-24%	12%	22%	17%
净利润 (百万)	504	422	627	768	898

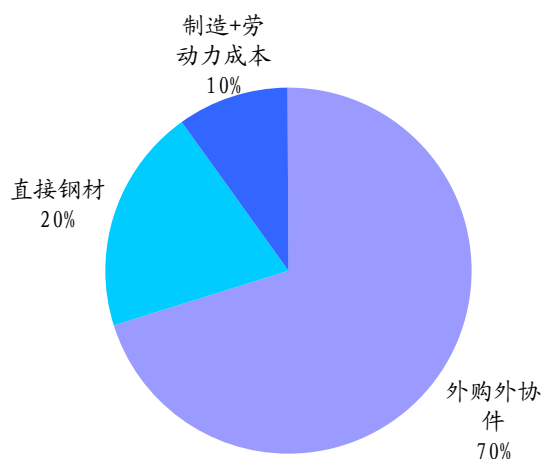
同比%	13%	-16%	49%	22%	17%
每股净收益 (元)	0.66	0.56	0.83	1.01	1.18
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.14	0.17	0.20

数据来源: 国泰君安证券研究

4. 钢价上涨的风险

公司主营业务成本构成中, 外协外购件成本占比 70%左右, 直接钢材成本占比 20%左右, 如果钢价上涨, 外协外购件基本可以转移涨价压力, 但是直接钢材只能部分转移涨价压力, 影响综合毛利率水平。

图 23: 公司主营业务成本构成



数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**吕娟:**

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		