

建筑机械

李勤 S0960200010107

010-63222909

liqin@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 11.24元

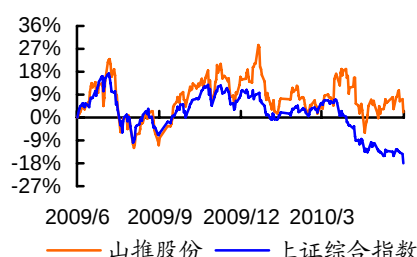
评级调整: 上调

基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2427.05 |
| 总股本(百万)   | 759     |
| 流通股本(百万)  | 636     |
| 流通市值(亿)   | 71      |
| EPS (TTM) | 0.72    |
| 每股净资产(元)  | 4.50    |
| 资产负债率     | 46.2%   |

股价表现

| (%)    | 1M    | 3M     | 6M     |
|--------|-------|--------|--------|
| 山推股份   | -1.71 | -1.11  | -11.25 |
| 上证综合指数 | -8.61 | -22.30 | -24.43 |



相关报告

《山推股份-固定基建继续拉动推土机需求, 出口复苏可期》2010-4-13

《山推股份-固定资产投资拉动作用显现, 出口有反弹迹象》2009-10-22

《山推股份-出口形势严峻, 中小产品比例上升》2009-4-17

山推股份

000680

强烈推荐

基础设施建设推动推土机超预期增长

投资要点:

- **推土机销售超常增长** 进入2010年以后, 推土机市场异常繁荣, 1季度总销量1735台, 2季度继续超预期地迅猛增长。1-5月4072台, 同比增长98%。5月份单台达到1340台, 远超过去旺季500台左右的水平, 单月同比增长213%, 而且09年同期, 山推推土机销量的基数并不低。预计10年山推股份的业绩将超预期。
- **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达到令人瞩目的30.5%, 但工程机械并未以相对应的速度高增长, 全年增长率仅20%, 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保持上升。我们预测2010年工程机械同比至少上升17.4%, 山推全年销售同比增长可达到50%以上
- **中型推土机旺销, 基建是主要推动力** 09年公司的推土机产品毛利率有所下降, 主要原因是出口、矿山用大功率推土机大幅下降, 国内市场基建用160马力推土机大幅增长。2010年160马力左右中型推土机爆发性增长, 大型推土机销量已经跌无可跌, 这一压低毛利率的因素已经消弭, 加之钢材价格持续下跌, 我们有理由相信2010年推土机毛利率稳中有升。
- **小松山推挖机销售符合预期** 小松山推2010年销售也取得飞跃式增长1-5月挖掘机销售同比增长95%, 1季度给山推的净利润贡献同比增长60%左右, 2010年将给公司业绩增长带来重要支撑。
- **估值与投资建议** 预计10、11、12年山推股份EPS可达到1.02, 1.25、1.36元/股, 按2010年15倍PE估值, 合理价值15.0元, 强烈推荐。

主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 6956  | 11937 | 14233 | 15350 |
| 同比(%)         | 4%    | 72%   | 19%   | 8%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 422   | 773   | 947   | 1035  |
| 同比(%)         | -16%  | 83%   | 23%   | 9%    |
| 毛利率(%)        | 14.7% | 15.2% | 15.3% | 15.0% |
| ROE(%)        | 13.1% | 19.7% | 19.4% | 17.5% |
| 每股收益(元)       | 0.56  | 1.02  | 1.25  | 1.36  |
| P/E           | 20.74 | 11.33 | 9.24  | 8.46  |
| P/B           | 2.71  | 2.23  | 1.79  | 1.48  |
| EV/EBITDA     | 12    | 7     | 6     | 5     |

资料来源: 中投证券研究所

## 4、盈利预测假设

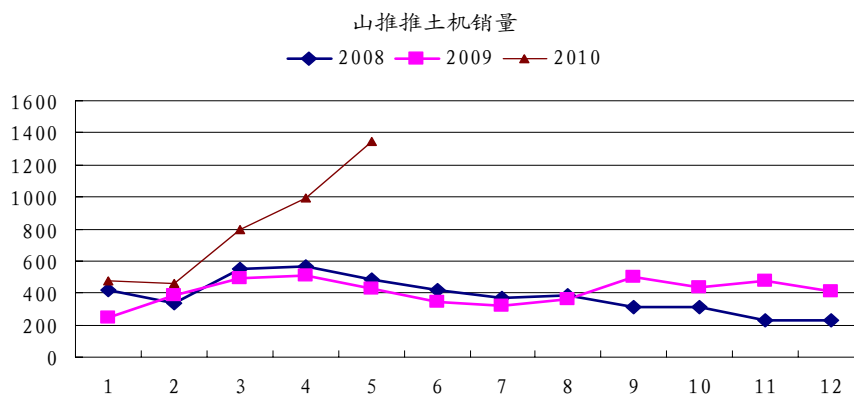
图表 1：公司分产品销售收入假设

单位：百万

|          | 2009    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|----------|---------|----------|----------|----------|
| 推土机      | 2258.56 | 4518.78  | 4880.28  | 5173.10  |
| 产量       | 4900    | 7791     | 8414     | 8919     |
| 毛利率      | 18.26%  | 19.00%   | 18.80%   | 18.80%   |
| 小挖掘机     | 952.79  | 120.00   | 120.00   | 120.00   |
| 产量       | 400     | 400      | 400      | 400      |
| 毛利率      | 7.94%   | 18.00%   | 20.00%   | 20.00%   |
| 压路机      | 332.39  | 432.11   | 466.68   | 504.02   |
| 毛利率      | 1.42%   | 3.62%    | 1.42%    | 1.42%    |
| 配件及其他    | 2471.26 | 3706.89  | 5115.50  | 5320.12  |
| 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 | 11937.46 | 14233.01 | 15350.03 |

资料来源：中投证券研究所

图表 2：山推推土机销量



资料来源：

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 | 5900  | 7201  | 8436  | 营业收入          | 6956  | 11937 | 14233 | 15350 |
| 现金        | 1319 | 1319  | 1723  | 2529  | 营业成本          | 5935  | 10124 | 12058 | 13043 |
| 应收账款      | 858  | 1544  | 1841  | 1986  | 营业税金及附加       | 18    | 32    | 36    | 40    |
| 其它应收款     | 69   | 135   | 161   | 174   | 营业费用          | 253   | 422   | 504   | 543   |
| 预付账款      | 294  | 501   | 596   | 645   | 管理费用          | 344   | 578   | 689   | 743   |
| 存货        | 1349 | 2211  | 2634  | 2849  | 财务费用          | 25    | 27    | 22    | -2    |
| 其他        | 129  | 189   | 245   | 254   | 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   | 219   | 263   | 315   |
| 固定资产      | 1162 | 1563  | 1834  | 2004  | 营业利润          | 519   | 963   | 1188  | 1298  |
| 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 | 8367  | 9852  | 11187 | 利润总额          | 540   | 984   | 1208  | 1319  |
| 流动负债      | 2891 | 4155  | 4591  | 4784  | 所得税           | 80    | 145   | 179   | 195   |
| 短期借款      | 802  | 1076  | 664   | 690   | 净利润           | 460   | 838   | 1030  | 1124  |
| 应付账款      | 1195 | 1776  | 2271  | 2372  | 少数股东损益        | 38    | 66    | 83    | 89    |
| 其他        | 894  | 1303  | 1655  | 1722  | 归属母公司净利润      | 422   | 773   | 947   | 1035  |
| 非流动负债     | 35   | 37    | 56    | 74    | EBITDA        | 638   | 1113  | 1368  | 1485  |
| 长期借款      | 19   | 37    | 56    | 74    | EPS (元)       | 0.56  | 1.02  | 1.25  | 1.36  |
| 其他        | 16   | -0    | 0     | 0     | 主要财务比率        |       |       |       |       |
| 负债合计      | 2925 | 4192  | 4646  | 4858  | 会计年度          | 2009  | 2010E | 2011E | 2012  |
| 少数股东权益    | 179  | 244   | 327   | 416   | 成长能力          |       |       |       |       |
| 股本        | 759  | 759   | 759   | 759   | 营业收入          | 3.9%  | 71.6% | 19.2% | 7.8%  |
| 资本公积      | 905  | 905   | 905   | 905   | 营业利润          | -16.9 | 85.5% | 23.3% | 9.3%  |
| 留存收益      | 1570 | 2267  | 3214  | 4248  | 归属于母公司净利润     | -16.3 | 83.1% | 22.5% | 9.3%  |
| 归属母公司股东权益 | 3234 | 3931  | 4878  | 5913  | 获利能力          |       |       |       |       |
| 负债和股东权益   | 6338 | 8367  | 9852  | 11187 | 毛利率           | 14.7  | 15.2% | 15.3% | 15.0  |
| 现金流量表     |      |       |       |       | 净利率           | 6.1%  | 6.5%  | 6.7%  | 6.7%  |
| 会计年度      | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | ROE           | 13.1  | 19.7% | 19.4% | 17.5  |
| 经营活动现金流   | 385  | -173  | 899   | 733   | ROIC          | 24.6  | 29.7% | 34.1% | 33.1  |
| 净利润       | 460  | 838   | 1030  | 1124  | 偿债能力          |       |       |       |       |
| 折旧摊销      | 93   | 123   | 158   | 188   | 资产负债率         | 46.2  | 50.1% | 47.2% | 43.4  |
| 财务费用      | 25   | 27    | 22    | -2    | 净负债比率         |       |       |       |       |
| 投资损失      | -150 | -219  | -263  | -315  | 流动比率          | 1.39  | 1.42  | 1.57  | 1.76  |
| 营运资金变动    | -74  | -806  | -49   | -262  | 速动比率          | 0.92  | 0.89  | 0.99  | 1.17  |
| 其它        | 30   | -137  | 0     | 0     | 营运能力          |       |       |       |       |
| 投资活动现金流   | -253 | -16   | -79   | 26    | 总资产周转率        | 1.22  | 1.62  | 1.56  | 1.46  |
| 资本支出      | 317  | 282   | 321   | 299   | 应收账款周转率       | 9     | 10    | 8     | 8     |
| 长期投资      | -27  | -45   | 21    | -10   | 应付账款周转率       | 5.89  | 6.82  | 5.96  | 5.62  |
| 其他        | 38   | 220   | 263   | 315   | 每股指标 (元)      |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流   | 58   | 190   | -415  | 46    | 每股收益(最新摊薄)    | 0.56  | 1.02  | 1.25  | 1.36  |
| 短期借款      | 214  | 274   | -412  | 26    | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.51  | -0.23 | 1.18  | 0.97  |
| 长期借款      | 19   | 19    | 19    | 19    | 每股净资产(最新摊薄)   | 4.26  | 5.18  | 6.43  | 7.79  |
| 普通股增加     | 0    | 0     | 0     | 0     | 估值比率          |       |       |       |       |
| 资本公积增加    | -1   | 0     | 0     | 0     | P/E           | 20.74 | 11.33 | 9.24  | 8.46  |
| 其他        | -174 | -103  | -22   | 2     | P/B           | 2.71  | 2.23  | 1.79  | 1.48  |
| 现金净增加额    | 190  | -0    | 404   | 805   | EV/EBITDA     | 12    | 7     | 6     | 5     |

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<br>邮编: 518000<br>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<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |