

国际化视野、多元化山推

山推股份股东会调研报告

报告关键点:

- 受信贷紧缩政策的持续影响,5月份主机销售将同比下滑
- 出口保持快速增长,有望超过历史最高水平
- 混凝土机械销售高速增长

报告摘要:

- 受紧缩信贷政策不利影响,推土机增速有所放缓。2011年1-4月份,公司共销售推土机4,454台,同比增长63%,国内市场占有率为65.5%,出口份额为73%。进入5月份,受国家紧缩信贷调控政策的持续影响,推土机销售增速有所放缓,预计当月销售同比将出现大幅下降。
- 配件业务保持强劲的增长。随着产能的快速提升,履带总成在配件业务中占比升至80%。受益于下游国内挖掘机械产销量的大幅增长,履带总成仍供不应求,目前只能提供50%多的市场需求,公司未来规划继续加大配件业务现有产能,不断满足国内市场的潜在需求,我们预计2011年公司配件业务收入将达到61亿元,同比增长50%左右。
- 出口快速复苏,有望达到历史最好水平。2011年1-4月份累计出口推土机871台,占2010年全年出口量的52%,同比增长60%,单月销量平均在200台以上。随着海外经济的复苏及原油价格的上涨,中东、俄罗斯等地区的需求仍保持强劲,预计2011年出口有望超过2008年历史最高水平。与此同时,为了应对贸易保护主义及实施国际化战略,公司积极在俄罗斯、波兰寻找合适的并购机会,或与经销商合作,实现本土制造和贸易方式的转变。
- 混凝土机械技改项目达产,销售保持快速增长。2011年4月份山推楚天一期项目建成投产,4月份销售额过亿元,2011年楚天公司推出高端搅拌站,实现“一站三车”成套设备的专业化产业链,打造公司业绩新的增长点,公司规划混凝土机械销售额达20亿元。由于销售集中于运输车销售量大,高端搅拌站收入占比较小,所以导致混凝土机械毛利率低于我们的预期。
- 小松山推业绩下滑导致投资收益下降近55%。一季度由于日元汇率上升导致采购进口关键零部件价格上升,促销活动导致费用大幅度上升以及钢材等原材料涨价因素,小松山推一季度净利润大幅下滑导致公司的投资收益同比下降54.9%。
- 所得税率暂按25%征收,短暂影响公司业绩。由于高新技术企业资质到期,从今年一季度,公司的所得税恢复到原来25%的税率水平,这在一定程度上对公司业绩的增长产生负面影响。按照国家规定,公司正在积极再次提请高新技术企业资格认定申请,如若获批,到年度期末将按15%的税率进行返还,公司对再次获得认证比较有信心。
- 维持“买入-A”评级。受信贷紧缩影响,推土机销售低于预期,由于混凝土机械毛利率低于我们的预期,我们小幅下调原来的盈利预测,预计2011-2013年公司实现EPS分别为1.63、2.14、2.58元。分别下调7.9%、8%和8.8%,按照2011年15倍的动态PE,对应的目标价为24.45元,维持“买入-A”的投资评级。
- 风险提示。国家持续信贷紧缩政策导致下游基建投资放缓;通胀情况下钢材等原材料价格上涨;海外需求复苏缓慢的风险;无法获取高新技术企业资质认定。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,956.2	13,399.1	18,192.7	23,294.5	28,603.3
Growth(%)	5.7%	92.6%	35.8%	28.0%	22.8%
净利润	422.1	839.6	1,234.4	1,622.3	1,956.2
Growth(%)	-16.2%	98.9%	47.0%	31.4%	20.6%
毛利率(%)	14.7%	13.7%	14.2%	14.5%	14.6%
净利润率(%)	6.1%	6.3%	6.8%	7.0%	6.8%
每股收益(元)	0.56	1.11	1.63	2.14	2.58
每股净资产(元)	4.26	5.27	5.72	7.47	9.60
市盈率	35.1	17.6	12.0	9.1	7.6

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

24.45 元

期限: 6 个月 上次预测: 31.86 元

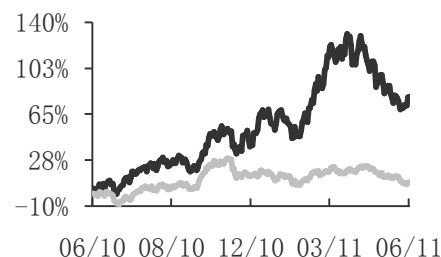
现价(2011年06月01日): 19.57 元

报告日期:

2011-06-02

总市值(百万元)	14,856.85
流通市值(百万元)	12,438.18
总股本(百万股)	759.16
流通股本(百万股)	635.57
12个月最低/最高	10.68/25.57 元
十大流通股东(%)	23.90%
股东户数	82,917

12个月股价表现



—— 山推股份 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.93)	(3.78)	70.22
绝对收益	(8.84)	(11.48)	79.70

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

报告联系人

王书伟

021-68763578
wangsw@essence.com.cn

前期研究成果

- 山推股份: 2010 年业绩基本符合预期
2011-04-26
- 山推股份: 推出一片新天地
2011-03-01
- 山推股份: 2008 年上半年业绩符合预期
2008-07-29

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-5-31		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	6,956.2	13,399.1	18,192.7	23,294.5	28,603.3	营业收入增长率	5.7%	92.6%	35.8%	28.0%	22.8%
减: 营业成本	5,935.2	11,565.3	15,610.7	19,922.2	24,436.3	营业利润增长率	-16.4%	107.7%	44.4%	32.1%	20.7%
营业税费	18.3	28.0	45.5	56.1	66.8	净利润增长率	-16.2%	98.9%	47.0%	31.4%	20.6%
销售费用	253.1	367.9	545.8	675.5	843.8	EBITDA 增长率	-18.9%	101.0%	33.9%	33.5%	21.8%
管理费用	343.6	452.1	613.1	787.4	965.4	EBIT 增长率	-23.4%	110.2%	38.2%	33.9%	22.1%
财务费用	25.4	66.4	24.9	61.6	103.7	NOPLAT 增长率	-23.2%	110.0%	34.0%	33.2%	22.0%
资产减值损失	11.2	69.9	25.0	10.3	34.7	投资资本增长率	11.1%	38.0%	-11.1%	78.6%	35.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.1%	28.0%	10.4%	30.7%	28.4%
投资和汇兑收益	150.0	229.2	230.0	276.0	331.2						
营业利润	519.3	1,078.6	1,557.7	2,057.4	2,483.7	利润率					
加: 营业外净收支	20.7	32.1	26.0	24.0	26.0	毛利率	14.7%	13.7%	14.2%	14.5%	14.6%
利润总额	540.0	1,110.7	1,583.7	2,081.4	2,509.7	营业利润率	7.5%	8.0%	8.6%	8.8%	8.7%
减: 所得税	79.8	157.0	237.6	312.2	376.5	净利润率	6.1%	6.3%	6.8%	7.0%	6.8%
净利润	422.1	839.6	1,234.4	1,622.3	1,956.2	EBITDA/营业收入	9.2%	9.6%	9.4%	9.8%	9.8%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	7.8%	8.5%	8.7%	9.1%	9.0%
货币资金	1,319.3	2,029.8	2,230.8	1,905.2	1,428.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	52	35	34	35	33
应收账款	927.1	1,576.3	1,694.7	2,808.1	3,448.1	流动营业资本周转天数	34	20	8	17	42
应收票据	128.8	366.1	373.8	478.7	587.7	流动资产周转天数	184	155	149	137	147
预付账款	293.6	995.3	1,354.5	2,058.4	3,027.9	应收账款周转天数	36	31	29	31	36
存货	1,349.3	2,587.8	1,896.1	2,969.2	4,625.6	存货周转天数	68	53	45	38	48
其他流动资产	0.0	-0.0	-	0.0	0.0	总资产周转天数	294	229	218	199	201
可供出售金融资产	3.7	2.2	2.6	2.8	2.5	投资资本周转天数	143	93	75	77	95
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	650.3	983.3	950.0	950.0	950.0	ROE	13.5%	21.8%	27.9%	28.1%	26.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	8.9%	11.9%	12.3%	12.1%
固定资产	1,162.3	1,471.2	2,007.8	2,462.9	2,763.1	ROIC	18.5%	35.0%	34.0%	51.0%	34.8%
在建工程	368.6	443.7	476.2	465.7	429.4	费用率					
无形资产	107.9	192.0	253.8	246.3	239.2	销售费用率	3.6%	2.7%	3.0%	2.9%	3.0%
其他非流动资产	27.3	50.2	51.4	54.3	56.0	管理费用率	4.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
资产总额	6,338.3	10,698.1	11,291.8	14,401.7	17,558.5	财务费用率	0.4%	0.5%	0.1%	0.3%	0.4%
短期债务	801.9	1,631.5	900.0	900.0	900.0	三费/营业收入	8.9%	6.6%	6.5%	6.5%	6.7%
应付账款	1,293.2	2,187.1	3,421.5	3,493.2	4,284.7	偿债能力					
应付票据	597.4	2,068.6	1,496.9	1,910.4	2,343.2	资产负债率	46.2%	59.2%	57.3%	56.2%	53.9%
其他流动负债	194.9	374.3	517.3	610.4	724.8	负债权益比	85.7%	144.9%	134.2%	128.5%	117.0%
长期借款	18.5	50.0	82.0	1,082.0	1,082.0	流动比率	1.39	1.21	1.19	1.48	1.59
其他非流动负债	16.2	18.0	51.0	98.6	127.8	速动比率	0.92	0.79	0.89	1.04	1.02
负债总额	2,925.3	6,330.2	6,470.5	8,098.2	9,466.5	利息保障倍数	21.41	17.23	63.54	34.39	24.94
少数股东权益	178.7	370.6	482.4	629.2	806.3	分红指标					
股本	759.2	759.2	759.2	759.2	759.2	DPS(元)	0.10	0.20	0.28	0.38	0.45
留存收益	2,475.1	3,237.5	3,579.8	4,915.1	6,526.5	分红比率	18.0%	18.1%	17.0%	17.7%	17.6%
股东权益	3,413.0	4,367.9	4,821.3	6,303.5	8,092.0	股息收益率	0.5%	1.0%	1.4%	1.9%	2.3%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	460.2	953.6	1,234.4	1,622.3	1,956.2	EPS(元)	0.56	1.11	1.63	2.14	2.58
加: 折旧和摊销	93.2	137.0	133.7	172.1	202.8	BVPS(元)	4.26	5.27	5.72	7.47	9.60
资产减值准备	11.2	69.9	25.0	10.3	34.7	PE(X)	35.1	17.6	12.0	9.1	7.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	3.7	3.4	2.6	2.0
财务费用	39.4	61.2	24.9	61.6	103.7	P/FCF	40.7	24.9	15.1	-80.0	-48.0
投资收益	-150.0	-229.2	-230.0	-276.0	-331.2	P/S	2.1	1.1	0.8	0.6	0.5
少数股东损益	38.1	114.0	111.7	146.8	177.1	EV/EBITDA	14.6	10.8	8.2	6.8	5.8
营运资金的变动	-62.8	-785.6	1,026.5	-2,371.9	-2,034.6	CAGR(%)	56.7%	30.8%	24.7%	21.5%	22.5%
经营活动产生现金流量	384.6	213.4	2,326.2	-634.8	108.8	PEG	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-252.6	-577.9	-575.1	-342.2	-136.5	ROIC/WACC	1.9	3.6	3.5	5.3	3.6
融资活动产生现金流量	57.8	799.0	-934.4	651.4	-448.6	REP	1.7	1.0	1.1	0.5	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034