

山推股份 (000680)

推荐 (维持)

投资收益大幅下降、利润贡献占比急剧回落

市场数据

报告日期	2011-8-24
收盘价(元)	14.11
总股本(百万股)	759.16
流通股本(百万股)	635.58
总市值(百万元)	10711.81
流通市值(百万元)	8968.05
净资产(百万元)	4345.54
总资产(百万元)	14471.17
每股净资产	5.72

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13399	16952	20544	24317
同比增长(%)	92.6%	26.5%	21.2%	18.4%
净利润(百万元)	840	836	1023	1276
同比增长(%)	98.9%	-0.4%	22.3%	24.8%
毛利率(%)	13.7%	15.2%	15.2%	15.3%
净利率(%)	6.3%	4.9%	5.0%	5.2%
净资产收益率(%)	21.0%	17.9%	17.9%	18.3%
每股收益(元)	1.11	1.10	1.35	1.68
每股经营现金流(元)	0.28	0.36	2.06	2.17

相关报告

《山推股份(000680): 推土机龙头地位巩固, 业务布局趋于完善》2011-4-27

《山推股份(000680)降本增效效果明显》2010-8-17

《山推股份(000680) 半年业绩有望与去年全年持平》2010-4-24

分析师 吴华

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

SAC:S0190511040001

联系人: 陈德静

021-38565907

chendejing@xyzq.com.cn

投资要点

事件:

公司公布 2011 年半年报, 实现营业收入 92.49 亿元, 同比增长 34.31%; 实现营业利润 7.15 亿元, 同比增长 18.35%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.00 亿元, 同比增长 1.30%; 实现剔除投资收益后的归属于上市公司股东的净利润 4.74 亿元, 同比增长 40.31%; 基本每股收益为 0.66 元, 与公司于 6 月 24 日公布的业绩预增公告基本一致, 符合预期。

其中, 二季度单季实现营业收入 44.13 亿元, 同比增长 12.25%; 实现营业利润 2.72 亿元, 同比降低 18.65%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.86 亿元, 同比降低 33.28%; 二季度基本每股收益为 0.24 元。

同时, 公司公告对应收款项计提坏账准备和固定资产计提折旧年限进行会计估计变更, 以增强抗风险能力; 经公司初步测算, 减少上半年利润总额约 1,458 万元, 其中应收款项计提坏账准备会计估计变更减少利润总额约 1,008 万元, 固定资产计提折旧年限会计估计变更减少利润总额约 450 万元。

点评:

● 上半年主营业务收入达 73.94 亿元, 同比增长 25.83%, 主营产品综合毛利率同比提升 2.52 个百分点至 17.67%, 销售毛利率同比提升 1.49 个百分点至 15.15%; 预计期间费用率仍为同行业上市公司最低水平; 但公司对小松山推投资收益大幅减少且公司高新技术企业所得税率优惠到期, 营业利润和净利润增速远低于营业收入增速。二季度增长情况差于一季度。

- 期间费用率同比小幅提升 0.99 个百分点至 6.93%，但预计仍处于同行业上市公司的最低水平；其中，财务费用率同比小幅提升 0.81 个百分点至 1.17%，主要由于汇兑损失及利息支出同比大幅增长；销售费用率同比小幅提升 0.22 个百分点至 3.02%，主要由于销售服务费、运输费、职工薪酬各自占营业收入的比重有所提升所致；管理费用率同比小幅下降 0.04 个百分点至 2.73%，主要由于职工薪酬占营业收入比重有所下降，但技术开发费用占营业收入的比重仍小幅提升 0.06 个百分点至 0.26%。
- 公司营业收入同比增长 34.31%，但由于对参股公司小松山推的投资收益比同比大幅减少 1.13 亿元至 1,804.20 万元，同时公司高新技术企业所得税优惠到期，所得税税率由 15% 上调至 25% 计提，致使公司营业利润、归属于上市公司股东的净利润同比分别增长 18.35%、1.30%，低于营业收入的增速。净利率同比下降 1.59 个百分点至 6.20%。
- 公司出口复苏，国外销售收入增速超过国内，但国外销售毛利率仍低于国内。国外销售收入为 14.61 亿元，同比增长 67.94%，占主营业务收入的比重从去年全年的 10.6% 上升至 14.18%，但国外销售毛利率延续近年来的下降趋势，同比下降 2.93 个百分点至 8.79%，远低于国内 13.24% 的销售毛利率（注：国内、国外主营业务收入及成本未内部抵销）。
- **公司推土机销量增速略超行业增速，市占率持续提升，行业龙头地稳固；出口持续复苏，大马力推土机销量占比提升，盈利能力增强。**公司推土机业务上半年实现销售收入 26.43 亿元，同比增长 15.18%；公司推土机销量为 5,758 台，同比增长 14.70%，略高于行业 12.40% 的增速，销量增速与收入增速相当。其中，公司推土机出口销量延续去年的复苏趋势，同比增长 57.67%，而国内销量增速大幅放缓，仅为 5.82%。公司国内市场占有率从去年全年的 61.6% 小幅提升至 62.9%，出口市场占有率从去年全年的 73.1% 小幅提升至 74.6%，行业集中度趋于提高。受出口占比上升的影响（从去年同期的 17.13% 提升至 23.55%），公司 180 马力以上推土机产品销量占比从去年同期的 17.4% 提升至 22.8%，销售均价从去年同期的 45.7 万元/台小幅提升至 45.9 万元/台，毛利率同比提升 2.22 个百分点至 20.64%。公司凭借在推土机行业的绝对优势，将继续受益于国家水利和道路建设投资，并随着大马力推土机销量占比的提升以及龙头规模优势的强化，毛利率有望继续上升。
- **公司对小松山推投资收益大幅下降 86.22%，对利润总额贡献占比大幅下降至 2.42%，负面影响基本上已完全释放；公司挖掘机代销售渠道作用继续增强。**小松中国上半年在国内销售挖掘机 15,658 台，同比增长 9.09%，受内资品牌的挤压，小松中国国内市场占有率从去年全年的 14.5% 下降至 12.7%。
- 小松山推盈利能力持续恶化，投资收益利润总额贡献占比已接近于零，不再期许小松山推投资收益有所好转。上半年小松山推实现营业收入 49.90 亿元，同比下降 14.39%；实现营业利润 8,777.09 万元，同比下降 85.18%；实现净利润 6,014.00 万元，同比下降 86.22%；净利率为 1.21%，同比下降 6.28 个百分点，延续近年来的下降趋势；以上半年末净资产计算的 ROE 仅为

4.76%；为公司贡献投资收益 1,804.20 万元，占公司利润总额的比重从去年同期的 21.21% 大幅下降至 2.42%。

■ 公司全年代销小松山推挖掘机产品形成的商业销售收入为 16.43 亿元，同比增长 47.35%，毛利率同比大幅提升 4.01 个百分点至 12.54%。公司挖掘机代销收入占小松山推主营业务收入的比重延续近年来的上升趋势，从去年全年的 22.27% 提升至 32.92%，公司的渠道作用不断增强。挖掘机商业产品占公司主营业务收入的比例上升至 22.22%、占公司毛利的比例上升至 23.60%，均为公司历史最高值。

● 受益于推土机和挖掘机行业销量增长及配件国产化率提升，公司配件业务收入规模及毛利率持续提升。公司配件产品主要用于配套推土机和挖掘机，上半年配件及其他业务（如山推楚天混凝土机械、抚顺起重机）实现销售收入 26.94 亿元，同比增长 29.22%，毛利率同比提升 2.10 个百分点至 19.27%，公司将逐步优化主营业务布局，提升新产品收入占比。

● 应收及存货较年初大幅增长，经营活动现金流恶化，公司增加银行借款并发行中期票据以补充流动资金。公司半年度末应收票据为 8.87 亿元，较年初增长 142.25%，应收账款净额为 21.97 亿元，较年初增长 51.83%；存货账面价值为 35.15 亿元，较年初增长 35.84%，其中原材料占比为 23.89%、在产品占比为 20.82%、库存商品占比为 55.29%。而预收账款余额为 3.06 亿元，较年初下降 10.52%，较去年同期仅增长 14.17%。经营活动现金流恶化，上半年公司经营活动现金流量净额为 -10.37 亿元，而去年同期为 2.06 亿元。同时，公司扩大生产能力建设，在建工程较年初增加 4.87 亿元至 9.31 亿元。为补充流动资金，公司增加银行借款 13.75 亿元并发行中期票据 10 亿元，货币资金较年初增加 7.73 亿元。

● 公司新产品短期内尚未形成较强的市场竞争力，且对小松山推的投资收益波动很大；但公司拥有较为完善的营销服务网络和营销体系，且通过加强研发、宣传、营销及资本运作，逐步优化主营业务布局和产品结构，在稳固推土机龙头地位的同时，逐步增强公司在土方机械、路面机械、混凝土机械、起重机械等领域的竞争力，规模效应和配件供应能力将进一步增强，且小松山推投资收益大幅下降的负面影响基本上已完全释放。我们预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 1.10 元、1.35 元、1.68 元，对应公司动态 PE 分别为 12.8 倍、10.5 倍、8.4 倍，维持对公司“推荐”的投资评级。

● 风险提示。下游行业增速大幅放缓；钢材等原材料及外购配套件价格大幅上涨；出口复苏低于预期；混凝土机械市场开拓风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7555	10306	10638	12607
货币资金	2030	3370	2608	3430
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1447	1778	2172	2643
其他应收款	129	200	193	283
存货	2588	3100	3530	3881
非流动资产	3143	3975	4554	4986
可供出售金融资产	2	3	3	3
长期股权投资	983	800	900	1000
投资性房地产	0	33	33	33
固定资产	1471	1921	2323	2636
在建工程	444	866	880	828
油气资产	0	0	0	0
无形资产	192	272	333	389
资产总计	10698	14281	15192	17593
流动负债	6262	7886	7620	8551
短期借款	1632	2850	1500	1500
应付票据	2069	2157	2612	3191
应付账款	2027	2203	2772	2947
其他	535	676	736	913
非流动负债	68	1217	1217	1217
长期借款	50	200	200	200
其他	18	1017	1017	1017
负债合计	6330	9104	8837	9768
股本	759	759	759	759
资本公积	906	906	906	906
未分配利润	2022	2625	3548	4701
少数股东权益	371	496	651	845
股东权益合计	4368	5177	6355	7825
负债及权益合计	10698	14281	15192	17593

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	954	836	1023	1276
折旧和摊销	126	180	242	303
资产减值准备	70	202	60	78
无形资产摊销	11	15	19	24
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	61	203	199	146
投资损失	-229	-53	-52	-54
少数股东损益	114	125	156	194
营运资金的变动	-762	1196	59	283
经营活动产生现金流量	213	273	1564	1644
投资活动产生现金流量	-578	-947	-778	-676
融资活动产生现金流量	799	2014	-1549	-146
现金净变动	436	1341	-763	822
现金的期初余额	1229	2030	3370	2608
现金的期末余额	1665	3370	2608	3430

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13399	16952	20544	24317
营业成本	11565	14383	17412	20585
营业税金及附加	28	51	62	73
销售费用	368	509	637	778
管理费用	452	559	668	778
财务费用	66	203	199	146
资产减值损失	70	90	110	120
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	229	53	52	54
营业利润	1079	1210	1509	1890
营业外收入	42	60	70	80
营业外支出	9	5	8	10
利润总额	1111	1265	1571	1960
所得税	157	304	393	490
净利润	954	961	1178	1470
少数股东损益	114	125	156	194
归属母公司净利润	840	836	1023	1276
EPS (元)	1.11	1.10	1.35	1.68

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	92.6%	26.5%	21.2%	18.4%
营业利润增长率	107.7%	12.2%	24.7%	25.3%
净利润增长率	98.9%	-0.4%	22.3%	24.8%
盈利能力(%)				
毛利率	13.7%	15.2%	15.2%	15.3%
净利率	6.3%	4.9%	5.0%	5.2%
ROE	21.0%	17.9%	17.9%	18.3%

偿债能力(%)

资产负债率	59.2%	63.7%	58.2%	55.5%
流动比率	1.21	1.31	1.40	1.47
速动比率	0.79	0.91	0.93	1.02

营运能力(次)

资产周转率	157.3	135.7%	139.4%	148.3%
应收帐款周转率	1125.2	1000.0	950.0%	920.0%

每股资料(元)

每股收益	1.11	1.10	1.35	1.68
每股经营现金	0.28	0.36	2.06	2.17
每股净资产	5.27	6.17	7.51	9.19

估值比率(倍)

PE	12.8	12.8	10.5	8.4
PB	2.7	2.3	1.9	1.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。