

山推股份 (000680.SZ)
/ 机械设备

证券研究报告/公司点评

2024年8月23日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 6.47

分析师: 王可

执业证书编号: S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师: 姜楠宇

执业证书编号: S0740522110001

Email: jiangny@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 9,998 | 10,541 | 12,688 | 14,861 | 16,768 |
| 增长率 yoy% | 9% | 5% | 20% | 17% | 13% |
| 净利润 (百万元) | 632 | 765 | 951 | 1,152 | 1,368 |
| 增长率 yoy% | 202% | 21% | 24% | 21% | 19% |
| 每股收益 (元) | 0.42 | 0.51 | 0.63 | 0.77 | 0.91 |
| 每股现金流量 | 0.25 | 0.23 | 1.02 | 0.93 | 0.98 |
| 净资产收益率 | 12% | 13% | 14% | 15% | 15% |
| P/E | 15.4 | 12.7 | 10.2 | 8.4 | 7.1 |
| P/B | 2.0 | 1.7 | 1.9 | 1.3 | 1.1 |

备注: 截止 2024 年 8 月 22 日

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2024 半年度报告, 上半年公司实现营业收入 65.08 亿元, 同比增长 3.81%; 归母净利润 4.18 亿元, 同比+38.49%; 归母扣非净利润 4.09 亿元, 同比增长 55.58%。2024 年二季度, 公司实现营业收入 34.39 亿元, 同比增长 38.02%; 归母净利润 2.11 亿元, 同比增长 58.39%; 归母扣非净利润 2.01 亿元, 同比增长 68.43%。

■ **国内收入增速转正, 海外业绩持续增长, 规模优势显现**

(1) **成长性分析:** 24H1 公司保持较高收入和利润增速, ①国内工程机械行业在设备更新政策下, 内销拐点明显, 公司 24H1 实现国内收入 23.01 亿元, 同比+22.37%, 占收入的 35.37%; ②公司积极开拓海外市场, 完善海外销售渠道建设, 24H1 海外市场实现销售收入 36.25 亿元, 同比+44.41%, 占总收入的 55.69%。

(2) **盈利能力分析:** 2024H1 公司净利润增速快于营收增长, 主要来自期间费用压降。①由于低毛利率的商业产品销售 (挖掘机出口) 占比从 23H1 的 13.94% 提升至 17.57%, 同比增长 68.63%, 公司的毛利率有所回落。2024H1 公司主营业务毛利率 17.50%, 同比-0.37pct, 其中出口毛利率 22.06%, 同比-1.89pct; 内销毛利率 10.31%, 同比-1.14pct。②期间费用率为 8.49%, 同比-1.93pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.00%/2.45%/3.31%/-0.27%, 同比分别变动-0.32/-1.26/-1.06/+0.07pct。

(3) **营运能力及经营现金流分析:** 公司应收账款周转天数减少, 2024H1 公司应收账款周转天数为 104.79 天, 同比减少 4.2 天; 由于销售规模增加, 公司存货下降, 存货周转天数 72.35 天, 同比减少 0.44 天。2024H1 公司经营经营性现金流显著改善, 经营性净现金流为 2.30 亿元, 同比转正。

(4) **持续加大研发投入:** 2024H1 公司研发投入持续增长, 公司研发费用为 2.15 亿元, 同比增长 1.43%, 占营业收入比重为 3.31%。

■ **推土机行业龙头, 挖掘机业务高增打开远期成长空间。**公司产品“一超多强”, 推土机产品以绝对优势领先其他生产制造, SD60、SD90 等系列超大马力机型填补技术空白, 实现国产化替代; 同时推出纯电推土机 DE26、LE 系列纯电装载机、全液压推土机 DH80 等产品完善产品谱系, 整体技术达到国际先进水平, 其中纯电推土机为国际领先水平。根据中国新闻网, 2024 年 1-5 月公司出口台量增长超过 40%, 出口收入增长近 50%, 其中挖机增长超过 70%, 推土机增长超过 30%。

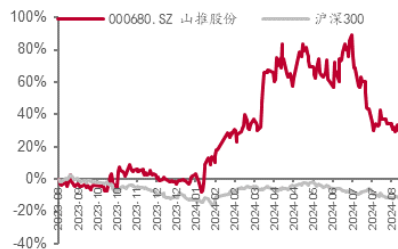
■ **渠道建设以及集团协同赋能出口业务持续增长, 产品及区域结构更为合理。**公司持续完善海外销售渠道建设, 新增比利时子公司, 重点拓展非洲、欧洲、美洲、东南亚等区域海外经销商 24 家, 其中非洲、欧洲、美洲区域经销商占比有所提升。根据公司 2024 年经营计划, 目标实现海外收入 85 亿元, 同比增长 44.6%。公司在集团强大的资本、技术、人才及渠道协同支持下, 不断强化资源与业务协同。根据公司 3 月 28 日公告, 已启动筹划收购关联方山重建机有限公司股权事宜, 未来公司土方产品布局及协同效果有望持续显现。

■ **盈利预测:** 维持“买入”评级。公司作为推土机国内龙头, 国内独家的高毛利大马力推土机出口高增; 在集团协同优势之下, 形成完善的土方产品布局, 一方面通过渠道布局打开出口市场, 另一方面有望充分受益下一轮国内工程机械上行周期; 国企改革降本增效打开利润弹性。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 127/149/168 亿元; 分别

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 1,500 |
| 流通股本(百万股) | 1,308 |
| 市价(元) | 6.47 |
| 市值(百万元) | 9,707 |
| 流通市值(百万元) | 8,463 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《山推股份: 国内推土机行业龙头, 大马力产品出口盈利改善》20230704
- 《山推股份: 2023 第三季度业绩超预期, 大马力设备出口拉动盈利能力创新高》20231031
- 《2023 年业绩超预期, 大马力产品及海外出口拉动业绩提升》20240123
- 《2024 年半年度业绩预告符合预期, 出口及降本提升盈利能力》20240714

同比+20%/+17%/+13%；归母净利润分别为 9.51/11.52/13.68 亿元，分别同比 24%/21%/19%。

- **风险提示：**海外经济下行而导致需求减少的风险；汇率波动的风险；公司资源整合及规模扩张后带来的管理风险；原材料价格波动导致的成本上升风险；核心技术和管理人员流失风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 3,288 | 3,957 | 5,145 | 6,555 | 营业收入 | 10,541 | 12,688 | 14,861 | 16,768 |
| 应收票据 | 0 | 11 | 12 | 16 | 营业成本 | 8,597 | 10,459 | 12,236 | 13,747 |
| 应收账款 | 3,397 | 3,413 | 3,984 | 4,541 | 税金及附加 | 59 | 63 | 74 | 84 |
| 预付账款 | 366 | 445 | 521 | 585 | 销售费用 | 365 | 397 | 461 | 503 |
| 存货 | 2,170 | 2,597 | 3,038 | 3,413 | 管理费用 | 390 | 393 | 438 | 503 |
| 合同资产 | 21 | 25 | 30 | 33 | 研发费用 | 458 | 501 | 562 | 620 |
| 其他流动资产 | 971 | 1,392 | 1,486 | 1,643 | 财务费用 | -5 | -1 | -20 | -11 |
| 流动资产合计 | 10,192 | 11,815 | 14,186 | 16,754 | 信用减值损失 | -29 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期投资 | 593 | 613 | 632 | 649 | 资产减值损失 | -64 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 513 | 513 | 513 | 513 | 公允价值变动收益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,317 | 1,213 | 1,513 | 1,437 | 投资收益 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 221 | 346 | 76 | 36 | 其他收益 | 162 | 90 | 90 | 90 |
| 无形资产 | 412 | 318 | 218 | 100 | 营业利润 | 800 | 976 | 1,209 | 1,437 |
| 其他非流动资产 | 179 | 179 | 179 | 179 | 营业外收入 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 非流动资产合计 | 3,235 | 3,182 | 3,131 | 2,915 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产合计 | 13,427 | 14,997 | 17,317 | 19,668 | 利润总额 | 808 | 985 | 1,218 | 1,446 |
| 短期借款 | 618 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 40 | 30 | 61 | 72 |
| 应付票据 | 3,895 | 4,738 | 5,544 | 6,228 | 净利润 | 768 | 955 | 1,157 | 1,374 |
| 应付账款 | 1,783 | 2,177 | 2,548 | 2,862 | 少数股东损益 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 765 | 951 | 1,152 | 1,368 |
| 合同负债 | 446 | 537 | 629 | 710 | NOPLAT | 764 | 954 | 1,138 | 1,364 |
| 其他应付款 | 258 | 258 | 258 | 258 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.51 | 0.63 | 0.77 | 0.91 |
| 一年内到期的非流动负债 | 100 | 100 | 100 | 100 | | | | | |
| 其他流动负债 | 162 | 125 | 135 | 147 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 7,263 | 7,937 | 9,214 | 10,306 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 50 | 50 | 50 | 50 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 5.4% | 20.4% | 17.1% | 12.8% |
| 其他非流动负债 | 251 | 251 | 251 | 251 | EBIT增长率 | 23.7% | 22.5% | 21.8% | 19.8% |
| 非流动负债合计 | 301 | 301 | 301 | 301 | 归母公司净利润增长率 | 21.2% | 24.3% | 21.1% | 18.7% |
| 负债合计 | 7,564 | 8,238 | 9,514 | 10,606 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 5,571 | 6,464 | 7,502 | 8,756 | 毛利率 | 18.4% | 17.6% | 17.7% | 18.0% |
| 少数股东权益 | 292 | 296 | 300 | 306 | 净利率 | 7.3% | 7.5% | 7.8% | 8.2% |
| 所有者权益合计 | 5,863 | 6,760 | 7,803 | 9,062 | ROE | 13.1% | 14.1% | 14.8% | 15.1% |
| 负债和股东权益 | 13,427 | 14,997 | 17,317 | 19,668 | ROIC | 14.9% | 17.5% | 18.1% | 18.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 56.3% | 54.9% | 54.9% | 53.9% |
| | | | | | 债务权益比 | 17.4% | 5.9% | 5.1% | 4.4% |
| | | | | | 流动比率 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| | | | | | 速动比率 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 107 | 97 | 90 | 92 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 75 | 68 | 70 | 71 |
| | | | | | 存货周转天数 | 75 | 82 | 83 | 84 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.51 | 0.63 | 0.77 | 0.91 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.23 | 1.02 | 0.93 | 0.98 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.71 | 4.31 | 5.00 | 5.84 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 13 | 10 | 8 | 7 |
| | | | | | P/B | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| | | | | | EV/EBITDA | 31 | 27 | 23 | 19 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。