

买入 维持

山推股份 (000680)

2007 年 8 月 31 日

行业专家齐聚北京，共谋山推未来蓝图

机械行业分析师：叶志刚

yezg@htsec.com

021-63411370

专家三堂会审、为山推“把脉”。2007 年 8 月 18 日 - 8 月 19 日，山推股份邀请工程机械行业协会专家、零部件供应商、产品代理商、公司独立董事、证券行业人士等共同聚会北京，商讨山推未来发展方向。与会的两天，专家就山推的发展机遇和挑战主要从管理层激励、产品多元化、产品国际化、现有主业的调整、销售网络的整合等主要方面展开激烈讨论，专家表态坦诚、直入主题、应该讲，目前山推具备的优势和面临的挑战都阐述的非常清晰。我们认为公司在领导班子变更后（今年 5 月中旬公司公告董事长由周庆庭变更为董平）主动邀请专家给山推“会诊”，既表明了公司的诚意，也说明山推已经认识到了国内工程机械行业飞速发展，必须彻底改革才有出路的清醒认识。总结下来，主要形成以下主要观点：

山推的竞争优势明显。山推的固有优势比较明显：（1）推土机行业国内龙头，市场占有率 50% 以上，并且远远超出第二、第三位的水平，全球排名第三，品牌和规模优势明显。（2）推土机行业市场进入壁垒较高，柳工（000528）和三一重工（600031）以前曾试图进入该行业，但都以失败而告终，因此虽然该行业市场容量不大（4000 - 7000 台销量/年），但面临的竞争格局相对稳定，没有恶化。（3）零配件业务成为公司的另一核心竞争力。公司 2002 年底通过向日本小松转让 20% 股权的让步获得小松的技术支持，成立了小松山推事业圆，这是国内目前规模最大的土石方机械产品配套件基地，年销售收入规模已经超过 13 亿元，直逼公司的主业 - 推土机业务。（4）山推的推土机关键零部件实现了自制，包括齿轮箱、液力变矩器等，且济宁周围的零部件配套体系也比较完善，采购方便，节省了运输距离。（5）公司出口近年来增长迅速，尤其是从去年开始，伴随中国政府的非洲援建项目开工，公司在非洲市场销售量迅速上升。值得注意的是，今年上半年公司出口的推土机大部分是附加值较高的大功率推土机产品（250 马力以上），这样以来，公司的产品结构明显优化。进入 7、8 月，公司的大功率推土机销量依然良好，呈现出“淡季不淡”的现象，我们此次会议上从公司的发动机配件供应商了解到的信息：7、8 月份单月供应大功率发动机超过了 50 台，预计全年公司的大功率推土机销量可超过 500 台。

困扰公司发展的最大问题是管理层激励问题。公司作为工程机械行业内的优质上市公司，多年来致力于推土机产品的研发和生产，其推土机行业龙头地位不断巩固，管理层的风格朴实稳健，公司的产品市场前景广阔，出口快速增长。相比中联重科、柳工、安徽合力等国有工程机械类优质上市公司，公司的经营机制稍欠灵活，管理层的激励程度还不能充分反应市场化运作的水平。与会专家指出，尽管山推股份目前面临产品多元化、国际化、整合销售网络等重要经营问题需要解决，但首先应解决管理层的激励问题，只有管理层利益与公司整体利益尽可能一致，公司的内部管理才能发生根本性变革，公司也才有可能成为未来 10 年中国工程机械行业的龙头公司之一。我们对公司管理层的激励问题的解决持乐观态度，公司邀请各路专家齐聚北京对山推“会诊”，本身已经说明了山推对目前自身的发展现状有比较清醒的认识，寄希望通过专家的建议通过内部改革改善公司经营机制和运作效率。

产品多元化，或有涉足叉车业务。公司目前存在产品单一（2007 年上半年推土机销售收入占到营业收入的 42.65%），推土机市场容量较小的问题。另人可喜欢地是，今年上半年公司的半年报显示在推土机销量同比无明显变化的情况下，公司大功率推土机效率大幅度增加，上半年销量近 300 台，且大部分供应海外市场，产品结构的提升可以一定程度上摆脱公司推土机产品市场狭小的限制。另一方面，从国外大型工程机械企业（卡特彼勒、小松、沃尔沃）的发展经历来看，企业要想在未来较长的时间获得长足的发展，成为世界级的跨工公司，只依靠一两种产品显然是不可能的。公司涉足装载机产品领域难度较大，一方面是因为装载机行业市场竞争激烈，目前柳工、龙工、厦工、临工占据了国内市场近 50% 的市场，作为装载机行业的龙头，柳工的毛利率保持在近 20% 的水平，而厦工股份则在 14% 左右，显然，装载机行业的市场格局已经相对稳定，新进入者想进入该领域，2 - 3 年内要打破目前的市场格局比较困难；挖掘领域，因为公司已经与小松公司合资成立了小松山推（山推控股小松山推 30% 的股权），山推股份若想涉足该领域会面临日方的压力；混凝土设备行业毛利率较高，但技术含量也相对较高，三一重工和中联重科作为行业的龙头企业占据了 70% 的市场份额，且长时间没有新的市场进入者，说明该行业市场比率较高，且属于工程建筑行业的下游，与土石方机械的客户群并不重叠，需要重新开拓市场，建立营销体系，难度较大；路面机械，市场竞争激烈，盈利水平差，市场容量小，对新进入者的吸引力不大。叉车行业市场容量大（2007 年市场销量达 10.66 万辆，今年将超过 14 万辆），下游为物流行业，市场应用领域广泛，周期性特征不明显。叉车行业市场增长稳定，近年来保持在 30% 以上的增速，技术含量相对不高，行业龙头的

规模效应显著(安徽合力、杭州叉车生产规模都在2万台/年以上),且出口市场前景广阔。综合看来,公司涉足叉车行业的可能性较大。我们认为公司涉足叉车行业需要解决的主要问题是品牌建设、叉车产品的营销网络建设和达产规模。

出口市场继续做大做强。公司目前出口的发展势头不错。2007年上半年出口销售收入已经占到了公司产品销售收入的9.43%。出口的产品主要是推土机、零配件,出口地区主要在非洲、西亚、南亚、俄罗斯、南美等国,近年来山推在非洲市场的销售量快速增加,主要是因为伴随着我国政府在非洲的对外援建项目和投资项目的开展,非洲市场对推土机、压路机等工程机械的需求量大幅增加,预计今年公司的出口将超过1亿美金。目前工程机械类上市中出口业务做的比较好的是安徽合力,出口收入占到公司销售收入的26%,且出口到欧美国家,产品盈利能力较强,毛利率高达30%以上。我们认为公司的出口除继续巩固传统的重点地区、非洲、西亚等地区,还因积极扩展欧美、澳大利亚等发达国家市场。公司出口具备的优势是性价比优势明显,同类产品比卡特彼勒的价格低30-50%,欠缺的是产品的工作稳定性和品牌效应。与会专家指出,公司今后在出口业务方面因加强营销体系的建设,可以借鉴中联、柳工的经验,成立出口事业部,招聘具备出口业务开拓经验的管理人才整合公司的出口人员队伍,争取3年内出口业务达到销售收入的15%。

整合营销网络,建立战略联盟。公司目前在国内各个地区,包括每一个省都建立了销售网点,销售网络比较完善,和代理商的关系也比较融洽。存在的问题是公司研发生产与销售网络的联系松散,对潜力市场的重点代理商扶持不够,代理商对公司缺乏忠诚度,也不能跟随公司的产品研发和经营策略的变化及时调整,对市场需求反应不及时。为此与会专家指出公司应整合销售网络,在重点工程机械销售市场建立营销中心,集中一定的物力人力把产品做大做强,同时让有实力的代理商参与公司的新产品研发、试制、生产、销售和售后服务等流程,培育公司的忠诚度,也保证代理商可以根据公司的经营规划和新产品营销战略及时调整自己的经营策略,并向山推股份积极反馈市场的需求变化和潜在需求。

继续保持零配件业务的核心竞争优势。与汽车零部件行业不同,工程机械零部件行业由于下游需求方集中度不如汽车行业高,所以工程机械零部件企业的产品市场定价能力、产品的抗周期性都强于汽车零部件企业。公司在铲土运输机械的零配件业务上国内独树一帜,已经形成了自身的独特竞争优势和品牌效应,供应客户分布的区域越来越广泛。零部件公司本部供应、国内其他工程机械整机厂配套(柳工、龙工、宣工等)、出口(小松、卡特彼勒等)基本各占1/3,未来公司零部件发展的重点在于出口。虽然公司与日本小松合作多年,但公司并未将自身定位于“日系公司”,未来不排除与卡特、沃尔沃等欧美和韩国的工程机械制造商进行合作的可能。公司在出口业务上注重自身品牌的建设,并不是一味依赖与外资合作方。目前公司的山推国际事业园区内零部件企业年销售收入规模在14亿元左右,2010年预计将达到40亿元左右。公司的履带、锻造件等零部件产品生产已经出现产能瓶颈,预计公司可能会对这部分业务进行技改扩产。因为公司的零部件业务除了供应自身的产品配套外,还向国内、国外多家企业提供配套,其产品的需求增速将好于公司的推土机产品需求增速,我们预计2008、2009公司的零配件业务同比增长40%以上。与会专家指出,公司应继续保持零配件业务的竞争优势,通过国际合资、合作和自主研发相结合的方式提供零部件业务的产品档次,如开发液压系统、电控系统等高端零部件。

公司有再融资需求。公司2007年上半年的业绩保持了快速增长,其大功率推土机和零部件已经出现了产能瓶颈。同时公司一直在进行叉车的技术和研发资料储备,我们认为公司可能会在下半年推出再融资计划扩大传统优势产品产能,同时涉足新产品的开发和生产项目。

盈利预测与投资建议。我们预计2007-2009年每股收益为0.76元、0.96元、1.21元,同比增长116.40%、26.77%和25.71%,成长性突出,根据海通估值模型,公司目标价位为27.00元,现低估31.45%,投资评级“买入”。

主要不确定因素。人民币升值、钢价等原材料价格波动、大股东持股比例较低、大功率推土机的产能瓶颈、叉车产品的市场开拓。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

叶志刚：机械行业

重点研究上市公司：安徽合力、中联重科、三一重工、山推股份、桂柳工、振华港机、中集集团、沪东重机、广场国际、江南重工。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。