

## 建筑机械



吴华

行业研究员

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

## 山河智能 ( 002097 )

09 年处于整固时期

中性 ( 维持 )

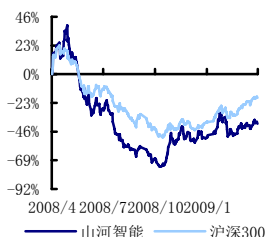
## 市场数据

| 报告日期         | 2009-4-22  |
|--------------|------------|
| 收盘价 ( 元 )    | 15.52      |
| 52 周最高/最低(元) | 36.89/6.88 |
| 总股本 ( 百万股 )  | 274.30     |
| 流通股本 ( 百万股 ) | 159.93     |
| 总市值 ( 百万元 )  | 4257.14    |
| 流通市值 ( 百万元 ) | 2482.06    |
| 每股净资产 ( 元 )  | 4.49       |

## 主要财务指标

| 会计年度          | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E | 2009 中报 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 营业收入 ( 百万元 )  | 1255  | 1511  | 2151  | 3007  | 600     |
| 同比增长 ( % )    | 9%    | 20%   | 42%   | 40%   | -20%    |
| 净利润 ( 百万元 )   | 52    | 105   | 175   | 267   | 42      |
| 同比增长 ( % )    | -65%  | 103%  | 67%   | 52%   | -40%    |
| 毛利率 ( % )     | 26.4% | 25.8% | 27.2% | 27.8% | 25%     |
| 净利润率 ( % )    | 4.1%  | 7.0%  | 8.1%  | 8.9%  | 6.5%    |
| 每股收益 ( 元 )    | 0.19  | 0.38  | 0.64  | 0.97  | 0.18    |
| 每股经营现金流 ( 元 ) | -0.90 | 0.22  | -0.39 | -0.32 | 0.10    |

## 股价走势



## 投资要点

事件：

2008年度，公司实现销售收入12.55亿元，比上年增长8.92%；实现净利润5,196.54万元，比上年下降64.72%，实现每股收益0.18元。

点评：

## 相关报告

《山河智能 ( 002097 )：调研信息速递》2009-4-3

- 08 年房地产和金属矿的大幅下滑，欧美需求的跳水，外币的波动以及 HPM 事件对公司都造成了很大的影响，全年业绩也大幅低于我们年初的预期。其中：桩工机械实现销售收入 5.64 亿元，同比下降 5.16%，小型工程机械实现销售收入 6.15 亿元，同比增长 21.38%，凿岩机械实现销售收入 3119.58 万元，同比下降 7.15%，配件实现销售收入 2580.32 万元，同比增长 61.95%。虽然钢价大幅上升，但存货中原材料囤积较少，使得综合毛利率仅下滑了 0.33 个百分点。由于 08 年公司进行过公开增发，使得资产负债率较低，仅为 43%。
- 桩工机械冰火两重天。公司桩工机械主要包括静力压桩机和旋挖钻机。

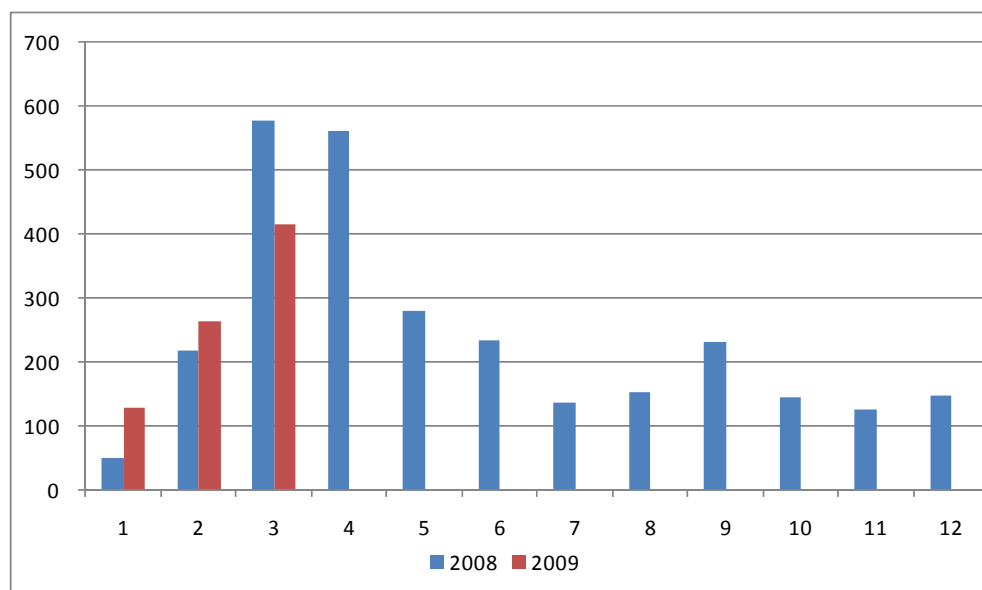
静力压桩机是公司起步产品，与房地产关联极为密切，所以受冲击巨大，08年累计销售208台，同比下降10%左右，09年预计下滑幅度更大，在40%左右，但目前很多前期竞争的小企业纷纷推出市场，虽然市场空间在萎缩，但公司的市场占有率进一步集中。由于每台单重160-170吨，钢材占比达到30%多，随着钢价大幅上扬毛利率下降较大。旋挖钻机持续受益于高铁项目，销售情况良好，08年累计销售81台，同比增长70%，今年1季度销售40多台，同比增长110%，预计今年同比增长达到80%-100%。目前公司旋挖钻机市占率第三，仅次与三一重机、宇通重工，由于采用自有伸缩底盘，其价格比三一高20万/台，稳定性相对与外购底盘的企业要高的多，并且易损件如钢丝不容易损坏。公司要求首付50%以上，基本不会出现欠款问题。

- **挖掘机增速放缓。**公司目前形成了0.8t-47t系列产品，08年累计销售小型挖掘机2700多台，出口800多台，出口占比下降至30%，由于今年公司部分型号的小型挖掘机进入了农机采购目录，其中4-5t的补贴5万，4t以下的补贴售价的30%，最高不超过5万，我们预计全年小型挖掘机销售同比增长15%左右，由于国外库存较严重（欧洲目前有3万台的库存量），预计其出口占比将继续下滑。中型挖掘机是公司的储备产品，08年仅生产4-5台样机，09年预计有大幅增长，其控制软系统是国内唯一一家自主研发的企业，稳定性和兼容性较高，普通型号的售价在70-80万左右，目前月产能为20多台，由于整体涂装瓶颈较大，暂时达不到50-60台/月的产能。目前挖掘机销售以按揭居多，达到50%以上的比例，全款15%，分期35%，基本能控制应收账款的风险。

---

图：公司小型挖掘机月度销售情况

---



资料来源：工程机械工业协会，兴业证券研发中心

- **凿岩机械跟随矿山开采情况复苏。**公司凿岩机械主打产品为潜孔钻机，80%用于水泥矿，20%用于金属非金属矿，08年累计销售20多台，1季度几大水泥企业的订单较多，目前在手订单30多台，基本全年能实现较大的增长。
- **叉车逐渐放量。**叉车是除中型挖掘机外，又一储备产品，设计产能为10000台，09年预计销售1000多台，以混合动力和电动2-5t叉车为主，我们认为进入叉车领域的企业太多，竞争过于激烈，公司叉车产品放量的时点已经远远落后柳工、厦工和龙工，并将受到合力、杭叉和大叉的压制，我们对该产品的销售前景持谨慎态度。
- **煤机业务正在孵化。**公司与淮北煤矿共同组建的安徽山河矿业装备公司，主要设计生产三机一架产品，一套定制产品售价在6000万到1.2亿之间，今年在手订单8000万，基本全年产值能达到几千万。淮北产业园目前一期工程开始动工，预计三年后产能能完全释放。
- **运用出口远期结汇套保，避免汇兑损失。**公司产品出口主要以欧元和美元结汇，而进口原材料则主要以日元付汇。自2008年下半年以来，欧元贬值最高近20%，而日元则升值超过20%。若此现状继续维持，一方面欧元、美元贬值会造成公司较大汇兑损失，另一方面日元升值会增加公司进口件的采购成本，均将严重影响公司的盈利能力，公司考虑在产品出口时对远期结汇采取

套期保值方式，降低汇率波动风险。

- **公开增发资金转投更具潜力的矿用机械。**小型工程机械增 5000 台重大技改项目中固定资产投资部分采用进口设备改为国内采购和部分原计划自产的半成品改为外部采购（外协加工）可节约 9600 万元，变更为设立安徽山河矿业装备股份有限公司的出资资金 7000 万元和补充公开增发股票募投小型工程机械增产 5000 台重大技改项目的流动资金 2600 万元。
- 公司 1 季度实现销售收入 2.77 亿元，同比下降 27.15%，实现归属母公司净利润 1144.82 万元，同比下降 63.34%，实现每股收益为 0.04 元，毛利率为 24.77%，预计上半年净利润同比下滑 30%-50%。我们认为 09 年是公司的整固期，管理和市场开拓上需要寻找新的方式来提升核心竞争力，我们给予公司 09-11 年 EPS 分别为 0.38 元、0.64 元和 0.97 元，对应 09 年 PE 为 40.5 倍，PB 为 3.27 倍，维持“中性”评级。

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1677 | 2090  | 2267  | 2962  |
| 现金             | 554  | 760   | 375   | 300   |
| 应收账款           | 227  | 297   | 400   | 553   |
| 其它应收款          | 48   | 51    | 72    | 101   |
| 预付账款           | 153  | 191   | 282   | 434   |
| 存货             | 686  | 783   | 1124  | 1557  |
| 其他             | 9    | 8     | 13    | 17    |
| <b>非流动资产</b>   | 440  | 593   | 674   | 699   |
| 长期投资           | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 293  | 386   | 441   | 459   |
| 无形资产           | 101  | 166   | 196   | 211   |
| 其他             | 45   | 41    | 37    | 29    |
| <b>资产总计</b>    | 2117 | 2683  | 2941  | 3661  |
| <b>流动负债</b>    | 786  | 1045  | 1034  | 1571  |
| 短期借款           | 403  | 550   | 300   | 508   |
| 应付账款           | 203  | 291   | 439   | 651   |
| 其他             | 180  | 204   | 295   | 412   |
| <b>非流动负债</b>   | 125  | 325   | 419   | 499   |
| 长期借款           | 99   | 299   | 419   | 499   |
| 其他             | 26   | 26    | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 910  | 1370  | 1453  | 2070  |
| 少数股东权益         | 9    | 10    | 10    | 11    |
| 股本             | 274  | 274   | 274   | 274   |
| 资本公积           | 656  | 656   | 656   | 656   |
| 留存收益           | 268  | 373   | 548   | 650   |
| 归属母公司股东权益      | 1198 | 1303  | 1478  | 1580  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2117 | 2683  | 2941  | 3661  |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -248 | 61    | -106  | -87   |
| 净利润            | 52   | 105   | 176   | 268   |
| 折旧摊销           | 0    | 17    | 22    | 25    |
| 财务费用           | 25   | 34    | 46    | 62    |
| 投资损失           | -0   | -0    | -0    | -0    |
| 营运资金变动         | 0    | -124  | -368  | -468  |
| 其它             | -324 | 28    | 18    | 27    |
| <b>投资活动现金流</b> | -102 | -169  | -102  | -50   |
| 资本支出           | 100  | 105   | 75    | 35    |
| 长期投资           | -7   | -1    | 0     | 0     |
| 其他             | -9   | -65   | -27   | -15   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 688  | 313   | -176  | 62    |
| 短期借款           | 135  | 147   | -250  | 208   |
| 长期借款           | 95   | 200   | 120   | 80    |
| 普通股增加          | 9    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 473  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -24  | -34   | -46   | -226  |
| <b>现金净增加额</b>  | 330  | 206   | -385  | -75   |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1255 | 1511  | 2151  | 3007  |
| <b>营业成本</b>     | 923  | 1121  | 1566  | 2171  |
| <b>营业税金及附加</b>  | 2    | 2     | 3     | 4     |
| <b>营业费用</b>     | 118  | 116   | 163   | 229   |
| <b>管理费用</b>     | 116  | 112   | 157   | 220   |
| <b>财务费用</b>     | 25   | 34    | 46    | 62    |
| <b>资产减值损失</b>   | 14   | 12    | 12    | 12    |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 57   | 114   | 203   | 311   |
| <b>营业外收入</b>    | 13   | 16    | 7     | 7     |
| <b>营业外支出</b>    | 29   | 6     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 42   | 124   | 207   | 315   |
| <b>所得税</b>      | -10  | 19    | 31    | 47    |
| <b>净利润</b>      | 52   | 105   | 176   | 268   |
| <b>少数股东损益</b>   | 0    | 0     | 1     | 1     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 52   | 105   | 175   | 267   |
| <b>EBITDA</b>   | 82   | 165   | 271   | 398   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.19 | 0.38  | 0.64  | 0.97  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | 8.9%   | 20.4%  | 42.4%  | 39.8%  |
| 营业利润            | -63.7% | 99.4%  | 77.7%  | 53.3%  |
| 归属于母公司净利润       | -64.8% | 102.7% | 66.6%  | 52.3%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率             | 26.4%  | 25.8%  | 27.2%  | 27.8%  |
| 净利率             | 4.1%   | 7.0%   | 8.1%   | 8.9%   |
| ROE             | 4.3%   | 8.1%   | 11.8%  | 16.9%  |
| ROIC            | 7.1%   | 10.6%  | 13.6%  | 16.3%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 43.0%  | 51.1%  | 49.4%  | 56.5%  |
| 净负债比率           | 55.10% | 61.94% | 49.47% | 48.62% |
| 流动比率            | 2.14   | 2.00   | 2.19   | 1.89   |
| 速动比率            | 1.26   | 1.25   | 1.10   | 0.89   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.71   | 0.63   | 0.76   | 0.91   |
| 应收账款周转率         | 5      | 6      | 6      | 6      |
| 应付账款周转率         | 4.06   | 4.53   | 4.29   | 3.98   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.19   | 0.38   | 0.64   | 0.97   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | -0.90  | 0.22   | -0.39  | -0.32  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 4.37   | 4.75   | 5.39   | 5.76   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 82.07  | 40.50  | 24.31  | 15.96  |
| P/B             | 3.55   | 3.27   | 2.88   | 2.69   |
| EV/EBITDA       | 52     | 25     | 16     | 11     |

## 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%

## 机构销售部

### 机构销售负责人

|     |                 |                        |
|-----|-----------------|------------------------|
| 郭 锐 | 电话：021-38565929 | Email：guor@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|------------------------|

### 上海地区销售经理

|     |                 |                          |
|-----|-----------------|--------------------------|
| 邓亚萍 | 电话：021-38565916 | Email：dengyp@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|--------------------------|

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 尹 莉 | 电话：021-38565911 | Email：yinli@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

### 北京地区销售经理

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 严长胜 | 电话：021-38565936 | Email：yancs@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 韩吟华 | 电话：021-38565933 | Email：hanyh@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

### 广东地区销售经理

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 严长胜 | 电话：021-38565936 | Email：yancs@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

|     |                 |                         |
|-----|-----------------|-------------------------|
| 朱元或 | 电话：021-38565941 | Email：zhuyy@xyzq.com.cn |
|-----|-----------------|-------------------------|

### 研究报告发布

**重要声明**

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本公司和作者无关。