

山河智能 002097.SZ

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

“内需 + 新品”支撑 09 年业绩

——山河智能（002097）调研报告

事件：

5 月 20 日，我们调研了山河智能，与公司总助、董秘等高管及证券事务部工作人员就公司生产经营情况、09 年目标达成进度、以及其他关心的问题进行了交流，并参观了生产基地。

投资要点：

1、全年预计小挖产销 3000 台

1-4 月，小挖销售 1100+ 台，其中，内销 900+ 台，同比下降约 20%，出口 170+ 台，同比降幅较大，尚未走出国际金融危机的阴影。

全年预计小挖产销 3000 台：产值增长不大，主要是国际市场萎缩部分的抵消了国内的增长，但重点是确保利润同比增长 80-90%。支持这一目标实现的有利因素：

（1）三款挖机产品（SWE18a、SWE40u 和 SWE50H）进入湖南农机补贴目录：2009 年，凡符合农补条件的农民购买，分别可获得 2.9 万、5 万和 5 万的政府农机补贴

（2）营销措施的实施

（3）代理商特别是国外代理商渠道建设、不断开拓，此外，有部分国家也开始加大基础设施建设，力度大于上半年。

2、中挖产品技术成熟度没有任何问题

中挖产品 07 年研发、08 年试验、09 年推向市场。目前处于小批量生产阶段，月产能 20-30 台，希望提高到 60 台左右，争取 09 年实现 500 台；现已研发 SWE225、230B、330LC 等型号产品。

总体来看，中挖小挖技术原理、制造体系一样，主要是液压件压力、流量以及制造细节不一样。公司当年从小挖起步，主要是考虑到投资相对小、经济性等原因，所以公司中挖产品虽然进入市场相对晚，但是技术上完全没有问题。

中挖目前利用现有生产线，与小挖共用平台，没有投入单独专用设备，因此不用担心盈亏平衡点的问题。此外，公司是国内唯一一家拥有系统控制软件版权（挖机的核心技术）的企业。

就使用情况来看，用户反映很好，整机稳定性，可操作性更好，被市场接受，公司将逐步扩大市场占有率。

产品定价比三一、柳工高，售价 70-80 万/台，零部件除发动机、液压件外，均自产。公司也是国内唯一一家采用五十铃发动机的挖机企业。

机械 设备

评级：中性（维持）

上次评级：中性

目标价格：

上次预测：¥14.8

当前价格：

¥15.28

2009.5.22

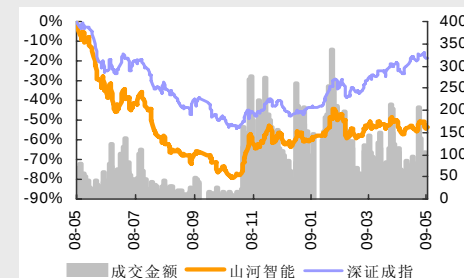
基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	2.74/1.56
总市值（亿元）	41.91
流通市值（亿元）	23.88
每股净资产（元）	4.41
净资产收益率（08 年，%）	4.37

交易数据

52 周内股价区间（元）	6.79 ~ 33.97
静态市盈率（倍）	80.6
动态市盈率（倍）	43.6
市净率（倍）	3.5

52 周内股价走势



褚艳辉

行业研究员

电话

021-32229888*3507

邮箱

chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

业绩下滑超出预期 期待 09 年恢复性增长——业绩

修正公告点评

2009-01-13

调整年度规划 谨慎看待全年增长——中报点评

2008-08-19

长远规划来看，公司是要单独建中挖产业园（年产 4000-5000 台规模），一方面是因为目前已有 50-60 台规模，另一方面，具备全系列挖机是公司产品规划。

3、旋挖钻机前景广阔

1-4 月，旋挖钻销售 50+ 台，是同比增幅最大的产品，预计全年销售 160 台、实现营收超过 5 个亿，同比增长 100%，公司预计明年销量也不会太差。

使用旋挖钻机，可使施工进度加快、施工成本降低。产品前期基本定位于重点工程、特别是大型桩工基础（如青藏铁路、高铁），占 70-80% 的比重，现在正在拓宽领域，有向民用市场过渡的迹象（小吨位），产品在西北已有应用。

国内的城市高架、轻轨建设都是旋挖钻机的天下，房地产市场也有一定应用（但目前占总是用比重较小）。未来随着高铁建设的快速增长、产品向民用建筑的增加及出口的增加，产品前景广阔。

4、煤机设备将成新的利润增长点

安徽山河主营业务是矿业设备制造，总投资 1 亿，公司持股 70%，合资方淮北市东兴建设投资公司持股 30%，该公司是淮北市政府集中管理财政性建设资金，实施政府性投资项目、基础设施建设的企业，与其合作，为山河带来进入该市场的机会。

根据勘探，淮北煤炭资源丰富，按照目前消耗水平还可开采 80 年，下面可能提高到每年 4、5 千万吨的水平，因此存在煤机市场需求。淮北煤矿每年煤机消耗几十个亿，以其为圆心 200 公里范围内，达到千亿级别。机械制造（尤其是以煤机为龙头的矿山设备制造）还是当地 7 大鼓励产业之一。公司在考察了相应的配套、市场、政策环境之后，认为项目前景看好，市场有需求，决定投资该项目。

以“三机一架”为主体的煤机设备包括综采设备、运输设备、掘进设备、液压支架，目前来看基本靠进口，国外机器一统天下。若采用国产设备，则存在显著的价格差距，国内产品性价比优势非常明显。

金融危机造成煤机需求放缓，却为公司进入该市场带来机遇：淮北矿原计划以前 5 台（含公司 1 台），现在其他的 4 台购置计划暂时搁置，给公司带来机会（价格也有优势）。

煤机价格与开采能力有关，从几千万到上亿不等，公司产品 8000 万，争取年底出样机，然后试用。

公司计划 3 年建设期，边投入边建设，边试验边改进，因此这 3 年不会贡献很多，至 2011 年达产后可能贡献产值 6 亿。公司前期在西安成立煤机所，技术上完全有保证。

5、压桩机销量环比回升，但同比下降

08 年上半年月销量 30、40 台，产品供不应求，但下半年急剧下滑，11 月甚至没有销量。

今年以来，由于房地产市场处于消化存量的阶段，因此产品需求下降，月均 10 台交付量，尚未出现需求反弹。公司预计全年销售 140 台左右，在年度规划中未做增长预测。公司表示，一旦房地产好转，该部分产能会马上释放，不用担心。

6、凿岩机械竞争优势明显

总订单达到 08 年水平。

产品适用于各种大型矿山，国内以水泥矿应用最多（约占 80%），金属非金属矿山、露采煤矿也有应用。

单台价格由吨位决定，如 SWDA165/SWDB165 型潜孔钻机约 150 万/台，也有产品 190 万/台，价格相当于同类进口机的一半，价格优势十分明显、进口替代的空间很大。主要竞争对手是国外的阿德拉斯。

公司产品目前全部在高端，由于高端领域市场有限（一年几十台），而中低端领域需求较大（一年几千台），因此公司以后将往中低端领域延伸。

公司产品与进口产品相比除了价格优势之外：（1）节油优点非常突出：节油（以华新为例，节油 120 升/天，一年可节省 20-30 万）；（2）使用成本低，备件成本相当于进口产品的 1/3-1/4；（3）售后服务及时。因此，如华新集团等全部使用公司产品。

7、公司对于叉车市场并不悲观

今年已销售 800 余台，毛利率在 10%+，以销量取胜，基地放在第三产业园。

公司认为增加叉车项目的背景在于：

- (1) 全球每年叉车销量 100 余万台，若非金融危机影响，年均增长 5、6%，国内也有 16、17 万台的市场，且每年也在增长
- (2) 市场容量大，具有性价比优势（与国外产品相比）；不一定非要瞄准增量市场，在现有市场进行竞争替代应该可以获取一定空间
- (3) 叉车受经济危机影响比其他产品相对弱一些
- (4) 仓储、物流业的发展，提供了广阔的应用领域
- (5) 全球制造业向中国转移

目前产品尚处于起步阶段，以 3 吨为主，5 吨也有，以后将逐步完善，向大吨位发展。产品定位与合力相比档次更高。

动力系统以电动为主，还有内燃、混合动力。国外代理商正在帮助出口。

8、HPM 尚在等待国际仲裁

国际仲裁结果还需等待，由于已经全额计提损失准备，因此对于业绩不会产生进一步影响。公司已经总结了经验：

- (1) 对于国际法律法规的认识
- (2) 各国文化背景理念不一样
- (3) HPM 也没实现前期承诺

9、研发体系是公司一大特色

公司一直注重研发体系建设和投入，关键零部件，如液压元件、控制系统等上游基础零部件。

拥有高校教师为背景的研发团队，也是公司的特色，建立两个中心（研究中心、教学中心），表现在综合运用机电液一体化和现代控制技术。

博士点意味着每年更新 1/3 的研发队伍，现有 10 个导师。

10、适当利用资本杠杆开展并购、业务合作，做强做大公司

对于公司在年报中提及的发展战略“适当利用资本杠杆开展并购、业务合作，做强做大公司”，公司表示：并购是公司在进入资本市场之前就一直在考虑的，并且以后不会停止还会努力，实际就是资产重组。但是一直进展不大，主要考虑到重组后的实际效益。公司会注意到在并购整合时的国资、民营体制问题。

投资建议

公司对于 09 年的总体判断是：国内依靠 4 万亿投资拉动，但国外需求尚难走出低谷。09 年计划实现销售收入 14 亿元，同比增长 11.59%，计划实现净利润 1.037 亿元，同比增长 99.56%。内需与新品开发将是支撑 09 年业绩的主要因素，此外，由于成本减少，公司加强费用控制，这些都对利润增加产生正面影响。

我们预计公司 09 年 EPS 为 0.36 元，公司在 08 年遭遇多重不利因素影响，09 年正处于恢复性增长阶段，股价短期仍然面临一定估值压力，我们继续维持“中性”的投资评级。

图 1：盈利能力

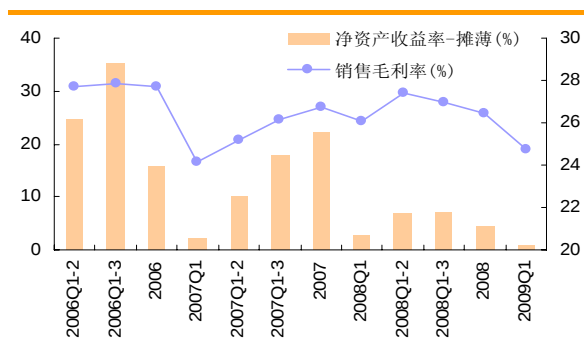


图 2：资产负债率

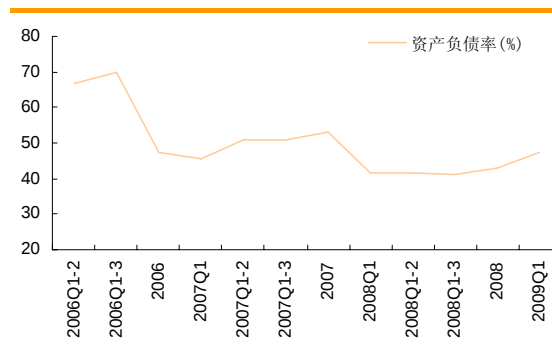


图 3：偿债能力

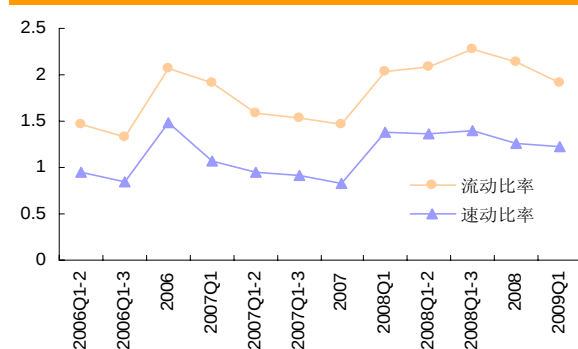
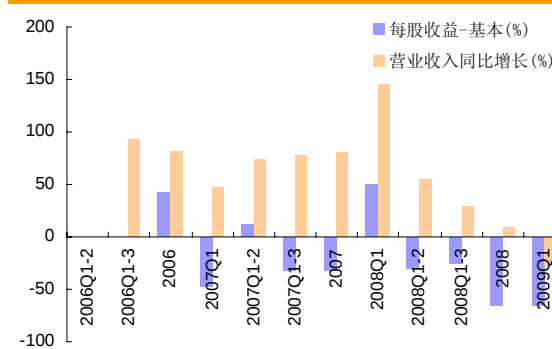


图 4：每股收益与营业收入同比增长



(数据来源: Wind 资讯 爱建证券)

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。