



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009年8月20日

机械行业

研究部

吴慧敏

分析员

wuhm@cicc.com.cn

王斌

联系人

wangbin@cicc.com.cn

审慎推荐

山河智能 (002097.CH)

中期业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	638	1,152	1,255	1,506	1,917
(+/-)	82%	81%	9%	20%	27%
毛利	177	308	332	397	511
(+/-)	90%	74%	8%	20%	28%
归属母公司股东净利润	82	147	52	109	149
每股盈利(元)	0.30	0.54	0.19	0.40	0.54
(+/-)	116%	81%	-65%	111%	37%
市盈率	53.6	29.7	84.2	40.0	29.2
市净率	8.4	6.6	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	17.1	22.5	35.1	23.7	18.9
净资产收益率	23.9%	24.9%	5.5%	8.7%	10.8%
ROCE	20.1%	23.5%	5.2%	7.8%	9.7%
每股经营现金流(元)	0.1	-0.4	-0.9	0.3	0.2
股价/经营现金	125.9	-38.7	-17.0	52.2	78.9

股票信息

A股	
当前股价	人民币 15.93
股票代码	002097.CH
日成交量(百万股)	6.7
52周最高价/最低价	人民币 22.99/6.79
总市值(百万元)	4,370
发行股数(百万股)	274
其中:流通股(百万股)	202
主要股东(持股比例)	何清华 (26.51%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
002097.CH	-16.11%	-14.81%	0.13%	32.75%
深证A指	-12.52%	-15.10%	2.14%	66.36%
机械行业指数	-11.54%	-14.29%	-2.58%	72.41%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

中期业绩符合预期:

上半年,公司实现营业收入 6.87 亿元,同比下降 16.3%; 归属母公司所有者净利润 4,766 万元,同比下降 43.4%, 与公司前期公告一致,符合市场预期。

正面:

- **国内收入小幅下降。**上半年公司国内收入实现 6.37 亿元,同比小幅下降 6.0%;主要原因在于受益于基建的高峰成长,公司旋挖钻、凿岩机械等产品实现正增长;但由于静力压桩机产品与房地产更为相关,因此,上半年收入下降幅度较大;
- **销售费用率及管理费用率同比稳定,环比大幅改善。**上半年公司销售费用率及管理费用率分别为 7.3% 和 6.4%,与 08 年上半年持平;特别地,09 年第二季度单季销售费用率和管理费用率仅为 5.9% 和 4.9%,环比改善趋势明显。

负面:

- **国际收入大幅下滑。**上半年,公司国际业务收入仅实现 4,826 万元,同比大幅下降 65.6%,主要原因在于公司主要出口地欧洲市场需求的下降及国际厂商降价策略所导致的竞争加剧。
- **各主要产品毛利率均有所下滑。**由于产品结构的调整及公司上半年零部件采购成本的增加,公司各主要产品桩工机械、小型工程机械、凿岩机械毛利率分别同比下降 2.18、0.58 和 2.03 个百分点,公司综合毛利率下降 1.95 个百分点。

估值与建议:

我们维持盈利预测,即公司 09-10 年 EPS 分别为 0.40 元和 0.54 元,当前股价下,对应 09、10 年 PE 分别为 40.0x 和 29.2x,估值处于板块高端。但我们仍看好公司下半年受房地产市场复苏及明年外围经济回暖下的发展前景,维持“审慎推荐”的投资评级。

收入同比下降 16.3%，符合预期

内需上，尽管上半年基建投资高增长下，拉动公司旋挖钻、凿岩机械等产品销量较好；但由于公司静力压桩机与房地产投资更为相关，因此，受上半年房地产投资低迷影响，销量下滑幅度较大。公司国内业务收入实现 6.37 亿元，同比下降 6.0%。

外需上，由于公司主要出口地欧洲市场需求大幅下滑，加之卡特彼勒等国际厂商积极推行降价策略，因此，公司上半年出口下滑显著；公司出口实现收入仅为 4,826 万元，同比大幅下降 65.6%。

图表 1：山河智能上半年收入变化情况

(百万元)	营业收入	营业收入同比增幅
桩工机械	288.7	-27.2%
小型工程机械	321.4	-18.0%
凿岩机械	16.7	50.7%
其他设备	46.8	20970.0%
配件	11.8	-35.1%
合计	686.5	-16.3%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：山河智能上半年国内外市场收入情况

(百万元)	营业收入	同比变化
国内市场	637.2	-6.0%
国际市场	48.3	-65.6%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

毛利率同比下滑 1.95%，略低于预期

上半年除新产品销售毛利率有较大幅度增长外，公司各主要产品毛利率均出现不同程度的下降，导致综合毛利率水平同比下滑 1.95%，略低于预期；

我们认为，毛利率的下降主要来源于产品结构中低毛利率产品占比的上升及公司外购部件成本的增加。

图表 3：山河智能上半年各产品毛利率变化

(百万元)	毛利率	毛利率同比增幅
桩工机械	29.5%	-2.2%
小型工程机械	21.8%	-0.6%
凿岩机械	36.7%	-2.0%
其他设备	20.8%	29.3%
配件	32.2%	-5.1%
合计	25.5%	-1.9%

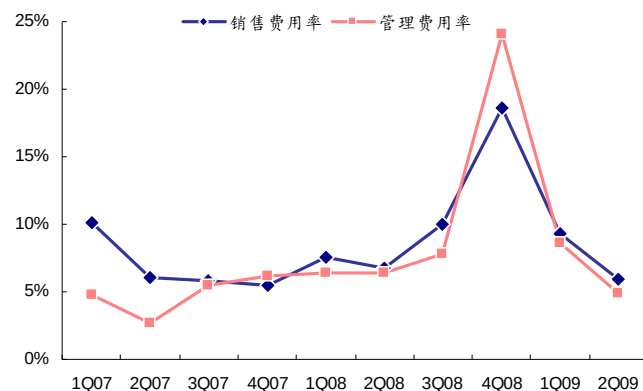
资料来源：公司资料，中金公司研究部

销售费用及管理费用率相对稳定

上半年，公司销售费用率和管理费用率分别为 7.3% 和 6.4%，与 08 年上半年持平；特别地，09 年第二季度

单季销售费用率和管理费用率仅为 5.9% 和 4.9%，环比改善趋势明显。

图表 4：山河智能销售费用率及管理费用率季度图

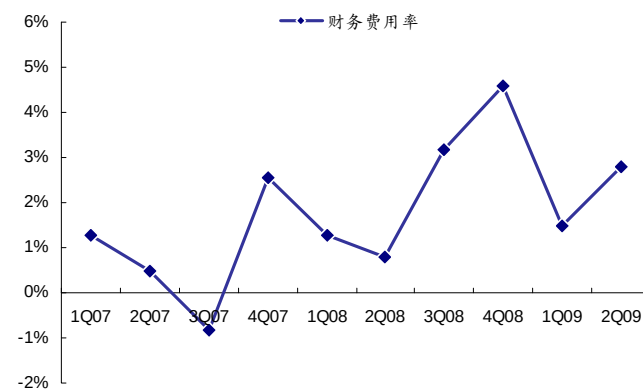


资料来源：公司资料，中金公司研究部

财务费用大幅攀升

上半年，公司财务费用为 1,554 万元，同比大幅增长 88.3%，财务费用率高达 2.3%，同比大幅上升 1.25 个百分点。主要原因在于人民币升值背景下，公司进口零部件及成品出口货币不同所带来的汇兑损失。

图表 5：山河智能财务费用率季度图

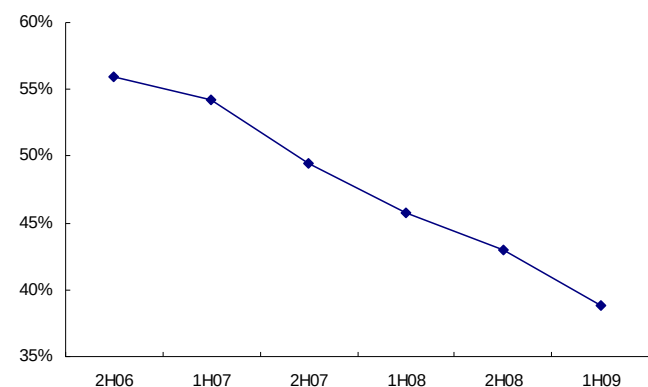


资料来源：公司资料，中金公司研究部

原材料存货相对较低

截至 09 年 6 月，公司存货达 7.23 亿元，其中原材料为 2.8 亿元，占比约为 38.8%，与历史情况相比，原材料储备相对较低。

图表 6: 山河智能原材料占存货比重



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

维持盈利预测

我们维持公司 09、10 年盈利预测不变, 分别为 1.09 亿元和 1.49 亿元, 对应每股收益 0.40 和 0.54 元, 同比增长 111%和 37%。

估值与建议

当前股价下, 公司对应 09、10 年 PE 分别为 40.0 和 29.2 倍, 位于工程机械板块的高端, 短期上涨空间有限。但我们仍看好公司下半年受房地产市场复苏及明年外围经济回暖下的发展前景, 仍维持“审慎推荐”的投资评级。

图表 7: 山河智能存货结构图

(百万元)	1H09	占比	1H08	占比
原材料	280.3	38.8%	271.1	45.8%
周转材料	5.1	0.7%	1.2	0.2%
产成品	361.8	50.1%	213.2	36.0%
在产品	75.0	10.4%	106.9	18.0%
合计	722.3	100.0%	592.5	100.0%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 8: 分季度业绩分析

(人民币百万元)	1Q08	2Q08	1H08	3Q08	4Q08	2008	1Q09	2Q09	1H09	业绩简评
营业收入	381	439	820	251	183	1,255	277	409	687	本期静力压装机销量大幅下滑以及出口大幅放缓是收入减少的主要原因。
(YoY growth)	145.6%	17.0%	54.6%	-15.3%	-43.5%	8.9%	-27.1%	-6.9%	-16.3%	
(QoQ growth)	17.2%	15.4%		-42.9%	-26.9%		51.2%	47.5%		
营业成本	-282	-314	-595	-187	-141	-923	-209	-303	-512	汇兑损失增加造成了公司本期财务费用大幅上升。
毛利	98	125	223	64	43	330	67	104	171	
(YoY growth)	164.5%	30.1%	67.7%	-22.5%	-52.9%	7.6%	-31.5%	-16.5%	-23.1%	
(QoQ growth)	8.0%	26.6%		-48.6%	-33.1%		57.3%	54.2%		
销售费用	-29	-30	-59	-25	-34	-118	-26	-24	-50	
管理费用	-24	-28	-52	-20	-44	-116	-24	-20	-44	
财务费用	-5	-3	-8	-8	-8	-25	-4	-11	-16	
资产减值损失	-4	-2	-7	-2	-5	-14	-5	-11	-16	
营业利润	35	62	97	9	-49	57	9	38	46	
(YoY growth)	186.5%	10.0%	41.5%	-82.7%	-233.7%	-63.7%	-75.6%	-39.0%	-52.2%	
(QoQ growth)	-4.1%	76.8%		-85.3%	-635.7%		-117.5%	341.5%		
利润总额	36	61	97	12	-43	42	13	42	55	低毛利产品占比上升以及外购件采购增多是毛利率下滑的主要原因。
所得税	-5	-8	-13	14	9	10	-1	-6	-7	
归属于母公司所有者净利润	31	53	84	2	-34	52	11	36	48	
(YoY growth)	199.8%	8.9%	42.5%	-96.7%	-195.6%	-64.8%	-63.3%	-31.7%	-43.4%	
(QoQ growth)	-12.4%	69.7%		-96.7%	-2058.2%		-133.6%	216.3%		
摊薄每股收益	0.11	0.19	0.31	0.01	-0.12	0.19	0.04	0.13	0.17	
毛利率	25.8%	28.3%	27.2%	25.5%	23.4%	26.3%	24.3%	25.4%	25.0%	
销售费用率	7.6%	6.8%	7.2%	10.0%	18.6%	9.4%	9.4%	5.9%	7.3%	
管理费用率	6.4%	6.4%	6.4%	7.8%	24.1%	9.2%	8.6%	4.9%	6.4%	
财务费用率	1.3%	0.8%	1.0%	3.2%	4.6%	2.0%	1.5%	2.8%	2.3%	
营业利润率	9.2%	14.1%	11.8%	3.6%	-26.6%	4.6%	3.1%	9.2%	6.7%	
净利率	8.2%	12.1%	10.3%	0.7%	-18.6%	4.1%	4.1%	8.9%	6.9%	
营业收入占全年比重	30.4%	35.0%	65.4%	20.0%	14.6%	100.0%	n.a.	n.a.	n.a.	
母公司所有者净利润占全年比重	60.2%	102.2%	162.4%	3.4%	-65.7%	100.0%	n.a.	n.a.	n.a.	

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 9：历史和预测的财务指标

损益表（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	638	1,152	1,255	1,506	1,917
营业成本	-461	-843	-923	-1,109	-1,407
销售费用	-37	-74	-118	-119	-153
管理费用	-36	-54	-116	-113	-144
财务费用	-8	-10	-25	-32	-33
营业利润	90	158	57	115	161
利润总额	92	166	42	123	169
归属于母公司所有者的净利润	82	147	52	109	149
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	34	-109	-248	81	54
投资活动现金流净额	-51	-185	-102	-155	-175
融资活动现金流净额	371	74	688	14	17
资产负债表（百万元）					
货币资金	445	225	554	494	390
应收账款	82	219	227	413	473
存货	240	474	686	729	886
流动资产合计	842	1,097	1,677	1,822	1,986
固定资产	84	223	293	400	525
无形资产	24	34	101	98	96
非流动资产合计	148	319	440	569	709
资产总计	990	1,416	2,117	2,391	2,694
流动负债合计	406	749	786	933	1,076
非流动负债合计	64	4	125	149	169
负债总计	471	752	910	1,082	1,244
归属于母公司股东权益合计	520	664	1,207	1,308	1,449
负债和股东权益合计	990	1,416	2,117	2,391	2,694
财务指标					
毛利率	27.7%	26.8%	26.4%	26.4%	26.6%
息税前利润率	16.1%	15.6%	7.7%	10.7%	10.9%
净利率	12.8%	12.8%	4.1%	7.3%	7.8%

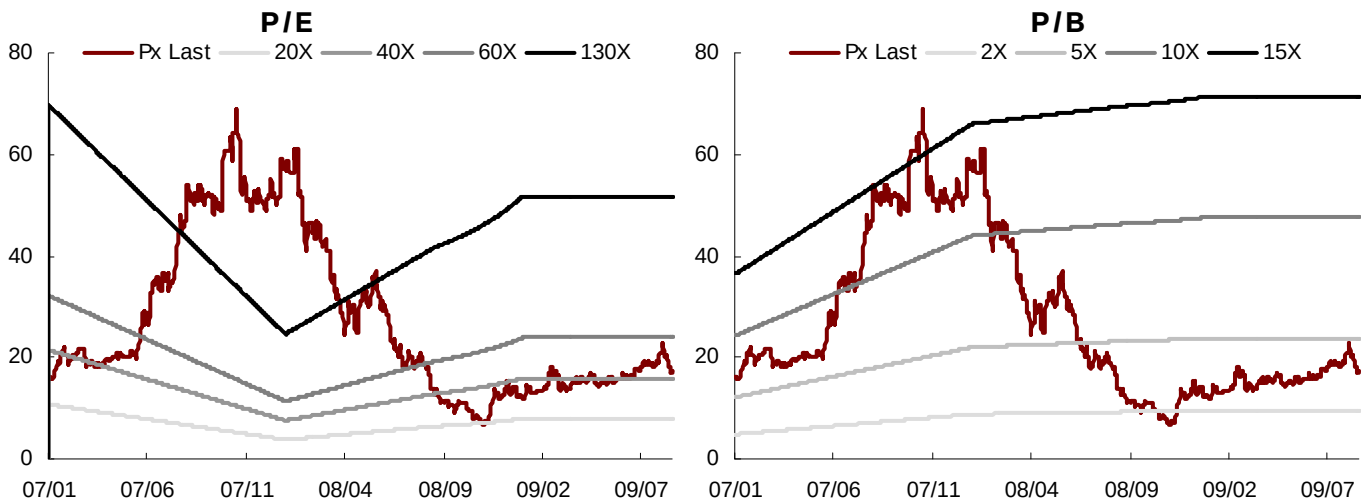
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 10: 可比公司估值

公司名称	股价 09-8-19	EPS 08A 09E 10E	P/E ratio 08A 09E 10E	P/B ratio 08A 09E 10E
工程机械				
三一重工	29.5	0.83 1.35 1.70	35.6 21.8 17.3	7.5 5.3 4.2
中联重科	21.7	1.03 1.30 1.60	21.0 16.7 13.5	6.5 4.5 3.5
山河智能	15.9	0.19 0.40 0.54	84.2 40.0 29.2	3.6 3.3 3.0
柳工	16.0	0.52 0.92 1.07	30.6 17.5 14.9	2.9 2.0 1.7
安徽合力	11.2	0.53 0.38 0.49	21.3 29.7 23.0	1.9 1.9 1.8
平均值			38.5 25.1 19.6	4.5 3.4 2.8
中值			30.6 21.8 17.3	3.6 3.3 3.0
船舶制造				
国内市场				
中国船舶	74.6	6.28 6.15 7.03	11.9 12.1 10.6	4.1 3.1 2.4
广船国际	27.4	1.66 1.61 1.85	16.5 17.0 14.7	4.9 3.8 3.0
平均值			14.2 14.6 12.7	4.5 3.4 2.7
中值			14.2 14.6 12.7	4.5 3.4 2.7
机床				
国内市场				
昆明机床	12.2	0.65 0.57 0.69	18.7 21.2 17.6	5.0 4.1 3.5
秦川发展	6.3	0.21 0.27 0.39	29.8 23.7 16.3	2.7 2.4 2.1
大族激光	7.2	0.19 0.24 0.35	37.2 30.3 20.8	2.6 2.4 2.2
华东数控	21.9	0.42 0.93 0.94	51.9 23.6 23.3	5.2 4.4 3.7
平均值			34.4 24.7 19.5	3.9 3.3 2.9
中值			33.5 23.6 19.2	3.8 3.3 2.8
零部件				
国内市场				
龙溪股份	7.3	0.37 0.35 0.47	20.0 20.7 15.6	2.9 2.6 2.3
力源液压	13.7	0.33 0.41 0.57	41.5 33.6 24.1	7.4 2.5 2.3
平均值			30.7 27.1 19.8	5.2 2.6 2.3
中值			30.7 27.1 19.8	5.2 2.6 2.3

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 11: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。