

建筑机械

李勤

010-66276909

liqin@cjis.cn

山河智能

002097

推荐

业绩拐点已过，静力压桩机和挖掘机复苏明显

投资要点：

- **挖掘机进入升级阶段** 公司的挖掘机业务以往专注于小型挖掘机及国外市场，09 年在全球金融危机的打击下，出口及小挖业务大面积滑坡（-50%），公司调整业务方向，转向需求旺盛的国内中、大挖市场，取得了不俗的业绩，填补了出口损失，09 年 1-11 月公司挖掘机总销量 2677 台，同比仅下降-1%。10 年公司更大规模地转向中型挖掘机市场，充分挖掘高铁等基础设施建设带来的机遇。
- **小型挖掘机期待国际市场的回暖** 山河智能以往的小型挖掘机销量约 1/3 面向出口，09 年小型挖掘机出口销售下滑 50%，基本上靠国内的小挖弥补。2009 年欧美经济已经基本度过谷底，复苏可期，预计公司小挖出口业务的复苏的可能性大幅上升，帮助公司挖掘机销售更上一个台阶。
- **液压静力压桩机明显复苏** 上半年在房市萧条压力下，公司液压静力压桩机下滑很快。下半年房地产市场持续升温，液压静力压桩机复苏明显，11、12 月份连续月出货 20 台/月。09 年底全国各地地王频出，10 年这些土地将进入开发期，对液压静力压桩机仍将有很大的需求量，预计 10 年公司液压静力压桩机的销量将增长 30%，回复到 08 年水平。
- **旋挖钻机继续高速增长有保障** 由于国内加大基础设施建设，高铁及高速公路桥梁建设拉动了旋挖钻机的需求，公司是国内三大旋挖钻机生产商之一，受益于此项产品市场的快速增长。公司计划 09 年销售 130 台左右，同比增长 50%，是公司 09 年增长最快产品，也是公司增长最有保障的产品。
- **盈利预测与估值** 我们预计 09、10、11 年山河智能 EPS 可达到 0.38, 0.56, 0.63 元/股，给予推荐评级

6-12 个月目标价： 24.00 元

当前股价： 20.95 元

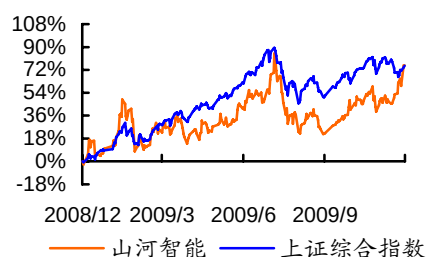
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3211.76
总股本(百万)	274
流通股本(百万)	202
流通市值(亿)	44
EPS (TTM)	0.12
每股净资产(元)	4.40
资产负债率	43.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
山河智能	26.20	44.25	23.81
上证综合指数	3.73	16.60	7.95



相关报告

《山河智能-出口下滑较大，国内市场支撑公司业绩》2009-8-20

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1255	1299	1727	2252
同比(%)	9%	4%	33%	30%
归属母公司净利润(百万元)	52	105	154	174
同比(%)	-65%	102%	47%	13%
毛利率(%)	26.4%	26.4%	27.2%	27.1%
ROE(%)	4.3%	8.0%	10.6%	10.7%
每股收益(元)	0.19	0.38	0.56	0.63
P/E	105.28	52.10	35.42	31.36
P/B	4.56	4.19	3.75	3.35
EV/EBITDA	49	33	23	20

资料来源：中投证券研究所

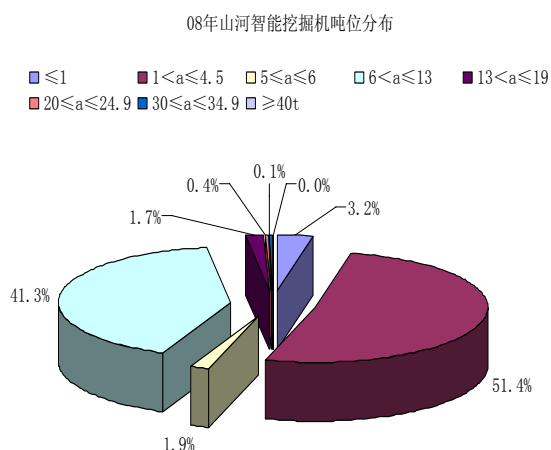
1. 挖掘机进入升级阶段

山河智能以小型挖掘机（13T 以下）为主，是具有多功能作业特性的小型工程机械将广泛用于小型土石方工程、城市基础设施、道路或建筑工地、厂房车间、仓库、码头、轮船甲板甚至船舱内等场地狭窄、作业内容频繁变换的场所。国外发达国家小型工程机械的需求占工程机械总销量的一半以上。

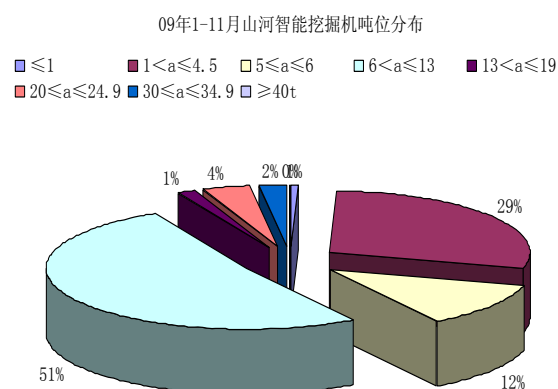
公司的挖掘机可以实现偏转、装配破碎锤等多种功能。由于产品的品种多样性、多功能性，当国内小型液压挖掘机市场需求快速全面增长、产品结构适当调整时，公司能够及时提供满足市场需求的各种规格产品。

山河智能的挖掘机包括 1-4.5 吨，5-6 吨，6-13 吨，13-19.9 吨，20-24.9 吨等吨位，13 吨以上挖掘机仅占总销量的 10%左右。因此公司的产品主要面向小型土石方工程。

图表 1、山河智能挖掘机吨位分布



图表 2、09 年山河智能挖掘机吨位分布



资料来源：中投证券研究所

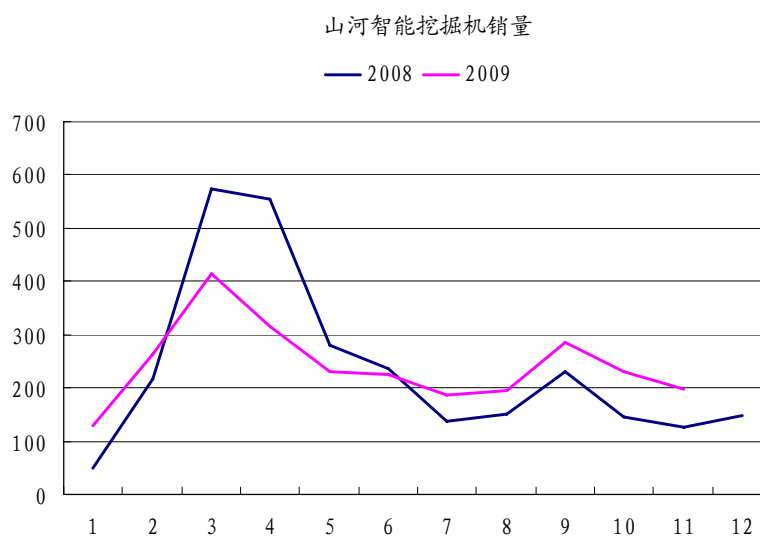
09 年国家加大基础设施建设，4 万亿投资的拉动也带动了一些中小型工程的建设，09 年公司小型挖掘机在国内的销量也上升了 20%，反映了公司在小型挖掘机方面优势及努力。

但是小型液压挖掘机毕竟无法完全享受国家的大规模基建带来的机遇。大中型工程的主要土石方主力仍然是中、大型挖掘机。公司早已注意到了市场发生的变化，一直在努力向中型挖掘机方向转移。公司计划 09 年生产中型挖掘机 500 台，占总销量比例从 10%上升到 20%。

公司计划 10 年继续加快中型挖掘机的发展力度，提高在中型挖掘机领域的竞争力和产量。

图表 3：山河智能挖掘机销售

单位：台



资料来源：中投证券研究所

2. 液压静力压桩机复苏明显

山河智能是液压静力压桩机首要的研发者，何清华董事长主持开发的科技成果“高性能液压静力压桩机的研制及其产业化”获 2004 年国家科技进步二等奖。公司依靠快速开发机制和自主创新优势开发的液压静力压桩机应用了 8 项专利技术，技术水平国际领先，具有无污染、无噪声、无振动、高效节能、压桩速度快、成桩质量高等优势，能够满足城市基础工程静音施工的要求。目前公司液压静力压桩机的市场占有率约占 40%。

桩工机械具有桩和土两个施工对象。桩工机械的技术性能要与桩的技术规格和复杂的地质条件合理匹配，才能达到基础设计、施工要求。由于桩的用途、品种、规格的多样性，施工方法的多样性和施工地质水文条件的复杂性，桩工机械构造原理比较多样、复杂，要求生产企业提供多品种、多规格产品，对企业产品和技术的市场应变能力、产品售后技术指导服务要求非常高。

液压静力压桩机主要用于软地基上的预制桩作业，与南方的房地产施工量关系极其密切。2009 年上半年，由于房地产的持续低迷，公司液压静力压桩机的销量同比下降了 30%，是公司上半年营业收入下降的两大主要原因之一。2 季度开始，房地产持续升温，开工率迅速反弹，带动了相关工程机械的回暖。4 季度公司液压静力压桩机持续出货量达到 20+台/月，年销售量达到 150 台以上，超过年初预期 148 台。

图表 4：液压静力压桩机

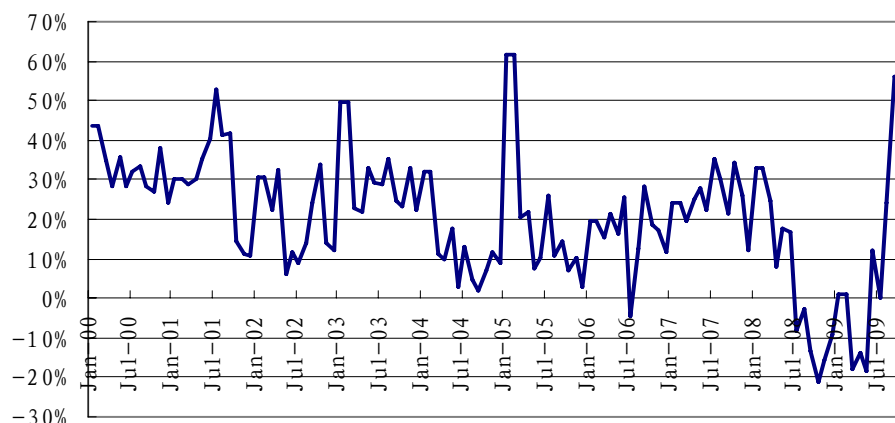


资料来源：中投证券研究所 中经网

2009 年 11 月比 2008 年底全国房价平均上涨 25%，北京、上海广州等一线城市上涨了 60-70%，地王频现，土地交易量屡上新台阶。政府已经开始采取措施力图遏制房价的暴涨，12 月 17 日，财政部、国土部等五部委出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》，明确开发商以后拿地时，“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%”。如果开发商拖欠价款，不得参与新的土地出让交易。但是由于短期供求关系影响，房价仍然可能维持在较高位置。大量土地的出让及土地出让款的严格管理将促使开发商尽早开发新项目。因此尽管 10 年房价不一定有大幅上涨，但新房开工及施工面积很可能继续上升，因此公司 10 年的液压静力压桩机前景依然看好。

图表 5：房地产新开工面积同比增速

房地产新开工面积同比



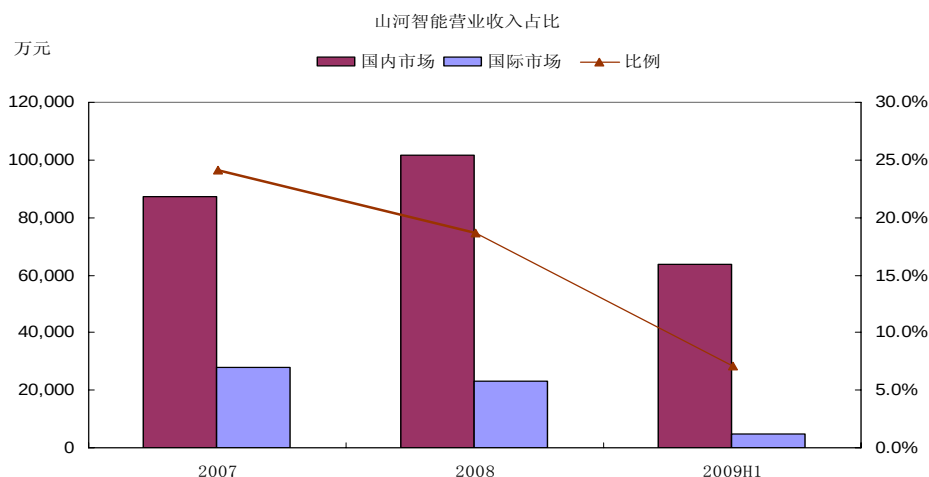
资料来源：中投证券研究所 中经网

3. 出口期待复苏

公司的小型液压挖掘机销量占公司液压挖掘机销量的 88%左右, 08 年小型液压挖掘机销售中出口占比达到 30%, 2009 年在全球性金融危机的打击下, 公司出口下降了 30%, 出口在公司小挖的占比仅为 10%左右。

欧美经济在经历 2009 年的长时间调整之后, 在 09 年下半年开始显现出复苏迹象。可以说欧美经济已经度过了最困难的时期, 10 年的复苏很显然是大概率事件, 剩下的只是复苏程度, 长度问题。我们小型挖掘机的在欧美市场的复苏非常值得期待。公司计划 09 年挖掘机出口量回复到 08 年水平。

图表 6: 公司营业收入按地区分布



资料来源: 中投证券研究所

4. 旋挖钻机乘上高铁快车

旋挖钻机是一种用于桩基础工程现场灌注桩施工的成孔机械, 属于灌注桩施工机械。相对打桩锤、反循环钻孔机而言, 压桩机、旋挖钻机技术含量高、单价高, 属于高端产品。

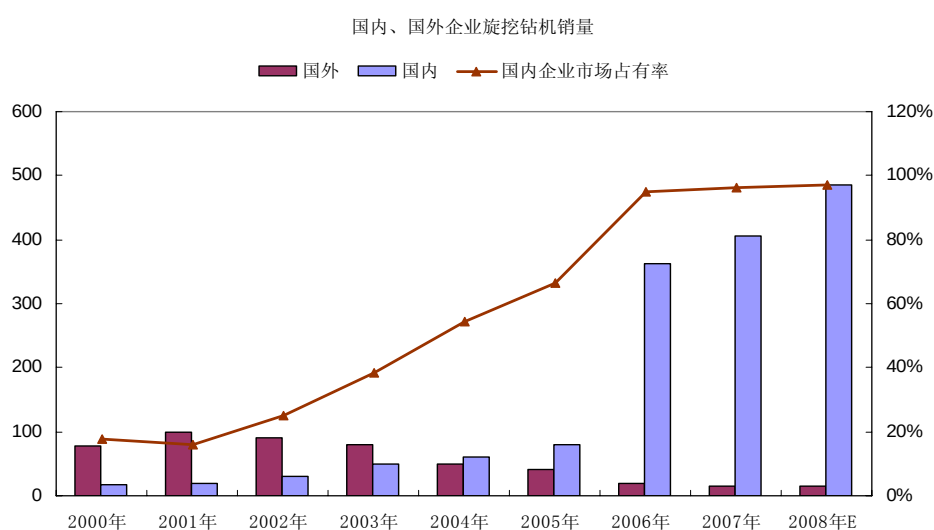
目前旋挖钻机在高速铁路基础施工中已经得到广泛应用, 代表了基础工程当今先进水平, 是今后基础工程施工技术的发展方向之一。旋挖钻机效率高、功能多、泥浆污染少, 能够满足公路、铁路、桥梁与大型高层建筑物对桩基础的要求, 成为钻孔灌注桩施工的重要选择, 并得到国家政策鼓励发展。旋挖钻机价格昂贵、一次性投入比较大, 转场费用高, 相应提高了施工成本;

另外, 旋挖钻机对工程量和场地有一定的要求, 如果单项工程小, 则设备利用率低, 这是影响其应用推广的主要因素。随着国内经济实力的增强以及我

国建筑、工程施工不断向规模化、集约化发展，旋挖钻机的市场需求日益增长。

旋挖钻机受益高铁建设和技术替代，极具增长潜力。随着旋挖钻机在青藏铁路施工中的成功运用和京沪高铁的相继开工，极大推动了我国旋挖钻机的开发和应用，使我国旋挖钻机市场呈现出一片繁荣景象。2007 年我国旋挖钻机总销量达到 420 台，2008 年接近 500 台。我国高铁桩基工程是近期旋挖钻机的最大需求源，因技术要求，高速客运铁路专线的桩基础有 80% 为桥桩基础，而最适合这种大口径现浇混凝土桩施工的桩工机械产品就是旋挖钻机。根据公司统计，每 1,000 公里高铁桩基工程，需要旋挖钻机 150-250 台。“十一五”期间，国家将加大高铁建设的规模，从而拉动对旋挖钻机的需求。预计未来 3-5 年国内旋挖钻机市场需求将保持 50% 以上的高增长。

图表 7：国内、国外企业在中国的旋挖钻机销量及市场占有率

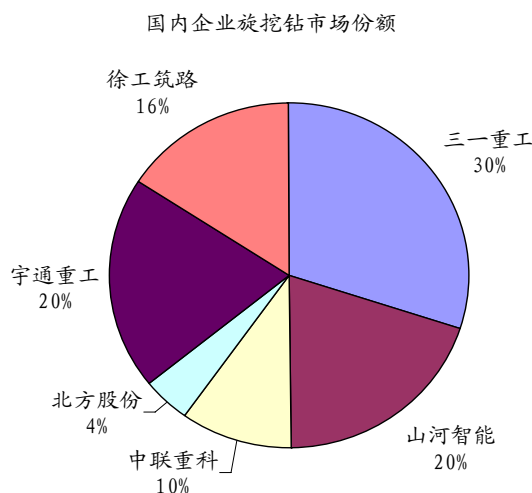


资料来源：中投证券研究所

长期来看，由于环保、效率等要求，传统的正反循环钻桩基施工将逐步淡出，旋挖钻机用于民用建筑也是大势所趋，在经历了高铁建设的高峰期后，旋挖钻机仍有相当大的市场；此外，近年来国产旋挖钻机厂商已经在国内市场完全成功的实现了进口替代，并开始走向出口，由于国际厂商对产能的投入增长不大，竞争相对国内比较缓和，预计今后国内知名品牌旋挖钻机的出口还将有进一步增长。

2004 年以前，国外旋挖钻品牌在我国市场占有绝对优势，约占我国旋挖钻机市场 60%，甚至 80% 以上的份额。2004 以后，随着旋挖钻机在基础施工中的优势越来越突出，以及市场前景的看好，国内企业纷纷进入，2007 年，我国旋挖钻机总销量达到 420 台，其中国内品牌销量达到 400 台，占有 95% 左右的份额；国外品牌销量在 20 台左右，市场占有率在 5% 左右。

图表 8：国内企业旋挖钻市场份额



资料来源：中投证券研究所

旋挖钻机最大的应用范围在高铁和铁路建设，目前我国高铁和铁路建设正处于一个蓬勃发展阶段，是现阶段 4 万亿投资，拉动内需的最主要力量，投资额占总共 4 万亿投资总额的 40%。总投资 2000 亿，全长 1318 公里的京沪高铁已经开工，预计建设期 3 年，2012 年完成。若同时全面开工 2000 公里，需新增 300-500 台旋挖钻机。未来 2-3 年旋挖钻机国内市场需求 600-800 台/年，如果一台旋挖钻机单价为 450 万元，则其市场容量为 27 -36 亿元。

除了京沪高铁项目之外，“十一五”期间，我国将建设铁路新线 17000 公里，其中客运专线 7000 公里；既有线增建二线 8000 公里，既有线电气化改造 15000 公里。2010 年全国铁路营业里程达到 9 万公里，其中客运专线约 7000 公里，复线、电化率均达到 45%以上，续转和新安排建设项目达 200 多个，其中客运专线项目 28 个。到 2020 年，全国铁路营业里程达到 12 万公里以上，复线率达到 50%以上，电化率达到 60%以上，主要繁忙干线实现客货分线，主要技术装备达到或接近国际先进水平。

我国还将对老线路进行大面积提速。这些项目中旋挖钻机等设备都将成为铁路建设采购的重点。旋挖钻机将进入持续的高增长阶段。

公司 08 年旋挖钻机销量 80 多台，09 年销售 120-130 台，预计 10 年还将以 40%-50%速度增长。

图表 9：中国铁路客运专线和电气化新建项目

名称	起点	终点	类型	速度等级 km/h	长度	估算投资/ 亿	开工时间	完工时间
四纵之一	北京	上海	客运专线	350	1318	2209	2008-04	2013-03
四纵之二	北京	石家庄	客运专线	350	281	251	2008-10	2012-10
	石家庄	武汉	客运专线	350	838	743	2008-10	2012-06
	武汉	广州	客运专线	350	989	930	2005-06	2009-12

	广州	深圳	客运专线	350	116	167	2008-08	2011-06
四纵之三	北京	沈阳	客运专线	350	676	961	null	
	哈尔滨	大连	客运专线	350	900	820	2007-08	2011-12
四纵之四	上海	杭州	客运专线	350	158	255	2009-02	2010-05
	杭州	宁波	客运专线	250	150	212	2009-04	2012-02
	宁波	温州	客运专线	250	268	170	2005-10	2009-09
	温州	福州	客运专线	200	302	174.8	2005-08	2009-07
	福州	厦门	客运专线	200	273	144.2	2005-09	2009-12
	厦门	深圳	客运专线	200	502.4	417	2007-11	2011-01
四横之一	徐州	郑州	客运专线	350	356.6	486.2	null	
	郑州	西安	客运专线	350	456.6	364	2005-09	2009-09
	西安	宝鸡	客运专线	350	138	180	2009-11	2013-05
	宝鸡	兰州	客运专线	350	401	564.5	null	
四横之二	杭州	长沙	客运专线	350	902	1292	null	
	长沙	昆明	客运专线	350	1167.8	1608	null	
四横之三	太原	石家庄	客运专线	250	190	170	2005-06	2009-04
	石家庄	济南	客运专线	250	319	417	null	
	济南	青岛	客运专线	250	364	95.8	2007-01	2008-12
四横之四	南京	合肥	客运专线	250	166	250	2005-06	2008-04
	合肥	武汉	客运专线	250	351	168	2005-08	2009-04
	武汉	宜昌	国铁 I 级 双电气化	200	291	237	2008-09	2011-12
	宜昌	万州	国铁 I 级 双电气化	160	377	226	2004-01	2010-04
	利川	重庆	国家 I 级 双电气化	200	264	261.8	2008-12	2011-12
	重庆	成都	客运专线	350	306	431	null	

资料来源：中投证券研究所

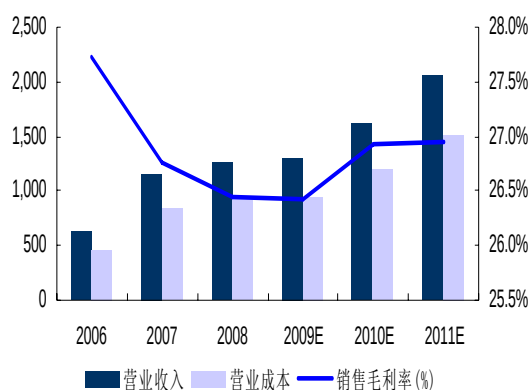
图表 10：中国中长期铁路规划中的客运专线和城际客运系统部分

单位：公里

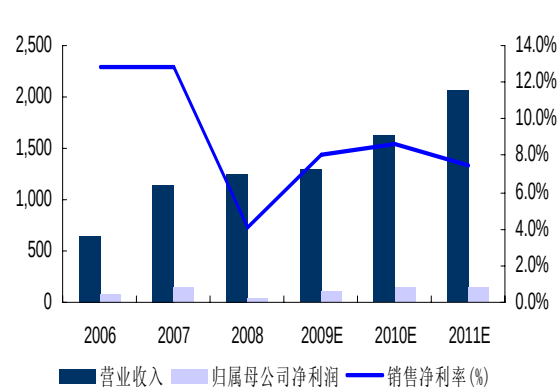
二、客运专线(1.6万公里)	18,680
1、“四纵”客运专线--	6,771
(1) 北京-上海;	
(2) 北京-武汉-广州-深圳;	
(3) 北京-沈阳-哈尔滨;	
(4) 上海-杭州-宁波-福州-厦门-深圳;	
2、“四横”客运专线--	6,050
(1) 徐州-郑州-兰州;	
(2) 杭州-南昌-长沙-贵州-昆明;	
(3) 青岛-石家庄-太原;	
(4) 南京-武汉-重庆-成都;	
3、城际客运系统--	5,859

资料来源：中投证券研究所

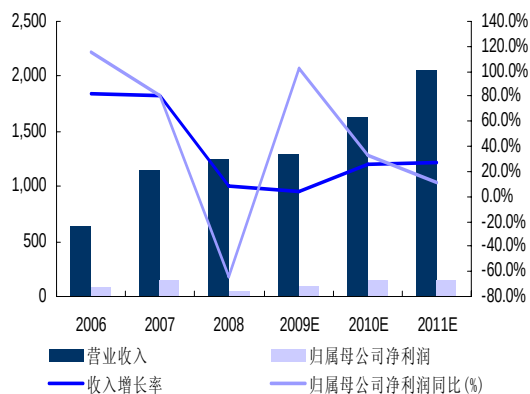
图表 11 山河智能营业收入与成本(百万)



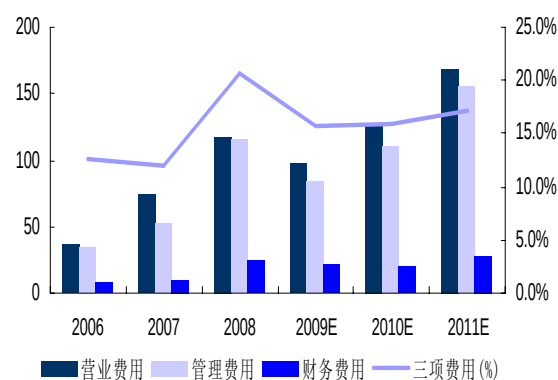
图表 12、营业收入及归属于母公司净利润(百万)



图表 13、营业收入及利润增长率(百万)



图表 14、三项费用



资料来源：中投证券研究所

盈利预测假设

图表 15、盈利预测假设		单位：百万		
	2008	2009E	2010E	2011E
小型液压挖掘机	569.80	569.60	792.00	1,104.00
毛利率	22.40%	21.00%	23.00%	22.60%
液压静力压桩机	290.60	215.04	290.60	348.00
毛利率	23.73%	20.00%	21.00%	21.00%
旋挖钻机	328.00	480.00	600.00	752.50
毛利率	40.71%	35.00%	35.00%	35.00%
一体化潜孔钻机	30.16	34.20	44.80	66.60
毛利率	36.83%	36.83%	36.83%	36.83%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011E
流动资产	1677	1632	1853	2266	营业收入	1255	1299	1727	2252
现金	554	642	472	431	营业成本	923	956	1258	1641
应收账款	227	216	309	395	营业税金及附加	2	2	3	4
预付账款	153	156	215	273	管理费用	116	84	117	169
存货	686	582	802	1089	财务费用	25	22	21	32
其他	9	5	9	12	资产减值损失	14	16	16	16
非流动资产	440	549	673	780	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	293	397	500	576	营业利润	57	121	178	205
无形资产	101	124	155	193	营业外收入	13	8	10	10
其他	45	27	18	10	营业外支出	29	10	13	17
资产总计	2117	2180	2526	3046	利润总额	42	119	176	198
流动负债	786	747	919	1219	所得税	-10	14	21	24
短期借款	403	266	327	506	净利润	52	105	154	174
应付账款	203	247	326	404	少数股东损益	0	0	0	0
其他	180	233	265	309	归属母公司净利润	52	105	154	174
非流动负债	125	121	140	186	EBITDA	110	167	231	276
长期借款	99	110	128	170	EPS (元)	0.19	0.38	0.56	0.63
其他	26	11	12	16					
负债合计	910	868	1059	1405	主要财务比率				
少数股东权益	9	10	10	10	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	274	274	274	274	成长能力				
资本公积	656	656	656	656	营业收入	8.9%	3.5%	33.0	30.4%
留存收益	268	372	527	701	营业利润	-63.7	111.5	47.5	14.9%
归属母公司股东权益	1198	1302	1457	1631	归属于母公司净利润	-64.8	102.1	47.1	13.0%
负债和股东权益	2117	2180	2526	3046	获利能力				
					毛利率	26.4	26.4	27.2	27.1%
现金流量表					净利率	4.1%	8.1%	8.9%	7.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	4.3%	8.0%	10.6	10.7%
经营活动现金流	-248	371	-73	-85	ROIC	7.1%	13.7	13.8	12.6%
净利润	52	105	154	174	偿债能力				
折旧摊销	28	24	32	39	资产负债率	43.0	39.8	41.9	46.1%
财务费用	25	22	21	32	净负债比率				
投资损失	-0	-0	-0	-0	流动比率	2.14	2.18	2.02	1.86
营运资金变动	-376	221	-289	-341	速动比率	1.26	1.40	1.14	0.96
其它	24	-1	9	12	营运能力				
投资活动现金流	-102	-135	-155	-145	总资产周转率	0.71	0.60	0.73	0.81
资本支出	100	113	121	103	应收账款周转率	5	5	6	6
长期投资	-7	-0	-0	0	应付账款周转率	4.06	4.24	4.39	4.50
其他	-9	-23	-34	-42	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	688	-148	58	189	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.38	0.56	0.63
短期借款	135	-137	61	179	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.90	1.35	-0.27	-0.31
长期借款	95	12	18	41	每股净资产(最新摊薄)	4.37	4.75	5.31	5.95
普通股增加	9	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	473	0	0	0	P/E	105.2	52.10	35.42	31.36
其他	-24	-23	-21	-32	P/B	4.56	4.19	3.75	3.35
现金净增加额	330	88	-170	-41	EV/EBITDA	49	33	23	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434