



机械行业----工业机械子行业
Machinery industry

2010 年 6 月 24 日

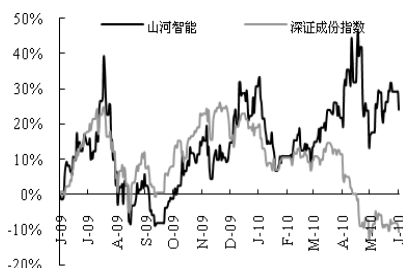
山河智能 (002097) 深度报告

今日潜龙在渊，他朝一飞冲天 ——(评级: 增持)

市场数据

当前价格 (元)	21.22
52 周价格区间 (元)	14.60-24.35
总市值 (百万)	5820.65
流通市值 (百万)	4277.83
总股本 (万股)	27430
流通股 (万股)	20159
日均成交额 (百万)	128
近一月换手 (%)	44.47

与深圳成指走势比较



表现 (%)	1m	3m	12m
公司	10.2	12.9	22.7
深圳成指	0.5	-15.1	-7.8

王昕

刘伟 (协助)

+86- 0755 -21515596

liuwei@jyzq.cn

执业证书编号

王昕: S0370209020074

刘伟: S0370108110544

财务科目 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,254.57	1,451.67	2,686.88	3,525.52	4,539.72
同比增长率	8.92%	15.71%	85.09%	31.21%	28.77%
净利润	51.87	105.60	203.65	276.80	377.23
同比增长率	-64.80%	103.58%	92.85%	35.92%	36.28%
毛利率	26.44%	26.62%	26.01%	26.10%	26.55%
EPS	0.19	0.38	0.74	1.01	1.38
P/E	113.79	55.90	28.99	21.33	15.65

投资要点:

- 公司是桩工机械和小型挖掘机械的龙头企业。09 年公司收入结构中，桩工机械产品和小挖产品收入占总收入的比例分别为 44.52% 和 41.72%。此外公司积极开拓煤机、军品、航天产品等具有广阔前景的新产品。经过两年的盘整期后公司业绩恢复高增长。
- 金融危机促使公司苦练内功，提升管理能力。金融危机在客观上促使公司开始反省，不断提升精益制造和管理水平。10 年一季度的期间费用率较 09 年年度以及 09 年一季度分别下降了 4.14 和 5.21 个百分点。
- 原有业务复苏态势强劲。10 年 1-5 月，公司小挖销售量已经略超过去年全年的 2714 台，预计 10 年、11 年和 12 年同比增长率分别为 60%、16.92% 和 22.72%；公司的液压静力压桩机销量约 200 台，超过去年全年的 170 台左右水平，预计 10 年、11 年和 12 年同比增长率分别为 76%、25%、20%；旋挖钻机共销售约 90 台，超过上年全年的 81 台，预计 10 年、11 年和 12 年同比增长率分别为 30%、20% 和 22%。
- 新业务为公司中长期业绩增长增添动力。公司的新业务主要包含煤机、中大挖、军品业务、航天产品等，产品线得到进一步扩张和完善。新产品均具有极大的市场空间和良好的发展前景，是公司中长期业绩增长的主要动力。煤机业务经过前期的建设和培育期，产能逐步释放，预计公司 10 年底将实现约 1 亿的销售收入，11 年实现约 4 亿销售收入。中大挖预计全年销售 300 台左右，贡献销售收入约 2 亿元。军品业务手持订单 3000 万左右。
- 预计 10 年、11 年和 12 年每股收益分别为 0.74 元、1.01 元和 1.38 元，对应 PE 分别为 28.99 倍、21.33 倍和 15.65 倍。公司的 PE (LYR) 历史区间为 12.81-226 倍，目前的 PE 处于历史低位。横向与行业重点公司比较，公司的 10 年、11 年和 12 年估值偏高，但考虑公司处于中小板且未来的成长性良好，给予公司“增持”评级。

目 录

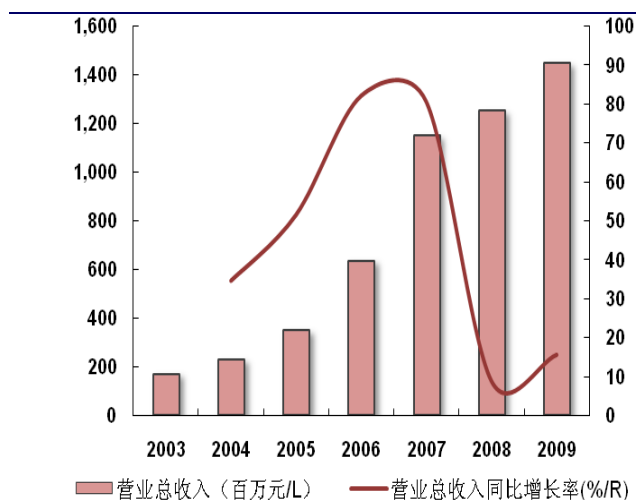
一、公司简介—小而精的工程机械细分行业龙头企业	2
(一) 公司简介	2
(二) 公司组织架构	3
(三) 公司的业务构成	3
(四) 公司现有的产业基地、重点产品和产能	4
二、挖掘机械业务分析—小挖是中长期业绩的重要贡献极	5
(一) 品种介绍	5
(二) 小挖市场空间巨大，中大挖起步缓慢	6
三、桩工机械业务分析—业绩稳定成长.....	12
(一) 液压静力压桩机市场容量有限	12
(二) 旋挖钻机继续受益高铁投资的高歌猛进	14
四、凿岩机械及物流机械业务分析—公司业绩的有益补充	15
(一) 凿岩机械市场有较大的成长空间	15
(二) 叉车行业将面临激烈的竞争与行业洗牌	16
五、煤机、军品等新业务分析—广阔的发展空间	17
(一) 煤机业务将成公司未来业绩的重要支撑点	17
(二) 军品业务正在培育中，市场空间巨大	18
(三) 天津基地和株洲基地正建设中，短期无法贡献利润	18
六、公司的财务分析—盈利能力快速回升.....	19
(一) 毛利率维持高位，净利率自低点快速回升	19
(二) 内部管理加强导致期间费用率大幅下降	19
七、盈利预测、估值及投资建议.....	21
(一) 盈利预测	21
(二) 估值及投资建议	21
八、风险提示	23

一、公司简介——小而精的工程机械细分行业龙头企业

（一）公司简介

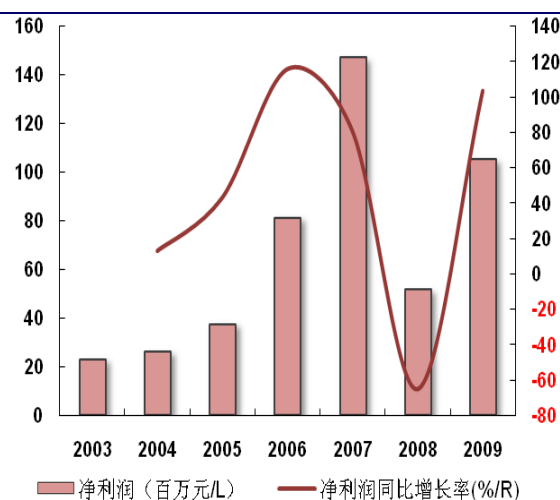
公司成立于 1999 年，注册资本 100 万元，创始人及现任董事长为中南大学教授何清华老师。何老师是一位集技术专家、企业管理、教学科研、执着的创业激情和丰富的人生阅历于一身的企业领军人物，在国内享有很高的声誉。在“修身、治业，怀天下”的企业核心价值观指引下，公司依靠自主创新，迅速崛起。公司 2009 年的营业总收入已达 14.51 亿元，2003—2009 年营业总收入年复合增长率为 42.77%；净利润达 1.03 亿元，2003—2009 年归属于上市公司股东净利润年复合增长率为 28.68%。

图 1、公司近七年总收入及其同比增速



Source: 公司年报、金元证券

图 2、公司近七年归属于上市公司股东净利润及其同比增速



Source: 公司年报、金元证券

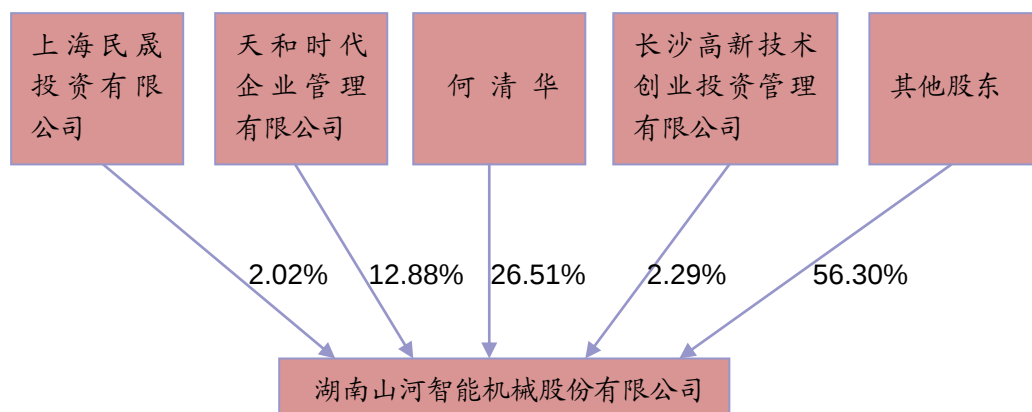
公司以长沙为总部，主要产品为大型桩工机械、小型工程机械、中大型挖掘机械、现代凿岩设备、工业车辆。目前正在打造的有安徽淮北基地，主要产品为煤炭机械，此外正在筹建的天津基地主要生产起重机等与本部产品互补的产品，从而实现南北呼应，遥相发展的格局。

公司是桩工机械和小型挖掘机械的龙头企业，由于背靠中南大学机械工程学院，在凿岩机械和桩工机械的研发方面具有极强的竞争力，相比中联重科、三一重工和徐工机械“三巨头”而言，公司产品未与其“正面交锋”，公司凭借在机、电、液一体化综合控制能力率先进入市场空间巨大且尚处于启动期的小型工程机械领域，公司采取的“先强后大”的差异化经营策略迅速发挥实效，目前已经完善了整个研发系统、生产体系、零部件配套体系以及销售网络的布局。近几年受益于国内基建的大力推进和房地产行业的快速发展，公司主营业务增长迅猛。从市值来看，公司 2010 年 6 月 1 日的市值为 53.97 亿元，与三一的 424.56 亿元、中联的 353.81 亿元、徐工的 281.95 亿元相比，公司属于小而精类型的企业。

（二）公司组织构架

何清华老师为公司的控股股东，也是公司的灵魂人物，合计持有股份 72705840 股，占公司股本的 26.51%。目前担任的主要职务有本公司董事长、中国工程机械学会常务理事及矿山机械分会副理事长、中国有色金属学会冶金机械学会副主任委员、中南大学硕士生导师、工程装备与控制系主任等。

图 3、山河智能（002097）的股权结构图



Source: 公司年报、金元证券

（三）公司的业务构成

公司近三年的收入和毛利结构中，占绝对主导的仍是桩工机械和挖掘机械，这也是公司的传统优势产品，两者合计占据总收入及总毛利的 80%以上的比例。凿岩机械、叉车以及零配件的收入和毛利占总收入和总毛利的比例一直偏小，但呈逐年上升的态势。

图 4、山河智能（002097）的收入结构图

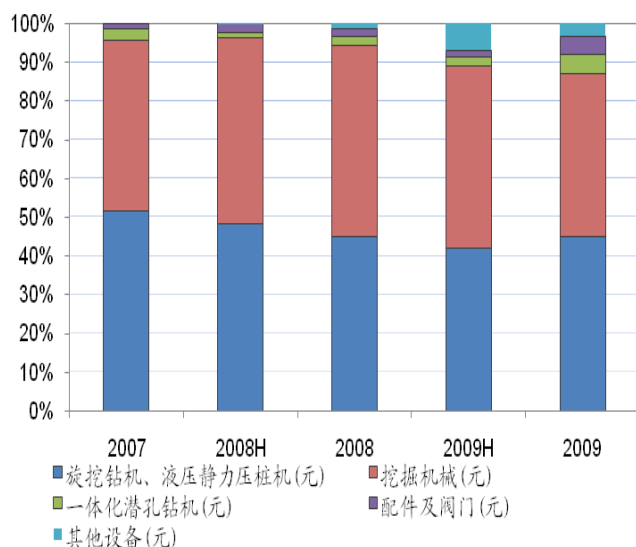
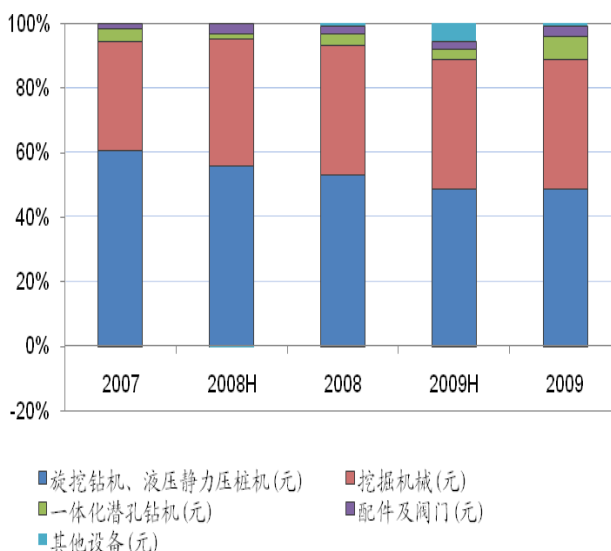


图 5、山河智能（002097）毛利结构图



Source: 公司年报、金元证券

Source: 公司年报、金元证券

(四) 公司现有的产业基地、重点产品和产能

公司现在已投产或在建的基地主要有四个，分别为长沙总部基地，安徽基地、株洲基地和天津基地。长沙总部基地是公司目前的主要产品生产基地，产品涵盖挖掘机械、桩工机械、物流机械、军工产品以及零部件；安徽基地主要生产煤炭机械、天津基地主要生产起重机等其他基地没有覆盖到的产品，株洲基地主要生产航空设备。目前各产业基地的相关重点产品及其产能的具体情况如下表所示：

表 1 公司的产业基地以及产能布局

基地	产业园	公司产品	现有产能（台）
长沙基地	第二产业园	液压静力压桩机	300
	第二产业园	旋挖钻机	200
	第二产业园	一体化潜孔钻机	200
	第一产业园	小挖	5000
	第一产业园	滑移装载机	1000
	第三产业园	叉车	2500（达产 30000 台/年--2012 年 4 月达产）
	长沙	军品	逐步研发，现手持少量订单
株洲基地	株洲	航空相关设备	
安徽基地	淮北	煤机相关设备	目前完工 96.35%，10 年 10 月底达产
天津基地	天津	起重机等工程机械设备	购地 1850 亩，总建设期 6 年。一期 1000 亩，建设期 3 年，二期 850 亩，建设期 3 年。

Source: 招股说明书、公司年报、金元证券

我们的理解，对于工程机械行业而言，公司的业绩增长主要依赖于量的扩张或者是产品线的丰富。公司自上市以来不断地进行产能扩张，和丰富产品线，现有的主导产品的产能在业内具有明显的规模优势。此外公司通过对外投资进一步增加了自己的销售网络，同时也积极的向产业链上游延伸，一方面降低自己的采购成本，另一方面增加了零部件及原材料供货的及时性和对上游供应商的控制力。

表 2 公司上市以来的主要投资

序号	被投资公司	时间	注册资本及持股比例	主营业务	2009 年业绩
1	无锡山河智能液压机械制造有限公司	2007-9-27	2934.6 万/100%	液压设备、液压气动件、精密轴承、磨具、发动机气动增压器、发动机排放控制装置的制造、加工。进出口业务。	收入 2274.8 万元；净利润-64.4 万元。
2	Lamport Ltd	2007-9-11	218.8 万欧元/51%	公司产品海外销售	解约

3	湖南山河科技股份有限公司	2008-2-4	400 万/20%	研究、设计、生产和销售轻型飞机、高档游艇、航空发动机、航空专用设备等高技术产品	--
4	安徽山河矿业装备股份有限公司	2008-7-25	10000 万/70%	研究、设计、生产和销售煤炭机械、矿山机械、工程机械、农业机械、非公路用柴油发动机及柴油发电机组配件	收入 69.5 万元； 净利润-250.6 万元
5	北京山河智能机械销售有限公司	2009-3-21	150 万/100%	工程机械产品的整机、配件销售、维修、售后服务及咨询	收入 1600.1 万元； 净利润-111.2 万元
6	湖南纳菲尔新材料股份有限公司	2009-5-16	4200 万/19.05%	与合金电镀相关的材料、电子、机械领域高新产品的研究、开发、生产、销售以及相关的技术服务	--
7	山河国际控股有限责任公司	2009-9-24	75 万美元/100%	为山河智能欧洲客户提供高质量的售后服务，包括整机维护、维修及技术支持和信息反馈、配套件的更换及销售	收入 237.4 万元； 净利润-40.8 万元
8	湖南山河天恒通用机电股份有限公司	2010-4-20	1000 万/19.5%	研究开发、生产制造、经营销售电动机节能降耗减排高新技术产品，以及通用机电设备和光机电产品的节能技术推广和服务	--
9	天津山河装备技术有限公司	2010-4-20	60000 万/100%	经营目前公司已有的部分重量大，运输费用高的产品生产、销售以及目前公司还没有的工程机械产品的研究、设计生产和销售。	--

Source: 招股说明书、公司年报、金元证券

二、挖掘机械业务分析—小挖是中长期业绩的重要贡献极

（一）品种介绍

挖掘机械 (Excavating machinery)，又称挖掘机 (Excavators)。挖掘机是用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场的土方机械。挖掘的物料主要是土壤、煤、泥沙以及经过预松后的土壤和岩石。挖掘机的主要应用领域有：公路建设、桥梁建设、水利建设、河沟清淤、抢险救灾、城镇维护、埋设电缆和水管、园林栽培等。据有关专家统计，全世界各种施工场所约有 65%--75% 的土方工作量是由挖掘机来完成的，从经济性来考虑，完成同样土方施工量，采用挖掘机的能耗量最少，其次是装载机，再次是推土机。因此挖掘机在各种工程建设领域，尤其是基建领域得到了大量的运用。

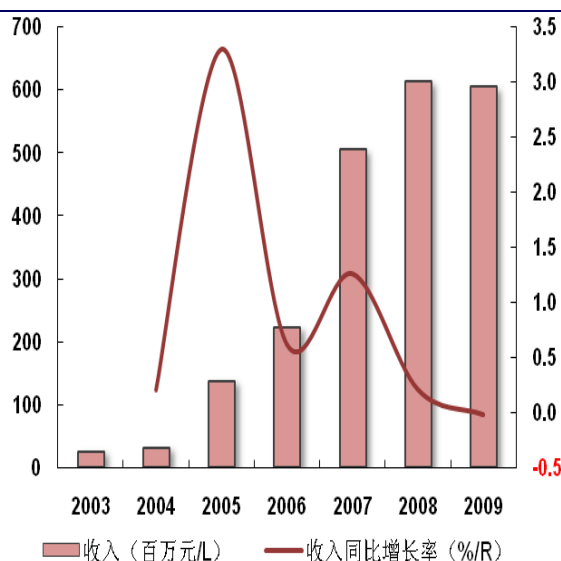
关于挖掘机可以有多种分类，按驱动方式分为内燃机驱动挖掘机和电力驱动挖掘机；按用途分为通用挖掘机、矿用挖掘机、船用挖掘机、特种挖掘机等种类；按照行走方式分为履带式挖掘机和轮式挖掘机；按照传动方式分为液压挖掘机和机械挖掘机。我们分析山河智能时主要按吨位来分，国内一般是将载重吨位小于等于 13 吨的挖掘机称为小挖，载重吨位大于 13 吨的挖掘机称为中大挖。目前公司具备生产 0.8 吨至 47 吨挖掘机的生产能力。由于中大挖主要使用在工程建设的前中期，而小挖主要在工程后期维护使用，需求方有较大的不同。因而我们分别对公司的主力产品小挖以及正在开拓的中大挖产品加以分析。

（二）小挖市场空间巨大，中大挖起步缓慢

1. 公司近几年小挖产品增长迅猛

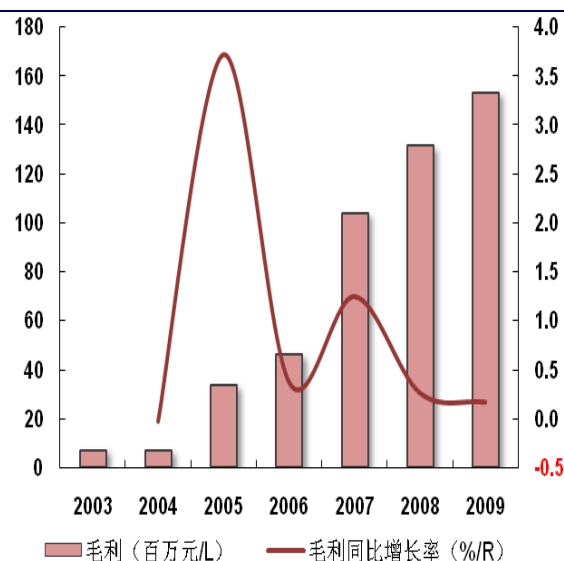
公司拥有国内一流的小型挖掘机制造体系，能够生产从 0.8 吨—13 吨的全系列小型液压挖掘机，可以实现偏转、装配破碎锤等多种功能，同时该产品采用了多项国家“863”项目技术应用以及高品质原装进口元件的装配，使公司的小挖具有良好的性能；同时由于采用自主开发的液压系统和控制系统，维护成本较低。公司产品凭借良好的性价比和售后服务能力，近几年业绩增长迅猛。

图 6、小挖产品近七年收入及其同比增速



Source: 公司年报、金元证券

图 7、小挖产品近七年毛利及其同比增速



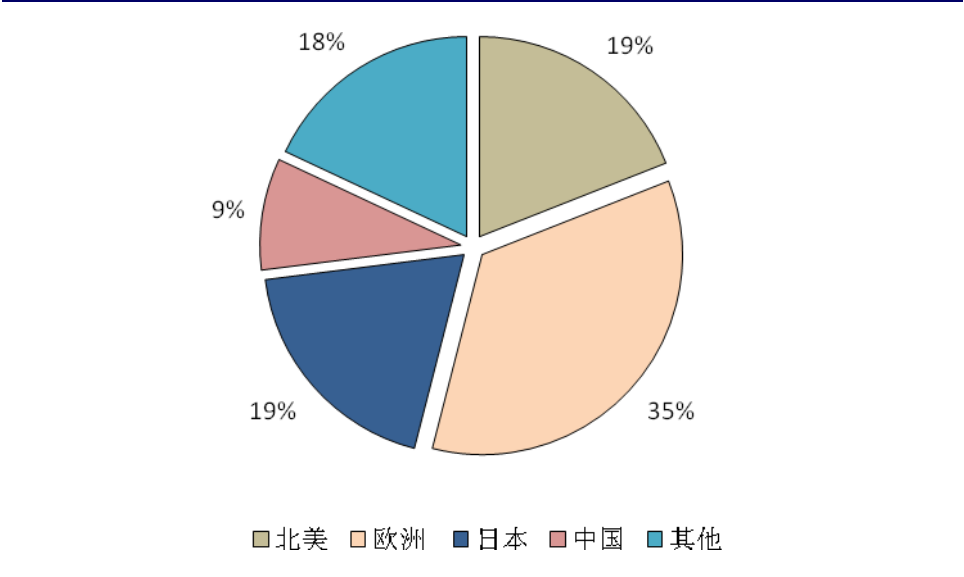
Source: 公司年报、金元证券

2. 目前国内外小挖的市场容量及市场格局

从全球范围来看，受使用特性限制，小挖的主要消费市场仍然是欧美、日本等发达国家和地区，其占比约占了全部市场份额的 73%，而国内的市场份额仅 9%。小挖在发达地区属于成熟产品，相对来说增长缓慢，但在国内仍处于成长期，近几年增长迅速，中国仍属于发展中国家，该产品未来成长空间依然

巨大。

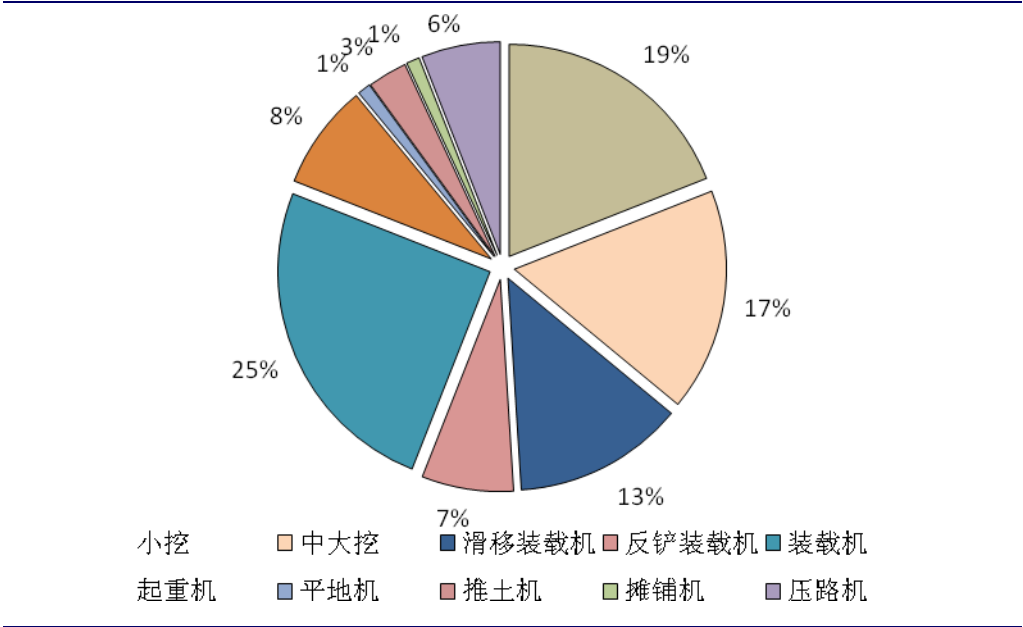
图 8、全球小挖市场分布情况



Source: 挖掘机行业协会、金元证券

此外从主要产品的市场份额来看，全球市场小挖占主要工程机械产品产量的份额约 19%，市场空间足够大。

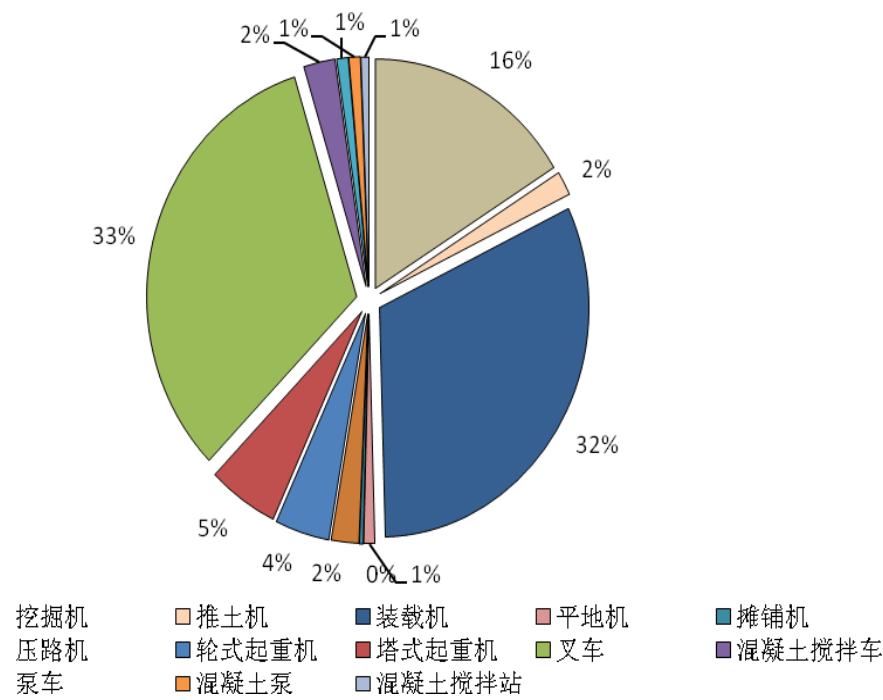
图 9、全球主要工程机械产品产量占比



Source: 工程机械信息网、金元证券

截止到 2008 年底,中国工程机械主要产品保有量约为 277 万~300 万台。其中液压挖掘机为 58.3 万~63.1 万台，约占总保有量的 20%。2008 年国内共销售工程机械 51.2 万台，其中挖掘机 8.3 万台，约占总销量的 16%。

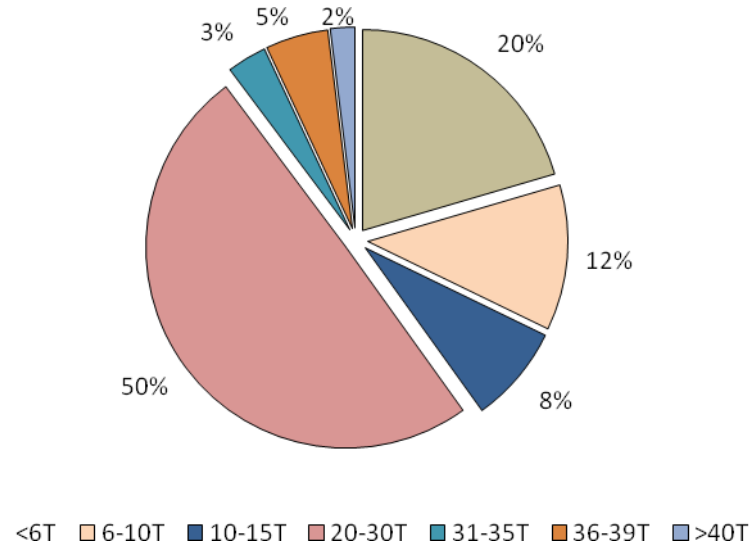
图 10、 2008 年国内工程机械各品种销量占比



Source: 工程机械工业协会、金元证券

按照发达国家的经验来看，发达国家的小挖和中大挖的销售比例约为 1:1，而目前从我国 2010 年一季度的挖掘机销售数据来看，小挖与中大挖的销售比例约为 1:5，09 年我国挖掘机总的销量为 9.5 万台，而 2010 年仅一季度，我国挖掘机的总销量便达到了 4.8 万台，若未来我国的小挖市场发展接近发达国家的水平，则小挖产品未来增长空间巨大。

图 11、 2010 年一季度国内挖掘机市场各吨位销量占比



Source: 今日工程机械、金元证券

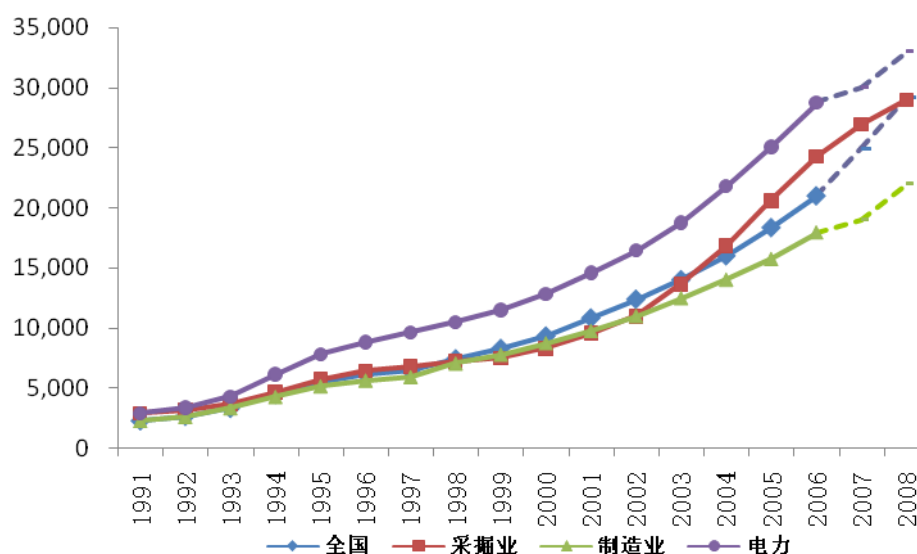
3. 小挖产品长期增长的驱动力因素分析

小型工程机械在欧美属于比较成熟的产品，但在我国仍处在成长期，其未来发展的主要驱动因素有如下几方面：

3.1 城镇化进程带来的需求大幅提升以及劳动力成本替代

2009 年我国的城镇化水平 46.6%，距离发达国家约 70% 的水平还有很大的增长空间。随着我国城镇化进程的加快不断深化，相应的市政维护、城市景观改造以及小型工程项目的增多，应用小挖的工程量会大幅增加。目前我国的二元经济结构差异非常之大，政府对新农村的建设也投入了越来越多的政策和财力支持，新农村建设的逐步推进，也会大幅增加对小挖的需求。据相关研究机构测算，一台 10 吨的小型挖掘机可以代替 30~50 个劳动力，而我国近年来的劳动力成本逐年上升，小挖的应用可以大幅降低施工成本和管理成本，这也会使市场对小挖的需求不断增加。由于城镇化、新农村建设和劳动力成本上升是一个长期的过程，因而上述三大驱动因素对小挖的拉动效应具有很强的持续性。

图 12、全国及主要行业的劳动力成本逐年上升



Source: WIND、金元证券

3.2 国产化率提升挤占外资市场

由于良好的市场预期，国外相关工程机械厂商纷纷进入我国小挖的生产和销售领域，现代、斗山、日立、长野、石川岛、久保田等著名挖掘机制造厂商均在中国设厂生产，且占据了整个市场的主导地位，外资的产品偏高端，市场占有率约为 60%。由于中国工程机械企业近几年的综合竞争力提升非常之快，在很多子行业都实现“国产化率”的大幅提升，以旋挖钻机为例，2000 年左右，内资品牌的市场占有率在 20% 左右，但发展至 2007 年，内资品牌的市场

占有率已经达到了 95%。我们预计，小挖产品方面，内资品牌要达到 95%的“国产化率”的可能性不大，但若随着内资品牌整体竞争力的进一步提升，将“国产化率”提升至 70%以上的概率相当之大，仅这一块，也可以给国内小挖产品带来巨大的市场需求。

3.3 海外市场前景广阔

由于欧美、日本成熟市场才是小挖的最大使用市场，占据了全球小挖需求 73%左右的份额。公司凭借良好的产品性价比，勇敢地“走出去”开拓海外市场，将极大地提升公司的业绩和市场份额。

4. 公司小挖产品目前的运营状况和未来的主要竞争优势

上半年，尽管房地产调控力度逐步加大，但受基建及区域经济建设的大力拉动，公司挖掘机产品销售依然火爆，1-5 月份共实现挖掘机销售量已经略超过去年全年的 2714 台。我们认为政府此轮地产调控主要针对的是“调价不调量”。今年政府 580 万套保障性住房的建设将在很大程度上减缓商品房投资下降对挖掘机产品需求的负面影响。我们预计小挖产品全年销售呈现前高后略低的走势，全年销售同比增长约 60%，预计 2011 年和 2012 年同比增长率分别为 16.92%和 22.72%。

公司小挖产品的竞争优势主要体现在：

(1) **规模优势**，公司经过近 9 年的发展，构造了一流的小挖制造体系，可以提供 0.8 吨~13 吨的小挖产品，产品线丰富。而且公司自上市以来经过两次大幅的产能扩张，公司目前的小挖产能由上市前的 700 台扩张到目前的约 5000 台，在国内处于领先地位，具有明显的规模优势。

(2) **性能优势**，公司的小挖产品采用了多项“863”技术，以及进口了发动机、液压马达等优质零部件，操作的人性化、智能化和稳定性程度大幅提升，同时由于公司采用自主开发的液压系统和控制系统，相应的维护成本较低。

(3) **销售网络优势**，公司在国内 22 个省份建立了自己的营销网络，海外市场方面也构建了一个完善的国际服务网络，涵盖了亚洲、欧洲、中东、非洲、大洋洲、北美、俄罗斯和南美等主要区域。公司选择的代理商均具有多年的工程机械分销经验，具备良好的销售及服务网络。

图 13、SWE90N9 小型挖掘机



Source: 公司网站

图 14、SWE130W 轮式小型挖掘机



Source: 公司网站

5. 公司中大挖发展缓慢。

公司的中大挖技术储备基本充足，而且 07 年有在内蒙古对开发出来的产品进行过试验，性能方面没有问题。目前受土地限制，利用现有的制造体系，只能做小批量的生产，当前最大月产能也只有 50-60 台。

10 年一季度，我国挖掘机市场出现了爆炸式的增长，国内销量达到 48010 台，同比增长 92.4%，公司由于受土地限制，一直没有扩大产能，因而错失了 10 年以来行业爆炸式增长带来的良机。预计公司全年销售约 300 台，贡献销售收入约 2 亿元。目前公司正在与省政府协商关于 2600 亩土地的划拨问题，其中有 900 亩在 10 年可能到位，这部分土地主要用来扩大中大挖以及桩工机械的产能。达产后可以缓和目前极为紧张的产能问题。预计 11 年和 12 年同比分别增长 20%和 38%。

图 15、SWE210 中型挖掘机



Source: 公司网站

图 16、SWE470 大型挖掘机



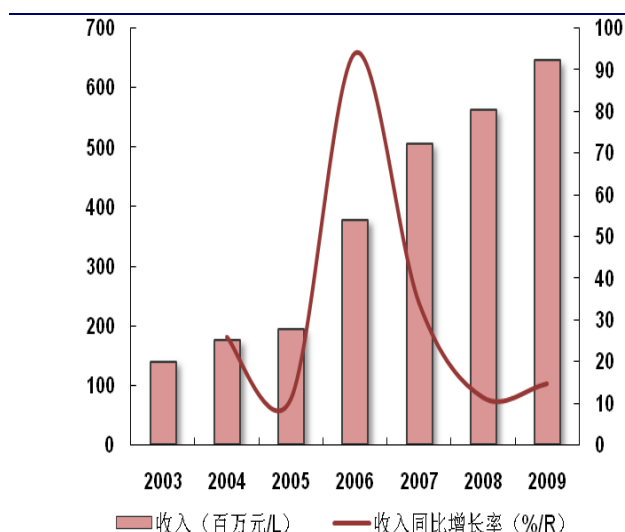
Source: 公司网站

三、桩工机械业务分析—业绩稳定成长

在建筑施工中，各种桩基础、地基改良加固、地下连续墙及其他特殊基础施工的机械设备称为桩工机械。按照桩基础形成原理，主要有预制桩和灌注桩两类施工工法，其中预制桩主要有打桩锤、压桩机等，灌注桩施工机械主要有钻孔机、旋挖钻机等。公司生产的液压静力压桩机和旋挖钻机均属于桩工机械。以桩作为建筑物的基础，由于其承载力大，施工方便等特点，已经成为现代工程地基基础的主要形式。从工程造价和施工工期来讲，一般建筑工程的基础工程占全部工程的 1/3—1/2。据中国工程机械工业年鉴统计，2007 年 27 家主要生产桩工机械共生产产品 3841 台，销售 3528 台，工业总产值 352829.5 万元，产品销售收入 323485.9 万元。

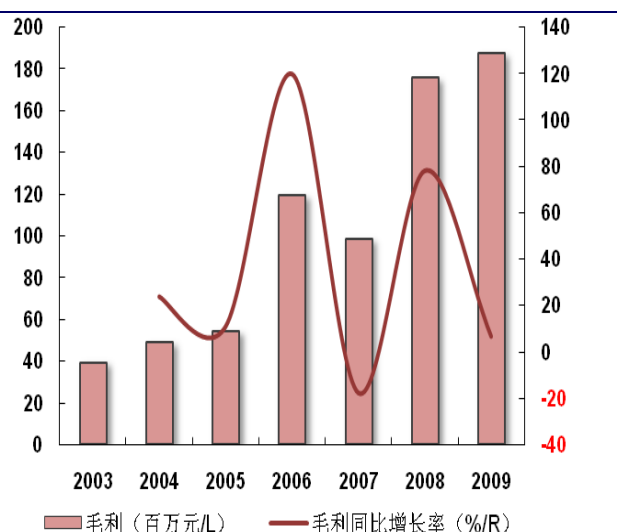
公司 2009 年桩工机械共实现销售收入 6.46 亿元，同比增长 14.58%；实现毛利 1.88 亿元，同比增长 6.75%。近七年受益房地产行业的快速发展，以及高铁投资的大力推进，公司桩工业务发展迅速。

图 17、桩工产品近七年收入及其同比增长速



Source: 公司年报、金元证券

图 18、桩工产品近七年毛利及其同比增长速



Source: 公司年报、金元证券

（一）液压静力压桩机市场容量有限

液压静力压桩机是目前我国独有的桩基础施工机械，应用于三十余种桩基础施工方式中的一种——挤土预制桩，主要适用于软土质地区。随着城镇建设环保意识的增强，国内主要城市均提出无噪音、无震动施工要求，液压静力压桩机以其无震动、无噪音、无油污飞溅等环保以及高效节能、成桩质量高的特点，逐步替代传统的打桩锤，成为民用建筑桩工机械的重要力量，具有较好的发展前景。

公司液压静力压桩机产品的市场占有率在 50% 以上，主要竞争对手有湖北

毅力机械有限公司、力源液压机械有限公司、武汉华威建筑桩工机械有限公司、广西建工集团建筑机械有限公司等。液压静力压桩机行业销售额占桩工机械行业销售额的 30%左右，根据 2007 年桩工机械行业的销售收入计算，液压静力压桩机行业的市场容量约为 10.5 个亿。2009 年公司桩工机械的销售收入较 2007 年同比增长 8.7%，我们据此测算液压静力压桩机行业 2009 年的市场容量约为 11.41 亿元。整个行业的市场容量偏小，公司已经在这个市场占有极大的份额，仅靠这块业务很难支撑公司成为一个巨型公司。

图 19、液压静力压桩机产品 ZYJ120 在尼日利亚施工



Source: 公司网站

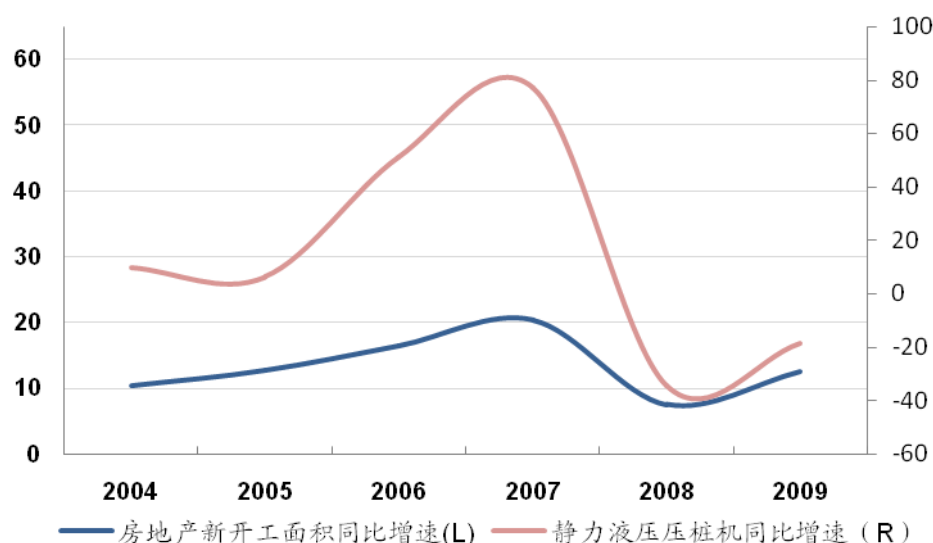
图 20、液压静力压桩机产品 ZYJ1000 在广东施工



Source: 公司网站

由于液压静力压桩机在国内目前主要用于房地产行业的桩基础施工，因此其需求量与房地产行业的新开工面积紧密相关。2010 年 1-5 月份房地产行业新开工面积月均同比增速均在 50%以上，极大地拉动了公司液压静力压桩机产品销售。公司 2009 年全年实现液压静力压桩机约 170 台，同比下降约 20%，2010 年至 5 月底，公司的液压静力压桩机销量约 200 台，已经超过了去年全年的产量。预计 2010 年全年销售约 300 台，接近 07 年高峰时的水平，同比增长 76%，预计 2011 年和 2010 年销售收入同比增长率分别为 25%和 20%。

图 20、公司液压静力压桩机销量同比增速与房地产新开工面积同比增速高度相关



Source: wind、金元证券

（二）旋挖钻机继续受益高铁投资的高歌猛进

旋挖钻机是一种适合建筑基础工程中成孔作业的施工机械。主要适于砂土、粘性土、粉质土等土层施工，在灌注桩、连续墙、基础加固等多种地基基础施工中因其效率高、污染少、功能多的特点得到广泛应用。目前旋挖钻机在国外已经得到了广泛运用，其代表了基础工程当今最先进水平，是今后基础施工技术的发展方向之一。由于其能够满足公路、铁路、桥梁与大型高层建筑物对桩基的要求，成为钻孔灌注桩施工的重要选择，并且得到国家政策鼓励发展，并在我国高铁武广线、郑西线、石太线和京津线等施工过程中广泛使用。

目前国内的旋挖钻机主要使用在高铁建设过程中，原因是旋挖钻机价格昂贵、高铁建设可以承受一次性大额的投入，如果单项工程过小，则设备利用率低，且转场费用高，相应会提高施工成本，这是影响其推广的主要原因。但随着国民经济的持续增强以及我国建筑施工不断朝规模化、集约化发展，旋挖钻机的需求会逐步增大。

2010 年 6 月 8 日，国家发改委相关专家表示未来五年内我国高速铁路建设仍旧维持大规模投入，投资额将保持在每年 7000 亿左右规模，共计 3.5 万亿左右。如此大规模的投资额度也将对旋挖钻机的销售产生强大的拉动作用，不过高铁建设过后，旋挖钻机的需求可能逐步转向建筑施工领域。2009 年公司旋挖钻机共销售约 130 台，同比增长约 45%，2010 年至 5 月底，共销售约 90 台，预计 2010 年全年销售 170 台，同比增长约 30%，预计 2011 年和 2012 年销售收入同比增长率分别为 20%和 22%。

图 21、公司旋挖钻机产品在武广客运专线长沙站引桥工程中应用



Source: 公司网站

图 22、公司旋挖钻机产品在长沙地铁二号线锦泰广场站中应用



Source: 公司网站

四、凿岩机械及物流机械业务分析—公司业绩的有益补充

（一）凿岩机械市场有较大的成长空间

公司的凿岩机械产品主要是一体化潜孔钻机,该产品主要用于露天矿山开采、建筑基础开挖以及水利、电站、交通、国防建设等工程中的凿岩钻孔工作,与一般的凿岩机相比,具有成孔大、直径大、钻孔效率高、能耗低、适应范围广等特点。公司的一体化液压潜孔钻机是目前国内最先进的一体化液压潜孔钻机,具有高效的高气压潜孔钻进系统,便于高精度、高效率的爆破孔钻凿。

2009 年公司一体化潜孔钻机共实现销售收入 7016.9 万元,市场占有率为 70%,由此推算整个国内市场容量为 1 亿元,整个市场存量相对偏小。公司是国内最早生产该类型工程机械的厂家之一,目前的市场需求正在逐步释放出来,2010 年 1-5 月底,公司销售潜孔钻机 60-70 台,但除销售之外的潜在订单需求在 300 台左右,由于上半年公司的其他主要产品均处于供不应求的状态,因而受产能限制,300 台左右的潜孔钻机无法供货。此外该产品毛利率高达 39.98%,需求旺盛,增速较快,未来成为公司业绩的有益补充。预计 2010 年、2011 年和 2012 年销售收入同比增长率分别为 55%、50%、100%。

图 23、SWDB120 潜孔钻机



Source: 公司网站

图 24、SWDE120 潜孔钻机



Source: 公司网站

(二) 叉车行业将面临激烈的竞争与行业洗牌

叉车 (Forklift)，国际标准化组织 ISO/TC110 称为工业车辆，是指对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式搬运车辆。叉车在企业的物流系统中扮演着非常重要的角色，是物料搬运设备中的主力军。

使用范围：叉车广泛应用于广泛应用于交通运输、冶金采矿、机械、化学化工、能源等行业，并可进入船舱、车厢和集装箱内进行托盘货物的装卸、搬运作业。

我们认为支撑叉车行业的发展主要有三大驱动因素：1.经济发展所带来的全社会物流总额的增加，由此带来的对叉车的增量需求。2.人力等资源价格以及物流费用的上升，导致的企业运营成本的提高，降低物流成本的需求所带来的对叉车的增量需求。3.原有的巨额叉车保有量报废更新所带来的对叉车的增量需求。我们预计未来这三大因素对国内叉车行业的发展仍然有较大的支撑作用，但由于叉车行业内企业的产能扩张过快，我们预计行业内的竞争将更加激烈，有重新洗牌的可能性。2009 年我国共销售叉车 138,908 台，与 2008 年同期的 168,119 台相比，下降了 17.38%。而同时行业内龙头企业安徽合力的现有产能为 6 万台，近扩产可达到 7.5 万台的产能，杭州叉车的现有产能为 6 万台，经扩产可达到 8 万台的产能。两者的扩产后的产能约为 2009 年的销量的总和，而实际上，近几年两者的销售份额之和约占全部叉车市场份额的 60%。因此潜在的产能已经远大于实际的需求了，此外未来山河智能 3 万台叉车的产能达产、柳工、厦工、中联等强势企业对叉车行业介入，都将进一步加剧行业的竞争。我们对公司的叉车业务在国内的发展前景持谨慎态度。

图 25、SWFE20AC-3F2 叉车



Source: 公司网站

图 26、SWFG80H 叉车



Source: 公司网站

五、煤机、军品等新业务分析—广阔的发展空间

（一）煤机业务将成公司未来业绩的重要支撑点

公司的煤机业务主要由安徽山河矿业装备股份有限公司（简称：山河矿装）生产，山河矿装是山河智能的控股子公司，位于淮北市杜集经济开发区，占地 1500 亩，首期注册资本为 1 亿元，项目总投资 30 亿元，建成达产后年产值 50 亿元。山河矿装的主营业务为：煤炭机械、矿山机械的研发、生产、销售，并提供与之配套的售后服务及技术咨询。

山河矿装于 2008 年 12 月 6 日开工建设，2010 年 4 月 7 日一期工程竣工，山河矿装在掘进机、采煤机、刮板机、液压支架四大系列十二种机型产品的研发和生产方面取得了丰硕的成果。其中六种掘进机、三种采煤机的研发已经结束，一种刮板机、两种液压支架已经进入了项目验收阶段，已经成功研发首台大型采煤机样机。目前影响公司产品销售的问题是公司的煤安证的认证资格获得与否，公司目前正在进行认证，预计公司年底将获得煤安证，同时实现约 1 亿的销售额度，预计 2011 年实现约 4 亿煤机销售收入。

公司介入煤矿装备制造行业，进一步拓展了新的产品领域，为满足公司长远战略规划与业务要求，山河矿装在靠近煤炭基地区位优势明显，人才优势显著的西安设立了集产品开发、市场调研为一体的研发中心。山河矿装充分享受煤矿装备制造行业快速发展所带来的机遇，将成为公司未来重要的利润增长点。

（二）军品业务正在培育中，市场空间巨大

公司于 2010 年 4 月 28 日发布公告称收到中国人民解放军总装备部下发的《第五批装备承制单位名录》，公司已注册编入《中国人民解放军装备承制单位名录》。此次入选是对公司产品综合实力的肯定，入选解放军装备承制单位名录，公司就可以在承制资格许可的 13 个装备类别范围内全面参与军队的采购活动，这为山河智能开拓军方市场和在军工领域进一步发展奠定了基础。军队装备的工程机械主要有三类，野战工程机械、建筑机械和保障机械。除特殊需求外，军用建筑机械和保障机械多选自民用工程机械。公司提供的产品基本上属于军用建筑机械和保障机械的非战时机械范畴，目前公司在手订单 3000 多万，毛利率在 40%以上。

我国幅员辽阔，各种地质自然灾害发生频率极高，部分工程机械产品在汶川大地震、抗洪抢险等重大自然灾害的抢险救灾过程中，发挥极大的作用，也得到了军方的认可。军方对非战时机械在未来的需求量很大，这部分产品不仅市场空间巨大，而且想象空间巨大，我们预计其未来会有极佳的成长性。

（三）天津基地和株洲基地正建设中，短期无法贡献利润

公司于 2010 年 4 月 20 日公告拟出资 6 亿元设立天津山河装备技术有限公司，出资将分两年到位，第一年到位 3 亿元，第二年到位 3 亿元，法定代表人何清华，经营本公司已有的部分重量大，运输费用高的产品的生产、销售以及公司目前还没有的工程机械门类产品的研究、设计、生产和销售（以工商行政管理部门最终登记为准）。该公司将在天津市北辰科技园区分两期购地约 1850 亩，并分两期工程开发，总建设期 6 年，建成天津山河工业园，其中一期工程开发 1000 亩，建设期 3 年，二期工程开发 850 亩。

我们认为天津基地的建设，是公司生产基地战略性北移的一个重大举措，可以较大程度缓和目前公司发展过程中面临的土地限制，同时也寻求给公司带来新的利润增长点。但另一方面也给公司带来了极大的资金压力，由于项目仍处在建设前期，短期内来说无法贡献利润。目前天津基地的建设人才筹备工作正在紧锣密鼓地进行，相关的发展战略并未详细披露，因而我们认为关于天津基地的前景分析需密切跟踪分析公司后续相关发展战略。

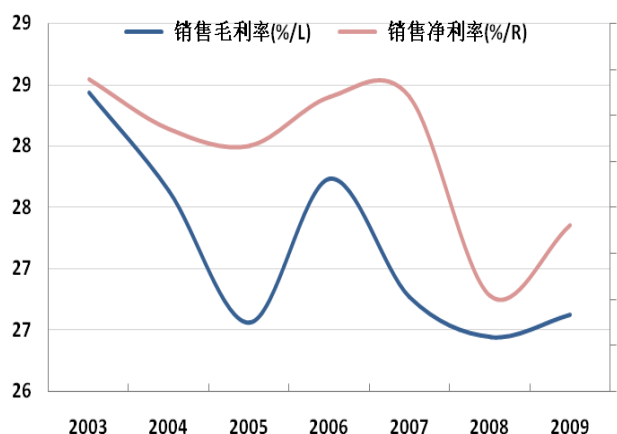
株洲基地主要研究、设计、生产和销售轻型飞机、高档游艇、航空发动机、航空专用设备等高技术产品。其所覆盖的产品范围主要为通用航空产品，公司在此方面有一定的技术储备，由于航空产业门槛高，周期长，投资见效期短，具有较高的介入壁垒，此外通用航空在中国才起步，因而具有很好的发展前景。

六、公司的财务分析—盈利能力快速回升

(一) 毛利率维持高位，净利率自低点快速回升

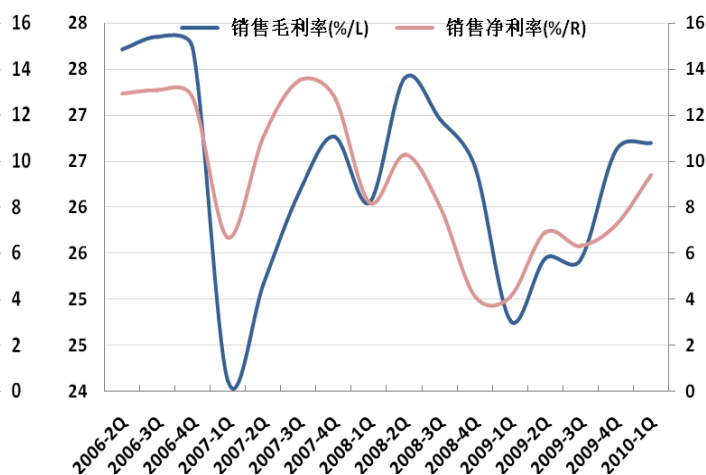
公司近七年的总毛利率维持在 26%-29% 的较高水平，公司的毛利率能够维持较高水平的主要原因是其主打产品液压静力压桩机、旋挖钻机和小挖的竞争力非常强，毛利率能维持基本稳定。而公司的净利率相对毛利率而言下降较快，其主要是由公司的期间费用同期上涨过快所致。在需求急剧回升，原材料价格相对上涨缓慢的情况下，且受公司进行事业部改革，并据此建立事业部与其他部门联动的以毛利率为关键考核指标的绩效考核体系影响，公司单季度毛利率和净利率均较大幅度回升。由于公司在此基础上严控内部费用收效明显，所以导致了净利率回升速度远快于毛利率。

图 27、公司近七年年度销售毛利率和销售净利率水平



Source: 公司年报、金元证券

图 28、公司近七年季度销售毛利率和销售净利率水平

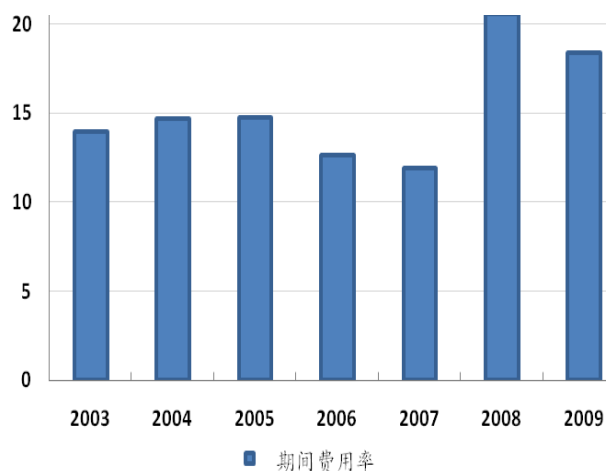


Source: 公司季报、金元证券

(二) 内部管理加强导致期间费用率大幅下降

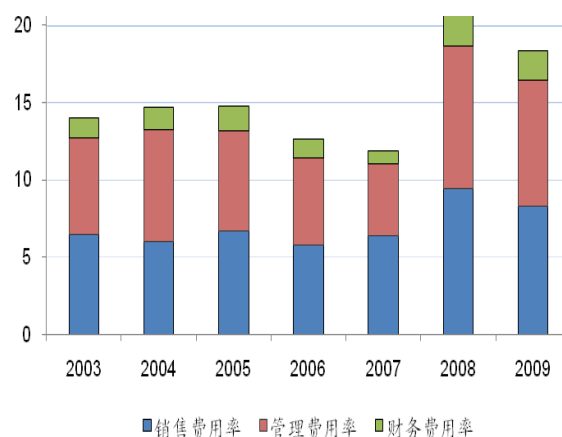
公司经过 9 年的快速发展，而管理能力等并没有相应跟上，2007 年发生的金融危机在客观上也促使了公司开始反省，和开始苦抓内功，不断提升精益制造和管理水平，并且严格控制费用。这在长期上来看，更有利于公司的健康和稳健发展。公司的采取的内控政策收效明显，2010 年一季度的期间费用率较 2009 年年度以及 2009 年一季度分别下降了 4.14 和 5.21 个百分点。

图 29、公司近七年年度期间费用率水平



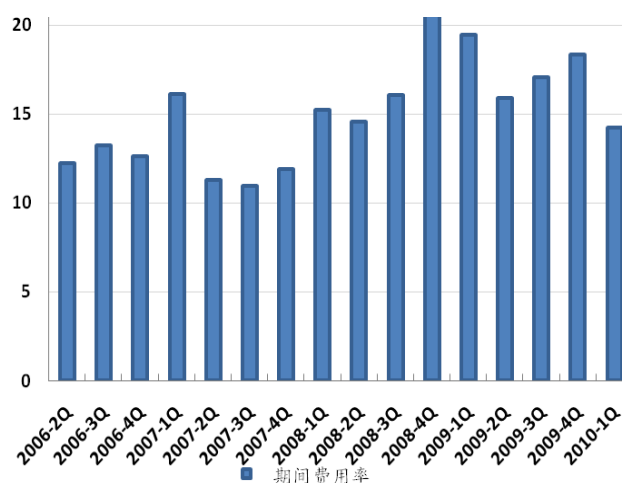
Source: 公司年报、金元证券

图 30 公司近七年年度管理费用率、销售费用率和财务费用率



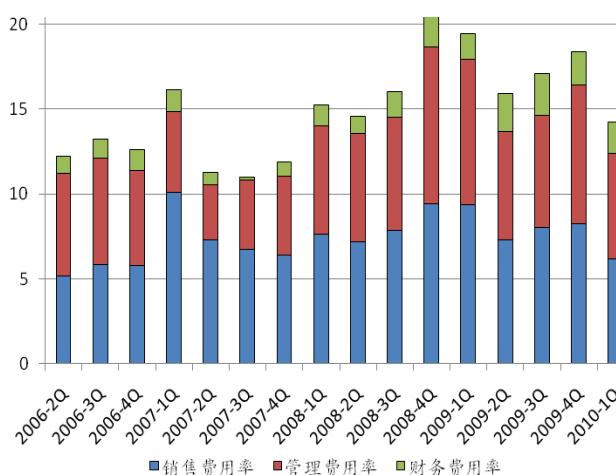
Source: 公司年报、金元证券

图 31、公司近七年季度期间费用率水平



Source: 公司季报、金元证券

图 32、公司近七年季度管理费用率、销售费用率和财务费用率



Source: 公司季报、金元证券

受金融危机影响，需求的急剧下降导致了公司的存货大幅增加和公司收账能力的下降，因而导致了存货周转率和应收账款周转率的大幅下降。尽管公司的流动比率和速动比率均维持历史较为正常的水平，但由于流动资产中，存货和应收账款占比加大，事实上流动比率和速动比率所代表的偿债能力要有所折扣。我们用杜邦财务分析体系对 ROE 进行拆解分析，2008 年和 2009 年公司 ROE 大幅下降的主要原因是期间费用率大幅上升所导致的净利率的大幅下降，在公司不断加强内控的情况下，2010 年一季度期间费用率大幅下降，净利率和 ROE 开始回升。

表 3、公司 2003-2009 年主要财务比率

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
存货周转率（次）	2.57	2.08	2.5	2.64	2.36	1.59	1.34
应收账款周转率（次）	6.74	6.04	8.81	10.48	7.64	5.63	4.06
流动比率	0.98	1.71	1.91	2.07	1.47	2.14	1.59
速动比率	0.53	1.02	1.18	1.48	0.83	1.26	0.91
资产负债率（%）	68.65	62.06	56.71	47.43	53.11	42.99	51.31
净资产收益率-加权(%)	42.1	25.03	26.39	39.97	24.81	4.58	8.45

Source: 公司年报、金元证券

七、盈利预测、估值及投资建议

（一）盈利预测

关键性假设

1. 综合行业及公司分析，我们预计 2010 年、2011 年和 2012 年各业务板块的收入同比增长率分别为：挖掘机械 91.58%、16.92%、22.72%；桩工机械 57.06%、22.07%、19.45%；一体化潜孔钻机 55.36%、50.00%、100%；其他小型设备 340.00%、30.00%、30%；煤炭机械 0、300.00%、25%；配件及 30.00%、30.00%、30%；其他 40.00%、30.00%、28.00%。
2. 我们预计 2010 年、2011 年和 2012 年各业务板块的毛利率分别为：挖掘机械 24.80%、25.00%、25.5%；桩工机械 28.80%、29.00%、29.05%；一体化潜孔钻机 38.00%、39.00%、39.50%；其他小型设备 18.00%、18.00%、18%；煤炭机械 22.00%、23.00%、23.00%；配件及 20.00%、20.00%、20.00%；其他 15.84%、15.84%、15.84%。

（二）估值及投资建议

预计 2010 年、2011 年和 2012 基本每股收益分别为 0.74 元、1.01 元和 1.38 元，对应 PE 分别为 28.99 倍、21.33 和 15.65 倍。公司的 PE (LYR) 历史区间为 12.81-226 倍，目前的 PE 处于历史低位。公司的 PB 历史区间为 2.82-36.3 倍，目前的 PB 为 4.45 倍，亦处于历史的极低位。公司不断丰富产品线 and 增加具有良好市场前景的产品，未来极具成长性，给予公司“增持”评级。

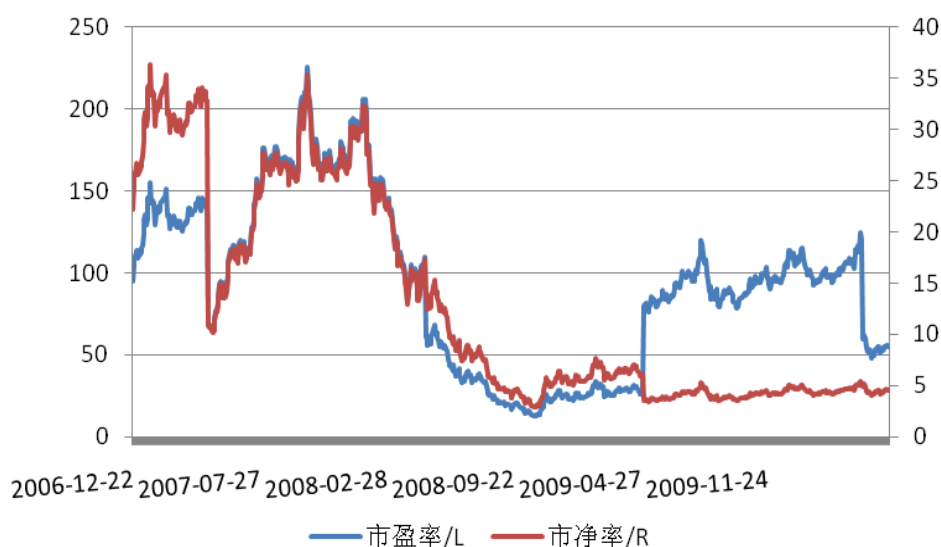
表 4、公司及同行业重点公司估值表

2010-6-23		EPS				PE		
重点公司	收盘价	2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
三一重工	28.76	1.32	2.20	2.68	3.17	13.07	10.72	9.08
中联重科	18.06	1.42	1.60	1.92	2.27	11.29	9.41	7.97
徐工机械	32.68	2.01	2.61	3.27	3.92	12.51	10.01	8.34
柳工	19.66	1.41	1.82	2.10	2.42	10.80	9.36	8.14
厦工股份	8.61	0.15	0.56	0.70	0.81	15.38	12.30	10.70
安徽合力	12.48	0.31	0.60	0.85	1.06	20.80	14.68	11.75
山河智能	21.22	0.39	0.74	1.01	1.38	28.99	21.33	15.65

Source: 公司年报、金元证券

我们将公司的估值横向与同行业重点公司进行比较, 得出公司的 PE 估值相对同行业重点公司而言偏贵些, 但我们认为公司可以享受估值溢价, 主要理由有: 1. 公司的主要产品小挖、中挖、潜孔钻机和煤机市场前景广阔, 10 年至 12 年总业绩增长迅速, 三年间净利润复合增长率为 52.87%, 快速的业绩增长可以支撑目前的高估值。2. 公司近期管理层有较大的变动, 原来的管理层主要是学校老师, 现在逐步由职业经理人来担任管理层, 新的管理将给公司带来新的气象。3. 公司的股本和市值相对于行业主要企业偏小。4. 整个中小板的 2010 年、2011 年和 2012 年的预测市盈率分别为 31.44 倍、24.15 倍、和 18.21 倍。公司 2010 年、2011 年和 2012 年的市盈率水平平均低于整个中小板的平均水平。

图 33、公司上市以来 PE/PB 序列图



Source: WIND、金元证券

八、风险提示

(一) **主要原材料价格大幅波动。**由于公司的直接用钢和间接用钢占总成本的比例在 20%以上,若钢材价格下半年受铁矿石价格大幅上涨的影响而大幅上涨,将给公司的成本控制带来极大的压力。

(二) **主要结汇外币汇率大幅波动的风险。**由于公司的产品出口主要以美元结汇,而进口原材料以日元付汇。若人民币对美元大幅升值,则一方面会影响公司的产品出口竞争力,另一方面也会造成较大的汇兑损失。若日元对人民币大幅升值,则会增加公司的进口原材料的成本。

(三) **受政府调控影响导致房地产投资远低于预期。**若商品房的新开工面积和投资额度远低于预期,则会较大程度地影响减少对公司主营产品的需求,从而降低公司的盈利能力。

附表 1、营业收入各品种收入成本预测 (单位:百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1.挖掘机械					
该产品收入	615.15	605.67	1,160.33	1,356.70	1,665.00
该产品成本	483.59	452.16	872.57	1,017.53	1,240.43
收入增长率	21.38%	-1.54%	91.58%	16.92%	22.72%
毛利率	21.39%	25.35%	24.80%	25.00%	25.50%
2.桩工机械					
该产品收入	563.97	646.25	1,015.00	1,239.00	1,480.00
该产品成本	387.92	458.31	722.68	879.69	1,050.06
收入增长率	11.28%	14.59%	57.06%	22.07%	19.45%
毛利率	31.22%	29.08%	28.80%	29.00%	29.05%
3.一体化潜孔钻机					
该产品收入	31.20	70.16	109.00	163.50	327.00
该产品成本	18.91	42.81	67.58	99.74	197.84
收入增长率	-7.14%	124.87%	55.36%	50.00%	100.00%
毛利率	39.39%	38.98%	38.00%	39.00%	39.50%
4.其他小型设备					
该产品收入	15.51	46.04	202.58	263.35	342.35
该产品成本	13.05	43.44	166.11	215.95	280.73
收入增长率	6104.00%	196.84%	340.00%	30.00%	30.00%
毛利率	15.86%	5.65%	18.00%	18.00%	18.00%
5.煤炭机械					
该产品收入			90.00	360.00	540.00
该产品成本			70.20	277.20	415.80
收入增长率				300.00%	25.00%

毛利率			22.00%	23.00%	23.00%
6.配件					
该产品收入	25.80	69.98	90.97	118.27	153.75
该产品成本	17.79	57.05	72.78	94.61	123.00
收入增长率	61.96%	171.24%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	31.05%	18.48%	20.00%	20.00%	20.00%
7.其他					
该产品收入	2.94	13.57	19.00	24.70	31.61
该产品成本	1.59	11.42	15.99	20.78	26.60
收入增长率	-96.67%	361.56%	40.00%	30.00%	28.00%
毛利率	45.92%	15.84%	15.84%	15.84%	15.84%
合计					
营业收入	1,254.57	1,451.67	2,686.88	3,525.51	4,539.71
营业成本	922.85	1,065.19	1,987.91	2,605.49	3,334.45
营业收入增长率	8.92%	8.92%	85.09%	31.21%	28.77%
毛利率	26.44%	26.62%	26.01%	26.10%	26.55%

Source: wind、金元证券

附表 2、利润表预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1,254.57	1,451.67	2,686.88	3,525.52	4,539.72
减：营业总成本	922.85	1,065.19	1,987.91	2,605.50	3,334.46
营业税金及附加	1.78	4.60	5.34	7.01	9.02
营业费用	117.92	119.63	215.28	282.48	363.74
管理费用	116.04	118.51	197.60	259.27	333.86
财务费用	24.58	28.26	26.49	31.45	41.35
资产减值损失	14.40	21.51	16.05	16.05	16.05
加：公允价值变动收益/（损失）	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	57.21	93.97	238.21	323.77	441.25
加：其他非经营损益	(15.68)	23.46	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	41.53	117.44	238.21	323.77	441.25
减：所得税	(10.43)	12.44	35.73	48.57	66.19
四、净利润	51.97	105.00	202.48	275.21	375.06
减：少数股东损益	0.09	(0.61)	(1.17)	(1.59)	(2.17)
五、归属于母公司的净利润	51.87	105.60	203.65	276.80	377.23

Source: 金元证券

附表 3、资产负债表预测（单位：百万元）

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	536.67	470.62	214.95	282.04	363.18

应收和预付款项	436.75	736.01	904.89	1,247.35	1,518.18
存货	686.37	908.90	1,345.86	1,609.38	2,172.67
其他流动资产	0.00	0.45	0.45	0.45	0.45
长期股权投资	1.20	4.20	4.20	4.20	4.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	327.56	421.16	372.56	323.96	266.11
无形资产和开发支出	103.61	143.42	134.53	125.63	116.74
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2,092.15	2,684.76	2,977.44	3,593.02	4,441.53
短期借款	403.00	545.66	245.78	499.68	497.06
应付和预收款项	359.54	675.21	1,067.12	1,156.09	1,635.55
长期借款	98.60	3.60	3.60	3.60	3.60
其他负债	23.92	141.89	141.89	141.89	141.89
负债合计	885.05	1,366.37	1,458.40	1,801.27	2,278.10
股本	274.30	274.30	274.30	274.30	274.30
资本公积	655.76	655.76	655.76	655.76	655.76
留存收益	267.56	373.17	574.99	849.30	1,223.14
归属母公司股东权益	1,197.62	1,303.23	1,505.05	1,779.36	2,153.20
少数股东权益	9.48	15.17	14.00	12.40	10.23
股东权益合计	1,207.10	1,318.39	1,519.04	1,791.76	2,163.43
负债和股东权益合计	2,092.15	2,684.76	2,977.44	3,593.02	4,441.53

Source: 金元证券

附表 4、现金流量表预测 (单位: 百万元)

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	(236.34)	(101.63)	59.55	(169.91)	106.57
投资性现金净流量	(101.93)	(156.69)	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	688.44	98.45	(315.22)	237.00	(25.43)
现金流量净额	341.31	(160.20)	(255.67)	67.09	81.14

Source: 金元证券

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed .