

# 产能产品双扩张寻求突破

## ——山河智能（002097）调研简报

### 要点：

- **上半年保持平稳增长。**今年上半年，公司实现营业收入198,878.11万元，较上年同期增长36.79%；实现归属于母公司所有者的净利润16,115.67万元，较上年同期增长20.09%；扣除非经常损益后归属于上市公司所有者的净利润14,765.68万元，同比增长11.46%。实现基本每股收益0.38元，同比增长20.08%。
- **竞争加剧，毛利率略下滑。**行业上半年初期延续了去年底以来的旺销局面，但随之市场供需出现变化，行业竞争日显激烈，整体盈利空间受挤压。公司上半年综合毛利率较去年同期下降1.1个百分点，桩工机械、挖掘机和凿岩机械均有1个百分点左右的下滑。毛利率下降主要原因是由于产品价格持续的下滑造成。公司压桩机产品已进入成熟期，目前出现技术图纸流失到其他小企业，这些企业通过生产仿制产品扰乱市场，拉低了公司产品的毛利1、2个点。公司目前压桩机的产能饱和，继续保持50%左右的市场份额，下半年有望继续保持稳定增长。
- **山河工业城项目将陆续释放产能。**总投资45.3亿元，占地约2670亩的山河工业城上月底正式开工建设，该基地集研发、生产、办公、试验与检测以及核心配套企业于一体。一期工程主要生产大型桩工机械、现代凿岩设备、挖掘机械、军事工程机械等。目前小挖公司有6000台产能，工业城主要做中大挖，和桩机。中大挖一起估计1000台左右产能，总体是5000台目标。旋挖加桩机现在共1000台套产能，工业城投产后达到2000台套。今年年底原计划投产两条线，产能增加30%左右，现预计明年上半年达产。
- **煤机、起重机等陆续进入市场。**公司煤机业务08年开始建设，今年上半年销售了10套左右，实现销售收入2863万元，到年底预计能实现收入1亿左右，明年有望实现更大突破，成为公司重要的业务支柱。公司在安徽当地具有一定的资源优势，同时有部分产品销往内蒙等其他地区。公司目前主要做掘进机。掘进机毛利30%左右，未来将逐步拓展到采煤机等其他产品系列。天津起重机基地建设顺利，国内最大吨位SWTC55伸缩臂履带式起重机、160吨履带起重机和1米铣刨机等产品实现了销售，路面式起重机资质正在申请中。
- **盈利预测。**公司主力产品桩工机械将受益保障房建设提速，三季度增速有望提升；挖掘机竞争日益激烈，公司通过开发中大挖产品，调整结构以提升毛利率。煤机、起重机业务处于起步阶段，同比增速有望保持较高水平，但行业竞争压力依然不容小觑。我们预计11、12年EPS将为0.63元，0.78元，对应前日收盘价的市盈率分别为18.7倍、15.0倍，综合考虑给予公司推荐评级。
- **风险提示：**新产品市场拓展缓慢；行业陷入恶性竞争。

### 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期： 2011年8月23日

### 分析师

严福盛

☎ (86-755) 83515672, ✉ [yfy@cgws.com](mailto:yfy@cgws.com)

执业证书编号：S1070511030001

乔培涛

☎ (86-10) 88366060-8781, ✉ [qpt@cgws.com](mailto:qpt@cgws.com)

执业证书编号：S1070210050004

### 投资评级：推荐（首次）

### 市场数据

当前价格：25.84元

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总市值（亿元）      | 49.44       |
| 流通市值（亿元）     | 35.56       |
| 总股本（亿股）      | 42045.0     |
| 流通股本（亿股）     | 30239.1     |
| 12个月最高/最低（元） | 19.65/11.11 |
| 十大流通股占比（%）   | 16.01%      |
| 大股东          | 何清华         |

### 公司盈利预测

|           | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2838.1 | 3997.0 | 5502.6 |
| (+/- %)   | 95.51% | 40.83% | 37.67% |
| 净利润(百万元)  | 203.0  | 264.8  | 329.7  |
| (+/- %)   | 92.19% | 30.49% | 24.50% |
| 摊薄 EPS(元) | 0.48   | 0.63   | 0.78   |
| 市盈率(倍)    | 24.4   | 18.7   | 15.0   |

### 公司股价表现



### 相关报告



## 盈利预测

模型更新时间 2011-8-22

| 利润表 (万元)   | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 主要财务指标     | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入      | 283814 | 399701 | 550255 | 736297 | 成长性        |        |       |       |       |
| 营业总成本      | 261608 | 370201 | 513170 | 690857 | 营业收入增长     | 95.5%  | 40.8% | 37.7% | 33.8% |
| 营业成本       | 213605 | 300036 | 416395 | 558612 | 营业成本增长     | 100.5% | 40.5% | 38.8% | 34.2% |
| 财务费用       | 4647   | 7853   | 11351  | 16708  | 营业利润增长     | 136.8% | 32.8% | 25.7% | 22.5% |
| 销售费用       | 19413  | 29527  | 41869  | 57705  | 利润总额增长     | 103.9% | 30.8% | 24.5% | 21.7% |
| 管理费用       | 18818  | 27031  | 37213  | 50791  | 净利润增长      | 92.2%  | 30.5% | 24.5% | 21.7% |
| 投资净收益      | 45     | 50     | 53     | 55     | 盈利能力       |        |       |       |       |
| 营业利润       | 22251  | 29550  | 37138  | 45495  | 毛利率        | 24.7%  | 24.9% | 24.3% | 24.1% |
| 营业外收支      | 1699   | 1784   | 1873   | 1967   | 销售净利率      | 7.2%   | 6.6%  | 6.0%  | 5.4%  |
| 利润总额       | 23950  | 31334  | 39011  | 47462  | ROE        | 12.9%  | 14.4% | 15.3% | 15.7% |
| 所得税        | 3907   | 5112   | 6364   | 7743   | ROIC       | 14.6%  | 13.5% | 12.0% | 11.4% |
| 少数股东损益     | -254   | -262   | -326   | -397   | 营运效率       |        |       |       |       |
| 净利润        | 20296  | 26485  | 32974  | 40117  | 销售费用/营业收入  | 6.8%   | 7.4%  | 7.6%  | 7.8%  |
| 资产负债表 (万元) |        |        |        |        | 管理费用/营业收入  | 9.7%   | 6.6%  | 6.8%  | 6.8%  |
| 货币资金       | 104076 | 23982  | 33015  | 44178  | 投资收益/营业利润  | 0.2%   | 0.2%  | 0.1%  | 0.1%  |
| 应收帐款       | 106090 | 158374 | 224569 | 306506 | 所得税/利润总额   | 16.3%  | 16.3% | 16.3% | 16.3% |
| 应收票据       | 4716   | 11991  | 17333  | 24353  | 应收帐款周转率    | 3.67   | 3.02  | 2.87  | 2.77  |
| 存货         | 117769 | 167076 | 234189 | 317317 | 存货周转率      | 2.05   | 2.11  | 2.08  | 2.03  |
| 流动资产合计     | 366759 | 409786 | 576817 | 784025 | 流动资产周转率    | 0.98   | 1.03  | 1.12  | 1.08  |
| 固定资产       | 49819  | 94500  | 131849 | 171882 | 总资产周转率     | 0.81   | 0.84  | 0.88  | 0.87  |
| 资产总计       | 434093 | 522281 | 726167 | 972945 | 偿债能力       |        |       |       |       |
| 短期借款       | 96659  | 80659  | 90659  | 101159 | 资产负债率      | 63.8%  | 64.9% | 70.2% | 73.7% |
| 应付款项       | 88879  | 131084 | 193002 | 274743 | 流动比率       | 1.55   | 1.37  | 1.36  | 1.30  |
| 流动负债合计     | 236752 | 298151 | 424173 | 601004 | 速动比率       | 1.05   | 0.81  | 0.81  | 0.78  |
| 长期借款       | 36360  | 36360  | 81360  | 111360 | 每股指标 (元)   |        |       |       |       |
| 负债合计       | 276890 | 338856 | 510095 | 717153 | 摊薄 EPS     | 0.48   | 0.63  | 0.78  | 0.95  |
| 股本         | 42045  | 42045  | 42045  | 42045  | 每股净资产      | 3.74   | 4.36  | 5.14  | 6.08  |
| 留存收益       | 112519 | 139004 | 171978 | 212094 | 每股经营现金流    | -0.77  | -0.57 | -0.53 | -0.53 |
| 少数股东权益     | 2638   | 2376   | 2050   | 1652   | 每股经营现金/EPS | -1.6   | -0.9  | -0.7  | -0.6  |
| 权益合计       | 157203 | 183425 | 216072 | 255792 | 估值         | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 负债和股东权益总计  | 434093 | 522281 | 726167 | 972945 | PE         | 24.4   | 18.7  | 15.0  | 12.3  |
| 现金流量表 (万元) |        |        |        |        | PEG        | 0.82   | 0.96  | 0.81  | 0.69  |
| 经营活动现金流    | -32415 | -23816 | -22370 | -22159 | PB         | 3.1    | 2.7   | 2.3   | 1.9   |
| 其中营运资本减少   | -37383 | -57806 | -66645 | -77894 | EV/EBITDA  | 17.72  | 12.79 | 10.97 | 9.63  |
| 投资活动现金流    | -19457 | -52362 | -48266 | -55358 | EV/SALES   | 2.22   | 1.57  | 1.29  | 1.08  |
| 其中资本支出     | -17458 | -51086 | -47964 | -55026 | EV/IC      | 3.07   | 1.99  | 1.66  | 1.43  |
| 融资活动现金流    | 85497  | -16000 | 55000  | 40500  | ROIC/WACC  | 1.84   | 1.69  | 1.50  | 1.43  |
| 净现金总变化     | 33306  | -92178 | -15636 | -37017 | REP        | 1.67   | 1.18  | 1.10  | 1.00  |

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源: wind、长城证券研究所

### 研究员介绍:

严福崙: 武汉大学硕士, 2007 年加入长城证券, 现任机械行业研究员。

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任机械军工行业研究员。

### 研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 长城证券销售交易部

#### 深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

#### 北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

#### 上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

### 长城证券研究所投资评级标准:

#### 公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

#### 行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所  
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层  
邮编：518034  
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686  
网址：<http://www.cgws.com>