



## 公司研究

工程机械/专用设备/机械设备

|          |         |
|----------|---------|
| 投资评级     | 买入      |
| 评级变动     | 上调      |
| 总股本      | 7.55 亿股 |
| 流通股本     | 6.01 亿股 |
| ROE (摊薄) | 2.71%   |
| 每股净资产    | 3.27 元  |
| 当前股价*    | 8.80 元  |

注：上述财务数据截止 2016 年年报  
\*5 月 2 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

周鹏

zhoupeng@ gwgsc.com

联系电话：0592-5161646

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

### 山河智能（002097）

——工程机械需求转旺，AVMAX 并表致盈利能力大幅增强

事件：

◆公司 2017 年 4 月 27 日发布 2016 年年度报告。2016 年，公司实现营业收入 19.92 亿元，同比增长 36.77%；归属于上市公司股东的净利润 6692.10 万元，同比增长 328.87%；归属于上市公司股东的扣非净利润 405.13 万元，同比增长 102.56%。

年报点评：

◆工程机械业务需求转旺，海外市场拓展卓有成效。去年下半年，固定资产投资对拉动经济增长效果明显，公共设施、基础建设、水利建设和环保领域大量的 PPP 项目动工，工程机械行业中的土方机械率先反弹，并逐级带动各门类产品复苏，整个工程机械行业开始企稳回升，需求转旺。2016 年，公司实现工程机械收入 16.86 亿元，同比增长 23.22%；毛利率 30.72%，较去年提高 2.78 个百分点。其中，桩工机械实现收入 7.86 亿元，同比增长 23.81%；挖掘机械实现收入 6.36 亿元，同比增长 46.35%。在巩固国内市场份额的基础上，公司海外业务拓展卓有成效，桩工机械和挖掘机械产品市场已覆盖全球 100 多个国家和地球，特别是在“一带一路”沿线国家设立分子公司及常驻机构，在美国、比利时、越南、印尼等国家建设设备仓库。2016 年，公司实现国际市场收入 4.07 亿元，同比增长 17.17%，占营业收入 20.44%。由于下游需求回暖，目前，公司工程机械业务产能呈满产状态。

◆AVMAX 业绩贡献显著，公司盈利能力大幅增强。2016 年，公司完成 AVMAX60%的股权交割工作，并于 10 月并表，同时计划未来两年收购剩余 40%的股权。2016 年，AVMAX 实现并表收入 2.24 亿元，毛利率 64.98%，贡献净利润 8068.05 万元。受益于航空业务高毛利



率，公司整体盈利能力大幅增强，2016年综合毛利率33.39%，较去年提升5.14个百分点。按照收购协议，为获取更有利的交易价格，AVMAX公司2017年、2018年实现净利润有望超过3500万美元。

### 投资建议：

我们预计公司2017-2018年的归属母公司股东净利润分别为2.11亿元、3.09亿元，考虑增发摊薄影响，EPS分别为0.20元、0.29元，对应PE为44.00倍、30.34倍，目前工程机械行业P/E中位值为62.58倍（剔除负值），航空装备行业P/E中位值为112.92倍（剔除负值），公司估值仍有一定上升空间，考虑工程机械需求转旺，AVMAX并表致盈利能力大幅增强，我们将投资评级由“增持”上调为“买入”。

### 风险提示：

海外并购整合风险；通航产业发展低于预期。

#### 主要财务数据及预测（考虑增发摊薄）

| 关键指标            | 2014A   | 2015A    | 2016A   | 2017E   | 2018E   |
|-----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）       | 1839.57 | 1456.20  | 1991.60 | 3420.43 | 4413.32 |
| 增长率             | -12.93% | -20.84%  | 36.77%  | 71.74%  | 29.03%  |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 6.54    | -29.24   | 66.92   | 211.36  | 308.91  |
| 增长率             | -76.07% | -547.40% | 328.87% | 215.83% | 46.15%  |
| 基准股本（百万）        | 503.55  | 755.33   | 755.33  | 1053.80 | 1053.80 |
| 每股收益（元）         | 0.01    | -0.04    | 0.09    | 0.20    | 0.29    |
| 销售毛利率           | 25.47%  | 28.25%   | 33.39%  | 36.60%  | 35.18%  |
| 净资产收益率          | 0.27%   | -1.23%   | 2.71%   | 8.17%   | 11.22%  |

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。