

2016年09月22日

公司研究·证券研究报告

## 山河智能 (002097.SZ)

## 公司快报

### 搭乘 PPP 浪潮，城市地下工程拓展顺利

#### 投资要点

- ◆ **意向订单事项澄清，城市地下工程拓展顺利：**针对媒体关于子公司中铁山河签订盾构机采购意向书的报道，公司发布澄清公告，并详细披露意向协议情况。子公司中铁山河于9月9日分别与中建五局、中铁六局、中铁五局签订《长沙地铁盾构采购意向书》，最终合同有望在本协议签订后一个月内完成。意向书为采购10台地铁盾构机，专用于长沙地铁5号线盾构项目施工，预计单台价格区间为2500—4000万元人民币。此次订单为中铁山河成立后取得的重要进展，有助于显著提升中铁山河未来的业绩。
- ◆ **合资设立子公司，积极参与 PPP 浪潮：**中铁山河为公司与中铁装备、中铁五局共同发起设立的合资公司，三方出资额分别为2500、1500、1000万元。设立中铁山河的主要规划为，通过其积极参与PPP模式、政府投资、业主投资等类型的城市地下工程开发项目，为项目提供相关产品及技术支持。在当前PPP浪潮下，公司设立中铁山河，有助于发挥公司工程机械产业与城市建设业务的联动效应，为公司未来的业绩增长提供新的动力。
- ◆ **收购加拿大 Avmax 公司进展顺利，航空领域布局加速：**公司于今年6月29日完成收购 Avmax 首期49%股权的交割，并有望于近期完成另11%股权交割。Avmax 为北美最大的支线飞机租赁和维修公司，业务覆盖航空运营全产业链，可运营飞机的租赁、维修、改装、电气、大修以及包机等全部业务。Avmax 承诺2016-2018年平均净利润为3543万美元，折合人民币约2.36亿元，将显著增厚公司业绩。公司布局航空产业多年，此次收购可将海外先进的飞机运营、维护、管理经验和公司在飞机研发制造领域的技术积累相结合，从而加快公司在航空领域的发展步伐。
- ◆ **投资建议：**我们预测2016年至2018年每股收益分别为0.10、0.27和0.31元。给予增持-A建议，6个月目标价为11元，相当于2017年41倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**汇率波动风险；收购 Avmax 最终未获批风险；宏观经济下行风险。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 1,839.6 | 1,456.2 | 1,634.3 | 2,267.9 | 2,545.9 |
| 同比增长(%)   | -12.9%  | -20.8%  | 12.2%   | 38.8%   | 12.3%   |
| 营业利润(百万元) | -83.0   | -181.5  | 17.8    | 227.6   | 328.8   |
| 同比增长(%)   | 161.0%  | 118.6%  | -109.8% | 1181.8% | 44.5%   |
| 净利润(百万元)  | 6.5     | -29.2   | 113.7   | 292.8   | 338.4   |
| 同比增长(%)   | -76.1%  | -547.4% | -489.0% | 157.4%  | 15.6%   |
| 每股收益(元)   | 0.01    | -0.04   | 0.10    | 0.27    | 0.31    |
| PE        | 1,087.5 | -243.1  | 89.9    | 34.9    | 30.2    |
| PB        | 2.9     | 3.0     | 2.2     | 2.2     | 2.2     |

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

机械 | 工程机械 III

增持-A(首次)

投资评级

6个月目标价

11元

股价(2016-09-21)

9.36元

#### 交易数据

总市值(百万元)

7,069.84

流通市值(百万元)

5,891.70

总股本(百万股)

755.33

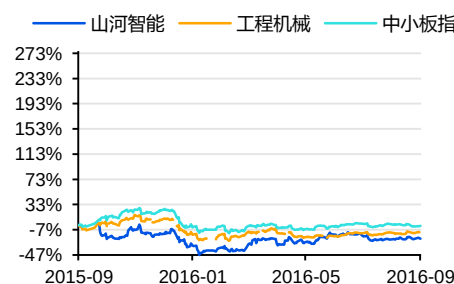
流通股本(百万股)

629.46

12个月价格区间

6.18/12.50元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

|      |      |       |        |
|------|------|-------|--------|
| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M    |
| 相对收益 | 4.6  | -6.5  | -31.35 |
| 绝对收益 | 1.41 | -5.84 | -28.6  |

#### 分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.cn

021-20655610

#### 报告联系人

贺根

hegen@huajinsec.cn

021-20655669

#### 相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表        |         |         |         |         |         | 财务指标        |         |        |         |        |        |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| (百万元)      | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   | (百万元)       | 2014    | 2015   | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
| 营业收入       | 1,839.6 | 1,456.2 | 1,634.3 | 2,267.9 | 2,545.9 | 年增长率        |         |        |         |        |        |
| 减:营业成本     | 1,371.0 | 1,044.8 | 1,140.4 | 1,390.7 | 1,530.4 | 营业收入增长率     | -12.9%  | -20.8% | 12.2%   | 38.8%  | 12.3%  |
| 营业税费       | 4.9     | 7.8     | 6.8     | 9.2     | 11.6    | 营业利润增长率     | 161.0%  | 118.6% | -109.8  | 1181.8 | 44.5%  |
| 销售费用       | 188.0   | 191.4   | 182.4   | 261.0   | 303.9   | 净利润增长率      | -76.1%  | -547.4 | -489.0  | 157.4% | 15.6%  |
| 管理费用       | 162.5   | 173.1   | 167.0   | 221.8   | 209.3   | EBITDA 增长率  | 2.2%    | -44.1% | 169.4%  | 67.9%  | 20.9%  |
| 财务费用       | 177.7   | 165.6   | 140.3   | 122.6   | 120.7   | EBIT 增长率    | -11.8%  | -116.8 | -1093.2 | 121.5% | 28.4%  |
| 资产减值损失     | 21.7    | 58.8    | 37.3    | 39.3    | 45.1    | NOPLAT 增长率  | -233.0  | -79.2% | -602.0  | 121.5% | 28.4%  |
| 加:公允价值变动收益 | -       | -       | -       | -       | -       | 投资资本增长率     | 3.7%    | 1.0%   | 1.7%    | 19.9%  | 8.8%   |
| 投资和汇兑收益    | 3.3     | 3.9     | 57.8    | 4.3     | 3.8     | 净资产增长率      | 42.8%   | -0.7%  | 89.7%   | -1.6%  | 2.0%   |
| 营业利润       | -83.0   | -181.5  | 17.8    | 227.6   | 328.8   |             |         |        |         |        |        |
| 加:营业外净收支   | 79.7    | 157.7   | 111.7   | 94.4    | 92.5    | 盈利能力        |         |        |         |        |        |
| 利润总额       | -3.3    | -23.8   | 129.4   | 322.0   | 421.3   | 毛利率         | 25.5%   | 28.2%  | 30.2%   | 38.7%  | 39.9%  |
| 减:所得税      | -7.3    | 11.5    | 32.4    | 80.5    | 105.3   | 营业利润率       | -4.5%   | -12.5% | 1.1%    | 10.0%  | 12.9%  |
| 净利润        | 6.5     | -29.2   | 113.7   | 292.8   | 338.4   | 净利率         | 0.4%    | -2.0%  | 7.0%    | 12.9%  | 13.3%  |
|            |         |         |         |         |         | EBITDA/营业收入 | 10.2%   | 7.2%   | 17.3%   | 20.9%  | 22.6%  |
|            |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入   | 5.1%    | -1.1%  | 9.7%    | 15.4%  | 17.7%  |
| 资产负债表      |         |         |         |         |         | 偿债能力        |         |        |         |        |        |
|            | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 资产负债率       | 62.0%   | 61.6%  | 43.3%   | 47.2%  | 44.8%  |
| 货币资金       | 1,162.5 | 918.9   | 2,998.7 | 1,961.2 | 1,671.9 | 负债权益比       | 163.5%  | 160.7% | 76.5%   | 89.5%  | 81.1%  |
| 交易性金融资产    | -       | -       | -       | -       | -       | 流动比率        | 1.20    | 1.22   | 2.00    | 1.85   | 1.98   |
| 应收帐款       | 1,796.9 | 2,097.2 | 2,285.1 | 2,890.5 | 3,591.2 | 速动比率        | 0.88    | 0.91   | 1.70    | 1.39   | 1.60   |
| 应收票据       | 116.3   | 229.2   | 91.4    | 232.6   | 184.9   | 利息保障倍数      | 0.53    | -0.10  | 1.13    | 2.86   | 3.72   |
| 预付帐款       | 134.8   | 128.0   | 125.7   | 192.4   | 166.1   | 营运能力        |         |        |         |        |        |
| 存货         | 1,159.2 | 1,179.2 | 965.1   | 1,753.7 | 1,344.4 | 固定资产周转天数    | 222     | 281    | 226     | 146    | 115    |
| 其他流动资产     | 15.6    | 12.8    | 9.5     | 12.7    | 11.7    | 流动营业资本周转天数  | 336     | 440    | 434     | 399    | 444    |
| 可供出售金融资产   | -       | 4.5     | 1.5     | 2.0     | 2.7     | 流动资产周转天数    | 798     | 1,106  | 1,216   | 1,073  | 991    |
| 持有至到期投资    | 15.2    | -       | 10.1    | 8.4     | 6.2     | 应收帐款周转天数    | 338     | 481    | 483     | 411    | 458    |
| 长期股权投资     | 23.3    | 40.4    | 40.4    | 40.4    | 40.4    | 存货周转天数      | 234     | 289    | 236     | 216    | 219    |
| 投资性房地产     | -       | -       | -       | -       | -       | 总资产周转天数     | 1,180   | 1,576  | 1,590   | 1,325  | 1,198  |
| 固定资产       | 1,194.3 | 1,079.3 | 972.3   | 865.2   | 758.1   | 投资资本周转天数    | 642     | 830    | 750     | 599    | 607    |
| 在建工程       | 92.0    | 42.3    | 42.3    | 42.3    | 42.3    |             |         |        |         |        |        |
| 无形资产       | 565.7   | 495.6   | 477.8   | 460.0   | 442.3   | 费用率         |         |        |         |        |        |
| 其他非流动资产    | 154.0   | 91.8    | 94.1    | 114.4   | 100.1   | 销售费用率       | 10.2%   | 13.1%  | 11.2%   | 11.5%  | 11.9%  |
| 资产总额       | 6,429.8 | 6,319.2 | 8,113.9 | 8,575.7 | 8,362.1 | 管理费用率       | 8.8%    | 11.9%  | 10.2%   | 9.8%   | 8.2%   |
| 短期债务       | 1,837.4 | 1,856.2 | 1,600.0 | 1,400.0 | 1,400.0 | 财务费用率       | 9.7%    | 11.4%  | 8.6%    | 5.4%   | 4.7%   |
| 应付帐款       | 843.3   | 781.1   | 883.0   | 1,175.9 | 1,116.7 | 三费/营业收入     | 28.7%   | 36.4%  | 30.0%   | 26.7%  | 24.9%  |
| 应付票据       | 565.8   | 937.1   | 421.2   | 847.8   | 728.2   | 投资回报率       |         |        |         |        |        |
| 其他流动负债     | 403.8   | 163.5   | 340.5   | 376.1   | 273.8   | ROE         | 0.3%    | -1.2%  | 2.5%    | 6.4%   | 7.3%   |
| 长期借款       | 60.9    | 44.8    | 44.8    | 44.8    | 44.8    | ROA         | 0.1%    | -0.6%  | 1.2%    | 2.8%   | 3.8%   |
| 其他非流动负债    | 278.4   | 112.4   | 226.3   | 205.7   | 181.5   | ROIC        | -3.5%   | -0.7%  | 3.5%    | 7.7%   | 8.2%   |
| 负债总额       | 3,989.5 | 3,895.0 | 3,515.8 | 4,050.3 | 3,745.0 | 分红指标        |         |        |         |        |        |
| 少数股东权益     | 23.5    | 44.4    | 28.6    | -21.9   | -43.9   | DPS(元)      | 0.02    | -      | 0.10    | 0.29   | 0.21   |
| 股本         | 503.6   | 755.3   | 1,087.1 | 1,087.1 | 1,087.1 | 分红比率        | 231.1%  | 0.0%   | 92.1%   | 107.8% | 66.6%  |
| 留存收益       | 1,904.6 | 1,608.4 | 3,482.4 | 3,460.2 | 3,573.8 | 股息收益率       | 0.2%    | 0.0%   | 1.0%    | 3.1%   | 2.2%   |
| 股东权益       | 2,440.3 | 2,424.2 | 4,598.1 | 4,525.4 | 4,617.1 |             |         |        |         |        |        |
| 现金流量表      |         |         |         |         |         | 业绩和估值指标     |         |        |         |        |        |
|            | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |             | 2014    | 2015   | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
| 净利润        | 4.0     | -35.3   | 113.7   | 292.8   | 338.4   | EPS(元)      | 0.01    | -0.04  | 0.10    | 0.27   | 0.31   |
| 加:折旧和摊销    | 93.2    | 121.0   | 124.9   | 124.9   | 124.9   | BVPS(元)     | 3.20    | 3.15   | 4.20    | 4.18   | 4.29   |
| 资产减值准备     | 21.7    | 58.8    | -       | -       | -       | PE(X)       | 1,087.5 | -243.1 | 89.9    | 34.9   | 30.2   |
| 公允价值变动损失   | -       | -       | -       | -       | -       | PB(X)       | 2.9     | 3.0    | 2.2     | 2.2    | 2.2    |
| 财务费用       | 191.1   | 159.7   | 140.3   | 122.6   | 120.7   | P/FCF       | -55.7   | -21.4  | 352.9   | -15.7  | -175.4 |
| 投资损失       | -3.3    | -3.9    | -57.8   | -4.3    | -3.8    | P/S         | 3.9     | 4.9    | 6.3     | 4.5    | 4.0    |
| 少数股东损益     | -2.5    | -6.0    | -16.7   | -51.3   | -22.5   | EV/EBITDA   | 30.2    | 77.1   | 32.1    | 20.6   | 17.5   |
| 营运资金的变动    | -222.3  | -213.6  | -184.8  | -828.8  | -472.3  | CAGR(%)     | 292.5%  | -307.7 | 55.1%   | 292.5% | -307.7 |
| 经营活动产生现金流量 | 180.9   | 152.2   | 119.6   | -344.2  | 85.3    | PEG         | 3.7     | 0.8    | 1.6     | 0.1    | -0.1   |
| 投资活动产生现金流量 | -239.5  | 29.7    | 50.7    | 5.4     | 5.4     | ROIC/WACC   | -0.4    | -0.1   | 0.4     | 0.9    | 1.0    |
| 融资活动产生现金流量 | 418.5   | -341.2  | 1,909.5 | -698.8  | -380.0  |             |         |        |         |        |        |

资料来源：贝格数据 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn