



2016 年 10 月 31 日

证券研究报告

公司研究

工程机械/专用设备/机械设备

山河智能（002097）

——传统业务稳中有升，通航产业再下一城

主要观点：

◆**巩固国内、拓展国外，重点产品市场份额排名提升。**公司国内工程机械市场份额稳中有升，静力液压机市场占有率稳居第一，旋挖钻机、挖掘机市场份额有所提升，在此基础上，公司海外业务拓展卓有成效，2016 年上半年公司实现国际销售收入 1.85 亿元，同比增长 19.19%。预计今年工程机械业务有望好于去年。

◆**受益军民融合，军品业务快速增长。**近年来军民融合发展已经上升为国家战略，公司跟军方合作多年，是国家工程机械动员中心、中国人民解放军装备承制单位、三级保密资格单位。近年来公司在军品业务保持了 20%-30% 的增长，2015 年军工板块收入占总营业收入的比例超过 10%。未来，公司在军工业务上会继续做大“重点型号项目”的规模，同时借力军民融合发展的东风进入更多的民参军领域。

◆**布局通航全产业链，航空装备蓄势待发。**公司在发展初期即已开始布局航空发动机、轻型飞机、无人机等通航领域，基础坚实。公司于 10 月 1 日收购 AVMAX 60% 股权，并计划未来三年内收购剩余 40% 股权。AVMAX 公司是目前北美地区最大的支线飞机租赁和维修公司、世界第二大支线飞机租赁公司。收购 AVMAX 是公司在通航产业链的又一重要布局，通过收购，公司业务领域将扩展到海外支线航空的飞机租赁及飞机翻修、维修业务，未来公司以 AVMAX 作为航空产业的国际合作平台，通过合资、合作整合现有的航空发动机、轻型飞机、无人机的业务，打造一个涵盖“制造-租赁-运营-维修”的通用航空全产业链条。AVMAX 公司 2016 年-2017 年预计每年实现净利润平均值约 3545 万美元，并表后利润贡献显著。

投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	7.55 亿股
流通股本	6.29 亿股
ROE（加权）	0.74%
每股净资产	3.18 元
当前股价*	9.81 元

注：上述财务数据截止 2016 年半年报
*为 10 月 28 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：0592-2079823

研究助理：

周鹏

zhoupeng@ gwgsc.com

联系电话：0592-2079820

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

◆PPP 项目加速落地，公司切入城市地下工程。国家对 PPP 的重视程度不断上升，各项配套政策相继出台，使 PPP 项目质量得到了良好的保障，落地率显著提高。9 月 9 日，公司携手中铁装备、中铁五局，设立中铁山河（公司持股占比 50%），切入城市地下工程，此举有利于优化配置公司的资源，有效发挥公司工程机械产业与城市建设业务的联动效应，增强公司的整体盈利能力、提升经营业绩。中铁山河成立之初，便签订 10 台盾构机意向性购买协议，2 台复合式土压平衡盾构机租赁合同。

投资建议：

考虑AVMAX并表收入，我们预计公司2016-2017年的归属母公司股东净利润分别为8393万元、24184万元，不考虑增发摊薄影响，EPS 分别为0.05元、0.25元，对应PE为196.2倍、39.24倍，目前工程机械行业P/E中位值为60.02倍，航空装备行业P/E中位值为92.43倍，公司估值仍有一定上升空间，我们首次给予其“增持”投资评级。

风险提示：

传统工程机械需求持续萎缩；海外并购整合风险；通航产业发展低于预期。

AVMAX 公司并表后盈利预测

关键指标	2016E	2017E
原有主业归属母公司股东净利润（百万元）	3.00	16.09
AVMAX 公司备考净利润（百万元）	240.24	240.24
业绩并表比例	0.15	0.73
并表后归属母公司股东净利润（百万元）	39.04	191.47
基准股本（百万股）	755.33	755.33
EPS（元）	0.05	0.25

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

目 录

1 公司基本情况	4
1.1 公司主营业务情况	4
1.2 公司主要财务数据概览	5
2 巩固国内、拓展国外，重点产品市场份额排名提升	6
2.1 受益基建和地产投资回升，今年工程机械景气度有所好转	6
2.2 国内市场稳中有升，海外市场拓展卓有成效	7
3 受益军民融合，军品业务快速增长	8
4 布局通航全产业链，航空装备蓄势待发	8
4.1 通航产业链早期布局奠定坚实发展基础	9
4.2 收购 AVMAX 公司，布局通航全产业链	9
4.2.1 收购 AVMAX 公司，打造通航全产业链	9
4.2.2 AVMAX 公司具备可持续的独特运营模式，盈利能力良好	11
5 PPP 项目加速落地，公司切入城市地下工程	13
6 盈利预测	14

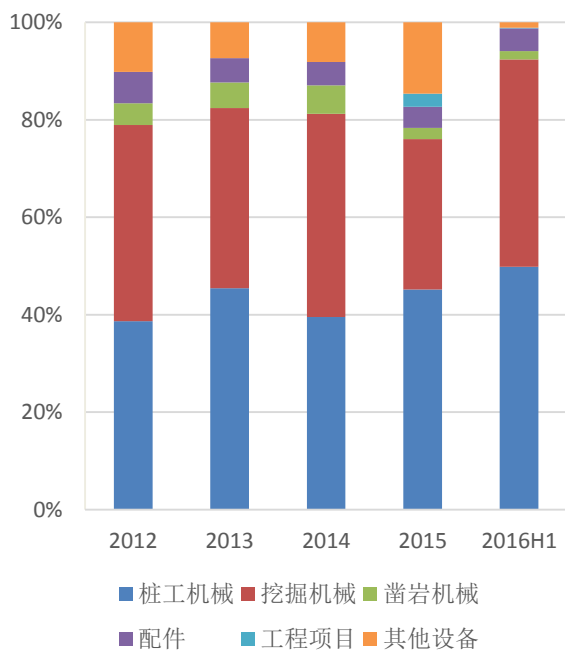
1 公司基本情况

1.1 公司主营业务情况

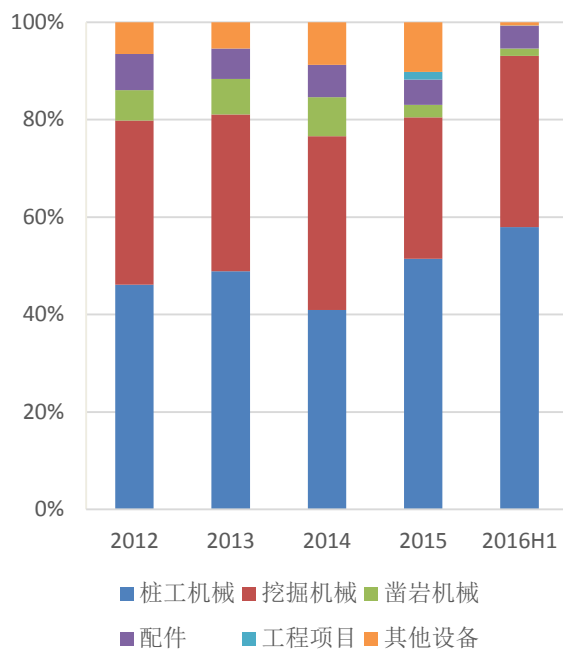
公司是一家具有鲜明“自主创新”特色的“产、学、研一体化”高新技术上市公司，多年来始终坚持培育和发展自主创新能力，潜心研究和开发新产品、新工艺，建立了集原始创新、集成创新、开放创新、持续创新于一体的创新体系，已在大型桩工机械、全系列挖掘机、现代凿岩设备、矿业装备、起重机械、液压元器件、军用工程机械和通用航空设备等十多个领域，成功研发出上百个规格型号，具有自主知识产权和核心竞争力的高品质、高性能工程装备产品。

公司确定以“一点三线”为中长期发展战略：“一点”就是聚焦装备制造，制造业是国民经济的主体，是立国之本，制造业的核心是装备制造业，是工业化的根本保证；“三线”就是工程装备、军用装备、航空装备，工程装备现有产品门类要谋求对应的市场地位，军用装备领域要发展成为军民融合骨干企业，航空装备领域要通过合作、并购等多种方式构建涵盖飞行器制造、航空辅助设备制造及航空运营的全业务链。

图表 1 公司营业收入结构



图表 2 公司毛利结构



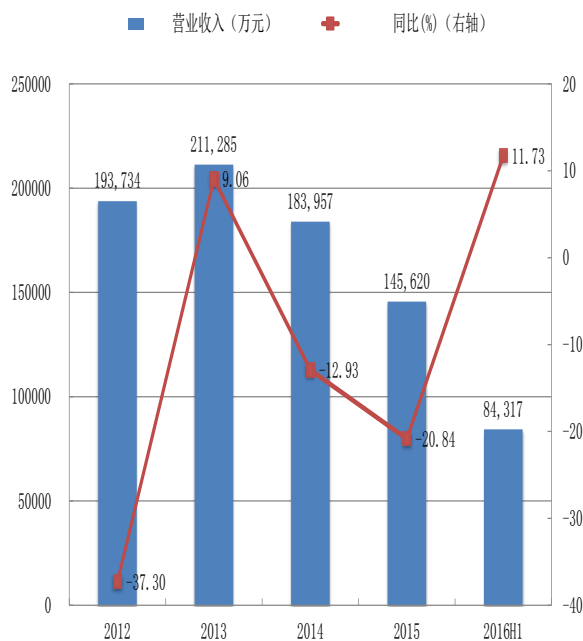
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016 年上半年公司营业收入和净利润均同比增长，实现营业收入 8.43 亿元，同比增长 11.73%；实现利润总额 2573.98 万元，实现归属母公司股东的净利润 1764.05 万元，同比增长 477.66%。

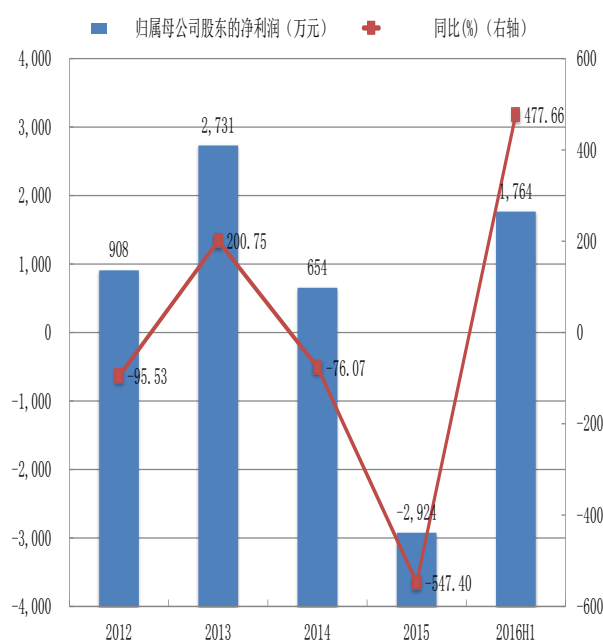
1.2 公司主要财务数据概览

图表 3 近 5 年来公司营业收入及同比增速



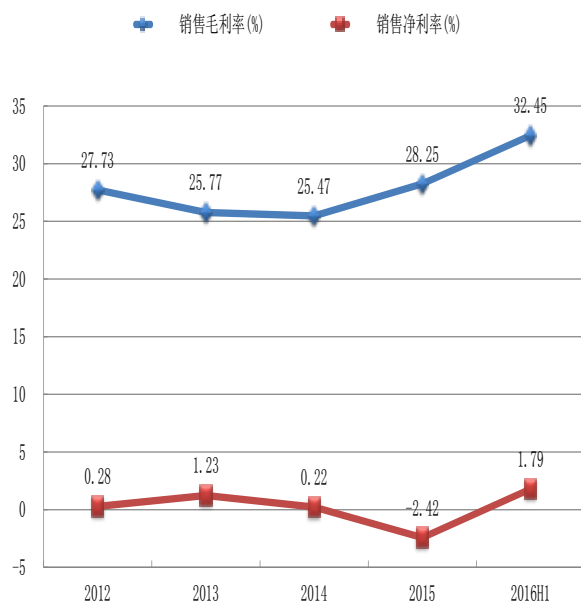
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4 近 5 年来归属于母公司净利润及同比增速



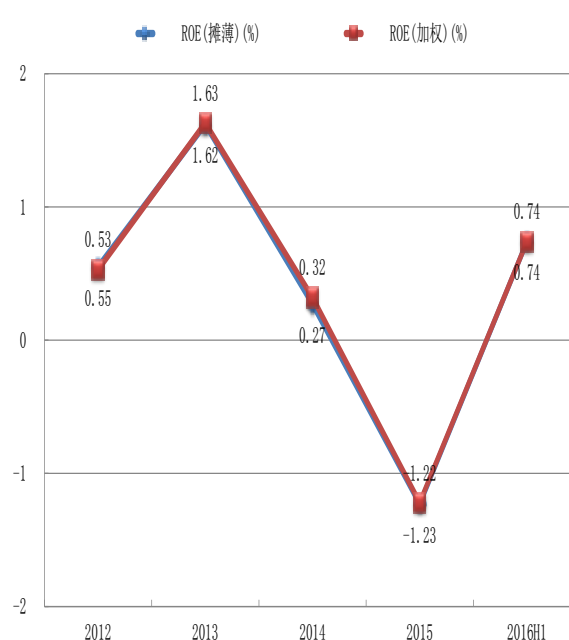
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 近 5 年来公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 近 5 年来公司净资产收益率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 巩固国内、拓展国外，重点产品市场份额排名提升

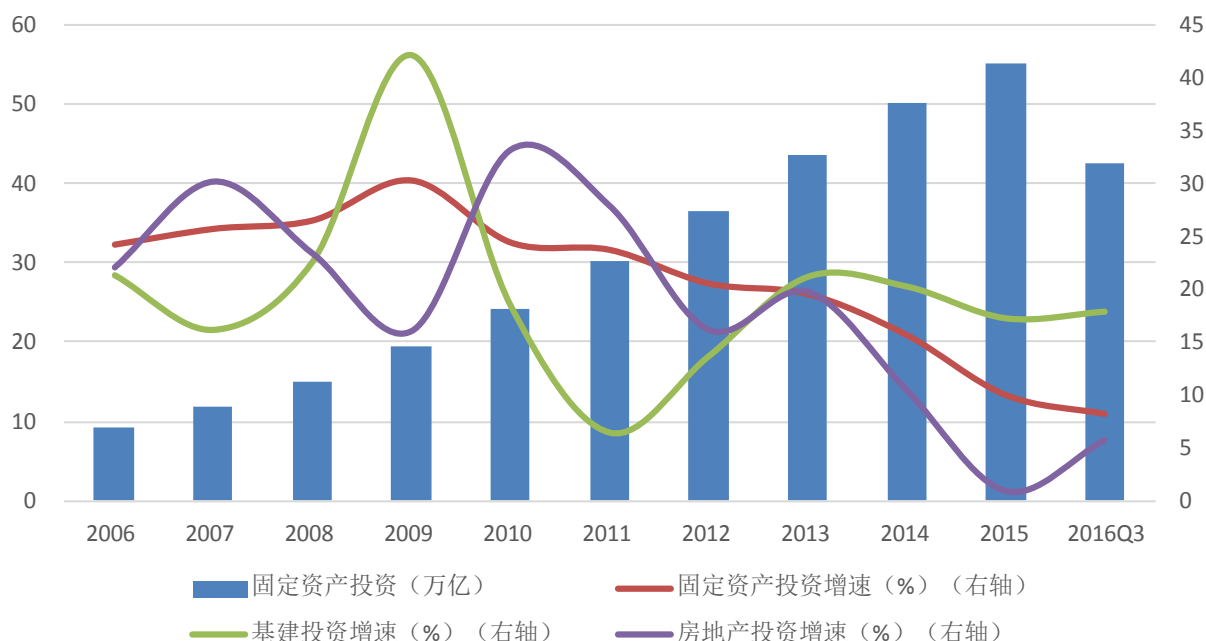
2.1 受益基建和地产投资回升，今年工程机械景气度有所好转

近年来，我国固定资产投资增速有所放缓，但总规模仍然很大，2015 年我国固定资产投资总额为 55 万亿元，其中与工程机械直接相关的基建投资和房地产投资增速分别为 17%和 1%，2014 年分别为 20%和 11%。基建投资与房地产投资景气程度的下降一定程度上抑制了工程机械设备的购买需求。另一方面，目前工程机械社会保有量过高，据《工程机械与维修》估计，截止到 2015 年底，中国工程机械主要产品保有量约为 663~718 万台。

受下游客户需求持续低迷和工程机械社会保有量巨大的双重影响，2015 年，行业实现销售收入（不含进出口）4570 亿元，相较 2014 年 5175 亿元，同比下降 11.7%；国内实际使用工程机械金额 3735 亿元，相较 2014 年 4247 亿元，同比下降 11.5%。

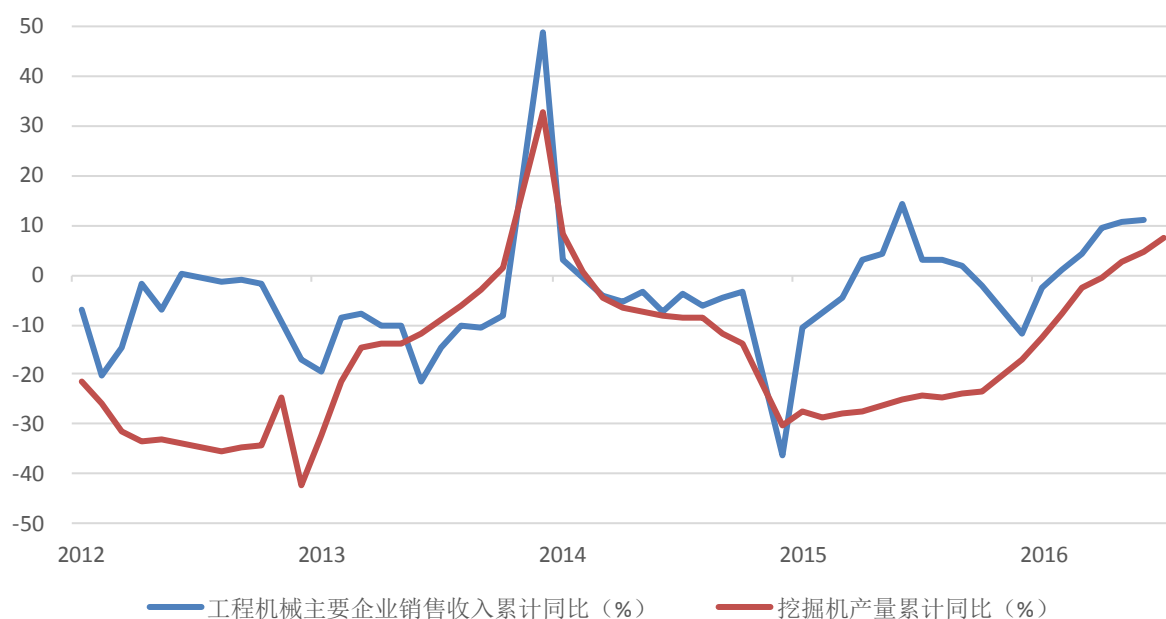
2016 年，受基建投资增速、房地产投资增速短期上升影响，工程机械主要企业销售收入累计同比、挖掘机销量同比持续回升。9 月以来，多地地方政府密集出台房地产限购、限贷政策，预计未来房地产投资增速逐步回落，进而导致工程机械行业增速有所下滑，但整体上，今年工程机械行业景气度有所好转。

图表 7 固定资产投资完成额及同比增速



数据来源：国家统计局，长城国瑞证券研究所

图表 8 工程机械主要企业销售收入及挖掘机产量累计同比



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

2.2 国内市场稳中有升，海外市场拓展卓有成效

公司经过多年的生产经营，以自主研发和技术创新为基础，在工程机械领域已经形成以桩工机械和挖掘机械为核心产品的优势产业，在巩固传统两大主导产品的同时，公司也布局了凿岩机械、煤矿综采设备、工业车辆为补充的多元化产品格局。

桩工机械：公司能够提供液压静力压桩机完整系列产品，吨位覆盖从 60-1260 吨，目前产品居于市场主导地位，自公司成立以来，国内市场占有率稳居第一，已成为国内桩机研发、生产、销售的领先企业；公司旋挖系列是国内型谱最齐全的，动力头输出扭矩从 40KN·M-520KN·M，施工孔径从 350mm-3500mm，最大施工孔径深达 125 米。今年上半年，公司旋挖钻机市场份额有所提升，从国内第 4 上升至国内第 3。

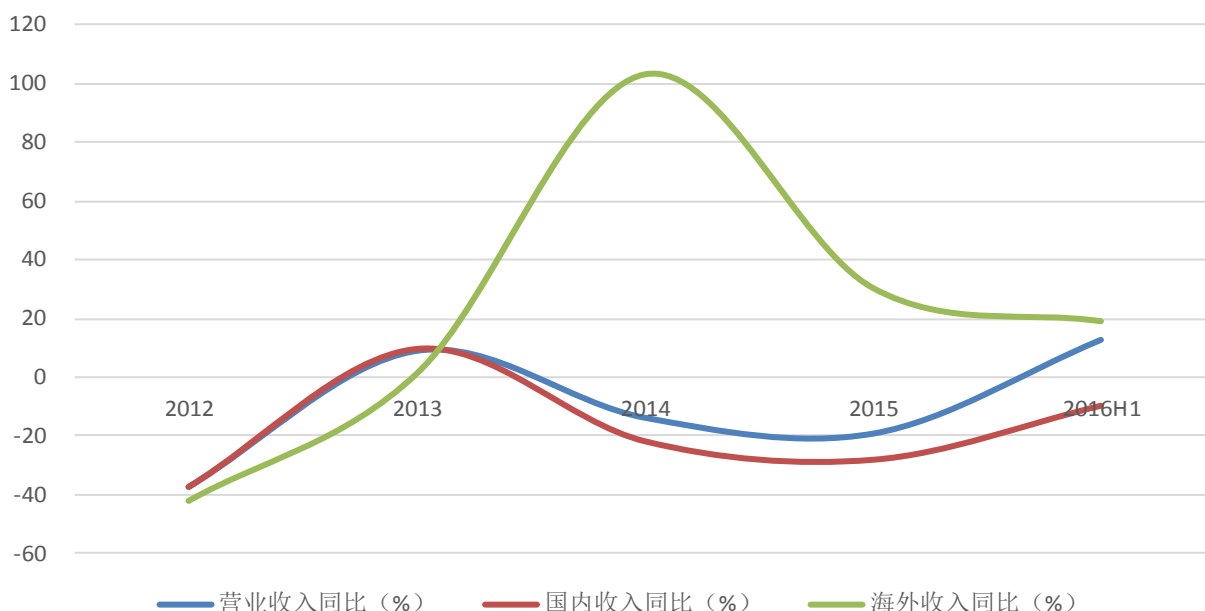
挖掘机械：公司集中资源推广创新产品，混合动力挖掘机销售在国内市场取得重大突破，2015 年拿下百台意向订单，液压混合动力挖掘机项目市场化应用推广工作取得突破。公司 SWE385ES 液压混合动力挖掘机获中国工程机械年度产品 TOP50（2016）年度产品奖，其油耗降低最大可达 30%，折合平均每小时节能燃油费 45 元，每台每年可为用户节省燃油费用近 23 万元，能量回收利用技术居国际领先水平，是国内真正产业化的节能环保挖掘机。今年上半年，公司挖掘机国内销售排名有所提高，由第 13 进入前 10。

海外市场：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，新建印尼、比利时、美国等国际子公司；东南亚市场业务取得突破性进展，在重点市场的细分领域已经处于市场前列；

韩国市场实现桩架全系列产品的销售和推广，全液压履带桩机也批量进入韩国市场，成为近 3 年来韩国市场增速最快的中国工程机械品牌。2016 年上半年公司实现海外市场收入 1.85 亿元，同比增长 19.19%。

国内市场稳中有升，海外市场拓展卓有成效，今年工程机械业务有望好于去年。

图表 9 国内、海收收入同比增速



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

3 受益军民融合，军品业务快速增长

近年来军民融合发展已经上升为国家战略，公司跟军方合作多年，是国家工程机械动员中心、中国人民解放军装备承制单位、三级保密资格单位。2015 年，SW2105 工程车已经批量装备陆军，未爆弹无人探测设备展开定型试验，轻型飞机军用化改型项目正式启动；“民参军”领域，公司现有产品主要用于陆军快速反应部队和火箭军，SWRT 系列越野轮胎式起重机、SWE80E-G 高原型挖掘机、中型挖掘机均有交付部队使用。近年来公司在军品业务保持了 20%-30% 的增长，2015 年军工板块收入占总营业收入的比例超过 10%。

未来，公司在军工业务上会继续做大“重点型号项目”的规模，同时借力军民融合发展的东风进入更多的民参军领域。其次，预计军改后军队科研院所的部分项目会形成新的创业企业，公司将运用并购工具进行产业集聚。再次，公司会充分吸收 AVMAX 在航电领域的沉淀，参与特种用途飞行器的航电开发。

4 布局通航全产业链，航空装备蓄势待发

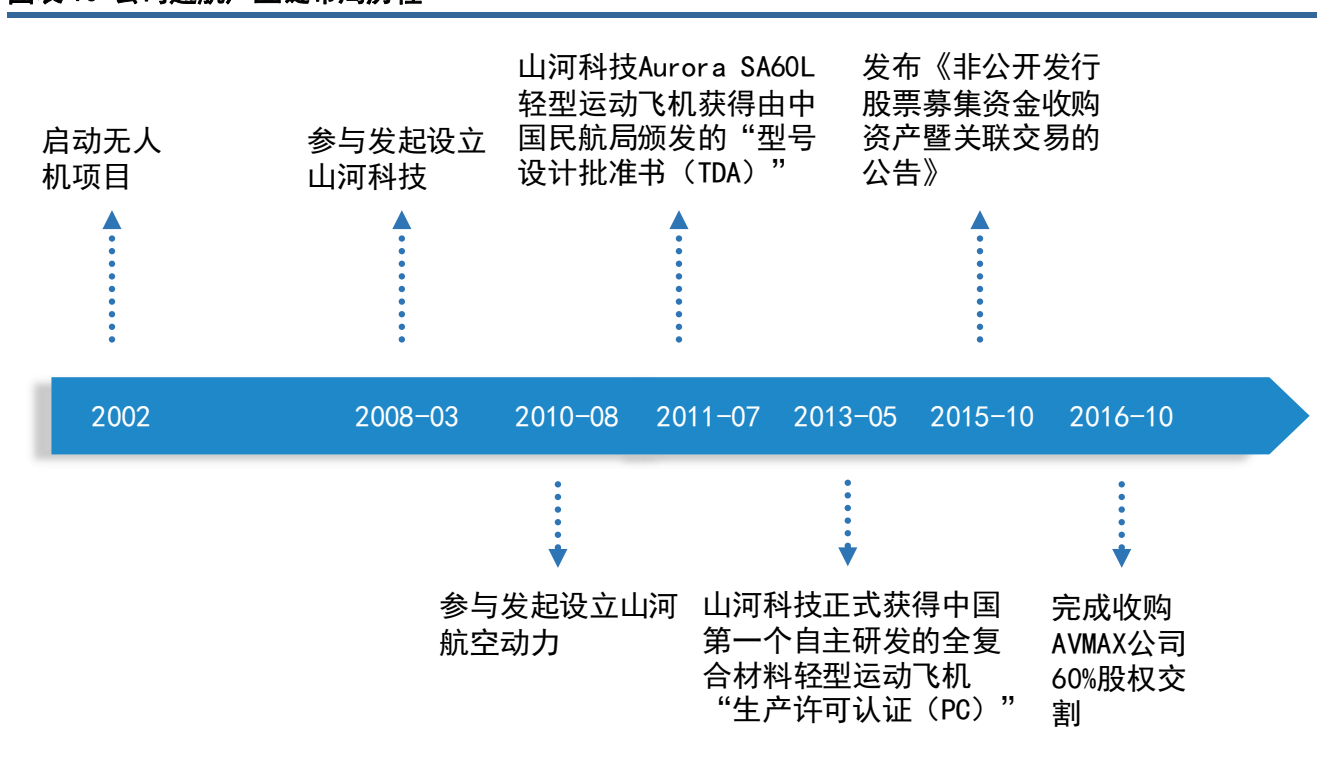
4.1 通航产业链早期布局奠定坚实发展基础

公司在发展初期即已开始切入航空领域，2002 年启动无人机项目，生产军用靶机；2008 年 3 月，参股设立山河科技，并将经营方向瞄准当时国内尚处于空白的通用航空领域，重点发展轻型运动飞机；2010 年 8 月，参与发起设立山河航空动力，主要从事航空发动机的技术研发、制造与销售，航空发动机的维修和保养。

公司多年来通过对航空技术研发，积累了多项专利技术，建立了自主的“航空动力研究所”，致力于军事用无人机、无人直升机以及飞机发动机的研发。2011 年 7 月，山河科技 Aurora SA60L 轻型运动飞机获得由中国民航局颁发的“型号设计批准书（TDA）”，成为国内首家通过中国民航该项认证的企业；2013 年 5 月，山河科技正式获得中国第一个自主研发的全复合材料轻型运动飞机“生产许可认证（PC）”。

公司多年布局通航产业链条，为公司通过合作、并购等多种方式构建涵盖飞行器制造、航空辅助设备制造及航空运营的全业务链奠定了坚实的基础。

图表 10 公司通航产业链布局历程



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

4.2 收购 AVMAX 公司，布局通航全产业链

4.2.1 收购 AVMAX 公司，打造通航全产业链

为加快公司在航空产业领域的发展步伐，提升公司的盈利能力，公司去年 10 月发布公告，

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

拟非公开发行不超过 3.32 亿股股票，募集资金不超过 22 亿，用于收购加拿大 AVMAX 公司 100% 的股权和补充流动资金，收购价格不超过 3.115 亿美元，折合人民币 19.79 亿元。该非公开发行申请已于 6 月获得证监会受理。

图表 11 公司非公开发行募集资金投向

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
收购加拿大 AVMAX 公司 100% 股权	197,889.20	197,889.20
补充流动资金	22,110.80	22,110.80
合 计	220,000.00	220,000.00

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

因公司非公开发行股票事项滞后，为了锁定交易，公司决定以自有资金和并购贷款先行交易。加拿大卡尔加里时间 2016 年 1 月 8 日，公司与 AVMAX Holdings Inc. 以及 Binder Capital Corp. 签署了附条件生效的《股权购买协议》，收购加拿大 AVMAX Group Inc. 100% 股权，在 4 月份签订了《股权购买协议之补充协议》。根据收购协议，本收购交易共分两个阶段，第一阶段收购标的公司 60% 的股权，交易对价为 1.415 亿美元，其中 2016 年 6 月 29 日首次交割 49% 股权，2016 年 10 月 1 日第二次交割 11% 股权，合计对价为收购 AVMAX 公司的 60% 股份；第二阶段收购 AVMAX 公司剩余的 40% 股份，分三期交割，每期对价根据 2016-2018 年三年实现的业绩情况，按照 12 倍市盈率确定，但三年合计对价为不超过 1.70 亿美元，其中每期转让价格最高不超过 5670.40 万美元。据此条款，为获取更有利的交易价格，AVMAX 公司有足够动力按照转让价格的上限——即 5670.4 万美元——实现业绩，预计对应每年实现净利润平均值约 3545 万美元。

公司已按收购协议约定完成 AVMAX 公司 60% 股权交割手续，支付交易对价 1.415 亿美元，成为 AVMAX 公司的控股股东，并于今年 10 月并表。

AVMAX 公司是目前北美地区最大的支线飞机租赁和维修公司、世界第二大支线飞机租赁公司，是全球拥有最多的 Dash-8 / Q Series 和 CRJ 支线飞机的公司，其业务主要为支线飞机的维护、修理、大修、翻新、租赁、销售和包机业务以及支线飞机零配件的销售。AVMAX 公司总部位于加拿大卡尔加里，并在魁北克、温哥华以及乍得和肯尼亚设立了子公司或办事处，拥有自主的 MRO 配套设施以及零配件仓库。

本次收购是公司在通航产业链的又一重要布局，通过收购，公司业务领域将扩展到海外支线航空的飞机租赁及飞机翻修、维修业务，公司控股子公司山河航空动力将继续从事航空发动机的技术研发、制造与销售，航空发动机的维修和保养，而公司参股公司山河科技主要从事民用轻型运动飞机的生产与制造。

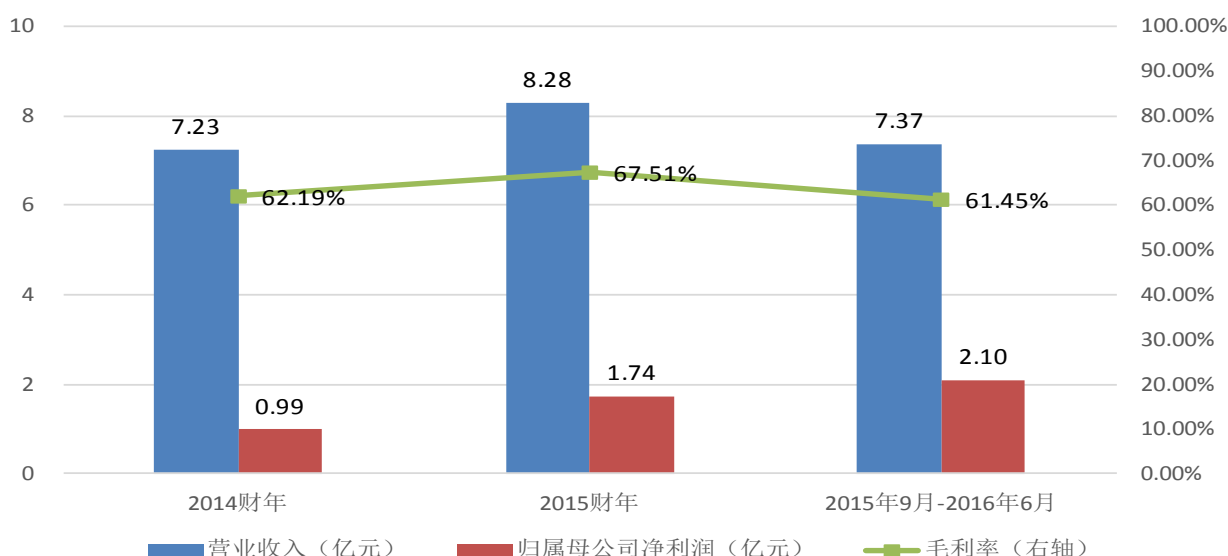
公司将以 AVMAX 作为山河智能航空产业的国际合作平台，通过合资、合作整合现有的航空发动机、轻型飞机、无人机的业务，打造一个涵盖“制造-租赁-运营-维修”的通用航空全产业链条。

- 通过 AVMAX，公司计划与加拿大某著名飞机制造商在飞机零部件制造领域达成合作，最终要实现飞机整机制造领域的合作。
- 加快推动新型航空发动机的研发进度，尽快实现生产，支持山河科技扩充机型。
- 山河科技将积极扩大阿若拉飞机及农林植保机、机场驱鸟机等改型机在初级飞行市场的销售，行业无人机及无人直升机也将批量推向市场，未来规划进入商务机制造。

4.2.2 AVMAX 公司具备可持续的独特运营模式，盈利能力良好

AVMAX 公司主要从事支线客机租赁，截至 2016 年 6 月 30 日，AVMAX 公司的机队规模达到 112 架，为世界各地超过 30 家航空公司提供飞机租赁和维修服务。AVMAX 公司所拥有的飞机全部为二手飞机，飞机机龄在 20 年左右，但由于支线飞机运营频次较低，基本上飞行小时在 3 至 4 万飞行小时、3 至 4 万飞行循环。飞机使用寿命一般为 8 至 12 万飞行循环，所以 AVMAX 公司拥有的飞机虽然机龄长，但是可使用年限仍然很长。AVMAX 凭借丰富的经验对二手飞机的状况进行评估，然后购入二手飞机，在收购飞机时即可获得二手飞机带来资金折价，并通过在飞机维修领域的优势，形成“收购二手飞机-翻修-租赁/出售/-回收-维修后再租赁/拆解零配件销售/整机出售”独特的、可重复和持续的商业模式，在航空运营全产业链寻求长期利益的最大化并在可控的风险下获得有吸引力的回报。

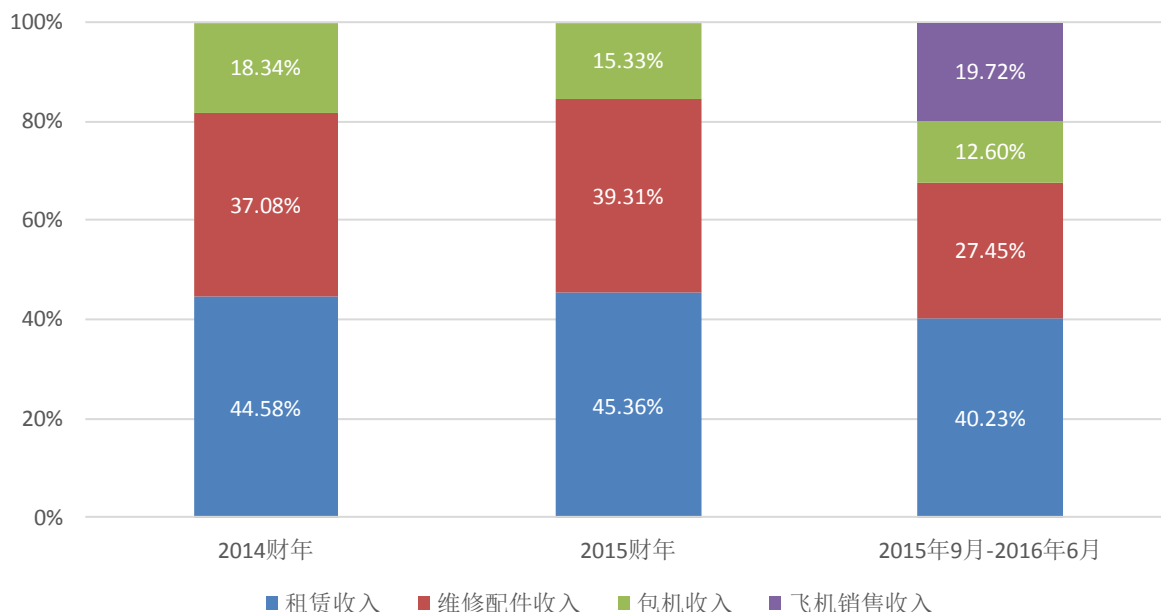
图表 12 AVMAX 公司营业收入、净利润、毛利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2014 财年、2015 财年、2015 年 9 月-2016 年 6 月 AVMAX 公司实现营业收入分别为 7.23 亿元、8.28 亿元、7.37 亿元，归属母公司净利润分别为 9936.62 万元、17365.94 万元、20964.12 万元，毛利率分别为 62.19%、67.51%、61.45%，总收入主要来源于飞机租赁收入、飞机销售收入、维修和零配件收入以及包机业务收入。

图表 13 AVMAX 公司主营业务结构



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

飞机租赁业务：AVMAX 公司多年来专注于支线飞机的租赁和运营，服务面向全球，已经形成了成熟的商业模式，根据客户不同需求，为其量身定做经改装的飞机并提供一系列高附加值的整体租赁方案。

2014 财年，飞机租赁业务的收入为 32218.18 万元，占总收入的 44.58%；2015 财年，飞机租赁业务的收入为 37560.46 万元，占总收入的 45.36%；2015 年 9 月至 2016 年 6 月，飞机租赁业务的收入为 29645.51 万元，占总收入的 40.23%；由于 AVMAX 公司在 2014 财年和 2015 财年尚未开展飞机销售业务，而 2015 年 9 月至 2016 年 6 月飞机销售业务所带来的收入导致飞机租赁业务与总收入占比有所下降，飞机租赁业务整体盈利能力保持在相对稳定水平。

飞机销售业务：AVMAX 公司自 2015 年起开展飞机销售业务，公司从二手飞机市场或者航空公司以较低的价格购入飞机，利用自有的飞机维修牌照和专业技术对飞机进行更新、改造，提高飞机使用价值，而后向市场出售。

2014 财年及 2015 财年，AVMAX 公司尚未开展飞机销售业务；2015 年 9 月至 2016 年 6 月，AVMAX 公司总收入为 73696.69 万元，其中飞机销售业务的收入为 14530.48 万元，占总收入的 19.72%，

飞机销售业务成为新的利润增长点。

飞机维修及零配件业务：AVMAX 公司专注于支线飞机的维修、升级以及相应零配件的销售，对市场上主要支线飞机型号均拥有飞机检修和检测的经营执照，可以为所有公司出租的飞机和第三方的支线飞机提供检测、修理、改装、返修、航线维修以及定期维修服务。

2014 财年 AVMAX 公司维修及零配件销售业务的收入为 26797.40 万元，占总收入 37.08%，2015 财年增长至 32556.40 万元，占总收 39.31%；2015 年 9 月至 2016 年 6 月包机业务收入为 27045.89 万元，占总收入 36.70%。AVMAX 公司在维修及零配件销售业务上稳步增长，2015 年 9 月至 2016 年 6 月飞机销售业务所带来的收入导致维修及零配件销售业务与总收入占比有所下降。

包机业务：AVMAX 公司下属子公司运营 4 架公务飞机，多为石油公司提供包机服务，将石油开采员工运往偏远的石油开采点。

2014 财年 AVMAX 公司包机服务业务收入为 13257.25 万元，占总收入的 18.34%；2015 财年包机业务收入下降至 12693.61 万元，占总收入的比例为 15.33%，2015 年 9 月至 2016 年 6 月包机业务收入为 9289.44 万元，占总收入的比例为 12.60%，出现下滑，主要原因是全球石油行业在低位徘徊，石油价格下滑，导致包机业务的需求减少所致。

AVMAX 公司资产优质，盈利能力强，随着收购项目的逐步实施和完成，未来将为公司带来丰厚的收益，有利于提高公司的盈利水平和持续盈利能力，公司的综合竞争实力亦将得到有效提升。

5 PPP 项目加速落地，公司切入城市地下工程

国家对 PPP 的重视程度不断上升，各项配套政策相继出台，使 PPP 项目质量得到了良好的保障，落地率显著提高，同时轨道交通和地下管廊是 PPP 重点实施领域。10 月 13 日，财政部等 20 个部委联合发文，公布了第三批 PPP 示范项目，共计 516 个项目，投资总额达到 1.17 万亿元。除了公布项目名单，20 部委联合通知还明确表示，要鼓励同等条件下优先选择民营资本，并对三批示范项目给出了时间表，要求“又快又实”落实 PPP 项目，第三批示范项目要求 2017 年 9 月底之前完成采购。此外，中央财政奖补资金也将及时拨付。

9 月 9 日公司公告，以自有资金 2500 万元与中铁装备、中铁五局共同发起设立中铁山河工程装备股份有限公司。中铁山河公司注册资本为人民币 5000 万元，公司占 50%股权。

图表 14 中铁山河股权结构

股东名称	认缴出资（万元）	认购比例	出资方式
山河智能装备股份有限公司	2500.00	50%	现金
中铁工程装备集团有限公司	1500.00	30%	现金

中铁五局集团有限公司	1000.00	20%	现金
合计	5000.00	100%	

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

中铁装备专业从事隧道掘进机（盾构机和硬岩掘进机）研发制造和技术服务，市场占有率连续三年保持国内第一，盾构的地质适宜性设计处于世界领先水平。中铁五局则在繁华城区复杂环境大型地铁车站、浅埋暗挖地铁隧道施工等领域有强大实力。结合山河智能在挖掘机械设备领域的强大积累，合资公司技术上的实力毋庸置疑。

公司将通过中铁山河积极参与 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，重点为轨道交通、综合管廊、海绵城市建设、跨海隧道、地下商业、智慧城市建设等地下工程项目提供相关产品及技术支持。

携手中铁装备、中铁五局，成功设立中铁山河公司，对公司而言是一次发展机遇，有利于优化配置公司的资源，有效发挥公司工程机械产业与城市建设业务的联动效应，增强公司的整体盈利能力、提升经营业绩。

中铁山河成立之初便获得意向性订单和采购合同。9 月中铁山河分别与中建五局、中铁六局、和中铁五局签订《长沙地铁盾构采购意向书》，签约订单 10 台，公司预计单台价格区间为 2500—4000 万元人民币，合同总金额不会达到公司最近一个会计年度营业总收入的 30%，由于该协议为意向性协议，存在一定的不确定性。

10 月 17 日，中铁山河与中铁五局轨道交通分公司签署了《土压平衡盾构机租赁合同》，以 2922.48 万元租赁复合式土压平衡盾构机两台，租赁期限在 18 个月内。

6 盈利预测

公司已于 10 月 1 日完成 AVMAX 公司 60% 股权交割手续，其财务报表于 10 月并表，因此，公司盈利预测我们分两步进行，第一步预测公司原有主业盈利情况，第二步预测 AVMAX 公司并表后盈利情况。AVMAX 公司 2016 年并表比例为 0.15，按收购协议公司明年继续收购 13.33% 的股权，并表比例为 0.73。同时，因公司非公开发行事项证监会尚未核准，存在不确定性，我们暂未考虑增发股份的摊薄影响。

图表 15 公司原有主业盈利预测

关键指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2112.85	1839.57	1456.20	1614.32	1988.07
增长率	9.06%	-12.93%	-20.84%	10.86%	23.15%
归属母公司股东净利润（百万元）	27.31	6.54	-29.24	3.00	16.09
增长率	200.75%	-76.07%	-547.40%	110.26%	436.32%
基准股本（百万）	411.45	503.55	755.33	755.33	755.33

每股收益（元）	0.07	0.01	-0.04	0.00	0.02
销售毛利率	25.78%	25.47%	28.25%	28.98%	27.86%
净资产收益率	1.62%	0.27%	-1.23%	0.13%	0.67%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 16 AVMAX 并表后盈利预测

关键指标	2016E	2017E
原有主业归属母公司股东净利润（百万元）	3.00	16.09
AVMAX 公司备考净利润（百万元）	240.24	240.24
业绩并表比例	0.15	0.73
并表后归属母公司股东净利润（百万元）	39.04	191.47
基准股本（百万股）	755.33	755.33
EPS（元）	0.05	0.25

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。