



工程机械销量回升，AVMAX并表扩大市值空间

——山河智能（002097）2017年中报点评

2017年08月24日

推荐/维持

山河智能

财报点评

投资要点：

- 事件：**公司发布2017年半年度报告，报告期内公司实现营业收入17.70亿元，同比增长109.96%；实现归母净利润8414万元，同比增长376.97%；EPS为0.1114元，同比增长376.07%。公司预计2017年1-9月归母净利润为1.03亿至1.20亿元，同比变动为200.00%-250.00%。
- 营业收入高增长，航空业务致毛利率提升。**公司上半年营业收入为17.70亿元，YoY+109.96%，毛利率提升2.68ppt至35.13%。分业务领域，公司工程机械销售收入为11.98亿元，YoY+46.15%，占收入比重为67.69%，但毛利率下降4.35ppt至28.22%；航空业务收入5.09亿元，占收入比重为28.75%，毛利率为54.80%。收入结构中，航空业务占比的提升，弥补了工程机械的利润率下滑，使得综合毛利率提高。费用方面，销售费率同比大幅下降3.77ppt至5.24%，管理费用上升2.18ppt至11.11%，费用略有下降。综合来看，公司净利率提升2.66ppt至4.75%，盈利能力增加。
- 工程机械销售回暖，节能挖有望提升挖机盈利水平。**公司上半年工程机械销量回升，收入大幅增长46.15%，桩工机械和挖掘机械是主要收入构成。桩工机械销售收入5.89亿元，YoY+43.95%，占收入比重为33.3%，毛利率为30.68%(-7.16ppt)；挖掘机械销售收入为4.93亿元，YoY+41.14%，占收入比重为27.8%，毛利率为26.12%(-0.77ppt)。公司桩工机械实力强劲，压桩机市占率为国内第一，旋挖钻机市占率居国内第三，仅次于徐工机械和三一重工。挖掘机方面，公司主要产品为小微型挖掘机，毛利率水平相比中、大型挖掘机较低，公司新增中大型节能挖掘机，丰富了挖掘机械产品品类，将提升公司挖掘机械整体毛利率水平。我们判断公司工程机械产品将持续受益公司设施、水利设施等PPP项目建设和海外“一带一路”国家的基础设施建设投资。
- AVMAX航空业务促盈利提升。**公司2016年10月完成了AVMAX第二期11%股权转让工作，实现60%比例的控股顺利并表。2016年10月至年末，AVMAX并表收入2.24亿元，毛利率为64.98%，贡献净利润8268万元。上半年AVMAX航空业务实现收入5.09亿元，毛利率略有下降为54.80%。公司于2017年7月完成了第三期13.33%股权的交割，后半年航空业务的业绩贡献将进一步提升。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司2017-2019年实现营业收入为33.70亿元、40.03亿元和46.19亿元，实现归母净利润为1.74亿元、2.72亿元和3.45亿元，EPS为0.22元、0.35元和0.44元，对应PE为38.3X/24.6X/19.3X。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**工程机械销量不达预期，AVMAX业务收入下滑。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,456.20	1,991.60	3,370.13	4,003.67	4,619.14
增长率（%）	-20.84%	36.77%	69.22%	18.80%	15.37%
净利润（百万元）	-35.26	94.15	234.15	323.57	361.43
增长率（%）	-982.88%	-367.03%	148.70%	38.19%	11.70%
净资产收益率（%）	-1.23%	2.71%	6.80%	9.97%	11.79%
每股收益(元)	-0.04	0.09	0.22	0.35	0.44
PE	-220.93	96.50	38.29	24.55	19.30
PB	2.71	2.61	2.61	2.45	2.28

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdks@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：陈皓

010-66555446

chenhao_@dxzq.net.cn

联系人：任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

联系人：龙海敏

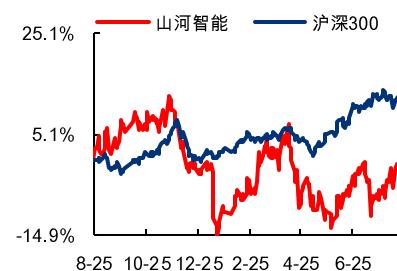
010-66555481

longhm@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	8.55-9.25
总市值（亿元）	64.58
流通市值（亿元）	51.64
总股本/流通A股(万股)	75533/60399
52周日均换手率	2.18

52周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 《山河智能（002097）：中小市值主题精选系列之山河智能三季报点评》2016-10-31
- 《山河智能（002097）：中小市值主题精选系列之山河智能深度报告》2016-09-13

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E					
流动资产合计	4565	5937	4775	6098	7242	营业收入	1456	1992	3370	4004	4619					
货币资金	919	1027	1165	1121	1155	营业成本	1045	1327	2156	2517	2921					
应收账款	1888	2596	2031	2962	3797	营业税金及附加	8	27	40	60	69					
其他应收款	209	182	308	366	422	营业费用	191	181	253	308	360					
预付款项	128	252	252	252	252	管理费用	173	223	452	540	624					
存货	1179	1608	768	1103	1281	财务费用	166	119	174	169	193					
其他流动资产	7	20	20	20	20	资产减值损失	58.79	74.65	98.00	64.00	60.00					
非流动资产合	1754	4236	4335	4306	3883	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	40	39	68	68	68	投资净收益	3.88	-1.64	0.00	0.00	0.00					
固定资产	1079.34	3414.93	3622.27	3638.78	3255.29	营业利润	-181	40	197	345	391					
无形资产	496	484	444	404	363	营业外收入	159.71	82.36	82.00	50.00	50.00					
其他非流动资	51	29	0	0	0	营业外支出	1.99	9.48	0.30	0.40	0.50					
资产总计	6319	10172	9110	10404	11125	利润总额	-24	112	279	395	441					
流动负债合计	3738	5218	4338	5487	6074	所得税	11	18	45	71	79					
短期借款	1856	2610	1562	2414	2537	净利润	-35	94	234	324	361					
应付账款	676	741	1182	1379	1601	少数股东损益	-6	27	60	52	16					
预收款项	74	156	156	156	156	归属母公司净利	-29	67	174	272	345					
一年内到期的	58	399	0	0	0	EBITDA	582	751	747	938	1008					
非流动负债合	157	1809	1478	1408	1318	BPS (元)	-0.04	0.09	0.22	0.35	0.44					
长期借款	45	1318	1318	1318	1318	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0							2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	3895	7026	5816	6895	7392	成长能力										
少数股东权益	44	674	734	786	802	营业收入增长	-20.84%	36.77%	69.22%	18.80%	15.37%					
实收资本(或股	755	755	780	780	780	营业利润增长	118.57%	-121.82%	397.50%	75.09%	13.41%					
资本公积	968	968	968	968	968	归属于母公司净	160.23%	55.94%	160.23%	55.94%	27.20%					
未分配利润	527	584	602	629	664	获利能力										
归属母公司股	2380	2472	2560	2723	2930	毛利率 (%)	28.25%	33.39%	36.01%	37.13%	36.75%					
负债和所有者	6319	10172	9110	10404	11125	净利率 (%)	-2.42%	4.73%	6.95%	8.08%	7.82%					
现金流量表						总资产净利润 (%)	-0.46%	0.66%	1.91%	2.61%	3.11%					
						ROE (%)	-1.23%	2.71%	6.80%	9.97%	11.79%					
经营活动现金	152	196	2641	-155	303	偿债能力										
净利润	-35	94	234	324	361	资产负债率 (%)	62%	69%	64%	66%	66%					
折旧摊销	597.50	592.35	0.00	423.86	423.86	流动比率	1.22	1.14	1.10	1.11	1.19					
财务费用	166	119	174	169	193	速动比率	0.91	0.83	0.92	0.91	0.98					
应收账款减少	0	0	565	-930	-835	营运能力										
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.24	0.35	0.41	0.43					
投资活动现金	30	-865	-528	-464	-60	应收账款周转率	1	1	1	2	1					
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.04	2.81	3.51	3.13	3.10					
长期股权投资	0	0	39	0	0	每股指标 (元)										
投资收益	4	-2	0	0	0	每股收益(最新摊	-0.04	0.09	0.22	0.35	0.44					
筹资活动现金	-341	697	-1960	575	-209	每股净现金流(最	-0.21	0.04	0.20	-0.06	0.04					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.15	3.27	3.28	3.49	3.76					
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率										
普通股增加	252	0	25	0	0	P/E	-220.93	96.50	38.29	24.55	19.30					
资本公积增加	-252	0	0	0	0	P/B	2.71	2.61	2.61	2.45	2.28					
现金净增加额	-159	28	153	-44	34	EV/EBITDA	12.89	12.99	11.23	9.90	9.29					

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

陈皓

机械行业研究员, 清华大学测控技术与仪器学士, 清华大学机械工程硕士, 2016 年加入东兴证券研究所, 从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员, 新加坡管理大学应用金融学硕士, 厦门大学控制工程硕士, 厦门大学自动化学士, 2015 年加入东兴证券, 从事机械行业研究。

龙海敏

机械行业研究员, 华中科技大学材料成型及控制工程学士, 清华大学机械工程硕士, 5 年项目运营及企业管理经验, 2017 年加入东兴证券研究所, 从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。