

山河智能 (002097)

公司研究/点评报告

业绩符合预期，工程机械景气度持续

—山河智能 2020 年年报点评

点评报告/机械

2021 年 03 月 23 日

一、事件概述

3 月 22 日，公司发布 2020 年年报。公司全年实现营收 93.8 亿元，同比增长 26.3%，归母净利润 5.7 亿元，同比增长 12.35%。

二、分析与判断

➤ 积极推进产品研发和营销，实现疫情下的逆势增长

公司 2020 年实现营收 93.8 亿元，同比增长 26.3%；归母净利润 5.7 亿元，同比增长 12.4%。报告期内，挖掘机械、桩工机械营业收入增幅同比均超过 40%。公司业绩稳步增长的主要原因包括：1) 在 20 年突发的全球新冠疫情及国内外复杂多变的经济环境下，公司采取措施积极应对，坚持以“先导式创新”发展，持续推进产品研发，提高产品核心竞争力；2) 加大工程机械产品线上营销模式，促使产品销量快速提升，20 年公司工程机械板块营收同比增长 41.6%，利润同比增长超 70.5%；3) 加拿大子公司 AVMAX 紧密跟踪市场需求变化，采取各项措施，实施严格成本管控，确保公司运营现金流稳定，努力降低疫情带来的不利因素影响。公司为地下工程装备龙头，在行业复苏背景下，两大核心产品挖掘机械和桩工机械实现快速增长，随着公司产品核心竞争力的不断提升以及营销渠道和成本管控系统的逐步完善，未来渗透率有望实现较快增长。

➤ 复工复产稳步推进，政策加码行业景气度高

2020 年，工程机械行业 1、2 月受疫情影响销量承压，随着 3 月各地复工复产有序推进，国内投资与重大项目陆续开工，逆周期调整政策的不断加码，房地产开发和基础设施建设等下游行业对各类工程机械产品需求加大。且在国家减税降费、助企扶企、稳定就业等政策支持下，行业全年生产回稳向好，景气度处于较高水平，各产品销量同比增长，2020 年全国基建投资约 19 万亿元，同比增长 3.4%；房地产开发投资完成额约 14 万亿元，同比增长 7%，行业超预期增长，公司挖掘机年产量同比增长 75.6%。受益于宏观政策调节以及基建等下游行业需求驱动，工程机械行业保持高景气，公司作为地下工程装备龙头有望获得优于行业的增速。

➤ 回款加快，运营效率稳步改善

公司 2020 年经营活动产生的现金流量净额约 18 亿，同比增长 144.6%，主要原因为本期回款增加；2020 年公司销售商品和劳务收到的现金占营收比为 97.5%，同比增加了 3.8 个百分点；2020 年公司存货周转率、应收账款周转率分别为 2.6 次和 2.5 次，较 2019 年分别提高了 0.6、0.3 次。公司的运营效率较去年有所改善。工程机械行业具有周期性，随着公司市场渗透率不断提升、经营管理效率持续提升，公司应对行业周期性能力将逐步增强。

三、投资建议

预计 2021-2023 年，公司实现营收 121.9/152.4/175.2 亿元，实现归母净利润为 8.7/10.7/12.5 亿元，当前股价对应 PE 为 12/9/8 倍。公司 2021 年估值约为 12 倍，行业估值中枢约为 15 倍，考虑工程机械行业的高景气度，公司深耕工程机械行业多年，业绩和销量的确定性较强，估值修复可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

国内宏观经济波动，市场份额提升不及预期，原材料价格波动影响盈利能力。

推荐

首次评级

当前价格： 9.31 元

交易数据

2021-3-22

近 12 个月最高/最低(元)	9.45/5.54
总股本(百万股)	1,087
流通股本(百万股)	923
流通股比例(%)	84.87
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	83

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：关启亮

执业证号： S0100521020001

电话： 021-60876757

邮箱： guanqiliang@mszq.com

分析师：徐昊

执业证号： S0100520090001

电话： 021-60876739

邮箱： xuhao_yj@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号： S0100120080003

电话： 010-85127604

邮箱： zhangjianye@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,377	12,190	15,238	17,523
增长率 (%)	26.3%	30.0%	25.0%	15.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	565	870	1,070	1,253
增长率 (%)	12.3%	54.0%	23.0%	17.1%
每股收益 (元)	0.52	0.80	0.98	1.15
PE (现价)	17.92	11.64	9.46	8.08
PB	1.63	1.64	1.40	1.19

资料来源：山河智能公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,377	12,190	15,238	17,523
营业成本	6,786	8,821	11,026	12,680
营业税金及附加	66	98	119	138
销售费用	627	815	1,019	1,172
管理费用	524	681	851	979
研发费用	321	549	731	789
EBIT	1,054	1,227	1,491	1,766
财务费用	220	244	305	350
资产减值损失	-115	-91	-126	-144
投资收益	-54	73	134	131
营业利润	676	993	1,237	1,450
营业外收支	-13	27	18	20
利润总额	663	1,020	1,255	1,470
所得税	86	132	162	190
净利润	577	888	1,093	1,280
归属于母公司净利润	565	870	1,070	1,253
EBITDA	1,399	1,370	1,635	1,909
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,013	2,066	3,192	3,698
应收账款及票据	4,193	5,973	7,140	8,398
预付款项	388	499	627	719
存货	2,481	3,966	4,494	5,435
其他流动资产	1,084	1,357	1,566	1,678
流动资产合计	11,160	13,860	17,020	19,927
长期股权投资	40	80	130	175
固定资产	4,348	4,174	4,000	3,826
无形资产	645	359	-121	-503
非流动资产合计	6,198	5,800	5,320	4,913
资产合计	17,358	19,660	22,339	24,840
短期借款	1,993	1,705	1,581	1,338
应付账款及票据	4,177	5,488	6,753	7,781
其他流动负债	2,263	2,418	2,719	2,923
流动负债合计	8,433	9,611	11,052	12,041
长期借款	2,796	3,031	3,176	3,408
其他长期负债	689	689	689	689
非流动负债合计	3,485	3,720	3,865	4,097
负债合计	11,917	13,331	14,917	16,138
股本	1,087	1,087	1,087	1,087
少数股东权益	136	154	177	203
股东权益合计	5,441	6,329	7,422	8,702
负债和股东权益合计	17,358	19,660	22,339	24,840

资料来源：山河智能公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	26.3%	30.0%	25.0%	15.0%
EBIT 增长率	18.2%	16.5%	21.5%	18.4%
净利润增长率	12.3%	54.0%	23.0%	17.1%
盈利能力				
毛利率	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
净利润率	6.2%	7.3%	7.2%	7.3%
总资产收益率 ROA	3.3%	4.4%	4.8%	5.0%
净资产收益率 ROE	10.6%	14.1%	14.8%	14.7%
偿债能力				
流动比率	1.32	1.44	1.54	1.65
速动比率	0.98	0.98	1.08	1.14
现金比率	0.36	0.21	0.29	0.31
资产负债率	68.7%	67.8%	66.8%	65.0%
经营效率				
应收账款周转天数	153.01	167.42	160.21	163.81
存货周转天数	133.47	164.09	148.78	156.44
总资产周转率	0.54	0.62	0.68	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.80	0.98	1.15
每股净资产	4.88	5.68	6.66	7.82
每股经营现金流	1.66	-1.15	0.56	0.09
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	17.92	11.64	9.46	8.08
PB	1.63	1.64	1.40	1.19
EV/EBITDA	8.30	10.20	7.87	6.47
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	577	888	1,093	1,280
折旧和摊销	346	143	144	144
营运资金变动	338	-2,272	-594	-1,313
经营活动现金流	1,804	-1,253	612	97
资本开支	-87	323	448	366
投资	-50	-40	-90	-78
投资活动现金流	-246	359	493	420
股权募资	40	0	0	0
债务募资	5,178	-53	21	-11
筹资活动现金流	-219	-53	21	-11
现金净流量	1,317	-947	1,126	506

分析师与研究助理简介

关启亮，六年证券基金从业经历，主要覆盖工程机械、光伏设备、锂电设备等领域，暨南大学应用统计硕士，2020年加盟民生证券。

徐昊，机械行业分析师，四年券商行研经历，主要覆盖锂电设备、工程机械、通用设备等领域，英国纽卡斯尔大学硕士，2020年加入民生证券。

张建业，研究助理，主要覆盖通用设备、光伏设备、油服设备等领域，中央财经大学硕士，2020年入职民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。