

山河智能 (002097)

公司研究/点评报告

业绩稳步增长，新业务布局打开成长空间

——山河智能 21 年半年报点评

点评报告/机械

2021 年 08 月 17 日

一、事件概述

8 月 17 日，公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 68.87 亿元，同比增长 57.24%，实现归母净利润 5.32 亿元，同比增长 33.36%。

二、分析与判断

➤ 业绩稳步增长，海外市场扩张加速推进

公司 21 年 H1 实现营收和归母净利 68.87/5.32 亿元，同比增长 57.24/33.36%，业绩稳步增长，分产品看，工程机械业务营收 61.06 亿元，同比增长 58.76%，工程施工营收 4.26 亿元，同比增长 171.05%。21 年 H1 公司在海外市场取得较好成绩，海外市场实现营收 9.69 亿元，同比增长 44.34%。截止 21 年 H1，公司在海外已成立十多家子公司，与 180 多家代理商一起建立了遍布全球的营销服务网络和配件仓库，上半年公司布局全球的 18 个重点区域中，有 13 个区域实现同比增长，其中 10 个区域增长率超过 100%。

➤ 盈利能力小幅波动，现金流状况明显改善

21 年 H1 公司销售毛利率 24.63%，较去年同期变动-3.93%，其中工程机械板块毛利率 24.41%，同比变动-1.27%，整体看公司上半年盈利能力小幅波动；费用率方面，公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 6.01%、3.73%、2.17%，除销售费用率较去年同期保持不变外，管理与研发费用率分别同比变动-1.48%、-0.42%；现金流方面，21 年 H1 公司经营性现金流净额 6.11 亿，同比增长 126.88%，主要系销售商品提供劳务收到的现金增加所致。

➤ 政策发力提振行业景气度，公司有望持续受益

730 政治局会议明确提出要合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量，由于上半年地方政府共发行新增专项债仅为全年额度的 29%，远低于 19 年的 65% 和 20 年的 59.5%，政策持续发力背景下，下半年专项债加速发行有望提速，由此带动大批项目密集开工，提振工程机械行业景气度。公司上半年工程机械业务/工程施工业务分别营收同比增长 58.76%/171.05%，上半年原材料价格上涨下工程机械厂商联合提价有望修复公司毛利率，随着行业景气度回暖，公司业绩有望持续受益。

➤ 切入负极材料领域正当时，新业务布局打开公司成长空间

公司于 20 年取得博邦山河新材料公司的实际控制权，博邦山河主要产品包括新能源动力电池负极材料及各类高纯度石墨制品，公司通过此次资本运作正式切入负极材料领域。当前负极材料厂商产能处于满负荷状态，但受原材料成本及石墨化代工费用大幅提升影响，负极材料价格多次上调，我们认为，公司现阶段布局负极材料业务正是合适的时点。此外，由于现有石墨化为间歇式工艺，公司采用设备法实现连续石墨化工艺，整体成本可降低 30%，并大幅减少设备占地面积，21 年 3 月公司公告拟投资 50 亿元建设年产 10 万吨负极材料与石墨超高温纯生产线项目，随着项目的顺利推进，未来负极业务将有望持续为公司贡献利润增量，打开公司成长空间。

三、投资建议

下半年基建投资发力提振行业景气度，公司有望持续受益，负极材料业务扩宽成长空间，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 123.5、143.3、160.5 亿元，同比增长 31.8%、16.0%、12.0%，实现归母净利润 8.9、11.2、13.6 亿元，同比增长 57.6%、25.9% 和 21.6%，当前股价对应 PE 为 13.9、11.1、9.1x，历史估值中枢 15.98x，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

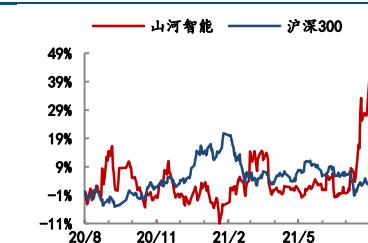
当前价格： 11.41 元

交易数据

2021-8-16

| | |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 11.41/7.23 |
| 总股本 (百万股) | 1,087 |
| 流通股本 (百万股) | 960 |
| 流通股比例 (%) | 88.28 |
| 总市值 (亿元) | 124 |
| 流通市值 (亿元) | 110 |

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：欧阳蕤

执业证号： S0100121070007

电话： 021-60876758

邮箱： ouyangrui@mszq.com

相关研究

1. 【民生机械】山河智能 (002097) 年报点评：业绩符合预期，工程机械景气度持续

四、风险提示：

工程机械市场竞争持续加剧，新工艺产业化落地进度不及预期

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 | 12,355 | 14,332 | 16,052 |
| 增长率 (%) | 26.3% | 31.8% | 16.0% | 12.0% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 565 | 890 | 1,121 | 1,363 |
| 增长率 (%) | 12.3% | 57.6% | 25.9% | 21.6% |
| 每股收益 (元) | 0.53 | 0.82 | 1.03 | 1.25 |
| PE (现价) | 21.7 | 13.9 | 11.1 | 9.1 |
| PB | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |

资料来源：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 | 12,355 | 14,332 | 16,052 |
| 营业成本 | 6,786 | 9,001 | 10,268 | 11,448 |
| 营业税金及附加 | 66 | 87 | 101 | 113 |
| 销售费用 | 627 | 826 | 959 | 1,074 |
| 管理费用 | 524 | 690 | 800 | 896 |
| 研发费用 | 321 | 423 | 490 | 549 |
| EBIT | 1,054 | 1,328 | 1,714 | 1,971 |
| 财务费用 | 220 | 227 | 239 | 214 |
| 资产减值损失 | (115) | 137 | 189 | 175 |
| 投资收益 | (54) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 676 | 1,064 | 1,336 | 1,622 |
| 营业外收支 | (13) | (13) | (13) | (13) |
| 利润总额 | 663 | 1,051 | 1,323 | 1,609 |
| 所得税 | 86 | 137 | 172 | 209 |
| 净利润 | 577 | 914 | 1,151 | 1,400 |
| 归属于母公司净利润 | 565 | 890 | 1,121 | 1,363 |
| EBITDA | 1,399 | 1,659 | 2,044 | 2,301 |
| | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 3013 | 1860 | 4355 | 3696 |
| 应收账款及票据 | 4193 | 5523 | 6407 | 7175 |
| 预付款项 | 388 | 515 | 587 | 655 |
| 存货 | 2481 | 4529 | 3566 | 5560 |
| 其他流动资产 | 509 | 509 | 509 | 509 |
| 流动资产合计 | 11160 | 13853 | 16130 | 18599 |
| 长期股权投资 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 固定资产 | 4348 | 4298 | 4248 | 4198 |
| 无形资产 | 645 | 752 | 857 | 958 |
| 非流动资产合计 | 6198 | 6032 | 5882 | 5732 |
| 资产合计 | 17358 | 19885 | 22011 | 24331 |
| 短期借款 | 1993 | 1993 | 1993 | 1993 |
| 应付账款及票据 | 4177 | 5541 | 6321 | 7048 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 8433 | 10045 | 11020 | 11940 |
| 长期借款 | 2796 | 2796 | 2796 | 2796 |
| 其他长期负债 | 630 | 630 | 630 | 630 |
| 非流动负债合计 | 3485 | 3485 | 3485 | 3485 |
| 负债合计 | 11917 | 13530 | 14505 | 15425 |
| 股本 | 1087 | 1087 | 1087 | 1087 |
| 少数股东权益 | 136 | 160 | 190 | 227 |
| 股东权益合计 | 5441 | 6355 | 7507 | 8907 |
| 负债和股东权益合计 | 17358 | 19885 | 22011 | 24331 |

资料来源：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% | 31.8% | 16.0% | 12.0% |
| EBIT 增长率 | 18.2% | 26.1% | 29.1% | 15.0% |
| 净利润增长率 | 12.3% | 57.6% | 25.9% | 21.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 27.6% | 27.2% | 28.4% | 28.7% |
| 净利润率 | 6.0% | 7.2% | 7.8% | 8.5% |
| 总资产收益率 ROA | 3.3% | 4.5% | 5.1% | 5.6% |
| 净资产收益率 ROE | 10.6% | 14.4% | 15.3% | 15.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.1 |
| 现金比率 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.3 |
| 资产负债率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 146.5 | 146.5 | 146.5 | 146.5 |
| 存货周转天数 | 139.3 | 139.3 | 139.3 | 139.3 |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.3 |
| 每股净资产 | 4.9 | 5.7 | 6.7 | 8.0 |
| 每股经营现金流 | 1.4 | (0.7) | 2.7 | (0.2) |
| 每股股利 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 21.7 | 13.9 | 11.1 | 9.1 |
| PB | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 8.9 | 7.9 | 5.5 | 5.2 |
| 股息收益率 | 0.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 577 | 914 | 1,151 | 1,400 |
| 折旧和摊销 | 461 | 468 | 569 | 565 |
| 营运资金变动 | 305 | (2,373) | 954 | (2,444) |
| 经营活动现金流 | 1,572 | (721) | 2,945 | (208) |
| 资本开支 | 87 | 175 | 193 | 193 |
| 投资 | (50) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (246) | (175) | (193) | (193) |
| 股权募资 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 208 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (219) | (257) | (257) | (257) |
| 现金净流量 | 1,106 | (1,153) | 2,495 | (659) |

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。

欧阳蕤，机械行业助理分析师，主要覆盖工程机械、光伏设备、通用设备等领域，山东大学金融学硕士，2021年加入民生证券。

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 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 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資目标、財務状况或需要。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。