

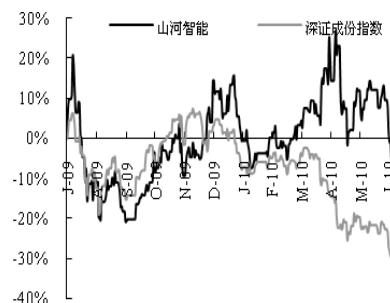
**机械行业----工程机械子行业**  
**Machinery industry**

2010年7月29日

<b>市场数据</b>	
当前价格(元)	15.56
52周价格区间(元)	12.91--24.35
总市值(百万)	6402.16
流通市值(百万)	4705.21
总股本(万股)	41145.00
流通股(万股)	30239.00
日均成交额(百万)	134
近一月换手(%)	85.07

**山河智能(002097)公布股权激励草案及新设子公司公告点评**
**——长效激励机制进一步完善(评级:增持)**

<b>财务科目(百万元)</b>	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,254.57	1,451.67	2,906.02	3,863.24	4,974.73
同比增长率	8.92%	15.71%	100.18%	32.94%	28.77%
归属于母公司净利润	51.87	105.60	219.69	304.06	412.12
同比增长率	-64.80%	103.58%	108.03%	38.40%	35.54%
毛利率	26.44%	26.62%	26.08%	26.22%	26.61%
EPS	0.13	0.26	0.53	0.74	1.00
P/E	119.69	59.84	29.35	21.02	15.56

**与深圳成指走势比较**


表现(%)	1m	3m	12m
公司	15.30	8.80	24.40
深圳成指	8.1	-3.0	-17.20

相关报告:

1. 山河智能(002097)深度报告---今日潜龙在渊，他朝一飞冲天(2010-6-24)  
 2. 山河智能(002097)业绩预告修正公告点评---业绩增长大幅超出市场预期。(2010-7-29)

**王昕**  
**刘伟(协助)**  
**+86-0755-21515596**  
**liuwei@jyzq.cn**

**执业证书编号**  
**王昕: S0370209020074**  
**刘伟: S0370108110544**

**事件 1:**

**公司今日发布限制性股票期权激励草案**，草案主要内容：本计划以定向发行新股的方式分配给激励对象的限制性股票共1000万股（激励对象认购限制性股票股权所需资金由激励对象自筹，认购价格为本计划草案公告前20个交易日的股票均价的50%，即6.85元），占总股本2.43%，其中100万股预留。具体分配对象为公司的高层管理人员及核心技术人员，任一获授对象的限制性股票股权总量不得超过公司总股本的1%。

**本计划有效期为5年，其中禁售期2年，解锁期3年。公司股权激励实施的条件：**限制性股票股权授予年度前一个会计年度的净利润值不低于上年同期的130%，且加权平均净资产收益率不低于上年同期的130%。**禁售期业绩考核措施：**禁售期内满足公司净利润复合增长率不低于20%，如禁售期内公司业绩尚未达到上述条件，相应限制性股权由公司回购注销。**解锁期业绩考核措施：**第一次解锁期（禁售期满后的第一年）的业绩考核条件：公司净利润值不低于上年度的120%，且加权平均净资产收益率不低于上年度的120%，可申请解锁数量为获授限制性股票期权总数的35%；第二次解锁期（禁售期满后的第二年）的业绩考核条件：公司净利润值不低于上年度的120%，且加权平均净资产收益率不低于上年度的120%，可申请解锁数量为获授限制性股票期权总数的35%；第三次解锁期（禁售期满后的第三年）的业绩考核条件：公司净利润值不低于上年度的120%，且加权平均净资产收益率不低于上年度的120%，可申请解锁数量为获授限制性股票期权总数的35%。以上净利润与净资产收益率指标均以扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据。

**点评:**

(1) 公司此次发布股权激励草案，从直接的经济利益方面，将公司的高层管理人员以及核心技术人员的利益与公司的长期利益有效地统一起来了，有利于调动关键性人员的积极性和能动性。此方案也有利于公司进一步建立、健全公司长效激励机制。股权激励整个过程历时5年，有利于保持高层管理人员和核心技术人员的稳定性，吸引和留住关键性人才，这对公司的长期持续快速发展是至关重要的。

(2) 公司此次股权激励草案预留了100万股，占本计划限制性股票股权总量的10%。我们认为，公司此举是为了将此部分股份用来激励对公司有突出贡献，但并未在此次激励范围内的人员，覆盖范围可能涵盖高层管理人员、中层管理人员以及其他关键性岗位人员，有利于调动更大范围人员的工作积极性。

(3) 此次股权激励草案，若顺利实施，按公司的设想是未来5年的复合增长率为20%。我国工程机械行业仍处于成长期，国内市场需求旺盛，此外公司的国际化进程也在稳步推进，海外也有广阔的市场空间，能支撑公司快速发展。继续看好公司未来的发展前景，我们认为公司此次股权激励草案的业绩预期的实现是大概率事件。

**投资建议：**维持前期盈利预测，预计2010年、2011年和2012年摊薄基本每股收益分别为0.53元、0.74元和1.00元，对应PE分别为29.35倍、21.02倍和15.56倍。维持“增持”评级。

**事件2:**

公司今日发布出资建立子公司以及投资建设山河工业城两份公告。

(1) 公司拟与株洲市国有资产投资控股集团有限公司、长沙高新技术创业投资有限公司、Deltahawk Engines.Inc(美国)、Frank chin-Tai Yang(美国籍)、汤寅辉共同以现金出资2740万元人民币发起设立湖南山河动力航空动力机械股份有限公司，其中公司拟现金出资1397.4万元，占山河动力注册资本51%。山河动力的经营范围为：航空发动机的技术研发、制造、销售，以及包括产品维修和保养、培训、咨询等业务在内的服务。

**点评：**公司此次新设子公司主要用于生产轻型飞机的柴油发动机及其零部件，对目前世界轻型飞机使用含铅航空汽油且严重污染环境的航空发动机具有极佳的替代作用。公司的生产的航空柴油

发动机，经济、环保且取材方便，具有广阔的市场前景，但由于轻型飞机市场在我国仍处于刚起步的阶段，中短期难以给公司带来较大的业绩贡献。

(2) 公司拟在长沙星沙产业基地分三期购地约2670亩开发建设“山河工业城”，用于已有产品产能的提升及新产品的产业化，项目分三期开发，总建设期6年，其中第一期开发1000亩，建设期2年，投资10.7亿元。

**点评：**公司前期业绩增长迅速，新产品开发源源不断，产业规模扩张的潜力极大，但场地过小已经成为了制约公司当前及今后几年发展的“瓶颈”。今年公司挖掘机的产能未能释放出来，错失了极佳的市场机遇，很大程度上也是由于土地限制。此次政府对公司在土地方面的支持，可以有效解决一直困扰公司的“瓶颈”。此外，2670亩土地到位后，可以实现统筹规划，有利于公司进行产业集聚式发展，从而降低人员、物流和管理成本，并提升工作效率。

表1：公司股权激励具体分配情况

姓名	职务	拟授予限制性股票期权数量(万股)	占本计划拟授予限制性股票股权总量的比例(%)	占公司总股本的比例(%)
何清华	董事长、总经理	200	20%	0.49%
龚进	董事、副总经理	150	15%	0.37%
邓国旗	董事、副总经理、财务总监	130	13%	0.32%
陈欠根	董事、专家委员会副主任	40	4%	0.10%
唐彪	副总经理	130	13%	0.32%
陈家元	副总经理	40	4%	0.10%
蔡光云	副总经理、董事会秘书	35	3.50%	0.09%
刘绍宏	副总经理	15	1.50%	0.04%
张云龙	副总工程师、技术中心常务副主任	40	4%	0.10%
郭勇	副总工程师、专家委员会委员	70	7%	0.17%
黄志雄	专家委员会委员	10	1%	0.02%
孙东来	专家委员会委员	10	1%	0.02%
张大庆	专家委员会委员	10	1%	0.02%
陶海军	专家委员会委员	10	1%	0.02%
张世猷	专家委员会委员	10	1%	0.02%
预留部分		100	10%	0.02%
合计		1000	100%	2.43%

Source: 公司公告、金元证券

表2：公司近年对外投资一览表

序号	被投资公司	时间	注册资本及持股比例	主营业务	2009年业绩
1	无锡山河智能液压机械制造有限公司	2007-9-27	2934.6万/100%	液压设备、液气动元件、精密轴承、磨具、发动机气动增压器、发动机排放控制装置的制造、加工。进出口业务	收入2274.8万元；净利润-64.4万元。
2	Lamport Ltd	2007-9-11	218.8万欧元/51%	公司产品海外销售	解约
3	湖南山河科技股份有限公司	2008-2-4	400万/20%	研究、设计、生产和销售轻型飞机、高档游艇、航空发动机、航空专用设备等高技术产品	--
4	安徽山河矿业装备股份有限公司	2008-7-25	10000万/70%	研究、设计、生产和销售煤炭机械、矿山机械、工程机械、农业机械、非公路用柴油发动机及柴油发电机组配件	收入69.5万元；净利润-250.6万元
5	北京山河智能机械销售有限公司	2009-3-21	150万/100%	工程机械产品的整机、配件销售、维修、售后服务及咨询	收入1600.1万元；净利润-111.2万元

6	湖南纳菲尔新材料股份有限公司	2009-5-16	4200 万/19.05%	与合金电镀相关的材料、电子、机械领域高产品的研究、开发、生产、销售以及相关的技术服务	--
7	山河国际控股有限责任公司	2009-9-24	75 万美元/100%	为山河智能欧洲客户提供高质量的售后服务，包括整机维护、维修及技术支持和信息反馈、配套件的更换及销售	收入 237.4 万元；净利润-40.8 万元
8	湖南山河天恒通用机电股份有限公司	2010-4-20	1000 万/19.5%	研究开发、生产制造、经营销售电动机节能降耗减排高新技术产品，以及通用机电设备和光机电产品的节能技术推广和服务	--
9	天津山河装备技术有限公司	2010-4-20	60000 万/100%	经营目前公司已有的部分重量大，运输费用高的产品生产、销售以及目前公司还没有的工程机械产品的研究、设计生产和销售	--
10	湖南山河航空动力机械股份有限公司	2010-7-29	1397.4 万/51%	航空发动机的技术研发、制造、销售，以及包括产品维修和保养、培训、咨询等业务在内的服务	
11	山河工业城(长沙县星沙产业基地)	2010-7-29	总建设 2670 亩，其中一期 1000 亩，建设期 2 年，投资 10.7 亿元	已有产品产能的提升以及新产品的产业化	

Source: 公司公告、金元证券

附表 1、营业收入各品种收入成本预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>1.挖掘机械</b>					
该产品收入	615.15	605.67	1,267.46	1,508.52	1,890.00
该产品成本	483.59	452.16	953.13	1,131.39	1,408.05
收入增长率	21.38%	-1.54%	109.27%	19.02%	25.29%
毛利率	21.39%	25.35%	24.80%	25.00%	25.50%
<b>2.桩工机械</b>					
该产品收入	563.97	646.25	1,127.00	1,414.00	1,690.00
该产品成本	387.92	458.31	802.42	1,003.94	1,199.06
收入增长率	11.28%	14.59%	74.39%	25.47%	19.52%
毛利率	31.22%	29.08%	28.80%	29.00%	29.05%
<b>3.一体化潜孔钻机</b>					
该产品收入	31.20	70.16	109.00	174.40	327.00
该产品成本	18.91	42.81	67.58	106.38	197.84

收入增长率	-7.14%	124.87%	55.36%	60.00%	87.50%
毛利率	39.39%	38.98%	38.00%	39.00%	39.50%
<b>4.其他小型设备</b>					
该产品收入	15.51	46.04	202.58	263.35	342.35
该产品成本	13.05	43.44	166.11	215.95	280.73
收入增长率	6104.00%	196.84%	340.00%	30.00%	30.00%
毛利率	15.86%	5.65%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>5.煤炭机械</b>					
该产品收入		90.00	360.00	540.00	
该产品成本		70.20	277.20	415.80	
收入增长率			300.00%	25.00%	
毛利率		22.00%	23.00%	23.00%	
<b>6.配件</b>					
该产品收入	25.80	69.98	90.97	118.27	153.75
该产品成本	17.79	57.05	72.78	94.61	123.00
收入增长率	61.96%	171.24%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	31.05%	18.48%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>7.其他</b>					
该产品收入	2.94	13.57	19.00	24.70	31.61
该产品成本	1.59	11.42	15.99	20.78	26.60
收入增长率	-96.67%	361.56%	40.00%	30.00%	28.00%
毛利率	45.92%	15.84%	15.84%	15.84%	15.84%
<b>合计</b>					
营业收入	1,254.57	1,451.67	2,906.01	3,863.23	4,974.71
营业成本	922.85	1,065.19	2,148.21	2,850.26	3,651.07
营业收入增长率	8.92%	8.92%	100.18%	32.94%	28.77%
毛利率	26.44%	26.62%	26.08%	26.22%	26.61%

Source: wind、金元证券

附表2、利润表预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>一、营业收入</b>	1,254.57	1,451.67	2,906.02	3,863.24	4,974.73
减：营业总成本	922.85	1,065.19	2,148.22	2,850.26	3,651.08
营业税金及附加	1.78	4.60	5.77	7.68	9.89
营业费用	117.92	119.63	232.84	309.53	398.59
管理费用	116.04	118.51	213.71	284.11	365.85
财务费用	24.58	28.26	32.45	39.95	51.22
资产减值损失	14.40	21.51	16.05	16.05	16.05
加：公允价值变动收益/（损失）	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
<b>二、营业利润</b>	57.21	93.97	256.97	355.66	482.05

加: 其他非经营损益	(15.68)	23.46	0.00	0.00	0.00
<b>三、利润总额</b>	41.53	117.44	256.97	355.66	482.05
减: 所得税	(10.43)	12.44	38.55	53.35	72.31
<b>四、净利润</b>	51.97	105.00	218.42	302.31	409.74
减: 少数股东损益	0.09	(0.61)	(1.27)	(1.75)	(2.37)
<b>五、归属于母公司的净利润</b>	51.87	105.60	219.69	304.06	412.12

Source: 金元证券

附表3、资产负债表预测(单位: 百万元)

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	536.67	470.62	232.48	309.06	397.98
应收和预付款项	436.75	736.01	1,038.20	1,318.84	1,710.87
存货	686.37	908.90	1,527.69	1,705.18	2,436.00
其他流动资产	0.00	0.45	0.45	0.45	0.45
长期股权投资	1.20	4.20	4.20	4.20	4.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	327.56	421.16	372.56	323.96	266.11
无形资产和开发支出	103.61	143.42	134.53	125.63	116.74
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2,092.15</b>	<b>2,684.76</b>	<b>3,310.10</b>	<b>3,787.33</b>	<b>4,932.34</b>
短期借款	403.00	545.66	437.77	585.43	730.03
应付和预收款项	359.54	675.21	1,191.99	1,221.98	1,816.36
长期借款	98.60	3.60	3.60	3.60	3.60
其他负债	23.92	141.89	141.89	141.89	141.89
<b>负债合计</b>	<b>885.05</b>	<b>1,366.37</b>	<b>1,775.26</b>	<b>1,952.91</b>	<b>2,691.89</b>
股本	274.30	274.30	274.30	274.30	274.30
资本公积	655.76	655.76	655.76	655.76	655.76
留存收益	267.56	373.17	590.88	892.20	1,300.62
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,197.62</b>	<b>1,303.23</b>	<b>1,520.94</b>	<b>1,822.26</b>	<b>2,230.67</b>
少数股东权益	9.48	15.17	13.90	12.15	9.78
<b>股东权益合计</b>	<b>1,207.10</b>	<b>1,318.39</b>	<b>1,534.84</b>	<b>1,834.41</b>	<b>2,240.45</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,092.15</b>	<b>2,684.76</b>	<b>3,310.10</b>	<b>3,787.33</b>	<b>4,932.34</b>

Source: 金元证券

附表4、现金流量表预测(单位: 百万元)

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	(236.34)	(101.63)	(109.87)	(47.07)	(24.79)
投资性现金净流量	(101.93)	(156.69)	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	688.44	98.45	(128.27)	123.64	113.71
<b>现金流量净额</b>	<b>341.31</b>	<b>(160.20)</b>	<b>(238.14)</b>	<b>76.58</b>	<b>88.92</b>

Source: 金元证券

**金元证券行业投资评级标准:**

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed .