

2017 年 11 月 24 日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：

冯胜 S0350515090001

0755-83706284

fengs01@ghzq.com.cn

联系人：

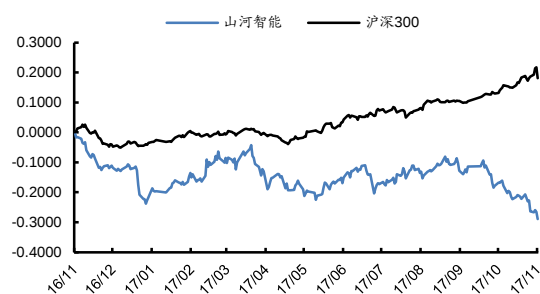
王可 S0350117080013

wangk05@ghzq.com.cn

“一点三线”布局蓄势待发，业绩+战略迎来双拐点

——山河智能（002097）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
山河智能	-13.6	-17.9	-29.7
沪深 300	4.4	9.2	18.1

市场数据 2017-11-23

当前价格（元）	7.17
52 周价格区间（元）	7.17-10.34
总市值（百万）	7572.01
流通市值（百万）	4330.58
总股本（万股）	105606.85
流通股（万股）	60398.57
日均成交额（百万）	109.03
近一月换手（%）	22.19

相关报告

《山河智能（002097）事件点评：一季度业绩预告发布，基本符合预期》——2017-03-31

《山河智能（002097）事件点评：定增顺利过会，收购 AVmax 已无大碍》——2017-01-19

《山河智能（002097）事件点评：公司利润大幅增长，外延并购效应明显》——2016-10-31

《山河智能（002097）事件点评：子公司获得 6 亿盾构大单，“PPP+城轨装备”打开千亿市场》——2016-09-13

《山河智能（002097）中报点评：“新品+海外销售”发力，驱动主业大幅增长》——2016-08-26

投资要点：

■ **国内工程机械优质标的，“一点三线”布局蓄势待发。**公司依靠“先导式创新”模式实现差异化竞争，已跻身于全球工程机械企业 50 强，世界挖掘机企业 20 强；2016 年 10 月公司并表加拿大航空公司 AVmax，战略布局航空装备领域。目前公司已形成“一点三线”的整体业务格局，即聚焦装备制造、工程装备、特种装备、航空装备三翼齐飞；其中工程装备为公司的传统主业，业绩有望稳定增长；特种装备为公司的弹性业务，正步入快速发展通道；航空装备为公司的新兴业务，并表 AVmax 将显著增厚公司业绩。

■ **行业复苏+布局深化，工程装备业务迎来向上拐点。**公司工程机械业务的核心产品是桩工机械和挖掘机械，在行业复苏的背景下，2017 年上半年公司桩机和挖机分别实现营收 5.89、4.93 亿元，同比增长 43.95% 和 41.14%，两大业务皆迎来显著复苏；同时公司不断深化业务布局，2016 年 9 月成立合资公司中铁山河切入长沙城轨市场，已获 6 亿元盾构机订单。凭借深厚技术底蕴，公司已在工程机械行业形成了良好的口碑及美誉度。

■ **技术优势+持续布局，特种装备业务有望持续增长。**公司的特装产品主要包括某型装甲车、“民转军”的 8 吨小挖、自动排雷车等多款产品；在军工产品方面，公司跟军方的合作已长达十年时间，2017 年先后与中国兵器科学研究院、中国华腾工业有限公司签署战略合作协议，技术实力已得到业内充分认可。从业绩上来看，公司 2017 年上半年特种装备业务实现营收 7300 万元，同比增长 137%，在军民融合不断深入的背景下，预计未来业绩有望持续放量。

■ **收购 AVMAX，迎来业绩、战略双拐点。**从业绩层面来看，Avmax 是全球飞机后市场的优质标的，2015 年 9 月至 2016 年 6 月实现净利润 2.06 亿元；根据业绩对赌协议，AVmax2016-2018 年每年的业绩对赌上限是 2.30 亿人民币，未来有望显著增厚公司业绩；从战略层面来看，公司收购完成 AVmax 后将奠定产业升级之路——进军国内民航飞机后市场，其中核心看点体现在两个方面：一是飞机客改货业务，有望受益行业景气度提升；二是协同原有原有子公司，布局通航产业链，将为业绩增长提供良好弹性。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

- **维持公司“买入”评级。**预计公司 2017-2019 年公司净利润分别为 234 百万元、345 百万元、471 百万元，对应 EPS 分别为 0.22 元/股、0.33 元/股、0.45 元/股，按照最新收盘价 7.17 元计算，对应 PE 分别为 32、22、16 倍。公司非公开发行股票已于 2017 年 11 月 12 日上市，合计募集资金 19.79 亿元用于 AVMAX 公司 100% 股权收购事项，我们看好公司“一点三线”布局下的发展前景，继续维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**工程机械业绩继续大幅下滑及军品业务发展不及预期；营业外收入不及预期；通航产业相关政策推进不及预期；AVmax 经营业绩大幅下滑； AVmax 剩余股权收购的不确定性风险。

表 1: 公司盈利及估值预测

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1992	3522	4538	5712
增长率(%)	37%	77%	29%	26%
净利润（百万元）	67	234	345	471
增长率(%)	-329%	250%	48%	36%
摊薄每股收益（元）	0.18	0.22	0.33	0.45
ROE(%)	2.13%	4.35%	6.08%	7.77%

资料来源：wind 资讯，国海证券研究所

表 2: 山河智能盈利预测表

证券代码:	0020974.SZ		股价:	7.17	投资评级:	买入	日期:	2017/11/23	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	2%	4%	6%	8%	EPS	0.18	0.22	0.33	0.45
毛利率	33%	36%	36%	37%	BVPS	6.66	4.39	4.65	5.01
期间费率	28%	25%	25%	24%	估值				
销售净利率	3%	7%	8%	8%	P/E	39.75	32.36	21.92	16.08
成长能力					P/B	1.08	1.63	1.54	1.43
收入增长率	37%	77%	29%	26%	P/S	1.34	2.15	1.67	1.33
利润增长率	-329%	250%	48%	36%	利润表 (百万元)				
营运能力						2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.20	0.27	0.32	0.38	营业收入	1992	3522	4538	5712
应收账款周转率	0.67	0.93	1.00	1.13	营业成本	1327	2260	2889	3619
存货周转率	0.83	1.25	1.45	1.57	营业税金及附加	27	49	62	79
偿债能力					销售费用	181	317	476	657
资产负债率	69%	59%	60%	60%	管理费用	223	387	522	685
流动比	1.14	1.51	1.54	1.57	财务费用	119	140	129	115
速动比	0.83	1.21	1.23	1.25	其他费用 / (-收入)	(75)	(87)	(87)	(80)
资产负债表 (百万元)					营业利润	40	283	372	477
	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	73	71	71	77
现金及现金等价物	1027	3125	3249	3556	利润总额	112	354	443	554
应收款项	2965	3796	4518	5061	所得税费用	18	53	66	83
存货净额	1608	1849	2041	2354	净利润	94	301	376	471
其他流动资产	337	441	505	562	少数股东损益	27	67	31	0
流动资产合计	5937	9148	10249	11470	归属于母公司净利润	67	234	345	471
固定资产	3415	3254	3101	2956	现金流量表 (百万元)				
在建工程	25	45	55	65		2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	484	484	436	388	经营活动现金流	196	249	244	416
长期股权投资	39	39	39	39	净利润	94	301	376	471
资产总计	10172	13243	14153	15190	少数股东权益	27	67	31	0
短期借款	2610	2610	2610	2610	折旧摊销	124	219	211	199
应付款项	1677	1842	1952	2040	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	156	277	356	449	营运资金变动	(49)	(339)	(375)	(253)
其他流动负债	775	1327	1740	2220	投资活动现金流	(865)	141	143	135
流动负债合计	5218	6056	6659	7319	资本支出	(2319)	141	143	135
长期借款及应付债券	1318	1318	1318	1318	长期投资	1	0	0	0
其他长期负债	491	491	491	491	其他	1452	0	0	0
长期负债合计	1809	1809	1809	1809	筹资活动现金流	2767	1931	(69)	(94)
负债合计	7026	7865	8467	9128	债务融资	2027	0	0	0
股本	371	1056	1056	1056	权益融资	0	1978	0	0
股东权益	3146	5378	5686	6062	其它	740	(47)	(69)	(94)
负债和股东权益总计	10172	13243	14153	15190	现金净增加额	2098	2321	317	457

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

【机械组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3 年机械行业实业工作经验，4 年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖油气产业、工业自动化及人工智能、通用航空、无人机等领域。

王可，中南财经政法大学经济学硕士，2017 年 7 月加入国海证券研究所，重点覆盖天然气产业链、工程机械等领域。

熊绍龙，武汉大学工学硕士、学士，3 年天然气行业实业工作经验，1 年公募基金买方行业研究经验。2017 年 6 月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、工业自动化等领域。

【分析师承诺】

冯胜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。