

2016年09月13日

公司研究

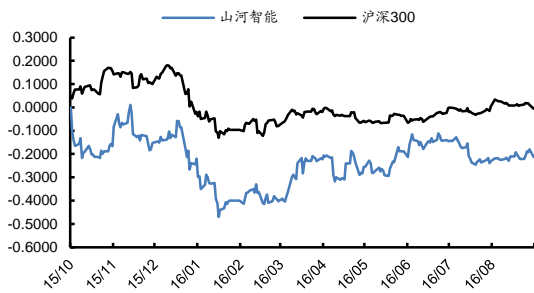
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn

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

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
山河智能	2.3	-3.1	-29.2
沪深300	-1.0	3.1	-2.5

市场数据 2016/09/13

当前价格（元）	9.33
52周价格区间（元）	6.18 - 12.50
总市值（百万）	7047.18
流通市值（百万）	5872.82
总股本（万股）	75532.50
流通股（万股）	62945.55
日均成交额（百万）	253.52
近一月换手（%）	44.78

相关报告

《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

《山河智能（002097）事件点评：工程机械一季度业绩超预期，上调盈利预测*机械行业*冯胜》——2016-04-01

《山河智能（002097）事件点评：AVmax资产优良，有望增厚业绩2.3亿元（买入）*机械行业*冯胜》——2016-01-18

《山河智能（002097）：拟收购AVmax，业绩、战略迎来双拐点（买入）*机械行业*冯胜》——2016-01-12

《山河智能（002097）公司点评：航空业务板块发展可期（中性）*机械行业*冯胜》——

事件：

- 公司9月8日发布公告，与中铁装备、中铁五局合资成立中铁山河公司（公司股权占比为50%），积极参与PPP模式的都市地下工程开发项目，进军盾构机、隧道成套装备以及地下管廊市场。
- 公司网站（<http://www.sunward.com.cn/news/483524.htm>）9月12日公布，截至目前中铁山河已经与中铁五局、中铁六局和中建五局就长沙地铁5号线施工所需土压平衡盾构机签署采购意向书，签约订单10台。

投资要点：

- **长沙城轨市场规模三千亿，设备投资约两百亿。**长沙城市轨道交通线网（地铁）规划由12条线路组成，全长456公里。以3号线为例，一期工程线路全长约36.5km，工程总投资238.14亿元，对应平均每公里投资6.5亿元。按此推算，长沙城轨总投资额约为3000亿元。根据行业惯例粗略估算，土建投资占城轨总投资比重约为50-60%，即1500-1800亿元；其中10-15%为设备投资，即150-270亿元。
- **联手中铁，有望通过三方面切入城轨市场。**中铁系统是长沙城轨建设一级承包方的主力部队，而山河智能则是具备多品种装备研制与施工资质的本地公司。中铁山河作为一个利益共享平台，将中铁装备、中铁五局与山河智能绑定在一起，市场空间与获利路径明晰。对于山河智能而言，未来有望获取三方面的效益：一是城轨装备，即承接中铁系统在长沙地区城轨建设工程中的装备研制；二是PPP项目，即承接中铁系统在长沙地区的二级项目分包；三是绑定中铁装备，山河智能有望切入中铁系统在全球范围内的装备供应渠道。
- **6亿元盾构机订单凸显竞争优势。**长沙城轨建设项目中，盾构机采用“本地采买”原则。作为当地具备盾构机研制能力的少数企业，山河智能通过与中铁系统的联合，直接与老牌盾构机供应商铁建重工开展竞争。此次，除了获得中铁系统的订单外，同时获得中建系统的订单，充分展示了合资公司的地缘优势与技术实力。根据市场行情，盾构机单台售价预计约为6000万元，此次获得6亿元大单将有效增厚公司业绩。
- **维持买入评级。**此次切入城轨千亿市场为山河智能工程机械业绩反转进一步夯实基础，是其深厚研发底蕴的逻辑延伸，符合我们此前明确提出

2015-12-16

的投资逻辑;此外,公司另一条业务主线航空产业链布局进入收官阶段,将迎来“业绩+估值”的戴维斯双击行情。在不考虑收购 AVmax 的前提下,预计 2016-18 年公司归母净利润分别为 0.80、2.13、2.51 亿元;在考虑分步收购 AVmax 前提下,预计 2016-18 年公司归母净利润分别为 1.03、3.97 和 4.90 亿元,对应 EPS 分别为 0.10、0.38 和 0.46 元每股,按照 9 月 12 日收盘价 9.33 元计算,对应 PE 分别为 93、25 和 20 倍,建议买入,目标价为 18.66 元。

- **风险提示:** 相关订单落实执行的不确定性风险;工程机械业绩继续大幅下滑及军品业务发展不及预期;收购 AVmax 行政审批不通过的风险。

表 1: 公司盈利及估值预测 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	1456	1607	1828	2081
增长率 (%)	-21%	10%	14%	14%
净利润 (百万元)	(29)	80	213	251
增长率 (%)	-547%	—	165%	18%
摊薄每股收益 (元)	-0.04	0.11	0.28	0.33
ROE (%)	-1.21%	3.21%	7.83%	8.44%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 2: 公司盈利及估值预测 (考虑本次发行股份摊薄因素及收购 AVmax 影响)

年份	2016E	2017E	2018E
净利润 (百万元, 不考虑 AVmax)	80	213	251
AVmax 实际净利润 (百万元)	229	251	276
AVmax 并表的净利润 (百万元)	22	183	239
合计净利润 (百万元)	102	397	490
股本 (百万, 不考虑增发)	755	755	755
增发股本 (百万)	302	302	302
股本合计 (百万)	1057	1057	1057
EPS	0.10	0.38	0.46

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

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%。

表 3: 山河智能盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购 AVmax 的影响)

证券代码:	002097.SZ		股价		9.33	投资评级:	买入		日期:	2016/9/13
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E		每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力						每股指标				
ROE	-1%	3%	8%	8%		EPS	-0.04	0.11	0.28	0.33
毛利率	28%	31%	34%	34%		BVPS	3.15	3.26	3.54	3.87
期间费率	37%	26%	22%	21%		估值				
销售净利率	-2%	5%	12%	12%		P/E	-241.01	87.70	33.10	28.06
成长能力						P/B	2.96	2.86	2.64	2.41
收入增长率	-21%	10%	14%	14%		P/S	4.84	4.39	3.85	3.39
利润增长率	-547%	—	165%	18%						
营运能力						利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.23	0.23	0.24	0.26		营业收入	1456	1607	1828	2081
应收账款周转率	0.63	0.67	0.74	0.82		营业成本	1045	1102	1214	1373
存货周转率	0.89	0.91	0.98	1.10		营业税金及附加	8	9	10	11
偿债能力						销售费用	191	149	133	152
资产负债率	62%	65%	64%	63%		管理费用	173	148	168	191
流动比	1.22	1.21	1.27	1.33		财务费用	166	111	98	82
速动比	0.91	0.93	1.01	1.08		其他费用/(-收入)	(55)	(82)	(50)	(58)
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		营业利润	(181)	5	156	214
现金及现金等价物	919	1679	2155	2745		营业外净收支	158	88	98	88
应收款项	2326	2391	2470	2526		利润总额	(24)	93	253	302
存货净额	1179	1223	1247	1258		所得税费用	11	14	38	45
其他流动资产	141	131	149	170		净利润	(35)	79	215	257
流动资产合计	4565	5424	6022	6700		少数股东损益	(6)	(1)	2	5
固定资产	1079	991	911	838		归属于母公司净利润	(29)	80	213	251
在建工程	42	42	44	46		现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	496	499	452	405		经营活动现金流	152	(35)	33	29
长期股权投资	40	77	52	52		净利润	(35)	79	215	257
资产总计	6319	7130	7578	8138		少数股东权益	(6)	(1)	2	5
短期借款	1856	2456	2486	2516		折旧摊销	121	148	140	128
应付款项	1613	1563	1689	1871		公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	74	121	163	185		营运资金变动	73	(261)	(324)	(361)
其他流动负债	195	360	395	465		投资活动现金流	30	51	103	71
流动负债合计	3738	4500	4732	5036		资本支出	165	88	78	71
长期借款及应付债券	45	15	15	15		长期投资	(17)	(37)	25	0
其他长期负债	112	112	112	112		其他	(118)	0	0	0
长期负债合计	157	127	127	127		筹资活动现金流	578	570	30	30
负债合计	3895	4626	4859	5163		债务融资	3	570	30	30
股本	755	755	755	755		权益融资	0	0	0	0
股东权益	2424	2504	2719	2975		其它	575	0	0	0
负债和股东权益总计	6319	7130	7578	8138		现金净增加额	760	586	166	129

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

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，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

【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惟一参考因素，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。