

振华港机（600320）：期待海上重型机械业务带来惊喜

增持

机械行业

2009年2月19日

郭敏

021-58824282-886

guom@txsec.com

事件描述：

昨日，我们对振华港机进行了实地调研，与公司管理人员就经营情况、发展战略以及目前市场比较关心的问题进行了沟通交流。

评论：

- 行业龙头地位牢固：**公司是全球最大的港口机械及大型钢结构制造商，具备全球同业最大产能、最强整机运输船队和最长码头岸线的核心竞争优势。自1998年起公司主要产品集装箱起重机已连续9年位居全球市场占有率的第一位，国际市场占有份额远远领先于其他竞争对手。最近，公司收购上海港机的工作已经进入了尾声，两家港机合并将进一步巩固公司的行业龙头地位。
- 手持订单充足，09年业绩有保障。**在全球经济一片萧条的情况下，外界普遍预期公司将受到国际贸易量减少的冲击。公司凭借着在行业中较强的实力保持了充足的订单，为09年业绩持续增长打下了基础。目前公司手持订单42亿美元，订单数量较去年同期上涨20%，并且尚未出现撤单的情况。公司08年09年的产值目标分别是280亿元和350亿元。
- 借鉴传统业务崛起经验，大力发展海上重型机械。**公司与06年开始进入海上重型机械领域，在预期传统业务上升空间受限的情况，公司将下一步的发展目标投向了海上重型机械市场。（1）**海上重型机械市场容量大，毛利率高。**海上重型机械每年有500亿美元的市场容量，而该业务技术要求高，有能力拓展该业务的厂家少，处于供不应求的状态。并且该业务的毛利率高，比公司的传统业务高出10%左右。（2）**公司发展该业务优势突出。**公司自06年进入该市场以来，在技术和实力方面都有了一定的积累。公司目前可以生产的产品包括大型浮吊、铺管船和海上石油钻井平台等。公司将技术创新作为发展该业务的立足点。建立了博士后流动站，正在筹建海工产品研究所，进一步加大在技术方面的投入。扩建的长兴岛基地也是为了满足发展该业务的需要。（3）**业务增长或将超出市场预期。**由于海上重型机械的生产方式特殊，大多采用先生产再出售的方式。一般在生产过程中会接到订单。目前在建的海上重型机械有7-10台，其中2-4台是不包含在订单中的。由于该类产品价格高昂，售出的时点会对公司收入和利润产生较大影响。（4）**09年公司将大力拓展市场占有率。**在该业务上公司的目标是在3-5年占到公司产值的50%以上。由于该业务较高的毛利率，对利润的贡献大于传统业务，将为公司未来利润的增长提供空间。我们认为该业务将会是公司未来成长的最大亮点。（5）**将享受国家政策支持。**国务院出台的船舶振兴规划中涉及到了要加大对海上工程设备的投入，对公司拓展该业务将会是一大利好，由于目前规划细则尚未出台，我们将密切关注振兴规划对公司的影响。
- 集装箱起重机业务进入稳定发展期。**公司主营产品岸桥和岸桥的全球市场占有率分别在70%和50%左右。由于较高的市场占有率，所以未来提升的空间不大。加之对集装箱起重机行业未来增速放缓的预期，公司该业务将步入稳定发展期。
- 5、公司向大股东中交股份定向增发收购上海港机100%的股权和江天实业60%的股权已获批。08年年报中并入



公司进行核算。上海港机08年的产值约为30亿元，06年公司收入的58%来源于集装箱起重机业务。上海港机的长兴岛基地规模仅次于公司长兴岛基地，并且距离公司基地仅有一墙之隔，两家港机合并后将有效扩充公司产能，并且避免了同业竞争。江天实业的主要资产是江天大厦，主要业务是位于江天大厦内江天宾馆的酒店经营业务。江天大厦与振华港机办公场所相邻。振华港机于本次购买资产后拟将江天大厦改建成公司的科研及办公大楼，加大研发投入。

6. 现金流问题归因于钢材储备。公司08年3季度经营现金流出现了负值，主要是因为公司储备了大量的钢材。公司生产所用到的钢材是特种钢材，与普通中厚板有所不同。该类钢材有4-6个月的供货期，因此需要提前订货。08年上半年公司锁定了09年生产将用到的大部分钢材。虽然订购时钢材价格较高，但是由于公司跟钢厂有长期协议，截至08年11月份，该部分钢材价格仍比市场价格低10%左右。预计这部分钢材将能满足公司09年上半年的用钢需求。但公司会因为钢材的储备而无法获得钢价下跌所带来的超额收益，预计公司08-09年的毛利率将降低1个百分点。

7. 盈利预测及评级：我们认为公司未来业绩增长点主要来自于海上重型机械业务，公司拥有在短短几年内将公司的集装箱起重机业务做成全球行业龙头的成功经验，加上国家政策对发展海洋工程设备的支持和公司在该业务上的大力投入，未来3-5年内海上重型机械业务的发展值得期待。传统业务进入稳步发展阶段，也能够对公司业绩形成一定的支撑，我们仍然看好公司未来的发展。我们小幅调整对公司的盈利预测，预计公司08-10年每股收益的预测分别为0.70元，0.90元和1.01元。维持对公司的“增持”评级。我们将继续跟踪公司业务发展情况，及时作出判断。

8. 风险提示：(1) 原材料价格的上升的风险；(2) 对全球贸易状况依赖的风险；(2) 传统业务增长空间受限的风险。

图表 1：公司岸桥需求量分析

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
全球岸桥保有量（台）	3531	3850	4200	4565	4938
更新率	3%	3%	3%	3%	3%
更新需求（台）	106	116	126	137	148
全球岸桥新增需求（台）	213	235	239	236	229
增速	22%	10%	2%	-2%	-3%
合计（台）	319	350	365	373	377
公司岸桥占有率	74%	70%	70%	70%	70%
公司岸桥销售量（台）	236	245	256	261	264

资料来源：天相投顾整理

图表 2：公司场桥需求量分析

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
全球场桥保有量（台）	4454	5310	6200	7124	8065
更新率	3%	3%	3%	3%	3%
更新需求（台）	134	159	186	214	242



全球场桥新增需求	722	731	738	727	705
增速	32%	1%	1%	-2%	-3%
合计（台）	856	890	924	941	947
公司场桥占有率	52%	50%	50%	50%	50%
公司场桥销售量（台）	445	445	462	470	474

资料来源：天相投顾整理

图表 3：公司重大合同

交货时间	金额	产品	购货商
2010 年	8000 万美元	大型散货设备	巴西淡水河谷公司
2010 年 5 月-2010 年 7 月	1 亿美元	8 台双 40 英尺集装箱起重机	台湾阳明海运有限公司
2009 年-2010 年第一季度	3.43 亿美元	87 台集装箱起重机	迪拜港口世界集团（DPW）
2008.9-2009.12	20 亿人民币	一台浅水铺管兼 4000T 全回转浮式起重多用途船	西班牙 Arborec Desarrollos Sociedad Anonima
2009.3-2010.5	3.5 亿美元	11 余万吨大型钢构	Fluor Limited
2007.12-2009 年底	2 亿美元	53 台港口机械	台北港货柜码头有限公司
2007.11-2008.12	6.06 亿人民币	设备制造和系统承建	太仓武港码头
2008.03-2009.01	2.5 亿美元	31 台大型双 40 尺岸边集装箱起重机	新加坡港务局
2008-2009	2.5 亿美元	15 台大型双 40 尺岸边集装箱起重机和 32 台轨道吊	
2007-2012	2 亿美元	续签 5 年集装箱起重机采购协议	马士基
2007-2008	2 亿美元	12 台大型双 40 尺岸边集装箱起重机和 42 台全自动化轨道龙门起重机	韩进海运集团

资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表 4：振华港机盈利预测

项目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入（万元）	1,709,666	2,100,547	2,670,882	3,098,533	3,697,255
营业收入增长率（%）	41.24%	22.86%	27.2%	16.0%	19.3%
二、减：营业成本	1,450,861	1,783,124	2,305,939	2,672,569	3,154,047
营业成本增长率（%）	38.34%	22.90%	29.3%	15.9%	18.0%
营业税金及附加	2,336	2,919	3,739	4,338	5,176
资产减值损失	5,691	9,714	8,013	9,296	14,789
销售费用	3,566	4,047	5,342	6,197	9,243
管理费用	29,131	47,846	61,430	71,266	85,037
财务费用（收益以“-”号填列）	45,600	49,598	26,709	30,985	36,973
期间费用	78,297	101,492	93,481	108,449	131,253

期间费用率 (%)	4.6%	4.8%	3.5%	3.5%	3.6%
加：公允价值变动净收益	(1,590)	12,790	10,000	51,700	10,000
三、营业利润	170,924	216,416	269,710	355,581	401,990
营业利润增长率 (%)	29.7%	26.6%	24.6%	31.8%	13.1%
营业利润率 (%)	10.0%	10.3%	10.1%	11.5%	10.9%
加：营业外收入	3,312	5,332	15000.00	5000.00	5000.00
减：营业外支出	2,157	3,521	6000.00	3000.00	3000.00
四、利润总额	172,080	218,227	278,710	357,581	403,990
利润总额增长率 (%)	30.5%	26.8%	27.7%	28.3%	13.0%
减：所得税	10,296	17,082	41,806	53,637	60,599
实际所得税率 (%)	5.98%	7.83%	15.00%	15.00%	15.00%
五、净利润	161,784	201,145	236,903	303,944	343,392
净利润增长率 (%)	32.6%	24.3%	17.8%	28.3%	13.0%
归属于母公司所有者的净利润	160,605	200,457	236,193	303,032	342,361
母公司净利润增长率 (%)	33.00%	24.81%	17.83%	28.30%	12.98%
净利润率 (%)	9.39%	9.54%	8.84%	9.78%	9.26%
少数股东损益	1,179	688	711	912	1,030
每股收益 (元/股)	0.52	0.62	0.70	0.90	1.01

数据来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5%—15%
3	中性	(-) 5%—(+) 5%
4	减持	(-) 5%—(-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002