

振华港机（600320）：从“岸边”到“海上” 多元化发展促增长 增持（维持）

机械行业

当前股价：9.40 元

报告日期：2009 年 3 月 17 日

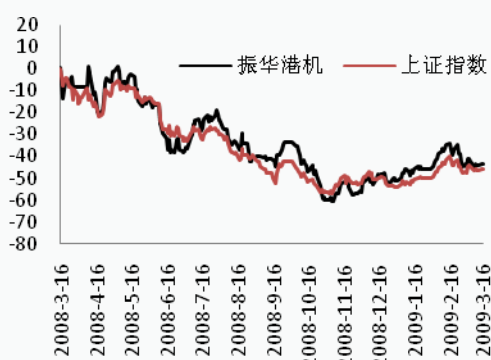
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	21,005	26,743	31,022	36,884
(+/-)	22.86%	27.31%	16.00%	18.90%
营业利润	2,164	2,730	3,480	3,972
(+/-)	26.62%	26.13%	27.48%	14.16%
归属母公司净利润	2,005	2,415	3,008	3,426
(+/-)	24.81%	20.47%	24.57%	13.88%
每股收益（元）	0.62	0.72	0.89	1.01
市盈率（倍）	15.2	13.1	10.6	9.3

公司基本情况（2009 年 3 月 16 日止）

总股本/已流通 A 股(亿股)	32.1/15.2
流通市值（亿元）	143.07
每股净资产（元）	3.79
资产负债率（%）	72.73

股价表现（最近一年）



天相机械小组

021-58824282-832 wangfan@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- **公司的订单状况。**公司目前手持订单42亿美元。在外界普遍预期港口机械受经济影响较大的情况下，为09年公司业绩的持续增长提供了保障。
- **公司海上重型机械业务发展状况。**海上重型机械市场容量大，毛利率高。公司发展该业务优势突出，09公司将加大该业务市场的开拓力度。由于海上重型机械采用先生产再出售的方式，部分在建产品不包含在订单中。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。另外，国务院船舶振兴规划的出台对公司发展该业务构成利好。
- **公司的多元化发展战略。**公司利用多年港口机械的生产优势，除保持传统业务稳步发展和大力拓展的海上重型机械业务外，在散货机械，大型钢结构和港机配件业务方面也加大投入，形成5大相互促进，协调发展的全新产业版图。
- **公司的盈利能力状况。**受原材料价格上升的影响，公司的毛利率在08年和09年将会下降1-2个百分点。而公司开拓的新业务毛利率高，为公司未来利润增长提供了新的空间。

投资要点：

- **国务院船舶振兴规划**对公司发展海上重型机械业务将起到促进作用。我们认为海上重型装备将会是公司未来成长的最大亮点。振兴规划中涉及将加大对海上工程设备的投入，对公司拓展该业务将起到推动作用。
- **全球港口机械龙头地位牢固。**公司连续9年保持集装箱起重机市场占有率全球第一，行业龙头地位牢固。在经济环境不景气的条件下，凭借着较强的竞争力，集装箱起重机业务仍然会是公司持续发展的保障。
- **并购上海港机1+1>2。**两家港机合并后，有利于发挥资源整合优势，有效扩充产能，进一步扩大市场份额。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2008-2010 年每股收益分别为：0.72 元、0.89 元、1.01 元，以 09 年 3 月 16 日收盘价 9.40 元计算，对应动态市盈率水平分别为：13.1 倍、10.6 倍、9.3 倍。维持公司的“增持”评级。
- **风险提示：**提醒投资者注意原材料价格波动和全球贸易量下滑的风险。

正文目录

1. 全球港口机械行业龙头	4
1.1 历史沿革及发展战略	4
1.2 公司的组织结构及资产分布	4
1.3 公司主营业务介绍	5
2. 集装箱起重机行业：进入稳定发展期	6
2.1 全球贸易增长推动行业发展	6
2.2 需求增速放缓，行业将进入稳定发展期	9
3. 海上重型机械行业：市场前景广阔	11
3.1 能源紧张推动海上重型机械的发展	11
3.2 海上重型机械市场容量大、利润高	11
3.3 产业振兴规划促进我国海工装备发展	11
4. 多元化发展拓展产业版图	12
4.1 集装箱起重机业务优势突出，稳步增长	12
4.2 借鉴传统业务崛起经验，大力发展海上重型机械	14
4.3 多业务相互协调 共同发展	15
4.4 订单充足，09 年业绩有保障	17
4.5 并购上海港机：1+1>2	17
5. 公司竞争力分析	18
6. 公司财务分析	20
6.1 公司盈利能力分析	20
6.2 公司偿债能力分析	20
6.3 公司现金流量分析	21
7. 公司估值和投资建议	25
8. 风险提示	25



图表目录

图表 1: 主营业务收入构成 (08 年中报)	6
图表 2: 主营业务地区分布 (08 年中报)	6
图表 3: 公司营业收入变化	6
图表 4: 公司归属母公司净利润变化	6
图表 5: 全球集装箱海运量 (单位: 百万载重吨)	7
图表 6: 全球集装箱起重机需求变化	7
图表 7: 全球港口新增吞吐能力	8
图表 8: 2008 全球港口集装箱吞吐量排名	8
图表 9: 我国港口集装箱吞吐量	8
图表 10: 集装箱起重机需求决定因素	9
图表 11: 集装箱船各船型新接订单	10
图表 12: 2008 年集装箱船各船型运力占比	10
图表 13: 订单中不同臂长岸桥的占比	10
图表 14: 韩国海洋工程设备合同分布	11
图表 15: 中国海洋石油产量规划	12
图表 16: 集装箱起重机业务收入情况	12
图表 17: 集装箱起重机全球市场份额	13
图表 18: 振华港机的创新产品	13
图表 19: 集装箱起重机的成本构成	14
图表 20: 07 年 10 月募集资金扩建生产基地项目	15
图表 21: 公司各项业务及市场容量	16
图表 22: 公司重大合同	17
图表 23: 大股东中交股份的主要业务板块	18
图表 24: 被收购公司主要财务数据 (单位: 万元)	18
图表 25: 波特五力模型分析公司竞争力	19
图表 26: 公司盈利能力指标	20
图表 27: 公司偿债能力指标	21
图表 28: 公司现金流量指标	21
图表 29: 公司岸桥销售量预测	22
图表 30: 公司场桥销售量预测	22
图表 31: 分项业务预测 (单位: 万元)	23
图表 32: 公司盈利预测 (单位: 万元)	24
图表 33: 估值对照表	25

1. 全球港口机械行业龙头

1.1 历史沿革及发展战略

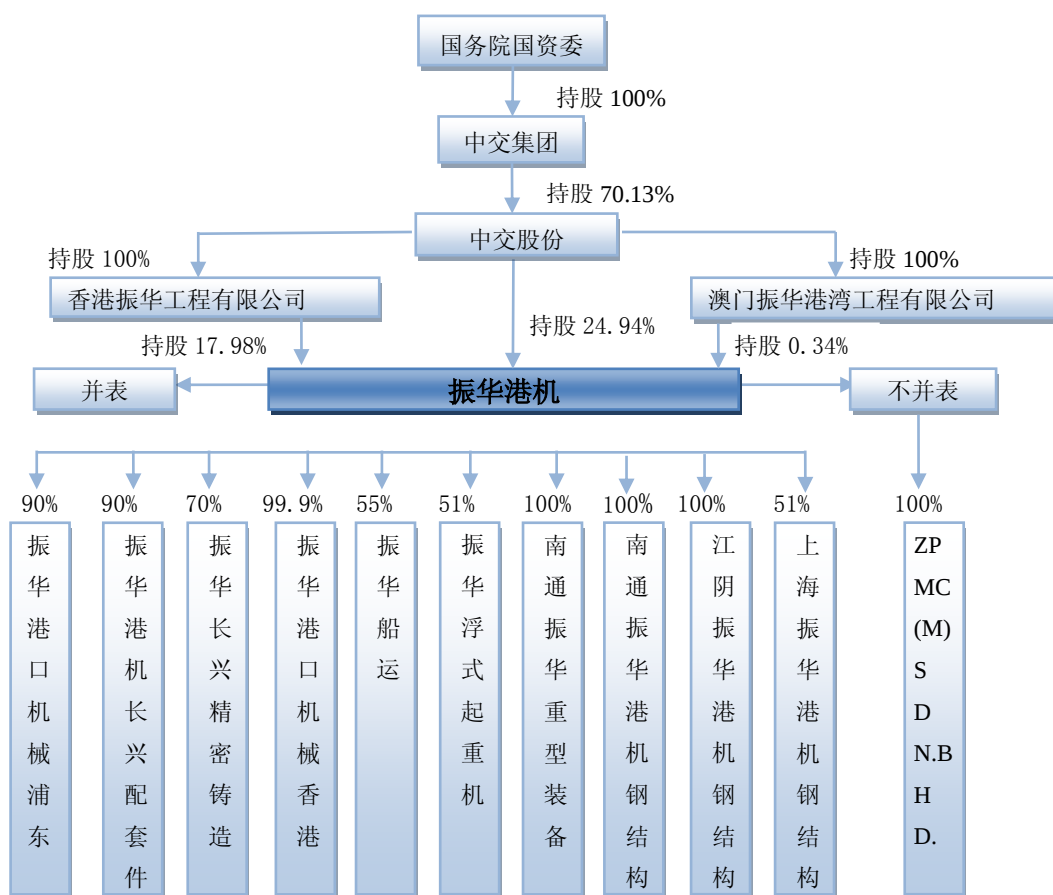
振华港机成立于 1992 年，1997 年改制成立股份有限公司。目前，公司是全球最大的港口机械及大型钢结构制造商。

公司实施**专业化基础上的多元化战略**，在巩固和发展集装箱起重机业务的同时，积极进行多元化发展。目前，公司形成了集装箱起重机、海上重型机械、大型钢结构、散货机械和港机配件五大相互关联、相互支撑的全新产业结构。

1.2 公司的组织结构及资产分布

公司的控股股东为中国交通建设股份有限公司(下称“中交股份”)，控股 24.94%。中交股份是由中国交通建设集团公司（下称“中交集团”）2006 年 10 月 8 日独家发起设立的。目前公司拥有 12 家子公司，7 处生产基地。其中长兴岛基地是目前全球规模最大、技术水平一流的起重机制造基地。

图表 1：公司股权结构及控股参股公司



资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 2：公司生产基地概况

	主要产品	设备/装备	生产能力
长兴基地	岸桥、以钢构为主的重型设备的制造安装，整机运输	长兴岛基地是世界规模最大、技术水平一流的起重机制造基地。105 万平方米厂房和 3500 米深水岸线。	
常州基地	起重机吊具	占地 4.71 万平方米	
江阴基地	散货机械及场桥	基地合计占地面积 42.38 万平方米，拥有 5.2 万平方米的钢结构车间和 752 米的深水岸线。	
长兴工业园区	生产大车行走轮等部件	占地面积 21 万平方米，下辖大车行走、司机室、精密铸造、小件加工四个分厂。	
南通基地	场桥、散货机械、以及大型海上采油平台和桥梁钢构。	占地面积 27.93 万平方米，拥有 1283 米的深水岸线，	规划年生产场桥 200 台、散货机械 10 台、以及大型海上采油平台和桥梁钢构。
南通重齿	大型减速箱、大型锚铰机、动力定位系统	一期占地 33.4 万平方米，二期工程即将展开，是亚洲一流的减速箱制造基地。	可自行设计、制造应用于多种工况硬齿面高精度减速器，年生产能力达 2 万套，重量 3 万吨。
南汇基地		占地面积约 15 万平方米，拥有 300 米岸线的码头，配置一台 200 吨的龙门吊。	

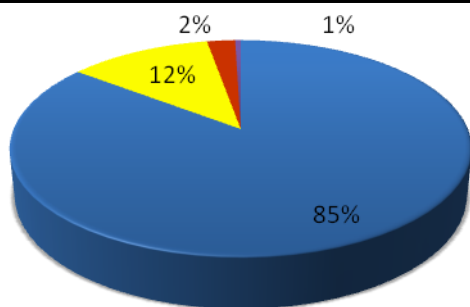
资料来源：公司公告，天相投顾整理

1.3 公司主营业务介绍

公司的主营业务包括集装箱起重机、散货机件、海上重型机械和船舶运输。自 1998 年起公司集装箱起重机产品已连续 9 年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。公司产品现已出口至欧、美、亚、非、澳 73 个国家和地区 120 多个港口。

公司 2005-2007 年营业收入的复合增长率为 20.2%，净利润的复合增长率为 18.1%。08 年上半年公司约 85% 的主营业务收入来自于集装箱起重机业务。公司 06 年开始进军海上重型机械业务，海上重型机械市场需求量大，制造难度大，处于供不应求的状态，07 年度公司该业务的收入占比约为 7%。

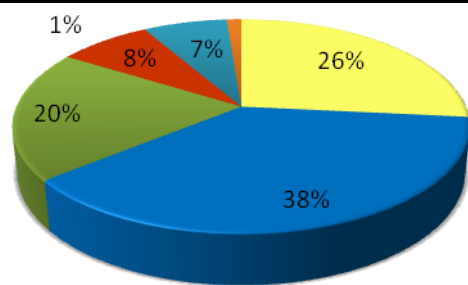
图表 1：主营业务收入构成（08 年中报）



■ 集装箱起重机 ■ 散货机件
■ 海上重型装备 ■ 船舶运输

资料来源：公司公告，天相投顾整理

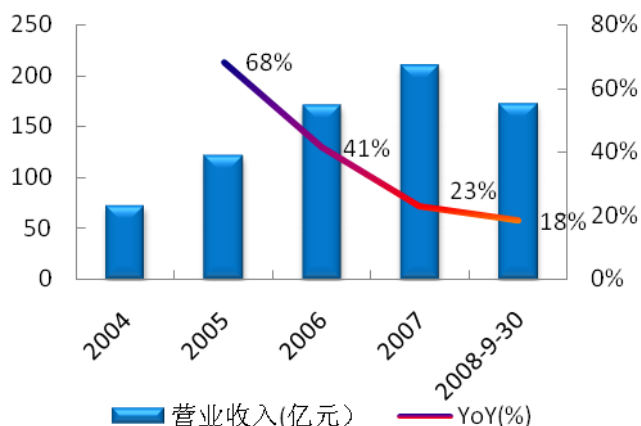
图表 2：主营业务地区分布（08 年中报）



■ 中国大陆(外销) ■ 亚洲(除中国大陆)
■ 美洲 ■ 中国大陆
■ 欧洲 ■ 非洲

资料来源：公司公告，天相投顾整理

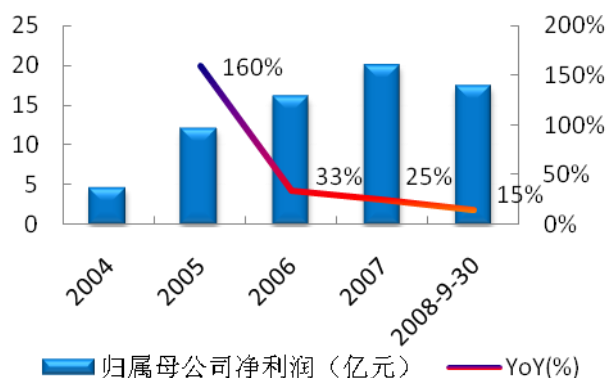
图表 3：公司营业收入变化



■ 营业收入(亿元) ■ YoY(%)

资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 4：公司归属母公司净利润变化



■ 归属母公司净利润(亿元) ■ YoY(%)

资料来源：公司公告，天相投顾整理

2. 集装箱起重机行业：进入稳定发展期

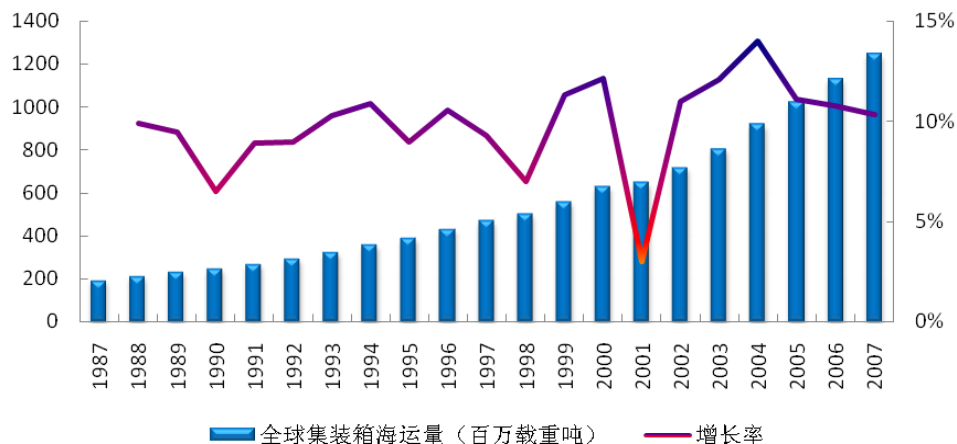
2.1 全球贸易增长推动行业发展

海上贸易集装箱化率提高。全球约 90%的国际贸易涉及海上运输。在过去的 20 年中，由于集装箱低成本的优势，海运中集装箱化率从 1985 年的 32%上升到 2005 年的 67%。全球港口集装箱吞吐量从 2001 年的 2.47 亿 TEU 上升到了 4.84 亿 TEU。产业研究机构 OneStone Consulting Group 预计 2006—2010 年间全球港口集装箱吞吐量将保持每年平均 9.4%的复合增长达到 6.25 亿 TEU。

经济和贸易的快速发展带动了集装箱起重机的需求。经济和贸易的快速发展促进了港口码头的新建和改扩建。全球各大港口营运当局纷纷加大扩建投资，使集装箱起重机的需求量在过去几年里保持了强劲的增长趋势。根据 OneStone Consulting Group 的判断，在 2006—2010 年期间，全球 85 个国家的港口营运当局在

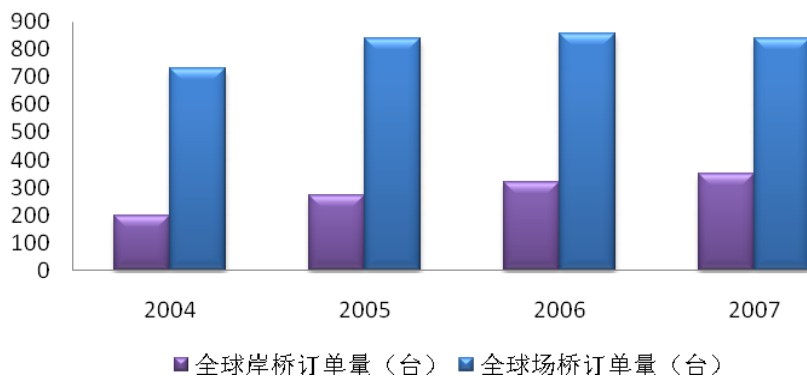
动工和拟建设的港口投资建设项目超过 260 个，其中购置岸桥的支出将达到 92 亿美元。

图表 5：全球集装箱海运量（单位：百万载重吨）



资料来源：Clarkson, 天相投顾整理

图表 6：全球集装箱起重机需求变化



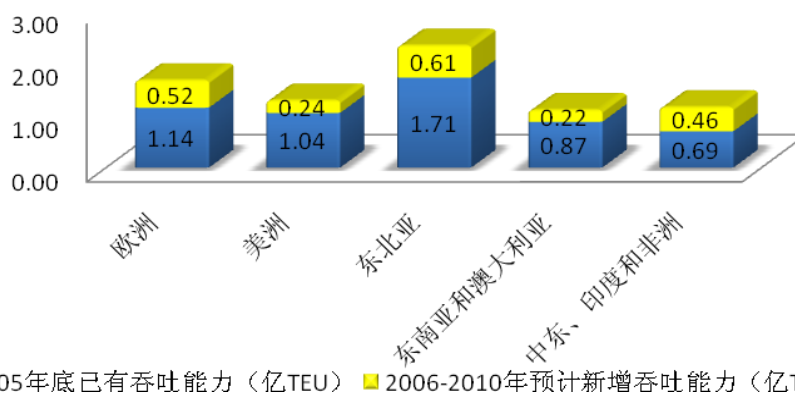
资料来源：World Cargo News, 天相投顾整理

新兴市场国家成为港口投资的主导力量。从全球集装箱码头的建设情况来看，随着 2002~2007 年全球集装箱码头建设高峰期的结束，全球集装箱起重机的需求将会受到一定程度影响，新兴市场国家成为支撑新增需求增加的主要力量。Onestone 预计的 2006-2010 年港口将增加的 2.04 亿新增的吞吐能力中，东北亚地区的中日韩新增 0.608 亿 TEU。

我国是全球港口建设投资最大的国家。港口作为国家重要的基础设施，在我国国民经济的发展中起着战略性作用。据统计，至 2005 年底，全国港口已拥有万吨级以上生产泊位 1030 个，新增港口吞吐能力 5.4 亿吨。“十五”期间，全国沿海港口建设共完成投资 1323 亿元，是“九五”期间的 2.7 倍，集装箱吞吐能力增加 135%，达到 5878 万标箱，08 年全球集装箱港口吞吐量的排名中，中国有 6 大港口吞吐量超过 1000 万 TEU 进入了前十名。中国的港口建设周期直接带动了港口机械的需求。根据国家交通部预测，到 2020 年全国水路货运量将是 2005 年的 2 倍，达到 44 亿吨。水运基础设施建设投资在近十年内将保持稳定增长。



图表 7：全球港口新增吞吐能力



■ 2005年底已有吞吐能力 (亿TEU) ■ 2006-2010年预计新增吞吐能力 (亿TEU)

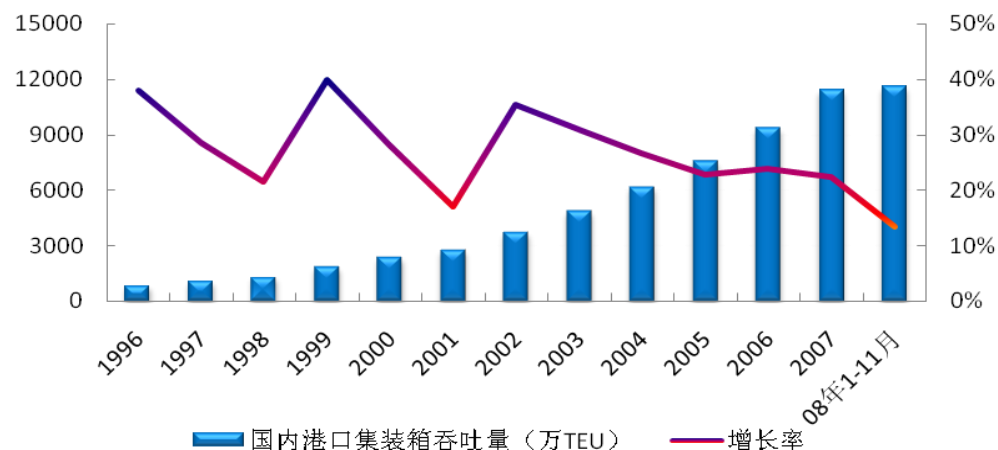
资料来源：公司招股说明书, Onestone Consulting Group (Container Terminal Focus 2015, 天相投顾整理)

图表 8：2008 全球港口集装箱吞吐量排名

	万 TEU
1 新加坡港	2992
2 上海港	2801
3 香港港	2430
4 深圳港	2142
5 韩国釜山港	1342
6 迪拜港	1200
7 广州港	1100
8 宁波舟山港	1084
9 鹿特丹港	1083
10 青岛港	1002

资料来源：交通部，天相投顾整理

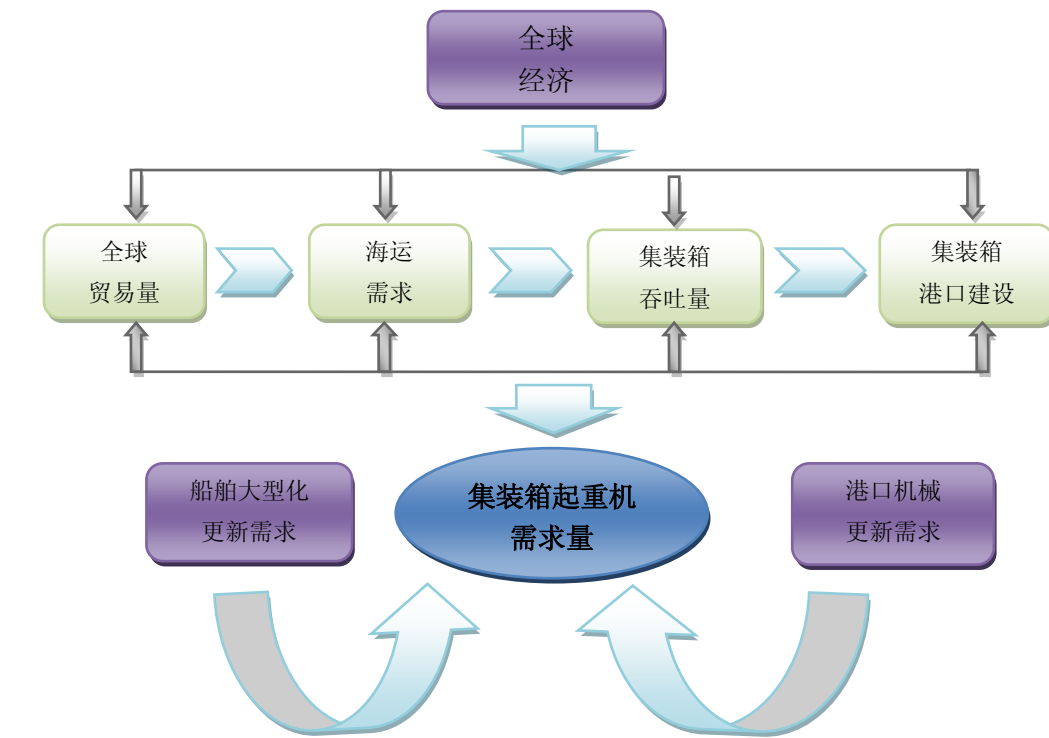
图表 9：我国港口集装箱吞吐量



资料来源：交通部，天相投顾整理

集装箱起重机的需求与全球经济状况、集装箱港口投资建设规模、船舶大型化的更新需求以及老旧设备的更新需求等因素密切相关。

图表 10: 集装箱起重机需求决定因素

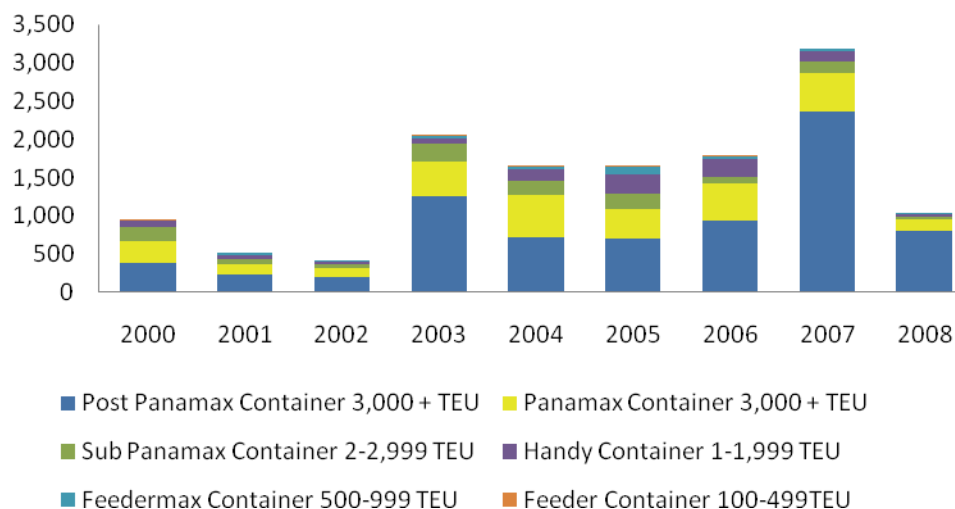


资料来源：交通部，天相投顾整理

集装箱吞吐量增速下滑影响港口机械需求。08 年以来全球经济的下滑影响了全球贸易量和集装箱港口的吞吐量。IMF 日前公布的最新预测显示,09 年全球经济增速将大幅放缓至 0.5%,为第二次世界大战以来的最低水平,明年有望回升至 3.0%。从我国的集装箱吞吐量来看,自 08 年 3 月份以来,我国集装箱吞吐量增幅呈快速下降趋势,12 月份集装箱吞吐量完成 1070 万 TEU,同比仅仅增长 2.2%,增速为 08 年最低水平,也创出近年来月度新低。集装箱吞吐量的减少将导致各港口码头的利用率下降,各国也将放缓对港口的投资。

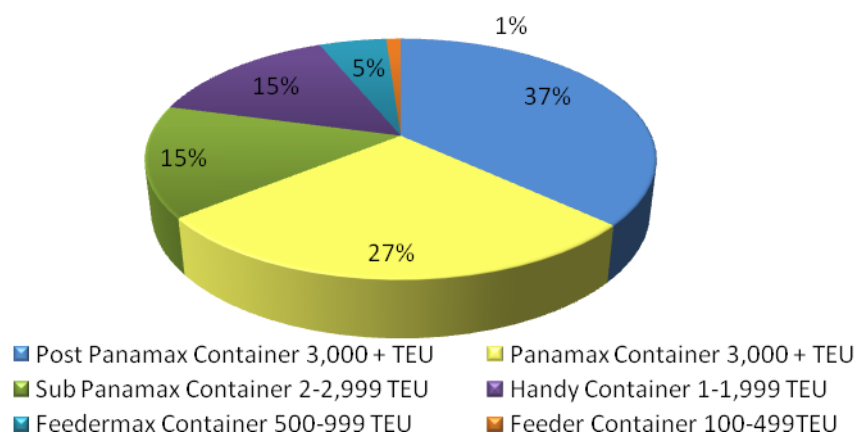
港口机械的老旧设备和船舶大型化的更新需求将支撑业务稳定发展。集箱起重机的使用寿命只有 20 年左右，因此每年也有相当大数量的陈旧设备需要更新改造。岸桥每年的更新需求就在一两百台左右。另外由于运输量的增加和大型船舶消耗成本小的原因，船舶日趋大型化。08 年集装箱船新承接的订单中有 92% 是 3000TEU 以上的巴拿马船，现有运力中的巴拿马船也占到了 64%。为了满足大型船舶的装卸要求，对集装箱起重机臂长的要求提高，也将带动更新需求。目前全球岸桥新订单中，臂长 60 米以上的占了 53%。

图表 11：集装箱船各船型新接订单



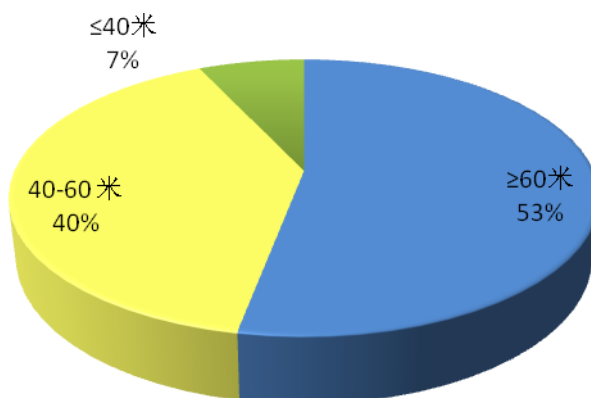
资料来源：Clarkson，天相投顾整理

图表 12：2008 年集装箱船各船型运力占比



资料来源：Clarkson，天相投顾整理

图表 13：订单中不同臂长岸桥的占比



资料来源：Cargo system，天相投顾整理

3. 海上重型机械行业：市场前景广阔

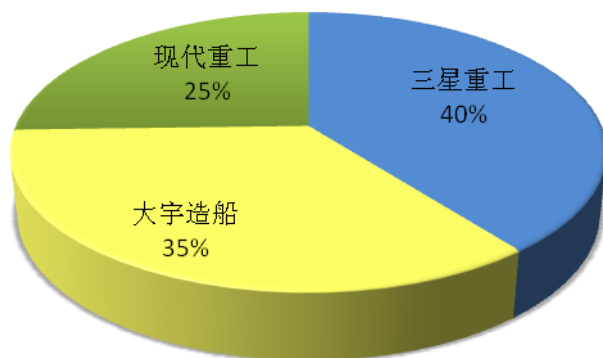
3.1 能源紧张推动海上重型机械的发展

能源紧张使深海资源开发成为新趋势。2007 年全球原油供应的一些重要指标出现下降, 凸现了全球消费者面临的巨大能源问题。在深水发现油藏的世界著名石油公司中, 巴西国家石油公司 (Petrobras) 居首位, 达 190 亿 bbl (30.21 亿 m³) 油当量, 英国石油公司 (BP)、壳牌石油公司 (Shell)、美国雪佛龙石油公司 (Chevron) 和埃克森-美孚石油公司 (ExxonMobil) 深水发现油藏均在 80 亿 bbl (12.72 亿 m³) 油当量上下。美国海洋工程市场调研咨询机构 (IMA) 日前发表的一项市场调查报告称, 随着大型跨国石油公司的油气开发向海洋特别是向深海延伸, 今后海洋工程订单将会激增。

3.2 海上重型机械市场容量大、利润高

海上重型装备市场, 包括各型开采油气的平台、运载油气的巨型运输船 (FPSO 和 LNG) 海上工程船等。目前海上重型机械市场容量达到 500 亿美元/年, 由于制造难度大, 技术要求和进入门槛高, 全球有能力生产的厂商不多。世界上还没有一家公司能做全部的海上工程机械。目前, 处于市场领先地位的是韩国的现代重工、三星重工和大宇造船。06 年底, 这三家企业所承接的在建海洋油气项目设备订单造价合计达到 114 亿美元, 仍然满足不了市场对海上重型的需求。同时, 海洋工程装备制造业的利润率达到 25%-35%, 对公司进入该领域具有很大的吸引力。

图表 14: 韩国海洋工程设备合同分布



资料来源: 公司公告, 天相投顾整理

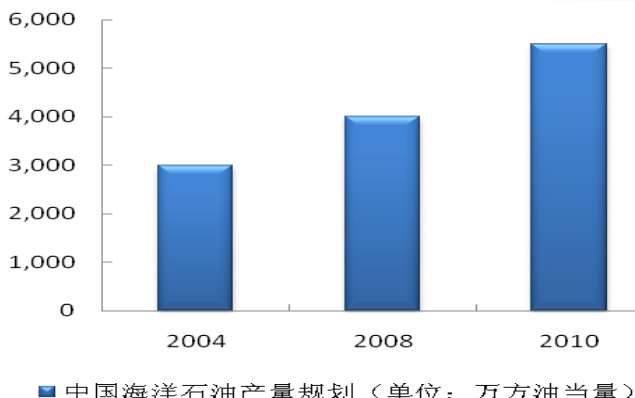
3.3 产业振兴规划促进我国海工装备发展

在今年 2 月份刚出台的我国船舶工业振兴规划中, 重点提出了要发展海洋工程装备, 在新增中央投资中安排技术改造专项, 支持海洋工程装备及重点配套设备研发。为我国海工装备制造业的发展提供了政策的支持。

中国有 90% 的深海油气未开发, 目前中国加快了对包括南中国海在内区域的海上开发。上世纪 80 年代以来, 我国在南中国海的联合勘探和生产仅限于 100 米左右水

深范围内开展。而向 500-2000 米水域深海域扩展，不仅需要深海油气勘探技术的提高，也需要大型海上工程设备配套设备的供应。中海油近期宣布，将在 20 年内投资 2000 亿元，到 2020 年在南海深水区建成年产 5000 万吨油当量的生产能力。"十一五"期间，中海油建成投产的油气田将达 50 个。在装备需求方面，中海油的海工装备需求将达 1000 亿元。

图表 15：中国海洋石油产量规划



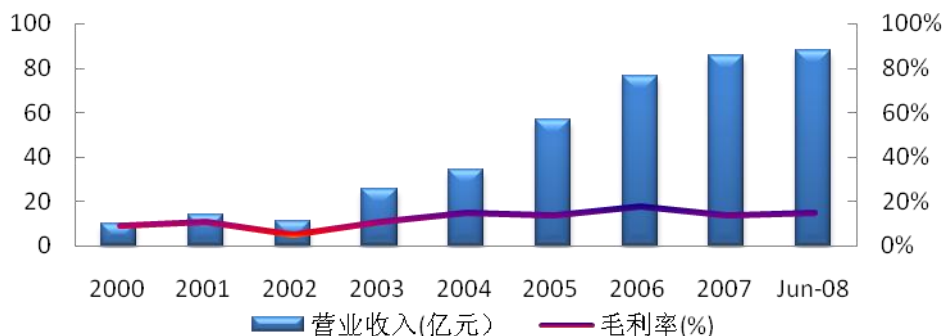
资料来源：天相投顾整理

4. 多元化发展拓展产业版图

4.1 集装箱起重机业务优势突出，稳步增长

振华港机 92 年开始进入集装箱起重机行业，用了七年的时间使公司集装箱起重机业务的市场份额占到了全球第一，并且连续 9 年保持龙头地位。集装箱起重机业务对公司收入和利润的贡献始终保持在 80% 以上。过去几年港口机械市场的火爆带动了公司业务的快速成长。随着经济增长的放缓，行业进入稳定发展期，公司该业务的发展也将趋于平缓。但公司在该业务上优势突出，行业龙头地位牢固。凭借着较强的竞争力，该业务仍然会是公司持续发展的保障。

图表 16：集装箱起重机业务收入情况



资料来源：公司公告，天相投顾整理

市场占有率高。集装箱起重机作为资本、技术和劳动力密集型产品，产业集中趋势在过去数年逐渐深化，目前形成了以振华港机为代表的少数厂商领导的行业竞争态势。在 1999 年，全球尚有近百家制造商，根据英国《World Cargo News》杂志的统计，目前全球只有二十家左右的生产商，2005 年 7 月至 2006 年 7 月间，前五大厂商获得的岸桥订单总数占全球订单总数的比例上升至 91.02%，场桥为 86.6%。目前，港口运营商通常对集装箱起重机采购订单达标招标，只有少数厂商才具备承接能力。并且较高的技术要求，也使得行业的入门门槛较高。预计未来一段时间内，少数大型国际厂商仍将控制集装箱起重机市场的大部分份额。

图表 17：集装箱起重机全球市场份额

	2004	2005	2006
公司岸桥全球市场占有率	55%	67%	74%
后四位厂商合计岸桥全球市场占有率	24%	14%	17%
公司桥全球市场占有率	36%	40%	52%
后四位厂商合计场桥全球市场占有率	42%	28%	35%

资料来源：公司公告，天相投顾整理

技术优势明显。公司将技术创新视为企业的灵魂，在不断追赶世界领先技术的过程中提升自身水平。公司每年将约 2% 的产值投入科研，2001-2006 年总计已投入 8 亿元用于科研项目。拥有 900 多名从事机械、电气及液压涉及的工程技术人员，其中高级工程师约 300 人，是行业中最强大的设计队伍。公司成为了全球港口机械行业新技术开发和应用的领先者，先后成功开发出 30 多种岸桥机型、10 多种场桥机型。

图表 18：振华港机的创新产品

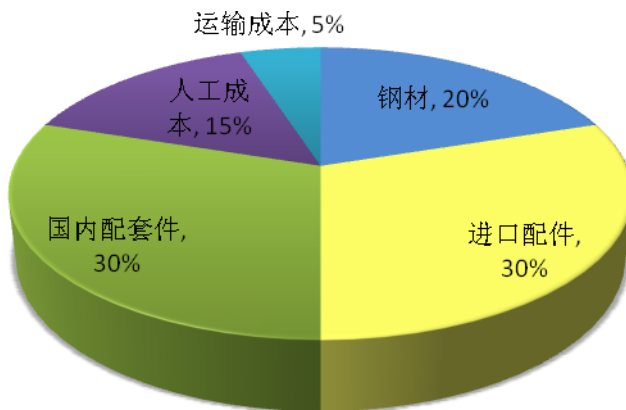
年度	创新产品
2001	攻克了 DGPS+磁尺双定位关键技术
2002	开发成功了全自动化码头用的双小车岸桥。
2002	超级电容 RTG 问世。
2003	开发成功八绳防摇系统。
2004	双 40 英尺箱双小车起重机诞生。
2006	世界首创、使用市电的 RTG 正式交付深圳招商港务有限公司使用。
2006	一次可吊 3 个 40' 集装箱的起重机再次登陆深圳妈湾码头。
2007	全自动化码头示范线正式联动演示。
2007	自行设计制造的、亚洲最大、世界第二的 4000t 全回转浮吊正式交付广州救助局使用。

资料来源：天相投顾整理

生产能力及效率行业领先。公司目前拥有 7 家生产基地，公司长兴基地是全球最大的集装箱生产基地，承担着公司年生产 250 台岸桥的任务。有承重 2000 吨重型码头 6 座，可同时完成 70 台以上岸桥的整机安装和调试，江阴基地也有约 700 米的承重码头。在生产效率方面，由于公司拥有较长的深水岸线（长兴岛 3500 米，江阴基地 752 米，南通基地 1283 米）以及自用的大型浮吊，并在岸桥生产中采用先进的装配方法，使公司的效率显著高于同业。

成本优势突出。与国外同行相比，公司的劳动力成本较低，因此公司产品在价格上有一定的优势。另外公司对生产中所用到的原材料也进行了严格的成本控制，钢材占集装箱起重机成本的 20%左右，公司国内多家钢材生产商拥有长期购货合同。因此价格较市场价格低。

图表 19：集装箱起重机的成本构成



资料来源：天相投顾整理

业务步入稳定增长期。无论是从较高的市场占有率，还是从成熟的技术，较低的成本来看。公司在集装箱行业中都拥有绝对的优势，龙头地位牢固。但随着集装箱起重机行业进入稳定成长期，公司业务的发展也将趋于平稳。全球集装箱市场的容量约 30 亿美元，公司 07 年全球集装箱市场的占有率达到 78%。而目前世界上许多著名机械制造商，如日本三井、韩国现代重工等都参加了该领域的角逐，所以该产品市场占有率提高的空间将会受到限制。全球贸易量的减少也会使各国放慢对港口建设的投资速度。由于港口机械建设周期长，有 3-5 年的规划期，因此短期内收到金融危机的影响并不明显。但无论是从行业发展趋势还是公司发展空间来看，该业务对公司收入贡献的提升空间不大，业务将步入稳定增长期。

4.2 借鉴传统业务崛起经验，大力发展海上重型机械

大力拓展海上重工业务。在预期传统业务上升空间受限的情况下，公司将下一步发展目标的重点投向了海上重型机械市场。07 年海上重型机械业务的收入占比为 6.9%，对利润的贡献为 11.7%。09 年公司将加大在海上重型机械方面的投入，拓展市场占有率，力争在 3-5 年内使该业务的产值占公司总产值的 50%以上。由于该业务的利润率比传统业务高 10%左右，因此公司成功转型后给公司利润增长带来新的动力。

以技术创新作为立足点。海上重型机械的技术要求高，因此掌握核心技术是入主该领域的关键。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。公司进一步加大在技术研发方面的投入，建立了博士后流动站，并且正在筹建海工产品研究所。公司目前可以生产的产品包括各类大型起重船、铺管船、海洋开采油气平台等。目前投入使用的有全旋转起重船有“南天龙”（起重能力 900t）“华天龙”（起重能力 4000t）/“蓝鲸”（7500t）等。公司正在生产的海洋开采油气平台 ZPMC1 号和 2 号自升式平台已开始建造并将于 2010 年完工，该平台可在 350 英尺水深的区域工作，且钻探深度达到 3 万英尺，可用于中国海，亚洲南部海域、西非，墨西哥湾，北海等。

公司海上重型机械主产品重型浮吊需求旺盛。作为海上重型设备之一的大型浮吊，不仅能在海洋工业中发挥巨大作用，在基础建设中的大型海洋工程如跨海大桥的建设中也是必须的重要设备。我国现役的浮吊目前不到 100 艘，起重量超过 1000 吨的大型浮吊在 10 艘左右，而日本至 1997 年所拥有的浮吊已有 832 艘。公司 08 年以来已先后签署了 7 艘浮吊定单，曾为广州打捞局“华天龙”号起重船配制了目前亚洲起重量最大的 4000 吨全回转非自航浮吊，被视为亚洲第一吊。公司制造世界第一的“蓝鲸”7500T 全回转型浮吊已经开始在南海作业，用于油气田开采过程中安装或拆卸导管架和平台模块等，同时由于这一全回转浮吊起升高度达 110 米，“蓝鲸”号起重船也可兼做大型大跨距桥梁预制件吊装、打捞及水上重大件吊装之用。

长兴岛基地扩建为业务拓展创造条件。公司 07 年募集资金 35 亿主要用长兴岛一期二期和三期以及南通齿轮箱项目。长兴岛基地扩建一方面为了满足超负荷运转的基地码头、场地和车间的需求，另一方面为公司发展海上重工创造了前提条件。长兴岛基地陆域扩建工程全部建成后企业生产效率会有很大提高，除可以继续保持港机生产的大额定单外，还将向大型钢构、海上重工等的多种经营拓展，使公司年销售能力可增加 120 亿元。

图表 20：07 年 10 月募集资金扩建生产基地项目

项目	主要建设内容	建设期
长兴岛一期	大型普通结构车间、重型结构车间、承载能力均布载荷为 8 吨的重大型构件拼装场地	12 个月
长兴岛二期	吊具分厂、大车行走机构分厂、机修分厂、产品自动化实验中心	13 个月
长兴岛三期	卷筒分厂、结构分厂、仓储中心、拼装场地、材料配送中心	14 个月

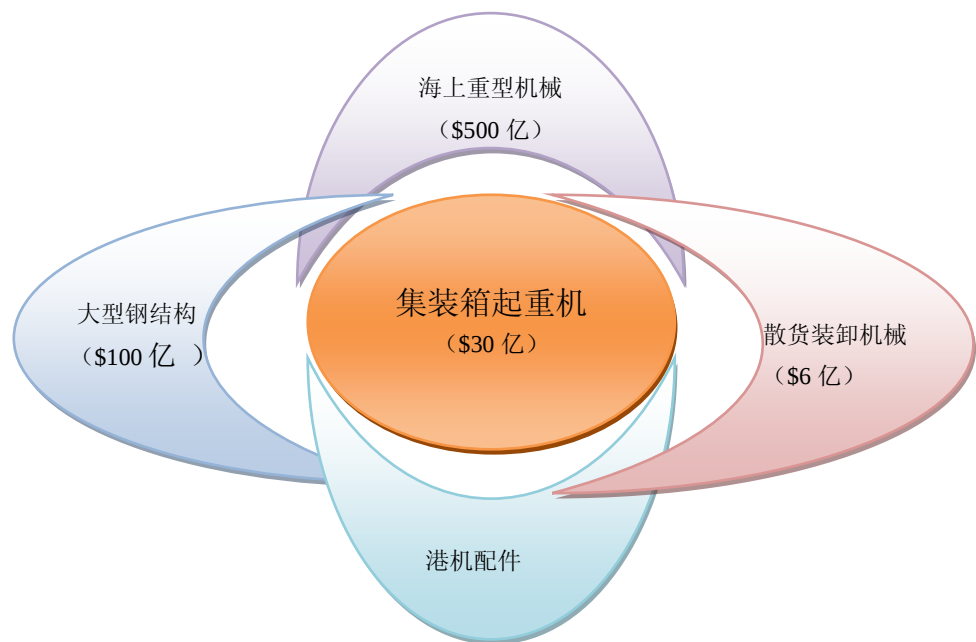
资料来源：公司公告，天相投顾整理

业务增长或将超出市场预期。由于海上重型机械的生产周期较长，大多采用先生产再出售的方式。由于海工产品需求旺盛，一般在生产进行过程中会接到订单。公司部分在建项目是不包含在订单中，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。公司目前在建的项目包括 7 台大型浮吊，4 艘铺管船和 1 座海上石油开采平台，每一个项目的收入都非常可观。09 年公司加大市场的开拓力度，业务成长值得期待。另外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，我们将密切关注即将出台的船舶振兴规划细则对公司的影响。

4.3 多业务相互协调 共同发展

除了传统的集装箱起重机业务和公司准备大力拓展的海上重型机械业务以外，公司实施多元化的发展战略。目前，五大相互关联和支撑的全新产业版图已经清晰地浮出了水面：传统产品集装箱起重机，海上重型机械，专业散货装卸设备，大型钢构桥梁和港机配件。

图表 21：公司各项业务及市场容量



资料来源：天相投顾整理

钢结构业务定位高端。钢结构产品在桥梁、厂房各种大型管道容器、高层建筑等领域有着广泛的应用。世界年产粗钢 12 亿吨，我国 5 亿吨。国外钢结构占钢材总量的 10% 左右，而在中国仅占 4%。在中国大规模基础建设的带动下，钢结构的需求量也将快速上升。由于钢结构市场大，竞争激烈，公司依靠自身优势，避开中小钢结构市场，瞄准了利润和技术要求更高的大型钢构。

公司在制造钢结构方面积累了丰富的经验，其主要产品集装箱起重机所需要的钢结在强度、拉伸度方面的需求远高于桥梁钢等建筑钢结构。2006 年公司承接了世界桥梁界公认难度顶尖公司美国西海岸的标志之一的新海湾大桥抗震钢塔和全部钢构 4.5 万吨，价值约 2.4 亿美金。也曾为上海东海大桥、加州卡昆兹大桥、韩国仁川钢桥、温哥华金穗大桥以及美国加拿大的建设项目供应过大型桥梁用钢结构。

散货装卸机械竞争力稳步增强。近日公司与世界最大铁矿石巨头巴西淡水河谷公司（VALE）签署了价值约 8000 万美元的散货装卸机械的订购合同，是公司散货机械产品出口历史上最大的一笔买卖，显示了公司在散货装卸机械市场上较强的竞争能力，

散货机械是公司的第二大业务，占公司总收入的 10% 左右。散货装卸机械体积小、门类种类多、价值及技术门槛低，生产厂商众多。公司主要生产技术含量较高的高端、大型产品，发挥自身多年来累积起来的技术创新优势，将自动化系统控制与散货机械设备管理结合于一体，一定程度上抬高了散货机械进入门槛。公司擅长制造包括桥式抓斗卸船机、装船机、堆取料机和翻车机等散货装卸机械。产品已远销至欧、美、亚、非等国家。但散货机械的市场容量不大，每年不过 6 亿美元左右。

立足国内发展港机配件。为取代国外进口机电配套件，公司一直在扶植国内中小企业生产起重机专用机电配套件。目前公司把这项业务纳入了公司业务发展的新的版图。对装备制造业来说，只有将主要机电配套件立足于国内，才算得上是“自主”产品。

因而开发这个市场，对于发展自主市场也极具意义。

4.4 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%，在经济环境变动较大的情况下并未出现撤单的情况，为公司 09 年业绩持续增长提供了保障。公司 08 年 09 年的产值目标分别是 280 亿元和 350 亿元。

图表 22：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	
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

4.5 并购上海港机：1+1>2

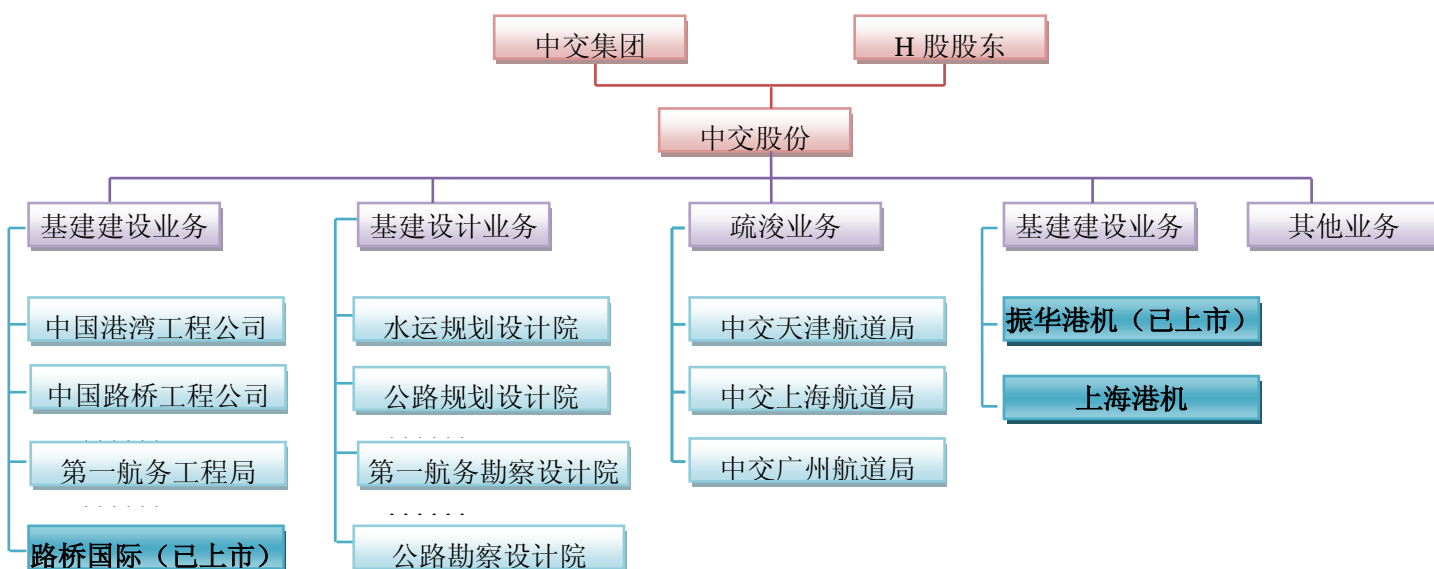
今年 2 月份，证监会核准了公司以每股 17.78 元/股的价格向控股股东中交股份定向增发 A 股股票，购买其所持有的上海港机 100%股权及江天实业 60%股权。

上海港机与振华港机同为中交股份旗下公司，上海港机的销售规模约为振华港机的八分之一，06 年公司收入的 58%来源于集装箱起重机业务。公司拥有长兴、张家港、上海康桥、上海南汇四个基地。其长兴岛基地规模仅次于振华港机，具备年产 150 台大型港口装备及 15 万吨钢结构的能力。上海港机的主要客户群是国内客户，两家港机合并后，有利于整合客户资源，进一步扩大市场份额，

江天实业的主要资产是江天大厦，主营业务为酒店经营。江天大厦与公司主要办公场所相邻。公司拟将江天大厦改建成科研及办公大楼，加大研发投入。

相对于目前振华港机的股价，高溢价增发显示出大股东对于公司未来发展的信心。另外，中交股份承诺其所持有公司所有股份自 2008 年 4 月 8 日起 36 个月内不予减持。使公司三年内不会面临大股东减持的压力。

图表 23：大股东中交股份的主要业务板块



资料来源：中交股份公告、天相投顾

图表 24：被收购公司主要财务数据（单位：万元）

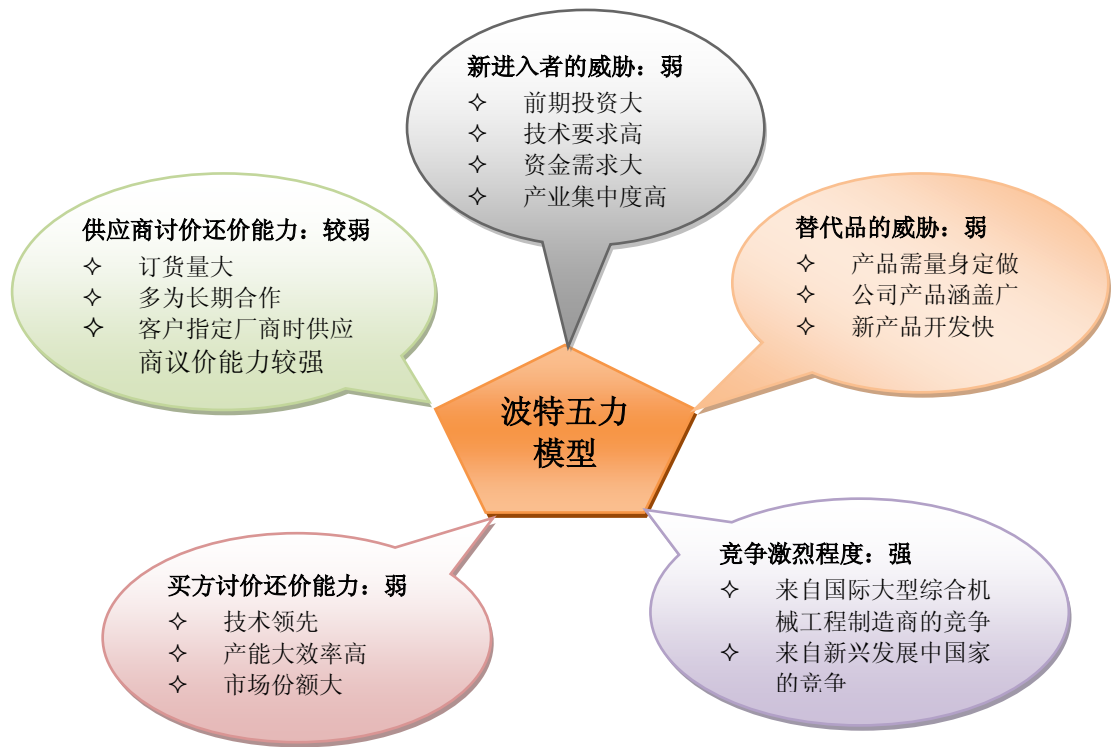
		08 年 1-5 月	2007 年度
上海港机	营业收入	131097	294675
	净利润	6764	12239
	归属母公司净利润	5428	8430
江天实业	营业收入	9, 95	2633
	净利润	-1, 13	1, 06

资料来源：公司公告、天相投顾整理

5. 公司竞争力分析

行业壁垒高，新进入者威胁小。公司的主营业务集装箱起重机制造的前期投资大、技术要求高。需要大量的专业技术人员来确保客户需要的持续技术创新和售后服务能力。集装箱行业集中度较高，目前国际大型港口的运营权日趋集中于几大国际港口运营商手中，并且普遍采用打包招标的方式，将全部订单交与一家公司，并且该行业普遍采用订单式生产和垫资生产的经营模式，因此对公司的资金量、技术能力和产能都有很高的要求。振华港机目前在集装箱起重机市场有 78% 的市场份额，规模优势明显。另外公司的海上重型机械业务则需要更的技术水平和企业雄厚的实力，全球范围内有能力进入该领域的企业更少。

图表 25：波特五力模型分析公司竞争力



资料来源：公司公告、天相投顾整理

供应商讨价还价能力。集装箱起重机所需要的钢结构件、机械传动件主要由公司自行生产。所需要的原材料中的钢材主要从舞阳钢铁、南京钢铁、济南钢铁等厂商采购。由于大额长期订单较多，所以钢厂对公司采购会有一定的优惠价格。公司议价能力较强。原材料中所需的电控元件主要从日本富士、德国西门子等国际知名电器设备供应商采购。由于客户会指定一些电气控制系统的品牌，所以公司在此类供应商的议价能力相对较弱。06 年公司在前五大供应商的采购额占总采购额的比例约为 32%。

买方的讨价还价能力。公司的主要客户为大型港口运营商和各国港口管理当局，06 年前 5 大客户的销售额占总销售额的 22.82%，没有对特定客户的依赖。由于公司占有的市场份额大，而且在全球行业中技术和规模都处于领先地位，所以具有较强的议价能力。

替代品的威胁。传统产品集装箱起重机属于存在一定个性特征的产品，主要根据厂商的需要度身定做，公司设计的产品型号基本涵盖了世界各地的标准。并且公司适应行业新趋势上居于同业前列，更够根据行业发展快速开发出新产品，因此产品替代品的威胁较弱。

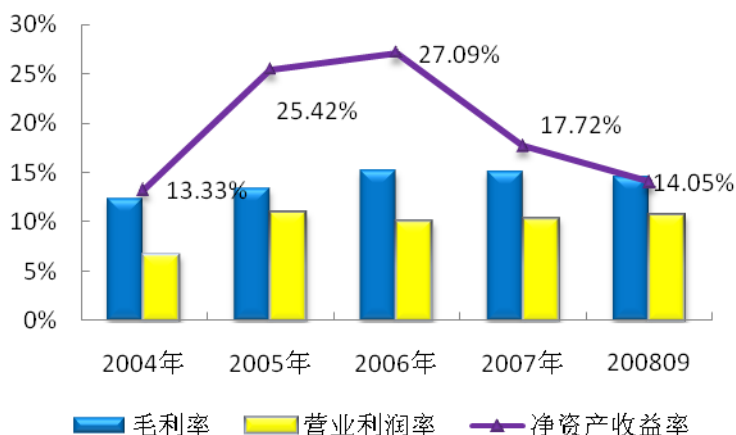
竞争激烈程度。公司的主要竞争对手是一些大型综合性工程机械制造商。包括德国利勃海尔公司、意大利 Fantuzzi 集团、日本三井制造等。虽然公司在集装箱起重机行业为行业龙头，但面临的竞争压力仍然较大。公司必须不断加强技术改造以适应港口作业高效化、自动化以及船舶大型化的要求，在技术上领先是公司保持市场地位的重要因素。另外人民币升值以及劳动力成本的上升也给公司带来了一定的不利影响，一些新兴发展中国家凭借更为低廉的劳动力成本也开始谋求进入集装箱起重机市

场，对公司未来的竞争优势也构成了一定的挑战。

6. 公司财务分析

6.1 公司盈利能力分析

图表 26：公司盈利能力指标

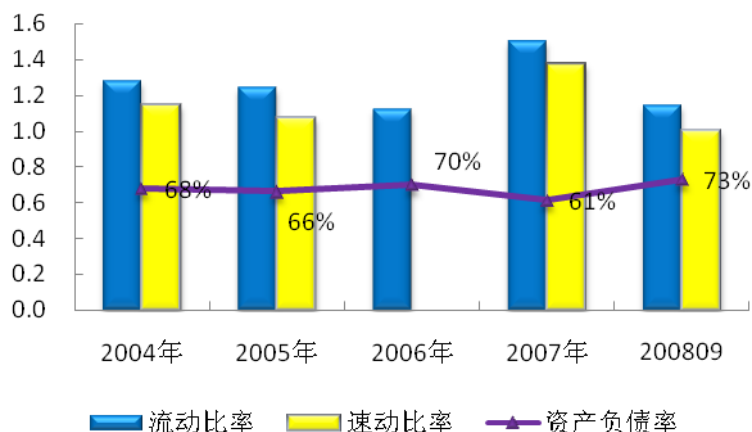


资料来源：公司公告、天相投顾整理

公司净资产收益率 05 年-07 年分别为 25.42%、27.09%、17.72%。下降的主要原因是 07 年公司公开增发 A 股股票用于长兴岛基地的扩建。全部建成后企业生产效率会有很大提高，除可以继续保持港机生产的大额定单外，还将向大型钢构、海上重工等的多种经营拓展。预计项目全面达产后，公司的净资产收益率将会有一定程度的提高。公司的毛利率和净利润率比较稳定。一方面是因为公司作为集装箱起重机行业的领导者，有较强的议价能力，另一方面是因为规模化生产使得生产成本降低。但 07 年以来公司的原材料成本上升，公司 08 年上半年锁定的钢材价格使公司 09 年无法享受钢材价格下跌所带来的超额收益，我们预计 08 年和 09 年公司毛利率将会下降 1-2 个百分点。

6.2 公司偿债能力分析

图表 27：公司偿债能力指标

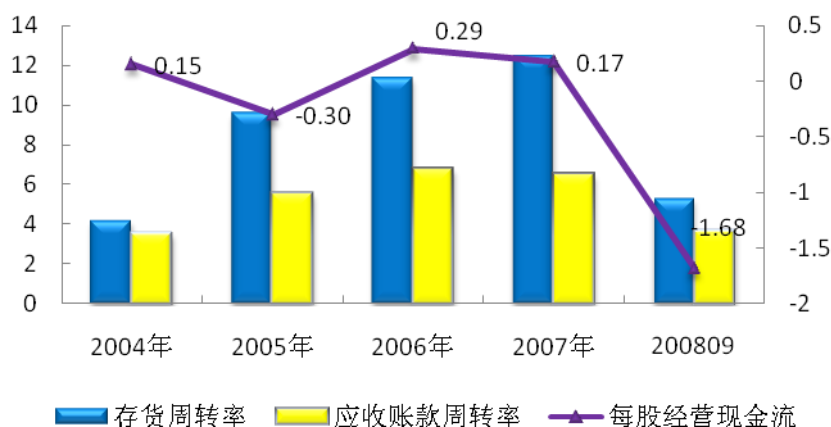


资料来源：公司公告、天相投顾整理

公司 05-07 年流动比率分别为 1.24, 1.12, 1.50, 速动比率分别为 1.07, 1.01 和 0.74, 流动比率和速动比率较低。而公司的资产负债率较高, 除了 07 年由于公开发行业募集资金使得资产负债率有所下降外, 其他年度的资产负债率都较高, 08 年 9 月份资产负债率达到了 72.73%。主要原因是因为公司业务和规模迅速扩张, 资金的需求主要依靠银行借款, 一定程度上影响了公司的短期偿债能力。另外公司主要采用垫资生产的经营模式, 也加大了公司对银行负债的依赖。但考虑到公司具有良好的资信, 拥有多家银行的授信额度, 因此融资能力和实际偿债能力较强。

6.3 公司现金流量分析

图表 28：公司现金流量指标



资料来源：公司公告、天相投顾整理

05 年以来, 公司存货周转率和应收账款周转率逐年提高, 存货周转率保持在 6 次/年左右, 应收账款的管理能力也逐年提高, 资产周转能力较好。而公司的经营现金流量一直处于较低的水平, 与行业垫资生产也有一定的关系。05 和 08 年两年出现

了负数，截至 08 年三季度公司经营产生的现金流量净额比去年同期减少了 522.91%。主要是由于公司为规避钢材成本上升的风险，与供应商签订钢材采购协议并锁定钢材价款，使得经营性现金流出的增加幅度较大。

盈利预测和假设

盈利预测假设：

1. 假设全球岸桥和场桥的更新率为 3%，2008 年的保有量分别为 4200 台 6200 台。振华港机的市场占有率能保持在 2007 年的水平。我们预测公司岸桥 2008-2010 年的总需求分别为 256 台，261 台，和 262 台。场桥的总需求分别为 439 台，447 台，447 台。
2. 假设岸桥和场桥占集装箱起重机业务的收入比例为 3：1。
3. 公司目前手持订单在 42 亿美元，海上重型机械 2008 和 2009 交付的约为约为 60 亿人民币。保守估计海上重型机械的业务占比在 2009 年将达到 14%，2010 年达到 21%。

图表 29：公司岸桥销售量预测

	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	226
增速	24%	10%	2%	-2%	-4%
合计（台）	319	350	365	373	374
公司岸桥占有率	74%	70%	70%	70%	70%
公司岸桥销售量（台）	236	245	256	261	262

资料来源：天相投顾整理

图表 30：公司场桥销售量预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
全球场桥保有量	4504	5360	6200	7079	7974
更新率	3%	3%	3%	3%	3%
更新需求	135	161	186	212	239
全球场桥新增需求	721	679	693	682	655
增速	-1%	-6%	2%	-2%	-4%
合计	856	840	879	895	894
公司场桥占有率	52%	50%	50%	50%	50%
公司场桥销售量（台）	445	420	439	447	447

资料来源：天相投顾整理

4. 由于公司原材料成本的上升，预计 08-09 年公司毛利率将会下降 1-2 个百分点。

5. 公司采取将美元合同锁定为人民币汇率的方法,08年平均汇率约为6.94元,预计09年约为6.96元。使得公司受汇率波动影响的风险较小。公司08年锁定合同价格产生的汇率溢价收益5.17亿元将在2009年3-4月份收到现金,09年的汇兑收益预计为5.17亿元。
6. 收购上海港机后,有效扩充公司产能,产生1+1>2的效果,我们估计上海港机08年的产值在30亿元左右,并购上海港机后公司08年产值约为280亿元。

图 表 31: 分项业务预测 (单位: 万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
业务项目					
美元汇率	7.97	7.6	6.94	6.96	7
岸桥销售 (台)	236	245	256	261	262
增长率	30%	4%	4%	2%	0%
单价 (万美元/台)	611	680	748	770	786
增长率	9%	11%	10%	3%	2%
岸桥销售收入	1,149,575	1,265,859	1,326,706	1,398,095	1,441,000
增长率	38%	10%	5%	5%	3%
毛利率	17.7%	16.1%	15.0%	15.0%	15.5%
占比	73.7%	73.7%	49.6%	45.1%	39.1%
场桥销售 (台)	445	420	439	447	447
增长率	69%	-6%	5%	2%	0%
单价 (万美元/台)	108	132	145	150	153
增长率	-16%	22%	10%	3%	2%
场桥销售收入	383,192	421,953	443,410	466,353	478,172
增长率	38%	10%	5%	5%	3%
毛利率	11.7%	10.1%	9.0%	9.0%	9.5%
占比	22.4%	20.1%	16.6%	15.0%	13.0%
散货机械	148,071	229,946	344,920	465,642	628,616
增长率	49%	55%	50%	35%	35%
毛利率	15.0%	10.5%	8.0%	6.0%	6.0%
占比	8.7%	10.9%	12.9%	15.0%	17.0%
海上重型装备		141,891	241,214	434,186	781,534
增长率		—	70%	80%	80%
毛利率		23.4%	25.0%	25.0%	25.0%
占比		6.8%	9.0%	14.0%	21.2%
船舶运输		4,709	5,650	6,780	8,136
增长率		—	20%	20%	20%
毛利率		30.9%	25.0%	25.0%	25.0%
占比		0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
上海港机及其他		294,675	312,356	331,097	350,963
增长率			6%	6%	6%

毛利率			12.0%	12.0%	12.0%
占比			12%	11%	10%
收入总计	1,709,666	2,100,547	2,674,256	3,102,152	3,688,421
成本总计	1,450,861	1,783,124	2,311,144	2,678,078	3,151,213
毛利率	15.1%	15.1%	13.6%	13.7%	14.6%

资料来源：天相投顾整理

图表 32：公司盈利预测（单位：万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	1,709,666	2,100,547	2,674,256	3,102,152	3,688,421
营业收入增长率	41.24%	22.86%	27.31%	16.00%	18.90%
二、减：营业成本	1,450,861	1,783,124	2,311,144	2,678,078	3,151,213
营业税金及附加	2,336	2,919	4,011	4,653	5,533
资产减值损失	5,691	9,714	8,023	9,306	11,065
销售费用	3,566	4,047	4,546	5,274	6,270
管理费用	29,131	47,846	66,856	86,860	103,276
财务费用	45,600	49,598	18,720	21,715	25,819
期间费用	78,297	101,492	90,122	113,849	135,365
期间费用率	4.58%	4.83%	3.37%	3.67%	3.67%
投资净收益	33	327	0	0	0
加：公允价值变动净收益	-1,590	12,790	12,000	51,700	12,000
三、营业利润	170,924	216,416	272,955	347,966	397,245
营业利润率	10.00%	10.30%	10.21%	11.22%	10.77%
加：营业外收入	3,312	5,332	15,000	10,000	10,000
减：营业外支出	2,157	3,521	3,000	3,000	3,000
其中：非流动资产处置净损失	93	23	0	0	0
四、利润总额	172,080	218,227	284,955	354,966	404,245
减：所得税	10,296	17,082	42,743	53,245	60,637
实际所得税率	5.98%	7.83%	15.00%	15.00%	15.00%
五、净利润	161,784	201,145	242,212	301,721	343,608
净利润增长率	32.61%	24.33%	20.42%	24.57%	13.88%
归属母公司所有者的净利润	160,605	200,457	241,486	300,816	342,577
母公司净利润增长率	33.00%	24.81%	20.47%	24.57%	13.88%
净利率	9.39%	9.54%	9.03%	9.70%	9.29%
少数股东损益	1,179	688	727	905	1,031
每股收益(元)	0.52	0.62	0.72	0.89	1.01

资料来源：公司报表、天相投顾整理

7. 公司估值和投资建议

- 公司近年来一直稳步发展，2005-2007 年营业收入的复合增长率为 20.2%，净利润的复合增长率为 18.1%。公司用 7 年时间打造成为全球集装箱起重机械行业龙头企业，显示了公司较强的核心竞争力。
- 公司目前手持订单充足，为 09 年业绩增长提供了保障。我们预计公司 08 和 09 年的收入增长分别为 27%，16%。
- 公司集装箱起重机业务发展保持稳定，龙头地位稳固。短期内不会出现较大波动。
- 海上重型机械业务发展值得期待。公司的成功转型将会给公司带来新的利润空间。
- 多业务共同发展，为公司未来稳步成长提供了动力。
- 并购上海港机，使得公司的行业龙头地位进一步增强。
- 综上所述，我们预计公司 2008-2010 年每股收益分别为：0.72 元、0.89 元、1.01 元，以 09 年 3 月 16 日收盘价 9.40 元计算，对应动态市盈率水平分别为：13.1 倍、10.6 倍、9.3 倍。市盈率仍处于行业较低水平，参照我们预计的公司 09 年业绩，我们给予公司 09 年 13 倍以上 PE 估值，公司股价的合理价格应在 11.6 元以上。维持对公司的“增持”评级。

图表 33：估值对照表

公司简称	公司代码	当前股价	EPS			市盈率		
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
中国船舶	600150	49.02	5.53	6.87	8.35	63.36	7.14	5.87
广船国际	600685	17.41	1.9	1.66	1.71	51.50	10.49	10.18
平均						57.43	8.81	8.03
柳工	000528	13.61	1.2	0.78	0.8	36.15	17.45	17.01
三一重工	600031	21.96	1.65	0.93	1.24	42.12	23.61	17.71
中联重科	000157	19.54	1.75	1.2	1.41	43.46	16.28	13.86
中集集团	000039	7.44	1.19	0.59	0.63	26.93	12.61	11.81
振华港机	600320	9.4	0.62	0.72	0.89	41.00	13.06	10.56
平均						37.93	16.60	14.19

资料来源：天相投顾整理

8. 风险提示

- 原材料价格波动的风险
- 对全球贸易发展依赖较强的风险



- 传统业务增长空间受限的风险
- 汇率风险
- 海上重型机械领域市场开拓的风险

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：100034
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中航苑鼎诚国际大厦 2808 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：250014