

海上重机前景广阔

研究结论

- **公司披露 2008 年业绩。**报告期内，公司实现营业收入 2,744,340.53 万元，营业利润 256,738.58 万元，利润总额 282,441.50 万元，净利润为 255,106.34 万元，分别比上年同期增长 14.45%、15.05%、21.66%、22.09%，出口产品约占 84.27%，内销产品约占 15.73%；实现每股收益 0.76 元，较上年增长 18.75%，高于我们的预期。主要原因来自并购带来的销售规模增长、财务费用减少、公允价值变动以及营业外收入的大幅增长、资产减值准备的大幅减少等因素。
- **集装箱起重机业务保持稳定增长。**2008 年集装箱起重机业务实现收入 190 亿元，较上年同期增长 1.51%，毛利率为 10.39%，较去年同期下降 3.45 个百分点。毛利率比上年减少的原因，主要是材料涨价和人工工资增加以及汇率影响。考虑到公司在全球的市场占有率以及业务已经步入成熟期，我们认为，2009 年集装箱起重机将保持平稳，同时受益于原材料价格回落因素，预期毛利率水平有所恢复。
- **海上重型装备业务前景广阔。**2008 年海上重型装备实现收入 19 亿元，同比增长 36%，毛利率为 22.1%，较上年下降 1.26 个百分点。09 年公司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。预计 2009 年该项业务还将实现 30% 的增长。
- **催化剂与风险因素：**海上重机业务和国际大型钢构业务将是公司步入下一个高速增长的引擎，同时船舶制造业振兴规划已经上海建设国际航运中心将为公司的发展创造机遇；国内外宏观经济对下游市场需求影响的不确定性以及人民币和原材料价格波动则是公司面临的主要风险。
- 我们给予公司 25 倍 PE 的估值水平，对应 2009 年预测每股收益的合理股价为 15.17 元，目前股价存在低估，维持增持投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩

机械分析师

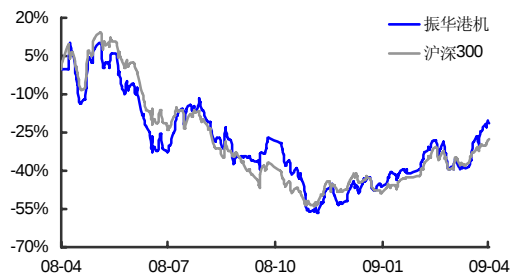
8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2009 年 4 月 2 日) 11.97 元
 目标价格(6 个月) 15.17 元
 总股本/A 股(万股) 337715
 A 股市值(百万元) 40424
 国家/地区 中国
 行业 专用机械制造业
 报告日期 2009 年 4 月 3 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	27.48	46.51	-21.49
相对表现 (%)	12.3	15.64	7.91

资料来源: WIND 资讯

财务分析				
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	21005.47	27443.41	29521.12	32288.06
税前利润	170.82	251.90	217.44	296.27
净利润	2004.57	2551.06	1946.11	2160.33
EBITDA	3156.98	2833.40	3519.24	3999.12
每股收益(元)	0.62	0.76	0.61	0.67
净资产收益率	17.78%	19.29%	13.46%	13.51%
每股经营现金(元)	0.17	(1.27)	0.96	1.13
市盈率(X)	19.15	15.85	19.73	17.77
EV/EBITDA	28.41	17.95	14.15	11.91

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

业绩保持增长

报告期内，公司实现营业收入 2,744,340.53 万元，营业利润 256,738.58 万元，利润总额 282,441.50 万元，净利润为 255,106.34 万元，分别比上年同期增长 14.45%、15.05%、21.66%、22.09%，出口产品约占 84.27%，内销产品约占 15.73%；实现每股收益 0.76 元，较上年增长 18.75%，高于我们的预期。主要原因来自并购带来的销售规模增长、财务费用减少、公允价值变动以及营业外收入的大幅增长、资产减值准备的大幅减少等因素。

影响业绩主要因素

人民币（万）	期末数	期初数	增减幅度（%）
营业收入	2744340.53	2397855.32	14.45
营业成本	2392081.43	2046123.91	16.91
务费用-净额 "	15386.95	52391.59	-70.63
资产减值损失	664.43	8553.86	-92.23
公允价值变动收益/(损失)	73239.12	12789.92	472.63
营业外收入	30259.71	13950.72	116.9

资料来源：公司年报

其中，公允价值变动收益主要是由于今年客户与银行签订了较多的远期外汇合同以规避汇率变动带来的影响，导致期末公允价值变动收益增加所致。

财务费用的减少主要系本年度交割的远期外汇合约收益增加所致。

营业外收入主要来自于张江基地动迁补偿款以及报告期内处置固定资产的收益。

资产减值资产减值损失的减少主要系 2007 年公司坏账计提的会计政策根据集团的相关政策进行调整增加了上年度的坏账准备，而本年公司收款情况良好导致坏账准备变化较小所致。

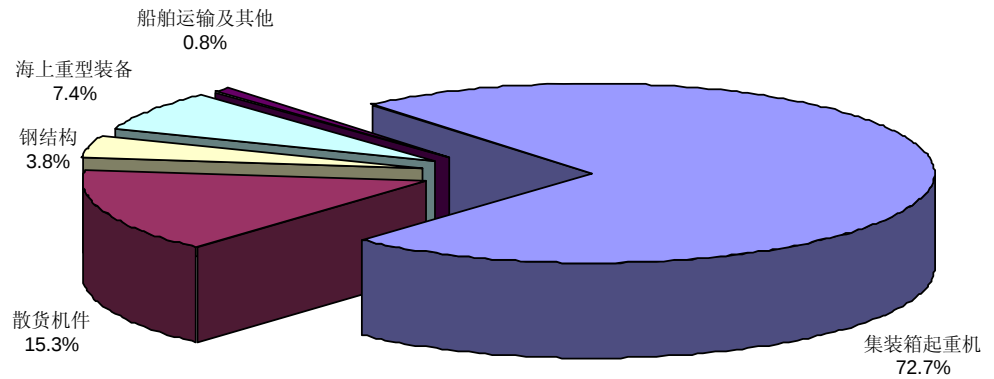
分产品分析

2008 年公司主营业务收入的 72.73%来自于集装箱起重机制造。自 1998 年起公司产品已连续 10 年居全球市场占有率的第一位，2008 年以岸桥产品订单额国际市场占有份额计算约占 78%，远远领先于其他竞争对手。

集装箱起重机

2008 年集装箱起重机业务实现收入 190 亿元，较上年同期增长 1.51%，毛利率下降 10.39%，较去年同期下降 3.45 个百分点。毛利率比上年减少的原因，除材料涨价和人工工资增加外，主要是人民币对美元去年升值 6.43%，财务核算有部分汇差收益（本应属于营业收入）在汇兑收益项下反映，实际公司产品的毛利率没有下降。考虑到公司在全球的市场占有率以及业务已经步入成熟期，我们认为，2009 年集装箱起重机将保持平稳，同时受益于原材料价格回落因素，预期毛利率水平有所恢复。

公司业务收入分析



资料来源：公司公告、东方证券研究所

散货机件

2008 年实现收入 40 亿元，较上年同期增长 44.5%，部分来自于并购上海港机带来的规模增长，毛利率为 7.48%，较上年下降 1.51 个百分点。我们判断，2009 年这块业务将实现 10% 的规模增长，同时有望维持毛利率水平稳定。

海上重型装备

公司于 06 年开始进入海上重型机械领域。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%。自 06 年进入该市场以来，公司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，建立海工产品研究所，进一步加大在技术方面的投入。长兴岛基地扩建也有利于发展该业务。

2008 年海上重型装备实现收入 19 亿元，同比增长 36%，毛利率为 22.1%，较上年下降 1.26 个百分点。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。预计 2009 年该项业务还将实现 30% 的增长。

钢结构

2008 年实现收入 9.9 亿元，较上年同期增长 165.36%，部分来自于并购上海港机带来的规模增长。毛利率 21.07%，较上年大幅上涨 30.88 个百分点。公司希望能将这一业务做成新的盈利增长点。

船舶运输及其他

2008 年实现收入 20 亿元，同比增长 341%，但受燃油价格大幅上涨等因素，毛利率水平大幅下降 53.66 个百分点，仅为 0.04%。预计 2009 年由于燃油价格下降等因素，产品毛利率有望恢复到 15% 以上。

公司重大合同情况

交货时间	合同金额	内容	购货方
2008.9-2009.12	20 亿人民币	一台浅水铺管兼 4000T 全回转	西班牙 Arborec Desarrollos
		浮式起重多用途船	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
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 亿美元	15 台大型双 40 尺岸边集装箱起重机和 32 台轨道吊	迪拜港务局
2007-2012		续签 5 年集装箱起重机采购协议	马士基
2010 年年中交付	8000 万美元	3 台卸船机、1 台装船机、3 台取料机和 2 台堆料机	淡水河谷
2010 年 6 月交付	7000 万美元	8 台大型岸边集装箱起重机	法国 GMP
2010 年 5 月至 2010 年 7 月	1 亿美元	8 台双 40 英尺集装箱起重机	台湾阳明海运公司
2009 年至 2010 年一季度	3.43 亿美元	87 台集装箱起重机	迪拜港口世界集团 (DPW)

资料来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
营业总收入	21005.47	27443.41	29521.12	32288.06	税后利润	2004.57	2551.06	1946.11	2160.33
营业成本	17831.24	23920.81	25392.99	27632.28	经常性现金支出	959.29	1183.04	2036.59	2058.57
主营业务税金	29.19	41.23	39.95	43.58	非经常性现金支出	(176.74)	(633.26)	73.64	114.59
销售费用	40.47	72.51	68.22	76.11	营运资金变动	(2245.78)	(4808.99)	(975.86)	(709.02)
管理费用	478.46	1421.01	1476.06	1549.83	少数股东损益	6.88	21.46	10.87	12.34
财务费用	495.98	153.87	330.89	480.61	经营活动现金净流	548.21	(4075.53)	3091.35	3636.81
营业利润	2130.13	1833.97	2213.02	2505.66	资本开支	3967.61	3149.09	(0.03)	(77.33)
非经常性损益	52.14	990.44	(38.60)	(36.71)	其他投资	74.65	0.00	0.00	0.00
税前利润	2182.27	2824.41	2174.42	2468.95	投资活动现金净流	(3928.13)	(5610.99)	8.85	87.47
所得税	170.82	251.90	217.44	296.27	贷款增加	1044.35	244.54	0.00	0.00
净利润	2011.45	2572.52	1956.98	2172.68	支付股利利息	(838.25)	11.49	(1839.75)	(1449.92)
少数股东损益	6.88	21.46	10.87	12.34	其他融资	1044.35	653.01	(68.16)	(97.44)
归属母公司净	2004.57	2551.06	1946.11	2160.33	筹资活动现金净流	3740.15	11664.35	(1907.92)	(1547.37)
EPS (元/股)	0.62	0.76	0.61	0.67	现金净流量	360.23	1977.82	1192.29	2176.92
					现金期初余额	803.33	1676.11	4839.40	6031.69
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	1163.57	3653.94	6031.69	8208.61
	2007	2008	2009E	2010E	比率分析				
货币资金	1283.98	3780.32	6031.69	8208.61		2007	2008	2009E	2010E
应收账款票据	3900.06	7109.53	6931.85	7129.57	增长能力				
存货	1640.57	7743.25	4349.76	4406.20	营收增长率(%)	22.86%	30.65%	7.57%	9.37%
交易性金融	442.31	1344.68	408.83	408.83	EBITDA 增长率(%)	19.36%	-10.25%	23.99%	13.64%
流动资产合计	18705.68	35609.08	38059.71	41117.58	EBIT 增长率(%)	17.36%	-24.30%	27.66%	17.39%
长期投资	46.37	50.38	46.55	46.32	净利润增长率(%)	24.33%	27.89%	-24.07%	11.02%
固定资产	5956.86	7253.26	9085.59	8663.45	盈利能力				
在建工程	2683.91	3523.36	776.25	176.33	毛利率(%)	15.11%	12.84%	13.98%	14.42%
可供出售金融	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	9.58%	9.37%	6.63%	6.73%
非流动资产合	10409.65	17973.69	11593.00	10462.15	EBITDA 利润率(%)	15.03%	10.32%	11.92%	12.39%
资产总计	29115.33	53582.77	49652.71	51579.73	ROA(%)	6.91%	5.23%	3.94%	4.21%
					ROE(%)	17.78%	19.29%	13.46%	13.51%
循环借款	4797.83	15202.72	12382.92	12382.92	ROIC(%)	14.93%	8.11%	8.23%	8.64%
应付账款	4119.40	6992.58	4730.90	4855.86	偿债能力				
预收账款	152.22	1181.26	1180.84	1222.89	资产负债率(%)	61.15%	72.78%	70.71%	68.81%
其他应交款	53.30	(1318.99)	124.69	153.26	流动比率(倍)	1.50	1.21	1.29	1.37
流动负债合计	12481.56	31859.78	29595.87	29979.77	速动比率(倍)	1.08	0.73	0.78	0.85
非流动负债合	5321.94	5939.91	5514.05	5514.05	价值评估				
负债合计	17803.50	37799.70	35109.92	35493.82	P/B(倍)	3.45	2.93	2.68	2.42
股本	3207.36	3207.36	3207.36	3207.36	P/E(倍)	19.15	15.85	19.73	17.77
资本公积	3856.51	5978.28	4756.92	5188.99	EV/收入(倍)	4.27	1.85	1.69	1.48
未分配利润	2862.92	4710.01	4936.03	5926.73	EV/EBITDA(倍)	28.41	17.95	14.15	11.91
股东权益	11311.83	15783.07	14542.78	16085.91	EV/EBIT(倍)	34.16	25.58	19.58	15.95
负债和股东权	29115.33	53582.77	49652.71	51579.73					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn