



机械行业-----

Machinery industry

欧文沛

刘伟（协助）

+86- 0755 -21515596

liuwei@jyzq.cn

振华重工（600320）2009 年三季度报点评

——海工业务将迎来爆炸式增长

评级：增持

三季度业绩概述

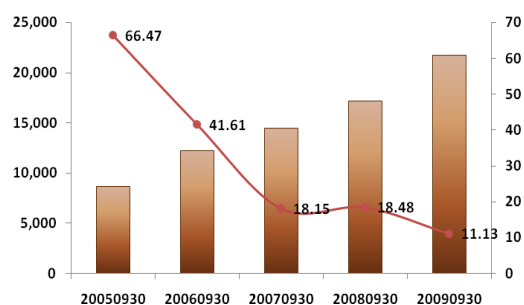
公司今日发布 2009 年三季度报告：（1）公司前三季度实现营业总收入 217.91 亿元，同比增长 11.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 10.15 亿元，同比增长-43.53%；（2）三季度单季度实现营业总收入 65.09 亿元，同比增长-11.65%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.24 亿元，同比增长-82.62%。（3）前三季度净资产收益率 6.35%，基本每股收益 0.23 元。本报告期无利润分配预案。

点评

1. 净利润同比增速降幅远大于收入同比增速降幅

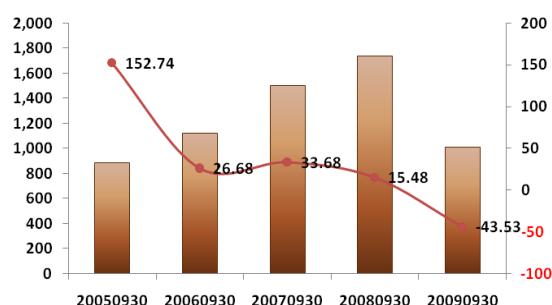
报告期公司收入同比增速为 11.13%，较去年同期下降了 7.35 个百分点；净利润同比增速为-43.53%，较去年同期剧降 59.01 个百分点，其降幅远大于收入同比增速降幅。总体来看，收入和净利润的三季度同比增速近五年呈大幅下滑趋势，分别从 2005 年的高点 66.47%、152.74%开始逐年下降至 2009 年的 11.13%、-43.53%。从单季度公司的收入和净利润同比增速来看，两者近五个季度均呈下滑趋势。三季度单季度两者同比增速均创近五个季度新低。

图 1 公司三季度主营业务收入及同比增速（右）



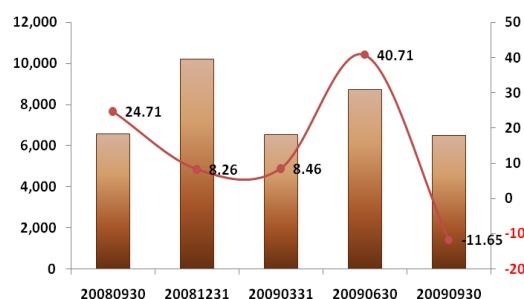
Source:wind

图 2 公司三季度净利润及同比增速（右）



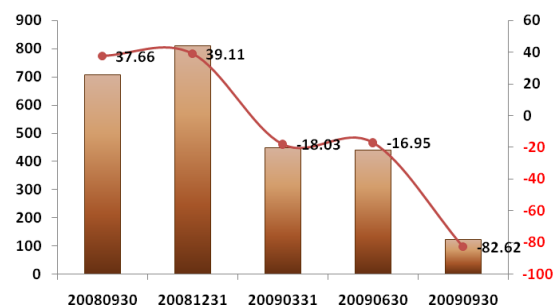
Source:wind

图 3 公司单季度主营业务收入及同比增速（右）



Source:wind

图 4 公司单季度净利润及同比增速（右）



Source:wind

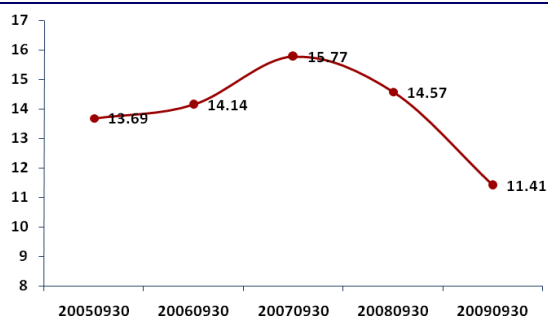
2. 毛利率连续两年下降

报告期公司产品销售的综合毛利率为 11.41%，比去年同期下降了 3.16 个百分点。2009 年单季度综合毛利率也呈逐季下降趋势。综合毛利率下降的主要原因是占总销售收入比重为 59.42%的集装箱起重机的毛利率自 2006 年开始逐年下降，尤其是从 2008 年中期至 2009 年中期下降的幅度达 5.59 个百分点。

公司的主要原材料是钢材，每年要消耗将近 150 万吨钢，所以必须要有经常的储备，有 4 到 5 个月且至少 50 万吨钢的储备才能维持生产。尽管报告期国内钢材价格较 2007 年最高点下跌了 38.11%，但由于公司之前一直在消耗前期的高价钢材存货，以及金融危机导致的产品需求急剧萎缩，在这双重不利因素的夹击下，并没有享受到低成本的好处。因此公司的毛利率不升反而持续两年下降。

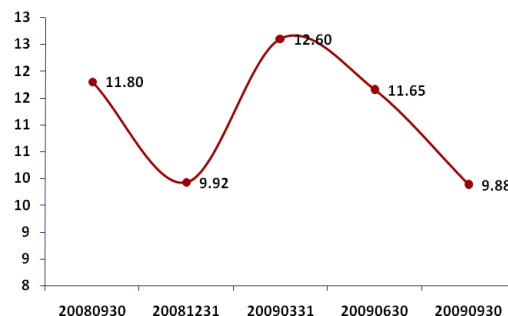
预计 2010 年钢材价格受产能过剩影响，仍将维持相对低位。伴随着公司的高价钢材存货消耗完毕，以及需求的逐步回暖，公司的毛利率亦将见底回升。

图 5 公司三季度毛利率走势图



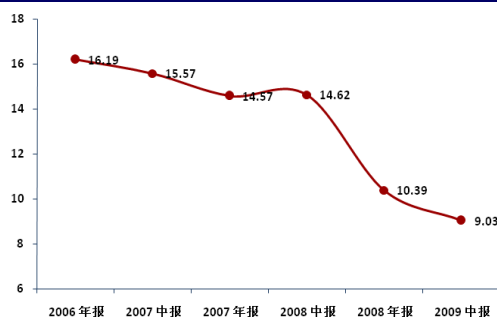
Source:wind

图 6 公司单季度毛利率走势图



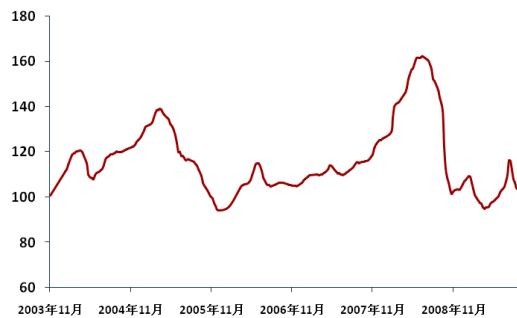
Source:wind

图 7 集装箱起重机毛利率走势图



Source:wind

图 8 国内钢材价格指数走势



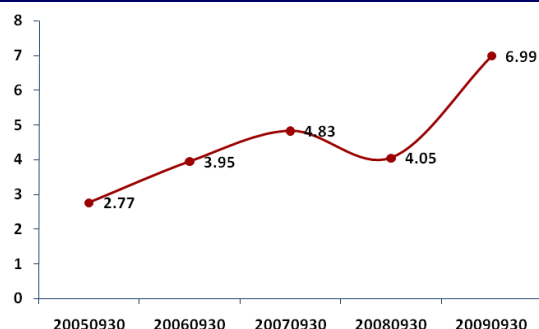
Source:wind

3. 管理费用率和财务费用率的大幅上升导致期间费用率大幅上升

公司的管理费用率由 2006 年的 1.37% 上升至报告期的 4.34%，报告期较上年同期上升了 1.01 个百分点，导致管理费用的大幅增加的主要原因是公司开展新业务新增的人员开支及相应研发费用的增加。报告期公司的财务费用较上年同期剧升 1.83 个百分点，其主要原因是远期外汇合约到期交割的收益同比减少以及付息债务增加所致。管理费用和财务费用的大幅上升导致期间费用率大幅上升。由于公司的新业务如海工业务和钢结构业务正处于培育期，预计公司 2010 年的管理费用仍会维持相对高位。公司的外汇套保业务波动性极大，

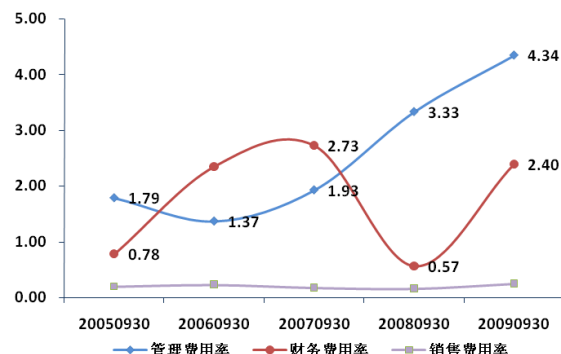
因此公司的财务费用率极不稳定，我们预计公司的 2010 年的财务费用率在 0.57%–2.73% 区间波动。

图 9 公司三季度期间费用率走势图



Source:wind

图 10 公司三季度三大期间费用率走势图

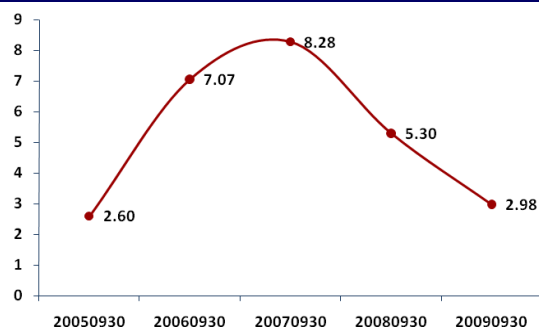


Source:wind

4. 单季度存货周转率逐步加快

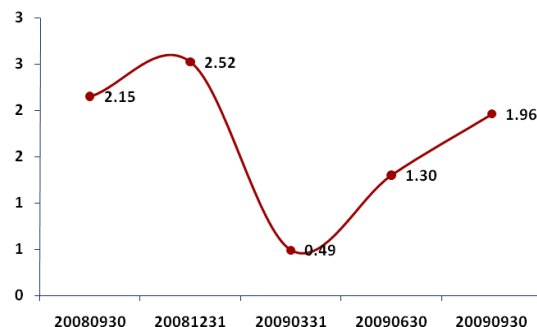
报告期公司的存货周转率为 2.98 次，受经济不景气导致的销售萎缩影响，存货周转率持续两年较大幅度下滑。但从单季度的存货周转率来看，已经从一季度低点开始见底回升，并且逐季加快。其主要原因是在国内及世界经济复苏的大背景下，国内沿海集装箱吞吐量同比增速及内河集装箱吞吐量同比增速自 2009 年 1 月份开始见底上升，中国出口集装箱运价指数也从 09 年 5 月份开始见底上升，需求的上升将继续拉动公司的存货加快周转。

图 11 公司三季度存货周转率走势图



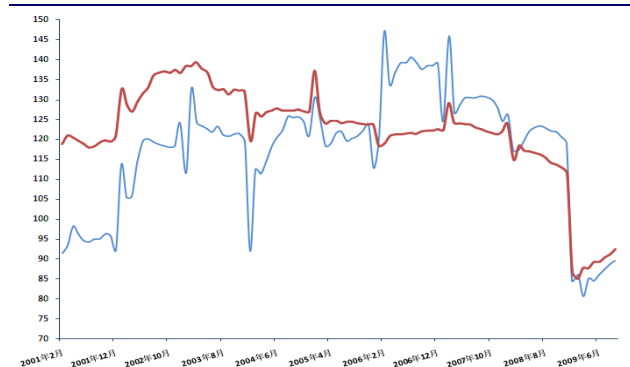
Source:wind

图 12 公司单季度存货周转率走势图



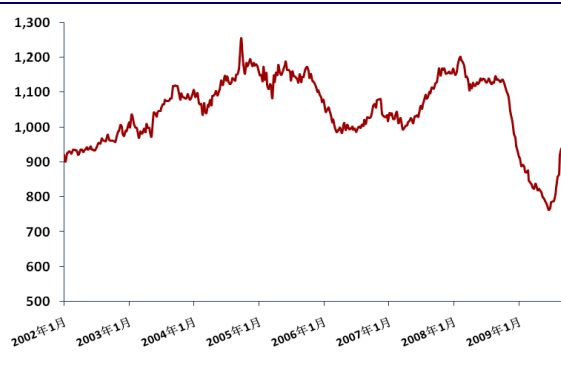
Source:wind

图 13 国内沿海集装箱吞吐量同比增速及内河集装箱吞吐量同比增速 (蓝)



Source:wind

图 14 中国出口集装箱运价指数 (CCFI0)



Source:wind

● 5. 看好大象华丽转身的前景

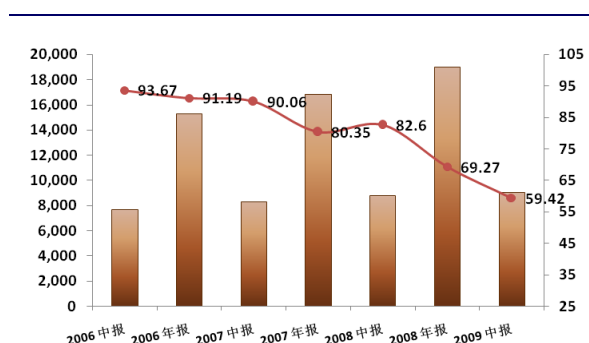
振华重工作为处于世界领先地位的装备制造业龙头企业，其港口机械连续多年保持全球市场占有率第一，大型集装箱机械领域占有世界 70% 以上的市场份额。而且大型集装箱机械的市场容量有限，全球每年大约 30—40 亿美元的投入，正因为如此其传统业务的发展空间相对较为狭窄。

为了打造公司未来的利润增长点，早在港口机械订单如日中天的时候，公司就已经瞄准了海工、大型钢结构等新的经济增长点。为了占领制高点，对此振华重工的转型行动已经前后准备了三四年时间，譬如公司内部成立了“一院八所”，而单是与海工装备相关的研究院、所就有 4 个。公司的转型效果也可从公司的收入结构反映出来。如图 15，公司的集装箱起重机占总销售收入的比重由 2006 年中期的 92.67% 下降至 09 年中期的 59.46%，降幅达 33.21 个百分点；海工业务及大型钢结构业务都从无到有，两者 09 年在公司销售收入中占比分别为 11.48% 和 11.49%，并且比 2008 年底的占比有较大幅度的提升。

公司的产品多元化路线一方面可以规避单项业务占主营业务收入比重过大所带来的风险，另一方面也可以为公司未来的较快增长提供增长亮点。

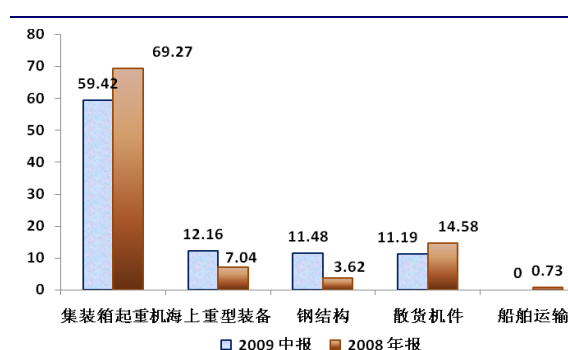
我们看好公司华丽转身的长期前景，主要理由有：（1）海工业务具有巨大的市场容量，海工市场一年全球有 3000-4000 亿美元的投入，其市场容量差不多是集装箱起重机市场的 100 倍，而且利润率可能高达 30%。2009 年 7 月 20 日，公司与西班牙 ADHK 公司在上海正式签订了总价值为 22 亿美元的海工产品供货合同，由公司向对方提供包括 10 台海上自升式钻井平台、7 台陆地钻机、2 艘浮吊等项目。这是公司转型向海工市场进军的第一个大订单。主合同金额为 21.26 亿美元，其他为备件等，合约规定在 2012 年 7 月 31 日前交货，ZPMC 可申请提前交货，并有 6 个月的免罚期。公司为了防止买方还贷出现不履约情况，在合同条款中有严格的防止不履行惩罚条款。此订单以今日美元兑人民币汇率 1: 6.82 计算，共可以给公司贡献约 150 亿人民币的销售收入。仅此业务，预计未来两年可以给公司贡献年均 60 亿人民币的销售收入。在整个市场疲弱的环境下，公司签订了此大订单将对未来开拓新的海工市场产生积极作用。（2）公司极强的管理能力，多年的港口机械研发所积聚的强势的研发能力、和连续多年保持港口机械市场占有率第一所拥有的销售渠道以及良好的品牌认知度。

图 15 公司集装箱起重机销售收入及其占总销售收入比重及同比增速（%）（右）



Source:wind

图 16 公司 09 年中期和 08 年年度各业务板块占总销售收入的比重（%）



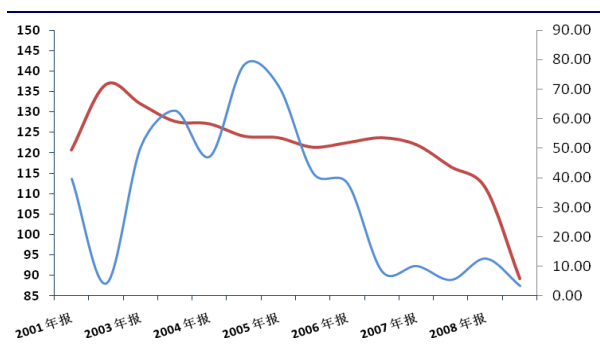
Source:wind

短期来看，公司的收入结构中，贡献绝大部分收入的仍是集装箱起重机业务。因此公司短期的收入增长仍主要依靠集装箱起重机的销售增长。而集装箱起重机的销售依赖经济正增长带来的物流需求以及物流速度加快，所导致的对集装箱运输量的增加。

目前来看，包括中国在内的全球经济都在复苏的进程中，相应的国际国内物流也开始有复苏的迹象，国内沿海集装箱吞吐量同比增速及内河集装箱吞吐量同比增速自 2009 年 1 月份开始见底上升，中国出口集装箱运价指数也从 2009 年 5 月份开始见底上升。从公司集装箱的销量同比增速和沿海港口集装箱吞吐量累计同比增速来看，两者表现出高度的相关，而且沿海港口集装箱吞吐量累计同比增速略微领先公司集装箱销量同比增速。因此我们认为公司的集装箱起重机业务的销售基本处于底部区域，2010 年将开始缓慢的回升，由此带动

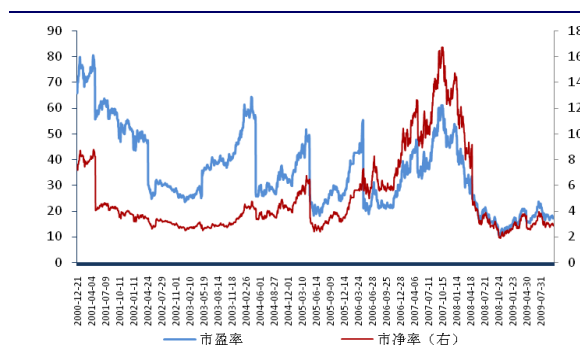
公司整体销售保持较快的增长。预计公司 2010 年的整体销售收入增长率为 17%。

图 17 公司集装箱起重机同比增速，以及沿海港口集装箱吞吐量累计同比增速（红左轴）



Source: wind、金元证券

图 18 公司历史 PE、PB 时间序列



Source:wind

6. 估值及投资建议

预计 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.28 元、0.58 元、0.98 元，对应 PE 分别为 36.53 倍、17.63 倍、10.43 倍。当前 PB 为 2.93 倍，PB 的历史波动区间为 1.91 倍—16.71 倍，目前的 PB 处于历史的低位。给予“增持”评级。

附表一：振华重工利润表预测（单位：百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	23,978.55	27,443.41	31,373.11	36,821.01	44,290.38
减：营业总成本	20,461.24	23,920.81	27,853.60	31,712.00	37,586.00
营业税金及附加	35.00	41.23	43.92	51.55	62.01
营业费用	72.61	72.51	76.00	81.01	97.44
管理费用	708.45	1,421.01	1,400.00	1,700.00	1,400.00
财务费用	523.92	153.87	695.93	695.93	695.93
资产减值损失	85.54	6.64	15.69	18.41	22.15
加：公允价值变动收益/（损失）	127.90	732.39	5.00	100.00	100.00
投资收益	11.85	7.67	2.00	2.00	2.00
二、营业利润	2,231.54	2,567.39	1,294.96	2,664.11	4,528.85
加：营业外收入	139.51	302.60	161.37	220.00	300.00
减：营业外支出	49.52	45.57	49.07	49.07	49.07
三、利润总额	2,321.53	2,824.41	1,407.27	2,835.04	4,779.78
减：所得税	187.05	251.90	126.65	255.15	430.18
四、净利润	2,134.47	2,572.52	1,280.62	2,579.89	4,349.60
减：少数股东损益	44.96	21.46	30.00	40.00	40.00
归属于母公司的净利润	2,089.51	2,551.06	1,250.62	2,539.89	4,309.60
五、EPS（元）（送股前）	0.64	0.76	0.39	0.79	1.34
EPS（元）（送股后摊薄）	0.64	0.76	0.28	0.58	0.98

Source: wind、金元证券研究所

附表二 主营业务各品种收入成本预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
1.集装箱起重机					
该产品收入	15,327.67	27,443.41	18,630.54	19,003.15	20,903.46
该产品成本	12,845.59	23,920.81	16,953.79	16,912.80	18,395.05
收入增长率	38.01%	14.45%	-2.00%	2.00%	10.00%
毛利率	16.19%	12.84%	9.00%	11.00%	12.00%
2.海上重型装备					
该产品收入	1,418.91	1,931.02	4,248.24	7,646.84	10,705.57
该产品成本	1,087.26	1,504.09	3,186.18	5,735.13	7,922.13
收入增长率	0.00%	26.52%	120.00%	80.00%	40.00%
毛利率	23.37%	22.11%	25.00%	25.00%	26.00%
3.散货机件					
该产品收入	2,299.46	4,001.87	4,402.06	5,062.37	6,202.08
该产品成本	2,265.61	3,702.72	4,137.93	4,708.00	5,767.93
收入增长率	35.61%	42.54%	10.00%	15.00%	22.51%
毛利率	1.47%	7.48%	6.00%	7.00%	7.00%
4.钢结构					
该产品收入	0.00	993.94	2,683.64	3,488.73	4,535.35
该产品成本	0.00	784.49	2,307.93	2,930.53	3,809.69
收入增长率	0.00%	0.00%	170.00%	30.00%	30.00%
毛利率	0.00%	20.22%	14.00%	16.00%	16.00%
5.船舶运输及其他					
该产品收入	47.09	201.54	0.00	0.00	0.00
该产品成本	32.56	201.45	0.00	0.00	0.00
收入增长率	0.00%	13.21%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	23.61%	20.22%	0.00%	0.00%	0.00%
合计					
主营业务收入	20,643.58	26,139.12	29,964.47	35,201.08	42,346.46
主营业务成本	17,804.16	23,228.81	26,585.83	30,286.46	35,894.80
主营业务收入增长率	22.82%	26.62%	14.63%	17.48%	20.30%
主营业务毛利率	13.75%	11.13%	11.28%	13.96%	15.24%

Source:wind、金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.