

振华重工 (600320)

着力调整 为迈新高

——振华重工更新报告

	吕娟	康凯
	021-38676139	0755-23976023
	lvjuan@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880209110640	S0880209030388

本报告导读:

2009 年年报低于预期; 2010 年公司将着力控制成本和固定资产投资节奏, 提高海工产品占比; 未来 3 年盈利能力将有快速提升。

投资要点:

- 2009 年, 公司实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 275.64、29.81、8.40 亿元, 收入同比微增 0.44%, 毛利和净利润则同比分别下滑 15.37%、67.40%。毛利率、净利率分别为 10.82%、3.05%, 同比分别下降 2.02、6.34 个百分点。全年实现 EPS 为 0.19 元, 低于预期。
- 2009 年年报点评: 1、收入仅实现微增, 主要因为受危机影响, 传统业务订单下滑。2、营业毛利和毛利率下滑, 主要因为受高价钢材存货、人工成本和单位固定成本上涨等影响, 传统业务和钢结构毛利率下滑。3、净利润大幅下滑, 除了毛利率下降影响外, 主要因为: (1) 海工等新产品研发投入使管理费用率上升 0.72 个百分点; (2) 交割的远期外汇合约收益减少, 财务费用率上升 1.7 个百分点; (3) 预计合同损失、坏账准备和存货跌价准备增加, 资产减值损失增加; (4) 公司未交割的远期外汇合约减少, 公允价值变动收益同比减少 99%。
- 2010 年是公司为迈新高, 着力调整的一年, 重点是要控制成本、控制固定资产投资节奏, 提高海工产品占比。
- 海工与公司传统业务港机具有较高的生产相关性, 且市场容量远大于港机, 是公司增长的新动力。相比竞争对手, 公司发展海工, 具有岸线资源、劳动力成本、买方融资等优势。
- 根据目前手持订单、交货进程以及对各业务前景判断, 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.27、0.42、0.58 元, 结合相对和绝对估值, 目标价为 11 元, 评级由增持调低至谨慎增持。
- 风险因素包括加息风险、人民币升值风险、海工市场拓展风险。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27,443	27,564	28,074	31,430	36,445
(+/-)%	14%	0%	2%	12%	16%
经营利润 (EBIT)	2,746	1,185	2,308	3,015	3,777
(+/-)%	0%	-57%	-16%	31%	25%
净利润	2,576	840	1,178	1,858	2,534
(+/-)%	23%	-67%	40%	58%	36%
每股净收益 (元)	0.59	0.19	0.27	0.42	0.58
每股股利 (元)	0.03	0.00	0.01	0.04	0.06

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	14%	8%	11%	13%	14%
净资产收益率 (%)	16%	5%	7%	10%	12%
投入资本回报率 (%)	7%	3%	5%	6%	7%
EV/EBITDA	17.8	28.6	20.7	16.1	13.2
市盈率	15.5	47.6	33.9	21.5	15.8
股息率 (%)	0.4%	0.0%	0.1%	0.5%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.00**

上次预测: 12.50

当前价格: 9.11

2010.04.06

交易数据

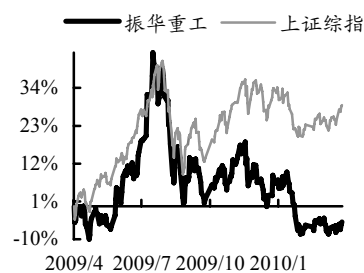
52 周内股价区间 (元)	8.64-14.40
总市值 (百万元)	36,586
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,016/2,548
流通 B 股/H 股 (百万股)	660/0
流通股比例	80%
日均成交量 (百万股)	16
日均成交值 (百万元)	153

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	15,812
每股净资产	3.94
市净率	2.3
净负债率	148%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.10	0.03
Q2	0.10	0.04
Q3	0.03	0.10
Q4	-0.04	0.10
全年	0.19	0.27

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-12%	-2%
相对指数	-4%	-8%	-32%

相关报告

- 《欧元合约公允价值变动短期影响业绩》
2008.08.27
- 《港口机械稳定增长 海上重型前景可待》
2007.10.31

模型更新时间: 2010.04.06

股票研究

工业
资本货物

振华重工 (600320)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.00

上次预测: 12.50

当前价格: 9.11

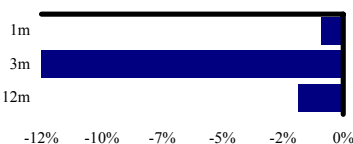
公司网址

www.zPMC.com

公司简介

公司是世界上最大的港口机械及大型钢结构制造商,主要生产岸边集装箱起重机、轮胎式集装箱龙门起重机及大型钢桥构件等,公司大型集装箱机械的订单已连续数年居世界同行首位。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.64-14.40

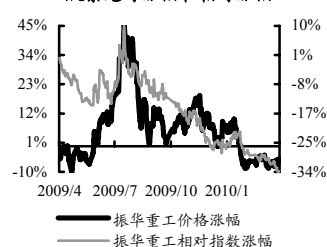
市值 (百万)

36,586

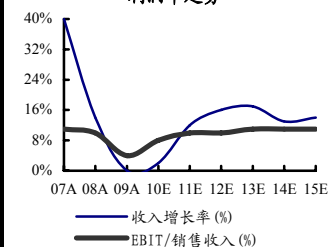
财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表									
营业收入	23,979	27,443	27,564	28,074	31,430	36,445	42,464	48,024	54,536
营业成本	20,461	23,921	24,583	24,223	26,687	30,665	35,491	40,019	45,309
税金及附加	35	41	41	42	47	54	63	72	81
营业费用	73	73	68	69	78	90	105	119	135
管理费用	708	1,396	1,602	1,404	1,571	1,822	2,123	2,401	2,727
EBIT	2,755	2,746	1,185	2,308	3,015	3,777	4,640	5,365	6,229
公允价值变动收益	128	732	8	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	8	4	0	0	0	0	0	0
财务费用	524	154	622	1,104	1,115	1,187	1,221	1,243	1,273
营业利润	2,232	2,592	563	1,205	1,899	2,590	3,418	4,123	4,956
所得税	187	252	-15	111	174	238	308	368	438
少数股东损益	45	21	-61	12	19	26	33	40	47
净利润	2,090	2,576	840	1,178	1,858	2,534	3,282	3,921	4,669
资产负债表									
货币资金、交易性金融资产	1,726	5,125	1,943	1,520	1,745	2,004	2,301	4,373	6,603
其他流动资产	16,979	30,484	27,637	25,607	28,042	30,528	33,613	36,629	40,053
长期投资	46	50	58	68	72	73	72	72	72
固定资产合计	8,641	15,247	19,058	21,502	22,754	23,387	23,704	23,837	23,892
无形资产及其他资产	1,723	2,676	2,371	2,422	2,406	2,381	2,370	2,354	2,338
资产合计	29,115	53,583	51,065	51,119	55,019	58,373	62,060	67,265	72,958
流动负债	12,482	31,860	28,541	23,263	23,326	22,324	20,944	20,845	21,607
长期负债	5,322	5,940	6,361	10,501	12,520	14,502	16,508	18,508	19,507
股东权益	11,312	15,783	16,164	17,354	19,172	21,546	24,608	27,913	31,844
投入资本(IC)	19,871	34,096	41,726	41,003	43,554	46,369	48,614	50,805	53,237
现金流量表									
NOPLAT	2,533	2,503	1,208	2,112	2,758	3,456	4,245	4,909	5,699
折旧与摊销	531	965	1,120	868	1,083	1,221	1,324	1,410	1,490
流动资金增量	1,061	6,900	4,026	(3,229)	1,343	2,245	1,997	2,124	2,451
资本支出	1,869	6,606	3,811	3,269	2,289	1,807	1,595	1,498	1,499
自由现金流	5,995	16,974	10,165	3,020	7,474	8,729	9,160	9,941	11,139
经营现金流	548	(4,076)	550	6,304	2,758	2,770	3,917	4,540	5,086
投资现金流	(3,928)	(5,611)	(4,074)	(3,283)	(2,323)	(1,839)	(1,624)	(1,529)	(1,529)
融资现金流	3,740	11,664	1,732	(3,448)	(210)	(673)	(1,996)	(940)	(1,327)
现金流净额	360	1,978	(1,792)	(427)	225	259	298	2,072	2,230
财务指标									
成长性									
收入增长率	40%	14%	0%	2%	12%	16%	17%	13%	14%
EBIT 增长率	27%	0%	-57%	-16%	31%	25%	23%	16%	16%
净利润增长率	30%	23%	-67%	-54%	58%	36%	30%	19%	19%
利润率									
毛利率	15%	13%	11%	14%	15%	16%	16%	17%	17%
EBIT 率	11%	10%	4%	8%	10%	10%	11%	11%	11%
净利润率	9%	9%	3%	4%	6%	7%	8%	8%	9%
收益率									
净资产收益率(ROE)	18%	16%	5%	7%	10%	12%	13%	14%	15%
总资产收益率(ROA)	7%	5%	2%	2%	3%	4%	5%	6%	6%
投入资本回报率(ROIC)	13%	7%	3%	5%	6%	7%	9%	10%	11%
运营能力									
存货周转天数	25	71	112	106	98	98	97	98	98
应收账款周转天数	51	67	83	76	68	67	67	68	68
总资产周转天数	371	550	693	664	616	568	518	491	469
净利润现金含量	0.26	(1.58)	0.66	5.35	1.48	1.09	1.19	1.16	1.09
资本支出/收入	8%	24%	14%	12%	7%	5%	4%	3%	3%
偿债能力									
资产负债率	61%	71%	68%	66%	65%	63%	60%	59%	56%
净负债率	77%	106%	120%	98%	96%	90%	77%	65%	53%
估值比率									
PE	19.1	15.5	47.6	33.9	21.5	15.8	12.2	10.2	8.6
PB	3.5	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	39.9	25.6	20.0	17.8	28.6	20.7	16.1	13.2	11.0
P/S	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率	1.9%	0.4%	0.0%	0.1%	0.5%	0.6%	1.6%	2.0%	2.3%

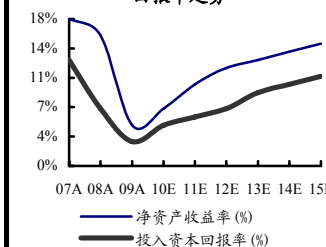
股票绝对涨幅和相对涨幅



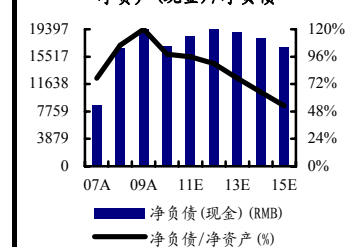
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

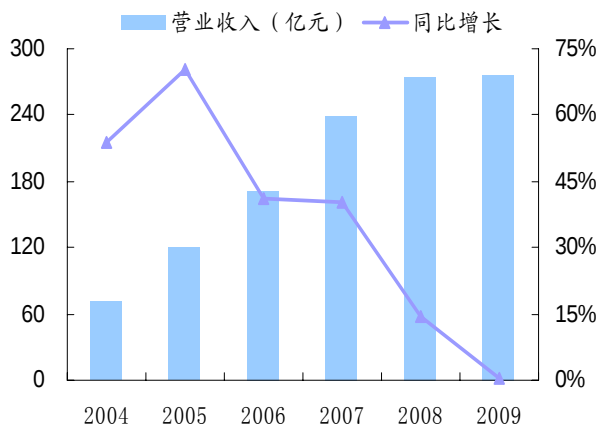
1. 2009 年年报：低于预期.....	4
1.1. 2009 年年报简要.....	4
1.2. 2009 年年报点评.....	4
2. 2010 年必须“夯基础，调结构”.....	5
2.1. 夯基础的重点是控制成本.....	5
2.2. 调结构重点是继续提高海洋工程装备占比.....	6
3. 公司发展海洋工程装备的竞争优势.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	7
4.1. 基本假设.....	7
4.2. 盈利预测与投资建议.....	8
4.2.1. 手持订单和新接订单情况.....	8
4.2.2. 盈利预测.....	8
4.2.3. 投资建议.....	9
5. 风险因素.....	9
5.1. 加息风险.....	9
5.2. 人民币升值风险.....	10
5.3. 海工市场拓展风险.....	10
附录：海洋工程装备行业分析.....	10
1、海洋工程装备基本概念.....	10
2、市场存量规模.....	11
3、竞争格局分析.....	11
(1) 钻井平台市场竞争格局.....	11
(2) 浮式生产装置市场竞争格局.....	12
(3) 海洋工程辅助船舶市场竞争格局.....	13
4、发展前景分析.....	13

1. 2009 年年报：低于预期

1.1. 2009 年年报简要

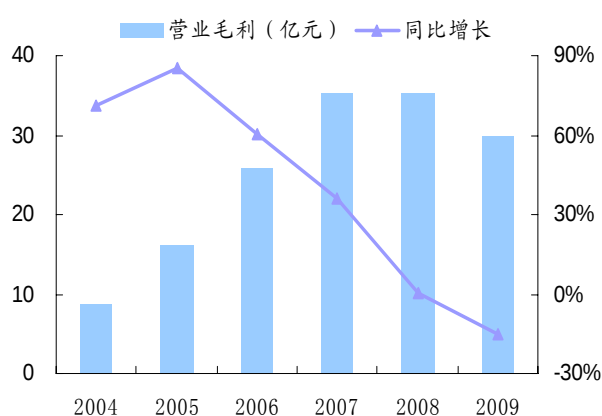
2009 年，公司实现营业收入、营业毛利、归属母公司所有者净利润分别为 275.64、29.81、8.40 亿元，营业收入同比微增 0.44%，营业毛利和归属母公司净利润则同比分别下滑 15.37%、67.40%。毛利率、净利率分别为 10.82%、3.05%，同比分别下降 2.02、6.34 个百分点。全年实现 EPS 为 0.19 元，低于预期。

图 1：公司营业收入及其增长



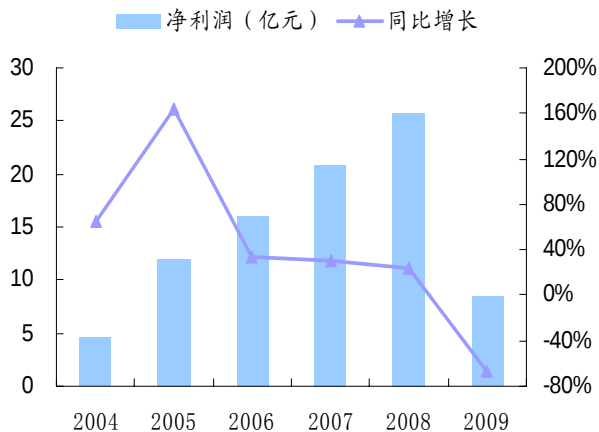
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2：公司营业毛利及其增长



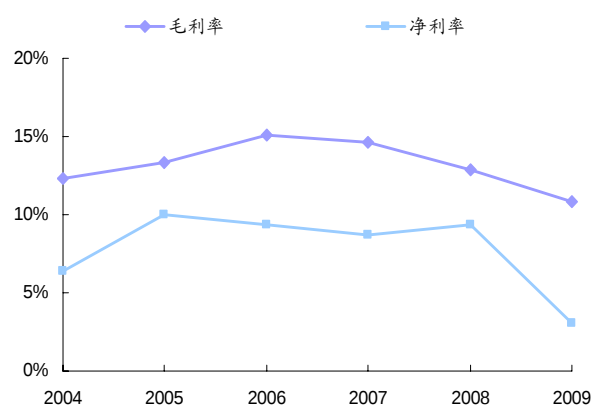
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3：公司净利润及其增长



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4：公司毛利率和净利率水平

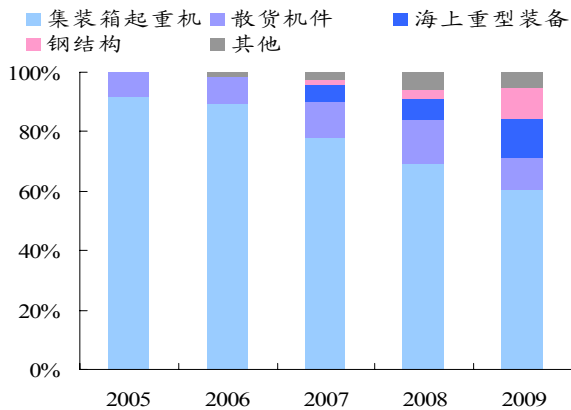


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 2009 年年报点评

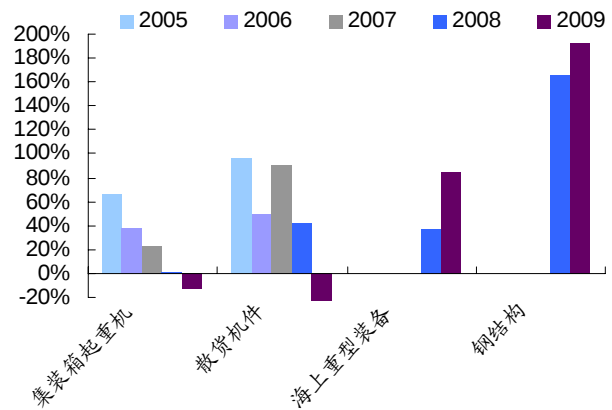
2009 年营业收入仅实现微增，主要是因为受金融危机影响，收入占比超过 70%的传统业务订单下滑，其中，集装箱起重机和散货机件收入分别下降 12.5%、23.4%。

图 5: 公司收入分业务构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

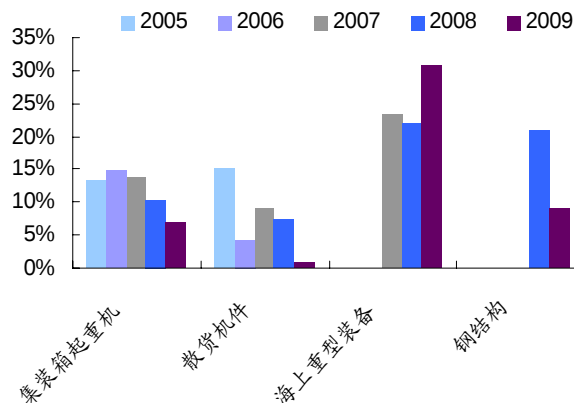
图 6: 主要业务收入增长情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

营业毛利下滑, 主要是因为受高价钢材存货、人工成本上涨、单位固定成本上涨等影响, 集装箱起重机、散货机件、钢结构的毛利率分别下滑 3.43、6.73、12.17 个百分点。

图 7: 主要业务毛利率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

净利润大幅下滑, 除了毛利率下降的影响外, 主要是因为: (1) 加大海工等新产品研发投入, 管理费用同比增加 2.06 亿元, 管理费用率上升了 0.72 个百分点; (2) 交割的远期外汇合约收益减少, 财务费用增加 4.68 亿元, 财务费用率上升 1.7 个百分点; (3) 预计合同损失、坏账准备和存货跌价准备增加, 资产减值损失增加 8923 万, 同比增长 1343%; (4) 公司未交割的远期外汇合约减少, 公允价值变动收益减少 7.25 亿元, 同比减少 99%。

2. 2010 年必须“夯基础, 调结构”

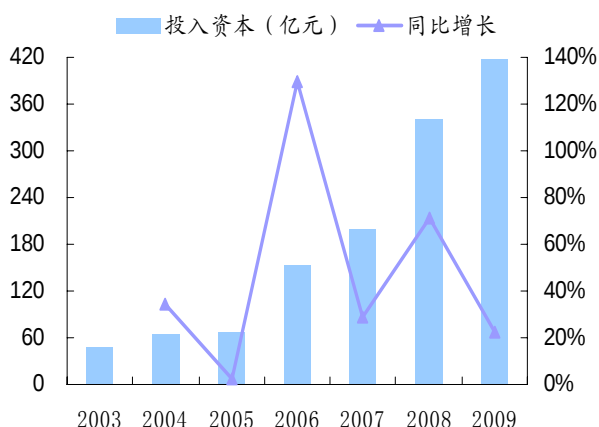
2.1. 夯基础的重点是控制成本

随着公司规模日益扩大, 控制成本越来越重要。我们认为, 在过去的 2、3 年里, 公司在钢材存货和资本开支管理方面并没有充分掌握好节奏, 导致了效益的下降。

2007 和 2008 年公司合计采购了超过 100 万吨钢材，本意是锁定用钢成本，但没料到 2008 年下半年钢价下行，随后金融危机全球蔓延，导致公司订单下降，产能利用不足，至今尚未消耗完高价钢材。一方面，影响了毛利率水平；另一方面，提前采购的 100 多万吨钢材多是借用银行资金，公司为此承担了每年数亿元的利息支出，增加了财务费用。

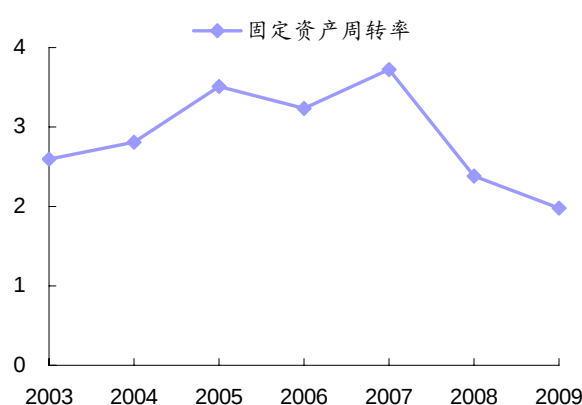
2008 和 2009 年，公司为了进入海洋工程装备领域，进行了大规模的基建，资本开支规模迅速扩大，固定资产增速快于收入增速，固定资产周转率下降，使得单位固定成本增加，也导致了效益的下降。

图 8：近两年投入资本快速增长



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 9：近两年固定资产周转率下降



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

我们认为，公司将在钢材存货管理方面，采取更加谨慎的态度，严格控制成本。另外，后续资本开支也大为降低，且主要是用于基建收尾、总部研发大楼和重特大型设备及其他大型运输船等项目。公司效益将得到提升。

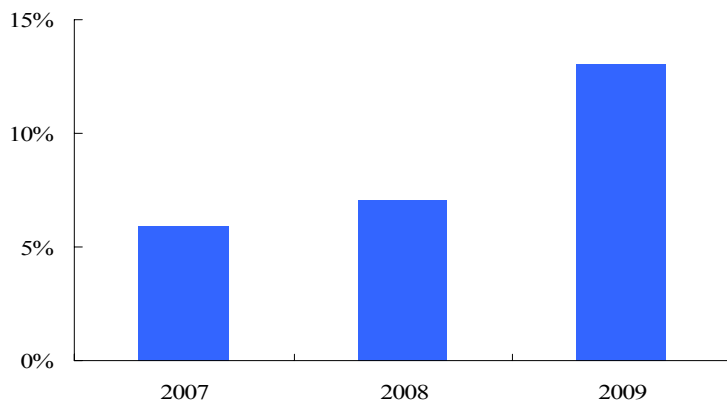
2.2. 调结构重点是继续提高海洋工程装备占比

公司传统业务集装箱起重机增长空间有限已是不争的事实，表现在两个方面：一、公司集装箱起重机全球市场份额已经高达 75%；二、全球港口高速建设期已过，后续固定资产投资增长有限，且经过 2008 年金融危机的冲击，对新增投资更加谨慎，预计在较长的时间里，集装箱起重机新增需求都将难以恢复到高点水平。

在此背景下，公司必须拓展新的业务增长点。海洋工程装备与集装箱起重机在生产方面具有至少 3 个共同点：一、产品都以钢为纲；二、都需要岸线资源；三、都需要密集的劳动力。而且，中国的海洋工程装备市场存量相对于全球来讲，还非常小，公司有足够的发展空间。因此，海洋工程装备成为公司持续发展的新动力。

2007-2009 年，公司海洋工程装备收入占比从 5.9% 提升至 13%。2009 年，公司成功与西班牙 ADHK 公司签订了总价值为 22 亿美元的海工产品供货合同，预计未来 3 年内，海工收入占比将超过 40%。

图 10: 公司海工收入占比不断提升



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3. 公司发展海洋工程装备的竞争优势

公司生产的海洋工程装备包括: (1) 钻井平台; (2) 生产装置; (3) 海洋工程辅助船舶, 具体涉及自升式钻井平台、铺管船、起重船、浮吊; (4) 海工装备配套件, 具体涉及动力定位装置、巨型锚铰机等。

公司发展海洋工程装备, 面临的主要是新加坡、韩国等国外竞争对手, 与他们相比, 公司具有以下优势: (1) 拥有丰富的生产资源优势: 在上海、南通、江阴地区拥有 7 个生产基地, 占地总面积 1 万亩, 总岸线 10 公里, 其中承重码头 3.7 公里, 其中最大承重量可达 2 万吨, 能够实施重大件的拼装; (2) 具有劳动力成本优势; (3) 具有买方融资优势; (4) 自建有 6 艘浮式起重机, 可以以比陆上机械更快的速度吊装重型部件; (5) 拥有 28 艘 6 万吨~10 万吨级的整机运输船, 可将巨型产品运往全世界。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 基本假设

我们预计传统业务集装箱起重机和散货机件恢复增长还需要 1-2 年的时间, 未来 3 年的增长主要依靠海洋工程装备和钢结构业务。预计高价钢材在 2009 年三季度差不多消化完, 加之今年公司加大成本控制力度, 我们认为集装箱起重机、散货机件、钢结构的毛利率水平均将有所提高。

海洋工程装备目前手持订单 22 亿美元左右, 预计凭借成本和买方融资等优势, 未来可以保持快速增长。至于海洋工程装备毛利率, 尽管 2009 年高达 30.85%, 但是我们认为随着更多的海工产品开工, 后续毛利率将回归至正常的 20% 多的水平。

表 1: 分业务盈利预测的基本假设

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	23,979	27,443	27,564	28,074	31,430	36,445
growth	40.3%	14.4%	0.4%	1.8%	12.0%	16.0%
营业成本	20,461	23,921	24,583	24,223	26,687	30,665
毛利率	14.7%	12.8%	10.8%	13.7%	15.1%	15.9%

集装箱起重机	78.1%	69.3%	60.4%	41.5%	37.1%	33.6%
收入	18,729	19,011	16,642	11,649	11,649	12,232
增长	22.2%	1.5%	-12.5%	-30%	0%	5%
主营成本	16,137	17,036	15,484	10,717	10,484	10,886
主营利润	2,592	1,975	1,158	932	1,165	1,345
毛利率	13.84%	10.39%	6.96%	8.00%	10.00%	11.00%
散货机件	11.7%	14.6%	11.1%	9.8%	8.8%	8.0%
收入	2,815	4,002	3,067	2,760	2,760	2,898
增长	90.1%	42.2%	-23.4%	-10%	0%	5%
主营成本	2,562	3,703	3,044	2,581	2,581	2,710
主营利润	253	299	23	179	179	188
毛利率	8.99%	7.48%	0.75%	6.50%	6.50%	6.50%
海工	5.9%	7.0%	13.0%	31.9%	37.0%	41.5%
收入	1,419	1,931	3,582	8,954	11,641	15,133
增长		36.1%	85.5%	150.0%	30.0%	30.0%
主营成本	1,087	1,504	2,477	6,984	9,080	11,804
主营利润	332	427	1,105	1,970	2,561	3,329
毛利率	23.37%	22.11%	30.85%	22.00%	22.00%	22.00%
钢结构	1.6%	3.6%	10.6%	11.9%	12.8%	13.2%
收入	375	994	2,910	3,346	4,015	4,818
增长		165.4%	192.7%	15.0%	20.0%	20.0%
主营成本	411	784	2,651	3,011	3,614	4,336
主营利润	-37	209	259	335	402	482
毛利率	-9.81%	21.07%	8.90%	10.00%	10.00%	10.00%
船舶运输	0.4%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
收入	99	202	35	35	35	35
增长		104.3%	-82.7%	0.0%	0.0%	0.0%
主营成本	46	201	23	24	24	24
主营利润	53	0	12	10	10	10
毛利率	53.70%	0.04%	33.16%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务收入	2.3%	4.8%	4.8%	4.7%	4.2%	3.6%
收入	543	1,304	1,330	1,330	1,330	1,330
增长	88.4%	140.2%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
主营成本	218	692	905	905	905	905
主营利润	325	612	425	425	425	425
毛利率	59.81%	46.94%	31.97%	31.97%	31.97%	31.97%

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 盈利预测与投资建议

4.2.1. 手持订单和新接订单情况

目前公司手持订单 40 亿美元左右，除了海工产品约 22 亿美元外，其余主要是港机，另外还有部分钢结构订单。2010 年至今，新接订单 6.6 亿美元左右，同比增长超过 100%，其中港机产品占比 80% 以上。如果目前接单情形继续的话，2010 年港机新接订单有望达到 18 亿美元左右。

4.2.2. 盈利预测

根据目前手持订单、交货进度以及对各产品未来增长的判断，预计

2010-2012 年, 公司收入分别为 280.74、314.30、364.45 亿元, 复合增长率 10%; EPS 分别为 0.27、0.42、0.58 元, 复合增长率 45%。盈利增长明显高于收入增长, 主要是因为产品结构中, 高毛利率的海工产品占比持续提升。而且, 随着高价钢材的消耗以及龙头地位逐步体现在议价能力上, 传统业务的毛利率也有一定的提升空间。

表 2: 公司盈利预测

主要财务数据	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	27,443	27,564	28,074	31,430	36,445
同比%	14%	0%	2%	12%	16%
经营利润 (百万)	2,746	1,185	2,308	3,015	3,777
同比%	0%	-57%	-16%	31%	25%
净利润 (百万)	2,576	840	1,178	1,858	2,534
同比%	23%	-67%	40%	58%	36%
每股净收益 (元)	0.59	0.19	0.27	0.42	0.58
每股股利 (元)	0.03	0.00	0.01	0.04	0.06

数据来源: 国泰君安证券研究

4.2.3. 投资建议

结合公司未来 3 年 45% 的复合增长率和行业整体估值水平, 我们认为可以给予公司 35 倍的较高 PE, 合理价格为 9.40 元。根据 DCF 绝对估值结果, 合理价格为 12.32 元。结合相对和绝对估值, 我们认为公司目标价为 11 元, 评级由增持调低至谨慎增持。

表 3: DCF 估值的基本假设条件

项目	项目
永续增长率	2.00%
无风险利率	1.36%
贝塔值 (β)	1.090
债务成本 K_d (%)	4.51%
WACC	7.39%
实际所得税率	15.00%
股权资本成本 (K_e)	8.60%
$E/(D+E)$	70.53%
$D/(D+E)$	29.47%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 4: DCF 估值结果及敏感性分析

永续增长率 G_n (%)						
WACC	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
5.39%	15.41	19.28	25.44	36.73	64.23	231.48
6.39%	11.35	13.79	17.35	23.00	33.38	58.64
7.39%	8.43	10.07	12.32	15.59	20.78	30.32
8.39%	6.25	7.40	8.90	10.97	13.98	18.76
9.39%	4.56	5.39	6.45	7.84	9.74	12.51

数据来源: 国泰君安证券研究

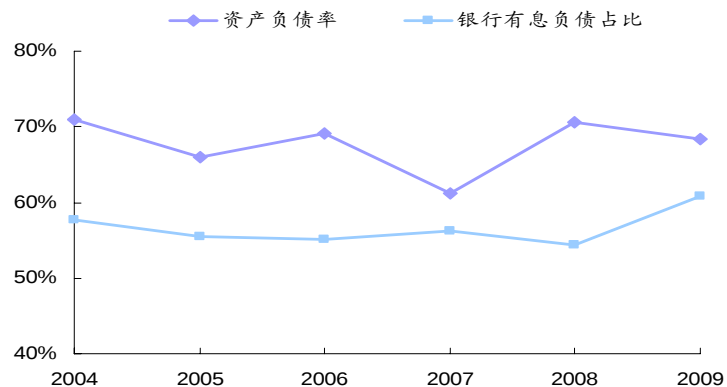
5. 风险因素

5.1. 加息风险

公司目前资产负债率水平较高, 且负债中, 银行有息负债占比较高。如

果加息，势必加重公司的利息支出。对此，公司将通过发行中期票据或者短期融资券，来减少利率波动的风险。

图 11: 公司资产负债率较高，且负债中，银行有息负债占比较高

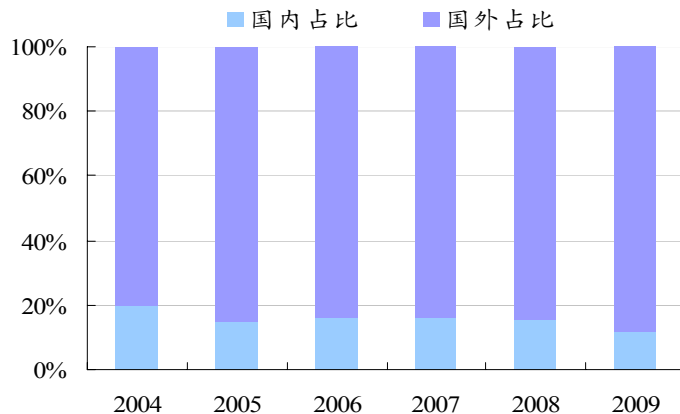


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

5.2. 人民币升值风险

公司产品接近 90% 都是用于出口，且出口合同币种多是美元。如果人民币对美元升值，将影响公司收入水平。由于升值预期较强，目前通过银行也难以做到合适的远期合约规避升值风险，公司交易性金融资产和交易性金融负债的减少也反映了这一点。不过，我们认为 2010 年人民币升值虽然预期很强，但是升值幅度有限。

图 12: 公司产品主要用于出口



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

5.3. 海工市场拓展风险

公司传统业务发展空间较为有限，目前急需要依赖海工业务提供新的增长动力。但是海工产品的需求受石油价格波动影响较大，公司开拓海工市场存在拓展风险。

附录：海洋工程装备行业分析

1、海洋工程装备基本概念

海洋工程装备，即用于海上油气开采的装备，主要包括三类：钻井平台、生产装置、海洋工程辅助船舶。

钻井平台：分为移动钻井平台和固定钻井平台两大类，移动钻井平台又可分为自升式、半潜式、坐底式钻井平台、钻井船、钻井驳船。

生产装置：主要包括生产平台、储油平台、输油平台、居住平台等。这里我们重点指生产平台中的浮式生产平台，具体包括四种类型：浮式生产储油卸油装置(FPSO)、半潜式生产平台、张力腿平台和深水立柱式平台。

海洋工程辅助船舶：主要包括起抛锚拖船、三用工作船、平台供应船、起重船、铺管船、潜水作业船、守护船、救护船、防污染船、多用船等。

2、市场存量规模

根据各类海洋工程装备已有数量和平均建造单价，我们估计海洋工程装备整个存量市场规模约 5576 亿美元，其中钻井平台、生产装置、海洋工程辅助船舶占比分别为 47%、19%、34%。

表 5：海洋工程装备市场存量规模

类别	存量(座/艘)	平均单价 (亿美元)	市场存量规模 (亿美元)	占比
钻井平台	1,243	1.9-6	2,629	47%
生产装置	300	1-4.6	1,067	19%
海洋工程辅助船舶	6,265	0.25-2.5	1,880	34%
合计	7,808	-	5,576	100%

数据来源：shipbuilding、rigzone、国泰君安证券研究

3、竞争格局分析

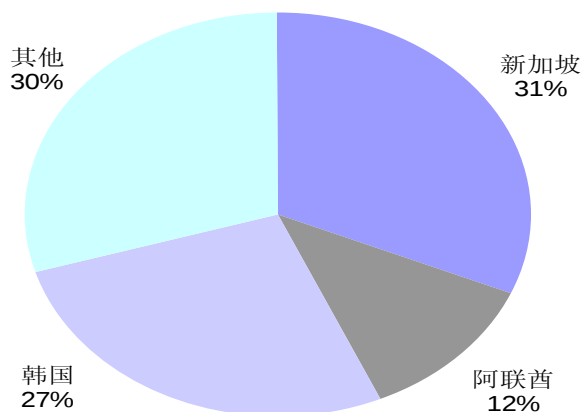
(1) 钻井平台市场竞争格局

钻井平台的制造主要集中在新加坡和韩国。后来阿联酋凭借丰富的石油储量和海工修理经验，也加入了建造钻井平台的行列，且绝大部分是适合近海使用的自升式。2008 年末全球移动式钻井平台手持订单共计 178 座，其中新加坡、韩国、阿联酋的占比分别为 31%、27%、12%。

具体来讲，自升式和半潜式钻井平台的建造集中在新加坡的吉宝和胜科海事，2008 年吉宝和胜科海事自升式钻井平台手持订单占比分别为 23%、18%；半潜式占比分别为 24%、18%。

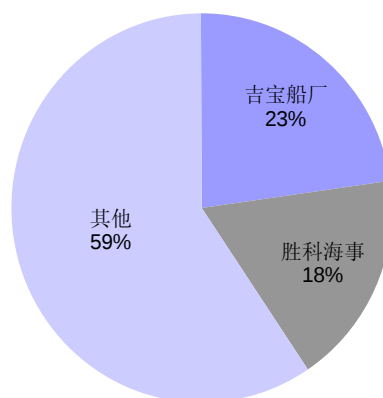
钻井船的建造几乎被韩国独揽，2008 年韩国的三星重工、大宇造船、现代重工、STX 手持订单占比分别为 59%、25%、7%、2%，韩国合计占比 93%。

图 13: 全球移动式钻井平台手持订单分布



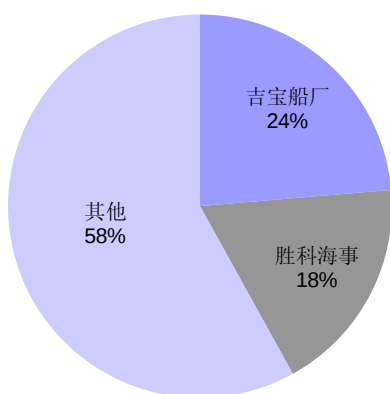
数据来源: 中国船舶报、国泰君安证券研究

图 14: 2008 年底自升式钻井平台手持订单分布



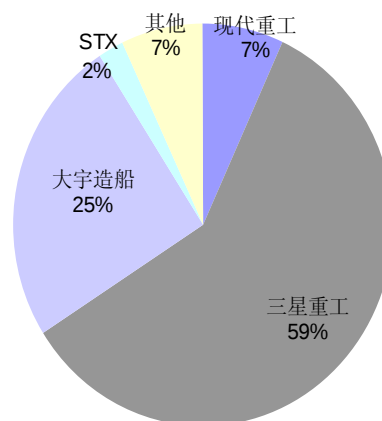
数据来源: 中国船舶报、国泰君安证券研究

图 15: 2008 年底半潜式钻井平台手持订单分布



数据来源: 中国船舶报、国泰君安证券研究

图 16: 2008 年底钻井船手持订单分布

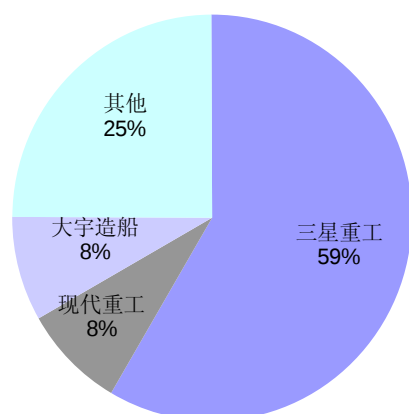


数据来源: 中国船舶报、国泰君安证券研究

(2) 浮式生产装置市场竞争格局

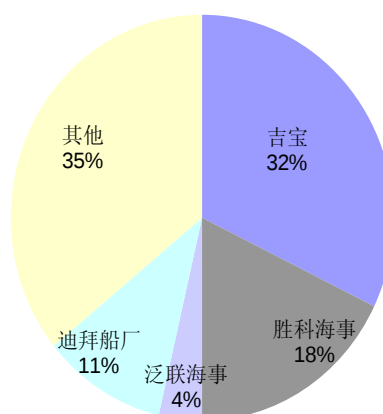
FPSO 新建市场被韩国主导。2008 年 11 月底, 全球手持 FPSO 新建订单有 12 艘, 韩国占比达 75%, 以三星重工为代表企业。FPSO 改造市场则被新加坡主导。2008 年 11 月底, 全球手持 FPSO 改造订单有 28 艘, 新加坡占比达 54%, 以吉宝和胜科海事为代表。

图 17: FPSO 新建手持订单分布



数据来源: 中国船舶报、国泰君安证券研究

图 18: FPSO 改造手持订单分布

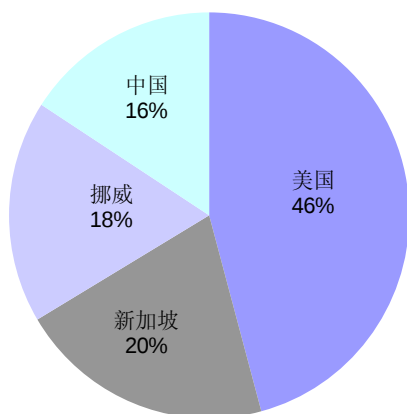


数据来源: 中国船舶报、国泰君安证券研究

(3) 海洋工程辅助船舶市场竞争格局

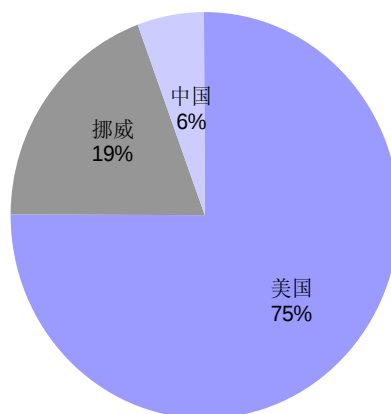
从海洋工程辅助船舶现有运力看，三用工作船和供应船主要集中在美国、新加坡、挪威等国船厂。目前，市场上 23.9% 的三用工作船由美国船厂建造，10.7% 由新加坡船厂建造，9.3% 由挪威船厂建造，中国占 8.3%。在供应船中，54.6% 由美国船厂建造，14% 由挪威船厂建造，中国仅占 4.1%。

图 19: 从现有运力看三用工作船的市场竞争格局



数据来源：国泰君安证券研究

图 20: 从现有运力看供应船的市场竞争格局



数据来源：国泰君安证券研究

随着海洋工程辅助船舶向中国的产业转移，中国在三用工作船、供应船等海洋工程辅助船建造方面的能力迅速加强，接单量不断增加。从手持订单情况来看，中国在三用工作船和供应船方面均已居世界首位，分别占全球订单的 31.3%、25.3%。

4、发展前景分析

全球石油消费量不断增长，已有 100 多个国家在海上进行石油勘探。根据 Energyfiles 公司的研究，海洋石油占全球石油产量总量的 35%，其中深海石油产出占比将越来越高，预计 2012 年将升至 10%。2008 年全球海上油气勘探开发支出总额达到 2600 亿美元，预计 2013 年将达到 3600 亿美元，较 2008 年增长 38%，2009-2013 年 CAGR 为 7%。我们看好由此带动的海洋工程装备新增需求。

图 21: 来自深海的石油产量逐渐增多 (千桶/天)

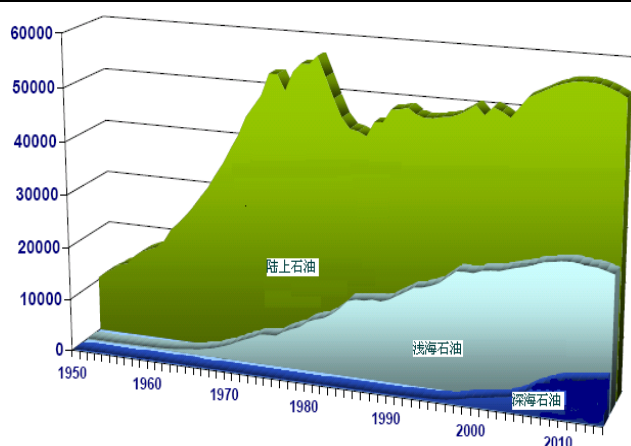
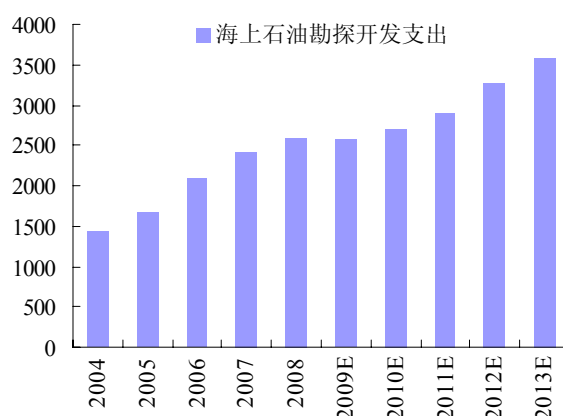


图 22: 全球海上油气勘探开发支出还将增加 (亿美元)



数据来源：Eneryfiles、DW、国泰君安证券研究

数据来源：Eneryfiles、DW、国泰君安证券研究

另外，海洋工程装备的使用年限为 25-30 年。超过这个年限，从安全角度考虑，就应该退役。全球现有海洋工程装备中，有一半左右已经使用超过 25 年，预计未来将带来巨大的更新换代需求。

作者简介:**吕娟:**

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

康凯:

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		