



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 30 日

机械

研究部

王黎明

分析员, SAC 执业证书编号: S0080209070099

wanglm@cicc.com.cn

中性

振华重工(600320.CH)

2010 年一季度业绩低于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	23,979	27,443	27,564	23,340	27,383
(+/-%)	40.3%	14.4%	0.4%	-15.3%	17.3%
毛利	3,482	3,481	2,940	2,254	2,730
(+/-%)	35.8%	0.0%	-15.5%	-23.3%	21.1%
归属于母公司股东的净利润	2,090	2,576	840	640	1,340
(+/-%)	30.1%	23.3%	-67.4%	-23.8%	109.4%
摊薄每股收益 (元)	0.48	0.59	0.19	0.15	0.31
每股经营现金流 (元)	0.11	-0.93	0.13	0.09	0.14
市盈率 (倍)	15.7	12.7	39.0	51.2	24.4
市净率 (倍)	2.6	2.2	2.1	2.0	1.9
股价/经营现金流 (倍)	67.8	-8.0	59.5	83.7	52.7
EV/EBITDA (倍)	14.5	14.6	30.0	30.8	24.2
净资产收益率 (%)	16.7%	17.1%	5.3%	4.0%	7.9%
投入资本回报率 (%)	11.1%	12.0%	3.7%	2.7%	4.9%

股票信息

	A股	B股
当前股价	人民币 7.46	美元 0.62
股票代码	600320.CH	900947.CH
日成交量 (百万股)	10.8	2.0
52周最高价/最低价	人民币 14.40/7.28	美元 1.04/0.61
市值 (百万元)	29,988	29,988
发行股数 (百万股)	4,390	4,390
其中: 流通股 (百万股)	3,406	3,406
主要股东 (持股比例)	中国交通建设股份有限公司 (28.71%)	

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
600320.CH	-7.10%	-17.57%	-19.53%	-27.85%
上证A股指数	-4.36%	-8.19%	-4.07%	-12.52%
行业指数	-6.40%	-4.92%	2.46%	-6.71%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010 年一季度业绩回顾:

振华重工 2010 年第一季度实现营业收入 46.5 亿, 同比下滑 28.8%, 实现归属母公司净利润 1,413 万元, 同比下降 96.9%, 对应每股收益 0.003 元, 低于我们及市场普遍预期。

负面:

- 公司接单情况从 09 年下半年开始回暖, 但总量十分有限, 导致公司 2010 年一季度收入出现较大下滑。
- 受 09 年新签订单价格较低, 公司生产规模较小导致固定成本占产品成本比例上升以及人工成本上升等负面因素的持续影响, 公司毛利率水平出现较大幅度下滑, 同比下滑幅度达到 5.5 个百分点。这也是公司本期业绩低于市场预期的主要原因。

正面:

在行业不景气环境中, 公司加强了内部管理, 费用控制能力得到加强, 营业费用率及管理费用率分别下降 0.1 和 0.4 个百分点。

发展趋势及盈利预测:

港口机械行业周期较长、复苏晚, 2010 年公司业绩将因此承受较大压力。2010 全年来看, 公司订单有望平稳提升, 2011 年业绩将因而受益。在海洋工程方面, 我们乐观估计公司 2010 年有望实现完工交付三艘铺管船, 并贡献四亿元左右的净利润。综合以上考虑, 预计公司 2010 年及 2011 年净利润分别为 6.4 亿元和 13.4 亿元, 分别同比下滑 23.8% 和增长 109.4%。

估值与建议:

振华重工 A 股 2010、2011 年的市盈率分别为 51.2 倍和 24.4 倍, 市净率分别为 2.0 倍和 1.9 倍。B 股 2010、2011 年的市盈率分别为 28.2 倍和 13.0 倍, 市净率分别为 1.1 倍和 1.0 倍。维持“中性”投资评级。

2010 年一季度业绩回顾

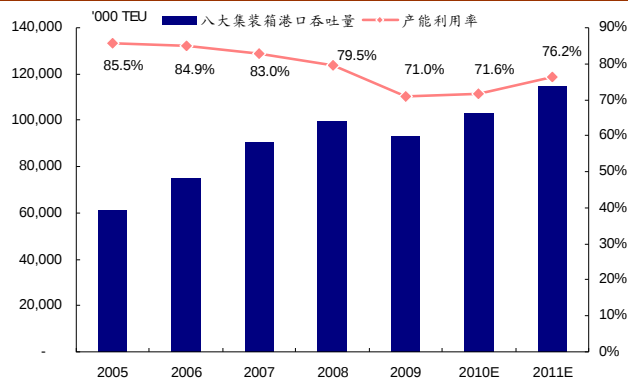
振华重工 2010 年第一季度实现营业收入 46.5 亿，同比下滑 28.8%，实现归属母公司净利润 1,413 万元，同比下降 96.9%，对应每股收益 0.003 元，低于我们及市场普遍预期。

- 1) 公司接单情况从 09 年下半年开始回暖，但总量十分有限，导致公司 2010 年一季度收入出现较大下滑。
- 2) 公司 09 年新签订单规模较小，导致 2010 年产能利用率不足，固定成本在单位产品成本中占比上升，另外 09 年新签订单价格较低也是本期公司毛利率出现同比大幅度下滑 5.5 个百分点的主要原因。
- 3) 在行业不景气环境中，公司加强了内部管理，费用控制能力得到加强，营业费用率及管理费用率分别下降 0.1 和 0.4 个百分点。

港口机械业务前景

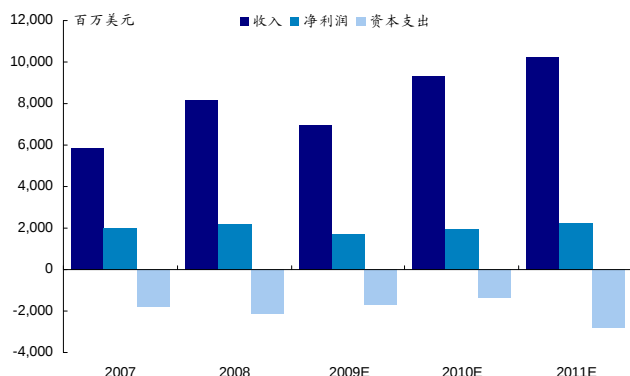
港口起重机的需求主要来自全球港口行业资本支出，而从历史经验来看，港口新建和扩建码头一般要滞后于全球贸易的复苏。目前来看，2010 年中国主要港口产能利用率仍将处于低位，再次扩张需要等待一年左右时间。振华历年收入增速与全球集装箱贸易量增速来看，振华重工收入增速高峰和低谷一般都要滞后 1 年左右。

图表 1：中国八大主要集装箱港口吞吐量及产能利用率



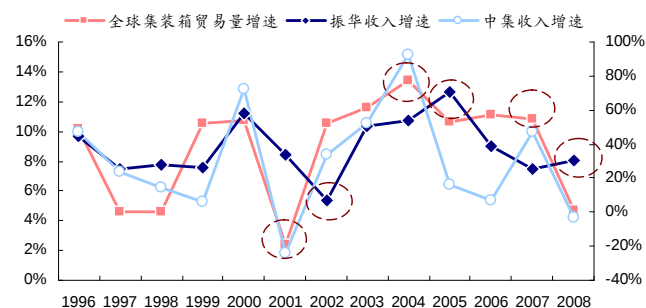
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：全球主要港口收入，利润及资本支出



资料来源：Bloomberg、公司资料，中金公司研究部

图表 3：振华、中集收入增速与集装箱贸易量增速



资料来源：Clarkson、公司资料，中金公司研究部

发展趋势及盈利预测

港口机械行业周期较长、复苏晚，2010 年公司业绩将因此承受较大压力。2010 全年来看，公司订单有望平稳提升，2011 年业绩将因而受益。在海洋工程方面，我们乐观估计公司 2010 年有望实现完工交付三艘铺管船，并贡献四亿元左右的净利润。综合以上考虑，预计公司 2010 年及 2011 年净利润分别为 6.4 亿元和 13.4 亿元，分别同比下滑 23.8%和增长 109.4%。

图表 4：盈利预测调整

	2010E		
	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	23,340	23,340	0.0%
毛利	3,245	2,254	-30.5%
归属于母公司所有者净利润	1,600	640	-60.0%
	2011E		
	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	27,383	27,383	0.0%
毛利	3,996	2,730	-31.7%
归属于母公司所有者净利润	2,233	1,340	-40.0%

资料来源：中金公司研究部

估值与建议

振华重工 A 股 2010、2011 年的市盈率分别为 51.2 倍和 24.4 倍，市净率分别为 2.0 倍和 1.9 倍。B 股 2010、2011 年的市盈率分别为 28.2 倍和 13.0 倍，市净率分别为 1.1 倍和 1.0 倍。维持“中性”投资评级。

图表 5: 分季度财务数据及分析

(人民币百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q10	业绩简评
营业收入	6,026	6,216	7,367	7,835	27,443	6,536	8,746	6,509	5,773	27,564	4,654	2009年公司新签订单数量较少导致本期公司收入同比显著下降。
(YoY growth)	33.3%	31.4%	39.8%	-17.1%	14.4%	8.5%	40.7%	-11.6%	-26.3%	0.4%	-28.8%	
(QoQ growth)	-36.3%	3.1%	18.5%	6.4%		-16.6%	33.8%	-25.6%	-11.3%		-19.4%	
营业成本	-5,212	-5,105	-6,500	-7,104	-23,921	-5,713	-7,727	-5,866	-5,278	-24,583	-4,320	
毛利	805	1,101	855	720	3,481	813	1,008	632	487	2,940	324	
(YoY growth)	12.3%	72.5%	-6.3%	-40.7%	0.0%	1.0%	-8.4%	-26.1%	-32.4%	-15.5%	-60.1%	
(QoQ growth)	-33.6%	36.7%	-22.3%	-15.8%		13.0%	23.9%	-37.3%	-23.0%		-33.3%	
销售费用	-16	-24	-15	-18	-73	-20	-19	-16	-14	-68	-12	
管理费用	-208	-252	-270	-666	-1,396	-330	-319	-297	-656	-1,602	-214	
财务费用	-56	133	-205	-25	-154	-543	206	-186	-100	-622	-101	
营业利润	658	328	893	714	2,592	515	280	127	-359	563	1	
(YoY growth)	32.5%	-44.7%	51.5%	29.1%	16.2%	-21.7%	-14.6%	-85.8%	-150.3%	-78.3%	-99.7%	
(QoQ growth)	19.0%	-50.2%	172.3%	-20.1%		-27.8%	-45.6%	-54.7%	-383.1%		-100.4%	
利润总额	669	468	896	816	2,849	508	380	118	-242	764	16	
归属于母公司所有者净利润	549	531	719	777	2,576	450	441	125	-176	840	14	
(YoY growth)	21.5%	-1.4%	39.6%	23.5%	20.7%	-18.0%	-17.0%	-82.6%	-122.7%	-67.4%	-96.9%	
(QoQ growth)	-12.7%	-3.4%	35.5%	8.0%		-42.0%	-2.2%	-71.6%	-240.9%		-108.0%	
摊薄每股收益	0.13	0.12	0.16	0.18	0.59	0.10	0.10	0.03	-0.04	0.19	0.00	
毛利率	13.4%	17.7%	11.6%	9.2%	12.7%	12.4%	11.5%	9.7%	8.4%	10.7%	7.0%	毛利率出现较大幅度下降的主要原因在于: 产品订单价格较低、生产规模小导致的固定成本占比上升。
销售费用率	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	
管理费用率	3.5%	4.1%	3.7%	8.5%	5.1%	5.0%	3.6%	4.6%	11.4%	5.8%	4.6%	
营业利润率	10.9%	5.3%	12.1%	9.1%	9.4%	7.9%	3.2%	1.9%	-6.2%	2.0%	0.0%	
净利润率	9.1%	8.5%	9.8%	9.9%	9.4%	6.9%	5.0%	1.9%	-3.0%	3.0%	0.3%	
营业收入占全年比重	22.0%	22.6%	26.8%	28.5%	100.0%	23.7%	31.7%	23.6%	20.9%	100.0%	n.a.	
母公司所有者净利润占全年比重	21.3%	20.6%	27.9%	30.2%	100.0%	53.6%	52.5%	14.9%	-21.0%	100.0%	n.a.	

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 6：历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	23,979	27,443	27,564	23,340	27,383
营业成本	-20,461	-23,921	-24,583	-21,054	-24,640
销售费用	-73	-73	-68	-47	-55
管理费用	-708	-1,396	-1,602	-971	-630
财务费用	-524	-154	-622	-789	-841
资产减值损失	-86	-7	-96	-39	-45
投资收益	12	8	4	5	5
公允价值变动	128	732	8	100	100
营业利润	2,232	2,592	563	513	1,264
营业外收入	140	303	221	200	199
营业外支出	-50	-46	-19	-10	-10
利润总额	2,322	2,849	764	703	1,453
所得税	-187	-252	15	-46	-94
净利润	2,134	2,597	779	657	1,359
归属于母公司股东的净利润	2,090	2,576	840	640	1,340
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	483	-4,076	550	391	622
投资活动现金流净额	-5,216	-5,611	-4,074	-2,056	-1,061
融资活动现金流净额	5,192	11,664	1,732	572	419
货币资金增加额	459	1,978	-1,792	-1,092	-20
资产负债表 (百万元)					
货币资金	1,873	3,780	1,927	834	814
应收账款	4,547	6,207	6,049	8,121	9,003
预付账款	3,670	4,803	2,079	2,046	2,251
存货	1,733	7,743	7,559	8,313	9,003
流动资产合计	20,946	35,609	29,580	29,761	33,322
固定资产	6,433	11,513	13,885	15,958	17,343
无形资产	1,940	2,165	2,227	2,273	2,317
非流动资产合计	12,717	17,752	21,486	22,528	22,425
资产总计	33,663	53,361	51,066	52,289	55,747
短期借款	5,525	13,885	13,636	14,136	17,636
应付账款	2,211	3,670	2,570	1,615	1,688
流动负债合计	14,828	31,860	28,541	28,245	28,484
长期借款	5,226	5,338	3,863	5,163	7,463
非流动负债合计	5,892	5,940	6,361	7,661	9,961
负债合计	20,721	37,800	34,902	35,907	38,445
归属于母公司股东所有者权益合计	12,493	15,099	15,812	16,013	16,914
少数股东权益	450	462	352	369	388

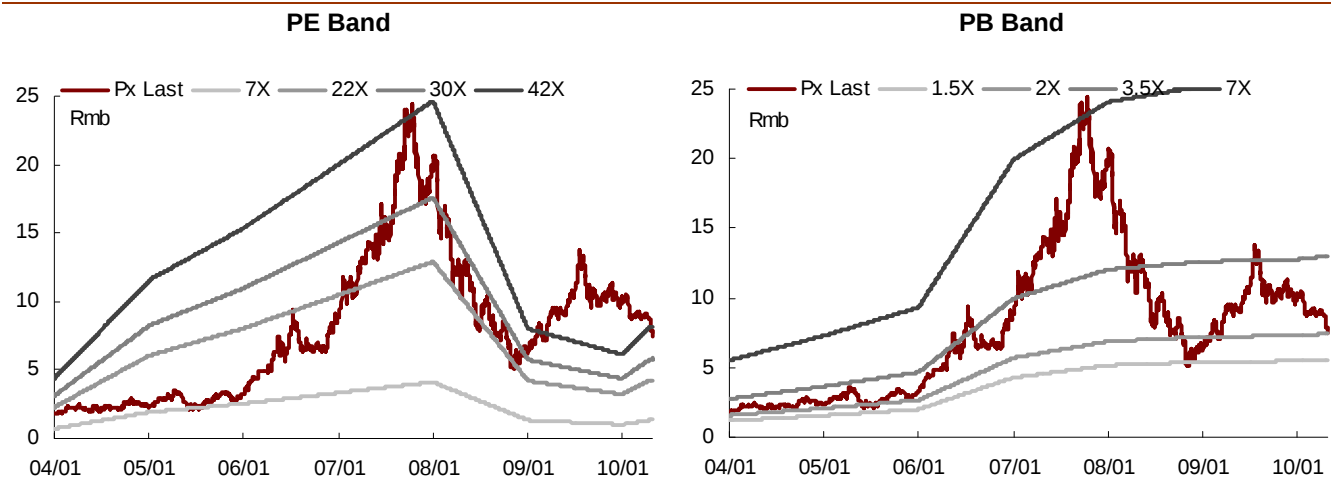
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 7: 机械类上市公司估值表

公司名称	Ticker	Price 10-4-29	EPS			P/E ratio			P/B ratio		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工程机械											
三一重工	600031 CH Equity	28.25	1.22	2.20	2.80	23.1	12.8	10.1	6.0	4.4	3.4
中联重科	000157 CH Equity	20.30	1.20	1.65	2.10	16.9	12.3	9.7	5.4	4.1	3.1
厦工股份*	600815 CH Equity	8.72	0.19	0.38	0.54	45.0	23.0	16.1	3.3	2.9	2.6
山推股份*	000680 CH Equity	12.04	0.58	0.75	0.90	20.9	16.1	13.4	2.8	2.4	2.1
山河智能	002097 CH Equity	22.78	0.39	0.60	0.74	59.2	37.9	30.8	4.8	4.3	3.8
徐工机械*	000425 CH Equity	36.58	2.01	2.45	2.96	18.2	15.0	12.4	7.3	4.1	3.1
柳工	000528 CH Equity	20.43	1.33	1.60	1.93	15.3	12.8	10.6	3.2	2.7	2.2
安徽合力	600761 CH Equity	13.59	0.31	0.61	0.83	43.5	22.3	16.4	2.3	2.1	1.8
中国龙工*	3339 HK Equity	5.72	0.33	0.43	0.51	17.3	13.4	11.3	2.5	2.2	1.9
平均值						28.8	18.4	14.5	4.2	3.2	2.7
中值						20.9	15.0	12.4	3.3	2.9	2.6
船舶制造											
中国船舶	600150 CH Equity	64.34	3.77	4.17	4.19	17.0	15.4	15.4	3.1	2.6	2.2
中国重工	601989 CH Equity	6.50	0.22	0.27	0.32	29.1	24.5	20.6	2.1	2.0	1.9
广船国际	600685 CH Equity	21.56	1.04	1.06	1.07	20.7	20.3	20.2	3.4	2.9	2.5
广船国际-H	317 HK Equity	13.90	1.18	1.24	1.30	11.8	11.2	10.7	1.9	1.6	1.3
平均值						19.7	17.9	16.7	2.6	2.3	2.0
中值						18.9	17.8	17.8	2.6	2.3	2.0
其他											
中集集团	000039 CH Equity	12.74	0.36	0.42	0.74	35.4	30.6	17.2	2.4	2.2	2.1
中集集团-B	200039 CH Equity	9.78	0.41	0.48	0.90	23.9	20.2	10.8	1.6	1.5	1.3
振华重工	600320 CH Equity	7.46	0.19	0.15	0.31	39.0	51.2	24.4	2.1	2.0	1.9
振华重工-B	900947 CH Equity	0.62	0.03	0.02	0.05	22.2	28.2	13.0	1.2	1.1	1.0
中国南车	601766 CH Equity	5.36	0.14	0.21	0.29	38.3	25.5	18.5	3.6	3.3	2.9
中国南车-H	1766 HK Equity	5.81	0.16	0.24	0.35	36.5	23.8	16.4	3.5	3.1	2.6
中国北车	601299 CH Equity	5.33	0.16	0.24	0.37	33.9	22.4	14.4	2.1	2.0	1.8
平均值						32.7	28.9	16.4	2.4	2.2	2.0
中值						35.4	25.5	16.4	2.1	2.0	1.9

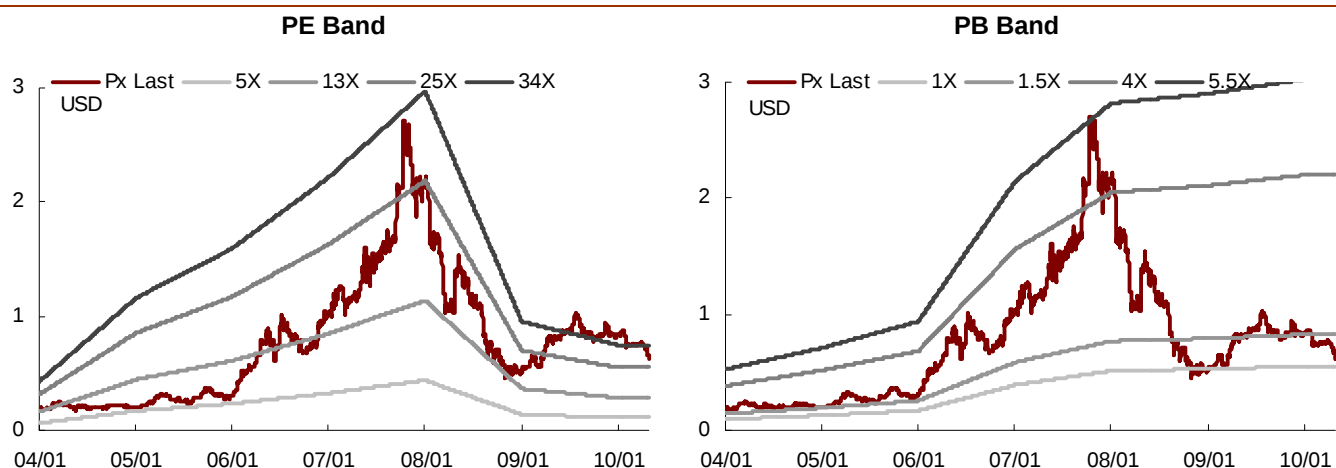
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部; 注: *表示盈利预测为市场一致预期

图表 8: 振华重工 A 股 P/E 和 P/B Band



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 9：振华重工 B 股 P/E 和 P/B Band



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。