

业绩谷底 转型起点

——振华重工（600320）调研简报

报告日期：2011年2月24日

分析师

乔培涛

☎010-88366060-8781 ✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S107020910050004

要点：

- **多因素导致公司10年预亏。**1、公司港机业务订单急剧下降。公司产品生产周期多在8-14个月之间，10年生产的多为09年订单。受金融危机冲击影响滞后的原因，公司09年新增订单为17亿美元左右，远低于07、08年50亿美元的水平。订单的大幅下降直接导致了公司销售收入的锐减。2、在全球经济比较低迷的09年，公司新接订单的价格也较以往大幅下降，价格平均大致下降了15%左右。价格的大幅下滑，也直接影响了公司的盈利情况。3、公司在08年前后购进了大量钢材备用，后期钢价回落，给公司去年带来了极大的成本压力。目前这批钢材有望于11年消耗完毕。同时近期钢材价格的上涨，为公司减轻了部分计提损失的压力。
- **传统港机业务有望逐步复苏。**10年底，公司在手订单30.46亿美元，较上年提升50%左右。金融危机最悲观时期的低谷业绩体现在10年，11年公司业绩有望逐步回升。公司计划11年全年营业收入达到200亿元的盈亏平衡点，实现保本微利，12年实现小幅增长。
- **业务转型初见成效。**公司是全球最大的港口机械制造商，06年港机业务占公司收入比重达91%，经过近几年的业务调整转型，10年中期时港机业务收入占比已下降到49%，海上重型装备、散货机件和钢结构两块收入占比分别上升到25%。公司凭借优良的生产设备和雄厚的研发实力，很快在海上重型装备和钢结构领域取得一定成绩，未来有望成为公司新的增长点。
- **加速发展海工产品。**公司未来将重点发展浮吊、铺管船和海上钻井平台项目。10年公司向三星重工成功交付了8000吨浮吊产品，完工交付铺管船3艘。目前凭借大股东收购的F&G公司领先的设计技术，公司采取了“先建后销”的策略，11年将开工建造一座300英尺自身式钻井平台。目前与F&G的合作主要是通过项目分包的方式进行，未来将组成联合竞标体参与海工平台项目的建设。大股东旗下其他公司与F&G基本没有业务联系，未来将F&G并入公司是大概率事件，只是时间问题。
- **给予“中性”评级。**
公司业绩受金融危机滞后影响较大，10年大幅亏损，11年有望触底回升。行业新增需求短期内将逐步复苏；港口机械大多是上世纪90年代采购的，产品生命周期一般在20年以上，大面积的更新需求未到。公司海工产品处于起步阶段，后续业绩释放值得长期关注。经初步测算公司10-12年的EPS分别为-0.17元，0.07元，0.26元，首次给予公司中性评级。
- **风险提示：**
行业订单持续低迷；海工、钢结构进展缓慢。

投资评级：中性（首次）

股本及行情数据

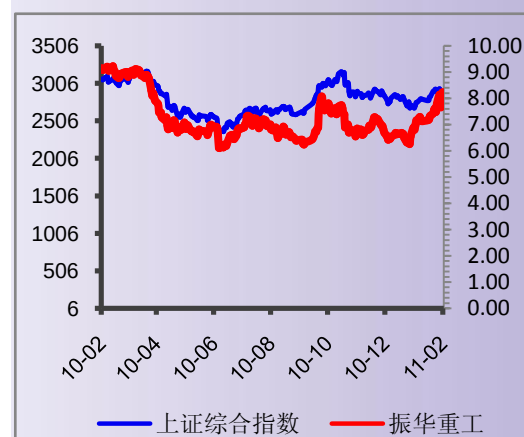
当前价格：8.22元

总市值（百万元）	36,088
流通市值（百万元）	20,941
总股本（百万股）	4390.3
流通股本（百万股）	2547.6
12个月最高/最低	9.36/6.02
十大流通股占比	33.61%
大股东	中国交通建设股份有限

公司盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	1,796,936	2,026,360	2,275,25
(+/- %)	-34.81%	12.77%	12.28%
净利润(万元)	-72,924	32,190	114,189
(+/- %)	-	-	254.74%
摊薄 EPS(元)	-0.17	0.07	0.26
市盈率(倍)	-49.5	112.1	31.6

公司股价表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测

模型更新时间 2011-2-24

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2756412	1796936	2026360	2275253	成长性				
营业总成本	2701240	1867563	1993795	2160858	营业收入增长	0.4%	-34.8%	12.8%	12.3%
营业成本	2458292	1731778	1865227	2042233	营业成本增长	2.8%	-29.6%	7.7%	9.5%
财务费用	62222	26954	30395	34129	营业利润增长	-78.1%	-	-	240.2%
销售费用	6823	6289	6079	6826	利润总额增长	-72.9%	-	-	233.0%
管理费用	160198	89847	81054	68258	净利润增长	-67.1%	-	-	254.7%
投资净收益	364	2000	500	500	盈利能力				
营业利润	56311	-67628	34065	115895	毛利率	10.8%	3.6%	8.0%	10.2%
营业外收支	20124	1000	1100	1210	销售净利率	3.0%	-4.1%	1.6%	5.0%
利润总额	76435	-66628	35165	117105	ROE	5.2%	-4.7%	2.0%	6.8%
所得税	-1478	6663	2813	2342	ROIC	3.9%	-1.0%	1.8%	3.8%
少数股东损益	-6072	-366	162	574	营运效率				
净利润	83985	-72924	32190	114189	销售费用/营业收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	9.7%	5.8%	5.0%	4.0%
货币资金	192680	86253	97265	109212	投资收益/营业利润	0.6%	-3.0%	1.5%	0.4%
应收帐款	604861	539081	607908	682576	所得税/利润总额	-1.9%	-10.0%	8.0%	2.0%
应收票据	657	0	0	0	应收帐款周转率	4.50	3.14	3.53	3.53
存货	755885	952478	746091	714781	存货周转率	3.21	2.03	2.20	2.80
流动资产合计	2958037	2428725	2444234	2658854	流动资产周转率	0.85	0.67	0.83	0.89
固定资产	1905776	2224561	2543888	2831321	总资产周转率	0.53	0.36	0.40	0.42
资产总计	5106643	4880186	5199841	5687466	偿债能力				
短期借款	1363593	1383593	1423593	1483593	资产负债率	68.3%	68.4%	69.7%	70.3%
应付款项	289786	277084	270458	285913	流动比率	1.04	0.89	0.80	0.77
流动负债合计	2854104	2720732	3051036	3433548	速动比率	0.77	0.54	0.56	0.57
长期借款	386339	386339	366339	346339	每股指标（元）				
负债合计	3490238	3337071	3624375	3997237	摊薄 EPS	0.19	-0.17	0.07	0.26
股本	439029	439029	439029	439029	每股净资产	3.68	3.51	3.59	3.85
留存收益	1142195	1069271	1101461	1215650	每股经营现金流	0.13	0.72	0.66	0.67
少数股东权益	35181	34814	34976	35550	每股经营现金/EPS	0.7	-4.3	9.1	2.6
权益合计	1616405	1543114	1575466	1690229	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益总计	5106643	4880186	5199841	5687466	PE	43.0	-49.5	112.1	31.6
现金流量表（万元）					PEG	0.82	3.98	#NUM!	0.44
经营活动现金流	55028	315929	291627	295791	PB	2.2	2.3	2.3	2.1
其中营运资本减少	37930	254007	94009	-52179	EV/EBITDA	23.47	46.45	22.51	16.08
投资活动现金流	-407425	-469962	-503142	-506590	EV/SALES	2.03	3.14	2.88	2.67
其中资本支出	-421628	-468590	-503142	-506590	EV/IC	1.58	1.58	1.54	1.47
融资活动现金流	173163	20000	20000	40000	ROIC/WACC	0.51	-0.14	0.23	0.50
净现金总变化	-179234	-134033	-191515	-170800	REP	3.11	-11.49	6.56	2.90

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind、长城证券研究所

研究员介绍:

乔培涛: 清华大学硕士，2008年加入长城证券，任机械业研究员。

研究员承诺:

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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>