

振华重工 (600320)

期待港机市场回暖

——2010 年年报点评

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
S0880511010047

本报告导读:

订单和产能利用不足,以及高价钢材存货,导致10年亏损近7亿元,不过在预期中。

目前集装箱市场持续攀升,集装箱船也明显复苏,使得港机市场的回暖值得期待。

投资要点:

- **年报概况:** 2010 年公司实现营业收入、营业利润、归属母公司净利润分别为 171.2、-8.6、-6.9 亿元,同比分别下降 37.9%、253%、183%,实现 EPS -0.16 元,亏损情况基本在预期之中。
- **2010 年出现亏损主要有以下原因:** (1) 受金融危机后续影响,传统主业订单不足,部分产品单价还有一定程度下滑,导致集装箱起重机收入同比下降 49%; (2) 公司 2010 年之前一直处于产能扩张状态,在订单不足的情况下,产能利用率比较低,单位固定费用上升,而且公司仍在消化高价钢材,综合毛利率同比下降 7.8 个百分点。
- **期待港机市场复苏:** 受美国经济复苏、全球贸易带动,中集集团集装箱新接单价格达到 3000 美元,单箱盈利能力达到 500 美元左右,创新高;全球航运龙头马士基于 2011 年 2 月批量订造大型集装箱船,预计将产生羊群效应,带动其他航运企业新船需求。集装箱和集装箱船市场的表现,使得港机市场的复苏值得期待。虽然从目前接单情况来看,暖意还不甚明显,但我们认为可能是时滞的缘故。
- **业务向海工转型,需要更多时间:** 目前海工业务有效订单并不是很多,转型所需时间比预期的久。不过大股东收购海工设计公司 F&G,将有助于公司形成设计、制造全产业链,帮助公司接新订单。我们还是对公司海工业务寄予厚望。
- **投资建议:** 不考虑尚未真正落实的 22 亿美元海工大单,目前在手订单 160 亿 RMB 左右,预计公司 11 年可实现超过 200 亿收入,达到扭亏,11-13 年 EPS 为 0、0.19、0.31 元,目标价 9 元,谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	27,564	17,116	20,839	24,922	29,105
(+/-)%	0.4%	-37.9%	21.8%	19.6%	16.8%
经营利润 (EBIT)	1,185	-649	233	1,218	1,904
(+/-)%	-56.8%	-154.8%	-64.0%	421.8%	56.3%
净利润	840	-695	13	818	1,360
(+/-)%	-67.4%	-182.7%	-101.9%	6210.2%	66.3%
每股净收益 (元)	0.19	-0.16	0.00	0.19	0.31
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	8.4%	3.5%	7.6%	11.3%	12.6%
净资产收益率 (%)	5.3%	-4.6%	0.1%	5.0%	7.7%
投入资本回报率 (%)	2.8%	-1.8%	0.6%	2.9%	4.4%
EV/EBITDA	25.1	95.8	36.5	20.6	15.7
市盈率	43.2	-52.2	2,797.1	44.3	26.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	-	-	-

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: 谨慎增持

目标价格: **9.00**

上次预测: 7.20

当前价格: 8.26

2011.03.10

交易数据

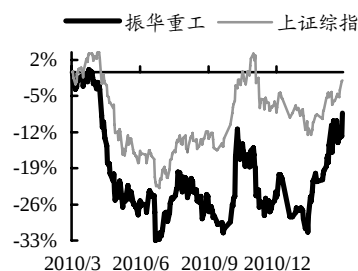
52 周内股价区间 (元)	6.02-9.23
总市值 (百万元)	33,172
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,016/2,548
流通 B 股/H 股 (百万股)	660/0
流通股比例	80%
日均成交量 (百万股)	24
日均成交值 (百万元)	181

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	15,350
每股净资产	3.82
市净率	2.2
净负债率	132%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.00	-0.10
Q2	-0.05	-0.08
Q3	-0.06	0.08
Q4	-0.05	0.10
全年	-0.16	0.00

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	20%	-9%
相对指数	7%	13%	-7%

相关报告

《振华重工公司 2010-11-12 调研提纲》	2010.11.08
《夯实基础 积极转型》	2010.08.31
《着力调整 为迈新高》	2010.04.06
《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 海上重型前景可期》	2007.10.31

模型更新时间: 2011.03.10

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: 谨慎增持

目标价格: 9.00

上次预测: 7.20

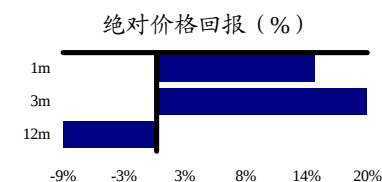
当前价格: 8.26

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,全球市场占有率达到60%。



52 周价格范围

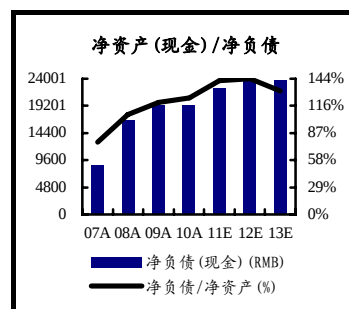
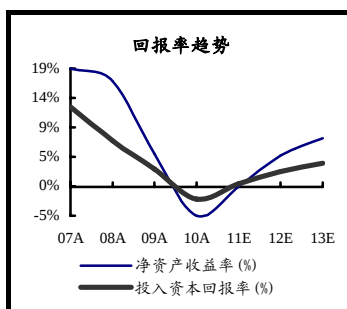
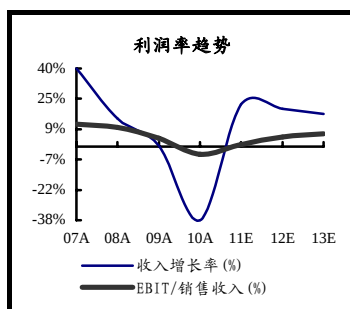
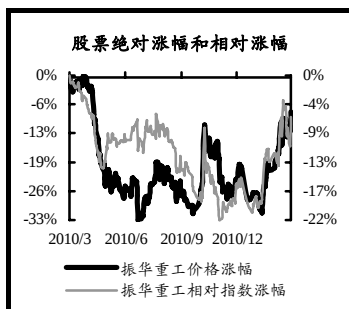
6.02-9.23

市值 (百万)

33,172

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表							
营业收入	23,979	27,443	27,564	17,116	20,839	24,922	29,105
营业成本	20,461	23,921	24,583	16,599	19,387	22,163	25,428
税金及附加	35	41	41	28	33	39	46
营业费用	73	73	68	60	63	77	91
管理费用	708	1,396	1,602	902	1,129	1,354	1,572
EBIT	2,755	2,746	1,185	-649	233	1,218	1,904
公允价值变动收益	128	732	8	18	134	74	85
投资收益	12	8	4	25	15	17	18
财务费用	524	154	622	215	337	369	411
营业利润	2,232	2,592	563	-864	-104	849	1,494
所得税	187	252	15	135	2	142	238
少数股东损益	45	21	-61	-18	0	-13	-13
净利润	2,090	2,576	840	-695	13	818	1,360
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,726	5,125	1,943	1,384	2,140	1,837	1,738
其他流动资产	16,979	30,484	27,637	21,508	25,181	27,528	30,028
长期投资	46	50	58	238	148	163	171
固定资产合计	8,641	15,247	19,058	19,455	20,491	20,619	20,289
无形资产及其他资产	1,723	2,676	2,371	2,702	2,715	2,777	2,857
资产合计	29,115	53,583	51,066	45,287	50,675	52,924	55,083
流动负债	12,482	31,860	28,541	21,635	26,789	27,454	27,505
长期负债	5,322	5,940	6,361	8,057	8,145	8,850	9,526
股东权益	11,312	15,783	16,164	15,595	15,741	16,621	18,052
投入资本(IC)	19,871	34,096	41,726	36,750	39,727	42,427	43,683
现金流量表							
NOPLAT	2,533	2,503	1,162	(753)	205	1,036	1,619
折旧与摊销	531	965	1,120	1,253	1,354	1,594	1,776
流动资金增量	3,807	6,900	4,026	(5,424)	1,771	2,619	1,598
资本支出	1,869	6,606	3,811	397	2,332	1,664	1,387
自由现金流	8,741	16,974	10,119	(4,526)	5,663	6,912	6,380
经营现金流	548	(4,076)	550	5,178	91	275	2,083
投资现金流	(3,928)	(5,611)	(4,074)	(1,042)	(2,530)	(1,672)	(1,408)
融资现金流	3,740	11,664	1,732	(4,791)	3,043	1,193	(674)
现金流净增加额	360	1,978	(1,792)	(655)	604	(204)	1
财务指标							
成长性							
收入增长率	40.3%	14.4%	0.4%	-37.9%	21.8%	19.6%	16.8%
EBIT 增长率	27.3%	-0.3%	-56.8%	-154.8%	-64.0%	421.8%	56.3%
净利润增长率	30.1%	23.3%	-67.4%	-182.7%	-101.9%	6210.2%	66.3%
利润率							
毛利率	14.7%	12.8%	10.8%	3.0%	7.0%	11.1%	12.6%
EBIT 率	11.5%	10.0%	4.3%	-3.8%	1.1%	4.9%	6.5%
净利润率	8.7%	9.4%	3.0%	-4.1%	0.1%	3.3%	4.7%
收益率							
净资产收益率(ROE)	18.8%	16.8%	5.3%	-4.6%	0.1%	5.0%	7.7%
总资产收益率(ROA)	7.2%	4.8%	1.6%	-1.5%	0.0%	1.5%	2.5%
投入资本回报率(ROIC)	12.7%	7.3%	2.8%	-2.0%	0.5%	2.4%	3.7%
运营能力							
存货周转天数	26	71	113	162	136	129	131
应收账款周转天数	51	67	83	129	104	98	101
总资产周转天数	371	550	693	1027	840	759	677
净利润现金含量	0.26	(1.58)	0.66	(7.45)	7.04	0.34	1.53
资本支出/收入	7.80%	24.07%	13.83%	2.32%	11.19%	6.68%	4.76%
偿债能力							
资产负债率	61.1%	70.5%	68.3%	65.6%	68.9%	68.6%	67.2%
净负债率	77.3%	106.2%	119.5%	124.2%	142.5%	144.4%	131.7%
估值比率							
PE	12.7	10.3	43.2	(52.2)	2,797.1	44.3	26.7
PB	3.3	2.4	2.3	2.4	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.6	15.6	25.1	95.8	36.5	20.6	15.7
P/S	1.51	1.32	1.32	2.12	1.74	1.46	1.25
股息率	2.1%	0.4%	0.0%	0.0%	-	-	-



作者简介:**吕娟:**

S0880511010047

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

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。

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		