

方正证券研究所

总监，机械资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

E-mail: lijianjian@foundersc.com

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886

Email: pengmin@foundersc.com

盈利预测

单位:百万 元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	17116.18	21982.81	28750.01	35457.59
(+/-)	-37.90%	28.43%	30.78%	23.33%
净利润	-694.84	306.95	1320.87	2089.18
(+/-)	-182.73%	-144.18%	330.32%	58.17%
EPS(元)	-0.16	0.07	0.30	0.47
P/E	-91.49	115.28	26.79	16.94

请务必阅读最后特别声明与免责条款

港机复苏趋势明确，海工业务等待爆发——海洋工程系列研究报告（二）

振华重工(600320)

公司调研快报
2011.03.22 增持

专用设备行业

投资要点

※我们有别于市场的观点：

1、公司港机业务毛利率恢复或慢于预期。

受全球经济回暖及公司高价钢逐渐消化完毕的影响，预计公司港机业务毛利率将逐步提升，但短期内受制于全球港口装卸能力相对过剩及国内外港机行业竞争加剧，我们认为公司毛利率的提升主要在 2012 年。

2、公司海工业务爆发时机未成熟，尚需等待。日前公司“振华海工一号”钻井平台项目开始实施，标志着公司将继续大力开拓海工业务，但大型海工装备建造周期长，风险大，采购商倾向于向现有的较知名的、产品有实际供货经验的企业采购，因此，未来公司在市场开拓方面仍需克服障碍，海工业务全面爆发尚需等待。

※2011 年全球集装箱业务持续复苏，港机行业滞后 1 年开始回升

2010 年全球集装箱海运贸易量同比增长 12.6%，回升势头良好。2011 年 1 月，我国主要港口集装箱吞吐量达到 1360.47 万标准箱，同比增长 18.92%。从行业周期驱动因素来看，一般港口机械景气周期较集装箱晚 1 年左右，我们预计随着全球经济的复苏，2011 年全球集装箱海运贸易量将继续增长，港机行业将步入增长周期。目前公司岸桥、场桥全球份额分别在 70%、50%以上，我们认为，2010 年是公司业绩的底部，2011 年公司收入订单已经开始回升。

※1-2 月份订单乐观，2011 年预计新接订单 40 亿美元，毛利率逐步恢复在 2010 年 12 月、2011 年 1 月及 2 月分别新接订单 5 亿美元、4 亿美元、3 亿美元。其中港机订单占 60%，全年预计新接订单 40 亿美元。同时，公司港机毛利率仍较低，新接订单毛利率低于 10%，港机低毛利主要因为国外对港机厂商的补贴政策及国内港机厂商的恶性竞争。虽然消化高价钢材及加强成本控制等因素让公司毛利率有所回升，但是短期对毛利率快速提升期望不宜太高，这也符合我们预期“量在价先”，公司港机业务毛利率恢复仍需要一段时间。我们认为公司依托规模优势及业已积累的技术优势和品牌优势，竞争优势明显，公司产品毛利率显著高于业内主要竞争对手，一旦行业恢复至景气状态，毛利率将得到快速提升。

※海工船舶制造实力领先，毛利率 20%左右，预计 2011 年收入 40 亿元在海工船舶领域，铺管船及浮吊是目前公司竞争力最强的产品。公司 2008 年交付了全球最大的 7500 吨全回转自航浮吊“蓝鲸号”，2009 年交付中国第一艘国产起重铺管船“海洋石油 202 号”，起重能力达到 1200 吨，2010

年交付中国第一艘实现出口的起重铺管船，总重 4 万吨级的“Fortuna 号”，由于技术含量较高，所以产品毛利率也比较高。我们预计公司 2011 年将新交货 2 艘铺管船，海工船舶业务收入为 40 亿元，毛利率在 20%左右。

※振华海工 1 号破冰海工平台，等待公司潜在实力的释放

日前，“振华海工一号” 300 英尺钻井平台项目开工通知单正式下发，标志着“振华海工一号”项目开始实施，我们预计今年 6 月份开始建造有望在 12 年底前完工，根据公司其它海工船舶的情况，预计振华 1 号有望在 2012 年找到买家。虽然公司在海工平台尚未实现实质性接单，但是目前公司正依托 F&G 的总承包能力，在相关平台建设相关配套过程已实现一定业绩。我们认为公司与西班牙 ADHK 公司签订的 22 亿美元海工订单续约可能性大，公司海工业务潜力大，只是需要时间等待订单的释放，我们看好公司海工业务的发展。

※依托中交集团，钢结构业务增长确定

公司的大型钢结构主要包括海上风电钢结构、桥梁钢结构及建筑厂房钢结构，公司目前拥有年产 40 万吨钢结构的能力。我们认为公司进入这一领域时间不长，在制造能力及运输能力上的优势尚未充分发挥，未来公司钢结构产品增长空间较大。2010 年 11 月，振华重工控股股东中交建投公布以 131 亿元中标珠港澳大桥主桥岛隧工程设计施工总承包，我们预计港珠澳大桥建设有望在 2010-2012 年为公司带来 15 亿元人民币以上钢结构订单。

※高价钢库存渐消化，毛利率提升主要在 2012 年

公司财务报告显示，截至 2010 年 12 月 31 日，公司预付款里仍有账龄超过一年的 3 个多亿，同时在公司存货中高价钢库存估计在 30 亿以上，主要都是在 2008 年钢价高位时采购，我们预计这一部分高价钢材将在今年逐步消化完毕，对公司盈利能力的不良影响逐步消除。随着高价钢材的消化及规模效应叠加影响，公司毛利率有望在 2012 年快速提升。

※新管理层、新变化，展望新前景

近年来公司管理层做了相应调整，新管理层进行精细化管理，加强了货款回收与成本控制方面收效显著，2010 年公司管理费用同比下降 43%，不同经营风格的转变，为振华带来了新变化。

投资建议：

虽然目前公司港机业务的恢复速度仍存在不确定性，但我们认为振华重工业绩复苏趋势明确，订单回暖与毛利率回升只是时间问题。我们预计公司 2011—2013 年 EPS 为 0.07 元、0.30 元、0.47 元，给予公司“增持”评级。

股价催化剂：海洋工程规划出台；ADHK 海工订单进展超预期；港机订单超预期；

风险提示：港机行业复苏不确定性风险；海工订单不确定性风险；行业竞争风险；

图表 1 分项业务预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
集装箱起重机	8576	11560	15607	20289
增长率%	-48.47%	34.80%	35.00%	30.00%
毛利率%	0.93%	2.90%	8.30%	9.50%
散货机件	3690	3856	4280	4666
增长率%	20.32%	4.50%	11.00%	9.00%
毛利率%	-3.91%	2.50%	3.80%	7.00%
海上重型装备	2591	3887	5442	6639
增长率%	-27.66%	50.00%	40.00%	22.00%
毛利率%	9.73%	20.00%	22.00%	22.50%
大型钢结构	1663	2411	3135	3558
增长率%	-42.85%	45.00%	30.00%	13.50%
毛利率%	13.26%	20.00%	20.00%	20.00%
船舶运输及其他	596.00	268	287	307
增长率%	-56.30%	-55.00%	7.00%	7.00%
毛利率%	19.80%	28.00%	27.00%	27.00%
总计	17116	21983	28751	35458
增长率%	-37.90%	28.43%	30.78%	23.33%
综合毛利率	3.07%	8.04%	11.69%	12.81%

资料来源：wind 资讯 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	22891.60	20281.32	20604.72	25691.78	经营活动现金流	2059.34	4917.18	6218.21	6022.71
现金	1335.99	2674.25	3432.08	4113.07	净利润	-712.52	326.55	1412.70	2222.53
应收账款	5715.05	5854.85	6922.93	8165.40	折旧摊销	1253.01	1319.02	1525.39	1703.83
其它应收款	362.87	819.98	811.44	1202.72	财务费用	214.93	307.76	330.63	372.30
预付账款	1319.83	3684.63	2644.69	5106.20	投资损失	-25.48	-15.23	-16.72	-17.68
存货	7164.35	6778.00	6585.38	6856.09	营运资金变动	1516.60	2830.33	3033.28	1775.60
其他	6993.50	469.60	208.19	248.31	其它	-187.21	148.76	-67.07	-33.87
非流动资产	22395.52	23064.83	24726.74	25875.82	投资活动现金流	-1975.94	-2499.74	-2842.88	-2849.16
长期投资	41.75	41.75	41.75	41.75	资本支出	623.56	779.97	1688.78	1094.28
固定资产	14386.47	15269.77	16316.31	16830.84	长期投资	16.01	0.00	0.00	0.00
无形资产	2383.86	2848.53	3537.33	4216.80	其他	-1336.36	-1719.77	-1154.11	-1754.87
其他	5583.44	4904.79	4831.36	4786.43	筹资活动现金流	-666.74	-1079.19	-2617.49	-2492.57
资产总计	45287.13	43346.15	45331.46	51567.60	短期借款	-437.56	-763.37	-1014.00	-768.00
流动负债	21635.00	19264.37	21112.60	26567.94	长期借款	1765.21	-1310.17	-1206.48	-1441.72
短期借款	13198.37	12435.00	11421.00	10653.00	其他	-1994.39	994.34	-397.01	-282.85
应付账款	1907.55	2584.98	2251.29	3369.69	现金净增加额	-583.34	1338.25	757.83	680.98
其他	6529.08	4244.39	7440.31	12545.25					
非流动负债	8057.42	6885.53	5609.91	4168.19	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	7800.81	6490.65	5284.17	3842.45	成长能力				
其他	256.61	394.88	325.74	325.74	营业收入	-37.90%	28.43%	30.78%	23.33%
负债合计	29692.42	26149.90	26722.51	30736.13	营业利润	-253.44%	125.17%	598.45%	66.11%
少数股东权益	326.66	346.25	438.08	571.43	归属母公司净利润	-182.73%	-144.18%	330.32%	58.17%
归属母公司股东权益	15268.05	16850.00	18170.87	20260.05	获利能力				
负债和股东权益	45287.13	43346.15	45331.46	51567.60	毛利率	3.02%	8.04%	11.69%	12.81%
					净利率	-4.16%	1.49%	4.91%	6.27%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	-4.57%	1.90%	7.59%	10.67%
营业收入	17116.18	21982.81	28750.01	35457.59	ROIC	-1.86%	0.86%	3.82%	6.02%
营业成本	16598.96	20216.42	25390.44	30915.39	偿债能力				
营业税金及附加	28.12	36.12	47.24	58.26	资产负债率	65.56%	60.33%	58.95%	59.60%
营业费用	59.93	76.94	100.63	124.11	净负债比率	77.06%	78.58%	68.98%	53.01%
管理费用	901.71	1099.14	1351.25	1453.76	流动比率	1.06	1.05	0.98	0.97
财务费用	214.93	307.76	330.63	372.30	速动比率	0.73	0.70	0.66	0.71
资产减值损失	220.26	57.16	43.13	42.55	营运能力				
公允价值变动收益	18.19	12.97	15.58	14.28	总资产周转率	0.36	0.50	0.65	0.73
投资净收益	25.48	15.23	16.72	17.68	应收帐款周转率	2.91	3.80	4.50	4.70
营业利润	-864.07	217.48	1519.01	2523.17	应付帐款周转率	7.41	9.00	10.50	11.00
营业外收入	89.17	168.54	150.76	146.42	每股指标(元)				
营业外支出	72.71	45.87	45.97	54.85	每股收益	-0.16	0.07	0.30	0.47
利润总额	-847.61	340.15	1623.79	2614.74	每股经营现金	0.47	1.11	1.40	1.36
所得税	-135.09	13.61	211.09	392.21	每股净资产	3.48	3.80	4.10	4.57
净利润	-712.52	326.55	1412.70	2222.53	估值比率				
少数股东损益	-17.68	19.59	91.83	133.35	P/E	-91.49	115.28	26.79	16.94
归属母公司净利润	-694.84	306.95	1320.87	2089.18	P/B	4.16	2.10	1.95	1.75
EBITDA	405.40	1659.17	3149.19	4318.57	EV/EBITDA	211.27	32.56	16.31	11.26
EPS (元)	-0.16	0.07	0.30	0.47					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com