

走向复兴：海工和大型钢构成新增长点

振华重工（600320.SH）

谨慎推荐 首次评级

分析师：鞠厚林 电话：(8610) 6656 8946 邮箱：juhoulin@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091557

联系人：王华君 电话：(8610) 6656 8477 邮箱：wanghuajun@chinastock.com.cn

1. 事件

近日，振华重工举行 2011 年度机构投资者调研会。公司总裁和其他高管向投资者介绍了企业近期经营情况和未来发展战略规划。

图 1：振华重工举行 2011 年度机构投资者调研会



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：长兴基地是世界上最大的重型装备制造基地之一



资料来源：中国银河证券研究部

2. 我们的分析与判断

■ 公司已走出低谷迈向复兴

公司港口机械业务未来将保持平稳增长，海工装备和大型钢结构业务将成新增长点。一季度公司新增订单约 10 亿美金，其中海工和大型钢结构业务占 40% 左右。但公司也面临重资产、低产能利用率、高价库存钢、高人员成本的不利因素。2011 年公司目标全年新增订单 40 亿美金，收入 200 亿人民币，实现扭亏为盈。“十二五”期间公司将大力发展海工装备、大型钢结构、能源环保设备、工程（矿山）机械四大新兴业务。我们认为，公司已经度过最困难的时期，逐步走向复兴，预计明后两年能逐步恢复到 2008 年的历史最好水平。

■ 公司发展获得大股东中交建的大力支持

在中交建的支持下，振华重工获得“港珠澳大桥”主体工程的 6 万吨钢结构建造及专用特殊船舶的建造订单；“十二五”期间，国家启动内河高等级航道建设，为疏浚内河航道，中交建可能有几十亿的挖泥船制造计划，振华重工有可能获得大量订单；以中交建名义向工信部申请的国家工程船舶研发中心（包括挖泥船）也将由振华重工收益；中交建收购的世界著名海工设计企业 F&G 也将和振华重工开展合作。我们认为，中交建作为振华重工的第一大股东，将为振华重工业绩的平稳发展提供支持和帮助。

■ 港口机械逐步回暖

公司港口机械保持强大竞争力。2010 年港机业务绝对量上虽有大幅下滑，但公司的市场占有率没有下降。2010 年全球岸桥产量 149 台，其中公司产量 112 台，占全球市场的 75%。目前，马士基、和黄等航运公司对新船需求有所复苏。巴西、印度、越南、中东、斯里兰卡等地区需求增长很快。我们认为公司港口机械业务在 2011 年将出现好转，预计 2011-2013 年有望保持 10%-20% 的平稳较快增长。

■ 海工装备暂以辅助船舶为主，钻井平台业务值得期待

公司海工装备目前以铺管船、浮吊等工程辅助船只为主，其中目前在建铺管船 4 艘，2011 年有望交付 3 艘。目前公司正主攻海工装备核心产品——钻井平台。预计其“振华海工一号”300 英尺钻井平台将在 2 年内建成。公司采取先生产后销售的模式，预计在 2012 年实现销售。目前国内钻井平台生产企业实力相差不大，整体而言在技术水平上与新加坡、韩国相比都有很大差距。我们认为，公司未来两年有望在钻井平台领域获得重大突破，逐步形成公司在海洋工程装备领域的核心竞争力。我们预计 2011-2013 年公司海工装备业务可以实现 30%-40% 的增长。

■ 大型钢结构业务发展迅速，成为新增长点

公司近年来承接了大量大型钢结构业务。为目前世界桥梁界难度最高的美国旧金山新海湾大桥配套的钢箱梁 7 月份即将全部交货；公司还与江苏龙源电力成立龙源振华公司，主攻海上风电钢结构（如风电管桩）；公司还承担了“港珠澳大桥”主体工程钢结构业务等。目前，公司共有钢构车间 84 万平方米，持证电焊工 7500 人，年生产各种钢构能力 100 万吨。我们认为，大型钢结构业务将成为公司新的增长点，预计 2011-2013 年可以实现 30% 左右的增长。

■ 2010 年毛利率下降主要基于重资产、产能利用率不足、积压高价钢材

公司目前最大的问题在于重资产，人工、折旧等固定成本分摊较大。2010 年公司产能利用率不足，导致营业收入上不去。此外，公司在金融危机前囤积了 100 万吨左右的钢材，当时的采购价格高于目前市场价，目前还存 50 万吨左右，由于受钢种类型的限制，预计要在 2012 年才能消化完。重资产、低产能利用率、高价库存钢等原因使得公司 2010 年毛利率出现下滑。我们认为 2011-2013 年公司高价库存钢将逐步消耗完毕，产能利用率也将逐步得以提升，在公司大力降低各项成本的努力下，预计公司毛利率将获得明显回升。

■ “十二五”期间公司将发展能源环保设备、工程（矿山）机械等新兴业务

“十二五”期间，公司将大力发展海工装备、大型钢结构、能源环保设备、工程（矿山）机械四大新兴业务。公司将围绕“4321”经营目标，实施“141”发展战略，努力实现“541”的收入结构和“442”的利润结构。

表 1：振华重工“十二五”期间要大力发展海工装备、大型钢结构、能源环保设备、工程（矿山）机械四大新兴业务

指标	规划目标	具体内容
经营目标	“4321”	400 亿合同额、300 亿营业收入、利润 20 亿、毛利率 10% 以上 1: 坚持以传统港机业务为“1”大主业；
发展战略	“141”	4: 大力发展海工装备、大型钢结构（重型钢桥钢梁、风电钢桩、厂房钢结构等）、能源环保设备（海水淡化、污水处理等相关产品）、工程（矿山）机械四大新兴业务； 1: 大力发展自己独特的自主研发的配套品牌产品业务（如大型锚绞机、动力定位装置、大型减速机、电控系统等）
收入结构	“541”	传统港机业务/四大新兴业务/自主配套品牌产品=5/4/1
利润结构	“442”	传统港机业务/4 大新兴业务/自主配套产品=4/4/2

资料来源：公司调研，中国银河证券研究部

表 2: 预计公司 2011-2013 年营业收入将分别突破 200、240、290 亿元

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
集装箱起重机(百万元)	19,011	16,642	8,576	9,605	11,526	13,831
增速	12.6%	-12.5%	-48.5%	12.0%	15.0%	20.0%
毛利率(%)	10.4	7.0	0.9	2.0	6.0	8.0
散货机件(百万元)	4,002	3,067	3,690	4,059	4,465	4,911
增速	74.1%	-23.4%	20.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	7.5	0.8	-3.9	2.0	4.0	6.0
海上重型装备(百万元)	1,931	3,582	2,591	3,627	4,716	6,130
增速	36.1%	85.5%	-27.7%	40.0%	30.0%	30.0%
毛利率(%)	22.1	30.9	9.7	15.0	18.0	20.0
钢结构(百万元)	994	2,910	1,663	2,328	3,027	3,632
增速	-	192.8%	-42.9%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率(%)	21.1	8.9	13.3	12.0	10.0	10.0
船舶运输(百万元)	202	35	189	246	295	339
增速	-57.1%	-82.7%	440.0%	30.0%	20.0%	15.0%
毛利率(%)	0.0	33.2	38.6	35.0	33.0	32.0
主营业务收入合计	26,140	26,236	16,709	19,865	24,028	28,844
增速	26.6%	0.4%	-36.3%	18.9%	21.0%	20.0%
毛利率(%)	11.1	9.7	2.9	6.0	8.8	10.7
其他业务	1,303	1,328	407	500	800	1,000
营业收入	27,443	27,564	17,116	20,365	24,828	29,844

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

3. 投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年可实现营业收入 204 亿元、248 亿元、298 亿元；净利 1 亿元、8 亿元、15 亿元，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.18 元、0.34 元。考虑到公司海工装备和大型钢结构业务具有较好的成长性，我们认为合理估值区间为 8.5-9.5 元，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鞠厚林，机械军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：徐工机械（000425.SZ）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、光电股份（600184.SH）、哈飞股份（600038.SH）、昆明机床（600806.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908