

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

振华重工(600320.SH)

经营已有改善之迹

投资要点

● **公司经营仍处低谷。**公司主营集装箱起重机、散货机、海上重型装备、钢结构及船舶运输等业务。2010年公司实现收入171亿元，同比下降37.9%，其中出口占65.89%，实现归属母公司的净利润-6.95亿元，每股收益-0.16元。2011年1季度，公司实现收入41.7亿元，净利-1.23亿元，同比分别增长-10.41%和-966.96%，每股收益按最新股本摊薄后为-0.03元，公司亏损额有所减少，但经营仍处低谷。

● **港口装卸设备有望触底回升。**公司集装箱起重机业务在全球市场的占有率超过70%，在2008年创出190.1亿元收入的峰值后，2009年和2010年受金融危机的滞后影响，收入、毛利率持续下滑，2010年集装箱起重机收入仅为2008年峰值的一半左右，2010年公司集装箱起重机新增订单已有所恢复，我们预计未来随着全球经济的复苏，公司集装箱起重机业务的收入和毛利率有望触底回升。

● **海工业务将是未来重点。**公司海工业务目前的主要产品包括铺管船和海上浮吊。公司2006年开始涉足海工业装备业务，当年海工装备收入为14.2亿元，2009年海工装备收入达到35.8亿元，2010年受全球海工装备业务下滑的影响，公司海工装备业务收入也下降了28.7%。未来随着全球海工市场复苏和国内海上油田开发，公司海工业务将成为发展重点。

● **评级与估值。**预计公司未来股价区间6—9元，建议买入。风险在于钢价波动、汇率波动和订单增长的不确定。

机械设备

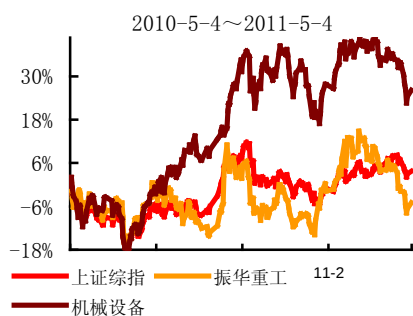
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	未评级
目标价格：	9

市场数据

市价(元)	6.91
上市的流通A股(亿股)	25.48
总股本(亿股)	43.90
52周股价最高最低(元)	6.02-8.43
上证指数/深证成指	2932.19/12423.46
2010年股息率	0.36%

52周相对市场表现



相关研究

《海洋工程专题系列》，2011年5月3日；

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	17116.18	20026	25032	30039
增长率(%)	-37.90	17	25	20
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	-694.84	4	879	1309
增长率(%)	-182.73	-100.61	20151.05	48.95
毛利率(%)	3.02	7	11	12
净资产收益率(%)	-4.55	0.03	5.44	7.50
EPS(元)	-0.16	0.00	0.20	0.30
P/E(倍)	-43.66	6990.40	34.52	23.17
P/B(倍)	1.99	1.99	1.88	1.74

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司经营仍处低谷	3
二、港口装卸设备有望触底回升.....	4
三、海工业务是公司未来发展重点.....	4
四、公司盈利预测	5
五、公司估值与投资评级	6
六、公司风险因素	6

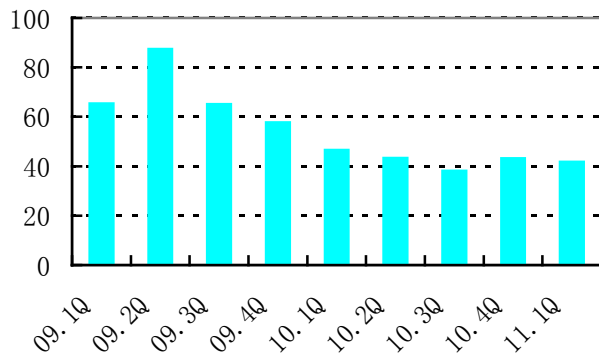
图表目录

图 1：2009 年—2011 年公司各季单季收入长 （亿元）	3
图 2：2009 年—2011 年公司各季单季净利 （亿元）	3
图 3：振华重工 2010 年分部收入及毛利率.....	3
图 4：振华重工 2010 年收入构成.....	3
图 5：公司集装箱起重机历年收入及毛利率.....	4
图 6：公司散货机历年收入及毛利率.....	4
图 7：公司海工产品图例	5
图 8：公司海工装备历年收入及毛利率.....	5
表 2：公司盈利预测表	5
附录：财务预测表	7

一、公司经营仍处低谷

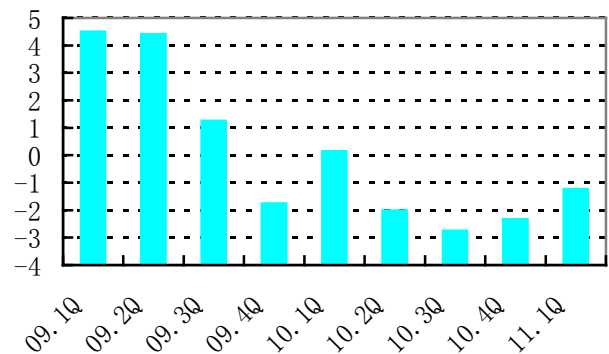
公司主营集装箱起重机、散货机、海上重型装备、钢结构及船舶运输等业务。2010 年公司实现收入 171 亿元，同比下降 37.9%，其中出口占 65.89%，实现归属母公司的净利润-6.95 亿元，每股收益-0.16 元。2011 年 1 季度，公司实现收入 41.7 亿元，净利-1.23 亿元，同比分别增长-10.41%和-966.96%，每股收益按最新股本摊薄后为-0.03 元，公司亏损额有所减少，但经营仍处低谷。公司各季度收入和盈利详见图 1 和图 2。

图 1：2009 年—2011 年公司各季单季收入长（亿元）



资料来源：民族证券

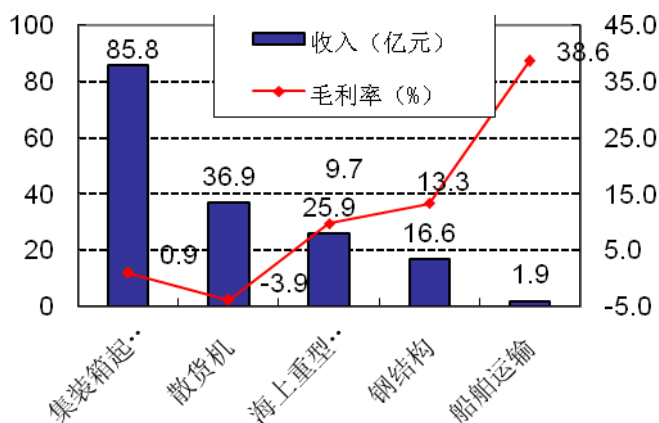
图 2：2009 年—2011 年公司各季单季净利（亿元）



资料来源：民族证券

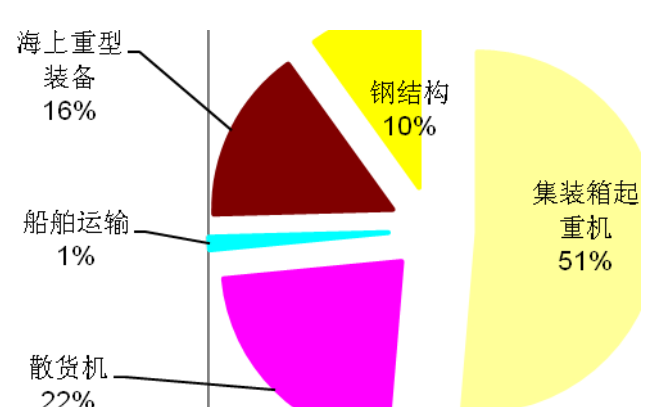
公司 2010 年分部收入和毛利率的情况详见图 3，各分部业务占收入的比重详见图 4。虽然全年收入下降，但我们注意到公司 2010 年新签订单 30.46 亿美元，较 2009 年的 17 亿美元增幅超过 50%。

图 3：振华重工 2010 年分部收入及毛利率



资料来源：民族证券。

图 4：振华重工 2010 年收入构成



资料来源：民族证券。

2010 年以集装箱起重机和散货机为代表的港口装卸设备占公司收入的 74%左右，仍是公司的主要收入来源，但由于库存高价钢材较多以及出口汇率损失多因素的影响，集装箱起重机和散货机的毛利率分别为 0.9%和-3.9%，可以说基本不赚钱。海上重型装备业务 2010 年实

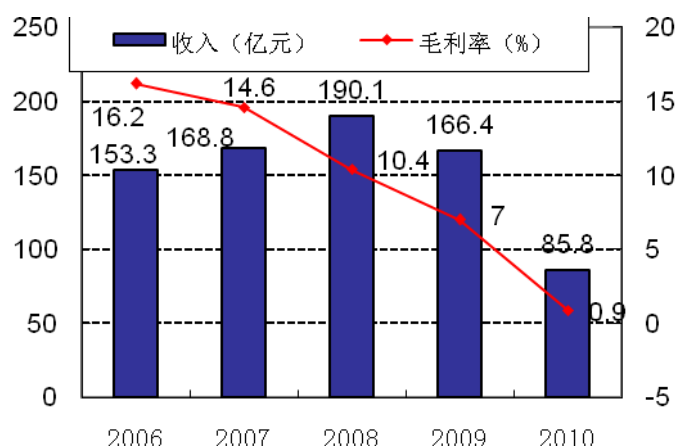
现收入 25.9 亿元，毛利率 9.7%，占公司收入的 15%左右。

二、港口装卸设备有望触底回升

公司集装箱起重机业务在全球市场的占有率超过 70%，在 2008 年创出 190.1 亿元收入的峰值后，2009 年和 2010 年受金融危机的滞后影响，收入、毛利率持续下滑，2010 年集装箱起重机收入仅为 2008 年峰值的一半左右，2010 年公司集装箱起重机新增订单已有所恢复，我们预计未来随着全球经济的复苏，公司集装箱起重机业务的收入和毛利率有望触底回升，详见图 5。

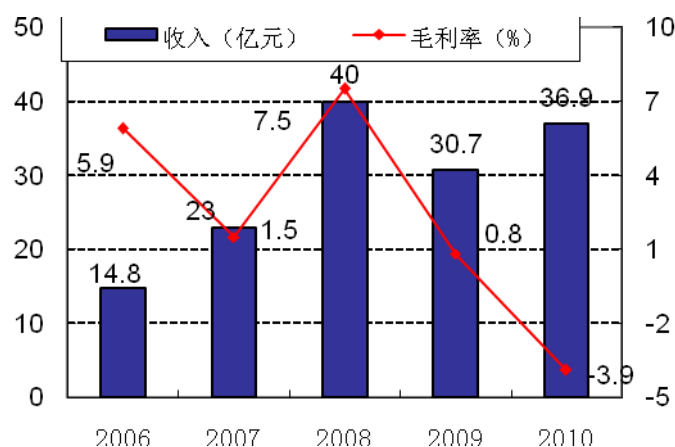
公司散货机的订单—交付周期相对短一些，2010 年收入已有所恢复，详见图 6。

图 5：公司集装箱起重机历年收入及毛利率



资料来源：民族证券。

图 6：公司散货机历年收入及毛利率



资料来源：民族证券。

三、海工业务是公司未来发展重点

公司海工业务目前的主要产品包括铺管船和海上浮吊，详见图 7。公司 2006 年开始涉足海工业装备业务，当年海工装备收入为 14.2 亿元，2009 年海工装备收入达到 35.8 亿元，2010 年受全球海工装备业务下滑的影响，公司海工装备业务收入也下降了 28.7%，详见图 8。公司海工装备业务毛利率一直明显高于港口装卸设备。未来随着全球海工市场复苏和国内海上油田开发，公司海工业务将成为发展重点。

2006 年公司交付一台 4000 吨全回转浮吊，2008 年交付世界最大的 7500 吨全回转浮吊，2008 年为韩国三星建造 8000 吨固定臂架式浮吊，2009 年交付中海油一条 1200 吨回转起重能力的浅水铺管船。

2010 年公司向卢森堡 MCS 公司交付了一艘浅水铺管船，这是中国本土企业向国际用户成功交付的第一艘铺管船；此外还向新加坡用户成功交付了一艘 3000 吨起重铺管船；为韩国三星重工制造的 8000 吨浮吊成功建造完成交付使用；为西班牙客户制造的 4400 吨铺管船项目完成试航。2010 年公司还与阿联酋阿布扎比国家石油建设公司（NPCC）签订了一艘 3800 吨起重铺管船的销售合同，与全球海工装备设计龙头企业 F&G 签订了海洋石油工程设备的设计、

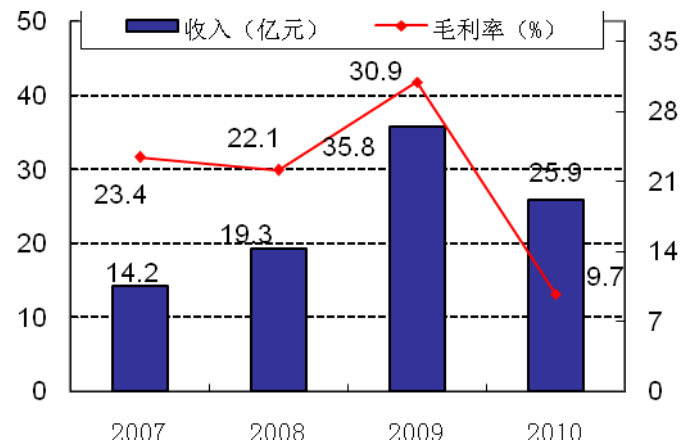
研发和制造的合作协议。

图 7：公司海工产品图例



铺管船，单价 1.3 亿美元左右 海上浮吊

图 8：公司海工装备历年收入及毛利率



资料来源：民族证券。

资料来源：民族证券。

四、公司盈利预测

据此初步预计公司 2011 年-2013 年收入分别为 200.26 亿元左右、250.32 亿元左右和 300.39 亿元左右，分别增长 17%、25%和 20%，净利分别为 0.04 亿元、8.79 亿元和 13.09 亿元，每股收益分别为 0.0 元和 0.20 元和 0.30 元左右，详见表 2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	27,564	17,116	20,026	25,032	30,039
主营业务成本	24,583	16,599	18,625	22,279	26,435
主营业务税金及附加	41	28	32	40	48
营业费用	68	60	70	88	105
管理费用	1,602	902	1,041	1,277	1,532
财务费用	622	215	252	315	378
资产减值损失	96	220	0	0	0
公允价值变动损益	8	18	0	0	0
投资收益	4	25	0	0	0
营业利润	563	-864	5	1,034	1,540
营业外收支	201	16	0	0	0
税前利润	764	-848	5	1,034	1,540
所得税费用	-15	-135	1	155	231
净利润	779	-713	4	879	1,309
少数股东损益	-61	-18	0	0	0
母公司所有者净利润	840	-695	4	879	1,309
EPS (元)	0.19	(0.16)	0.00	0.20	0.30

资料来源：民族证券。

五、公司估值与投资评级

公司属于业绩改善型企业，短期内不太适合用绝对估值法估值，我们采用相对估值法，根据公司未来盈利预测，预计公司未来股价波动区间为 6—9 元，目前股价靠近此区间的下轨，考虑到公司订单已经向好，建议买入。

六、公司风险因素

公司风险主要在三个方面：一是钢材价格波动影响成本；二是汇率波动影响汇兑损益；三是订单增长不如预期，导致生产能力放空。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	22,892	25,982	26,225	26,986
现金	1,384	3,010	(375)	(3,408)
应收账款	5,750	6,035	6,858	7,407
预付账款	1,320	1,372	1,715	2,057
其他应收款	363	439	549	658
存货	7,164	7,116	7,466	8,256
其他	6,910	8,010	10,013	12,016
非流动资产	22,396	22,382	22,532	22,682
长期投资	42	42	42	42
固定资产	197	197	197	197
无形资产	21,843	21,943	22,043	22,143
其他	314	200	250	300
资产总计	45,287	48,364	48,757	49,668
流动负债	21,635	25,504	27,315	29,283
短期借款	13,198	15,000	15,000	15,000
应付账款	2,398	2,846	3,446	4,128
其他	6,039	7,657	8,869	10,155
非流动负债	8,057	7,261	4,965	2,599
长期借款	7,801	6,995	4,678	2,292
其他	257	267	287	307
负债合计	29,692	32,765	32,279	31,881
少数股东权益	327	327	327	327
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	15,268	15,272	16,151	17,460
负债和股东权益	45,287	48,364	48,757	49,668

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,059	1,491	577	1,068
净利润	-695	4	879	1,309
折旧摊销	1,253	1,311	1,317	1,323
财务费用	215	252	315	378
投资损失	-25	0	0	0
营运资金变动	1,296	-186	-1,889	-1,897
其它	15	109	-45	-45
投资活动现金流	-1,931	-1,411	-1,417	-1,423
资本支出	-1,807	-1,411	-1,417	-1,423
长期投资	0	0	0	0
其他	-124	0	0	0
筹资活动现金流	-688	1,546	-2,546	-2,678
短期借款	-438	1,802	0	0
长期借款	1,765	-806	-2,317	-2,386
普通股增加	260	0	0	0
资本公积增加				
其他	-331	-252	-315	-378
现金净增加额	-559	1,626	-3,386	-3,033

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	17,116	20,026	25,032	30,039
营业成本	16,599	18,625	22,279	26,435
营业税金及附加	28	32	40	48
营业费用	60	70	88	105
管理费用	902	1,041	1,277	1,532
财务费用	215	252	315	378
资产减值损失	220	0	0	0
公允价值变动收益	18	0	0	0
投资净收益	25	0	0	0
营业利润	-864	5	1,034	1,540
营业外收支	16	0	0	0
利润总额	-848	5	1,034	1,540
所得税	-135	1	155	231
净利润	-713	4	879	1,309
少数股东损益	-18	0	0	0
归属母公司净利润	-695	4	879	1,309
EBITDA	780	1,568	2,666	3,241
EPS（元）	(0.16)	0.00	0.20	0.30

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-37.90%	17.00%	25.00%	20.00%
营业利润	-253.44%	-100.59%	20151.05%	48.95%
归属母公司净利润	-191.45%	-100.61%	20151.05%	48.95%
获利能力				
毛利率	3.02%	7.00%	11.00%	12.00%
净利率	-4.16%	0.02%	3.51%	4.36%
ROE	-4.67%	0.03%	5.44%	7.50%
ROIC	-1.85%	0.01%	2.26%	3.45%
偿债能力				
资产负债率	65.56%	67.75%	66.20%	64.19%
净负债比率				
流动比率	1.06	1.02	0.96	0.92
速动比率	0.73	0.74	0.69	0.64
营运能力				
总资产周转率	2.65	2.42	1.95	1.65
应收帐款周转率	0.34	0.30	0.27	0.25
应付帐款周转率	0.14	0.14	0.14	0.14
每股指标(元)				
每股收益	-0.16	0.00	0.20	0.30
每股经营现金	0.47	0.34	0.13	0.24
每股净资产	3.48	3.48	3.68	3.98
估值比率				
P/E	-43.66	6990.40	34.52	23.17
P/B	1.99	1.99	1.88	1.74
EV/EBITDA	38.87	19.35	11.38	9.36

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在 $\pm 5\%$ 之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn