

2011年07月31日

交通运输机械

证券研究报告--新股定价报告

收盘价(元): 0.00

目标价(元):

舜天船舶(002608)

船壳经济下，机会仍在风险不小

投资评级: B--未评级(首评)

装备制造组: 王合绪

执业证书编号: S0890510120008

电话: 021 5012 2369

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

发行后总股本(万股)	14700.00
发行股本(万股)	3700.00
资产负债率(%)	74.54
每股净资产(元)	9.38
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	23.79
12个月内最高/最低价	0.0/0.0

股价走势图

相关研究报告

◎投资要点:

◆**公司概况。**公司以船舶贸易起家，创立于2003年，公司的成长经历适逢船市上涨周期，业务量得以迅速扩大，目前公司依托主要股东江苏舜天、国信集团等江苏省属国企，以及人脉资源禀赋和信用融资禀赋，在欧洲支线船、内河船市场拥有较大占有率，已成长为支线船、内河船领域拥有一定优势和品牌的船舶制造企业

◆**公司产品毛利逐年下降。**尽管公司在支线船舶制造及销售上具备了一定优势，但由于公司产品的设计及主要船用设备的配套和产品销售两头在外，公司在产品定价上不可避免的处于劣势地位。由于船舶产品和航运市场的话语权始终掌握在欧美国家手中，如果这些国家利用环保的名义强制使用其高价船用设备，进而压缩中国企业利润空间，公司的毛利率增长会有一定风险。

◆**大比率进口船用设备使公司难脱离船壳经济。**由于大量设备依赖进口，公司的生产不可避免的要受制于外，生产进度难于掌握在自己手中，会遇到“船等机”的现象，若国家对进口设备的政策发生变动，也将对公司的经营造成一定的影响。公司如果无法掌握船舶发展走向，无法提高国内船用设备配套比例，则很可能一直沦为简单船壳制造企业。

◆**公司的造船效率仍处于较低水平。**目前公司的常规船舶建造周期为18个月，船台时间为3个月，均明显高于先进船厂，一些领军船厂的常规船舶建造周期为8个月，船坞/船台时间在45天左右。节省船台时间，加快造船进度是现代造船模式的最终目的，我们认为公司造船效率还有较大提升空间。

◆**欧洲支线船运输市场仍将持续增长。**欧洲地区的支线船舶运输主要包括从欧洲主要港口将货物运往波罗的海和地中海沿岸各港口，内河船运输主要包括欧盟25个成员国内的18条内河航道运输。我们认为，欧洲的支线船运输及内河运输运量增长的趋势仍将会持续，公司在欧洲市场仍能取得一定程度的扩张，但是需注意欧洲以环保的名义压缩公司的利润空间。

◆**盈利预测与投资建议。**预计公司2011~2013年营业收入分别为3.45亿、3.9亿、4.29亿，EPS分别为1.55元、1.72元、1.97元。综合船舶制造业的现状和发展前景，以及可比公司广船国际的市盈率变化情况，我们给予公司13~15倍动态市盈率，二级市场合理定价区间为20.15元~23.64元。

	2009A	2010A	2009H	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1677.48	3081.51		3451.29	3899.96	4289.95
同比增速(%)	-15.33	83.70		12.00	13.00	10.00
净利润(百万)	215.01	221.00		228.00	253.43	289.30
同比增速(%)	-25.75	2.78		3.17	11.15	14.15
毛利率(%)	18.15	10.31		12.00	12.50	13.00
每股盈利(元)	1.46	1.50		1.55	1.72	1.97
ROE(%)	25.82	21.37		18.53	17.44	16.95
PE(倍)	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00

正文目录

1. 公司概况	3
1.1. 公司发展赶上了天时，占到了地利	3
1.2. 省属企业，管理层较大比例持股	4
2. 公司主营业务分析	5
2.1. 公司主营产品介绍	5
2.2. 公司手持订单充足但均价较低	5
2.3. 公司毛利率大幅下滑	6
2.4. 大比例进口船用设备使公司难脱离船壳经济	6
2.5. 钢材价格波动侵蚀公司利润空间	7
2.6. 公司造船效率仍处于较低水平	8
2.7. 募投项目仍以上产能为主	8
3. 船舶周期目前整体处于底部，复苏尚需时日	9
3.1. 航运市场：远洋二次探底、中国沿海小幅盈利	9
3.2. 船舶市场：集装箱船订单剧增，高效环保成为船舶新方向	10
3.3. 欧洲支线船运输市场：仍将持续增长	10

图表目录

图 1 公司发展历程与船市周期	3
图 2 公司两家船厂的地理位置	4
图 3 江都舜天实景	4
图 4 扬州舜天实景	4
图 5 公司发行前股权结构	5
图 6 募投项目与公司现有业务关系	9
表 1 公司主要产品情况	5
表 2 公司近四年新接订单（DWT/T）	6
表 3 公司自建产品毛利分析	6
表 4 公司进口船用设备采购情况	7
表 5 公司钢材采购情况	7
表 6 公司产品对钢材的敏感性分析	8
表 7 公司营运能力情况	8
表 8 上海振华公司的港口机械	10

（本报告共有图 6 张，表 8 张）

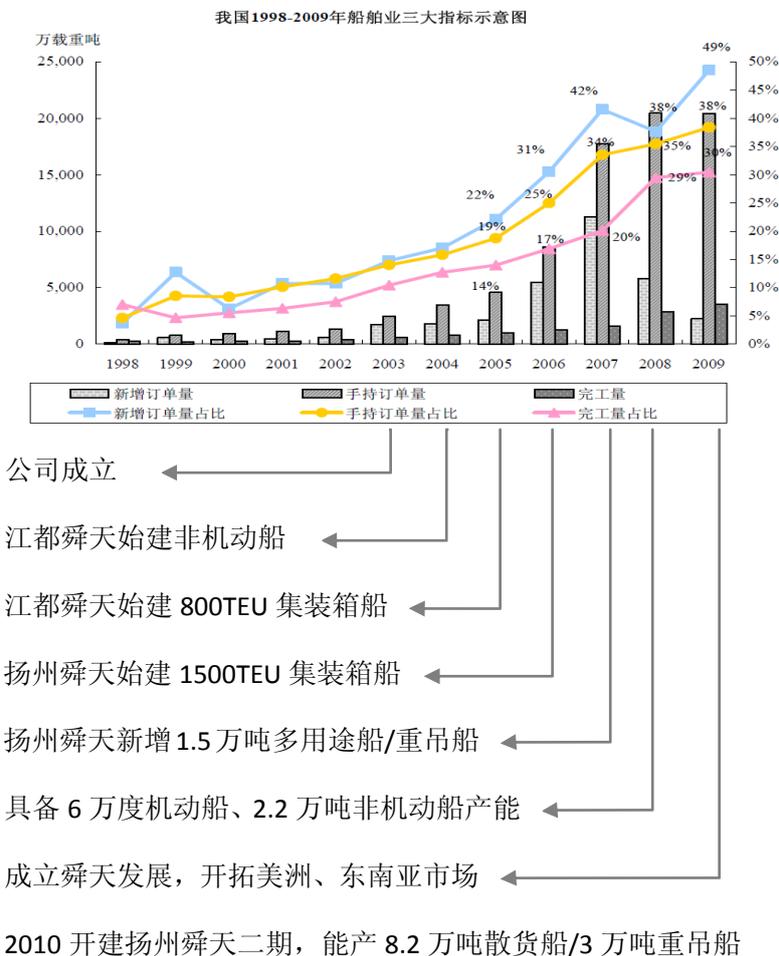
1.公司概况

1.1.公司发展赶上了天时，占到了地利

江苏舜天船舶股份有限公司自上世纪 80 年代开始从事船舶建造和船舶贸易。最初，舜天船舶是一家船舶贸易公司，通过和其它船厂合作向亚洲、欧洲、大洋洲及北美出口了大量船只，并且积累了丰富的船舶建造、国际船舶贸易和大宗货物运输的经验。2003 年，舜天船舶创办了第一家自营船厂，一年后，舜天船舶投资的第二家船厂也发展起来。公司自己建造的第一艘船于 2004 年成功交付。现在，公司已拥有建造 5 万吨船的能力。

公司的成长经历适逢船市上涨周期，业务量得以迅速扩大，目前公司依托主要股东江苏舜天、国信集团等江苏省属国企，以及人脉资源禀赋和信用融资禀赋，在欧洲支线船、内河船市场拥有较大占有率，已成长为支线船、内河船领域拥有一定优势和品牌的船舶制造企业。

图 1 公司发展历程与船市周期



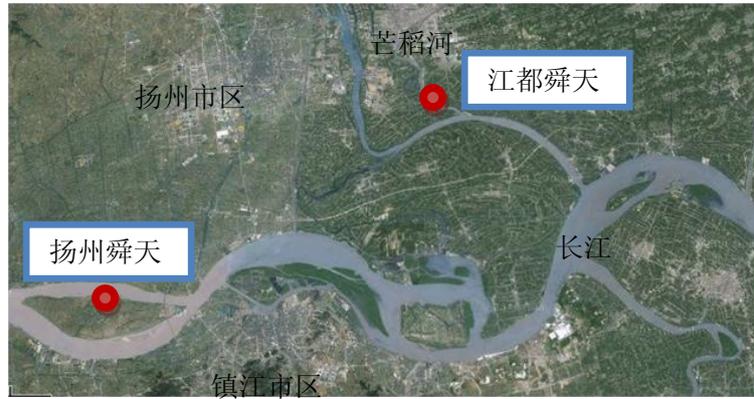
资料来源：中国重工重组报告，招股意向书，华宝证券研究所

从上图可以看出，公司的发展得益于船市周期上涨，同时造船产业逐次由欧洲向亚洲转移，而公司将主要产品定位为销往欧洲，相当于占到“天时”优势。

目前公司旗下有两家船厂，分别是江都舜天和扬州舜天，均位于扬州地区，处于上游南京各船厂和下游南通各船厂之间，扬州地区的主要船厂除公司外，还有中海工业（江苏）造船基地，扬州大洋造船厂（隶属于太平洋造船）两家大型造船企业（年造船能力均在 100 万以上载重吨）以及科进船舶、龙和船舶、国裕船舶、环球船舶、中西船舶、圣淘沙船舶、

金陵船厂（扬州）等中小船厂（最大造船能力 5 万吨），同时还有新华船舶、神舟船舶、润发船舶等众多小船厂（最大造船能力 5000 吨）。有如此众多的船厂集群，可见公司所处水域较适合造船，目前该地区造船产业确已初具规模。

图 2 公司两家船厂的地理位置



资料来源：华宝证券研究所

江都舜天位于江都市镇西村芒稻河畔，占地面积 90 亩，主要建造非机动船、小型机动船和船舶维修。船厂拥有三座造船平台，配备 20~100 吨门吊；

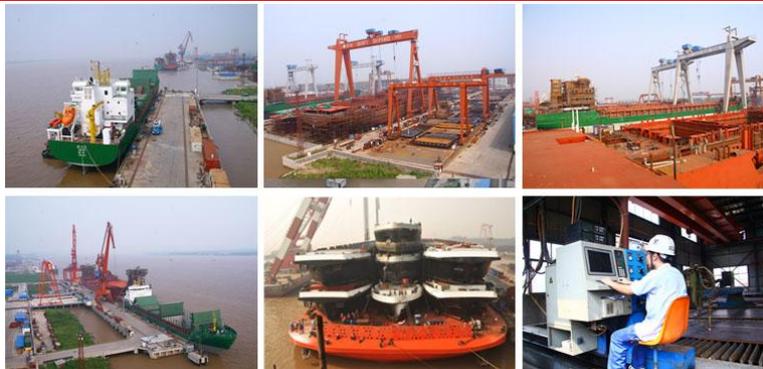
图 3 江都舜天实景



资料来源：公司网站，华宝证券研究所

扬州舜天位于仪征市朴席镇三益村长江畔，占地面积约 600 亩，拥有岸线约 1000 米，主要建造 7 万载重吨级以下各类集装箱船、多用途船、散货船、油轮、化学品船、海洋工程船等，船厂拥有三座造船平台，两个舾装码头，配备 70~500 吨门吊。

图 4 扬州舜天实景



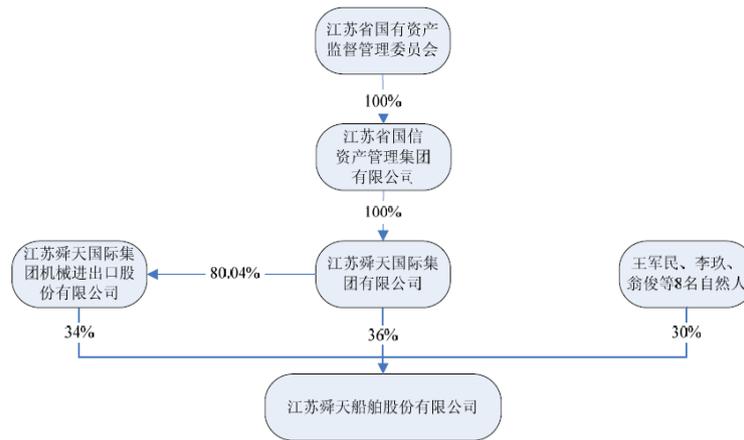
资料来源：公司网站，华宝证券研究所

1.2. 省属企业，管理层较大比例持股

本次发行前公司总股本 11,000 万股,本次拟公开发行不超过 3,700 万股,占发行后总股本的 25.17%,发行后总股本不超过 14,700 万股。目前舜天集团和舜天机械分别持有公司 36%和 34%的股份,分别为公司第一大股东和第二大股东。舜天集团同时持有舜天机械 80.04%的股份,从而控制公司 70%的股份,为公司的控股股东。国信集团持有舜天集团 100%的股权,是公司的间接控股股东。国信集团是江苏省政府授权的国有资产投资主体和经营主体,2002 年 8 月正式挂牌成立。公司实际控制人为江苏省国资委。

公司管理层持股占公司总股本 30%,其中持股比例超 10%的分别是董事长王军民和总经理李玖,分别占 12%和 10%。

图 5 公司发行前股权结构



资料来源:招股意向书,华宝证券研究所

2.公司主营业务分析

2.1.公司主营产品介绍

公司自成立以来,致力于远洋支线机动船舶建造业务和非机动船舶建造业务。公司建造的远洋支线机动船舶产品包括 700TEU~2,000TEU 系列集装箱船、30000DWT 以下多用途船和重吊船等。公司建造的非机动船舶产品包括欧洲内河船、大型海洋运输驳船、海洋工程辅助平台和驳船等。公司的自建机动船和自建非机动船主要销往欧洲市场,外购机动船(安哥拉项目)销往非洲,外购非机动船则主要销往东南亚市场。

表 1 公司主要产品情况

船舶	用途	主要业绩
集装箱船	支线集装箱运输	700TEU(德国)、900TEU(德国)、1000TEU(新加坡)、1350TEU
散货船、重吊船、多用途船	支线干散货、集装箱运输	3500DWT(印尼)、5650DWT(德国)、15500DWT(德国)、47000DWT(丹麦)、53500DWT(希腊)、12000DWT、25000DWT(新加坡)、82000DWT
驳船	近海(或内河)支线干散货、集装箱、石油运输	180英尺、230英尺、270英尺、330英尺等型号甲板驳
欧洲内河船	内河干散货、集装箱、石油运输	110米、125米、135米油轮;110米、135米干散货船;26米、32米油槽船;
海洋工程辅助平台	海洋工程辅助作业(如生活平台等)	61米海洋工程辅助平台、43米海洋工程辅助平台

资料来源:公司网站,招股意向书,华宝证券研究所

2.2.公司手持订单充足但均价较低

报告期内公司营业收入波动明显，2008~2010年营业收入分别为19.8亿、16.8亿、30.8亿，毛利总额分别为4.5亿、3.0亿、3.2亿。公司近四年来的新接订单情况如下：

表2 公司近四年新接订单 (DWT/T)

项目	2010年		2009年		2008年		2007年	
	艘数	吨位	艘数	吨位	艘数	吨位	艘数	吨位
新接订单	42	681100	33	52399	38	49914	119	543178
其中：机动船	13	635560	1	10000	---	---	32	460000
非机动船	29	45540	32	42399	38	49914	87	83178

资料来源：招股意向书，华宝证券研究所

从上表可以看出，公司在进入危机之后的2008年和2009年几乎未接到任何订单，这一方面说明公司采取了避让策略，避免接受不利价格订单，但另一方面也说明公司的应对市场变化能力不佳，同期可比公司广船国际的订单情况为：2008年承接4艘1400客位客滚船、9艘5万吨级化学品/成品油船，手持订单63艘，284万载重吨；2009年承接4艘特种船，手持订单52艘，221万载重吨。

公司目前手持机动船订单1000TEU~1350TEU集装箱船共18艘、12000DWT重吊船2艘、25000DWT重吊船2艘、82000DWT散货船7艘、万吨机动甲板货船2艘、多用途海洋工程船1艘和拖轮2艘，合计34艘机动船，总吨位为932,360载重吨，合同总金额约为54亿元；非机动船手持订单42艘，总吨位为62,059吨，合同总金额约为6亿元。从以上数字可以计算出目前公司手持订单中机动船订单平均价格为850美元/载重吨，非机动船订单价格为1422美元/载重吨。

报告期内全球平均新船造价从1510美元/载重吨降至1100美元/载重吨，可见公司目前手持订单均价并不高，其2008年、2009年未接订单并没有明显规避价格下降风险。

2.3.公司毛利率大幅下滑

报告期内，公司产品毛利出现大幅下滑，具体如下：

表3 公司自建产品毛利分析

项目	自建机动船 (金额单位: 万元)					自建非机动船 (金额单位: 万元)				
	2010年		2009年		2008年	2010年		2009年		2008年
	金额	幅度	金额	幅度	金额	金额	幅度	金额	幅度	金额
销售单价	13895	-7.56%	15031	-5.3%	15871	13138	-6.59%	14066	-4.91%	14792
单位成本	12330	-3.94%	12836	0.42%	12782	11110	11.84%	9934	0.42%	9892
单位毛利	1565	-28.69%	2194	-28.94%	3088	2028	-50.92%	4131	-15.67%	4899
毛利率	11.26%	-22.86%	14.6%	-24.97%	19.46%	15.44%	-47.43%	29.37%	-11.32%	33.12%

资料来源：招股意向书，华宝证券研究所

公司管理层在归结以上现象的原因时提出了三项辩解：一是全球造船行业不景气导致船舶价格整体下降；二是钢材和人工等成本上升；三是人民币汇率升值影响了人民币报表收入。

此三项理由在目前市场情况下，短时间内均不会有明显好转，所以我们认为公司毛利率难有较大幅度提升。但面对同样情况，可比公司广船国际在2008~2010年期间的产品毛利率分别为13%、12%、13.4%，并未由于以上原因使产品毛利率明显下滑，显示公司在成本控制能力和产品附加值等方面与广船还有差距。

2.4.大比例进口船用设备使公司难脱离船壳经济

公司产品的销售市场定位在欧洲，使公司在支线船发展走向，重要船舶设备的选配上都处于被动地位。欧洲可能利用环保的名义强制要求中国企业选用欧洲进口船用设备，进而压缩中国企业利润空间，而销售市场在国内或第三世界国家的船舶企业却会有机会适当提高国产船配比例。所以我们认为，公司如果无法掌握船舶发展走向，无法提高国内船用设备配套比例，则很可能一直沦为简单船壳制造企业。

船舶设备配套价值占整个船舶交易额的 40%~60% 左右。船用设备是影响船舶成本、性能、效益、质量的重要因素。近年来，虽然世界造船中心向中日韩转移，但欧洲仍具有很强的船舶配套工业实力，在技术和质量方面处于世界领先地位。全世界的主机几乎被欧洲的 MAN、瓦锡兰等公司垄断。日本和韩国的船舶配套业主要通过引进欧美国家先进技术，加以消化、吸收与创新，设备国产化率分别达到 98% 和 85% 左右，已经完全具备依靠自身发展的能力，我国在 2010 年主要造船业的国产船配比例达到了 60%，并提出了在“十二五”结束时达到 80% 以上的目标。

由于大量设备依赖进口，公司的生产不可避免的要受制于外，生产进度难于掌握在自己手中，会遇到“船等机”的现象，若国家对进口设备的政策发生变动，也将对公司的经营造成一定的影响。

表 4 公司进口船用设备采购情况

项目	2010 年	2009 年	2008 年
采购金额 (万元)	37371.23	26768.6	16835.55
占当前采购额的比例	32.92%	29.49%	13.18%

资料来源：招股意向书，华宝证券研究所

2.5. 钢材价格波动侵蚀公司利润空间

钢材成本对船壳经济的企业来说是至关重要，占机动船舶建造成本的 15%~30%，占非机动船舶建造成本的 40%~60%。近年来，由于国际铁矿石价格不断上涨及受金融危机的影响，钢材价格大幅波动，导致了造船企业的成本波动。新余钢铁股份有限公司、南京钢铁联合有限公司、马鞍山钢铁股份有限公司和重庆钢铁股份有限公司等是公司长期钢材供应商，基本保证了公司日常生产所需钢材的供给。

表 5 公司钢材采购情况

项目	2010 年	2009 年	2008 年
采购量 (万吨)	5.9	4.87	13.1
采购金额 (万元)	25636.2	18626	70874.2
平均单价 (元/吨)	4349.88	3826.6	5402.47
单价波动	13.7%	-29.2%	---

资料来源：招股意向书，华宝证券研究所

公司的钢材用量与公司的造船完工量成正比，加之为生产必须储备的部分库存钢材，整个钢材用量对公司来说是影响利润的重要因素。而钢材价格从上表可以看出，波动非常大。

公司非机动船舶产品的主要原材料为钢材，其中，钢材主要包括：中厚板材、型钢、管材等较多类型。报告期内钢材成本占自建非机动船舶总成本比例为 54.96%，2010 年度公司自建非机动船舶毛利率为 15.44%。

表 6 公司产品对钢材的敏感性分析

钢材价格波动率	主营业务成本波动率		毛利额波动率		毛利率变动差额	
	机动船	非机动船	机动船	非机动船	机动船	非机动船
10%	5.5%	1.59%	30.1%	12.49%	4.65%	1.41%
20%	10.99%	3.17%	60.2%	24.98%	9.3%	2.82%
30%	16.49%	4.76%	90.3%	37.46%	13.94%	4.22%

资料来源：招股意向书，华宝证券研究所

为应对未来钢材市场价格变化，公司管理层采取的平抑措施包括：加大和国内各大钢厂的联系成为其直供客户，年初加大钢材采购数量锁定钢材成本等。我们认为，显然这些措施还不够，**钢材成本转嫁给终端客户才是解决问题的最终出路**，我们认为，公司仍然承担着较重的钢材价格波动风险。

2.6.公司造船效率仍处于较低水平

报告期内，公司自行生产的已完工交付机动船 19 艘，具体为 5 艘 700TEU 集装箱船、4 艘 900TEU 集装箱船、2 艘 1000TEU 集装箱船、6 艘 5650DWT 多用途船和 2 艘 12000DWT 重吊船，总载重吨为 167205DWT。

公司目前共拥有主要船台 4 座，完成上述 19 艘机动船用时共 3 年，则公司的船台时间为 2.5 个月，经公司发行路演期间向管理层了解，目前公司常规机动船舶的船台时间为 3 个月，平均建造周期为 12 个月。而我国《船舶工业中长期发展规划》中提出：“造船企业的生产效率达到 15 工时 / 修正总吨，3 万载重吨以上常规船舶平均建造周期达到 9 个月。”目前可比公司广船国际、新时代造船等均已能在 8 个月左右完成常规船舶出厂，船坞/船台时间均缩短至 45 天左右。可见，公司的造船效率仍然处于较低水平。

同时，单件小批量产品企业最有说服力的营运能力指标是存货周转率和流动资产周转率、总资产周转率，现代造船模式的最终要义是要提高公司的上述三个指标。我们将公司自身的三年变化情况以及可比公司广船国际的对比情况列表如下

表 7 公司营运能力情况

时间	2010 年		2009 年		2008 年	
	广船国际	舜天船舶	广船国际	舜天船舶	广船国际	舜天船舶
存货周转率	4.0377	1.1643 (调整后 6.53)	4.6617	0.5944 (调整后 3.1)	5.8622	0.7432 (调整后 4.2)
流动资产周转率	0.7904	0.8456	0.803	0.4767	0.7849	0.6261
总资产周转率	0.6387	0.7424	0.6533	0.4334	0.656	0.5658

资料来源：招股意向书，华宝证券研究所

从上表看出，公司的存货周转率呈现一定增长，但变化不稳定，说明公司的造船模式尚未成熟。我们认为，公司目前以支线船中的常规集装箱船、干散货船为主，该类型船舶的船台时间理应短于广船国际的特种船、8 万吨节能船，公司的造船模式的水平还有较大提高空间。

2.7.募投项目仍以上产能为主

公司本次募集资金用于下列能全面推进现代造船模式建设、提升生产效率、强化高附加值和高技术含量产品生产能力的的项目，具体如下：

- 1、船体生产线技术改造项目（投资总额 3.6 亿，2013 年投产、2014 年完工）

目前公司的生产能力约为 7 艘 1,100TEU 集装箱船，钢材加工能力约 4 万吨。公司希望通过募投项目将钢材加工量提升至 7 万吨。

目前公司采用的船舶下水方式是气囊下水，所有船舶的上层建筑都是在船舶下水后组装，延长了船舶在码头的作业时间。码头的岸线资源是公司最宝贵的财富的限制，故公司希望通过募投项目新建上层建筑总组平台，将上层建筑在岸上组装好并将部分舾装工作提前施工，然后在船舶下水后通过浮吊一次吊装上船，缩短船舶在码头的作业时间。

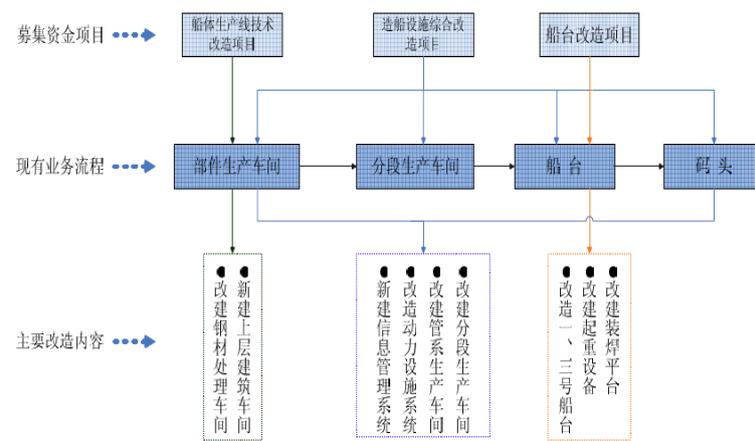
2、船台改造项目（投资总额 3.3 亿，2013 年投产、2014 年完工）

目前，公司 1 号和 3 号船台存在起重能力偏低，所配备的总组场地不足的问题，公司拟通过募投项目提升 1 号、3 号船台的承载和起重能力，并对两个船台的配套总组场地、船台使用水域、驳岸进行改造，以提升公司的分段预舾装率和提高船台的起重能力，适应更大的分段重量。

3、造船设施综合改造项目（投资总额 6.2 亿，2013 年投产、2014 年完工）

目前，公司的船体分段制造环节是在室外进行，受气候的影响很大，公司拟通过募投项目来建造可拆卸式的分段制作厂棚，实现全天候建造船舶分段；并改建集配中心和新建管装车间，充分考虑用“成组技术”和“管件族”制造方法进行管件制作，从而满足现代造船模式对管系制造的要求；同时建设造船集成管理系统（CIMS），实现企业活动中三要素（人、管理和技术）及三流（物流、信息流和资金流）的集成优化。

图 6 募投项目与公司现有业务关系



资料来源：招股意向书，华宝证券研究所

3.船舶周期目前整体处于底部，复苏尚需时日

3.1.航运市场：远洋二次探底、中国沿海小幅盈利

6月30日，国际干散货运价指数报收1413点。上半年国际干散货运输市场低迷持续时间已经超过2008年，其中主力船型海岬型船日租金，上半年有长达近百天的时间低于1万美元，同时巴拿马型运价也处于低迷状态，6月底其日租金报收1.3万美元，今年以来租金水平一直未超过2万美元。

当前，更令国际干散货运输市场“雪上加霜”是运力过剩问题。截至今年6月1日，全球干散货船队规模(大于万吨以上的船舶)已达到5.7亿载重吨，较2009年底增长了23%，其中海岬型船增长了30%，大灵便型增长了26%，巴拿马型增长了18%，还有2.5亿吨订单将要在明后年逐渐完成。而受全球通胀蔓延以及自然灾害、资源产出减少等不利因素影响，全球大宗商品需求增长相对温和。综合数据显示，上半年全球矿石、煤炭、粮食等

大宗货物海上贸易增速均低于 5%。运力增长远大于货物增长速度，导致市场极度低迷，船东们新增运力积极性大幅降低，新船造价持续走低，目前 7.6 万吨级巴拿马型船造价约 3300 万美元，为近几年来最低水平。

在全球干散货海运价格萎缩，沿海运力呈现过剩的恶劣环境下，沿海运输市场却保持了一定的收益，这主要得益于中国沿海煤炭贸易量超预期增长。据国家发改委数据显示，前 5 个月主要港口发运煤炭增长 21.3%，较去年同期多发运了 4720 万吨，增量巨大，足以消化不断增加的新增运力。上半年国内沿海散货运价指数平均 1445 点，较去年平均 1457 点微降 0.8%，但比起去年底的运价却有所提升。6 月 29 日上海航交所发布的秦皇岛至上海、广州航线报价分别为 51 元/吨、60 元/吨，较去年底上升了 8.5% 和 5.3%。

3.2.船舶市场：集装箱船订单剧增，高效环保成为船舶新方向

今年上半年全球船东共订购 901 艘船舶，共 5800 万载重吨，吨位同比上升 6%。其中第二季订单数量比第一季订单多出 46%。虽然上半年订购散货船的订单同比下跌 32%，但散货船订单仍占总订单量的最大份额 38%，而集装箱船及油轮则分别占 25% 及 7.4%。

虽然今年订购散货船的订单减少，但自 2008 年金融海啸后的复苏期开始，新船订单的总数量大幅上升，订单接近现有船队的 50%。由于主要班轮公司大量订购超巴拿马型集装箱船，今年订购集装箱船的订单同比飙升 976%。

近期，国际海事组织 (IMO) 通过了新船能效设计指数 (EEDI)，这将于 2013 年 1 月 1 日生效，因此运输货物效率更高的新型散货船舶的需求可能会持续增加。

3.3.欧洲支线船运输市场：仍将持续增长

今年来，欧洲的主要港口均进行了改扩建，这点从上海振华港机集团的欧洲市场销售情况上就可以看出来，由下表所示，其在欧洲地区的港口机械销售量自 2002 年 4.38 亿开始，逐年递增，至 2009 年更是达到了最高峰 68 亿，2002 年~2010 年累计投资港机共计 235.33 亿，按单台集装箱岸边起重机售价 8000 万计算，合计购买了近 300 台。

表 8 上海振华公司的港口机械

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
中国(亿元)	57	31.13	41.11	25.77	26.81	18.14	16.97	5.98	3.35
亚洲(不包括中国)(亿元)	42.28	86.16	73.21	43.67	34.22	29.4	16.76	8.5	4.54
美洲(亿元)	27.82	37.72	23.13	26.12	21.19	21.83	13.8	7.18	11.74
欧洲(亿元)	23.71	68.04	51.64	33.56	29.13	14.34	5.02	5.51	4.38
非洲(亿元)	7.2	12.46	9.01	11.32	8.8	5.95	0.19	0	0.06

资料来源：WIND，华宝证券研究所

欧洲地区的支线船舶运输主要包括从欧洲主要港口将货物运往波罗的海和地中海沿岸各港口，内河船运输主要包括在欧盟 25 个成员国内的 18 条内河航道运输。为了解决过分依赖公路运输所导致的种种问题，欧盟委员会在 2001 年出台了《2010 年欧洲运输政策白皮书》，提出了马可波罗计划，旨在重构各种运输方式之间的平衡：从 2003 年至 2010 年，每年有 120 亿吨公里的货物运输从公路转移到了水路。

我们认为，欧洲的支线船运输及内河运输运量增长的趋势仍将会持续，公司在欧洲市场仍能取得一定程度的扩张，但是需注意欧洲以环保的名义压缩公司的利润空间。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3414.62	9910.33	6076.46	11954.97
现金	413.17	3656.16	3359.22	4119.87
应收账款	30.65	0.00	34.63	0.00
其它应收款	68.53	29.45	81.44	40.45
预付账款	708.95	1491.41	640.51	1884.61
存货	2183.09	4724.49	1954.51	5897.87
其他	10.23	8.81	6.16	12.17
非流动资产	645.83	762.98	934.21	1058.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	268.49	318.84	383.12	448.99
无形资产	79.93	91.51	96.98	104.55
其他	297.40	352.63	454.12	505.25
资产总计	4060.45	10673.31	7010.68	13013.76
流动负债	2733.38	9189.66	5316.23	11109.38
短期借款	309.44	3475.90	3409.67	3963.71
应付账款	169.67	291.45	140.87	374.64
其他	2254.27	5422.31	1765.70	6771.03
非流动负债	293.43	252.76	241.61	197.39
长期借款	263.85	231.29	216.09	173.89
其他	29.58	21.47	25.52	23.50
负债合计	3026.81	9442.41	5557.85	11306.76
少数股东权益	1.62	1.75	1.76	1.85
归属母公司股东权益	1032.01	1229.15	1451.07	1705.15
负债和股东权益	4060.45	10673.31	7010.68	13013.76

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-110.38	452.53	113.52	570.37
净利润	220.90	228.13	253.45	289.38
折旧摊销	0.00	38.68	49.64	62.02
财务费用	-7.11	58.84	95.29	107.46
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-313.61	126.71	-279.63	114.04
其它	-10.56	0.18	-5.21	-2.52
投资活动现金流	-272.16	-154.04	-216.64	-183.59
资本支出	255.83	128.65	165.48	127.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-16.32	-25.39	-51.16	-56.13
筹资活动现金流	278.30	-204.10	-136.52	-175.71
短期借款	-35.72	17.86	-8.93	4.47
长期借款	263.85	-32.57	-15.20	-42.20
其他	50.17	-189.40	-112.39	-137.98
现金净增加额	-104.24	94.39	-239.63	211.08

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3081.51	3451.29	3899.96	4289.95
营业成本	2763.96	3037.14	3412.46	3732.26
营业税金及附加	3.18	3.80	4.16	4.65
营业费用	21.45	18.48	24.02	24.69
管理费用	54.38	81.92	80.70	95.30
财务费用	-7.11	58.84	95.29	107.46
资产减值损失	1.53	1.09	1.59	1.55
公允价值变动收益	5.12	2.56	3.84	3.20
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	249.24	252.58	285.59	327.25
营业外收入	16.70	20.68	18.69	19.68
营业外支出	0.61	0.44	0.52	0.48
利润总额	265.34	272.82	303.76	346.45
所得税	44.44	44.69	50.32	57.07
净利润	220.90	228.13	253.45	289.38
少数股东损益	-0.10	0.13	0.01	0.09
归属母公司净利润	221.00	228.00	253.43	289.30
EBITDA	280.48	373.17	464.36	526.31
EPS (元)	1.50	1.55	1.72	1.97

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	83.70%	12.00%	13.00%	10.00%
营业利润	7.41%	1.34%	13.07%	14.59%
归属母公司净利润	2.78%	3.17%	11.15%	14.15%
获利能力				
毛利率	10.31%	12.00%	12.50%	13.00%
净利率	7.17%	6.61%	6.50%	6.75%
ROE	21.37%	18.53%	17.44%	16.95%
ROIC	13.30%	5.60%	6.73%	6.55%
偿债能力				
资产负债率	74.54%	88.47%	79.28%	86.88%
净负债比率	69.98%	305.88%	254.28%	246.79%
流动比率	1.25	1.08	1.14	1.08
速动比率	0.45	0.56	0.78	0.55
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.47	0.44	0.43
应收帐款周转率	161.50	288.91	225.21	257.06
应付帐款周转率	18.40	13.17	15.79	14.48
每股指标(元)				
每股收益	1.50	1.55	1.72	1.97
每股经营现金	-1.00	4.11	1.03	5.19
每股净资产	7.03	8.37	9.88	11.61
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	1.09	0.29	0.72	0.17

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

机构业务部咨询经理		
上海	北京	深圳
宋歌	程楠	袁月
021-5012 2086	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。