2011 年 08 月 30 日

中国民族证券 China Minzu Securities

实用精深 特色民族

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)

## 新订单如期恢复

### 投资要点

● **2 季度经营情况有改善**。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。公司上半年实现收入 88.01 亿元，同比增长-2.05%，净利-2.06 亿元，同比增长-10.37%，每股收益-0.05 元。其中 2 季度单季实现收入 46.31 亿元，同比增长 6.94%，净利-0.84 亿元，亏损额同比减少 1.17 亿元，环比减少 0.39 亿元。

● **新订单稳步增长**。虽然公司整体经营状况仍不太理想，但我们注意到公司新订单在稳步恢复。2010 年公司新签订单 30.46 亿美元，较 2009 年的 17 亿美元增幅超过 50%。今年上半年公司新签订单 20.6 亿美元，同比增长 38.3%，其中港口机械新签订单 11.95 亿美元，占 58%，同比增长 24.6%，公司新增订单占全球同类新订单的 75%；海工钢构新签订单 8.65 亿美元，占 42%，同比增长 62.9%，增幅明显。维持全年新增订单 40 亿美元，同比增长 30%左右的预测。

● **盈利预测调整与投资评级**。根据中报情况，我们调整了全年及未来 2 年的盈利预测。公司属于业绩改善型企业，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 4.5 元-6 元，建议增持。公司风险在于：钢材价格波动影响成本，汇率波动影响汇兑损益，订单增长不如预期导致生产能力放空。

**机械设备**

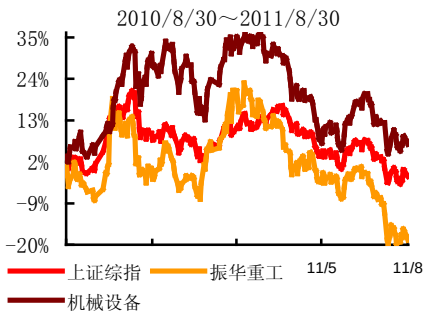
**投资评级**

| | |
|---|---|
| 本次评级： | 增持 |
| 跟踪评级： | 调低 |
| 目标价格： | 6.0 |

**市场数据**

| | |
|---|---|
| 市价(元) | 5.52 |
| 上市的流通 A 股(亿股) | 25.48 |
| 总股本(亿股) | 43.9 |
| 52 周股价最高最低(元) | 5.25-8.43 |
| 上证指数/深证成指 | 2566.6/11344.45 |
| 2010 年股息率 | 0.54% |

**52 周相对市场表现**




**相关研究**

《振华重工动态点评：经营已有改善之迹》，2011 年 5 月 4 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 | 18828 | 23535 | 28242 |
| 增长率(%) | -37.90 | 10 | 25 | 20 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | -694.84 | -181 | 679 | 1067 |
| 增长率(%) | -182.73 | 74.55 | 474.56 | 57.15 |
| 毛利率(%) | 3.02 | 5.04 | 10.67 | 11.72 |
| 净资产收益率(%) | -4.55 | -1.20 | 4.31 | 6.34 |
| EPS(元) | -0.16 | -0.04 | 0.15 | 0.24 |
| P/E(倍) | -34.88 | -133.63 | 35.68 | 22.70 |
| P/B(倍) | 0.00 | 1.61 | 1.54 | 1.44 |

来源：公司年报、民族证券

# 正文目录

一、2 季度经营情况有改善 ..... 3
二、新订单稳步增长 ..... 3
三、集装箱起重机盈利明显改善 ..... 4
四、海工业务相对低迷 ..... 4
五、公司盈利预测 ..... 5
六、公司估值与投资评级 ..... 5
七、公司风险因素 ..... 5

# 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 2011 年中期分部收入及毛利率 ..... 3
图 4：振华重工 2011 年中期收入构成 ..... 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：公司海工产品历年收入 （亿元） ..... 4
图 8：公司海工装备历年毛利率 （%） ..... 4

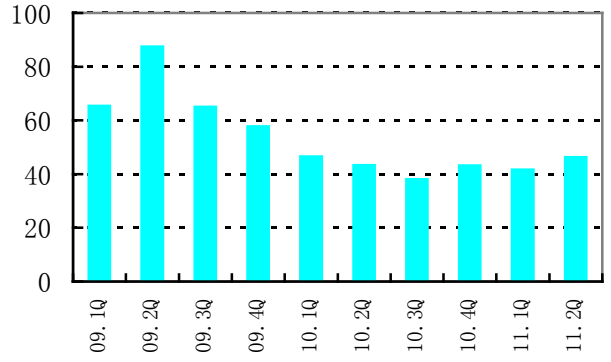
表 2：公司盈利预测表 ..... 5

附录：财务预测表 ..... 6

## 一、2 季度经营情况有改善

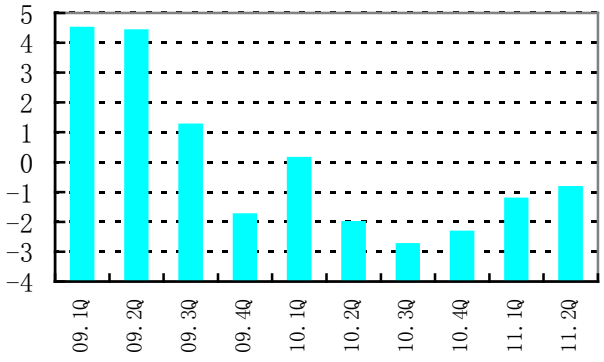
公司主营集装箱起重机、散货机、海上重型装备、钢结构及船舶运输等业务。公司上半年实现收入 88.01 亿元，同比增长-2.05%，净利-2.06 亿元，同比增长-10.37%，每股收益-0.05 元。其中 2 季度单季实现收入 46.31 亿元，同比增长 6.94%，净利-0.84 亿元，亏损额同比减少 1.17 亿元，环比减少 0.39 亿元。公司各季度收入和盈利详见图 1 和图 2。

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

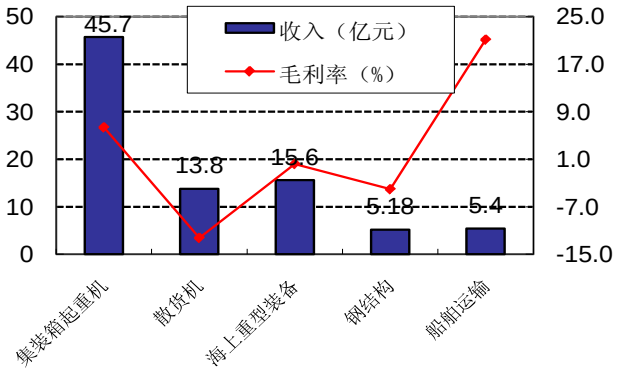
图 2：2009 年—2011 年公司各季单季净利 （亿元）




资料来源：民族证券

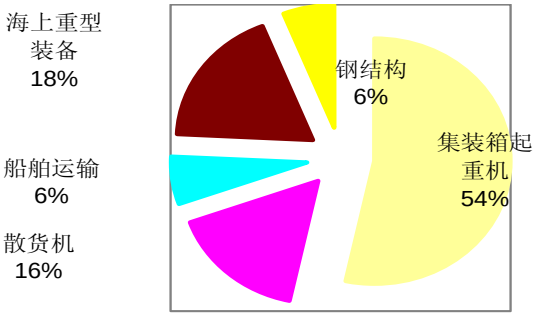
公司 2011 年中期分部收入和毛利率的情况详见图 3，各分部业务占收入的比重详见图 4。

图 3：振华重工 2011 年中期分部收入及毛利率




资料来源：民族证券。

图 4：振华重工 2011 年中期收入构成




资料来源：民族证券。

2011 年中期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 70%左右，占比较 2010 年度有所下降，但仍是公司的主要收入来源。

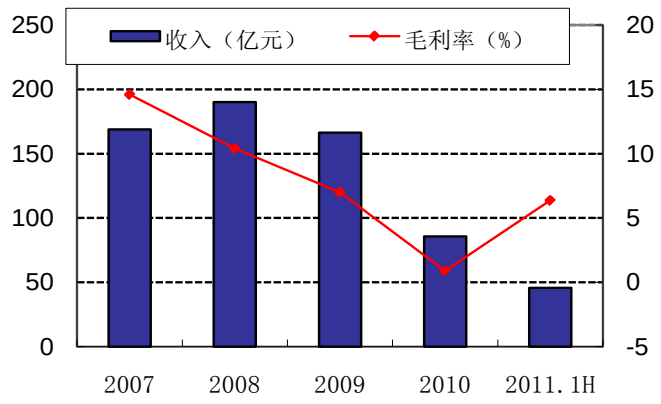
## 二、新订单稳步增长

虽然公司整体经营状况仍不太理想，但我们注意到公司新订单在稳步恢复。2010 年公司新签订单 30.46 亿美元，较 2009 年的 17 亿美元增幅超过 50%。今年上半年公司新签订单 20.6 亿美元，同比增长 38.3%，其中港口机械新签订单 11.95 亿美元，占 58%，同比增长 24.6%，公司新增订单占全球同类新订单的 75%；海工钢构新签订单 8.65 亿美元，占 42%，同比增长 62.9%，增幅明显。维持全年新增订单 40 亿美元，同比增长 30%左右的预测。

## 三、集装箱起重机盈利明显改善

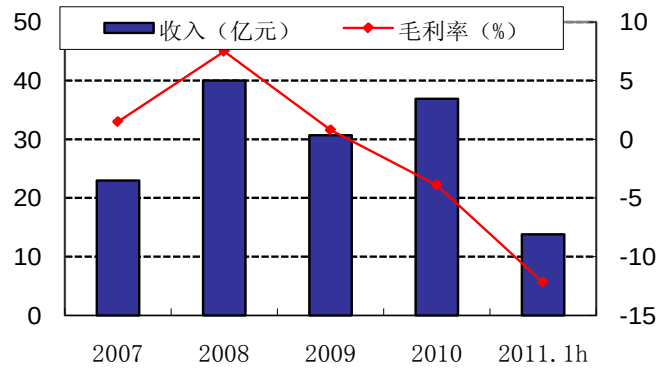
上半年公司集装箱起重机实现收入 45.73 亿元，同比增长 3.56%，毛利率 6.37%，同比上升 8.09 个百分点；散货机件实现收入 13.82 亿元，同比增长 3.74%，毛利率-12.23%，同比减少 12.48 个百分点，详见图 5 和图 6。公司集装箱起重机毛利率提升主要因为高价库存钢材逐渐消化，散货机毛利率大幅下滑主要受产品售价低位徘徊的影响。

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。

## 四、海工业务相对低迷

图 7：公司海工产品历年收入　（亿元）

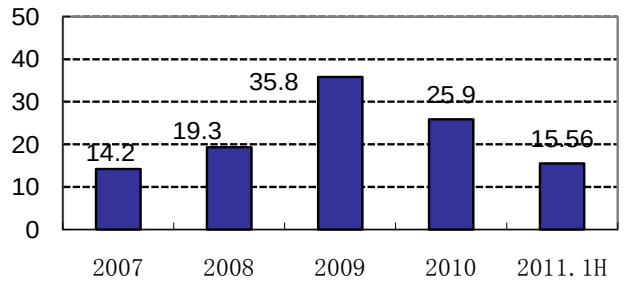
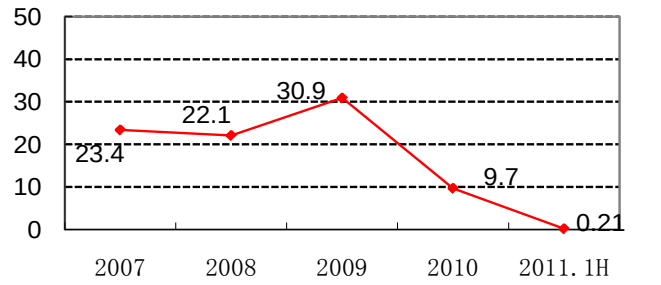



图 8：公司海工装备历年毛利率　（%）



资料来源：民族证券。　　资料来源：民族证券。

上半年公司海上重型装备业务实现收入 15.55 亿元，同比增长-31.23%，由于业务量不太饱满，导致海工业务上半年毛利率只有 0.21%，同比下降 8.78 个百分点，整体上仍较低迷，详见图 7 和图 8。

## 五、公司盈利预测

据此初步预计公司 2011 年-2013 年收入分别为 188.28 亿元左右、235.35 亿元左右和 282.42 亿元左右，分别增长 10%、25%和 20%，净利分别为-1.81 亿元、6.79 亿元和 10.67 亿元，每股收益分别为-0.04 元和 0.15 元和 0.24 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 | 18,828 | 23,535 | 28,242 |
| 主营业务成本 | 24,583 | 16,599 | 17,879 | 21,025 | 24,933 |
| 主营业务税金及附加 | 41 | 28 | 30 | 38 | 45 |
| 营业费用 | 68 | 60 | 66 | 82 | 99 |
| 管理费用 | 1,602 | 902 | 1,036 | 1,294 | 1,553 |
| 财务费用 | 622 | 215 | -94 | 297 | 356 |
| 资产减值损失 | 96 | 220 | 200 | 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 | -289 | 799 | 1,256 |
| 营业外收支 | 201 | 16 | 75 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 764 | -848 | -213 | 799 | 1,256 |
| 所得税费用 | -15 | -135 | -32 | 120 | 188 |
| 净利润 | 779 | -713 | -181 | 679 | 1,067 |
| 少数股东损益 | -61 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 母公司所有者净利润 | 840 | -695 | -181 | 679 | 1,067 |
| EPS（元） | 0.19 | (0.16) | (0.04) | 0.15 | 0.24 |

资料来源：民族证券。

## 六、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 4.5 元-6 元，建议增持。

## 七、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** | **25,427** | **25,277** | **25,685** |
| 现金 | 1,384 | 3,710 | 268 | (2,891) |
| 应收账款 | 5,750 | 5,674 | 6,448 | 6,964 |
| 预付账款 | 1,320 | 1,290 | 1,612 | 1,934 |
| 其他应收款 | 363 | 413 | 516 | 619 |
| 存货 | 7,164 | 6,809 | 7,019 | 7,762 |
| 其他 | 6,910 | 7,531 | 9,414 | 11,297 |
| **非流动资产** | **22,396** | **22,370** | **22,517** | **22,664** |
| 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 | 188 | 235 | 282 |
| **资产总计** | **45,287** | **47,797** | **47,794** | **48,349** |
| **流动负债** | **21,635** | **25,127** | **26,743** | **28,598** |
| 短期借款 | 13,198 | 15,000 | 15,000 | 15,000 |
| 应付账款 | 2,398 | 2,724 | 3,240 | 3,881 |
| 其他 | 6,039 | 7,403 | 8,503 | 9,717 |
| **非流动负债** | **8,057** | **7,256** | **4,959** | **2,591** |
| 长期借款 | 7,801 | 6,995 | 4,678 | 2,292 |
| 其他 | 257 | 262 | 281 | 299 |
| **负债合计** | **29,692** | **32,383** | **31,702** | **31,189** |
| 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 | 15,087 | 15,766 | 16,833 |
| **负债和股东权益** | **45,287** | **47,797** | **47,794** | **48,349** |

## 现金流量表

| 单位：百万元 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 2,059 | 1,848 | 503 | 920 |
| 净利润 | -695 | -181 | 679 | 1,067 |
| 折旧摊销 | 1,253 | 1,311 | 1,317 | 1,323 |
| 财务费用 | 215 | -94 | 297 | 356 |
| 投资损失 | -25 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 1,296 | 493 | -1,747 | -1,784 |
| 其它 | 15 | 320 | -42 | -42 |
| **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** | **1,889** | **-2,528** | **-2,657** |
| 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 | 94 | -297 | -356 |
| **现金净增加额** | **-559** | **2,326** | **-3,442** | **-3,159** |

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 | 18,828 | 23,535 | 28,242 |
| 营业成本 | 16,599 | 17,879 | 21,025 | 24,933 |
| 营业税金及附加 | 28 | 30 | 38 | 45 |
| 营业费用 | 60 | 66 | 82 | 99 |
| 管理费用 | 902 | 1,036 | 1,294 | 1,553 |
| 财务费用 | 215 | -94 | 297 | 356 |
| 资产减值损失 | 220 | 200 | 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 | -289 | 799 | 1,256 |
| 营业外收支 | 16 | 75 | 0 | 0 |
| **利润总额** | -848 | -213 | 799 | 1,256 |
| 所得税 | -135 | -32 | 120 | 188 |
| **净利润** | -713 | -181 | 679 | 1,067 |
| 少数股东损益 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | **-695** | **-181** | **679** | **1,067** |
| EBITDA | **780** | **1,128** | **2,412** | **2,934** |
| EPS（元） | **(0.16)** | **(0.04)** | **0.15** | **0.24** |

## 主要财务比率

| | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | -37.90% | 10.00% | 25.00% | 20.00% |
| 营业利润 | -253.44% | -66.59% | -376.84% | 57.15% |
| 归属母公司净利润 | -191.45% | 74.55% | 474.56% | 57.15% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 3.02% | 5.04% | 10.67% | 11.72% |
| 净利率 | -4.16% | -0.96% | 2.89% | 3.78% |
| ROE | -4.67% | -1.20% | 4.31% | 6.34% |
| ROIC | -1.85% | -0.45% | 1.76% | 2.86% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 65.56% | 67.75% | 66.33% | 64.51% |
| 净负债比率 | | | | |
| 流动比率 | 1.06 | 1.01 | 0.95 | 0.90 |
| 速动比率 | 0.73 | 0.74 | 0.68 | 0.63 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 2.65 | 2.54 | 2.03 | 1.71 |
| 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 | (0.04) | 0.15 | 0.24 |
| 每股经营现金 | 0.47 | 0.42 | 0.11 | 0.21 |
| 每股净资产 | 3.48 | 3.44 | 3.59 | 3.83 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | -43.66 | -133.63 | 35.68 | 22.70 |
| P/B | 1.99 | 1.61 | 1.54 | 1.44 |
| EV/EBITDA | 38.87 | 21.49 | 10.05 | 8.26 |

## 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±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±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 |