

产品结构开始调整 多元化经营战略已经确定

中性 评级

投资要点:

- 公司业务开始向多元化趋势发展,由几年前的仅有两种产品——集装箱起重机、海上重型装备逐渐发展为集装箱起重机、海上重型装备、散货机件、钢结构、船舶运输等五大相互关联、相互支撑的全新产业结构。
- 目前公司主要业务收入构成比例是:集装箱起重机 63.43%、海上重型装备 13.65%、散货机件 11.69%、钢结构 11.09%、船舶运输 0.13%。
- 公司集装箱起重机业务基本上进入稳定发展期,未来发展空间有限;海上重型装备业务是新业务,随着陆地石油资源的逐渐减少,海上采油业务逐步增多,海工业务发展空间很大。
- 公司业务是与海洋运输业的发展基本上是一致的。目前海洋运输业处于周期底部,我们认为海洋运输回暖估计在 2012 年之后,考虑到目前国际贸易量是否快速增加还不很确定,需要进一步观察,这会直接影响海运业的发展,从而影响公司业务的发展。
- 一般来说,海运业在每年的二、三季度表现较好,在此期间公司股价可能会有一定的交易机会。
- 根据公司目前发展情况,结合与公司交流了解到的情况,我们预计未来几年公司营业收入增长率分别为 2%、12%、16%,销售毛利率分别为 14%、15%、16%,未来三年公司每股收益分别为 0.237 元、0.375 元、0.548 元。
- 根据我们对公司基本面的分析,考虑到公司所处行业的基本情况,我们给予公司“中性”评级。

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	27564.12	28115.40	31489.25	36527.53
销售收入增长率	0.44%	2.00%	12.00%	16.00%
EBITDA(百万元)	2494.93	4738.44	5316.20	6124.40
净利润(百万元)	839.85	1039.41	1646.14	2405.09
摊薄 EPS(元)	0.191	0.237	0.375	0.548
PE(X)	35.91	29.02	18.32	12.54
EV/EBITDA(X)	18.76	8.56	8.84	5.60
PB(X)	1.91	1.79	1.64	1.46
ROE	5.31%	6.19%	8.96%	11.64%

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师

田书华

✉: tianshuhua@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8736

执业证书编号: S0130200010383

市场数据

时间 2010.05.12

收盘价	6.87
52 周内高	32.80
52 周内低	5.28
总市值(百万元)	30161.32
流通市值(百万元)	17502.00
总股本(百万股)	4390.29
A 股(百万股)	2768.33
一已流通(百万股)	2547.60
限售股(百万股)	220.73
B 股(百万股)	1621.96

相对于上证综指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

1. 造船业: 世界造船业处于行业周期底部, 中国开始成为世界
2010.02.06
2. 造船业类上市公司综合情况比较与分析
2010.02.23
3. 海运行情景气度的季节性波动给造船类股票带来交易性机会
2010.03.05

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

海洋工程业务将是公司未来发展的驱动因素, 2007-2009 年, 公司海洋工程装备收入占比从 5.9% 提升至 13%。2009 年, 公司成功与西班牙 ADHK 公司签订了总价值为 22 亿美元的海工产品供货合同, 预计未来 3 年内, 海工收入占比将超过 40%。

根据公司目前发展情况, 结合与公司交流了解到的情况, 我们预计未来几年公司营业收入增长率分别为 2%、12%、16%, 销售毛利率分别为 14%、15%、16%, 未来三年公司每股收益分别为 0.237 元、0.375 元、0.548 元。

我们与市场观点不同之处:

多数分析师认为我国的海洋工程装备行业起步较晚, 与国外先进国家相比设计能力差, 未来发展前景不好。我们认为是随着世界造船业务向中国的转移, 再加上国家相关政策的扶持, 使得国内海洋工程发展前景更广阔。

公司估值与投资建议:

公司业务是与海洋运输业的发展基本上是一致的。目前海洋运输业处于周期底部, 我们认为海洋运输回暖估计在 2012 年之后, 考虑到目前国际贸易量是否快速增加还不很确定, 需要进一步观察, 这会直接影响造船业的发展, 从而影响公司业务的发展。

根据我们对公司基本面的分析, 考虑到公司所处行业的基本情况, 我们给予公司“中性”评级。

公司股价表现的催化剂:

我们认为公司 2009 年业绩是近年公司业绩的最低点, 未来几年公司业绩将会得到提升, 因此, 业绩提升将是公司股价表现的催化剂。

主要风险因素:

公司传统业务发展空间较为有限, 目前急需要依赖海工业务提供新的增长动力。但是海工产品的需求受石油价格波动影响较大, 公司开拓海工市场存在拓展风险。

目 录

一、公司产品结构开始调整，实施多元化战略.....	2
二、业务前景：起重机发展空间有限，海洋工程前景广阔	5
三、公司竞争优势：产品具有一定的行业垄断性.....	9
四、公司盈利预测.....	10
五、投资建议.....	11
附录：公司基本情况介绍——重型装备制造行业的知名企业	13

一、公司产品结构开始调整，实施多元化战略

1、公司开始进行产品结构调整，在专业化基础上实施多元化战略

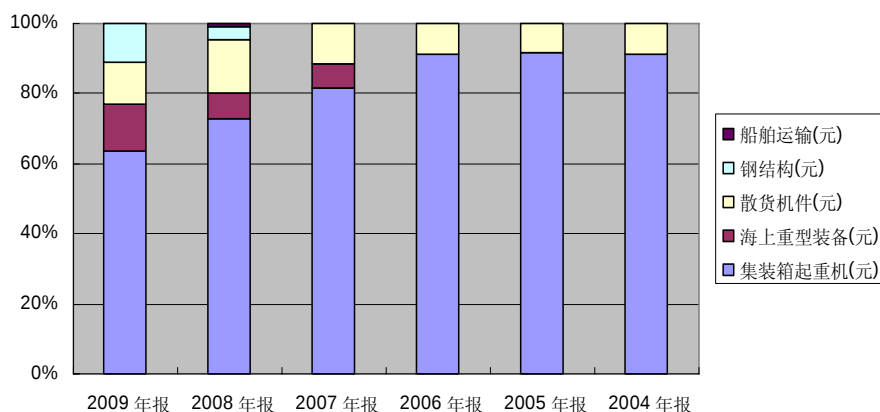
从公司的发展历史可以看出，在公司的发展过程中，公司的产品结构是在向不断多元化发展。由几年前的仅有两种产品——集装箱起重机、海上重型装备逐渐发展为集装箱起重机、海上重型装备、散货机件、钢结构、船舶运输等五大相互关联、相互支撑的全新产业结构。

表 1: 公司近年来产品结构（按收入贡献）

	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
集装箱起重机	63.43%	72.73%	81.76%	91.19%	91.75%	91.38%
海上重型装备	13.65%	7.39%	6.87%			
散货机件	11.69%	15.31%	11.14%	8.81%	8.20%	8.62%
钢结构	11.09%	3.80%				
船舶运输	0.13%	0.77%	0.23%		0.047%	

资料来源：中国银河证券研究所

图 1: 近年来公司各产品对收入的贡献度



资料来源：中国银河证券研究所

2009 年公司产品结构中，主要业务收入构成比例是：集装箱起重机 63.43%，海上重型装备 13.65%、散货机件 11.69%、钢结构 11.09%、船舶运输 0.13%。

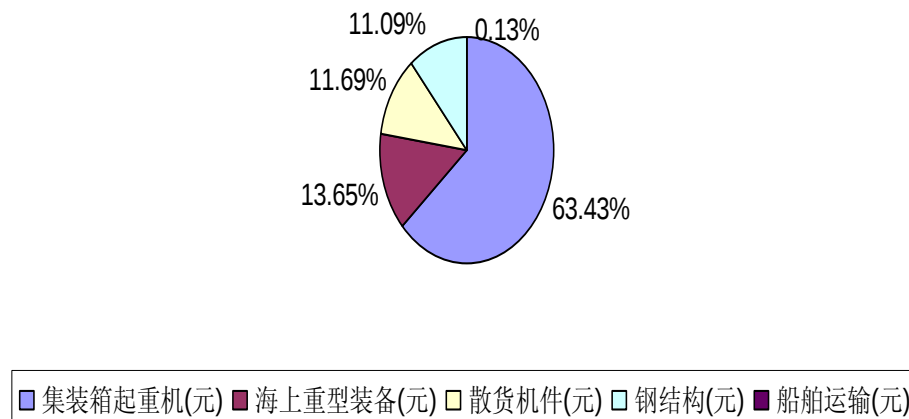
表 2: 2009 年公司产品结构（按收入贡献）

产品	2009 年
集装箱起重机	63.43%
海上重型装备	13.65%
散货机件	11.69%
钢结构	11.09%
船舶运输	0.13%

资料来源：中国银河证券研究所

图 2: 2009 年公司营业收入结构构成

2009年公司营业收入构成比例



资料来源：中国银河证券研究所

2、公司实施多元化战略的原因

在最近几年，公司业务多元化趋势愈来愈明显。公司产品结构之所以发生这样的变化，主要是因为

（1）公司集装箱起重机全球市场份额已经高达 75%，未来增长空间有限。

目前我国不仅是集装箱业务生产大国，而且还是集装箱起重机生产大国。从 1993 年至今，我国一直保持世界集装箱第一生产大国的地位，不仅仅是第一生产大国，而且还保持绝对的第一市场份额，目前我国集装箱产量占世界集装箱产量 90%以上。相应地，我国集装箱起重机产量也是世界第一大国，而振华重工一家公司的集装箱起重机市场份额就占全球市场份额的 75%。

我们知道集装箱业务、集装箱起重机业务都与国际经济增长、与国际贸易量有着密切的关系。国际经济在本世纪 2007 年之前的 7 年持续增长，因此国际贸易也跟着快速增长。但是随着 2007 年美国暴发的次贷危机，继而发展成为全球性的金融海啸，直接导致整个集运行业陷入困境，中国集装箱运输行业遇到前所未有的困难。特别是 2008 年以来全球经济的下滑影响了全球贸易量和集装箱港口的吞吐量。目前国际金融危机的阴影依然存在，预计国际贸易的真正恢复要等到 2012 年。

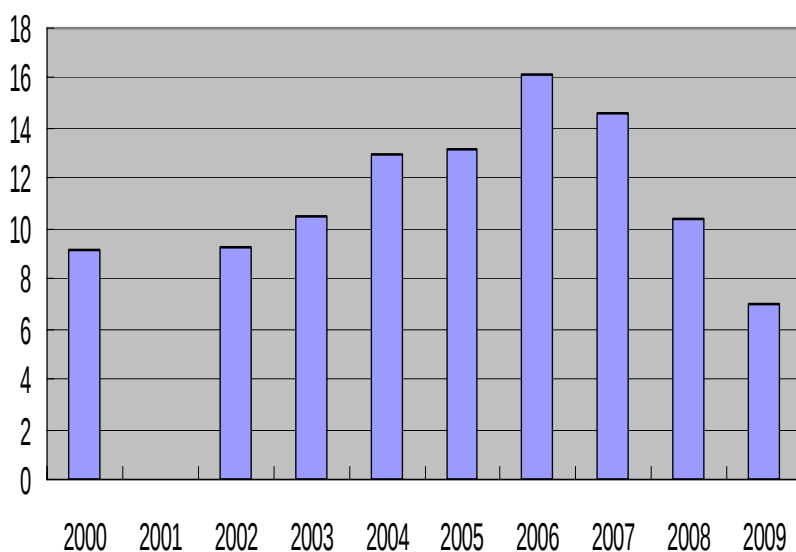
并且公司集装箱起重机全球市场份额已经高达 75%，可以想象，未来集装箱起重机业务增长空间有限。因此公司开展其他业务也是经济形势的要求。

(2) 集装箱起重机毛利率近几年确实在下降，而其它产品毛利率比较理想

公司集装箱起重机业务毛利率自 2006 年以来一直处于下降趋势；而其他产品中，除散货机件产品外，海上重型装备和钢结构业务毛利率近年处于上升或良好状态。

图 3：2000 年以来公司集装箱起重机毛利率变化情况

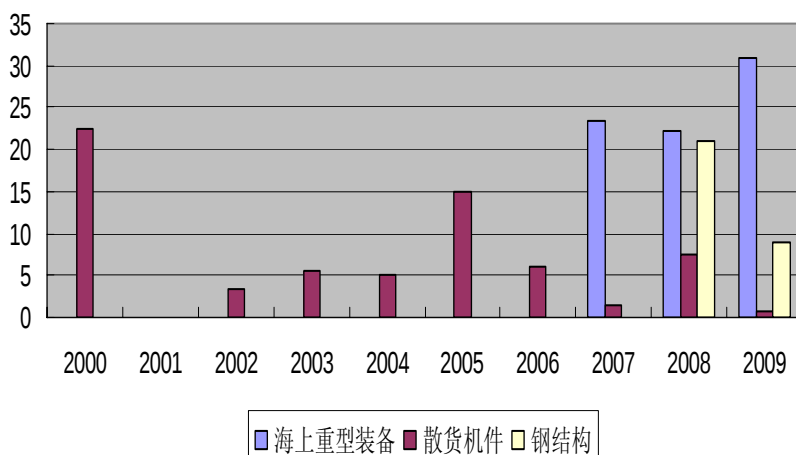
2000年以来公司集装箱起重机毛利率(%)变化情况



资料来源：中国银河证券研究所

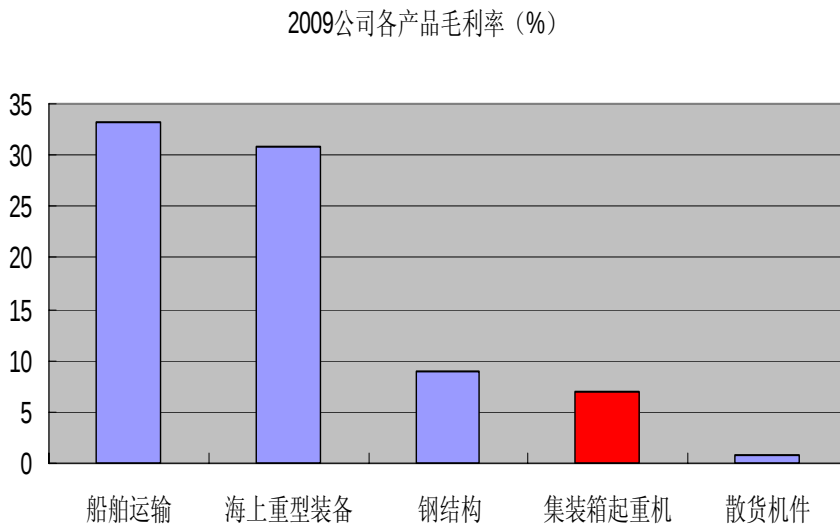
图 4：2000 年以来公司其它产品毛利率变化情况

2000年以来公司其它产品毛利率(%)变化情况



资料来源：中国银河证券研究所

图 5：2009 年公司各产品毛利率比较



资料来源：中国银河证券研究所

（3）全球港口高速建设期已过

从本世纪开始到 2007 年，快速增长世界经济带动了全球港口建设速度的提升。全球各大港口营运管理当局纷纷加大扩建投资,使集装箱起重机的需求量在过去几年里保持了强劲的增长趋势。在 2006-2010 年期间，全球 85 个国家的港口营运当局在动工和拟建设的港口投资建设项目超过 260 个，其中购置岸桥的支出将达到 92 亿美元。经过前几年热火朝天的建设，目前全球港口高速建设期已经过去，而后续固定资产投资增长有限，且经过 2008 年金融危机的冲击，对新增投资更加谨慎，预计在较长的时间里，集装箱起重机新增需求都将难以恢复到高点水平。在此背景下，公司必须拓展新的业务增长点。

二、业务前景：起重机发展空间有限，海洋工程前景广阔

从我们以上分析可以看出，目前公司主要业务收入构成比例是：集装箱起重机 63.43%，海上重型装备 13.65%、散货机件 11.69%、钢结构 11.09%、船舶运输 0.13%。

下面我们就分析一下这些主要业务（集装箱起重机、海上重型设备）的发展情况。

1、集装箱起重机：未来增长空间有限

集装箱起重机是为集装箱业务服务的，因此其发展前景如何主要取决于集装箱的发展状况。而集装箱业务量主要依赖于国际贸易量，目前全球约 90% 的国际贸易涉及海上运输。因此，经济和贸易的发展状况是决定集装箱起重机发展的决定性因素。

集装箱起重机的需求与全球经济状况、集装箱港口投资建设规模、船舶大型化的更新需求以及老旧设备的更新需求等因素密切相关。

自本世纪开始到 2008 年，受世界经济增长及国际海运贸易需求旺盛的影响，国际集装箱行业进入了快速发展时期。但是随着 2007 年美国暴发的次贷危机，继而发展成为全球性的金

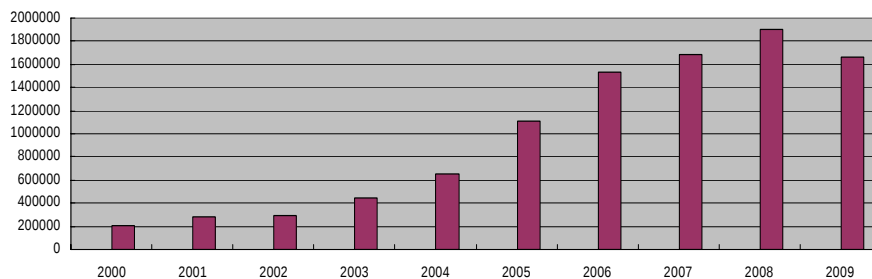
融海啸，直接导致整个集运行业陷入困境，中国集装箱运输行业遇到前所未有的困难。特别是2008年以来全球经济的下滑影响了全球贸易量和集装箱港口的吞吐量。IMF日前公布的最新预测显示，09年全球经济增速将大幅放缓至0.5%，为第二次世界大战以来的最低水平。

振华重工1992年开始进入集装箱起重机行业，用了七年的时间使公司集装箱起重机业务的市场份额占到了全球第一，并且连续10年保持龙头地位。

从本世纪开始到2007年，快速增长世界经济带动了全球港口建设速度的提升。全球各大港口营运管理当局纷纷加大扩建投资，使集装箱起重机的需求量在过去几年里保持了强劲的增长趋势。根据OneStone Consulting Group的判断，在2006-2010年期间，全球85个国家的港口营运当局在动工和拟建设的港口投资建设项目超过260个，其中购置岸桥的支出将达到92亿美元。经过前几年热火朝天的建设，目前全球港口高速建设期已经过去，而后续固定资产投资增长有限，且经过2008年金融危机的冲击，对新增投资更加谨慎，预计在较长的时间里，集装箱起重机新增需求都将难以恢复到高点水平，公司集装箱起重机全球市场份额已经高达75%，未来增长空间有限。因此，在此背景下，公司必须拓展新的业务增长点。

公司是世界最大的集装箱起重机生产企业，具有很强的行业代表性，从公司该项业务的收入变化趋势基本可以看出集装箱起重机行业的变化趋势。过去几年港口机械市场的火爆带动了公司业务的快速成长。随着经济增长的放缓，行业进入稳定发展期，公司该业务的发展也将趋于平缓。这一点从公司的集装箱起重机产品的收入变化就可以看出，可以看出，2008年是该产品近年收入最高点，2009年该产品收入开始下降。

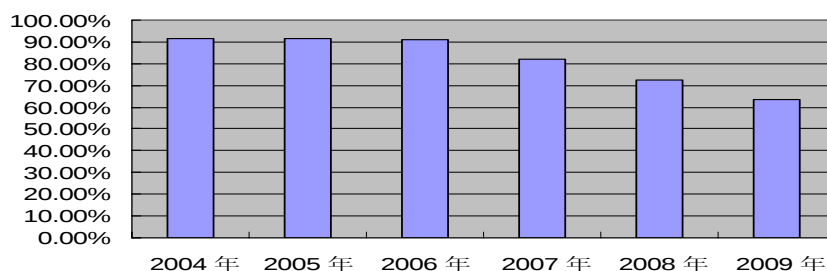
图6：2000年以来公司集装箱起重机业务收入变化情况



资料来源：中国银河证券研究所

图7：近年来公司集装箱起重机业务收入所占比重在下降

公司集装箱起重机收入比重在下降



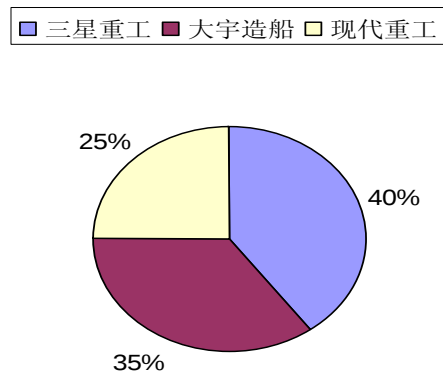
资料来源：中国银河证券研究所

2、海上重型机械：未来最具有发展潜力的业务之一

海洋工程业务是公司最具有发展潜力的业务之一，也是公司将要重点发展的业务。

海上重型装备市场，包括各型开采油气的平台、运载油气的巨型运输船（FPSO 和 LNG）海上工程船等。目前海上重型机械市场容量达到 500 亿美元/年，由于制造难度大，技术要求和进入门槛高，全球有能力生产的厂商不多。世界上还没有一家公司能做全部的海上工程机械。目前，处于市场领先地位的是韩国的现代重工、三星重工和大宇造船。06 年底，这三家企业所承接的在建海洋油气项目设备订单造价合计达到 114 亿美元，仍然满足不了市场对海上重型的需求。同时，海洋工程装备制造业的利润率达到 25%-35%，对公司进入该领域具有很大的吸引力。

图 8：韩国海洋工程设备合同分布



资料来源：中国银河证券研究所

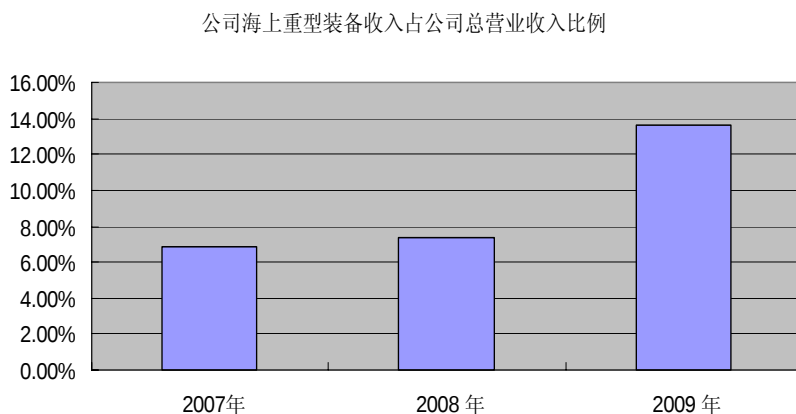
中国有 90% 的深海油气未开发，目前中国加快了对包括南中国海在内区域的海上开发。上世纪 80 年代以来，我国在南中国海的联合勘探和生产仅限于 100 米左右水深范围内开展。而向 500-2000 米水域深海域扩展，不仅需要深海油气勘探技术的提高，也需要大型海上工程设备配套设备的供应。中海油近期宣布，将在 20 年内投资 2000 亿元，到 2020 年在南海深水区域建成年产 5000 万吨油当量的生产能力。“十一五”期间，中海油建成投产的油气田将达 50 个。在装备需求方面，中海油的海工装备需求将达 1000 亿元。

公司以前是集装箱起重机生产企业，生产海上重型机械具有一定的基础。这是因为：海洋工程装备与集装箱起重机在生产方面具有至少 3 个共同点：第一，产品都以钢为纲；第二，都需要岸线资源；第三，都需要密集的劳动力。而且，中国的海洋工程装备市场存量相对于全球来讲，还非常小，公司有足够的发展空间。因此，海洋工程装备成为公司持续发展的新动力。

目前公司发展海洋工程装备，面临的主要是新加坡、韩国等国外竞争对手，与他们相比，公司发展海洋工程装备具有较强的竞争优势：（1）拥有丰富的生产资源优势：在上海、南通、江阴地区拥有 7 个生产基地，占地总面积 1 万亩，总岸线 10 公里，其中承重码头 3.7 公里，其中最大承重量可达 2 万吨，能够实施重大件的拼装；（2）具有劳动力成本优势；（3）具有买方融资优势；（4）自建有 6 艘浮式起重机，可以以比陆上机械更快的速度吊装重型部件；（5）拥有 28 艘 6 万吨~10 万吨级的整机运输船，可将巨型产品运往全世界。

2007-2009 年，公司海洋工程装备收入占比从 5.9%提升至 13%。2009 年，公司成功与西班牙 ADHK 公司签订了总价值为 22 亿美元的海工产品供货合同，预计未来 3 年内，海工收入占比将超过 40%。

图 9：近年来公司海上重型装备业务收入所占比重



资料来源：中国银河证券研究所

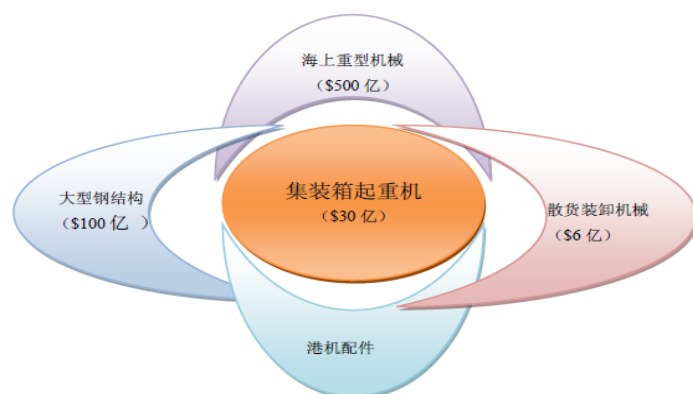
可以看出，公司海上重型装备产品的毛利率是很理想的，属于高毛利率产品（虽然船舶运输毛利率较高，但是其收入占总收入比例很小仅为 0.13%。）

由于海上重型机械的生产周期较长，大多采用先生产再出售的方式。由于海工产品需求旺盛，一般在生产进行过程中会接到订单。公司部分在建项目是不包含在订单中，由于该类产品价格高昂，售出的时点会对公司收入和利润产生较大影响。公司目前在建的项目包括 7 台大型浮吊，4 艘铺管船和 1 座海上石油开采平台，每一个项目的收入都非常可观。

3、多业务相互协调 共同发展

除了传统的集装箱起重机业务和公司准备大力拓展的海上重型机械业务以外，公司实施多元化的发展战略。目前，五大相互关联和支撑的全新产业版图已经清晰地浮出了水面：传统产品集装箱起重机，海上重型机械，专业散货装卸设备，大型钢构桥梁和港机配件。

图 10：公司各项业务及市场容量



资料来源：上市公司公开资料

我们预计传统业务集装箱起重机和散货机件恢复增长还需要 1-2 年的时间，未来 3 年的增长主要依靠海洋工程装备和钢结构业务。预计高价钢材在 2009 年三季度差不多消化完，加之今年公司加大成本控制力度，我们认为集装箱起重机、散货机件、钢结构的毛利率水平均将有所提高。海洋工程装备目前手持订单 22 亿美元左右，预计凭借成本和买方融资等优势，未来可以保持快速增长。至于海洋工程装备毛利率，尽管 2009 年高达 30.85%，但是我们认为随着更多的海工产品开工，后续毛利率将回归至正常的 20% 多的水平。

三、公司竞争优势：产品具有一定的行业垄断性

1、行业壁垒高，新进入者威胁小

公司的主营业务集装箱起重机制造的前期投资大、技术要求高。需要大量的专业技术人员来确保客户需要的持续技术创新和售后服务能力。集装箱行业集中度较高，目前国际大型港口的运营权日趋集中于几大国际港口运营商手中，并且普遍采用打包招标的方式，将全部订单交与一家公司，并且该行业普遍采用订单式生产和垫资生产的经营模式，因此对公司的资金量、技术能力和产能都有很高的要求。振华港机目前在集装箱起重机市场有 78% 的市场份额，规模优势明显。另外公司的海上重型机械业务则需要更到的技术水平和企业雄厚的实力，全球范围内有能力进入该领域的企业更少。

2、供应商讨价还价能力弱

集装箱起重机所需要的钢结构件、机械传动件主要由公司自行生产。所需要的原材料中的钢材主要从舞阳钢铁、南京钢铁、济南钢铁等厂商采购。由于大额长期订单较多，所以钢厂对公司采购会有一定的优惠价格。公司议价能力较强。原材料中所需的电控元件主要从日本富士、德国西门子等国际知名电器设备供应商采购。由于客户会指定一些电气控制系统的品牌，所以公司在此类供应商的议价能力相对较弱。06 年公司在前五大供应商的采购额占总采购额的比例约为 32%。买方的讨价还价能力。公司的主要客户为大型港口运营商和各国港口管理当局，06 年前 5 大客户的销售额占总销售额的 22.82%，没有对特定客户的依赖。由于公司占有的市场份额大，而且在全球行业中技术和规模都处于领先地位，所以具有较强的议价能力。替代品的威胁。传统产品集装箱起重机属于存在一定个性特征的产品，主要根据厂商的需要度身定做，公司设计的产品型号基本涵盖了世界各地的标准。并且公司适应行业新趋势上居于同业前列，更够根据行业发展快速开发出新产品，因此产品替代品的威胁较弱。

3、竞争激烈程度

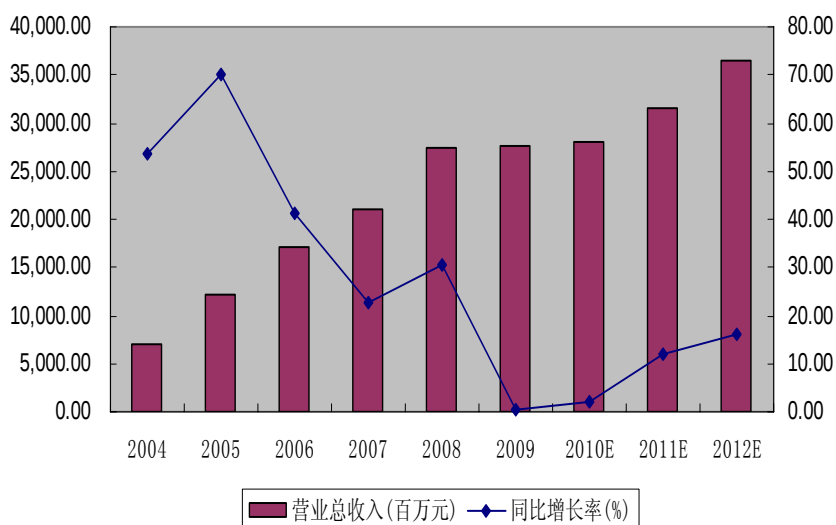
公司的主要竞争对手是一些大型综合性工程机械制造商。包括德国利勃海尔公司、意大利 Fantuzzi 集团、日本三井制造等。虽然公司在集装箱起重机行业为行业龙头，但面临的竞争压力仍然较大。公司必须不断加强技术改造以适应港口作业高效化、自动化以及船舶大型化的要求，在技术上领先是公司保持市场地位的重要因素。另外人民币升值以及劳动力成本的上市也给公司带来了一定的不利影响，一些新兴发展中国家凭借更为低廉的劳动力成本也开始谋求进入集装箱起重机市场，对公司未来的竞争优势也构成了一定的挑战。

四、公司盈利预测

2009 年在全球金融危机的影响下，航运业和港口码头建设、特别是集装箱运输业大幅萎缩，造成对公司主要产品港口机械的需求大幅萎缩，市场疲软、订单少、价格下滑，公司传统产品经营订单额受到巨大影响，传统业务（集装箱起重机和散货机械）受全球市场容量萎缩的影响，收入分别下降 23.7 亿元和 9.4 亿元，所占营业收入的比例由 2008 年度的 83% 下降到 2009 年度的 72%，但同时公司自 2008 年起重点发展的海工及钢结构业务在 2009 年度的收入分别增长了 16.5 亿元和 19.2 亿元，所占比例也从 2008 年度的 11% 上升到 2009 年度的 24%，对保持 2009 年度营业收入水平的稳定贡献极大。在毛利方面，由于受产品销售单价下降、固定资产折旧增大、库存钢材成本较高、人工成本上升及管理费用增长等原因的影响，产品综合毛利率下降了 2.3 个百分点，相对于 2008 年度，公司 2009 年度利润总额下降了 20.8 亿元，同比下降 73%，主要是外汇远期合约结算产生的交易性金融资产收益下降 11 亿元，正常经营活动产生的收益由于营业毛利下降、加大海工等新产品研发投入导致管理费用上升、财务费用上升等原因下降了 9.2 亿元，同比下降 60%。2009 年公司实现营业收入 2,756,411.56 万元，比上年同期增长 0.44%，其中出口产品约占 88.13%，内销产品约占 11.87%，实现营业利润 56,311.31 万元，利润总额 76,435.18 万元，归属于母公司净利润为 83,985.33 万元，比上年同期均较大幅度下降，下降 67.4%。

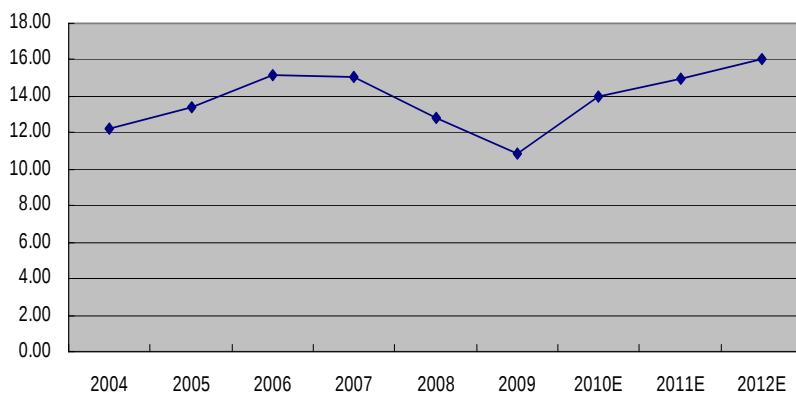
从历史上来看，公司 2006-2009 年营业收入的平均增长率为 17.98%。2008 年之前公司约 72% 以上的主营业务收入来自于集装箱起重机业务。根据经济发展的需要，公司自 2006 年开始进军海上重型机械业务，海上重型机械市场需求量大，制造难度大，处于供不应求的状态。这样公司的传统业务（集装箱起重机业务）收入比重逐渐下降，2009 年集装箱起重机收入比重下降到 63.43%，其他业务收入比重分别为：海上重型装备 13.65%、散货机件 11.69%、钢结构 11.09%、船舶运输 0.13%。

图 11: 公司营业收入和增长率预测



资料来源：中国银河证券研究所

图 12: 公司销售毛利率预测



资料来源: 中国银河证券研究所

目前公司手持订单 40 亿美元左右,除了海工产品约 22 亿美元外,其余主要是港机,另外还有部分钢结构订单。2010 年至今,新接订单 6.6 亿美元左右,同比增长超过 100%,其中港机产品占比 80%以上。如果目前接单情形继续的话,2010 年港机新接订单有望达到 18 亿美元左右。

根据公司目前发展情况,结合与公司交流了解到的情况,我们预计未来几年公司营业收入增长率分别为 2%、12%、16%,销售毛利率分别为 14%、15%、16%,未来三年公司每股收益分别为 0.237 元、0.375 元、0.548 元。

具体财务预测数据见 13 页表 3: 财务报表预测。

五、投资建议

公司业务是与海洋运输业的发展基本上是一致的。目前海洋运输业处于周期底部,我们认为海洋运输回暖估计在 2012 年之后,考虑到目前国际贸易量是否快速增加还不很确定,需要进一步观察,这会直接影响造船业的发展,从而影响公司业务的发展。

根据我们对公司基本面的分析,考虑到公司所处行业的基本情况,我们给予公司“中性”评级。

表 3: 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1717.38	281.15	314.89	2217.02	营业收入	27564.12	28115.40	31489.25	36527.53
应收和预付款项	8802.32	10190.16	10987.76	13469.98	减: 营业成本	24582.92	24179.24	26765.86	30683.12
存货	7558.85	-573.98	8306.07	557.63	营业税金及附加	41.17	42.00	47.04	54.56
其他流动资产	11292.39	11292.39	11292.39	11292.39	营业费用	68.23	69.60	77.95	90.42
长期股权投资	57.76	57.76	57.76	57.76	管理费用	1601.98	1634.02	1830.10	2122.92
固定资产在建工程	19057.76	16745.61	14433.45	12121.30	财务费用	622.22	904.86	732.13	601.56
无形资产开发支出	2231.11	1995.37	1759.63	1523.89	资产减值损失	95.87	12.00	9.00	60.00
资产总计	50717.58	39988.46	47151.95	41239.97	加: 投资收益	3.64	6.00	8.10	5.30
短期借款	17736.46	4097.59	10636.14	10336.00	公允价值变动损益	7.75	10.12	9.80	8.31
应付和预收款项	4992.38	6993.77	6166.60	8769.16	营业利润	563.11	1183.68	2938.08	2802.95
长期借款	6035.60	6035.60	6035.60	6035.60	加: 非经营损益	201.24	102.00	98.10	172.00
其他负债	5789.08	5780.55	5780.55	5780.55	利润总额	764.35	1285.68	2036.18	2974.95
负债合计	34553.53	22907.51	28618.90	20585.31	减: 所得税	-14.78	321.42	509.04	743.74
股本	4390.29	4390.29	4390.29	4390.29	净利润	779.14	964.26	1527.13	2231.21
资本公积	5525.37	5525.37	5525.37	5525.37	减: 少数股东损益	-60.72	-75.15	-119.01	-173.88
留存收益	5896.58	6888.62	8459.74	10755.22	归属股东净利润	839.85	1039.41	1646.14	2405.09
归属母股东权益	15812.25	16804.28	18375.41	20670.89	增长率				
少数股东权益	351.81	276.66	157.65	160.23	EBITDA 增长率	-48.05%	89.92%	12.19%	15.20%
股东权益合计	16164.05	17080.94	18533.06	20654.66	总资产增长率	-6.97%	-21.15%	17.91%	-12.54%
负债股东权益合计	50717.58	39988.46	47151.95	41239.97	经营资本增长率	18.51%	-50.10%	121.05%	-40.63%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	561.64	13163.40	-5697.67	13249.44	EBITDA	2494.93	4738.44	5316.20	6124.40
投资性现金净流量	-4074.25	-8.53	-60.00	30.00	EPS	0.191	0.237	0.375	0.548
筹资性现金净流量	1731.63	-14591.10	5731.41	1347.31	PE	35.91	29.02	18.32	12.54
现金流量净额	-1780.98	-1436.23	33.74	1902.13	PB	1.91	1.79	1.64	1.46

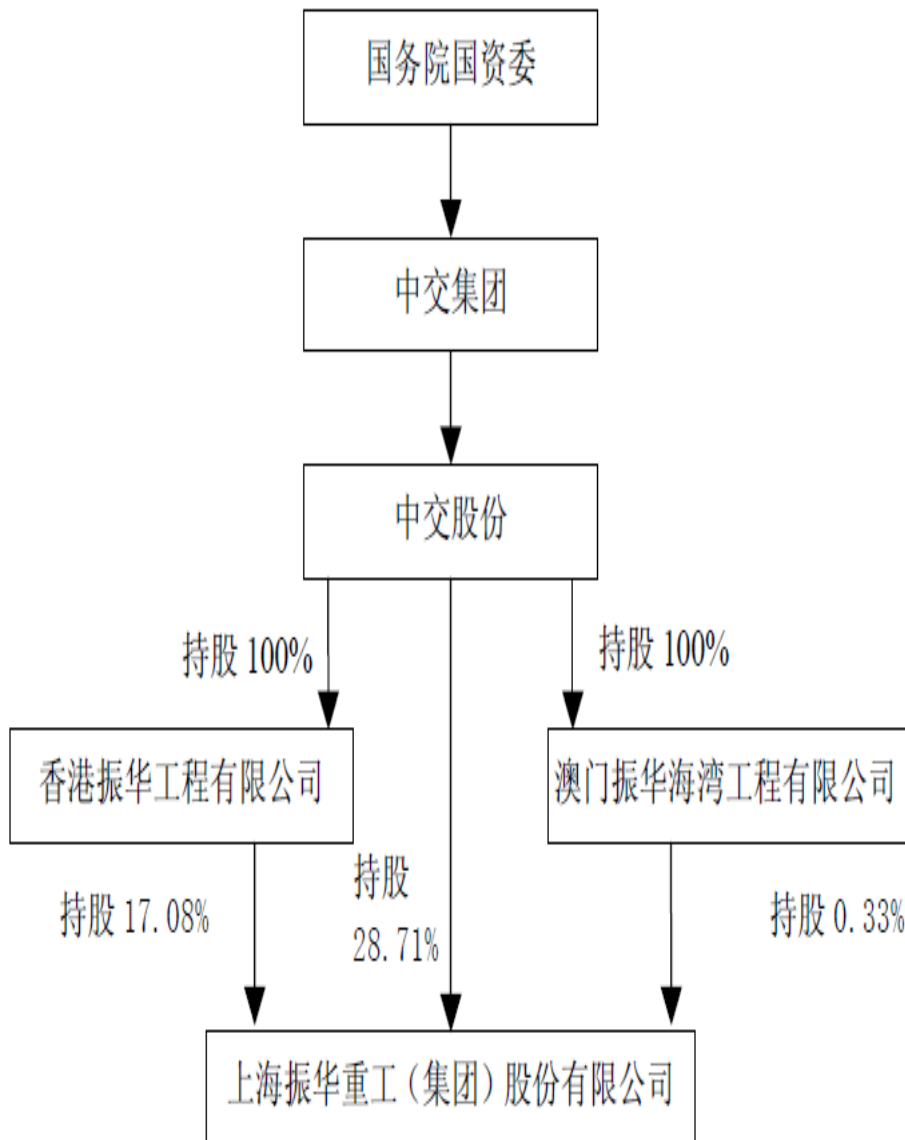
资料来源: 中国银河证券研究所

附录：公司基本情况介绍——重型装备制造行业的知名企业

振华重工是重型装备制造行业的知名企业，是全球最大的港口机械及大型钢结构制造商，为国有控股 A、B 股上市公司，控股方为世界 500 强之一的中国交通建设公司。

公司与实际控制人之间的产权及控制关系如下图所示：

图 13：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司 2009 年年报

公司主营业务范围为：设计、建造、安装和承包大型港口装卸系统和设备、海上重型装备、工程机械、工程船舶和大型金属结构件及部件、配件；船舶修理；自产起重机租赁业务；销售公司自产产品；可用整机运输专用船从事国际海运；钢结构工程专业承包。

公司参股或控股多家重工类生产业务，实施专业化基础上的多元化战略，在巩固和发展集装箱起重机业务的同时，积极进行多元化发展。

表 4: 振华重工参股、控股的公司

被参控公司	参控关系	参股比例(%)	被参控公司主营业务	是否合并报表
中交上海港口机械制造厂有限公司	子公司	100	筹建综合楼, 经济信息咨询, 机电设备	是
			及产品、建筑材料、装潢材料的销售及售后服务	
中港集团上海港口工程装备有限公司	子公司	54	从事各类港口起重装卸散货、集装箱机械, 港口工程船	是
上海振华重工集团(香港)有限公司	子公司	99.99	设计、建造、销售各类港口设备工程船舶钢结构件及其他部件	是
上海振华重工钢结构有限公司	子公司	49	生产销售钢结构、港口机械零件; 承接机械设备、电器设备安装	是
上海振华重工长兴配套件制造公司	子公司	90	从事大型集装箱起重机及其减速机齿轮之加工及销售; 船舶制造、加工、销售	是
上海振华重工长兴精密铸造有限公司	子公司	70	从事精密铸造金属切割及冷作加工	是
上海振华重工(集团)张家港总装公司	子公司	90	港口起重装卸、散货集装箱机械产品制造、加工及维修、更新改造业务	是
上海振华重工(集团)常州油漆公司	子公司	51	环氧树脂涂料、聚氨酯树脂涂料制造、加工	是
上海振华船运有限公司	子公司	55	经营近洋国际海运, 国内沿海及长江中、下游普通货船运输, 承运港口机械	是
			设备	
上海振华长兴重工有限公司	子公司	100	船舶制造、港口设备和大型金属结构及其部件、配件制造	是
上海康尼机械制造有限公司	子公司	100	机械制造, 减速机及配件制造加工; 自有房屋的租赁业务	是
上海江天实业有限公司	子公司	100	从事各类港口起重装卸、散货、集装箱机械, 港口工程船	是
上海港机重工有限公司	子公司	74	生产港口起重机械及配件, 物料搬运机械及配件	是
南通振华重型装备制造有限公司	子公司	100	安装大型港口设备、工程船舶和大型金属结构件及其部件、配件	是
南通振华重工钢结构加工有限公司	子公司	100	机械设备制作安装、钢结构加工、五金加工冷作、除锈涂装、机械设备工程承包	是
南通振华港机配套有限公司	子公司	100	生产销售港口机械及配套件	是
南通振华港机配件有限公司	子公司	100	生产销售港口机械用车轮、滑轮	是
江阴振华港机钢结构制作有限公司	子公司	100	生产港口机械零配件; 钢结构件制作工程, 机械设备、电器设备的安装	是

资料来源: 振华重工上市公司网站

公司总部设在上海,于上海本地和南通、江阴等地设有 8 个生产基地,占地总面积 1 万亩,总岸线 10 公里,特别是长江口的长兴基地有深水岸线 5 公里,承重码头 3.7 公里,是全国也是世界上最大的重型装备制造厂。公司拥有 26 艘 6 万吨~10 万吨级整机运输船,可将大型产品跨海越洋运往全世界。

表 5: 振华重工的主要生产基地

长兴基地	长兴基地是上海振华重工(集团)股份有限公司(原上海振华港口机械(集团)股份有限公司)十个生产基地之一,是世界规模最大、技术一流的制造生产基地,它位于长江口的长兴岛,占地约 305 万平方米,其中约 78 万平方米厂房,4.65 公里岸线,每年可生产 280 台岸桥和 47 万吨钢结构,职工 28000 人
南通重齿	南通振华重型装备制造有限公司重型齿轮箱厂(以下简称南通重齿)坐落于南通经济开发区团河东路 1 号,距苏通大桥约 5km,与沿江、沿海、高速相通,倚长江而立,一期工程占地面积 333500 平方米,建筑面积 143890 平方米,二期工程即将展开,具有优越的地理位置和交通条件
南通基地	场桥、散货机械、以及大型海上采油平台和桥梁钢构;占地面积 27.93 万平方米,拥有 1283 米的深水岸线;规划年生产场桥 200 台、散货机械 10 台、以及大型海上采油平台和桥梁钢构。
小南通基地	小南通基地位于南通经济技术开发区江海路,占地总面积达 969 亩。2006 年 3 月,小南通基地开始边建设边生产,目前已是一座集生产、总装、调试、发运于一体的现代化生产基地。拥有钢构车间 17 跨,月钢结构产量达 15000 吨,以及冲砂、喷涂、型钢预处理车间等生产辅助配套设施。同时,拥有 1.2 公里码头岸线,满足了产品整机发运以及海工产品制造。
南汇基地	小南通基地将发展成为公司钢桥、大型龙门吊、浮吊以及船舶配套件等大型钢构制作、桥梁、海上重型工程设备生产制造的主要生产基地之一。
工业园区	占地面积约 15 万平方米,拥有 300 米岸线的码头,配置一台 200 吨的龙门吊。 长兴工业园区基地位于上海市崇明县长兴乡,占地面积 300 余亩,下设大车、小件和精铸三个分厂,专业生产各类机构配套部件,拥有铸造、热处理、焊接和机械加工等一条龙生产能力。 大车分厂具有生产岸边集装箱起重机、轨道吊和散货机械的大车行走机构的能力,拥有高水平的焊工队伍、高效的专机设备和专业化生产管理模式,保证行走机构质量稳定可靠;小件分厂提供岸边集装箱起重机、散货机械、大型浮吊和铺管船等设备上的各类机构部件,是 ZPMC 产品的机构部件和备品配件的专业制造厂;精铸分厂拥有自硬砂、消失模和熔模铸造生产线,以及具有调质、中频淬火和渗碳淬火等热处理能力,并拥用国内外先进设备,年生产铸件 2 万吨,可向用户提供滑轮、车轮和其他优质铸钢零配件,特别是滑轮经过渗碳淬火后,具有超高硬度的滑轮绳槽可保用 10 年。
常州基地	常州基地成立于 1992 年,基地占地面积 90 亩,公司集开发研制、设计、制造、安装、调试、运输、售后服务于一体,在集装箱吊具、吊具上架领域为用户提供全方位的服务。生产的产品包括了双箱可分离式吊具、旋转式吊具、单箱吊具、电动吊具、定尺吊具、各类上架、吊钩横梁、载人筐、吊具拖车、超高箱吊架等十大类近百个品种。
江阴基地	ZPMC 江阴基地成立于 1992 年,地处江阴长江大桥下游的黄金水岸。经过多年发展,基地现拥有 2000 多名员工和近 50 个施工队,生产区域面积达 50 万多平方米,沿江岸线 1000 多米,拥有 3 个总装基地,4 个配套制造基地,配有 80 吨、120 吨门机;600 吨、1300 吨浮吊;160 吨汽车吊等大型设备,同时拥有精良的钢结构制造设备和完善的产品总装设施。根据公司规模,基地将主要从事轮胎式集装箱起重机、散货机械、钢桥等产品制作和安装调试。

资料来源:公司公开年报

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

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）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 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

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