

机械、汽车

报告原因:

振华重工 (600320)

下游逐步恢复, 海洋工程前景看好

买入

首次覆盖

2010年6月7日

市场数据: 2010年6月7日

收盘价	6.67
流通市值(百万元)	17578.43
52周内高	32.80
52周内低	5.28
总市值(百万元)	30293.03

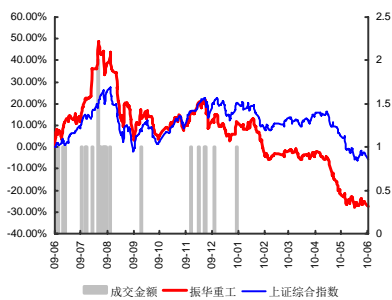
公司研究/深度报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	27443	31%	13%	2573	28%	0.58	12
2009A	27564	0%	11%	779	-70%	0.19	36
2010E	25359	-13%	11%	888	14%	0.14	49
2011E	34235	25%	13%	1726	94%	0.29	24

一年股价走势



分析师
张旭

联系人

白宇

010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686990
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

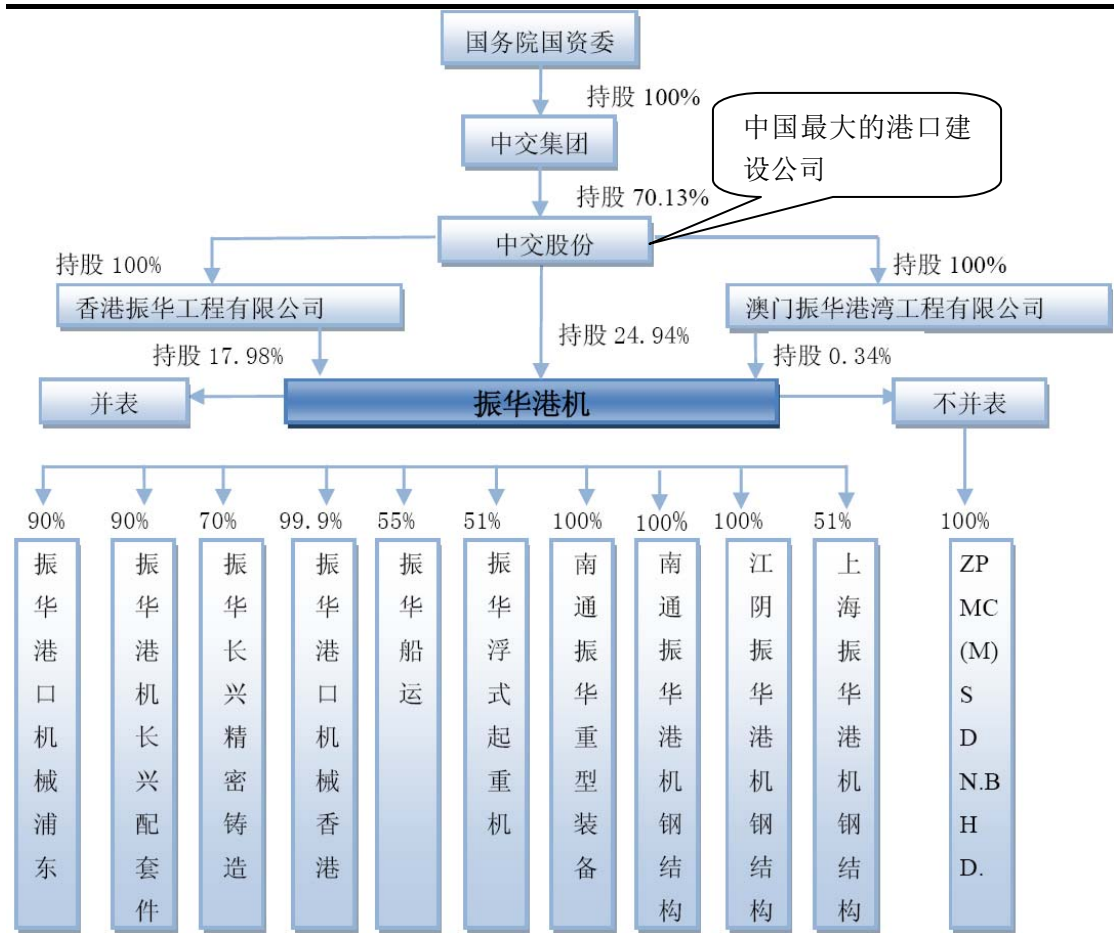
投资要点:

- ◆ **控股公司为中国港口建筑领域龙头企业。**公司大股东中交集团为国资委直属大型央企。以建设承包收入计算, 公司母公司中交股份是中国最大的港口建设公司以及道路桥梁的建设的领导者。控股母公司在港口建设方面强大的实力使得公司在港口机械领域有着先天性的优势。
- ◆ **港机竞争力领先, 行业更新需求支撑未来增长。**公司的集装箱起重设备目前在世界市场占有 70% 以上的份额, 公司的生产能力是其他竞争企业的几倍以上。由于公司在人力成本及生产规模方面的巨大优势, 其在港机业务上的市场地位将长期保持, 增长将与行业同步。目前集装箱港口经历了 2006 年和 2008 年上半年的大规模扩产后, 整个行业的新增需求短期处于低谷。未来整个行业的增长主要依赖于更新需求及大型先进产品的需求。
- ◆ **海洋工程机械产品领域市场较大, 并且需求在逐步恢复当中。**公司 08 年开始进入产品领域, 在浮吊等个别产品上公司技术实力雄厚, 市场占有率较大。但在钻井平台等其他海工产品领域, 公司属于新进入者。海工产品需求经历了 09 年的低迷后, 开始逐步恢复, 下游海上钻井平台的日租金、使用率等指标均在不断攀升, 因此未来公司产品的需求前景非常良好, 并将成为公司未来的主要看点。
- ◆ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 10 年、11 年主营业务分别增长 -13%, 25%, 毛利分别回升至 15%、17%。预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为: 0.14、0.29。基于我们对公司未来的乐观预期, 我们给予公司“买入”评级

历史沿革及业务构成

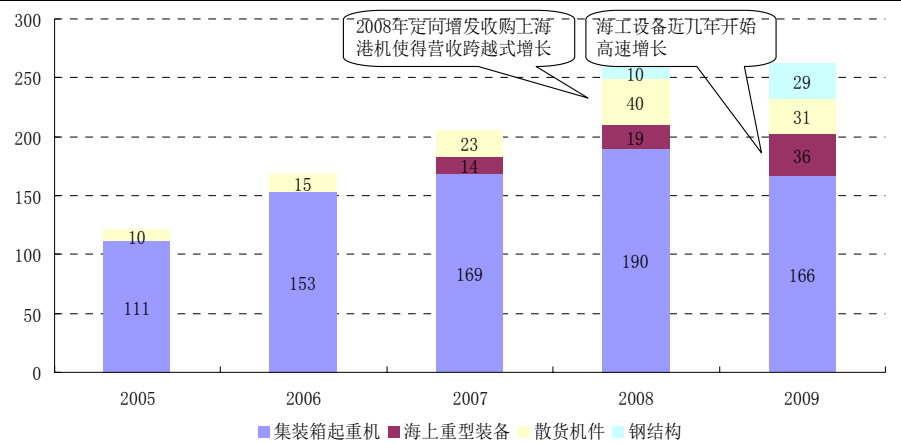
上海振华重工集团股份有限公司成立于 1992 年 2 月，由上海港机厂和香港振华共出资 100 万美元（各占 50%）设立，1997 年整体改制为股份有限公司，1996 年中国港湾建设总公司以资产投资入股，成为振华港机第三家股东。1997 年 4 月振华港机发行 B 股。2000 年 12 月，振华港机增发 A 股。目前公司的控股股东为中国交通建设股份有限公司(下称“中交股份”)，控股 24.94%。中交股份是由中国交通建设集团公司（下称“中交集团”）2006 年 10 月 8 日独家发起设立的大型建筑工程公司，中交集团为国资委直属大型央企。以建设承包收入计算，公司母公司中交股份是中国最大的港口建设公司以及道路桥梁的建设的领导者。控股母公司在港口建设方面强大的实力使得公司在港口机械领域有着先天性的优势。

图表 1：公司股权结构

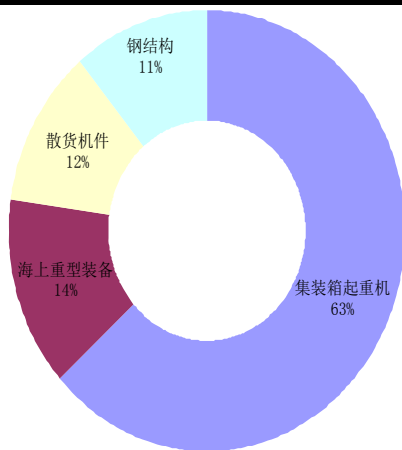


资料来源：山西证券研究所

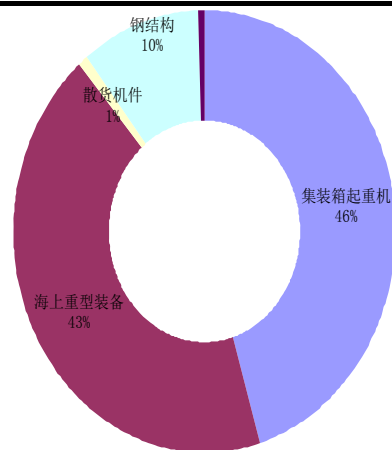
图表 2：公司主营增长过程



图表 3：公司收入构成



图表 4：公司利润构成

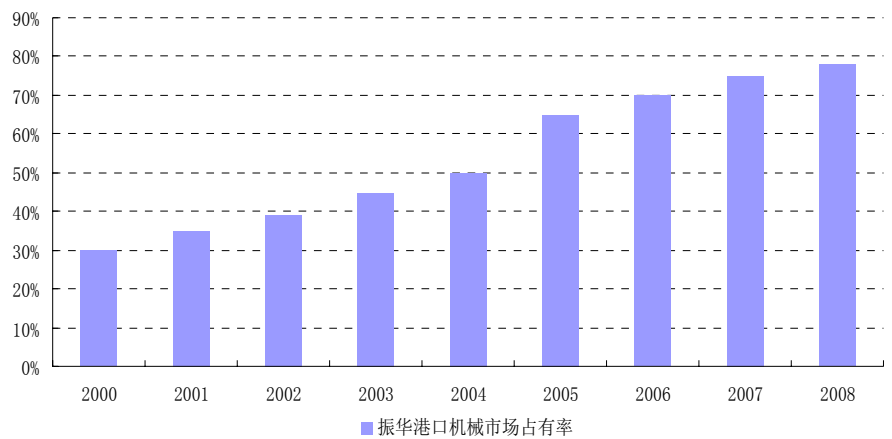


港口机械业务分析

强大的竞争力使得市场地位能够长期保持

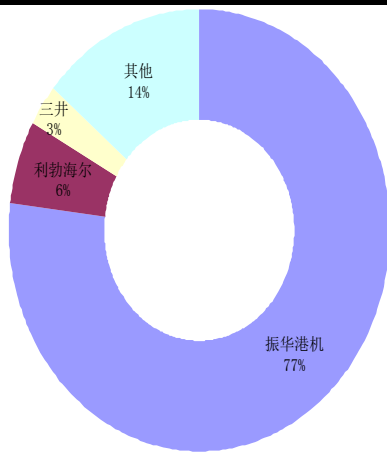
振华重工 92 年开始进入集装箱起重机行业，用了七年的时间使公司集装箱起重机业务的市场份额占到了全球第一，公司的大型港口机械产品已进入 53 个国家和地区，其中的岸桥产品最高占据了全球近 70% 市场份额。公司崛起的宏观背景是全球贸易的大幅度增长以及拥有成本优势的中国制造业在全球竞争力的日益体现。目前公司的港口机械主要包括岸桥、场桥、散货机械三大类。其中岸桥和场桥主要用于集装箱起重搬运，而散货机械这主要用于干散货的起重搬运。公司产品结构中岸桥和场桥产品占总产品数量的 80% 以上，并且市场占有率世界第一。而散货机械目前行业竞争集中度仍然较低，公司虽然相对来说市场占有率较高，但绝对数仍然不高。

图表 5：公司集装箱起重机械产品市场占有率变化情况



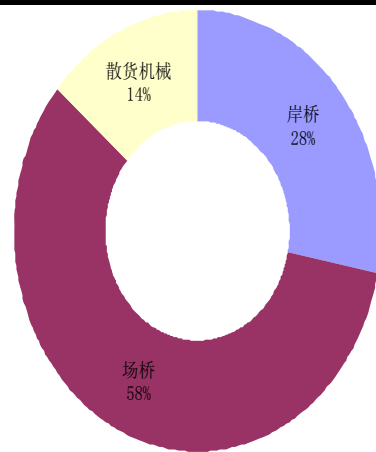
资料来源：山西证券研究

图表 6：集装箱起重机械机械市场格局



资料来源：山西证券研究

图表 7：公司港机产品销量分布



资料来源：山西证券研究

集装箱起重机作为资本、技术和劳动力密集型产品，产业集中趋势在过去数年逐渐深化，目前形成了以振华港机为代表的少数厂商领导的行业竞争态势。目前，振华、利勃海尔、三井重工是港口机械的销量前三位生产厂商，但利勃海尔、三井的生产能力及生产条件相比振华都相差太大。公司目前拥有 7 家生产基地，其中长兴基地是全球最大的集装箱生产基地，拥有年生产 250 台岸桥的生产能力。同时公司还有有承重 2000 吨重型码头 6 座，可同时完成 70 台以上岸桥的整机安装和调试。

图表 8：振华重工主要生产基地及规模

	单位	总计	长兴基地	长兴工业园	南通基地	江阴基地	张家港基地	南汇基地	常州基地
总面积	sqm	6880426	297466	206667	2613333	336667	196667	159093	60000
生产线面积	sqm	1406767	1802206	86216	448483	93429	42100	62750	21760
海岸线长度	m	10567	14847	-	3383	752	58	439	-
终端长度	m	3751	2075	-	800	657	58	161	-

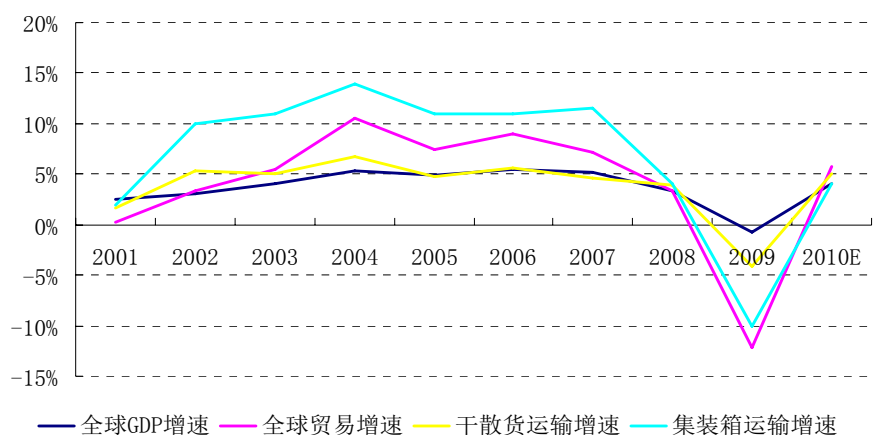
资料来源：山西证券研究

我们认为振华在港口机械上的优势主要体现在两方面：1) 人工成本技术优势。目前公司拥有 7500 名焊工，其中 2000 名为高级焊工、400 名具有国际资质。而如此高水平的员工队伍每年只构成总成本当中的 15% 左右，远低于钢材及外购零部件的成本。2) 规模优势。目前公司的竞争对手每年最多只有几十台港机的生产能力，这与振华几百台的生产规模是无法相比的。较大的生产规模使得公司在原材料、零部件采购上都有较强的议价能力。同时，由于公司生产营收的规模使得公司在研发上可以进行更大的投入而对整体成本产生较小的影响。我们认为这两方面的优势将保持振华在港机行业始终保持领先地位。

更新需求及港机大型化成为公司未来增长的主要依靠

全球贸易中 90% 的贸易量是通过海上运输来完成的，因此全球经济及贸易量的增长成为推动港口发展、货物吞吐量产能投建的最重要因素。从行业的周期角度来看，21 世纪初到 2008 年末，全球经济贸易一直都保持了较为稳定的增长，在此带动下全球港口投资亦增长迅速，尤其是 2006、2007 年。2008 年金融危机导致全球经济及贸易量大幅度下滑，2009 年下半年开始才逐步恢复。目前全球经济虽已企稳，但未来增长动力仍显不足，各家机构对未来几年全球经济的增长仍然持保守态度。相对应的，世界各大港口开始逐步减少吞吐量投建以保持较高的产能利用率。因此港机行业未来几年虽然处于恢复当中，但新的高增长周期还未到来。

图表 9：全球贸易量及货运走势

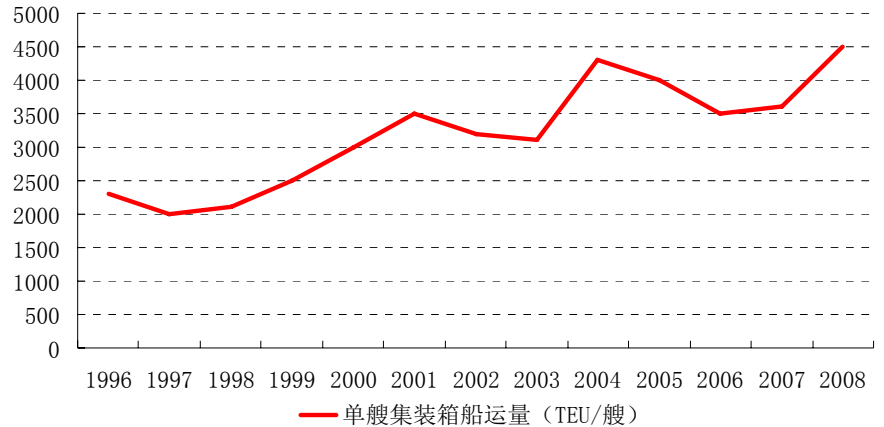


资料来源：山西证券研究所

目前全球集装箱起重机保有量大约在 1.3 万辆左右，其中岸桥大约 4000 台左右，场桥大约 8000 台，每年更新需求大约分别为 200、400 台左右。公司未来港机增长的另一个看点是大型先进港机的需求。由于较大船舶具有较好的经济效益，目前集装箱单船运载量越来越的趋势十分明显。

根据 clarkson 的数据计算，目前单只集装箱船的平均运量已经较 10 年前增长一倍以上。船舶大型化的趋势对集装箱起重机械的提升能力及速度有了更高的要求，未来大型高速起重机产品的市场需求会越来越大，这为擅长大型港机制造的振华重工带来了新的市场。

图表 10：集装箱船大型化趋势明显



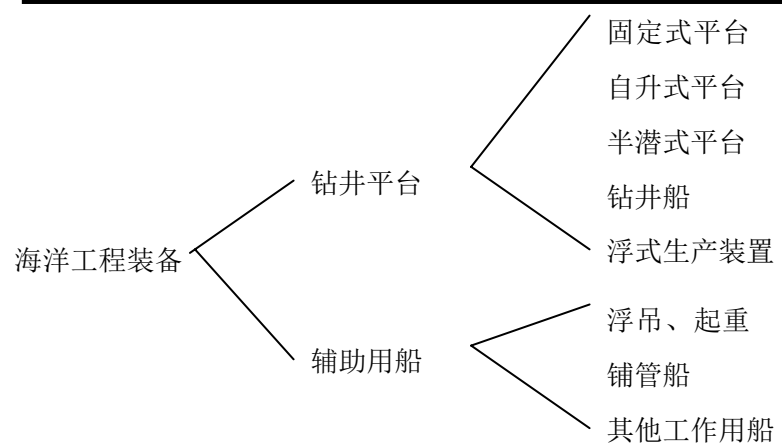
资料来源：山西证券研究所

海洋工程设备分析

公司在浮吊产品上优势明显

21 世纪是海洋世纪，海洋经济也逐渐成为我国国民经济新的增长点；随着海洋产业的高速兴起，海洋工程装备已成为世界主要造船企业新的利润增长点。《船舶工业调整振兴规划》明确要求加快自主创新，发展海工装备，逐步扩大海工装备的市场份额，重点发展钻井平台、生产平台、浮式生产储油装置、工程作业船、模块及海洋工程装备配套设备。可以说，海洋工程是国家重点扶持的产业之一。振华重工作为港口机械的世界巨头和中国机械业的领军企业之一也积极向海洋工程领域进军。

图表 11：海洋工程装备分类



资料来源：山西证券研究所

振华重工领先于其他主要海洋工程机械竞争对手的是其在港口起重设备上积累的大型起重机设计制造技术，公司也是以此为介入点来进入海洋工程领域的。公司在海洋工程用起重浮吊方面在国内一骑绝尘，其产品不断打破国内产品的起重记录。而公司自主研发制造的 7500t 的回转式起重船蓝鲸号已经接近世界先进水平。

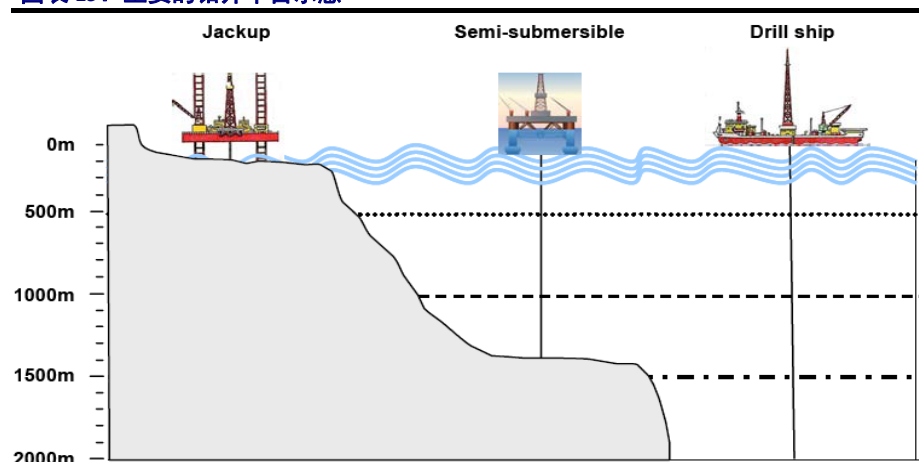
图表 12：振华重工浮吊产品与国际产品主要性能参数比较

振华产品	设计吃水/m	起重吨位/t	国际产品	设计吃水/m	起重吨位/t
华天龙	5.5	4000	Sapura3000	6.5	3000
蓝疆号	5.8	3800	Saipem3000	6.4	2400
海洋石油 201	7.0-9.5	4000	DB30	3.7-5.8	2400
蓝鲸号	8.9	7500	DB50	9.5-11.9	4400

资料来源：山西证券研究所

除了海上大型浮吊外，公司在其他的海洋工程机械产品领域仍然处于研发及新产品制造阶段，以海上钻井平台为例，目前公司还没有这类产品投放市场。公司 09 年与西班牙公司签订的 ADHK 公司签订的 22 亿美元的订单当中包括了，10 台海上自升式钻井平台（Jackup），公司正在积极筹措力量研发产品，如不能及时完成研发，公司有可能将这类产品外包。因此，虽然公司非常积极的介入海工产品领域，我们应该认识到公司目前只是在浮吊产品上有着较强的市场竞争力，与国内及国外的竞争对手相比，在海上钻井平台、浮式生产平台方面仍然有一定的距离，而海洋工程产品中钻井平台、生产平台才是核心产品。因此公司正在不断加强钻井平台等产品的研发力度，以求在这方面有重大突破。

图表 13：主要的钻井平台示意



资料来源：山西证券研究所整理

在行业格局方面，目前海洋工程的主要竞争国家为韩国、新加坡和中国。以钻井平台为例，目前，韩国企业在这方面有着领先的地位，尤其是在深海钻井船（drilling ship）方面韩国企业目前的技术优势仍然无法撼动。

紧随其后的是新加坡企业，新加坡企业的主要产品竞争力集中在自升式钻井平台以及半潜式平台（semi-submersible），以及方面。目前中国企业正在积极通过加强自升式平台的产品竞争力来与韩国和新加坡企业竞争，从目前钻井平台的订单方面可以看到这个趋势。

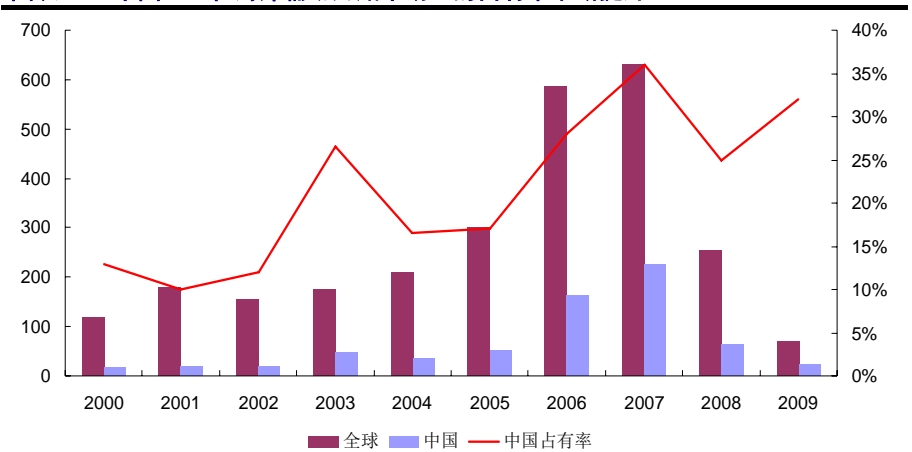
中国造船及海洋装备企业在海洋辅助用船细分行业的竞争力在不断增强，根据 Clarkson 的统计，中国企业在海洋工程辅助用船市场上的占有率在 09 年达到了 32%，增长趋势明显。

图表 12：截止 10 年 1 月的钻井平台订单分析

	自升式	半潜式	钻井船
韩国			
现代			3
三星		2	21
大宇		4	10
STX			1
新加坡			
胜科	9	8	
吉宝	10	7	2
中国			
莱佛士	5	6	
振华重工	10		
大连船舶	3		
友联船厂	1		
中海油青岛	4		

资料来源：山西证券研究所整理

图表 13：中国企业在海洋辅助用船市场上的占有率不断提升

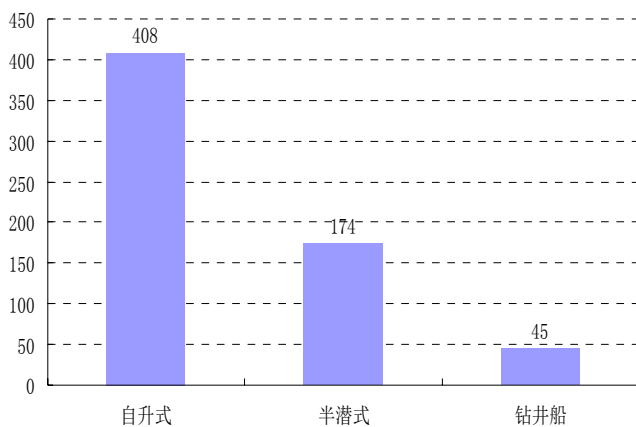


资料来源：山西证券研究所整理

海洋工程机械目前供大于求，但需求已处在恢复当中

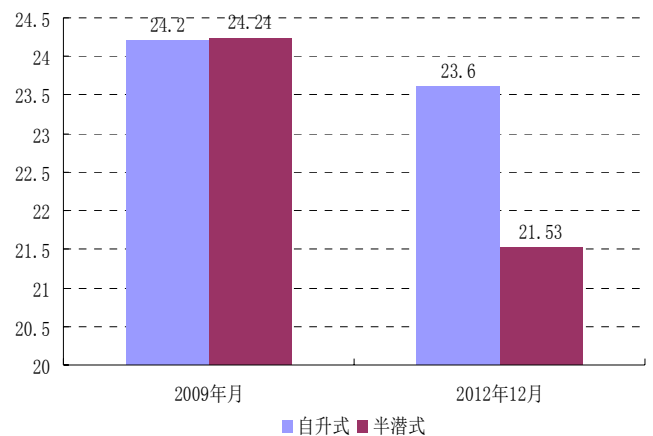
2008 年金融危机爆发，全球石油需求下降，油价大幅下跌。海洋油气勘探开发由于成本高、投资大，受金融危机的影响相对严重。在资金短缺和利润空间下降的压力下，石油公司逐步缩减了海洋上游投资，海洋钻井作业量大幅度减少，从而导致许多浅水（最新定义为小于 400 英尺，约 120 米）及中深水（400~4500 英尺，约 120~1350 米）钻井平台闲置，日费率相应下降。这主要原因首先是目前全球海洋平台技术已经有相当的规模，截止 2009 年 9 月全球自升式钻井平台已有 408 台。同时，2006-2007 年的平台建造高峰，大幅增加了新钻井平台的投放市场，在加剧了这种市场低迷情况同时，新平台的服役也使得旧平台退役速度加快，这使得服役平台年轻化，部分减少了未来的更新需求。

图表 13：目前海上钻井平台存量分布



资料来源：山西证券研究

图表 14：目前海上钻井平台平均年龄及其预测



资料来源：山西证券研究

随着油价的回升，近来各大石油公司纷纷重拾信心，加大了海洋油气上游投资的力度，浅海和中深海平台市场出现回暖的迹象。由于一些深水（4500~7500 英尺，约 1350~2250 米）和超深水（7500~12000 英尺，约 2250~3600 米）项目多属于长期投资项目，且深水钻井平台数量相对较少，因此这类平台市场受金融危机影响较小，深水钻井平台的市场需求一直保持旺盛。

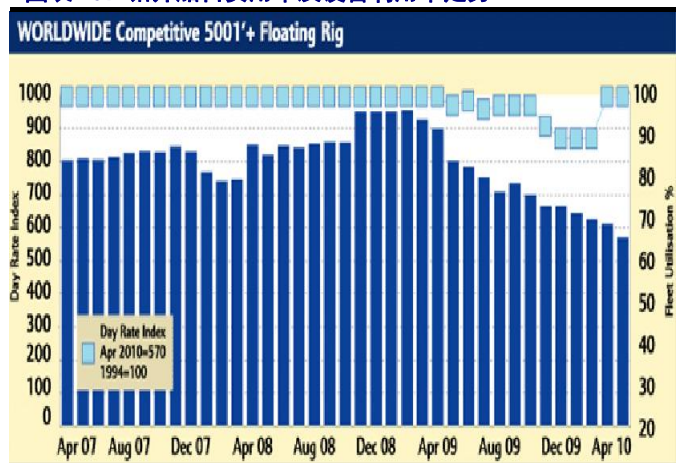
中国方面，中海油近期宣布，将在 20 年内投资 2000 亿元，到 2020 年在南海深水区建成年产 5000 万吨油当量的生产能力。“十一五”期间，中海油建成投产的油气田将达 50 个。在装备需求方面，中海油的海工装备需求将达 1000 亿元。作为国内最大的海上油田开发企业，我们可以从中海油的大型资本支出上看出我国海上石油开采的广阔市场。

图表 15: 自升式平台日费用率及设备利用率走势



资料来源: rigzone 山西证券研究

图表 16: 钻井船日费用率及设备利用率走势



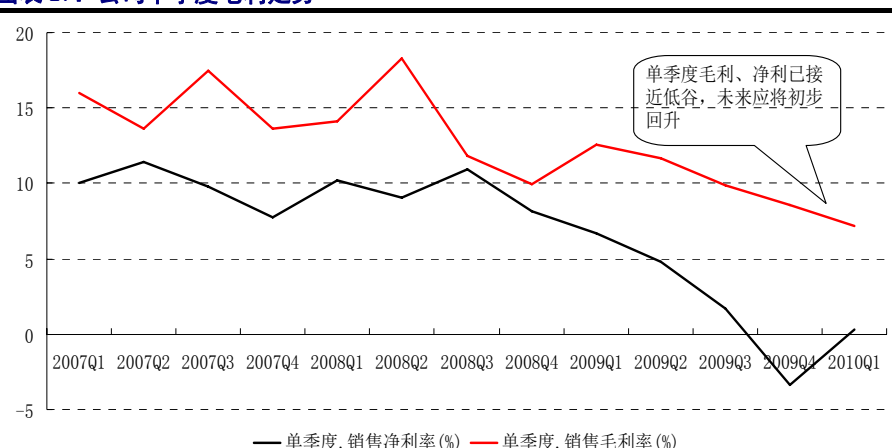
资料来源: rigzone 山西证券研究

公司财务分析

产品毛利已接近底部，未来逐步开始上行

近几年，公司盈利能力一直处在下滑当中，毛利率从 07 年的 15% 左右的水平滑落到目前不到 10% 的水平。从分产品毛利的角度分析，我们可以看到公司的港口机械产品毛利降幅最为明显，而海工机械产品的毛利则在逐步提升，从这点上我们可以看到，虽然公司港口机械的市场竞争力十分强大，但面对已经进入成熟期的行业、市场，其毛利的保持难度很大。而相反，公司的海工机械产品由于目前行业正处在成长期当中，因此虽然公司刚刚进入这个领域，但其盈利能力却可以一直处在上升中。

图表 17: 公司单季度毛利走势

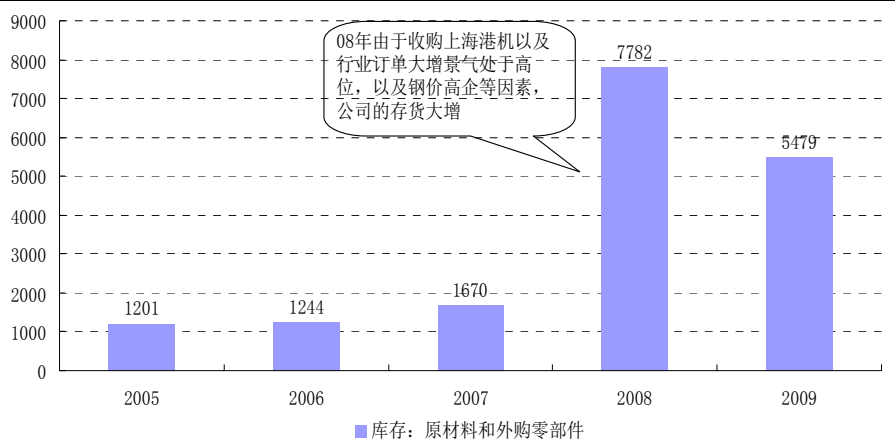


资料来源: 公司资料 山西证券研究

其次，从动态的角度来看，公司毛利逐步下滑主要是有两方面的原因：
1) 公司一直处在消化高价钢材的状态中。08 年首先由于收购上海港机，公

公司的存货大幅度提升。其次，由于 07 年、08 年港机行业正处于行业的景气顶峰状态，因此公司在手订单饱满，排产处于高峰，因此公司的原材料存货也相应处在高位，同时 08 年上半年的钢价也处于历史高位，多种因素造成公司高价存货大增。而金融危机后，港机行业景气度直线下滑，公司订单大幅度下滑，因此公司新增原材料存货速度降低，生产一直处于消化高价库存阶段。2) 08 年下半年行业进入下行周期后，行业需求下降，公司一些签订的订单价格开始逐步下滑，同时公司在 08 年大规模产能投放后，由于产品需求并没有同比增加，因此产能利用率有所下滑，这也造成了盈利能力的下滑。10 年后，这两方面影响毛利的因素都在好转。首先，公司高价存货的消化已经接近结束，从 09 年的存货结构上来看，原材料已经较 08 年大幅下滑，同时这其中 09 年的低价钢材占比也开始上升。其次，行业整体需求状况开始好转，10 年 1 季度公司月均订单 2 亿美元以上，而 09 年月均订单只有 1 亿元，生产的恢复必将带来产能利用率的提升，因此我们认为未来公司毛利有望逐步上行，

图表 18：公司库存原材料走势



资料来源：公司资料 山西证券研究

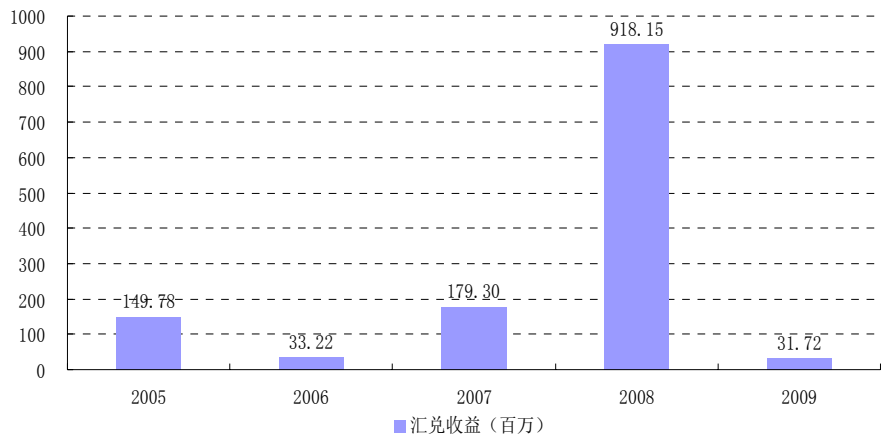
研发投入仍将保持，外汇管理良好

由于大力拓展海工产品，公司近两年的研发费用较大，08 年、09 年分别达到了 7.8 亿、9.35 亿元占当期管理费用的相当大的份额。我们认为未来公司的研发费用下降的可能性不大。公司在海工领域仍然有很大的拓展空间，而公司的经营策略也强调自主技术的研发与掌握，因此研发投入力度仍将保持。

公司 08 年的汇兑收益为公司带来了相当大的非经常性收益，对公司当期业绩起了影响很大，而且从历史财务数据来看，公司的一直保持了正的汇兑收益，这凸显了公司良好的外汇远期合约管理水平。因此，虽然未人

民币面临一定的升值压力，但公司这方面的财务风险不大。

图表 19：公司近年汇兑收益情况



资料来源：汽车工业信息网 山西证券研究

盈利预测及投资评级

我们认为公司 10 年主营收入的增长较为平淡，收入有可能较 09 年继续小幅下滑。我们判断的主要依据在于由于公司产品一般的生产周期为 8-14 个月，因此 10 年核算的收入主要是 09 年的订单，而 09 年订单是公司近年来的低谷。

我们认为公司目前传统港机业务已经处在恢复当中。虽然我们认为未来几年港机行业的需求主要依靠更新及大型新产品来维持，继续高速增长可能性不大，正常水平公司的增长应与行业同步。

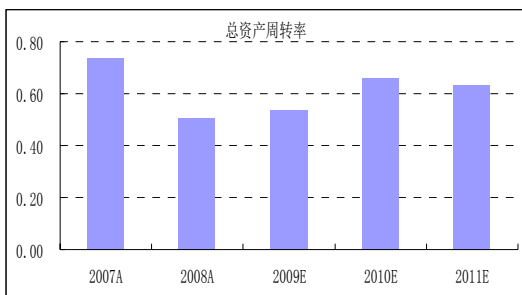
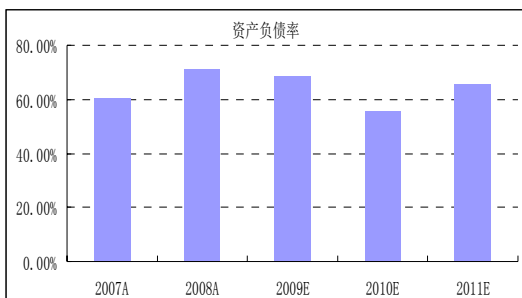
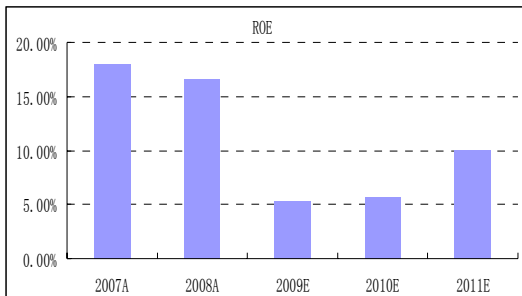
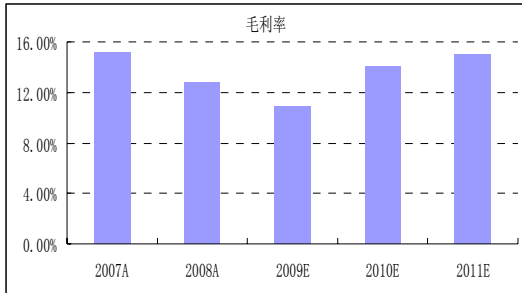
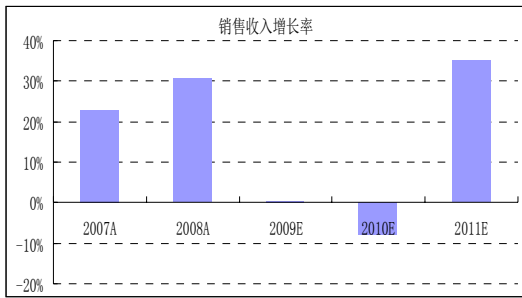
我们对公司新进入的海工产品领域十分看好，虽然资本市场对公司除去浮吊外的其他产品，如钻井平台等方面技术实力等表示怀疑，但通过和公司的交流，我们认为公司已经在这方面有了较大的技术储备。目前和国内主要竞争对手烟台莱福士、中国船舶重工等企业的差距不大，未来有可能获得更多的海工订单。

我们预计公司 10 年、11 年主营业务分别增长-13%，25%，毛利分别回升至 15%、17%。预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为：0.14、0.29。基于我们对公司未来的乐观预期，我们给予公司“买入”评级



财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	21005.47	27443.41	27564.12	23980.78	28776.94	34532.32
增长率(%)	22.86%	30.65%	0.44%	-13.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	2004.57	2551.06	839.85	623.54	1265.25	1701.30
增长率(%)	24.81%	27.26%	-67.08%	-25.76%	102.91%	34.46%
每股收益(EPS)	0.457	0.581	0.191	0.142	0.288	0.388
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.026	0.006	0.013	0.018
每股经营现金流	0.102	-1.124	0.128	3.392	-2.012	3.495
销售毛利率	15.11%	12.84%	10.82%	12.50%	14.00%	14.00%
销售净利率	9.58%	9.37%	2.83%	2.41%	4.08%	4.57%
净资产收益率(ROE)	18.04%	16.65%	5.31%	3.80%	7.18%	8.84%
投入资本回报率(ROIC)	23.90%	28.28%	5.21%	3.84%	6.89%	5.64%
市盈率(P/E)	15.11	11.87	36.07	48.58	23.94	17.81



报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27564.12	25358.99	34234.63	41081.56
减: 营业成本	24582.92	21808.73	29099.44	34919.32
营业税金及附加	41.17	37.88	51.14	61.36
营业费用	68.23	63.40	85.59	102.70
管理费用	1601.98	1394.74	1882.90	2259.49
财务费用	622.22	869.89	813.87	727.98
营业利润	563.11	1184.35	2301.69	3010.70
加: 其他非经营损益	201.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	764.35	1184.35	2301.69	3010.70
减: 所得税	-14.78	296.09	575.42	752.68
净利润	779.14	888.26	1726.27	2258.03
减: 少数股东损益	-60.72	-69.22	-134.53	-175.97
归属母公司股东净利润	839.85	957.48	1860.80	2434.00
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2342.05	253.59	342.35	730.30
应收和预付款项	8802.32	8328.15	14696.16	12933.02
存货	7558.85	-1258.78	9664.98	422.47
其他流动资产	11292.39	11292.39	11292.39	11292.39
长期股权投资	57.76	57.76	57.76	57.76
固定资产和在建工程	19057.76	17745.61	16333.45	14821.30
无形资产和开发支出	2231.11	1995.37	1759.63	1523.89
资产总计	51342.25	38414.10	54146.72	41781.13
短期借款	17736.46	3033.32	14779.42	0.00
应付和预收款项	4992.38	5931.27	8276.33	8543.05
长期借款	6035.60	6035.60	6035.60	6035.60
其他负债	6413.75	6405.22	6405.22	6405.22
负债合计	35178.20	21405.42	35496.58	20983.88
股本	4390.29	4390.29	4390.29	4390.29
资本公积	5525.37	5525.37	5525.37	5525.37
留存收益	5896.58	6810.43	8586.42	10909.50
归属母公司股东权益	15812.25	16726.09	18502.09	20825.16
少数股东权益	351.81	282.58	148.05	-27.91
股东权益合计	16164.05	17008.68	18650.14	20797.25
负债和股东权益合计	51342.25	38414.10	54146.72	41781.13
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	561.64	14536.73	-9758.67	17006.28
投资性现金净流量	-4074.25	-1008.53	-1000.00	-1000.00
筹资性现金净流量	1731.63	-15616.66	10847.42	-15618.32
现金流量净额	-1780.98	-2088.46	88.76	387.96

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。