

投资品 - 机械

业绩处于低谷，战略转型值得期待

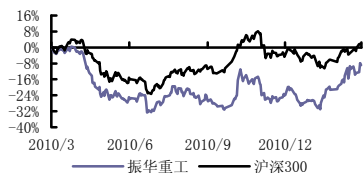
——振华重工（600320）2010 年年报点评

2011 年 3 月 10 日

评级： 增持

市场数据	2011 年 3 月 9 日
当前价格 (元)	8.26
52 周价格区间 (元)	6.11-9.22
总市值 (百万)	36263.83
流通市值 (百万)	28130.24
总股本 (百万股)	4390.29
流通股 (百万股)	3405.60
日均成交额 (百万)	145.71
近一月换手 (%)	27.05%
Beta (2 年)	
第一大股东	中国交通建设股份有限公司
公司网址	http://www.zpmc.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
振华重工	15.04%	20.06%	-10.41%
沪深 300	9.80%	6.90%	1.00%

赵晓闯

执业证书号: S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，赵晓闯，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	17116	20329	25027	30684
营收同比增长	-38%	19%	23%	40%
净利润 (百万元)	-695	592	1038	1754
净利润增长率%	-183%	85%	75%	69%
毛利率	3.0%	9.0%	10.8%	13.0%
ROE	-4.6%	3.7%	6.1%	9.4%
EPS (摊薄)	-0.16	0.13	0.24	0.4

- **业绩符合预期：营收及毛利率均大幅下滑。**2010 年公司实现营业收入 171.16 亿元，同比下降 37.9%；主营毛利率仅 2.88%，同比减少 8.17 个百分点；营业利润-8.64 亿元，同比下降 253.44%；净利润-6.95 亿元，同比下降 182.73%，实现每股收益为-0.16 元。公司盈利分配预案：不分配利润，也不进行资本公积金转增股本。
- **港口机械业务：量价齐跌。**集装箱起重设备营收下降 49%，毛利率仅 0.93%，同比减少 7.37 个百分点。**港机行业衰退：**2008 年达到行业景气顶峰后，金融危机通过全球贸易——港口集装箱——港口机械传导的滞后效应开始显现，近两年港口资本支出停滞，行业开始明显衰退。**公司港口机械业务大幅下滑的直接原因：**订单量大幅下降，合同价格下滑，消化高价库存钢。
- **海上重装及钢结构业务：公司战略转型的主要方向。**海工产品生产周期为 2-3 年相对较长，目前还处于之前下单高峰过后的订单消化期，加上金融危机影响海工相关企业资本开支，公司在 2010 年海工业务量不足，收入同比下滑 27.6%，毛利率也大幅减少 22 个百分点到 9.7%。由于海工及大型钢结构领域的前景及传统港机业务容量的有限性，战略转型成为公司目标，公司计划十二五末新型业务占比达到 50%。
- **发展趋势：期待港口机械复苏。**公司在 2010 年新签订单 30.46 亿美元，预期在 2011 年新签订单达 40 亿美元以上；随着出口贸易复苏通过港口传递到港口机械需求，合同价格也将回升；2010 年已消化大部分高价库存钢，2011 年的成本压力有所减缓。
- **盈利预测：**我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.13 元、0.24 元和 0.40 元。考虑到公司港口机械业务复苏预期，以及海上重工产品及钢结构业务的发展前景，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**传统港口机械业务复苏不确定；海工产品需求恢复缓慢，海上重工业务市场拓展不畅。

业绩亏损符合预期：营收及毛利率均大幅下滑

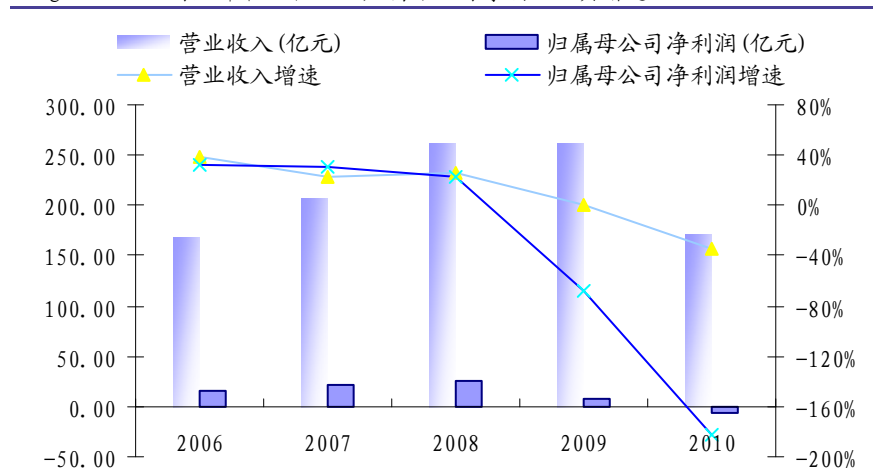
2010年公司实现营业收入171.16亿元，同比下降37.9%；主营毛利率仅2.88%，同比减少8.17个百分点；营业利润-8.64亿元，同比下降253.44%；净利润-6.95亿元，同比下降182.73%。实现的每股收益为-0.16元，而2009年实现每股收益为0.19元。

Figure 1 公司2010年主营业务收入及其毛利率变动情况

(百万元)	主营业务收入	同比变动	毛利率	同比变动
集装箱起重机	8,576.01	-49.21%	0.93%	减少7.37个百分点
散货机件	3,690.15	18.59%	-3.91%	减少6.10个百分点
海上重型装备	2,591.34	-28.70%	9.73%	减少22.13个百分点
钢结构	1,662.99	-43.67%	13.26%	增加3.04个百分点
船舶运输及其他	188.65	440.35%	38.55%	增加5.39个百分点
合计	16,709.15	37.23%	2.88%	减少8.17个百分点

数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 2 公司历年营业收入、归属母公司净利润及其增速



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

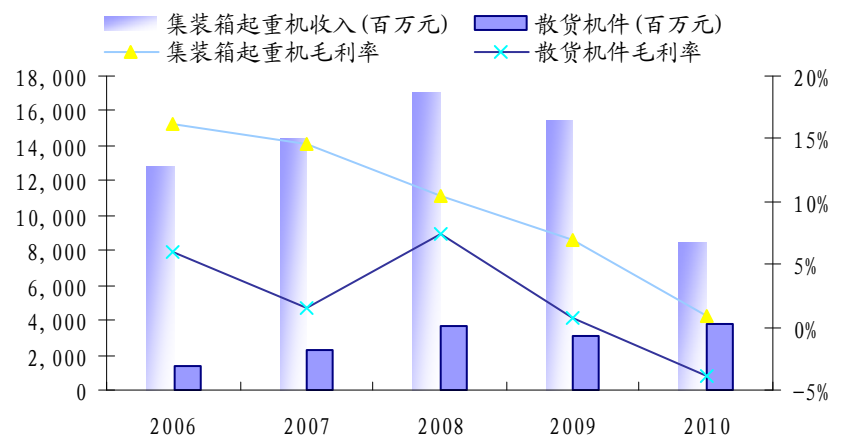
港口机械业务：量价齐跌

受金融危机滞后影响，行业不景气。公司传统的港口机械业务包括集装箱起重机及散货机件业务，公司在全球港口机械尤其岸桥市场占有率保持70%以上，已连续十年以上保持全球行业第一。但自2008年达到行业景气顶峰后，金融危机通过全球贸易——港口集装箱——港口机械传导的滞后效应开始显现，近两年港口资本支出停滞，行业开始明显衰退。

港口机械业务大幅下滑的直接原因：订单量大幅下降，合同价格下

滑，消化高价库存钢。(1) 从业务定单量上看，公司 2009 年新签订单仅约 17 亿美元（不含处于冻结状态的与西班牙 ADHK 签订的 22 亿美元海工产品订单），大幅下降 50% 以上；港口机械产品生产周期 8-14 个月，这样影响到 2010 年的业务量，导致产能闲置，生产任务不足。(2) 由于需求不足，订单合同价格也平均下降 15% 左右。(3) 2008 年公司大幅增加了钢材存货，后来随着钢价下跌，公司在 2010 年消化了大量高价库存钢材，生产成本压力较大。

Figure 3 公司港口机械业务历年收入及毛利率情况



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

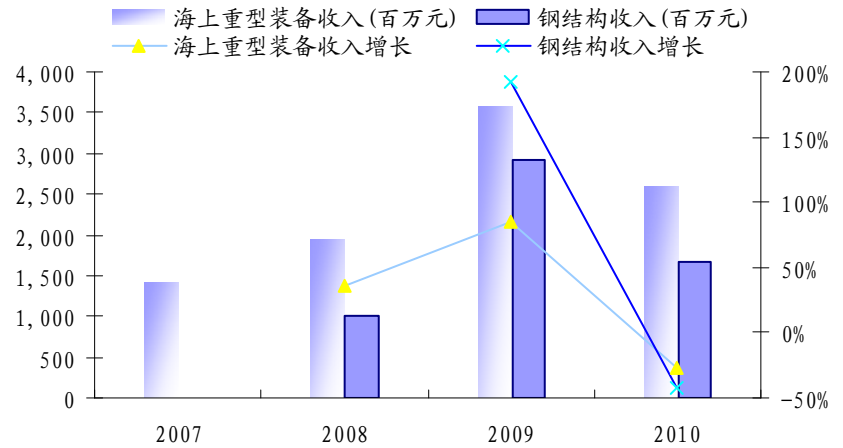
海上重装及钢结构业务：公司战略转型的主要的方向

海上重装业务业绩同样下滑，但这是公司转型的主要方向。海上重型装备业务是公司主要的战略转型方向，包括浮吊、铺管船和各种工程船、各种平台以及动力定位系统装置等。海工产品生产周期为 2-3 年相对较长，目前还处于之前下单高峰期过后的订单消化期，加上金融危机影响海工相关企业资本开支，致使公司在 2010 年海工业务量不足，收入同比下滑 27.6%。

公司在海工设备领域具备一定竞争优势。虽然进入海洋工程领域较晚，但由于具备重型机械相关产品的技术及生产经验，以及母公司 100% 股权收购美国著名海工装备设计公司 F&G 带来的协同效应，加上海洋工程领域本身高技术高资金壁垒，公司在该领域具备一定竞争优势。浮吊产品是公司优势产品，钻井平台可在 F&G 的设计能力协助下加强自己竞争实力。

钢结构产品主要应用于海上风电、大型桥梁及高铁雨棚等领域，在传统港机发展受限的背景下，同样是公司的转型方向。

Figure 4 公司海上重装及钢结构业务历年收入及增长情况



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

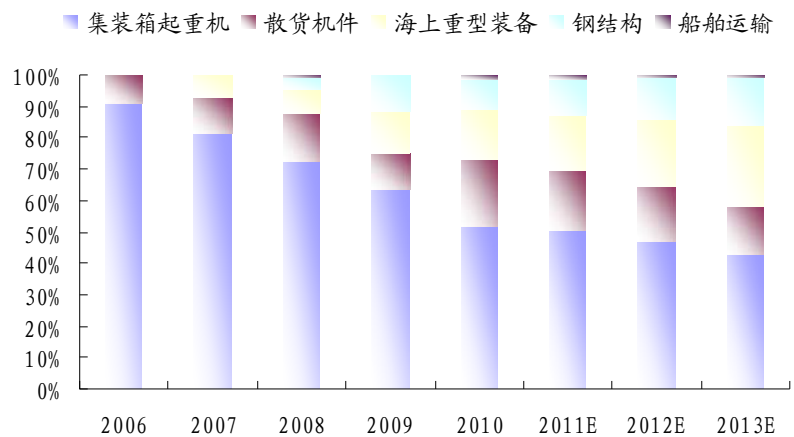
发展趋势：期待传统港机业务复苏，海工及钢构业务快速发展

期待港机业务复苏。公司在2010年新签订单30.46亿美元，预期在2011年新签订单达40亿美元以上。随着出口贸易复苏通过港口传递到港口机械，新签合同价格也将回升。2010年已消化大部分高价库存钢，2011年的成本压力有所减缓。公司港机业务可望进入恢复阶段，但回到2007、2008年时的高峰期，仍需一定过程。

海工领域是公司重点战略转型方向。公司已有生产交付浮吊、铺管船及各种工程船的经验，在F&G的协同效应下，进入自升式及半潜式平台可以期待。中海油在“十二五”期间计划新建设5000万吨的海洋石油产能，海洋工程装备总投资可达2500到3000亿元，未来几年对公司是一个进入快速发展期的机遇。

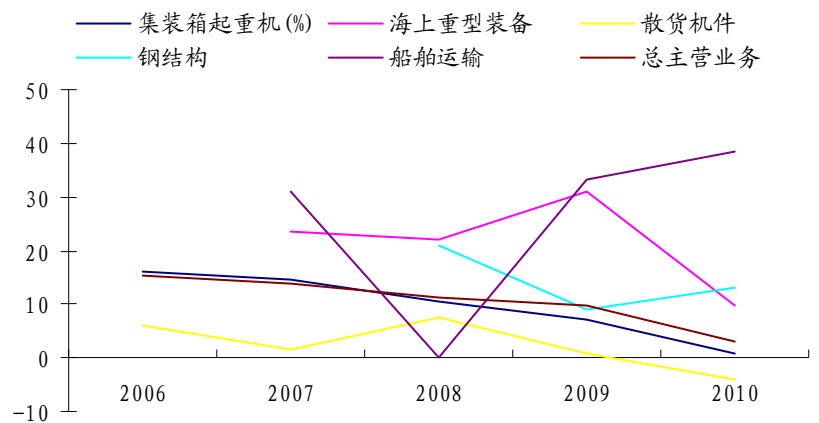
结构转型将使公司产品结构更加合理完善，并改善公司盈利能力。从2008年进入海工领域到2010年，海工及钢构业务占比已经达到约25%；由于海工产品毛利相对更高，随着公司战略转型深入，传统业务占比在“十二五”末降到50%以下，公司综合毛利也将会逐步改善。

Figure 5 公司产品结构变化情况



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 6 公司主营业务毛利率变化情况 (%)



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

由于高价库存钢材已消化大部分，加上新签合同价格回升，再考虑到公司业务结构改善，相对高毛利的海工及大型钢结构业务占比不断扩大，我们预计 2011-2013 年公司综合毛利率将逐步恢复为 8.96%、10.82% 和 12.99%，逐步改善。

Figure 7 公司各项业务毛利率情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
集装箱起重机	16.19	14.57	10.39	6.96	0.93	6.00	10.00	12.00
海上重型装备		23.37	22.11	30.85	9.73	20.00	23.00	25.00
散货机件	5.94	1.47	7.48	0.75	-3.91	3.00	5.00	5.00
钢结构			21.07	8.90	13.26	15.00	15.00	15.00
船舶运输		30.85	0.04	33.16	38.55	30.00	30.00	30.00
主营业务综合	15.29	13.75	11.13	9.74	2.88	8.96	10.82	12.99

数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

盈利预测

我们预测 2011-2013 年公司实现的营业收入分别为 203.29 亿元、250.27 亿元和 306.84 亿元；实现的净利润分别为 5.92 亿元、10.38 亿元和 17.54 亿元，实现的 EPS 分别为 0.13 元、0.24 元和 0.40 元。

Figure 8 公司主营业务收入预测 (单位: 万元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
集装箱起重机	15,327.67	16,878.12	19,010.75	16,641.73	8,576.01	10,291.21	11,834.89	13,018.38
散货机件	1,480.71	2,299.46	4,001.87	3,066.64	3,690.15	3,874.66	4,262.12	4,688.34
海上重型装备		1,418.91	1,931.02	3,581.76	2,591.34	3,627.88	5,441.81	8,162.72
钢结构			993.94	2,909.56	1,662.99	2,328.19	3,259.46	4,563.24
船舶运输		47.09	201.54	34.91	188.65	207.52	228.27	251.09
主营业务综合	16,808.38	20,643.58	26,139.12	26,234.60	16,709.14	20,329.45	25,026.56	30,683.78

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 9 公司 2011-2013 年盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	17116	20329	25027	30684
营业成本	16599	18507	22319	26699
营业税金及附加	28	30	38	47
营业费用	60	56	72	87
管理费用	902	847	1166	1534
财务费用	215	204	250	318
资产减值损失	220	102	106	131
公允价值变动收益	18	15	16	15
投资净收益	25	15	17	18
营业利润	-864	613	1108	1901
营业外收入	89	89	89	89
营业外支出	73	47	48	49
利润总额	-848	656	1149	1942
所得税	-135	50	87	148
净利润	-713	606	1062	1794
少数股东损益	-18	14	24	41
归属母公司净利润	-695	592	1038	1754
EBITDA	604	2149	2917	3988
EPS (元)	-0.16	0.13	0.24	0.40

数据来源: 世纪证券研究所

投资评级

根据我们的盈利预测,公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 61.2 和 34.9 倍,考虑到港口机械业务复苏预期,以及海上重工产品及大型钢结构业务的发展前景,给予公司“增持”评级。

风险提示: 传统港口机械业务复苏不确定;海工产品需求恢复缓慢,海上重工业务市场拓展不畅。

Figure 10 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	22892	22238	25134	27468	营业收入	17116	20329	25027	30684
现金	1336	7802	2432	4366	营业成本	16599	18507	22319	26699
应收账款	5715	5008	6394	8051	营业税金及附加	28	30	38	47
其他应收款	363	452	571	710	营业费用	60	56	72	87
预付账款	1320	2321	2977	3330	管理费用	902	847	1166	1534
存货	7164	6583	6617	6595	财务费用	215	204	250	318
其他流动资产	6994	72	6143	4415	资产减值损失	220	102	106	131
非流动资产	22396	23565	24325	24975	公允价值变动收益	18	15	16	15
长期投资	42	72	72	72	投资净收益	25	15	17	18
固定资产	14386	15992	17181	18027	营业利润	-864	613	1108	1901
无形资产	2384	2587	2615	2725	营业外收入	89	89	89	89
其他非流动资产	5583	4914	4457	4151	营业外支出	73	47	48	49
资产总计	45287	45803	49459	52442	利润总额	-848	656	1149	1942
流动负债	21635	20637	22921	23722	所得税	-135	50	87	148
短期借款	13198	13198	13198	13198	净利润	-713	606	1062	1794
应付账款	1908	1918	2450	3131	少数股东损益	-18	14	24	41
其他流动负债	6529	5520	7273	7393	归属母公司净利润	-695	592	1038	1754
非流动负债	8057	8950	9244	9617	EBITDA	604	2149	2917	3988
长期借款	5622	6478	6790	7154	EPS (元)	-0.16	0.13	0.24	0.40
其他非流动负债	2435	2473	2454	2463					
负债合计	29692	29587	32166	33339	主要财务比率				
少数股东权益	327	340	364	405	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	4390	4390	4390	4390	成长能力				
资本公积	5676	5676	5676	5676	营业收入	-37.9%	18.8%	23.1%	22.6%
留存收益	5202	5794	6832	8586	营业利润	-253.4%	-29.0%	80.7%	71.6%
归属母公司股东权益	15268	15875	16929	18698	归属于母公司净利润	-182.7%	-14.7%	75.2%	69.0%
负债和股东权益	45287	45803	49459	52442	获利能力				
					毛利率(%)	3.0%	9.0%	10.8%	13.0%
					净利率(%)	-4.1%	2.9%	4.1%	5.7%
					ROE(%)	-4.6%	3.7%	6.1%	9.4%
					ROIC(%)	-1.5%	2.3%	3.2%	5.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	65.6%	64.6%	65.0%	63.6%
					净负债比率(%)	69.72%	74.65%	69.78%	68.08%
					流动比率	1.06	1.08	1.10	1.16
					速动比率	0.72	0.75	0.80	0.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.45	0.53	0.60
					应收账款周转率	3	4	4	4
					应付账款周转率	7.41	9.68	10.22	9.57
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.16	0.13	0.24	0.40
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.77	-0.72	1.00
					每股净资产(最新摊薄)	3.48	3.62	3.86	4.26
					估值比率				
					P/E	-52.19	61.22	34.94	20.68
					P/B	2.38	2.28	2.14	1.94
					EV/EBITDA	96	27	20	15

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.