

# 振华重工 (600320) 覆盖报告

## 一带一路赢家，国企改革想象空间大

投资评级：买入（首次）

2016年12月23日

**核心观点：**振华重工是全球港机设备绝对龙头，其中核心产品岸桥市场全球占比逾80%。在航运、海工市场低迷的背景下，公司通过国内稳定的港机订单以及一带一路背景下，东南亚等新兴市场订单的增长，确保收入与业绩的稳定。而在国企改革大背景下，振华重工的国改预期具有丰富的想象空间。

首席证券分析师 陈显帆  
执业资格证书号：S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

研究助理 倪正洋  
[nizhy@dwzq.com.cn](mailto:nizhy@dwzq.com.cn)

18321162658

### 投资要点

■ **主营港机业务强势增长，护航公司业绩：**在航运、海工市场低迷的背景下，公司保持港机业务的强势增长，其中岸桥市场全球占比逾80%。国内部分，港口建设作为长期重要战略领域，一直备受各地政府关注，其建设规划多体现于历届政府工作计划中，尤其是近期重点发展的自动化码头需求旺盛，如厦门、青岛等自动化码头，国内港机业务始终保持坚挺；国外部分，欧洲、美国成熟市场，毛利率趋于稳定，而美国等地区工会强大，自动化设备难以推广，伴随着一带一路的发展，东南亚各国开始逐渐重视港口建设，上半年亚洲（非国内）市场收入增长29%，且对于这部分订单，公司议价能力较强，这也是今年上半年公司毛利率水平有所提升的重要原因。

■ **新增订单波动不大，海工装备深度调整：**今年上半年新签合同15.9亿美元，同比下降14.50%，其中港机新签合同12.14亿美元，同比下降12.91%；海工/钢构新签2.22亿美元，同比下降51.84%。港机业务本身盘子已经较大，历年波动不大，公司是由政府主导，小公司很难达到公司目前的规模化、集约化的生产，再者行业是个资金密集型、劳动力密集型、技术密集型的行业，现在小公司达不到这个实力水平，因此，公司市场占比将长期稳定保持高位。海工业务大幅下滑主要源于油价持续疲软。油价在低于60美金的情况下，海工业务几无盈利，短期内暂时看不出明显反弹迹象。海工装备处于深度调整期。公司开拓营收渠道，南京宁高BT项目已经收尾，此类项目将继续推进，钢结构业务板块以及船舶运输板块也为公司贡献一定业绩。

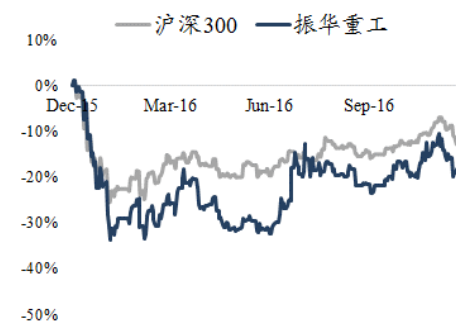
■ **一带一路与国企改革的真正受益者：**公司是一带一路的真正受益者，主要是港机业务随着一带一路推进，在东南亚地区顺利推进，加强推广港机设备。由于这些国家地区相关产业尚不成熟，公司议价能力强，毛利率水平高。上半年公司亚洲地区（除中国大陆）营收42.5亿元，同比增长28.7%，发展势头强劲。而国企改革方面，集团母公司中交集团是国企改革的试点企业，集团疏浚业务等优质资产丰富，此外，振华重工是A、B股的股本结构，在国企改革大背景下，公司整合预期想象空间大。公司有望成为一带一路与国企改革的双重受益者。

### 盈利预测与投资建议：

预计公司2016/2017/2018年营业收入243亿元/241亿元/248亿元，分别同比增长4%/-1%/3%；归母净利润2.16亿元/2.57亿元/3.81亿元，对应EPS为0.05、0.06、0.09元，对应PE分别为-102、85、58倍。基于公司在行业中绝对龙头地位、一带一路对于公司的带动作用、且集团优质资产较多，具备想象空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**混改进程低于预期、业绩受宏观经济影响。

### 股价走势



### 市场数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 收盘价（元）      | 5.00   |
| 市盈率（2015）   | 103.34 |
| 市净率（2015）   | 1.48   |
| 流通A股市值（百万元） | 13,842 |

### 基础数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 每股净资产（元）  | 3.39  |
| 资产负债率（%）  | 73.25 |
| 总股本（百万股）  | 4,390 |
| 流通A股（百万股） | 2,768 |

### 相关研究

中船防务 (600685): 受益于航母战斗群建设+国企改革双提速 2016.01.04

## 财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |                |                |                |                | 利润表 (百万元)        |                |                |                |                |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                    | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          |                  | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
| <b>流动资产</b>        | <b>28672.6</b> | <b>25719.2</b> | <b>25328.0</b> | <b>26326.7</b> | <b>营业收入</b>      | <b>23272.4</b> | <b>24311.5</b> | <b>24107.1</b> | <b>24857.7</b> |
| 现金                 | 2458.3         | 1850.0         | 1608.7         | 1608.7         | 营业成本             | 19717.3        | 20415.6        | 20329.5        | 21089.3        |
| 应收款项               | 4805.6         | 4904.0         | 4763.2         | 5019.6         | 营业税金及附加          | 24.6           | 83.2           | 77.0           | 63.6           |
| 存货                 | 5785.7         | 5252.6         | 5072.3         | 5625.4         | 营业费用             | 79.4           | 72.6           | 72.1           | 77.8           |
| 其他                 | 15623.0        | 13712.5        | 13883.8        | 14073.0        | 管理费用             | 1644.7         | 1866.7         | 1838.1         | 1881.3         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>30348.2</b> | <b>28892.3</b> | <b>26628.8</b> | <b>24208.0</b> | 财务费用             | 1532.9         | 1254.2         | 1084.2         | 859.4          |
| 长期股权投资             | 1597.1         | 1597.1         | 1597.1         | 1597.1         | 投资净收益            | 498.2          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 固定资产               | 19232.9        | 18159.0        | 16239.3        | 14127.8        | 其他               | -565.2         | -368.1         | -406.3         | -440.6         |
| 无形资产               | 3819.4         | 3437.5         | 3093.7         | 2784.4         | <b>营业利润</b>      | <b>206.7</b>   | <b>251.2</b>   | <b>299.8</b>   | <b>445.6</b>   |
| 其他                 | 5698.7         | 5698.7         | 5698.7         | 5698.7         | 营业外净收支           | 65.0           | 3.0            | 3.0            | 3.0            |
| <b>资产总计</b>        | <b>59020.8</b> | <b>54611.5</b> | <b>51956.8</b> | <b>50534.7</b> | <b>利润总额</b>      | <b>271.7</b>   | <b>254.2</b>   | <b>302.8</b>   | <b>448.6</b>   |
| <b>流动负债</b>        | <b>40056.7</b> | <b>32968.3</b> | <b>28750.8</b> | <b>25355.8</b> | 所得税费用            | 77.5           | 38.1           | 45.4           | 67.3           |
| 短期借款               | 25054.0        | 21382.7        | 16298.7        | 11717.6        | 少数股东损益           | -18.2          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 应付账款               | 7256.3         | 6102.6         | 6581.9         | 6964.4         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>212.4</b>   | <b>216.1</b>   | <b>257.4</b>   | <b>381.3</b>   |
| 其他                 | 7746.3         | 5482.9         | 5870.1         | 6673.8         | EBIT             | 1899.9         | 2255.4         | 2134.0         | 2055.0         |
| <b>非流动负债</b>       | <b>3177.4</b>  | <b>5694.6</b>  | <b>7064.3</b>  | <b>8751.1</b>  | EBITDA           | 3242.2         | 4433.3         | 4521.5         | 4541.3         |
| 长期借款               | 1761.9         | 3261.9         | 3461.9         | 3861.9         |                  |                |                |                |                |
| 其他                 | 1415.5         | 2432.7         | 3602.4         | 4889.2         | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2015</b>    | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   |
| <b>负债总计</b>        | <b>43234.1</b> | <b>38662.8</b> | <b>35815.1</b> | <b>34106.9</b> | 每股收益(元)          | 0.05           | 0.05           | 0.06           | 0.09           |
| 少数股东权益             | 917.1          | 917.1          | 917.1          | 917.1          | 每股净资产(元)         | 3.39           | 3.42           | 3.47           | 3.53           |
| 归属母公司股东权益          | 14869.6        | 15031.6        | 15224.7        | 15510.7        | 发行在外股份(百万股)      | 4390.3         | 4390.3         | 4390.3         | 4390.3         |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>59020.8</b> | <b>54611.5</b> | <b>51956.8</b> | <b>50534.7</b> | ROIC(%)          | 3.3%           | 5.0%           | 4.9%           | 5.4%           |
|                    |                |                |                |                | ROE(%)           | 1.4%           | 1.4%           | 1.7%           | 2.5%           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2015</b>    | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   | 毛利率(%)           | 15.2%          | 15.7%          | 15.4%          | 14.9%          |
| 经营活动现金流            | -1832.0        | -174.2         | 5581.0         | 5091.9         | EBIT Margin(%)   | 8.2%           | 9.3%           | 8.9%           | 8.3%           |
| 投资活动现金流            | 2565.6         | 1791.2         | -874.0         | -815.5         | 销售净利率(%)         | 0.9%           | 0.9%           | 1.1%           | 1.5%           |
| 筹资活动现金流            | -318.8         | -2225.3        | -4948.4        | -4276.4        | 资产负债率(%)         | 73.3%          | 70.8%          | 68.9%          | 67.5%          |
| 现金净增加额             | 455.6          | -608.3         | -241.3         | 0.0            | 收入增长率(%)         | -7.2%          | 4.5%           | -0.8%          | 3.1%           |
| 企业自由现金流            | 7516.8         | -57.8          | 5513.6         | 4891.8         | 净利润增长率(%)        | 7%             | 2%             | 19%            | 48%            |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>