

审慎推荐-A (上调)

振华重工 600320.SH

当前股价: 5.63 元

2017年03月29日

乘着一带一路和国企改革的东风

基础数据

上证综指	3242
总股本(万股)	439029
已上市流通股(万股)	276833
总市值(亿元)	239
流通市值(亿元)	151
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	1.3
资产负债率	73.9%
主要股东	中交建
主要股东持股比例	28.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	11	24
相对表现	7	7	13



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《振华港机(600320)-存在订单下降和存货跌价风险》2009-04-03
- 2、《振华港机(600320)-集装箱起重机业务已进入成熟期》2008-04-10
- 3、《振华港机(600320)-进军新业务领域 业绩平稳增长》2007-07-13

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

吴丹
wudan6@cmschina.com.cn

公司发布 2016 年报, 收入实现 243 亿元, 同比增长 5%, 归母净利 2.12 亿, 与 2015 年基本持平。随着全球经济及贸易的复苏, 公司传统业务盈利改善, 投资集团 PPP 项目开展顺利, 依托中国交建承接国内外大型基建项目, 充分受益于一带一路和 PPP 的两股强风, 叠加国企改革主题投资机会, 上调至审慎推荐-A 评级。

- **公司连续 18 年成为全球集装箱起重机龙头。**随着全球经济及贸易的复苏, 亚洲地区明显拉动国际销售增长, 公司重回增长轨道, 16 年收入实现 243 亿元, 同比增长 5%, 归母净利 2.12 亿, 基本持平。长期结构优化及汇率利于毛利提升, 但期间费用仍维持高位, 短期盈利弹性较为有限。
- **集中管理向专业化管理转变, 释放各板块活力。**六大集团各自发挥积极性, 港机在手订单略有增长, 未来业绩基本稳定。
- **海服毛利直线攀升。**BDI 指数反弹 50%, 国内进出口大超预期, 海服毛利直接攀升, 扩展海服范围, 未来专职承担海上服务业务, 业务范围包括运输、海洋工程服务、海上风电等等。
- **借集团之风, 投资业务发力。**依托中国交通建设集团, 公司与其旗下公司合作参与 PPP 项目, 累计金额 165.55 亿元, 依托中交风险较低, 利润足以覆盖成本, 净利可达 6% 以上。该业务现已为公司提供稳定的现金流。
- **国企改革的风在吹, 抓住主题投资机会。**公司控股股东中交集团被列为国企改革的试点企业, 振华重工作为装备类平台的上市公司, 存在资产注入的预期。
- **上调至“审慎推荐-A”投资评级。**公司连续 18 年在全球港机市场上占据着绝对龙头地位。随着全球经济及贸易的复苏, 公司传统业务盈利将明显改善, 加之投资集团 PPP 项目开展顺利, 依托中国交建承接国内外主要大型基建项目, 为公司持续补充稳定的现金流业务。我们预测 2017-2018 年净利润分别为 2.46 亿元、2.88 亿元, 对应 PE 分别为 100 倍、86 倍。充分受益于一带一路和 PPP 两股强风, 叠加国企改革主题投资机会, 上调至审慎推荐-A 评级。
- **风险提示:** 1) 全球经济下滑; 2) 贸易环境恶化; 3) 海工业务持续亏损。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23272	24348	25993	27419	28755
同比增长	-7%	5%	7%	5%	5%
营业利润(百万元)	207	316	381	460	584
同比增长	83%	53%	20%	21%	27%
净利润(百万元)	212	212	246	288	352
同比增长	7%	0%	16%	17%	22%
每股收益(元)	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08
PE	116.4	116.4	100.4	85.9	70.2
PB	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、全球港机绝对龙头 六集团战略提升整体竞争力	4
1、世界上最大的重型装备制造企业	4
2、重回增长轨道 结构优化及汇率利于毛利提升	5
3、集中管理→专业化管理 释放业务活力	7
二、港机缓慢复苏 一带一路加油 龙头受益	7
1、贸易回暖 港口集装箱复苏	7
2、一带一路和 PPP 加油!	9
3、港机全球市占率 18 联冠 地位稳固	12
三、海服毛利直线攀升	12
1、BDI 指数反弹 50% 国内进出口大超预期	12
2、公司海服毛利直接攀升 扩展海服范围	13
四、借集团之风 投资业务发力	14
五、国企改革的风在吹 抓住主题投资机会	15
六、估值与投资建议	16
1、主要业绩预测假设	16
2、估值与投资建议	17
3、风险因素分析	17
PE-PB Band	18

图表目录

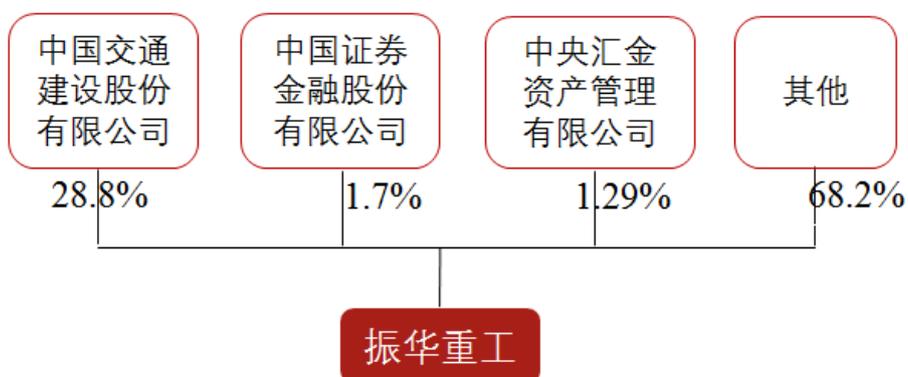
图 1: 振华重工股权结构图	4
图 2: 振华重工收入增长	6
图 3: 振华重工净利润增长	6
图 4: 振华重工 2016 年收入结构	7
图 5: 振华重工各业务毛利率变化	7
图 6: 全球港口集装箱运输 (万 TEU)	8
图 7: 世界银行预测:全球贸易实际增长率%	8
图 8: 全国万吨级以上港口泊位数量	8
图 9: 全国各万吨级以上港口泊位情况	8
图 10: 中国“一带一路”部分海外港口投资项目分布	11
图 11: 16 年前 9 月港口码头 PPP 推介项目投资额	11
图 12: 16 年前 9 月港口码头 PPP 推介项目数量	11
图 13: 主要国家及地区出口金额月度值 (百万美元)	13
图 14: 主要国家及地区进口金额月度值 (百万美元)	13
图 15: 中国进出口情况 (当月金额)	13
图 16: 中国出口集装箱运价指数 (周)	13
图 17: 振华重工船舶运输收入情况 (百万)	14
图 18: 振华重工船舶运输业务毛利率	14
图 19: 中交集团旗下主要资产	15
表 1: 振华重工主要产品图例	4
表 2: 中国“一带一路”部分海外港口投资项目	9
表 3: 振华重工主要 PPP 项目	14
表 4: 振华重工主要产品假设情况	16
附: 财务预测表	19

一、全球港机绝对龙头 六集团战略提升整体竞争力

1、世界上最大的重型装备制造企业

振华重工创始 1992 年，2000 年 12 月 21 日上市，是国有控股 A、B 股上市公司，控股股东为中国交通建设集团。振华重工是全国也是世界上最大的重型装备制造企业，其港机设备在全球占有绝对市场份额，连续 18 年成为全球集装箱起重机龙头。总部设于上海，并在上海本地及南通、江阴、张家港等地设有八个生产基地，目前产品销售至 97 个国家。

图 1：振华重工股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

公司目前主要产品为集装箱起重机、海工产品、大型钢结构、船运服务及其他配件。

表 1：振华重工主要产品图例

起重类-桥吊	起重类-门座式起重机
	
起重类-桥吊	起重类-自动化码头



海工-起重船



海工铺管船



钢架构-大型钢桥



钢架构-海工钢构



海服-远洋运输船



海服-浮吊



资料来源：公司官网、招商证券

2、重回增长轨道 结构优化及汇率利于毛利提升

重回增长轨道，结构优化及汇率利于毛利提升。2016 年公司实现收入 243 亿元，同比增长 5%；净利润 3.07 亿，同比增长 58%；归母净利 2.12 亿，基本持平，综合毛利率 18.89%，同比增加 3.7 个百分点。净利润增长较多主要来自毛利率上升的贡献，而毛

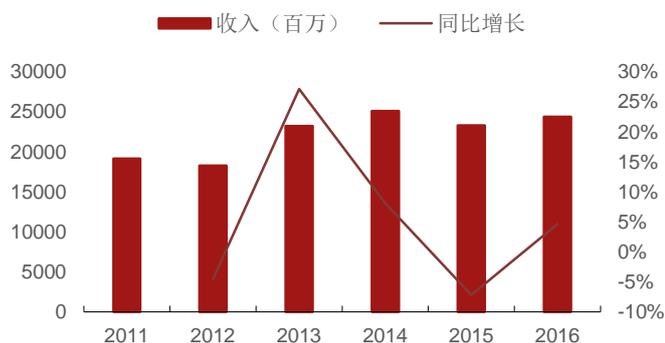
利率上升主要是因为全球码头有数字化升级趋势，高附加值产品增加，毛利率提升，集装箱起重机毛利已接近历史最高水平。另外，2016 年美元升值的趋势较为明显，采用套期保值对冲较少，也提升了毛利水平。

2016 年港机和海工明显分化。全球航运业处于缓慢复苏阶段，从细分市场看，港口机械行业需求维持正常水平，国内港口进入机构、资源深度整合期，发达国家对传统港机设备的需求趋于饱和，但码头自动化设备需求持续增加。公司港机市场业务刷新纪录，产品进入全球第 97 个国家和地区，岸桥产品全球市场份额创成立以来最高峰值，达 82%。公司全年收入为 170.8 亿，同比增长 14%，毛利率 23.5%，增长 3.8 个百分点，全年新签合同 26.17 亿美元；然而全球海上油气开发市场持续低迷，钻井平台、OSV（海工支持船）、OCV（海工作业船）等装备市场极其低迷，公司全年海工收入仅为 12.84 亿，同比骤降 67.8%，毛利仅为 0.4% 个百分点，海工业务短期之内难有回升，全年海工和钢结构新签合同额共计为 5.37 亿美元，同比下降 35%。

亚洲地区明显拉动国际销售增长。公司目前收入的 60% 以上都来自国际市场，2016 年国际收入 150.9 亿元，同比增长 2.32%，占收入 62%；国内大陆收入为 90.6 亿元，同比增长 9.51%。国外销售增长最快的地区为亚洲地区（除中国大陆）收入规模 87.7 亿元，同比增长 56%，毛利 15%；大洋洲也有 24.4% 的增长；但美洲地区则下降 63.5%，销售收入为 16.6 亿元。

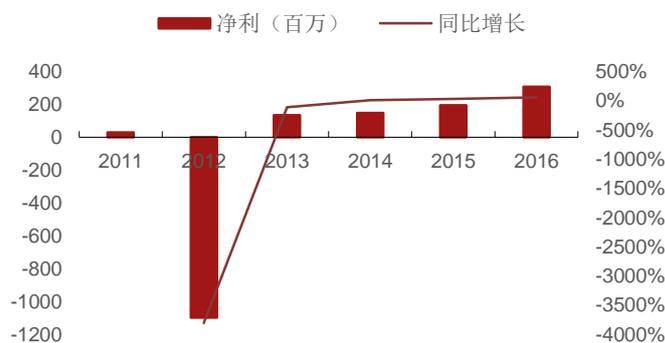
期间费用仍维持高位，盈利弹性较为有限。2016 年期间费用率为 12.6%，其中销售费用达 1 亿，同比增长 26.5%，因为公司该年度加大了对全球市场的开拓和营销力度；管理费用为 17.6 亿，同比增长 13.4%；财务费用有所下降，金额为 12.2 亿，同比下降 20.48%，下降较多部分原因为 16 年美元升值，汇总损失减少。公司属于重资产行业，资本负债率为 72.9%，短期借款 215 亿，长期借款为 39.25 亿元，利息费用居高不下。公司于 2016 年 10 月 28 日发行 2016 年度第一期超短期融资券，总金额 20 亿元人民币，利率为 3.2%，期限为 270 天，兑付日为 2017 年 7 月 28 日，到期一次性还本付息。尽管超短期融资券可以解决一部分紧急资金缺口问题，但总体财务压力较大，并在较长一段时间都将保持类似状态，短期盈利弹性较小。

图 2：振华重工收入增长



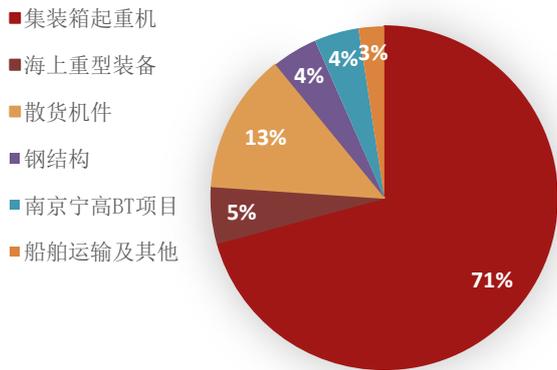
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：振华重工净利润增长



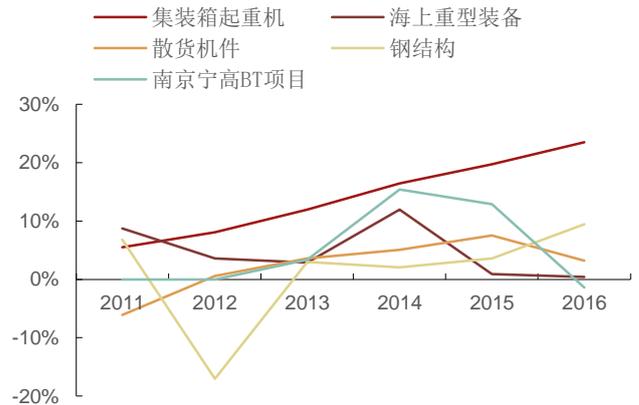
资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 振华重工 2016 年收入结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 振华重工各业务毛利率变化



资料来源: 公司公告、招商证券

3、集中管理→专业化管理 释放业务活力

集中管理向专业化管理转变, 释放各板块活力。公司以前产品较为单一, 主要以集中化管理理念为主, 随着业务领域的扩展, 在管理战略上也从集中化转向专业化, 各大板块业务单独设立集团, 六大集团专业化经营: **1) 港机集团**, 目前利润的主要来源; **2) 海工集团**, 收入占比 40%左右, 但经营压力较大; **3) 投资集团**, 主要承做 PPP 项目, 受益于当前 PPP 大热, 与控股股东中建建承做配套项目, 涉及领域主要是港口上下游, 也会涉及中建旗下如公路等其他业务; **4) 电气集团**, 目前收入规模不大。电气件在港机占比较大, 出于降低成本考虑及顺应国产化趋势, 公司已经成立了自己的品牌, 给公司自动化码头的控制系统做配套, 主要是做系统集成, 短期生产核心元器件还比较困难, 未来会往智能制造方面扩展, 也会考虑和电气供应商合作; **5) 海服集团**, 负责船舶运输及海上工程服务等; **6) 国际集团**, 承担售后服务任务, 目前在全球有 30 个多布局点, 主要给公司已售出的设备做维修及零件更换, 增加客户粘性, 同时也就近承接客户更新改造需求, 公司已经连接十八年是全球集装箱起重机的第一名, 存量设备数量巨大, 随着各类设备使用老化, 维修升级改造的需求必将逐步稳定释放。

港机略有增长, 未来业绩基本稳定。截止 2016 年底公司在手港机订单 26 亿、增长个位数; 海工和钢架构在手订单约 5-6 亿, 继续下降 30%左右。公司在全球港机的市占率已经到了绝对高位, 基本与行业增长相匹配, 随着全球贸易回暖、“一带一路”沿线港口规划拉动, 未来港机将保持小幅稳定增长状态; 海工板块与油价关联性较高, 油价目前仍未在 60 美元左右站企, 海工整体环境不容乐观; 投资集团中, PPP 项目在手订单为 120 亿, 项目平均期限 10 年左右, 每年贡献十几亿收入, 净利水平为 6-8%左右。受海工业务拖累, 公司短期业绩整体基本稳定, 按目前 PPP 接单情况, 未来该业务将贡献更多稳定利润, 而一旦油价继续反弹, 公司将明显受益。

二、港机缓慢复苏 一带一路加油 龙头受益

1、贸易回暖 港口集装箱复苏

全球贸易回暖, 港口集装箱复苏。世界银行预测, 随着主要经济体进入经济的回暖期,

全球贸易的实际增长率于 2016 年的 3.1% 将逐步回升至 2018 年 4.1% 左右，保持温和的上涨。根据上海国际航运研究中心发布的《2016 年第三季度全球港口发展报告》，三季度全球 GDP 较上季度增长 2.8%，受到金融市场波动回升、实体经济回暖以及大宗商品价格上涨等因素的影响，国际贸易需求较去年同期有回升趋势，港口总体上保持缓慢增长。随着新兴市场国家基础设施建设投入增加，全球大宗商品价格、工业活动和贸易环比均有所回升，全球主要港口集装箱吞吐量同比增长 2.22%，环比增长 2.74%。世界经济及贸易的回暖、国际贸易集装箱化率的提高将继续拉动全球集装箱专用码头建设，从而拉动世界港口机械需求保持平稳增长。

图 6: 全球港口集装箱运输 (万 TEU)



资料来源: wind、招商证券

图 7: 世界银行预测:全球贸易实际增长率%



资料来源: wind、招商证券

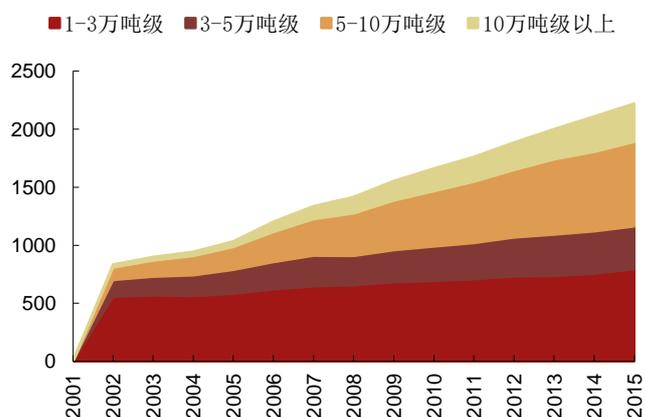
中国增速领先。2016 年前三季度中国港口集装箱吞吐量稳步增长，规模以上港口完成集装箱吞吐量 5650.43 万 TEU，同比增长 5.44%，增速较去年同期的 3.32% 上升 2.12 个百分点，负增长港口明显减少。截止 2015 年，全国万吨级以上港口泊位数量 2221 个，同比增长 5%，比“十一五”末增长 34%。其中高吨位的港口增长较快，10 万吨级以上港口为 331 个，比“十一五”末增长 68.9%；5-10 万吨级以上港口为 728 个，比“十一五”末增长 53%，反映船舶的大型化及港口集散效率提高的趋势。**2017 中国经济增速仍将达到 6.5% 左右，世界经济中心向亚太转移的趋势越来越明显，据亚洲开发银行预测，2017 年整个东南亚地区的经济增速将达到 4.8%，亚洲地区的销售收入增长是目前港机的主要增量点。**

图 8: 全国万吨级以上港口泊位数量



资料来源: wind、招商证券

图 9: 全国各万吨级以上港口泊位情况



资料来源: wind、招商证券

2、一带一路和 PPP 加油！

“一带一路”战略落地开花。“一带一路”沿线涉及亚、非、欧 65 个国家之间经贸往来水平的提高，离不开港口的建设和发展，摘录主要的港口投资项目如下（部分涉及军事战略安排等机密未做公开），沿线的港口投资，必将催生一系列对港机设备的需求。

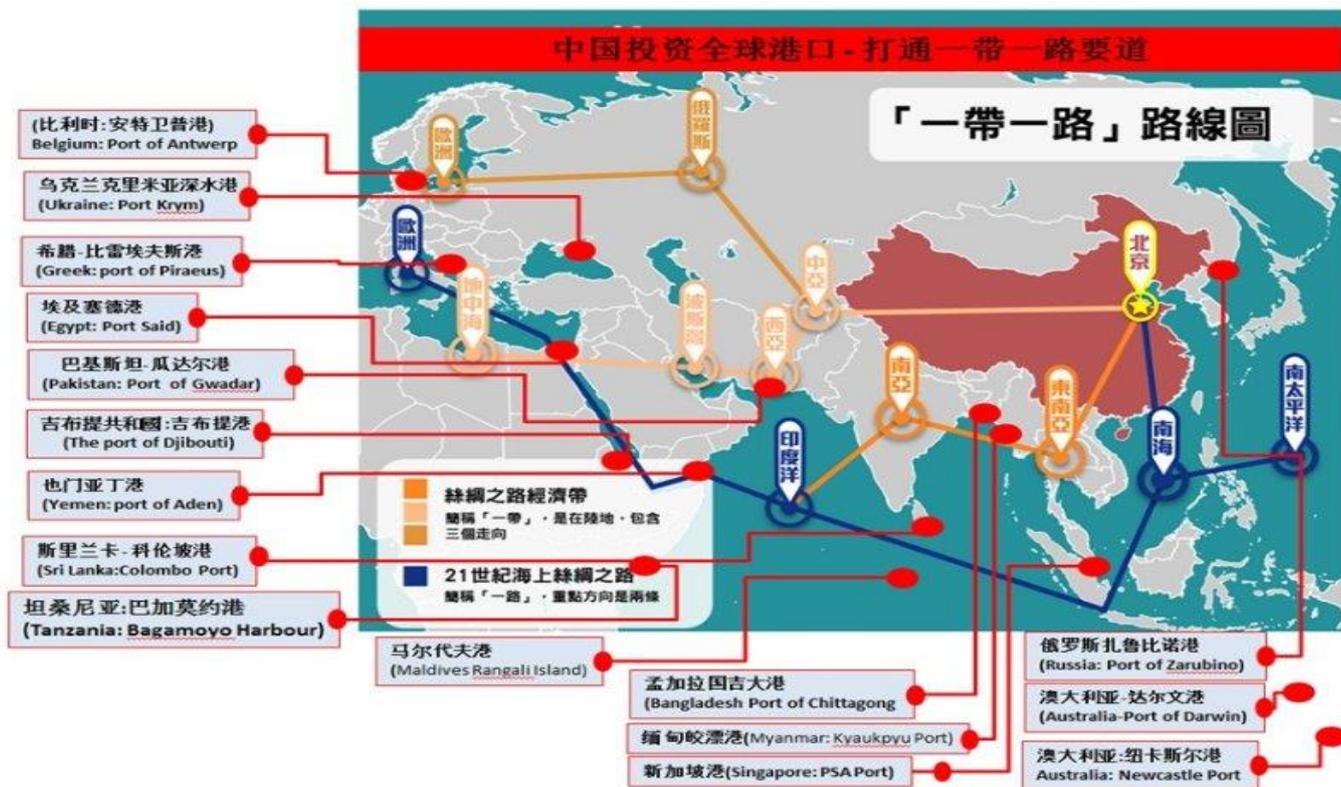
表 2: 中国“一带一路”部分海外港口投资项目

港口名称	投资项目	投资规模	配套项目	军事意义
柬埔寨 深水港	由天津优联投资发展集团承建	28 亿美元		距离南海只有数百公里距离
斯里兰卡 科伦坡港	科伦坡港城项目由中国交建集团和斯里兰卡港务局合作开发	一期投资 14 亿美元，后续将带动 130 亿美元左右的二级开发		斯里兰卡政府已经正式同意接受中国海军船只在科伦坡港的停靠与加油计划
巴基斯坦 瓜达尔港	巴方将把瓜达尔港 2231 亩土地租赁给中方，为期 43 年，用于建设（瓜达尔港）首个经济特区	一期工程总投资 2.48 亿美元，中方出资 1.98 亿美元	瓜达尔港自由区周边还将继续跟进配套基础设施，中国等投资附近的伊朗恰巴哈尔港油管通向瓜德尔区域。中国参建霍尔木兹海峡里的伊朗格什姆岛石油码头，首期租借油库十年。由该港从中东运油，运输路程将缩短 95%	印媒称瓜达尔港战略意义在于，中国将拥有一个不受美海军控制的石油供给港。此外，瓜达尔港还将成为中巴能源走廊的重要一环，将令中国西部获得急需的入海口。此外，北京还可借瓜达尔港在印度洋拥有机动能力
马来西亚 马六甲皇京深水港	中国电建集团 EPC 总承包的马来西亚马六甲皇京港深水补给码头	投资 80 亿马币	马六甲皇京港项目地处马六甲海峡战略位置，由 3 个人造岛和 1 个自然岛屿组成，占地 1366 英亩，计划总投资 800 亿马币	新加坡《海峡时报》称，马六甲海峡存在战略性因素，通常以经济活动开始，然后海军逐渐参与进来，因为中国有义务确保其商业船只的安全通行
伊朗 恰巴哈尔港	2013 年中国主动向伊朗提供 6000 万欧元（约合 4.83 亿元人民币），用于升级恰巴哈尔港		中国政府正在考虑伊朗关于投资伊朗-巴基斯坦输气管线的建议 2016 年决定在恰巴哈尔港建设一座核电站并与中国签署了协议	
吉布提 吉布提港	中国招商局国际有限公司与吉布提港口和自由贸易区管理局签订协议，以 1.85 亿美元收购吉布提港口 23.5% 的股份			为了远洋航行需求，同时为了打击索马里海盗活动的需要，吉布提港逐渐成为一个各国军舰补给的万国港，其中，中国护航编队一半以上的补给都要靠吉布提港
缅甸 皎漂港	中国中信集团与泰国正大、中国港湾、中国招商局集团、中国天津泰达、中国云南建工组成的跨国企业集团联合体中标皎漂特区的工业园和深水港项目	90 亿美元，第一阶段投资 32 亿美元	中缅油气管道的石油线起点就位于皎漂经济特区的马德岛，天然气起点在马德岛的下方某地。计划的中缅铁路的终点就位于皎漂经济特区	

港口名称	投资项目	投资规模	配套项目	军事意义
孟加拉国 吉大港	BBC 报道中国已经承诺设立一家投资基金专门对吉大港建设提供援助, 整个建设工程可能需要花费 90 亿美元		昆明至吉大港的铁路及公路	确保中国在台海及南中国海发生危机时敌人封锁马六甲海峡时中国战略物资的安全
巴哈马 北阿巴科岛新建港	由中国进出口银行提供优惠贷款、由中国港湾工程公司总承包新建的北阿巴科岛港口项目	预算金额 3900 万美元		
斯里兰卡 汉班托塔港		中国投资 15 亿美元	斯方拟将该港全部交由中国企业运营, 并把临港土地交由中方开发建设产业园	
埃及 塞德港	中远海运港口有限公司收购位于埃及塞得港的 Suez Canal Container Terminal S.A.E. 20% 股权			
坦桑尼亚 巴加莫约港	招商局国际投资 100 亿美元承建坦桑尼亚巴加莫约港项目		集散中心、开发区等一系列基础设施	来自中东和非洲的石油天然气商船可以通过巴加莫约港及瓜达尔港将货物通过铁路运输直接运抵中国, 绕开马六甲海峡, 打造中国的能源走廊
俄罗斯 扎鲁比诺大型 万能海港	招商局国际投资约 10 亿美元建设俄罗斯扎鲁比诺港			连接中俄两国通道的畅通, 将不仅有助于吉林省乃至中国东北地区的开发开放, 也有利于促进中国东北老工业基地振兴与俄罗斯远东大开发的融合联动, 从而促进图们江开发与东北亚地区的经贸合作
希腊 比雷埃夫斯港	中远集团以 3.685 亿欧元的价格从比雷埃夫斯港口管理局手中购得 67% 的股权, 中远集团将可以管理经营比雷埃夫斯港直至 2052 年	投资 2.94 亿欧元进行邮轮码头扩建、改善修船码头、新建滚装船码头多层存车库等一系列设施。	附属港区主要是油码头, 有输油管可供装卸石油使用。大船锚地水深达 40m 以上。本港自由贸易区建立于 1932 年, 面积已达 43 万平方米, 主要为仓储设施	《日本经济新闻》网站 1 月 13 日报道, 中国政府描绘的构想是将比雷埃夫斯港作为本国海军的补给基地来使用。首先是作为一带一路的支点基地来使用, 其次可用作军事基地。

资料来源: 互联网、招商证券

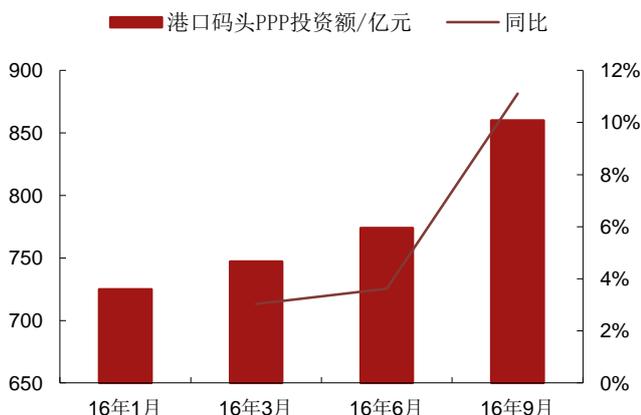
图 10: 中国“一带一路”部分海外港口投资项目分布



资料来源: 互联网、招商证券

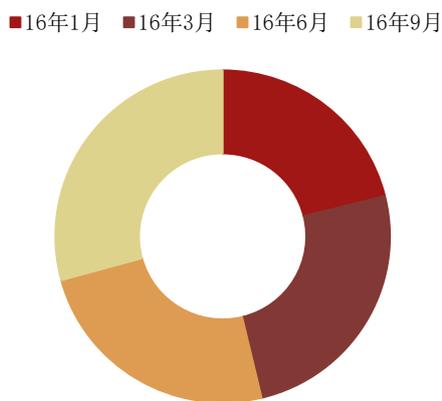
PPP 项目倾斜，港口码头建设继续加油！2016 年前 9 月财政部共推介港口码头项目共 147 个，批复投资总额达 3106 亿元。入库项目通常需要 1-2 年的时间进行投资方洽谈和资金安排，然后陆续启动。随着港口码头 PPP 项目的落地，未来将提供港机设备新增量需求。

图 11: 16 年前 9 月港口码头 PPP 推介项目投资额



资料来源: wind、招商证券

图 12: 16 年前 9 月港口码头 PPP 推介项目数量



资料来源: wind、招商证券

3、港机全球市占率 18 联冠 地位稳固

16 年全球岸桥市场份额 82%。公司的港机产品以集装箱起重机为主，根据英国权威杂志《World cargo news》的统计，自 1998 年起振华港机产品已连续 18 年占据全球集装箱起重机订单排名的第一位，2016 年公司在世界岸桥和场桥市场的市场份额是 82% 和 55% 左右，是自公司 1992 年成立以来的最高峰值。按 world cargo news 统计，2016 年龙门起重机交付量为 487 台以上，比 2015 年 495 台略有下降。公司国际竞争对手包括美国马尼托瓦克公司、日本多田野、加藤、神钢、日立、小松等；国内竞争对手包括三一重工、中联重科、徐工、大连重工、太原重工和沈阳三洋建筑机械。

汇率有利毛利提升，在手订单稳定。从历史情况来看，公司集装箱起重机毛利波动较大，2010 年毛利率仅为 0.9%，16 年毛利率为 23.5%，高于 2015 年的 19.7%。除了公司自动化码头订单增长结构优化提升之外，美元的升值也提升了毛利率。港机在 2007 年高峰期曾达到 190 亿元的水平，经济危机中的 2010 年则降至 86 亿元，2013 年恢复至 123 亿元。2015 年，集装箱起重机营业收入 150 亿，同比增加 3.24%，毛利率 19.70%；2016 年集装箱起重机实现 170.8 亿人民币的收入，折合约 26 亿美元，其中国内 11 亿美元，国外 15 亿美元，毛利达到 23.5% 的高峰。2016 年公司港口机械新签合同 26.17 亿美元，同比下降 20.46%；但跟踪订单规模 28 亿美元，有望签约在 20 亿美元左右。全球航运业处于缓慢复苏阶段，从细分市场看，港口机械行业需求维持正常水平，国内港口进入机构、资源深度整合期，发达国家对传统港机设备的需求趋于饱和，但码头自动化设备需求持续增加，整体比较稳定。

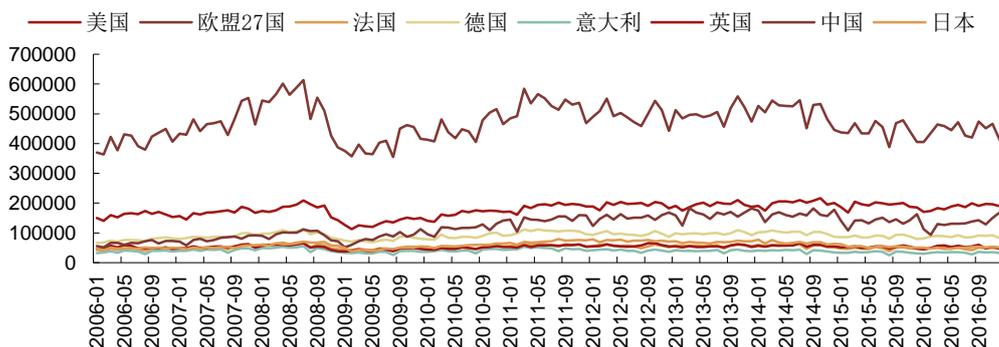
高端散货机件市占 80%，但市场稳定。除集装箱起重机外，公司还生产散货机件，散货装卸设备如装卸船机、斗轮堆取料机、环保型链斗卸船机等也居本行业前列。高端的产品能 80% 市占以上，但中低端产品由于技术壁垒不高比较分散。2015 年散货机件营业收入 20 亿，毛利率 7.5%，同比增长 2.46%，2016 年营收 31.55 亿，毛利率 3.18%，同比增长 56.7%，未来市场比较稳定。

三、海服毛利直线攀升

1、BDI 指数反弹 50% 国内进出口大超预期

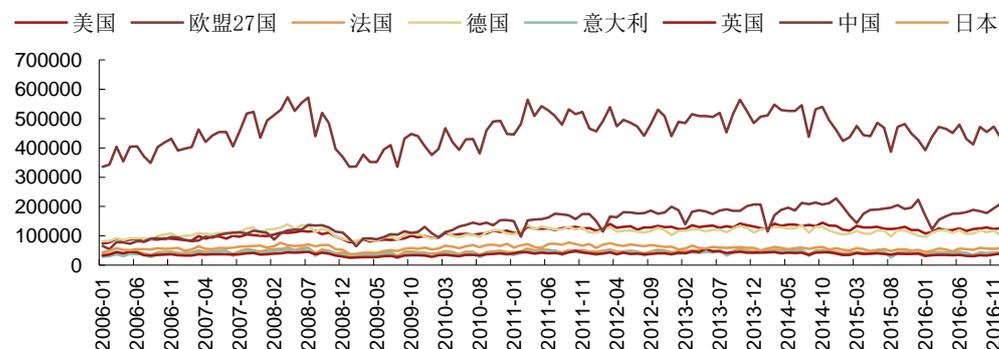
全球贸易回暖，BDI 指数较低点已反弹 50%，各国进出口回升。自 16 年下半年开始，海运已有明显回升，3 月 7 日最新的 BDI 指数已达 1033 点，是今年首次突破 1000 点，较年内最低点已上涨 50.8%。如我们前文已提及，世界银行预测，随着主要经济体进入经济的回暖期，全球贸易的实际增长率于 2016 年的 3.1% 将逐步回升至 2018 年 4.1% 左右，保持温和的上涨。

图 13: 主要国家及地区出口金额月度值 (百万美元)



资料来源: wind、招商证券

图 14: 主要国家及地区进口金额月度值 (百万美元)



资料来源: wind、招商证券

运价触底回升, 国内进出口超预期。中国出口集装箱运价指数自去年第二季度开始触底回升, 1月达到 865 的小高峰。2017 年前 2 月, 我国进出口总值达 3.89 万亿元人民币, 同比增长 20.6%。2 月单月全国进出口金额 1.71 万亿美元, 同比增长 21.9%, 创近四年来增速新高; 其中出口同比增长 4.2%, 进口同比增长 44.7%, 大幅超出市场预期。

图 15: 中国进出口情况 (当月金额)



资料来源: wind、招商证券

图 16: 中国出口集装箱运价指数 (周)



资料来源: wind、招商证券

2、公司海服毛利直接攀升 扩展海服范围

公司自 2009 年开拓船舶海运业务, 至今共拥有船只 20 余艘。经营最多的时候有 28 艘船, 因为有些旧船逐步淘汰更换, 目前正常运营船只在 20-23 艘左右。公司目前通过改

造和外购的半潜船 3-5 艘，需求和日常运营最好，主要运输重型装备，除了给自身重型装备配套之外，也给外接订单。半潜船属于寡头垄断市场，主要竞争对手包括荷兰 DOCKWISE、挪威 OCEAN HEAVYLIFT(OHT)公司、荷兰 ROLLDOCK 等，运力前 4 控制全球半潜船运力的 80%左右。

运价上涨，毛利攀升。公司船舶运输对内是内部结算，利润很薄，只有对外接单是市场价，目前总体是盈亏平衡。但随着国际运价的回升，公司的毛利也直线攀升。2015 年营业收入 6.8 亿，毛利率 45%，同比 14.67%；2016 年营收 5.8 亿，毛利率 71.34%，同比增加 26.65 个百分点，大幅提高了该项业务的盈利水平。除了在常规船舶运输业务之外，公司目前成立了海服集团，未来专职承担海上服务业务，业务范围包括运输、海洋工程服务、海上风电等等。

图 17: 振华重工船舶运输收入情况 (百万)



资料来源: wind、招商证券

图 18: 振华重工船舶运输业务毛利率



资料来源: wind、招商证券

四、借集团之风 投资业务发力

2013 年公司中标南京宁高 BT 项目，开辟了公司进入投融资市场序幕。2013 年 5 月 30 号中标南京至高淳新通道工程及宁高城际轨道交通二期（跨湖段）工程项目，项目金额为约 59.188 亿元，该项目建设期约 2 年，回购期 2.5 年，回购比例按 40%、30%、30%。该项目开启了公司进入投融资市场的序幕。BT 项目全称是 Build-and-Transfer，公司主参与施工不参与运营，在项目公司做主导。该项目从 2013 年开始实现收入，2015 年营收 5.14 亿，毛利率 12.91%，2016H1 营收 3.23 亿，现在已经基本收回。

借集团之风，陆续签订 PPP 项目。依托中国交通建设集团，公司与其旗下公司合作参与 PPP 项目。自 2015 年 9 月以来已累计公告 PPP 项目订单达 165.55 亿元（详细列表如下），16 年 PPP 投资建设项目新签合同额 100.21 亿人民币。在 PPP 项目中，公司主要承担资金方，也销售部分设备。PPP 项目依托中交风险较低，利润足以覆盖成本，净利可达 6%以上。该业务现已为公司提供稳定的现金流，公司成立了投资集团，投融资业务还会继续开拓，主要与中交建底下公路、港湾合作，领域还会继续扩大。

表 3: 振华重工主要 PPP 项目

公告时间	合同金额/亿	项目内容	关联方
2017/1/24	27	东明县核心区棚户区改造安置房及配套设施建设项目	中交水运规划设计院有限公司、中交第三公路工程局有限公司、中交第四公路工程局有限公司
2016/12/27	20	湘潭下摄司经易俗河至花石公路一期工程	中交第三公路工程局有限公司、中交公路规划设计院有限公司

2016/7/2	28.55	淮安市淮阴港区城东作业区、交通基础设施	中交华东投资有限公司、中交第三航务工程局有限公司、中交第一公路勘察设计研究院有限公司
2016/7/2	70	镇江市高校园区生活 配套及基础设施综合投资建设项目	中交第二航务工程局有限公司、中交华东投资有限公司、中交公路规划设计院有限公司
2015/9/1	20	江苏启东吕四港区环抱式港池	中交天津航道局有限公司

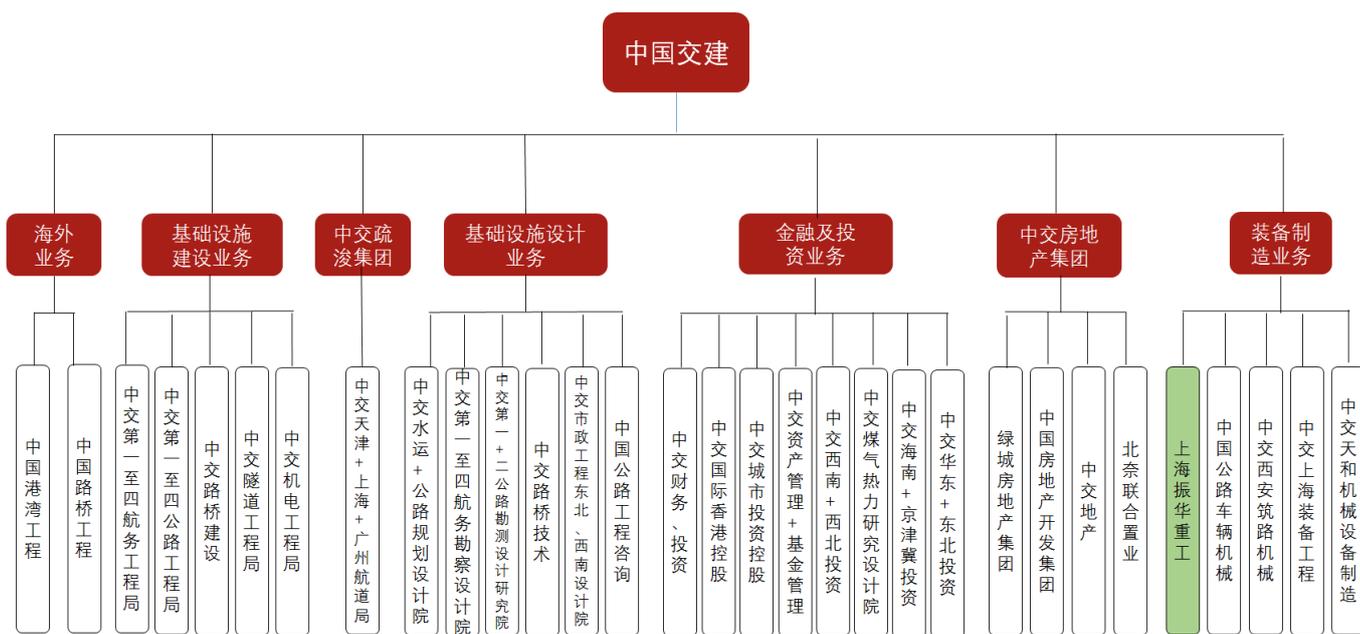
合计 165.55 亿元

资料来源：公司官网、招商证券

五、国企改革的风在吹 抓住主题投资机会

截止去年底，国务院国企改革领导小组直接组织开展的“十项改革试点”，国资委承担的八项试点工作已全面铺开，其中两类公司试点企业合计已达 10 家，包括神华集团、宝武集团、中国五矿、招商局集团、中交集团、保利集团等 6 家企业作为国有资本投资公司试点单位。公司控股股东中交集团被列为国企改革的试点企业，其业务涵盖基础设施建设、基础设计、疏浚、金融与装备制造，是全球领先的特大型基础设施综合服务商。本次政府工作会议，李克总理指出国有企业要深化混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。

图 19：中交集团旗下主要资产



资料来源：公司公告、招商证券

作为全球领先的特大型基础设施综合服务商，中交建旗下的业务大概率往平台化的方面发展。振华重工作为装备类平台的上市公司，存在资产注入的预期。目前集团装备板块还有中交西安筑路机械、中交上海装备、中交天和机械设备。

中交西安筑路机械是国内领先国际知名的专业筑养路机械研发制造企业，是我国沥青搅拌设备的领先制造商、摊铺设备的主要制造商和道路养护设备的先进制造商。2015 年净利 4210 万元，2016H1 亏损 2027 万元。就目前国内基建和 PPP 建设两股强风，筑路机械将受益。

中交上海装备成立于 1998 年初，依托中交集团总公司的优势，主要从事国内外各类大

型工程船舶、港口机械的设计、制造、安装的总承包，同时中交上海装备还从事通讯与计算机系统开发和集成、交通工程的总承包。主要产品包括起重船、散货运输船、转载船等，2015 年净利 2153 万元，2016H1 净利 830 万元，与公司的海服业务协同性较高。

中交天和机械设备制造主要从事盾构机和海洋船舶的设计与制造，以及提供交通基础设施建设和管理领域的一体化服务，业务涉及公路工程、市政工程、轨道交通工程等领域。主营产品为盾构机、船舶业务、交通工程管养、隧道施工。

六、估值与投资建议

1、主要业绩预测假设

- (1) 集装箱保持平稳增长；
- (2) 海工产品下降趋势放缓；
- (3) 受益基建，散货机件及钢结构重回增长；
- (4) 船舶运输平稳增长；
- (5) PPP 项目增长较快；

表 4：振华重工主要产品假设情况

营业收入（百万）	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
集装箱起重机械	12264.47	12295.04	14994.52	17082.39	12264.47	12295.04
海上重型装备	4234.17	4984.47	3985.41	1284.87	4234.17	4984.47
散货机件	3063.02	3597.17	2013.37	3154.98	3063.02	3597.17
钢结构	872.32	852.13	826.18	1035.83	872.32	852.13
南京宁高 BT 项目	2191.45	2885.49	514.07	1005.09	2191.45	2885.49
船舶运输	296.81	267.70	680.78	580.23	296.81	267.70
其他	279.33	187.42	258.08	204.70	279.33	187.42
收入合计	23201.56	25069.42	23272.40	24348.09	23201.56	25069.42
收入增长率	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
集装箱起重机械	15.0%	0.2%	22.0%	13.9%	7.0%	3.0%
海上重型装备	22.4%	17.7%	-20.0%	-67.8%	-30.0%	10.0%
散货机件	5.4%	17.4%	-44.0%	56.7%	20.0%	15.0%
钢结构		-2.3%	-3.0%	25.4%	10.0%	10.0%
南京宁高 BT 项目			-82.2%	95.5%	5.0%	5.0%
船舶运输			154.3%	-14.8%	5.0%	5.0%
其他	-18.8%	-32.9%	37.7%	-20.7%	10.0%	10.0%
综合增长率	27.1%	8.1%	-7.2%	4.6%	6.8%	5.5%
毛利率	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
集装箱起重机械	12.0%	16.5%	19.7%	23.5%	22.5%	22.2%
海上重型装备	2.9%	12.0%	0.9%	0.4%	1.0%	6.0%
散货机件	3.6%	5.0%	7.5%	3.2%	4.0%	5.5%
钢结构	3.0%	2.0%	3.6%	9.4%	10.0%	11.0%
南京宁高 BT 项目	3.4%	15.4%	12.9%	-1.4%	12.0%	12.0%
船舶运输	4.3%	30.6%	44.7%	71.3%	70.0%	60.0%
其他	-17.2%	12.7%	5.4%	1.4%	5.0%	8.0%
综合毛利率	7.6%	13.4%	15.3%	19.0%	19.0%	18.8%

数据来源：Wind，招商证券

2、估值与投资建议

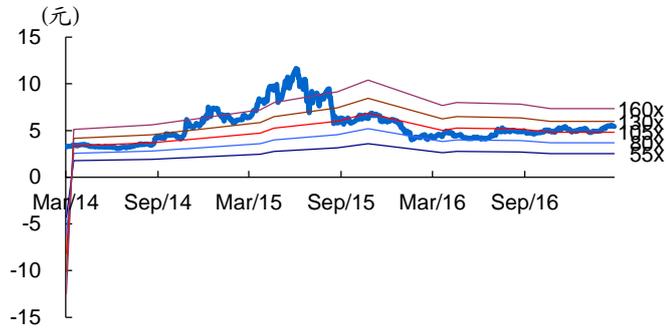
公司连续 18 年在全球港机市场上占据着绝对龙头地位，成为全球最具竞争力的重型设备制造商之一。在过去的 25 年里，公司扎根于自身绝对的产品优势，由纯粹的港机设备制造商横向拓展至六大业务集团竞相发展。随着全球经济及贸易的复苏，公司传统业务盈利将明显改善，加之投资集团 PPP 项目开展顺利，依托中国交建承接国内外主要大型基建项目，充分受益于一带一路和 PPP 的两股强风，为公司持续补充稳定的现金流业务。我们预测公司 2017-2018 年净利润分别为 2.46 亿元、2.88 亿元，对应 PE 分别为 100 倍、86 倍。公司充分受益于一带一路和 PPP 两股强风，叠加国企改革主题投资机会，上调至审慎推荐-A 评级。

3、风险因素分析

- 1) 全球经济下滑；
- 2) 贸易环境恶化；
- 3) 油价下降，海工业务持续亏损。

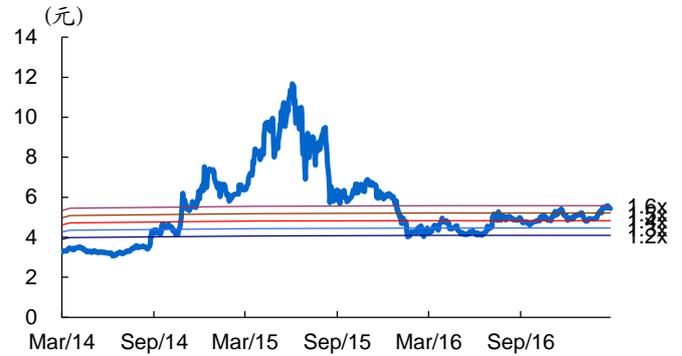
PE-PB Band

图 20: 振华重工历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 21: 振华重工历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《振华港机(600320)-存在订单下降和存货跌价风险》2009-04-03
- 2、《振华港机(600320)-集装箱起重机业务已进入成熟期》2008-04-10
- 3、《振华港机(600320)- 进军新业务领域 业绩平稳增长》2007-07-13
- 4、《振华港机(600320)- 主业平稳增长 公允价值评估收益贡献大》2007-04-06
- 5、《振华港机(600320)- 06 年业绩大幅增长 估值依然偏低》2007-03-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	28673	29586	30738	32642	34480
现金	2458	3597	3031	3388	3776
交易性投资	1	5	5	5	5
应收票据	243	297	317	334	351
应收款项	3895	4231	4495	4742	4973
其它应收款	668	737	786	829	870
存货	5786	6776	7219	7639	8033
其他	15622	13944	14885	15705	16473
非流动资产	30348	31238	29802	28461	27231
长期股权投资	1597	2201	2201	2201	2201
固定资产	15656	15023	13964	12961	12036
无形资产	3819	3744	3370	3033	2730
其他	9276	10269	10267	10265	10264
资产总计	59021	60824	60540	61103	61711
流动负债	40057	37889	37248	37396	37581
短期借款	18217	21486	20724	20013	19393
应付账款	5471	5103	5443	5760	6057
预收账款	424	293	312	331	348
其他	15945	11007	10769	11292	11784
长期负债	3177	6448	6448	6448	6448
长期借款	1762	3925	3925	3925	3925
其他	1415	2523	2523	2523	2523
负债合计	43234	44337	43696	43844	44029
股本	4390	4390	4390	4390	4390
资本公积金	5735	5849	5849	5849	5849
留存收益	4745	4957	5203	5491	5757
少数股东权益	917	1290	1400	1529	1686
归属于母公司所有者权益	14870	15197	15443	15730	15996
负债及权益合计	59021	60824	60540	61103	61711

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(1832)	1658	2295	2348	2327
净利润	212	212	246	288	352
折旧摊销	1342	1285	1537	1417	1306
财务费用	1753	1256	1347	1351	1305
投资收益	(498)	(119)	(147)	(147)	(147)
营运资金变动	(4651)	(996)	(799)	(690)	(647)
其它	10	20	111	129	158
投资活动现金流	2566	(726)	(100)	(75)	(75)
资本支出	(2069)	(1157)	(100)	(75)	(75)
其他投资	4634	431	0	0	0
筹资活动现金流	(319)	152	(2761)	(1915)	(1864)
借款变动	3824	36	(1561)	(711)	(620)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(128)	115	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	(86)
其他	(4015)	1	(1200)	(1204)	(1158)
现金净增加额	415	1085	(567)	358	388

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23272	24348	25993	27419	28755
营业成本	19717	19728	21041	22266	23415
营业税金及附加	25	152	162	171	180
营业费用	79	100	109	115	121
管理费用	1551	1759	1878	1981	2077
财务费用	1533	1219	1347	1351	1305
资产减值损失	637	1221	1221	1221	1221
公允价值变动收益	(21)	29	29	29	29
投资收益	498	119	119	119	119
营业利润	207	316	381	460	584
营业外收入	71	64	64	64	64
营业外支出	6	11	11	11	11
利润总额	272	369	434	513	637
所得税	78	62	77	97	127
净利润	194	307	356	416	509
少数股东损益	(18)	95	110	129	157
归属于母公司净利润	212	212	246	288	352
EPS (元)	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-7%	5%	7%	5%	5%
营业利润	83%	53%	20%	21%	27%
净利润	7%	0%	16%	17%	22%
获利能力					
毛利率	15.3%	19.0%	19.0%	18.8%	18.6%
净利率	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%
ROE	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%	2.2%
ROIC	5.5%	2.7%	3.1%	3.3%	3.5%
偿债能力					
资产负债率	73.3%	72.9%	72.2%	71.8%	71.3%
净负债比率	45.4%	43.1%	40.7%	39.2%	37.8%
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	3.9	3.1	3.0	3.0	3.0
应收帐款周转率	6.2	6.0	6.0	5.9	5.9
应付帐款周转率	3.9	3.7	4.0	4.0	4.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08
每股经营现金	-0.42	0.38	0.52	0.53	0.53
每股净资产	3.39	3.46	3.52	3.58	3.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.02	0.02
估值比率					
PE	116.4	116.4	100.4	85.9	70.2
PB	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.3	10.2	8.5	8.6	8.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

吴丹，北京大学西方经济学硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。