

中游复苏专题——积极配置出口复苏链条：集装箱、港机、船舶行业

2017年2月21日

投资评级：增持（维持）

事件：

投资要点

■ 1月出口大超预期，势头有望延续

海关总署数据显示，2017年1月，全国进出口金额3142亿美元，同比+11.4%，创近四年来增速新高；其中出口同比+7.9%，预期3.2%，进口同比+16.7%，预期10%，均大超预期。我们认为，外需和内需均出现改善，尤其全球经济复苏和人民币贬值的驱动因素下，外需势头强劲，促使进出口强势复苏，且势头有望延续。

■ 集装箱、港机与出口增速高度相关，出口回暖带动行业复苏

作为行业龙头企业，中集集团和振华重工在主体产品的市占率均逾50%，历史数据显示，这两家龙头公司收入与出口有强相关性，高度协同，2002、2012年出口疲软，两家企业营收大幅下滑，而2004、2011年出口强势，企业相应营收反弹明显。近期出口回暖将带动中集与振华的收入水平取得较大改善。

■ 集装箱、港口出口改善业绩逐渐获得微观验证

1月19日，我们发布报告看好2017年集装箱回暖的观点得到验证，2017年1季度，集装箱价格已经由2016年底的1600美元提升至1800美元以上，且3月底标准干箱单价已经突破2000美元。集装箱行业周期复苏确认；港机领域，振华重工2016年东南亚地区订单增速、毛利率水平均领先全球，托底公司业绩。

■ 船舶板块：2016年近20年最底部，2017年开始复苏

2016年全球新接订单下降72%，遭遇近15年最差情况，以跌入谷底。而2017年我们判断行业将迎来反弹，三大船型：集装箱船在出口复苏带动下需求回升、干散货船有望在铁矿石价格反弹驱动下需求回升、油轮也有望在油价反弹驱动下需求回升，同时目前BDI指数企稳，船舶板块复苏将得到确认。

■ 船舶行业产能深度出清，2017年将受益供给侧改革和国企改革

继钢铁、煤炭之后，船舶工业由于产能严重过剩，企业经营环境恶劣，被国家列为2017年供给侧改革重点处置领域。近几年，行业进行深度出清，而央企间的整合也是过剩产能行业发展趋势，不排除集团之间的整合重组，消化整合过剩民船产能，提升产能不足的非民船产能。同时，通过国企改革，提升公司的经营水平，相关公司ROE有望实现改善。

■ 投资建议：

出口复苏、国企改革和一带一路三大驱动因素下，行业龙头公司的盈利水平将持续得到改善，PB水平也将持续提升。持续强烈推荐受益出口复苏的集装箱、港机、船舶行业龙头企业：【中集集团】、【振华重工】、【中国船舶】，PB水平分别为1.8、1.6和2.4倍，按照PB改善的投资逻辑，短期目标价给予20%空间。我们将密切关注复苏力度和盈利改善程度，按照历史估值水平，如需求复苏超预期股价弹性巨大。其余关注中国重工、中船防务、亚星锚链、天海防务。详见深度、系列产业链调研报告。

■ 风险提示：宏观经济复苏不及预期、混改进程低于预期、产业出清进度低于预期。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

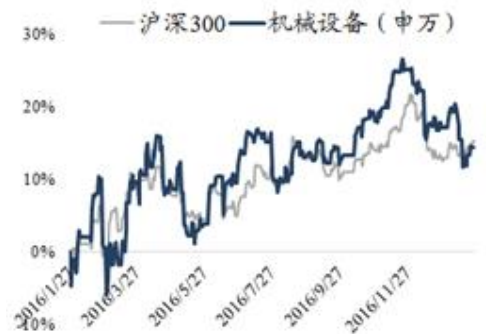
chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋

nizhy@dwzq.com.cn

18321162658

股价走势



相关研究

中国船舶：中船集团核心民品平台，混改预期与船舶工业回暖双线推进

中集集团：看好2017年集装箱业务回暖
振华重工：一带一路赢家，国改想象空间大

亚星锚链：锚链行业绝对龙头，未来看好海工业务

天海防务：坚定军民融合路线

一：1 月出口大超预期，势头有望延续

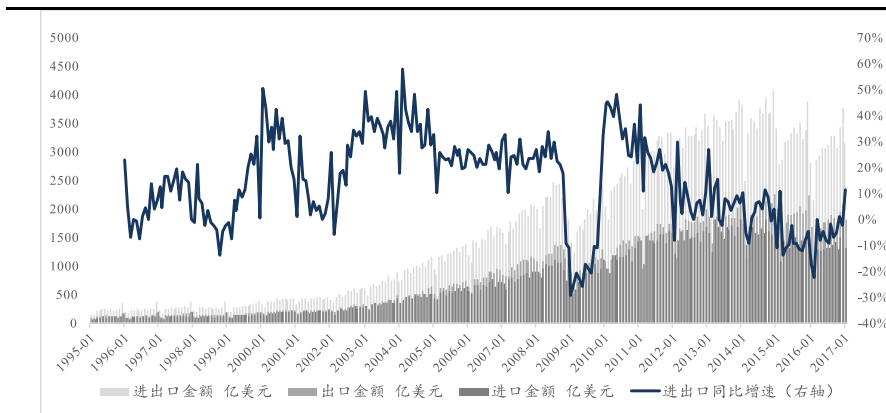
海关总署数据显示，2017 年 1 月，全国进出口金额 3142 亿美元，同比+11.4%，创近四年来增速新高。其中出口同比+7.9%，预期 3.2%，进口同比+16.7%，预期 10%，均大超预期。

我们认为，1 月进出口大幅增长，主因低基数效应。但值得注意的，扣除掉基数因素，外需和内需均出现改善，且外需势头更为强劲。外需受到发达经济体和新兴国家的共同带动，体现了发达国家经济复苏以及部分能源出口国经济企稳回升，发展势头有望延续。

近期 PMI 等经济数据表明，美国、欧洲和日本等发达经济体都在稳步复苏，1 月份对欧美日等主要贸易伙伴出口均有明显增长，同比增速分别为：13.6%、17.2%和 18%。值得注意的是，1 月份对“金砖五国”中的其他四国（巴西、俄罗斯、南非、印度）出口表现亮眼，增速分别为：46.5%、29.5%、23.1%和 9.8%，尽管存在低基数因素，仍然反映出随着原油等大宗商品价格平稳上升，巴西、俄罗斯等新兴市场国家经济企稳回升。

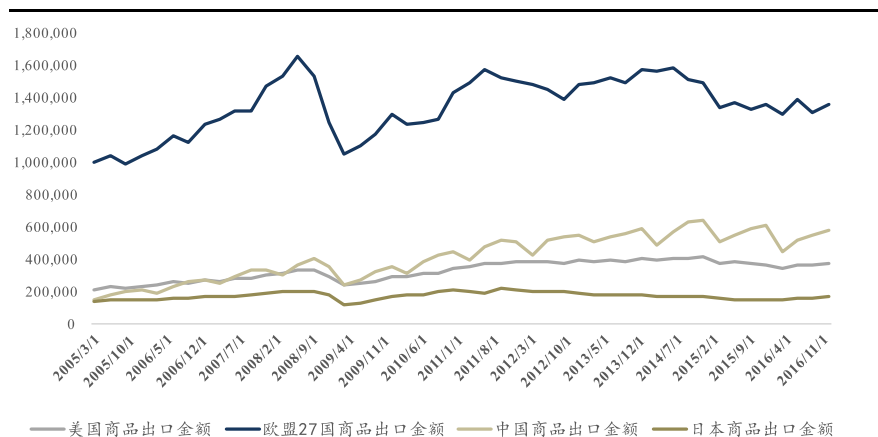
此外，主要经济体进出口水平稳中有升：可以看到，自 2008 年金融危机以来，日本进出口保持平稳，中、美、欧洲进出口水平都稳中有升，而人民币贬值带动外贸出口，进出口复苏逐渐显现。进出口复苏势头的延续有有力支撑。

图表 1：国内 1 月份进出口需求增长显著



数据来源：wind，东吴证券研究所

图表 2：主要经济体进出口水平稳中有升（百万美元）

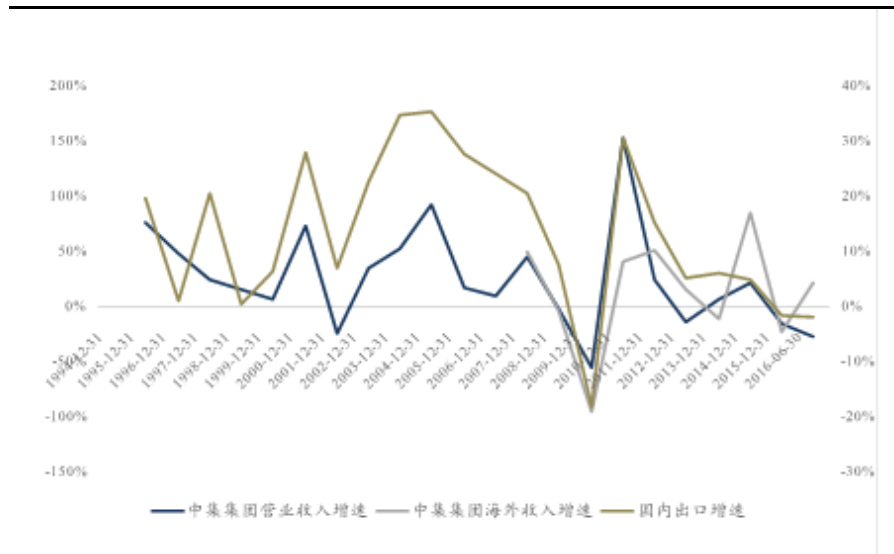


资料来源: wind, 东吴证券研究所

二：集装箱、港机收入与出口强相关，出口回暖带动行业复苏

作为行业龙头企业，中集集团和振华重工在主体产品的市占率均逾 50%，历史数据显示，这两家龙头公司收入与出口有强相关度，高度协同，2002、2012 年出口疲软，两家企业营收大幅下滑，而 2004、2011 年出口强势，企业相应营收反弹明显。近期出口回暖将带动中集与振华的收入水平取得较大改善。

图表 3：中集集团海外收入与出口强相关



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 4：振华重工海外收入同样与出口协同共振

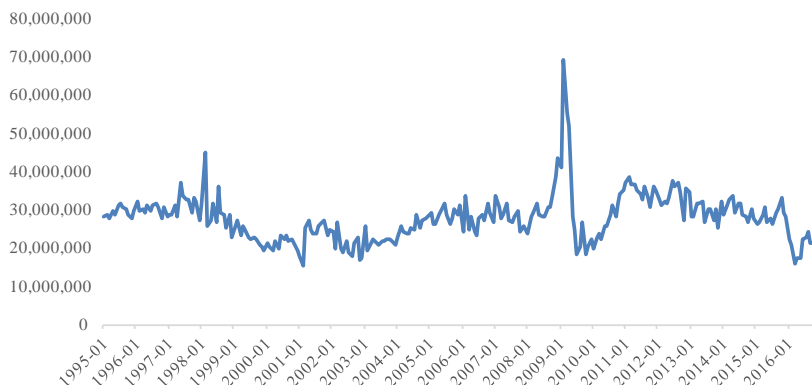


资料来源: wind, 东吴证券研究所

业绩逐渐获得微观验证。

集装箱领域, 2017 年 1 季度, 集装箱价格已经由 2016 年底的 1600 美元提升至 1800 美元以上, 且 3 月底标准干箱单价已经突破 2000 美元。集装箱行业周期复苏确认;

图表 5: 集装箱出口均价底部反弹 (美元/吨)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

港机领域, 振华重工 2016 年东南亚地区订单增速、毛利率水平均领先全球, 托底公司业绩。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。而随着集装箱需求的提升, 集装箱起重机的需求也会水涨船高。2016 年, 先于国内出口的复苏, 公司海外收入和总营收双增长, 上半年海外收入 36.03 亿元, 同比增长 18.36%, 占总营收 30.53%。

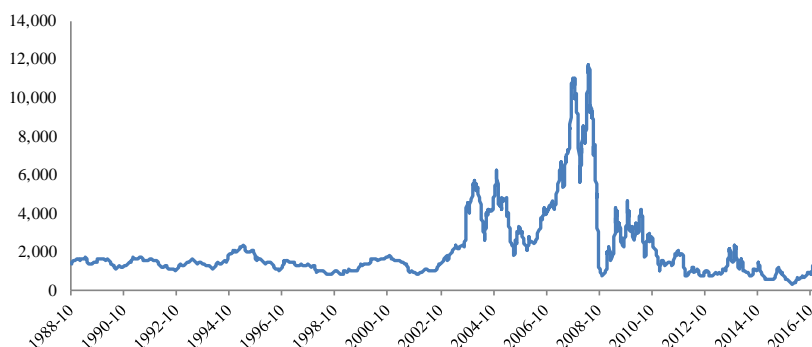
四: 船舶板块: 2016 年最底部, 2017 年开始复苏。

新接订单量方面, 全球 2016 年新接订单 2742 万载重吨, 大幅下滑 71.6%, 其中国内新接订单 1617 万载重吨, 同比下滑 44.5%。基于出口的复苏, 三大船型: 集装箱船 (集装箱需求量相关)、干散货船 (铁矿石等大宗商品相关)、油船 (油价相关) 均将充分受益, 目前 BDI 指数企稳, 油价筑底反弹, 船舶板块复苏确认。

1: 波罗的海干散货指数反弹。波罗的海干散货指数 (BDI) 由几条

主要航线的即期运费加权计算而成，反映的是即期市场的行情。在 2016 年初达到最低点，2 月初跌破 300 点，此后 BDI 指数触底反弹，并在 2016 年 11 月成功攀上 1000 点，11 月底突破 1200 点，是今年近五年最低点的 4 倍强，反弹趋势明显。虽然圣诞节至春节期间，由于全球货运需求收紧，BDI 指数下滑，但该影响逐渐减弱，BDI 指数重新企稳。

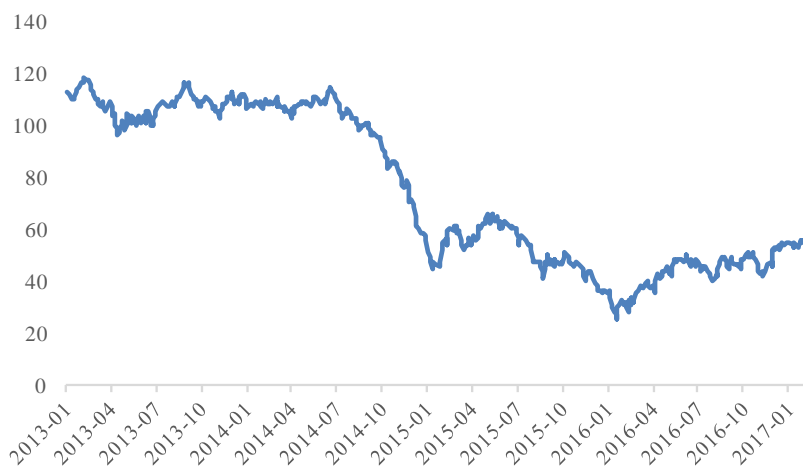
图表 6：波罗的海干散货指数 (BDI) 企稳



资料来源：wind，东吴证券研究所

2：油价筑底反弹。油价对于船舶板块景气度有重大影响。首先，油价上升对于油船需求有刺激作用，其次，对于航运业是重大利好，进而反哺船舶市场，最后，油价上涨利好海工板块业务的开展。全球油价在 2016 年初跌至近 10 年来的最低点 27.88 美元，随后筑底反弹，目前已站上 50 美元近两个月，稳定在 55 美元附近波动。油价的筑底反弹利好船舶与海工板块的复苏。

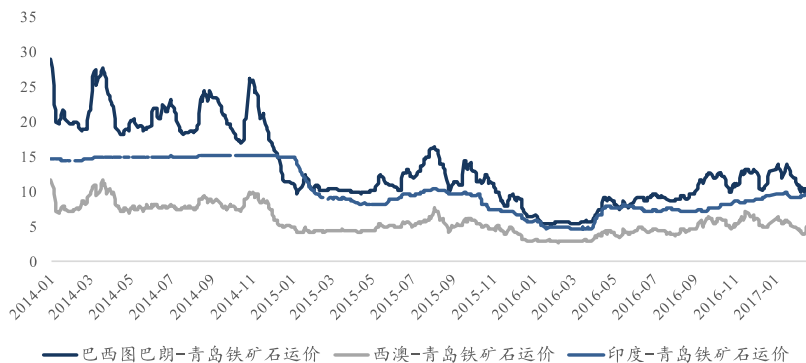
图表 7：油价筑底反弹（单位：美元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

3：大宗商品运价反弹。散货船运输主要以铁矿石为主，也有诸如大豆、棉花、大米等大宗商品。这些货物的运费很大程度上影响散货船业务的景气度。以巴西图巴朗-青岛、西澳-青岛、印度-青岛三条航线的铁矿石价格为例，其运价地点均出现在 2016 年初，随后一年时间内一直处于缓慢爬坡阶段。

图表 8：铁矿石运价缓慢爬坡阶段



资料来源：wind，东吴证券研究所

五：行业集中度出清，提升公司经营水平大势所趋。

继钢铁、煤炭之后，船舶工业由于产能严重过剩，企业经营环境恶劣，被列为重点处理领域。近几年，行业进行深度出清，而央企间的整合也是过剩产能行业发展趋势，不排除集团之间的重组，以提升公司的经营水平。通过国企改革，相关公司 PB、ROE 有望实现改善。

船舶工业正在进行深度出清，行业集中度提升。在目前僧多粥少的行业背景下，僵尸企业、众多民企实际上已经丧失与正常运营企业竞争的能力，行业深度出清进行时，并造成船舶行业集中度提高。2016 年新接订单中，前十大造船厂接单量超过 70%，众多民营企业已经近 3 年接单率过低，且在手订单付款条件差，首付低，延期、弃船现象多。行业集中度在近两年将进一步提升。

图表 9：船舶企业破产情况严重

企业	资产状况	破产重整情况
五洲船舶	2015 年 9 月，负债合计 9.11 亿元，资产总额 5.34 亿元	2015 年 9 月，尚有 4 艘船舶未能建造完成、1 艘船舶因交付问题正在仲裁，其主要资产为国有土地使用权、办公楼和船舶修造设备及设施。法院确认：五洲船舶已经完全资不抵债。
浙江远洋	2016 年 7 月 28 日破产受理日，资产总额 51.5 亿元，负债总额 84.5 亿元	2016 年 10 月，以其资不抵债且不能清偿到期债务，同时也无重整、和解或其他清偿的可能性为由宣告破产
大连造船	债务规模 240 亿元	2015 年 3 月，重整失败，进入破产程序
正和造船	净负债 4 亿元	2015 年 6 月，申请破产重整
明德重工	资产估价 14.7 亿元	2015 年 7 月破产清算，2017 年 1 月 22 日，以 5.7 亿底价拍卖给象屿股份
华荣能源	2016 年 9 月总资产	2016 年 3 月，向 22 家债权银行发行 141 亿股，向 1000

	234.4 亿元，总负债 311.2 亿元，收入 -34.7 亿元，亏损 19.6 亿元	家供应商债权人发行 30 亿股，总计 171 亿股，其中中国银行为最大股东。
温州海运	2015 年末净资产 -7.25 亿元	2016 年 10 月，因为资不抵债进入破产程序
舜天船舶	2016 年 2 月 5 日，账面资产 30.50 亿元，负债 76.67 亿元，加上对外担保产生的负债，公司实际负债总额将逾 80 亿元，严重资不抵债。	2016 年 10 月 19 日，江苏省政府召开的国有企业供给侧改革专题发布会，形成了对舜天船舶债务重整和资产重组相结合的方案，舜天船舶既以“现金清偿+债转股”的方式实现了对外负债的全额清偿，债务负担显著降低，又注入了优质的信托及电力资产，实现原有亏损业务向信托业务及火力发电业务双主业的转型发展
东方重工		2016 年 12 月，破产重整还牵连到六家关联企业，七家企业资不抵债，净资产为 -5.53 亿元，这六家关联企业包括新东方海工、海神船业、靖江东重、江阴船配、东方海装和慧海投资

资料来源：国际船舶网，东吴证券研究所

六：投资建议：

随着出口复苏，船舶板块链条公司有望深化国企改革，并在一带一路的发展带动下，逐步改善 PB、ROE 水平，推荐受益出口复苏的集装箱、港机、船舶行业龙头企业：【中集集团】、【振华重工】、【中国船舶】。关注中国重工、中船防务、亚星锚链、天海防务。详见深度、系列产业链调研报告。

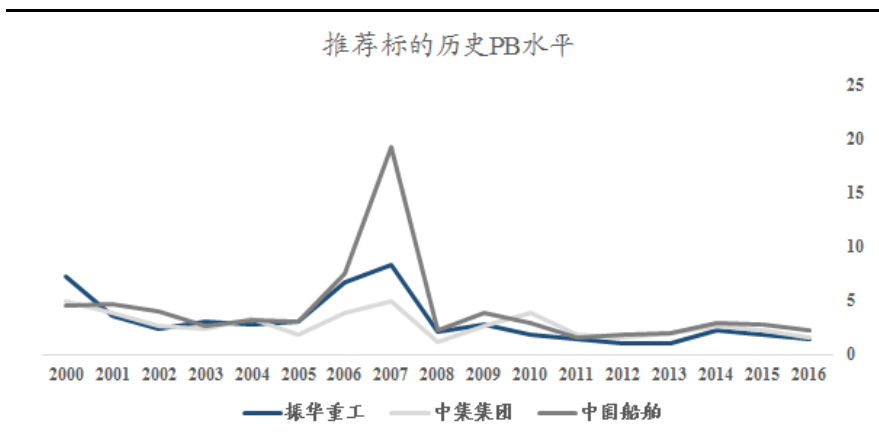
附录一：推荐标的盈利预测

	股价	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2016PE	2017PE	2018PE
振华重工	5.48	0.05	0.06	0.09	111	94	63
中集集团	17.14	0.11	0.58	0.82	156	30	21
中国船舶	30.20	-1.87	0.02	0.14	-17	1228	216

附录二：推荐标的历年来 PB 值

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
振华重工	1.48	1.77	2.19	1.08	1.02	1.37	1.87	2.84	2.16	8.31	6.65	3.07	2.82	3.11	2.41	3.58	7.29
中集集团	1.56	2.19	2.71	1.97	1.61	1.85	3.91	2.68	1.15	4.95	3.91	1.8	3.29	2.44	2.63	3.82	5
中国船舶	2.22	2.72	2.91	1.93	1.78	1.58	2.92	3.86	2.29	19.35	7.54	3.04	3.16	2.7	4.02	4.7	4.52

附录三：目前标的 PB 值均处于历史低位



资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

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>

