

2017年06月23日

# 振华重工 (600320.SH)

## 公司快报

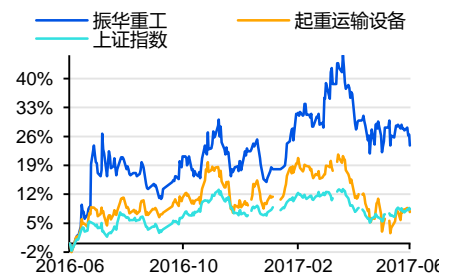
机械 | 起重运输设备 III

投资评级	买入-A(首次)
6个月目标价	6.63元
股价(2017-06-22)	5.16元

### 交易数据

总市值(百万元)	22,653.92
流通市值(百万元)	14,284.59
总股本(百万股)	4,390.29
流通股本(百万股)	2,768.33
12个月价格区间	4.05/6.18元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.46	-5.01	17.65
绝对收益	1.38	-8.51	26.99

### 分析师

张仲杰  
 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20655610

### 报告联系人

王志杰  
 wangzhijie@huajinsec.cn

### 相关报告

振华重工《行业筑底，创新前行》2017年6月14日

## 高端船运业务发力，PPP项目再获丰收

### 投资要点

**事件：**振华重工6月22日晚间发布公告

1、公司下属全资子公司出资6350万美元增持和购买Greenland Heavylift (Hong Kong) Limited 50%股权，保留后期以1美元增持其股权至51%的权利。该交易完成后，公司将获得标的公司旗下两艘即将交付和两艘待建造的六万五千吨半潜船资产及相关运营团队。

2、公司将采用“PPP+EPC”模式，投资建设南通市洋口港区桥梁和液化码头工程PPP项目，总投资额为17.7亿元人民币。

◆ **海服集团发力高端船运业务，六大子集团业务拓展空间广阔：**2016年公司专门设立全资子公司--海服集团，重点发展外部有偿运输服务。公司现拥有23艘6-10万吨的远洋运输船，甲板船主要为对内运输产品设备，对外船舶运输收入以高端半潜运输船为主。此次收购四艘半潜船及相关运营团队，将有利于承揽行业高端运输项目，进一步提升公司在高端特种运输船领域的市场地位，逐步增厚公司业绩，未来发展非常值得期待。2016年年报显示船舶运输收入5.8亿元，毛利率为71%。2016年下半年，公司通过内部一系列改革，相继成立六大子集团、六大监督保障中心，六大子集团定位清晰，分工明确，未来将通过专业化运营管理、上下游产业链、价值链的延伸，进一步增强企业活力和业绩弹性，业务拓展空间更为广阔。

◆ **背靠大股东中国交建，继续发力PPP项目，新订单继续快速增长：**公司借力大股东中国交建，发挥在资金、资源整合方面的优势，PPP项目发展迅速。2016年新接订单超过100亿元，此次中标南通洋口港17.7亿元项目后，2017年上半年公告的新接PPP项目约45亿元。伴随着PPP项目落地实施和国家基建投入增长，全年有望实现PPP项目业绩和新接订单的继续增长。

◆ **投资建议：**受益经济复苏和海上丝绸之路建设，公司主营业务盈利能力继续提升，2017年第一季度实现营业收入42亿元，同比下降-8.9%，归母净利润6637万元，同比增长23.69%，扣非归母净利润6542.4万元，同比增加95.5%。我们预测公司2017年-2019年公司营业收入分别为254亿元、274亿元、305亿元，净利润分别为2.46亿元、3.32亿元、5.71亿元，每股净资产3.49元、3.56元、3.69元，运营资产质量显著提高，安全边际提升，建议给予1.9倍以上PB估值，买入-A评级，目标价6.63元。

◆ **风险提示：**上下游开拓不及预期；全球贸易量大幅下滑；集装箱运输业大幅不及预期；能源价格大幅下降；汇率变动风险；钢板等原材料成本大幅上升等。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23,272.4	24,348.1	25,382.5	27,384.8	30,462.8
同比增长(%)	-7.2%	4.6%	4.2%	7.9%	11.2%
营业利润(百万元)	206.7	316.0	372.1	468.3	800.5
同比增长(%)	82.8%	52.9%	17.7%	25.9%	70.9%
净利润(百万元)	212.4	212.4	245.5	332.2	571.3
同比增长(%)	6.5%	0.0%	15.6%	35.3%	72.0%
每股收益(元)	0.05	0.05	0.06	0.08	0.13
PE	105.0	105.0	90.9	67.1	39.0
PB	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	23,272.4	24,348.1	25,382.5	27,384.8	30,462.8	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	19,717.3	19,727.7	21,364.1	22,910.9	25,347.4	营业收入增长率	-7.2%	4.6%	4.2%	7.9%	11.2%
营业税费	24.6	152.2	158.6	171.2	190.4	营业利润增长率	82.8%	52.9%	17.7%	25.9%	70.9%
销售费用	79.4	100.4	104.7	106.4	123.2	净利润增长率	6.5%	0.0%	15.6%	35.3%	72.0%
管理费用	1,551.2	1,759.0	1,888.8	2,098.9	2,404.9	EBITDA 增长率	17.3%	-8.5%	8.3%	6.7%	13.2%
财务费用	1,532.9	1,219.0	1,249.2	1,321.0	1,375.5	EBIT 增长率	23.0%	-11.8%	5.6%	10.4%	21.6%
资产减值损失	637.4	1,221.1	402.0	442.2	375.9	NOPLAT 增长率	-3.5%	2.9%	3.9%	6.3%	25.4%
加:公允价值变动收益	-21.2	28.9	26.7	-9.3	-2.7	投资资本增长率	-7.9%	-1.1%	2.4%	-5.7%	-4.9%
投资和汇兑收益	498.2	118.5	130.4	143.4	157.7	净资产增长率	5.5%	4.4%	1.4%	2.2%	4.1%
<b>营业利润</b>	206.7	316.0	372.1	468.3	800.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	65.0	52.8	55.8	57.9	55.5	毛利率	15.3%	19.0%	15.8%	16.3%	16.8%
<b>利润总额</b>	271.7	368.9	427.8	526.2	856.0	营业利润率	0.9%	1.3%	1.5%	1.7%	2.6%
减:所得税	77.5	61.5	77.2	110.9	159.2	净利润率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.9%
<b>净利润</b>	212.4	212.4	245.5	332.2	571.3	EBITDA/营业收入	13.2%	11.6%	12.0%	11.9%	12.1%
						EBIT/营业收入	7.5%	6.3%	6.4%	6.5%	7.1%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	73.3%	72.9%	74.5%	76.3%	76.1%
货币资金	2,458.3	3,597.0	10,047.9	14,548.7	19,182.4	负债权益比	273.9%	268.9%	291.9%	322.7%	318.0%
交易性金融资产	0.7	-	8.8	3.2	4.0	流动比率	0.72	0.78	0.84	0.91	0.97
应收帐款	4,562.4	4,967.3	4,607.2	5,899.6	5,800.9	速动比率	0.57	0.60	0.73	0.74	0.83
应收票据	243.2	296.9	294.9	329.3	364.1	利息保障倍数	1.13	1.26	1.30	1.35	1.58
预付帐款	1,226.3	900.4	1,594.8	1,080.2	1,804.0	<b>营运能力</b>					
存货	5,785.7	6,776.1	4,781.2	8,116.6	6,590.7	固定资产周转天数	237	227	215	195	165
其他流动资产	14,395.9	13,048.2	13,788.6	13,744.2	13,527.0	流动营业资本周转天数	167	130	136	133	120
可供出售金融资产	1,212.2	1,313.6	1,510.6	1,471.2	1,479.1	流动资产周转天数	433	431	459	518	538
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	70	68	69	69
长期股权投资	1,597.1	2,201.4	2,201.4	2,201.4	2,201.4	存货周转天数	78	93	82	85	87
投资性房地产	361.2	473.4	473.4	473.4	473.4	总资产周转天数	891	886	896	905	866
固定资产	15,655.5	15,022.8	15,299.4	14,411.6	13,575.6	投资资本周转天数	516	470	454	413	352
在建工程	3,577.4	4,025.4	2,415.3	1,932.2	1,352.6	<b>费用率</b>					
无形资产	3,819.4	3,744.4	3,645.2	3,545.9	3,446.6	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	4,125.4	4,456.8	4,826.8	4,468.1	4,579.5	管理费用率	6.7%	7.2%	7.4%	7.7%	7.9%
<b>资产总额</b>	59,020.8	60,823.8	65,495.4	72,225.6	74,381.3	财务费用率	6.6%	5.0%	4.9%	4.8%	4.5%
短期债务	18,216.9	21,485.9	24,708.8	27,179.7	29,897.7	三费/营业收入	13.6%	12.6%	12.8%	12.9%	12.8%
应付帐款	7,075.7	6,328.2	5,852.6	8,383.9	7,424.3	<b>投资回报率</b>					
应付票据	1,785.2	1,905.1	1,804.9	2,390.5	2,204.4	ROE	1.4%	1.4%	1.6%	2.1%	3.5%
其他流动负债	12,978.9	8,169.4	9,330.1	10,197.9	9,328.4	ROA	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.9%
长期借款	1,761.9	3,925.3	4,317.9	4,749.7	5,224.6	ROIC	3.6%	4.0%	4.2%	4.4%	5.8%
其他非流动负债	1,415.5	2,522.7	2,768.5	2,235.6	2,508.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	43,234.1	44,336.7	48,782.9	55,137.2	56,588.3	DPS(元)	-	0.10	-	-	-
少数股东权益	917.1	1,290.4	1,395.6	1,478.7	1,604.1	分红比率	0.0%	206.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	4,390.3	4,390.3	4,390.3	4,390.3	4,390.3	股息收益率	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	10,271.6	10,484.0	10,926.6	11,219.4	11,798.6						
<b>股东权益</b>	15,786.6	16,487.1	16,712.5	17,088.3	17,793.0						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.05	0.05	0.06	0.08	0.13
净利润	194.2	307.3	245.5	332.2	571.3	BVPS(元)	3.39	3.46	3.49	3.56	3.69
加:折旧和摊销	1,342.3	1,285.0	1,432.8	1,470.1	1,514.9	PE(X)	105.0	105.0	90.9	67.1	39.0
资产减值准备	637.4	1,221.1	-	-	-	PB(X)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
公允价值变动损失	21.2	-28.9	26.7	-9.3	-2.7	P/FCF	105.2	-487.7	3.2	5.0	5.1
财务费用	1,752.7	1,256.2	1,249.2	1,321.0	1,375.5	P/S	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
投资损失	-498.2	-118.5	-130.4	-143.4	-157.7	EV/EBITDA	12.8	13.7	12.9	11.4	9.5
少数股东损益	-18.2	94.9	105.2	83.1	125.4	CAGR(%)	28.8%	31.4%	33.3%	28.8%	31.4%
营运资金的变动	4,452.9	495.7	-2,553.9	724.3	-135.9	PEG	3.6	3.3	2.7	2.3	1.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	-1,832.0	1,658.4	375.1	3,778.1	3,290.9	ROIC/WACC	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9
投资活动产生现金流量	2,565.6	-726.2	-36.4	-251.4	429.2						
融资活动产生现金流量	-318.8	152.3	6,112.1	974.1	913.6						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn