

2017年11月06日

振华重工 (600320.SH)

公司快报

大国重器“天鲲号”下水 高端制造彰显实力

事件：

11月3日，振华重工启东造船厂建造的亚洲最大绞吸挖泥船“天鲲号”下水，“天鲲号”船长140米，宽27.8米，最大挖掘深度35米，总装机功率25843千瓦，标准疏浚能力每小时6000立方米，各项主要指标均属世界领先水平。

◆ **“天鲲号”见证疏浚装备业变革，振华重工引领国产化之路：**“天鲲号”为全电力驱动、双定位系统、全球无限航区的重型自航绞吸挖泥船，具有技术标准高、装备水平高、环保要求高等诸多优势，彰显出公司高端制造的综合能力。公司上半年依然在激烈的市场竞争中成功取得6500方耙吸式挖泥船项目，展现了强大的市场竞争力，我们认为新一代挖泥船的成功下水，标志着我国疏浚装备已走出了一条整船进口→国外设计国内建造→国内自主设计建造的道路，中国疏浚装备工业研发建造能力进一步升级，已经进入世界先进水平。具有世界先进水平的大容量挖泥船作为岛礁建设和航道疏浚的“神器”，市场空间依然十分广阔，公司成熟的制造经验有助于提高订单获取能力，看好该业务长期发展前景。

◆ **自动化码头引领港机行业潮流，起重船、挖泥船再获订单，海工装备风险出清，底部回升，各类高端制造逐步发力：**自动化码头相比传统码头优势突出，是集装箱码头未来发展的大趋势，现已完成3个自动化码头项目，在全球贸易稳定复苏的环境下，世界各地的港口有望加快自动化的步伐。公司自主研发的世界最大的12000吨起重船圆满完成港珠澳大桥岛隧工程最终接头的吊装重任，再次展现了“振华制造”的风采，成功中标上海打捞局4500吨抢险打捞起重船项目，海工平台业务已经触底，行业已逐步呈现回暖迹象。上半年海工与钢结构相关业务新签合同额共计2.57亿美元，同比增长15.76%。伴随着“一带一路”战略的持续推进与全球经济的逐步回暖，公司各类高端制造和服务将逐步发力，继续看好公司未来发展布局。

◆ **中交集团将成控股股东，国企改革进程加速：**10月24日，公司收到国资委批复，公司控股股东中国交建将通过协议转让方式向实际控制人中交集团转让13.2亿股，占公司总股本的29.99%，控股股东变更为中交集团。此举作为国企改革的重要一步，将为公司提供更为广阔的平台，发挥在资金和资源整合方面的优势，形成陆地、海洋携手并进的运营模式，十九大之后各类政策有望加快落地，未来发展将更加值得期待。

◆ **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，我们预测公司2017年-2019年公司营业收入分别为253.83亿元、273.85亿元、304.63亿元，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，鉴于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，继续维持买入-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。

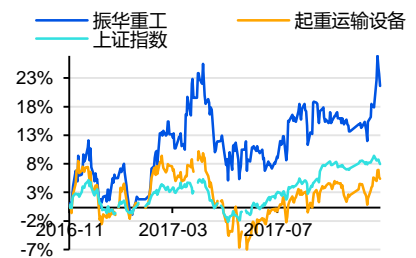
机械 | 起重运输设备 III

投资评级 **买入-A(维持)**
 6个月目标价 6.63元
 股价(2017-11-03) 5.77元

交易数据

总市值(百万元)	25,332.00
流通市值(百万元)	15,973.27
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	4.71/6.18元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.37	2.46	12.6
绝对收益	7.05	5.1	21.27

分析师

张仲杰
 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20377099

报告联系人

王志杰
 wangzhijie@huajinsec.cn
 021-20377179

相关报告

振华重工：业绩符合预期，全自动化码头又将引领行业浪潮 2017-10-31

振华重工：海工装备和钢结构业务回升 静待新业务发力 2017-09-02

振华重工：高端船运业务发力，PPP项目再获丰收 2017-06-23

振华重工：行业筑底，创新前行 2017-06-14

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	503.4	909.8
同比增长(%)	82.8%	52.9%	17.7%	35.3%	80.7%
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	119.3	119.3	103.2	76.3	44.3
PB	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6

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
营业收入	23,272.4	24,348.1	25,382.5	27,384.8	30,462.8	年增长率					
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%	35.3%	80.7%
销售费用	79.4	100.4	104.7	109.5	121.9	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	1,832.6	1,971.7	2,162.9	EBITDA 增长率	17.3%	-8.5%	7.6%	9.5%	16.2%
财务费用	1,532.9	1,219.0	1,289.8	1,377.5	1,449.4	EBIT 增长率	23.0%	-11.8%	8.3%	13.2%	25.4%
资产减值损失	637.4	1,221.1	417.6	465.6	419.3	NOPLAT 增长率	-3.5%	2.9%	6.5%	9.0%	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%	3.1%	2.8%	0.3%
投资和汇兑收益	498.2	118.5	130.4	134.3	141.0	净资产增长率	5.5%	4.4%	1.4%	2.4%	4.5%
营业利润	206.7	316.0	372.1	503.4	909.8						
加:营业外净收支	65.0	52.8	55.8	57.9	55.5	盈利能力					
利润总额	271.7	368.9	427.8	561.2	965.3	毛利率	15.3%	19.0%	15.8%	16.3%	16.8%
减:所得税	77.5	61.5	77.2	118.3	203.5	营业利润率	0.9%	1.3%	1.5%	1.8%	3.0%
净利润	212.4	212.4	245.5	332.2	571.3	净利润率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.9%
						EBITDA/营业收入	13.2%	11.6%	12.0%	12.1%	12.7%
						EBIT/营业收入	7.5%	6.3%	6.5%	6.9%	7.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	73.3%	72.9%	71.9%	72.1%	70.9%
货币资金	2,458.3	3,597.0	2,538.2	2,738.5	3,046.3	负债权益比	273.9%	268.9%	255.8%	257.9%	244.2%
交易性金融资产	0.7	-	8.8	3.2	4.0	流动比率	0.72	0.78	0.78	0.81	0.82
应收帐款	4,562.4	4,967.3	4,762.6	6,343.4	6,180.2	速动比率	0.57	0.60	0.62	0.61	0.62
应收票据	243.2	296.9	267.1	417.5	394.9	利息保障倍数	1.13	1.26	1.29	1.37	1.63
预付帐款	1,226.3	900.4	1,594.8	1,205.4	2,315.1	营运能力					
存货	5,785.7	6,776.1	6,042.4	7,958.8	8,376.3	固定资产周转天数	237	227	210	189	163
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	137	151	159
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	415	404	391
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	70	69	73	74
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	91	92	97
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	853	794	726
固定资产	15,655.5	15,022.8	14,575.4	14,119.0	13,475.4	投资资本周转天数	516	470	455	435	397
在建工程	3,577.4	4,025.4	3,220.4	2,576.3	2,061.0						
无形资产	3,819.4	3,744.4	3,645.2	3,545.9	3,446.6	费用率					
其他非流动资产	4,125.4	4,456.8	4,826.8	4,468.1	4,579.5	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
资产总额	59,020.8	60,823.8	59,455.7	61,266.3	61,560.1	管理费用率	6.7%	7.2%	7.2%	7.2%	7.1%
短期债务	18,216.9	21,485.9	19,029.8	21,014.9	22,451.6	财务费用率	6.6%	5.0%	5.1%	5.0%	4.8%
应付帐款	7,075.7	6,328.2	6,787.0	6,514.0	6,370.9	三费/营业收入	13.6%	12.6%	12.7%	12.6%	12.3%
应付票据	1,785.2	1,905.1	2,011.6	2,188.7	1,895.0	投资回报率					
其他流动负债	12,978.9	8,169.4	9,425.5	10,129.2	10,351.6	ROE	1.4%	1.4%	1.6%	2.1%	3.5%
长期借款	1,761.9	3,925.3	2,720.7	2,067.9	96.4	ROA	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	1.2%
其他非流动负债	1,415.5	2,522.7	2,768.5	2,235.6	2,508.9	ROIC	3.6%	4.0%	4.3%	4.6%	5.6%
负债总额	43,234.1	44,336.7	42,743.2	44,150.3	43,674.5	分红指标					
少数股东权益	917.1	1,290.4	1,395.6	1,506.3	1,696.8	DPS(元)	-	0.10	-	-	-
股本	4,390.3	4,390.3	4,390.3	4,390.3	4,390.3	分红比率	0.0%	206.7%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	10,271.6	10,484.0	10,926.6	11,219.3	11,798.6	股息收益率	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	15,786.6	16,487.1	16,712.5	17,116.0	17,885.6						
						业绩和估值指标					
	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	1,372.2	1,440.6	1,499.0	PE(X)	119.3	119.3	103.2	76.3	44.3
资产减值准备	637.4	1,221.1	-	-	-	PB(X)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
公允价值变动损失	21.2	-28.9	26.7	-9.3	-2.7	P/FCF	119.5	-553.9	-49.6	148.4	-492.6
财务费用	1,752.7	1,256.2	1,289.8	1,377.5	1,449.4	P/S	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
投资损失	-498.2	-118.5	-130.4	-134.3	-141.0	EV/EBITDA	13.8	14.8	14.0	13.0	11.1
少数股东损益	-18.2	94.9	105.2	110.7	190.4	CAGR(%)	31.6%	35.3%	33.3%	31.6%	35.3%
营运资金的变动	4,452.9	495.7	-2,706.4	-1,763.0	-1,458.9	PEG	3.8	3.4	3.1	2.4	1.3
经营活动产生现金流量	-1,832.0	1,658.4	202.6	1,354.5	2,107.6	ROIC/WACC	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8
投资活动产生现金流量	2,565.6	-726.2	-56.9	-501.4	171.6						
融资活动产生现金流量	-318.8	152.3	-1,204.6	-652.9	-1,971.5						

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn