

振华重工(600320)/专用设备
**全球港机龙头，海工装备风险释放
国企改革有望提速**
评级：增持(首次)

市场价格：5.54

合理估值区间：

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

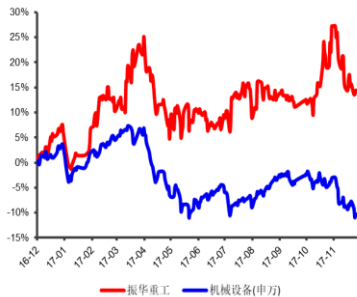
Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：许忠海

Email: xuzh@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,390
流通股本(百万股)	2,768
市价(元)	5.54
市值(百万元)	21,093
流通市值(百万元)	15,336

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1《中集集团(000039)深度：全球集装箱龙头，2019年业绩有望创历史新高》-2017.10.12
- 2《中国船舶(60010)深度报告：船舶龙头，受益全球航运复苏、央企混改》-2017.09.03
- 3《行业点评：船舶：全球1-7月新增订单已超去年全年；BDI指数低点上涨近3倍；关注全球航运复苏持续性》-2017.08.20

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23,272.39	24,348.09	24,113.00	26,897.67	29,505.36
增长率 yoy%	-8.65%	4.62%	-0.97%	11.55%	9.69%
净利润	212.41	212.42	312.54	443.92	621.81
增长率 yoy%	5.04%	0.00%	47.13%	42.04%	40.07%
每股收益(元)	0.05	0.05	0.07	0.10	0.14
每股现金流量	-0.42	0.38	0.46	0.82	0.83
净资产收益率	1.45%	1.43%	2.12%	2.92%	3.93%
P/E	123.39	105.41	77.82	54.79	39.12
PEG	24.49	28,060.74	1.65	1.30	0.98
P/B	1.79	1.51	1.65	1.60	1.54

投资要点
■ 振华重工：连续18年全球港机龙头；高端重型装备“大国重器”贡献突出

公司不仅仅是全球港机龙头，同时是中国高端重型装备龙头之一：公司制造的亚洲最大自航式绞吸式挖泥船，在我国南海岛礁建设等国家工程中发挥了重要作用；公司研制出全球最大起重船；公司自动化码头技术全球领先，全球综合自动化程度最高的码头——上海洋山港于12月10日顺利开港，惊艳全球。

公司连续18年全球集装箱起重机订单排名第一。集装箱起重机业务提供稳定盈利，毛利率近年持续攀升，2016年达到23.5%。随着全球贸易回暖，港机需求得到改善，公司盈利状况趋势向好。2017年1-9月，公司实现营业收入152亿元，同比下降17%，实现归母净利润1.7亿元，同比增长10%。

■ “一带一路”沿线，港口建设需求较大，创新驱动港机业务迎新发展机遇

截至2016年年底，中国企业在“一带一路”沿线国家建立初具规模的合作区56个，累计投资185.5亿美元。共建“一带一路”，港口机械仍有较大需求。

公司目前在全球推出的第四代全自动化码头项目已在厦门港、青岛港、上海洋山港等港口落地，在技术上引领全球，港机业务迎新发展机遇。

■ 海工装备风险出清，中国交建可转债项目助力，未来有望提供较大业绩弹性

公司2017年前三季度计提资产减值损失1.65亿元，较去年同期6亿元资产减值大幅缩减。2010年至今共计提资产减值超过42亿元。我们认为公司海工装备资产减值计提充分，风险出清，未来有望提供较大业绩弹性。

中国交建发行200亿元规模可转债，其中24.6亿元拟用于购置工程船舶等装备。振华重工在多项工程船舶项目中具有核心竞争优势。中国交建可转债项目有望助力增厚振华重工海工装备板块业绩。

■ 投融资业务持续增长；海服抢占高端特运市场

依托中交集团，公司参与多项PPP项目，2017H1获订单近45亿元。公司主要承担资金方，同时承接部分钢结构项目，该业务能够为公司提供稳定利润。

目前公司海运服务以服务内部为主，随着公司参与PPP项目、钢结构以及海工业务的拓展，海服业务加强对外服务有望获得更高的盈利水平。

■ 控股股东变更为中交集团，国企改革有望加速

公司控股股东中国交建通过协议转让向实际控制人中交集团及其拟设子公司转让合计13.2亿股股份(占公司股本29.99%)，权益变动后，公司控股股东由中国交建变更为中交集团。中交集团是国有资本投资公司试点单位之一，随着振华重工由中交集团孙公司变为子公司，集团层面的国企改革或将加速。

■ 业绩预测与估值。

我们判断公司全年业绩有望超市场预期。预计2017-2019年EPS分别为0.07/0.10/0.14元，对应PE为78/55/39倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示：海工装备业务低迷风险；全球贸易低于预期风险；国企改革低于预期风险。

内容目录

一、振华重工：全球港机龙头，高端重型装备“大国重器”	- 5 -
1. 公司为全球港机龙头，培育多项业务发挥协同效应	- 5 -
2. 公司盈利状况获得改善，业绩有望提速	- 6 -
二、港口机械：受益贸易复苏，“一带一路”，智能码头升级	- 7 -
1. 全球经济回暖，带动港口集装箱复苏	- 8 -
2. “一带一路”沿线港口建设仍有较大需求，港机龙头将受益	- 9 -
3. 全自动化智能码头升级，创新驱动港机业务步入新发展轨道	- 11 -
三、海工装备：油价企稳，风险释放充分，未来业绩弹性大	- 13 -
1. 油价企稳，海工市场趋暖	- 13 -
2. 资产减值损失计提充分，有望提供较大业绩弹性	- 14 -
3. 中国交建可转债有望助力工程船舶业务，增厚海工板块业绩	- 15 -
四、其他业务：投融资持续增长，海服抢占高端特运市场	- 16 -
1. PPP 接连获得订单，投融资业务持续增长	- 16 -
2. 海服集团与公司业务协同效应良好，抢占高端特种运输市场	- 17 -
五、控股股东变更为中交集团，关注集团旗下装备类资产	- 18 -
1. 控股股东变更为中交集团，国企改革有望加速	- 18 -
2. 依托中交集团，关注集团旗下装备类资产	- 19 -
六、盈利预测与估值	- 20 -
七、风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: 振华重工: 主营港机、海工装备等	- 5 -
图表 2: 2017H1 集装箱起重机、海工装备收入占比达 83%	- 5 -
图表 3: 公司部分海工装备处于全球领先地位	- 5 -
图表 4: 公司第四代全自动化码头全球领先	- 5 -
图表 5: 公司营业收入保持相对稳定状况	- 6 -
图表 6: 公司盈利状况获得一定改善	- 6 -
图表 7: 港机业务营收占比仍处于主导地位	- 7 -
图表 8: 公司综合毛利率总体呈稳步上升趋势	- 7 -
图表 9: 公司海外业务收入有所下滑	- 7 -
图表 10: 近年公司海外收入占比持续超 60%	- 7 -
图表 11: 全球经济与贸易有望逐渐复苏	- 8 -
图表 12: 中国进出口金额恢复较高增长	- 8 -
图表 13: 全球海运量稳步上升	- 8 -
图表 14: 全球集装箱海运量有望超预期	- 8 -
图表 15: 中国港口集装箱吞吐量同比大幅上涨	- 9 -
图表 16: 2016 年全球主要港口吞吐量增长以亚太地区最高	- 9 -
图表 17: 近年中国企业参与多项“一带一路”沿线港口投资	- 10 -
图表 18: “一带一路”沿线有望迎来较多港口投资	- 10 -
图表 19: 国内已建成三座自动化码头	- 11 -
图表 20: 公司开启港口运营数字化新时代	- 12 -
图表 21: 船舶大型化将促进港口智能化升级	- 12 -
图表 22: 集装箱起重机营收出现下滑	- 13 -
图表 23: 集装箱起重机毛利率持续走高	- 13 -
图表 24: 2017 年上半年全球海工装备成交量有所回暖	- 14 -
图表 25: 全球油气勘探开发投资有望触底回升	- 14 -
图表 26: 数据显示平台租金已触底	- 14 -
图表 27: 公司 2017 年资产减值损失大幅缩减	- 15 -
图表 28: 中国交建可转债工程船舶购置项目	- 15 -
图表 29: 公司海工装备业务有望触底反弹	- 16 -
图表 30: 公司中标多个 PPP 项目	- 17 -
图表 31: 船舶运输业务受航运低迷影响有所下滑	- 18 -
图表 32: 船舶运输业务毛利率近年维持较高水平	- 18 -
图表 33: 公司控股股东变更为中交集团, 由孙公司变为子公司	- 19 -

图表 34: 中交集团一台六柱战略, 振华为装备类唯一上市公司	- 20 -
图表 35: 对比同类公司, PB 估值平均在 2.4 倍	- 21 -
图表 36: 公司历年 PE 变动情况	- 21 -
图表 37: 公司历年 PB 变动情况	- 21 -
图表 38: 振华重工 3 张表预测	- 22 -

一、振华重工：全球港机龙头，高端重型装备“大国重器”

1. 公司为全球港机龙头，培育多项业务发挥协同效应

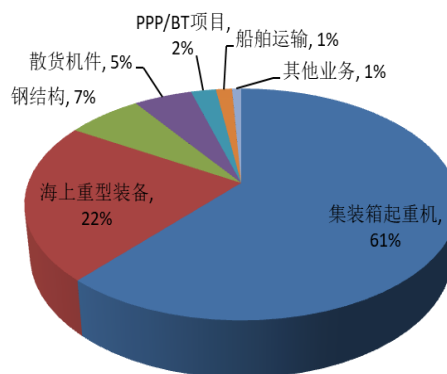
- 公司是全球港机龙头，其中岸桥产品占全球市场份额超过 80%，连续 18 年保持全球市场占有率第一。公司在上海本地及南通等地设有 10 个生产基地，截至 2017 年 11 月，公司的产品已进入全球 99 个国家和地区近 300 座码头。
- 公司不仅仅是全球港机龙头，同时是中国高端重型装备龙头之一。公司制造的亚洲最大自航式绞吸式挖泥船，在我国南海岛礁建设等国家工程中发挥了重要作用；公司研制出全球最大起重船；公司第四代全自动化码头全球领先，全球综合自动化程度最高的码头——上海洋山港于 12 月 10 日顺利开港，惊艳全球。
- 目前公司业务以集装箱起重机、海工装备与大型钢结构为主，2017 年上半年以上业务收入占总营收 90%。

图表 1：振华重工：主营港机、海工装备等



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：2017H1 集装箱起重机、海工装备收入占比达 83%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司部分海工装备处于全球领先地位



来源：国际船舶网，中泰证券研究所

图表 4：公司第四代全自动化码头全球领先



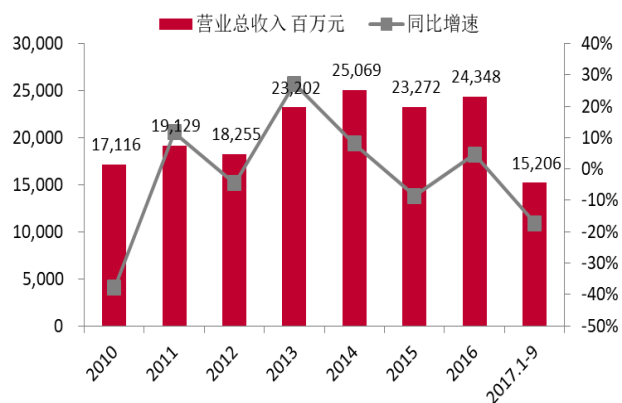
来源：中国港口网，中泰证券研究所

- 各大业务子集团之间能够形成良好的协同效应。例如，根据公司业务划分，传统港机业务由公司旗下“港机集团”负责，而自动化码头业务则划分至旗下“智慧集团”，传统港机是自动化码头的设备基础，自动化码头是对传统港机的技术延伸与扩展；“海服集团”能够提供大型特种运输业务，实现港机整机运输，过去只能通过部件运输至客户码头后进行安装调试，整机运输极大缩短了交付周期。

2. 公司盈利状况获得改善，业绩有望提速

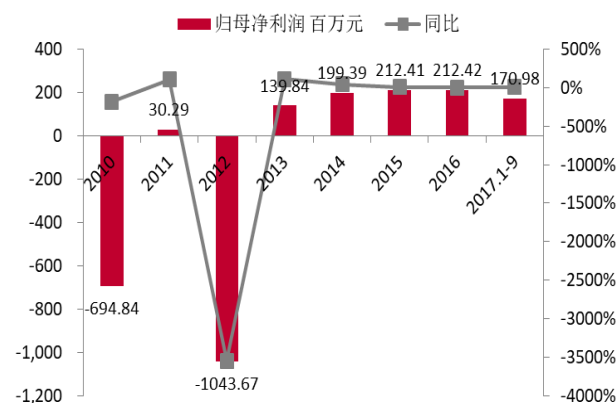
- 公司盈利状况获得改善。公司 2017 年前三季度实现营业收入 152 亿元，同比下降 17%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 10%。
- 营业收入下降主要因港机订单下降所致，归母净利润增长主要因资产减值损失减少，公司今年前三季度资产减值损失 1.65 亿元，去年同期为 6 亿元，同比下降 73%。

图表 5：公司营业收入保持相对稳定状况



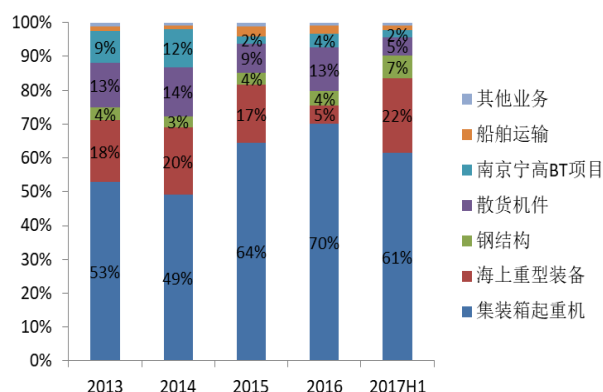
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：公司盈利状况获得一定改善

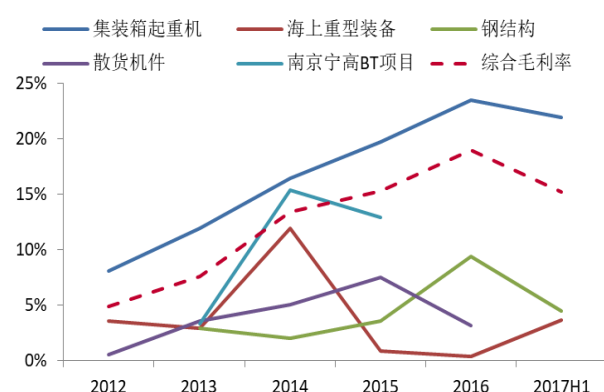


来源：wind，中泰证券研究所

- 目前港机业务仍是振华重工最大最稳定的收入与利润来源，业务规模与毛利率领先于其他业务。其他多项业务仍处于培育期，各业务板块的协同发展有利于提升公司周期性业务的抗风险能力，减小经济波动带来的不利影响，提高安全边际。
- 公司综合毛利率总体呈现上升趋势，盈利能力有望持续提升。我们认为，公司综合毛利率的提升主要是因为集装箱起重机毛利率提高，集装箱起重机毛利率近年持续攀升，2016 年达到 23.5% 高点。智能码头是全球港口技术升级的方向，也是公司重点发展的业务之一，相较于传统港机，智能码头技术含量更高，高附加值的产品对应较高的毛利率。随着全自动智能码头的不断推广，公司盈利能力有望持续提高。

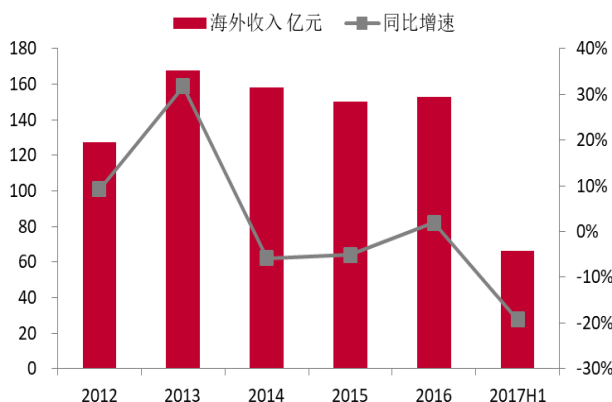
图表 7：港机业务营收占比仍处于主导地位


来源：wind，中泰证券研究所

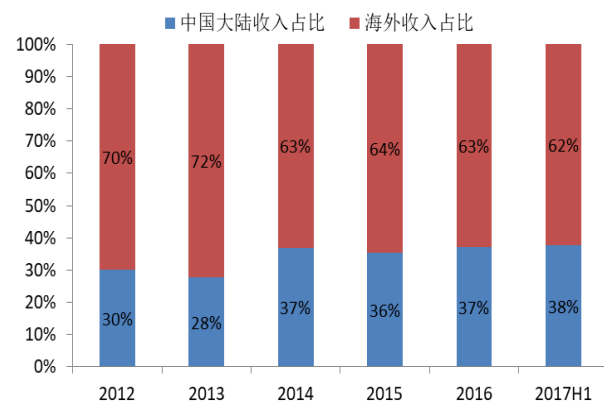
图表 8：公司综合毛利率总体呈稳步上升趋势


来源：wind，中泰证券研究所

- 公司海外业务有望受益于全球贸易复苏、“一带一路”倡议。**一般而言，港口建设投资滞后于航运业 1-2 年，近年，受全球航运低迷影响，公司海外业务有所下滑。今年以来，全球贸易复苏，航运景气度回暖，港口吞吐量持续上升，未来有望带动公司港机业务复苏。此外，基础设施互联互通是“一带一路”倡议的优先领域，在港口建设等领域未来有望扩大投资，“一带一路”有望成重要驱动因素，公司海外业务发展空间广阔。

图表 9：公司海外业务收入有所下滑


来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：近年公司海外收入占比持续超 60%


来源：wind，中泰证券研究所

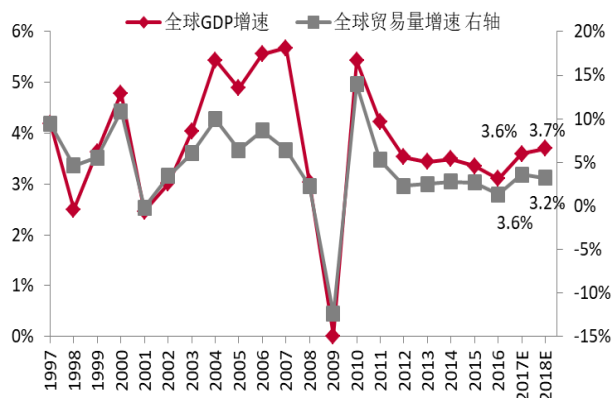
二、港口机械：受益贸易复苏，“一带一路”，智能码头升级

- 公司港口机械业务在全球具有较大领先优势。**近年，通过有效的成本管控与高附加值港机产品，港机业务毛利率持续攀升，为公司提供持续稳定盈利，2016 年毛利率达到 23.5% 高点。
- 面对全球竞争的加剧，依托强大的研发能力，公司推出全自动化智能码头系统。**智能码头升级既是技术潮流，也是公司开拓的新增长点。自动化码头主要由两套系统构成，一套是设备控制系统 (ECS)，是串联起岸桥、轨道吊和 AGV 的设备控制系统，另一套是码头管理系统 (TOS)，负责整个项目的生产调度，好比码头的“大脑”。前者由公司开发，而后者则由码头方负责，最后整体由公司进行集成。

1. 全球经济回暖，带动港口集装箱复苏

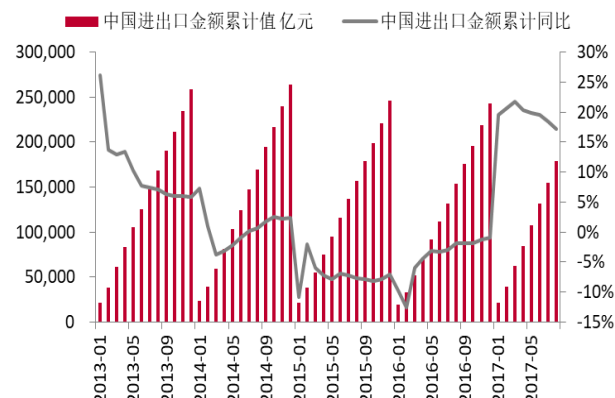
- **2017年，随着全球经济步入回暖，全球贸易也将持续上涨。**IMF在10月发布《世界经济展望》中预测2017年全球GDP增速将达3.6%，比年初预测上调0.2pct，比2016年增速上升0.4pct；预测2018年为3.7%；WTO将2017年全球贸易增长预测从2.4%上调至3.6%，2016年仅为1.3%，同时预测2018年全球贸易增速为3.2%。
- **2017年以来，国内经济稳中向好，进出口数据亮眼。**根据海关统计，2017年上半年，我国货物贸易进出口总额13.14万亿元人民币，比2016年同期增长19.6%。其中，出口7.21万亿元，增长15%；进口5.93万亿元，增长25.7%。
- **集装箱海运量大幅回升，全球港口集装箱吞吐量增长强劲。**根据知名航运分析机构Alphaliner统计，2017年上半年全球港口集装箱吞吐量增长为6.7%，第三季度全球港口集装箱吞吐量也呈增长趋势。由于多个地区港口吞吐量的增长，Alphaliner将2017年全球港口集装箱吞吐量增速上调至6%，此前预期仅为2%-3%。

图表 11：全球经济与贸易有望逐渐复苏



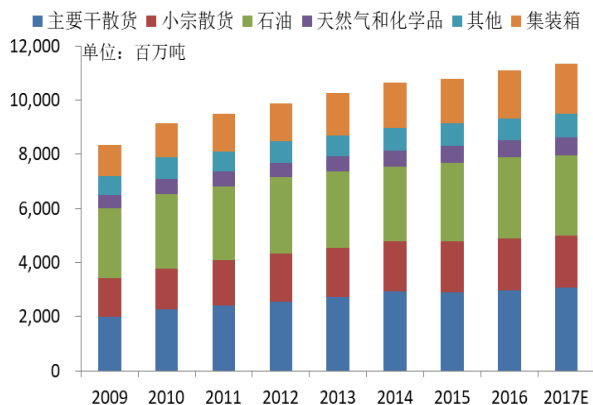
来源：IMF, WTO, 中泰证券研究所

图表 12：中国进出口金额恢复较高增长



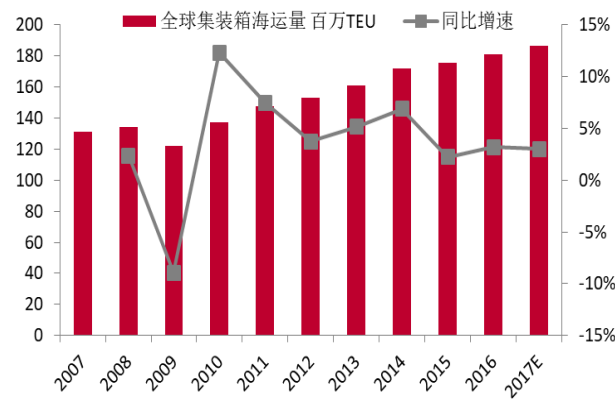
来源：wind, 海关总署, 中泰证券研究所

图表 13：全球海运量稳步上升



来源：Clarkson, 上海国际航运研究中心, 中泰证券研究所

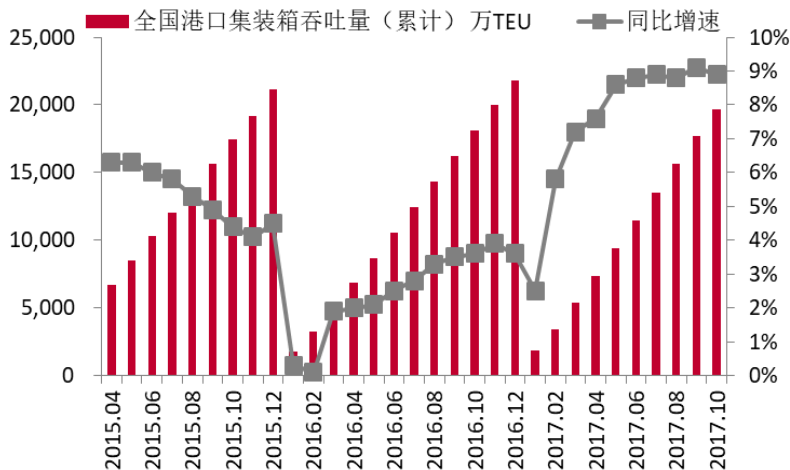
图表 14：全球集装箱海运量有望超预期



来源：Clarkson, 上海国际航运研究中心, 中泰证券研究所

- **中国港口业务增长强势回升。**2017 年以来，全球经贸态势回暖提振港口外贸运输需求,国内货物吞吐量增长明显。2017 年 1-10 月全国港口完成货物吞吐量 105.5 亿吨，同比增长 7.4%。其中，全国港口完成集装箱吞吐量 1.97 亿标箱，同比增长 8.9%，增速较去年同期增加 5.3pct。

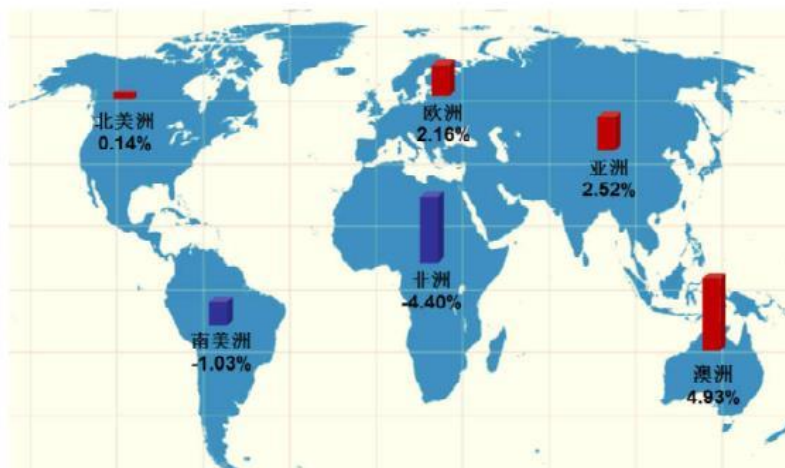
图表 15：中国港口集装箱吞吐量同比大幅上涨



来源：中国港口网，中泰证券研究所

- **未来亚太地区货运增长仍将引领全球。**2016 年全球主要港口吞吐量以澳洲、亚洲增长最强劲，我们认为未来亚太地区增速仍将引领全球。拉美、非洲地区受主要经济体经济增长缺乏持续动力影响，贸易量下滑，港口吞吐量均出现一定程度萎缩。

图表 16：2016 年全球主要港口吞吐量增长以亚太地区最高



来源：上海国际航运研究中心，中泰证券研究所

2. “一带一路”沿线港口建设仍有较大需求，港机龙头将受益

- “一带一路”建设已经成为全球投资的最大热点。商务部数据显示，2016

年全年中国企业对“一带一路”沿线国家直接投资 145.3 亿美元。截至 2016 年年底，中国企业在“一带一路”沿线国家建立初具规模的合作区 56 个，累计投资 185.5 亿美元。共建“一带一路”，港口是核心，是发展“先行官”，从全球城市的成长轨迹看，港口仍然是区域经济发展的重要驱动力，大量的港口建设必然催生对港口机械的需求。

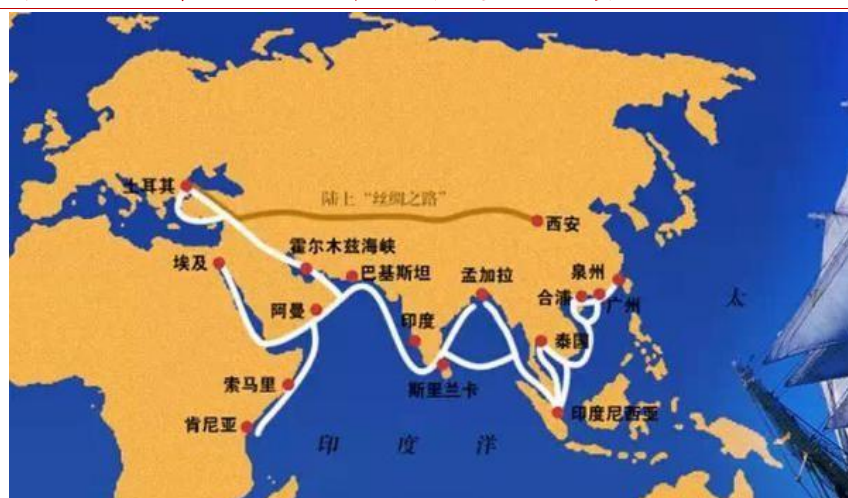
- 根据伦敦投行 GrisonsPeak 的统计，在截至 6 月的过去一年中，中国企业累计宣布对 9 个海外港口的投资计划，总金额达到 201 亿美元，而据英国《金融时报》统计，去年同期这一金额仅为 99.7 亿美元。

图表 17: 近年中国企业参与多项“一带一路”沿线港口投资

投资企业	投资项目	股权	投资金额	运营状况	时间
招商局港口	吉布提港口和自贸区		5.8 亿美元	在建	2016
大连港集团					
上港集团	以色列 海法新港 (25 年特许经营权)			在建	2015
	土耳其 Kumport 码头	65%		运营	2015
	新加坡 中远-新港码头	49%		在建	2016
	希腊 比雷埃夫斯港	67%	3.68 亿欧元	运营	2016
中远海运	荷兰 Euromax 码头	35%	1.25 亿欧元	运营	2016
	阿联酋 阿布扎比哈里发码头二期	90%	7.38 亿美元	在建	2016
	意大利 瓦多码头	40%	705 万欧元	在建	2016
	西班牙 Noatum 港口	51%	2.03 亿欧元	运营	2017
中国海外港口控股有限公司	巴基斯坦 瓜达尔港		1.98 亿美元	在建	2016
中国港湾工程公司	几内亚 科纳克里港口		7 亿美元		2016
宁波舟山港	印尼 丹戎不碌港	20%	5.9 亿美元	竞标	2017
北部湾港集团	文莱 摩拉港	51%		运营	2017
中国交通建设集团	斯里兰卡 科伦坡港口城		14 亿美元	在建	2017

来源：中国港口网，中泰证券研究所

图表 18: “一带一路”沿线有望迎来较多港口投资



来源：国际船舶网，中泰证券研究所

3. 全自动化智能码头升级，创新驱动港机业务步入新发展轨道

- 公司首创的第四代自动化码头系统提升港口工作效率，并大幅削减人工成本。**公司自动化码头已获得厦门远海码头、青岛港、洋山港和阿布扎比哈里发二期集装箱码头订单。以12月10日开港的上海洋山港四期码头为例，这座全自动化码头又被称为“魔鬼码头”！实现了码头集装箱装卸、水平运输、堆场装卸环节的全过程智能化的操作。洋山四期作业效率在不远的将来会达到40箱/小时（人工操作普遍不到25箱/小时），远超人工码头的作业效率，减少人工70%。此外，自动化码头还能24小时不间断作业，保证操作工人人身安全，工作环境也得到极大改善，而且电力驱动，节能环保。

图表 19：国内已建成三座自动化码头

项目	自动化设备与系统	投资金额
厦门远海码头	1个泊位，3台双小车岸桥、16台轨道吊、18台AGV、自动化码头装卸系统	6.58亿元人民币
青岛港自动化码头	3个泊位，7台远程操控双小车岸桥、20台自动化轨道吊、38台自动化引导车(L-AGV)、1台固定吊、码头的设备控制管理系统	1.6亿美元
洋山港自动化码头	3个泊位，10台岸桥、30台自动化轨道吊、码头的设备控制管理系统	1.74亿美元
阿布扎比哈里发二期集装箱码头	多台岸桥、自动化轨道吊、空箱吊以及固定吊	1.7亿美元

来源：公司公告，中国港口网，中泰证券研究所

- 公司与微软展开合作，开启港口运营数字化转型新纪元。**针对码头设备数据本地化、离散化这一痛点，公司采用公有云平台 Microsoft Azure 并使用物联网技术构建自动化码头解决方案，从港口设备收集全面的数据获得业务洞察力，并且实现全球化的地域覆盖，为客户提供全生命周期的服务。

公司通过使用 Microsoft Azure 智能云与物联网服务构建的自动化码头解决方案原型系统已经在部分码头开始试验，预期在正式推向市场以后，将会为公司自身和客户带来显著收益。

- 发挥客户资源优势，通过商业模式创新提供港机全生命周期服务，与客户实现共赢。**为保证设备完好和维修及时，目前各码头往往自己储备大量的备件，并适时往“仓库”中加货，一定程度上增加了码头的仓储、物流成本。公司拥有全球最大的码头客户资源，通过大数据搭建全球港机备件供应平台，有望为客户解决这一痛点，并逐步主导全球港机备件售后服务市场。根据测算，集装箱港机备件损耗量约为3美元/TEU，根据全球航运咨询机构 Drewry 统计，2016年全球港口吞吐量约为7亿TEU，到2017年有望达8亿TEU，静态统计，全球集装箱港机备件市场每年约为21-24亿美元。目前全球备件市场集中度非常分散，假设公司通过港机备件供应平台获得30%的市场份额，每年可贡献营收6-7亿美元。

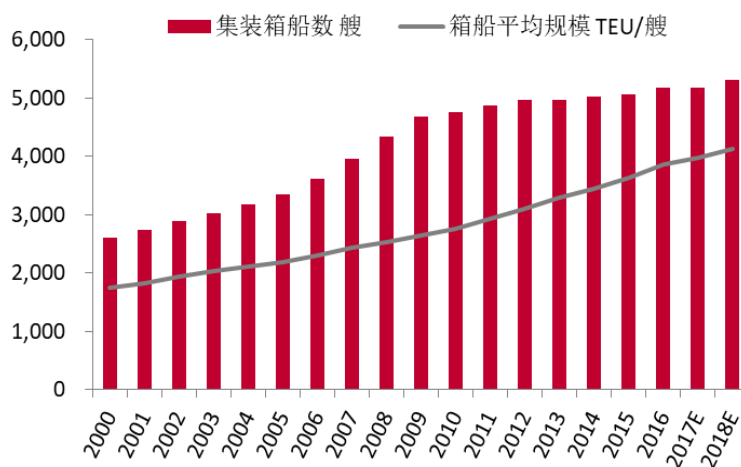
图表 20: 公司开启港口运营数字化新时代



来源: 微软官网, 中泰证券研究所

- **船舶大型化促进港口智能化升级。**由于降低单箱运输成本、新巴拿马运河通航等因素影响, 船舶持续向大型化发展。船舶大型化必然引发对港口集散效率的诉求, 传统码头的自动化、智能化升级未来将成为新的趋势, 附加值高的自动化港口机械将受益于港口技术升级。

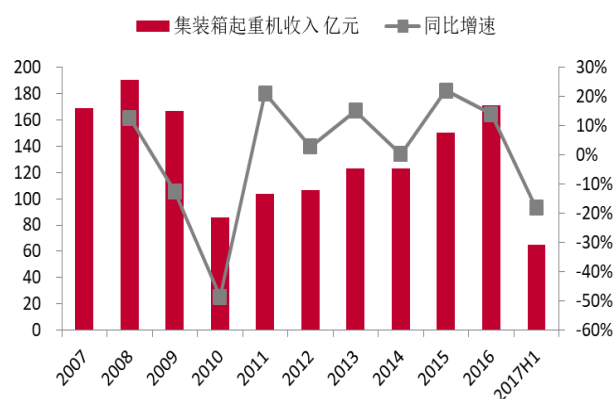
图表 21: 船舶大型化将促进港口智能化升级



来源: Alphaliner, 中泰证券研究所

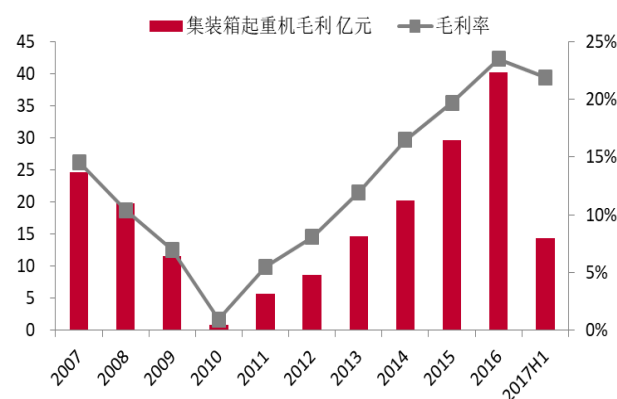
- **公司港机全球市场占有率高达 82%, 毛利率有望继续攀升。**自 1998 年起, 振华港机已经连续 18 年港口机械市场占有率全球排名第一, 2016 年达到 82% 的历史高点。公司 2016 年新签港机订单达 26.17 亿美元, 2017 年年初公司跟踪订单达 28 亿美元, 港机业务较为稳定。集装箱起重机械业务占公司主营收入的 60% 以上, 产品毛利率由 2010 年的低点反弹, 并且持续攀升, 2016 年达到 23.5% 的高点, 随着公司内部管理水平提升、成本控制得到改善及自动化码头等附加值高的产品逐渐打开市场, 公司盈利水平有望得到持续提升。

图表 22：集装箱起重机营收出现下滑



来源：wind，中泰证券研究所

图表 23：集装箱起重机毛利率持续走高



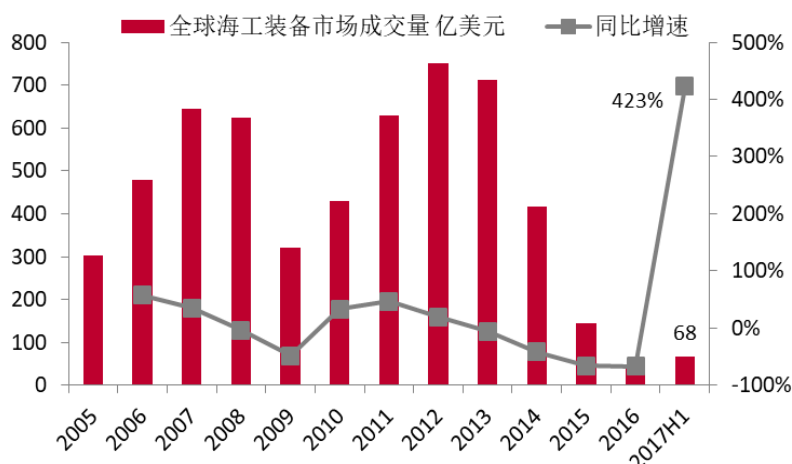
来源：wind，中泰证券研究所

三、海工装备：油价企稳，风险释放充分，未来业绩弹性大

- 公司从 2004 年起进入海工领域，目前，已经形成了海洋工程船、海洋石油平台和海工核心配套件三大块重点业务板块。
- 目前公司已成功建造出全球最大起重船“振华 30 号”、亚洲最先进的绞吸式挖泥船“天鲲号”等高端海工装备。
- 工程船中的大型浮吊已经处于世界先进水平，海上铺管船和部分核心配套件已经位于国内领先水平。
- 中国交建全资子公司香港振华工程于 2010 年收购全球著名海工设计公司 Friede Goldman United (F&G) 100% 股权，依托 F&G 在设计领域的优势，公司在海工装备制造领域不断获得突破。

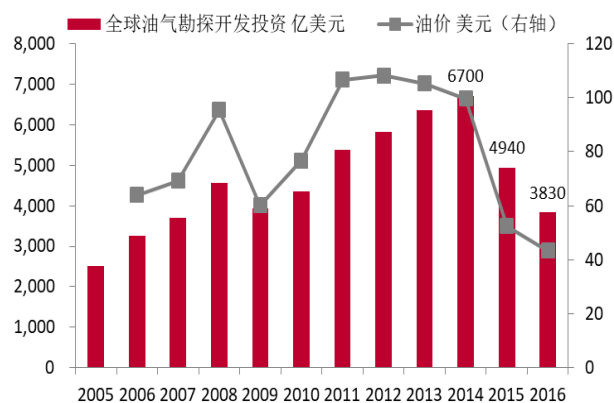
1. 油价企稳，海工市场趋暖

- **2016 年海工投资触底，2017 年有望回升。**2016 年全球油气行业资本支出较 2015 年再度萎缩。英国巴克莱银行对全球 200 家油气公司的调查，2016 年全球油气勘探开发投资规模约为 3830 亿美元，较 2015 年下滑约 22%。
- **2017 年上半年全球海工装备市场有所回暖，全球成交额为去年同期 5 倍。**由于油价基本稳定在 50-65 美元/桶以及海上油气开发成本削减，全球海上油气开发热情有所恢复，上半年全球海工装备成交额推升至 68 亿美元，共 25 座/艘，去年同期为 13 亿美元，36 座/艘。

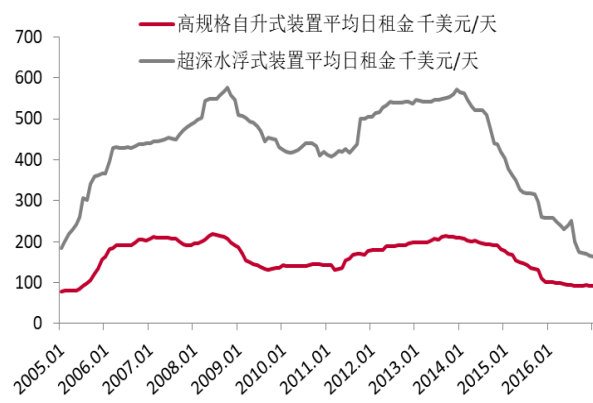
图表 24：2017 年上半年全球海工装备成交量有所回暖


来源：国际船舶网，中泰证券研究所

- 从全球海工装备市场发展态势来看，市场显露出触底迹象。**运营市场中装备利用率、租金水平等指标基本停止下跌，部分装备市场指标甚至略有抬升，退租现象明显减少，海上油气项目 FID 和装备新租约有所增多，部分抄底行为也开始浮现。未来海工市场的走势有赖于油价的复苏情况。

图表 25：全球油气勘探开发投资有望触底回升


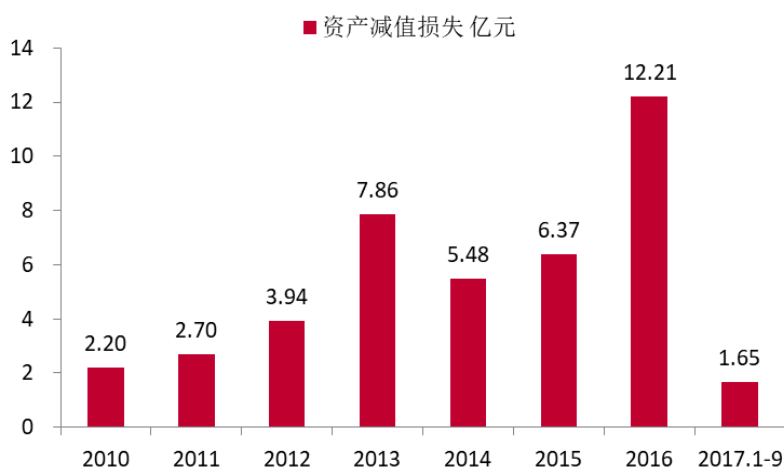
来源：Barclays，中泰证券研究所

图表 26：数据显示平台租金已触底


来源：Clarkson，中泰证券研究所

2. 资产减值损失计提充分，有望提供较大业绩弹性

- 资产减值损失计提充分，海工减负前行，未来海工业务有望提供较大业绩弹性。**公司 2017 年前三季度计提资产减值损失 1.65 亿元，较去年同期 6 亿元资产减值大幅缩减。2010 年至今共计提资产减值超过 42 亿元，值得注意的是，2017 年第三季度单季度资产减值冲回近 3000 万元，我们认为公司海工资产减值已计提充分，风险出清，在手订单受油价波动影响较小，未来有望提供较大业绩弹性。

图表 27：公司 2017 年资产减值损失大幅缩减


来源：wind，中泰证券研究所

3. 中国交建可转债有望助力工程船舶业务，增厚海工板块业绩

- 中国交建超 24 亿可转债有望助力公司工程船舶业务。**中国交建 9 月发布公告，拟公开发行不超过 200 亿元 A 股可转换公司债券，11 月获得国务院国资委批复。其中工程船舶购置项目拟使用资金 24.6 亿元，公司在多项工程船舶项目中具有核心竞争优势。如果可转债工程船舶购置项目顺利推进，有望较大增厚公司海工业绩。

图表 28：中国交建可转债工程船舶购置项目

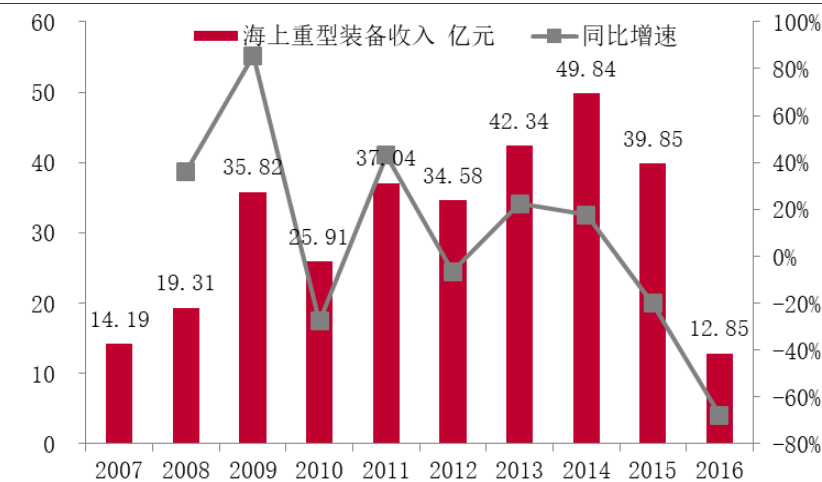
项目	数量 (艘)	投资总额 (万元)	2017 年	2018 年	2019 年
自航式沉管运输安装一体船	1	45,000	11,950	19,450	13,600
整平船	1	23,000	3,450	9,200	10,350
供料锁固船	2	12,000	1,800	6,600	3,600
130 米打桩船	1	20,000	7,000	4,000	9,000
起重船	1	45,000	1,950	32,000	11,050
10000t 半潜驳	2	21,200	4,000	12,700	4,500
4000sp 海洋拖轮	2	8,000	-	6,000	2,000
120m 大型打桩船	1	15,000	4,500	9,000	1,500
自升式风电安装船	1	30,000	-	21,000	9,000
7000HP 拖轮	1	7,000	-	4,900	2,100
非自航式半潜驳	1	20,000	3,000	17,000	-
合计	14	246,200	37,650	141,850	66,700

来源：中国交建公告，中泰证券研究所

- 海洋工程业务未来业绩弹性大。**受低迷的行业环境影响，海工业务订单承接量大幅下降，海工业务拓展面临着巨大压力。根据公司半年报，2017 年上半年，海工和钢结构相关业务新签合同额共计为 2.57 亿美元，同比增长 16%，其中，钢结构业务新签订单 1.47 亿美元，海工仅为 1.1 亿美元。我们认为，当前油气行业景气度不高的大环境下，公司海工业务

复苏尚需耐心等待，公司近年资产减值计提较为充分，风险出清，并依托中交集团在交通基建领域的雄厚实力，海工、工程船舶业务订单量、交付率有望得到较大改善。

图表 29：公司海工装备业务有望触底反弹



来源：公司公告，中泰证券研究所

四、其他业务：投融资持续增长，海服抢占高端特运市场

1. PPP 接连获得订单，投融资业务持续增长

- **2017 年上半年公司已获得 PPP 项目订单近 45 亿元。**背靠中国交通建设集团，公司与其旗下多家公司合作参与了多项 PPP 项目，涉及项目涵盖公路、桥梁、港口等领域，未来还有可能参与更多领域的项目。2016 年，公司 PPP 投资建设项目新签合同额达 100.21 亿元人民币。目前 PPP 业务现已为公司提供稳定的现金流，公司成立了投资集团，投融资业务未来将持续增长。

图表 30: 公司中标多个 PPP 项目

时间	项目	金额/亿元	建设期/年	回购期/年	关联方
2017	安吉至洞头公路永嘉巽宅至桥下段工程	11.19	3	12	中交第一公路工程局有限公司
2017	东明县核心区棚户区改造安置房及配套设施建设项目	27			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
2017	南通市洋口港区桥梁和液化码头工程 (PPP+EPC)	17.7	2	10	中交华东投资、中交第二航务工程局
2016	湘潭下摄司经易俗河至花石公路一期工程	20	3	12	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	淮安市淮阴港区城东作业区、交通基础设施	28.55	2	6	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	镇江市高校园区生活配套及基础设施综合投资建设项目	60	2	3	中交第二航务工程局、中交华东投资有限公司、中交公路规划设计院、中交第一航务工程局、中交第三航务工程局、中交第一公路工程局、中交第三公路工程局、中交第四公路工程局
2015	江苏启东吕四港区环抱式港池 PPP 项目	20	2	10	中交天津航道局有限公司
2015	江苏中关村科技产业园基础设施和公用事业项目一期工程	37	2	4	中国交建旗下 10 家子公司

来源: 公司公告, 公司官网, 中泰证券研究所

2. 海服集团与公司业务协同效应良好, 抢占高端特种运输市场

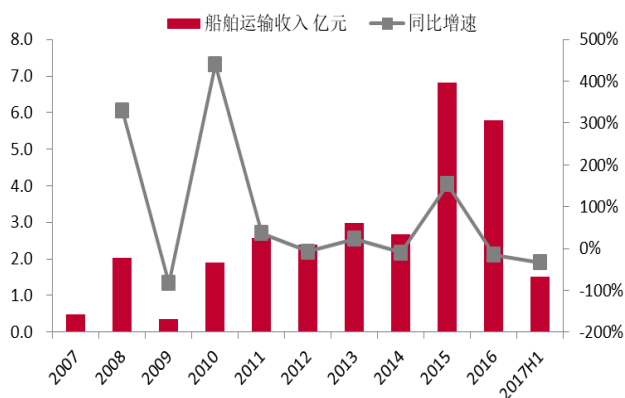
- 公司已成立了海服集团, 专职承担海上服务业务, 业务范围包括运输、海洋工程服务、海上风电等。在海洋运输方面, 公司目前有 26 艘 6-10 万吨级整机运输船, 其中 4 艘为半潜式自航船, 每艘可装 4-6 台调试完好的集装箱岸桥或大件货物跨海越洋运往全世界港口及用户, 极大缩短了交货周期, 与公司港机、风电、海工、大型钢结构等业务协同效应良好。
- 外延收购发力高端船运业务。公司下属全资子公司香港振华出资 6350 万美元增持和购买 GPO 旗下 Greenland Heavylift(Hong Kong) Limited 50% 股权, 保留后期以 1 美元增持其股权至 51% 的权利。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。

世界上主要有四家公司经营半潜船业务, 处于寡头垄断状态。除了中远海特外, 另外三家分别是荷兰道克维斯(DOCKWISE)航运公司、挪威 OCEAN HEAVYLIFT(OHT)公司和荷兰 FAIRSTAR 公司。有别于普通货运船舶, 半潜船市场是特种船运输的高端市场, 主要承运海上石油钻井平台、桥吊、驳船、舰艇、挖泥船等重量在 1000 吨以上的超大型货物和海上工程设备, 对于技术和管理经验有着较高的专业要求, 也相应具有较高的壁垒, 过往几年, 半潜船的盈利水平也优于其他船型。

- 船舶运输业务以内部服务为主, 未来拓展对外服务盈利水平有望提升。2017 年上半年, 公司船舶运输业务收入 1.52 亿元, 同比下降了 33%, 毛利率为 53%, 比去年同期减少了 7.4 个百分点。目前公司海运服务以内部服务为主, 随着公司积极参与 PPP 项目、大型钢结构业务以及海工

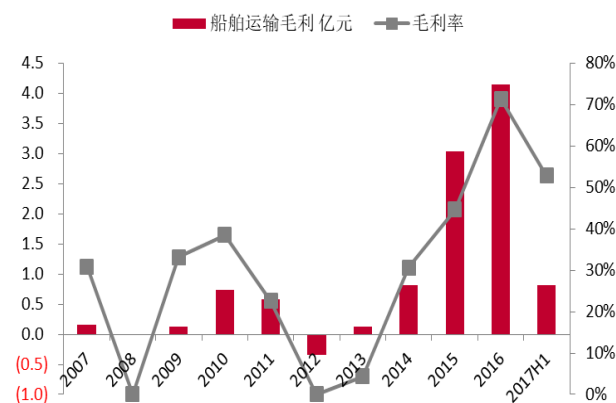
业务的拓展，公司的海服业务将更加专业化，知名度更高，对外服务的扩展有望获得更高的盈利水平。

图表 31：船舶运输业务受航运低迷影响有所下滑



来源：wind，中泰证券研究所

图表 32：船舶运输业务毛利率近年维持较高水平



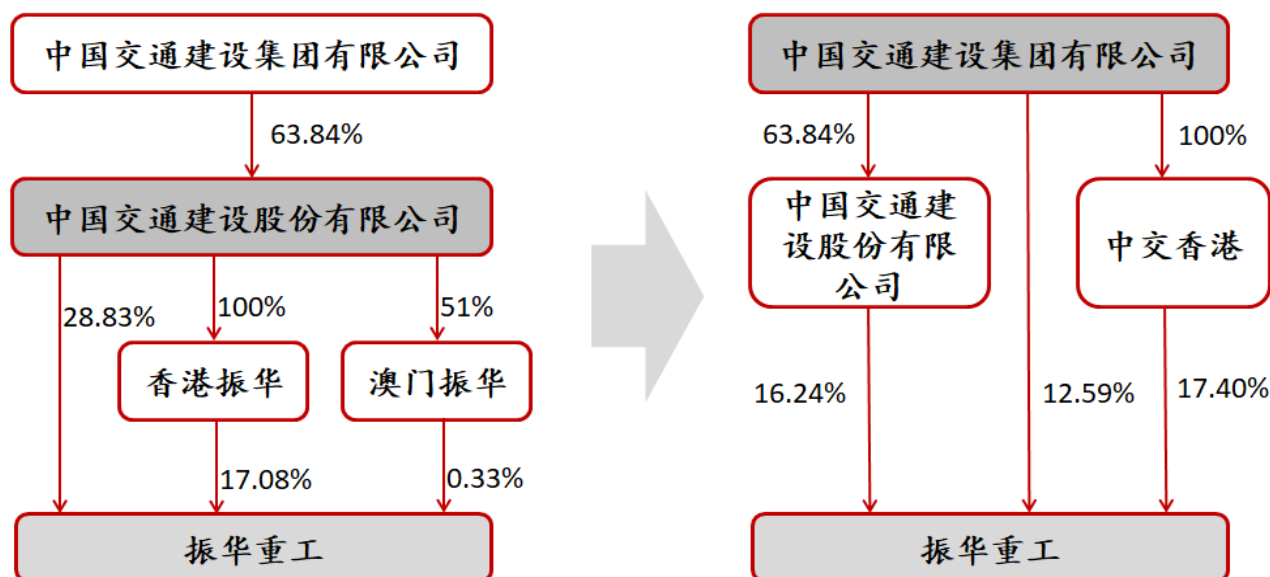
来源：wind，中泰证券研究所

五、控股股东变更为中交集团，关注集团旗下装备类资产

1. 控股股东变更为中交集团，国企改革有望加速

- **公司控股股东变更已获通过，国企改革有望加速。**公司 2017 年 7 月发布公告，公司控股股东中国交建通过协议转让向实际控制人中国交通建设集团有限公司（中交集团）及其在香港设立的全资子公司“中交香港”转让合计 13.2 亿股股份（占公司股份总数的 29.99%），本次权益变动后，公司控股股东由中国交建变更为中交集团，但不会导致公司实际控制权发生变更。根据公司 2017 年 10 月发布的公告，股份转让已通过国务院国资委的同意。
- 中交集团是国有资本投资试点单位之一，随着振华重工由中交集团孙公司变为子公司，集团层面的国企改革迈出重要一步，或将加速进行。此外，公司为中交集团旗下唯一装备类上市公司，有望打造成为集团旗下海洋、陆地、岸边齐头并进的装备平台企业。

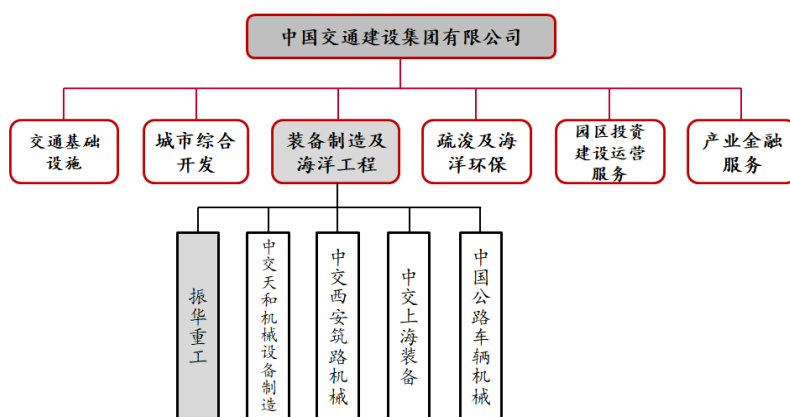
图表 33：公司控股股东变更为中交集团，由孙公司变为子公司



来源：公司公告，中泰证券研究所

2. 依托中交集团，关注集团旗下装备类资产

- 中交集团是国有资本投资公司试点单位之一，装备制造及海洋重工为集团六大支柱产业之一。中国交通建设集团有限公司提出以试点改革为契机，形成“一台六柱”的改革总体框架，“一台”是指以管资本为主，将中交集团打造成为基础设施领域的投资控股集团，“六柱”是指根据集团现有产业基础和优势，进行交通基础设施、城市综合开发、装备制造及海洋重工、疏浚及海洋环保、园区投资建设运营服务、产业金融服务六大支柱产业方向布局，打造世界领先的交通基础设施投资建设运营产业集团。
- 振华重工为中交集团装备类唯一的上市公司。目前集团装备板块还有中交天和机械设备制造、中交西安筑路机械、中交上海装备、中国公路车辆机械。

图表 34：中交集团一台六柱战略，振华为装备类唯一上市公司


来源：中国经济网，中泰证券研究所

- **中交天和机械设备制造公司**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。**振华重工持有中交天和 32.51% 股权**，并通过对中交天和机械设备制造有限公司章程的修订、董事会的改组以及中与中交天和的股东方之一的中交股份签署了一致行动人协议，取得该公司累计 55.98% 的股东会及 80% 的董事会的表决权。2017 年上半年实现净利润 1466 万元。
- **中交西安筑路机械有限公司**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，总资产 15 亿元。2017 年上半年实现净利润 1.93 亿元。
- **中交上海装备工程有限公司**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，总资产 7 亿元。2017 年上半年实现净利润 910 万元。
- **中国公路车辆机械有限公司**是以公路客车、汽车挂车、专用汽车整车及零部件生产经营为主，包括科研设计、生产开发和贸易服务的国有企业，总资产 20 亿元。2017 年上半年实现净利润 45 万元。

六、盈利预测与估值

- **核心假设：**全球贸易复苏平稳，海运反弹可持续，油价持续企稳，“一带一路”港口建设推进。
- 公司为全球港机龙头，连续 18 年在港机市场市占率排名第一。近年在海工、海服、投资等业务领域持续发力，各大业务领域形成良好的协同效应。随着全球经济及贸易的复苏，公司港机业务盈利水平得到改善，依托中交集团承接国内外主要大型基建项目，受益于“一带一路”港口建设和 PPP 投资热潮。经过近年的大幅计提资产减值，公司海工风险释放较为充分，资产质量显著提升，具有较高的安全边际。
- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 241/269/295 亿元，同比分别

增长-1%/12%/10%；归属于母公司净利润分别为 3.13/4.44/6.22 亿元，同比分别增长 47%/42%/40%；EPS 分别为 0.07/0.10/0.14 元，对应 PE 为 78/55/39 倍。考虑经过大幅计提，公司资产质量显著提高。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 35：对比同类公司，PB 估值平均在 2.4 倍

上市公司	股价(元)	EPS				PE				PB
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
振华重工	5.54	0.05	0.07	0.1	0.14	115	78	55	39	1.62
中信重工	4.06	-0.37	-0.09	0.03	0.01	-	-	135	406	2.65
华东重机	11.75	0.03	0.13	0.51	0.65	398	90	23	18	2.87
天桥起重	5.27	0.11	0.13	0.15	0.18	50	41	35	29	2.5
中国船舶	24.67	-1.89	0.17	0.53	0.74	-	145	47	33	2.32
中国重工	6.18	0.04	0.06	0.06	0.05	169	103	103	124	1.81
中船科技	13.53	-0.06	0.2	0.31	0.4	-	68	44	34	2.75
中集集团	19.42	0.18	0.99	1.19	1.36	107	20	16	14	1.88
平均(不计入振华重工)						181	78	58	94	2.40

来源：中泰证券研究所（股价更新至 2017.12.10，除中集集团、中国船舶外估值均为 wind 一致性预期）

图表 36：公司历年 PE 变动情况



来源：wind，中泰证券研究所

图表 37：公司历年 PB 变动情况



来源：wind，中泰证券研究所

七、风险提示

- 海工装备业务低迷风险：海工装备业务受油价波动的影响，如果油价持续低位运行，海工业主的设备投资意愿与能力均受限，海工装备新订单将减少，同时，在手订单的交付也有可能被拖延甚至出现弃单；
- 全球贸易低于预期风险：公司港机业务对贸易的依赖性较高，如果全球贸易景气度下降，港口公司营收将下滑，对港口机械的投资额将会减少，公司港机业务将受到不利影响；
- 国企改革低于预期风险：国企改革需依照国家宏观政策、相关主管部门的统筹规划推进，因此，在国企改革的时间节点、改革深度等方面存在低于预期的风险。

图表 38：振华重工 3 张表预测
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	25,477	23,272	24,348	24,113	26,898	29,505
增长率	9.81%	-8.7%	4.6%	-1.0%	11.5%	9.7%
营业成本	-22,029	-19,717	-19,728	-20,188	-22,360	-24,537
% 销售收入	86.5%	84.7%	81.0%	83.7%	83.1%	83.2%
毛利	3,448	3,555	4,620	3,925	4,538	4,968
% 销售收入	13.5%	15.3%	19.0%	16.3%	16.9%	16.8%
营业税金及附加	-137	-25	-152	-145	-161	-179
% 销售收入	0.5%	0.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-73	-79	-100	-109	-121	-129
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
管理费用	-1,508	-1,551	-1,759	-1,784	-2,017	-2,213
% 销售收入	5.9%	6.7%	7.2%	7.4%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	1,731	1,900	2,609	1,887	2,238	2,446
% 销售收入	6.8%	8.2%	10.7%	7.8%	8.3%	8.3%
财务费用	-1,308	-1,533	-1,219	-1,210	-1,291	-1,330
% 销售收入	5.1%	6.6%	5.0%	5.0%	4.8%	4.5%
资产减值损失	-548	-637	-1,221	-630	-650	-500
公允价值变动收益	-124	-21	29	-9	0	0
投资收益	371	498	119	329	315	254
% 税前利润	208.6%	183.4%	32.1%	77.4%	47.0%	27.4%
营业利润	122	207	316	367	613	870
营业利润率	0.5%	0.9%	1.3%	1.5%	2.3%	3.0%
营业外收支	56	65	53	58	59	56
税前利润	178	272	369	425	671	927
利润率	0.7%	1.2%	1.5%	1.8%	2.5%	3.1%
所得税	-21	-78	-62	-81	-144	-177
所得税率	11.9%	28.5%	16.7%	19.0%	21.4%	19.0%
净利润	157	194	307	344	528	750
少数股东损益	-46	-18	95	32	84	129
归属于母公司的净利润	202	212	212	313	444	622
净利率	0.8%	0.9%	0.9%	1.3%	1.7%	2.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	157	194	307	344	528	750
少数股东损益	0	0	0	32	84	129
非现金支出	1,863	1,980	2,506	2,045	2,338	2,420
非经营收益	990	1,294	1,032	903	987	1,090
营运资金变动	-3,873	-5,300	-2,187	-1,285	-233	-614
经营活动现金净流	-864	-1,832	1,658	2,039	3,702	3,775
资本开支	785	2,017	1,144	2,555	3,430	2,844
投资	-1,551	4,044	-488	-552	0	0
其他	479	539	906	320	315	254
投资活动现金净流	-1,856	2,566	-726	-2,786	-3,114	-2,589
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	3,769	-2,328	503	1,995	1,295	343
其他	-2,630	2,050	-276	-1,313	-1,800	-1,400
筹资活动现金净流	1,139	-278	227	682	-505	-1,058
现金净流量	-1,581	456	1,159	-65	84	129

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,491	2,458	3,597	3,500	3,500	3,500
应收款项	4,710	4,806	5,264	6,186	6,862	7,537
存货	4,467	5,786	6,776	7,507	8,312	9,119
其他流动资产	15,382	15,623	13,949	14,163	14,263	14,318
流动资产	28,050	28,673	29,586	31,355	32,938	34,474
% 总资产	48.3%	48.6%	48.6%	49.2%	49.6%	50.4%
长期投资	7,095	6,729	7,780	8,331	8,331	8,331
固定资产	18,879	19,233	19,048	19,527	20,612	21,099
% 总资产	32.5%	32.6%	31.3%	30.6%	31.0%	30.8%
无形资产	3,590	3,973	3,905	3,994	4,059	4,052
非流动资产	29,975	30,348	31,238	32,357	33,508	33,987
% 总资产	51.7%	51.4%	51.4%	50.8%	50.4%	49.6%
资产总计	58,025	59,021	60,824	63,712	66,446	68,461
短期借款	23,904	25,054	22,285	21,280	19,576	16,918
应付款项	7,728	9,284	8,526	9,130	10,403	11,275
其他流动负债	3,819	5,718	7,077	7,462	7,099	7,149
流动负债	35,451	40,057	37,889	37,872	37,078	35,343
长期贷款	2,550	1,762	3,925	6,925	9,925	12,925
其他长期负债	4,735	1,623	2,845	2,845	2,845	2,845
负债	42,736	43,442	44,659	47,642	49,848	51,114
普通股股东权益	14,671	14,662	14,874	14,748	15,192	15,814
少数股东权益	618	917	1,290	1,322	1,406	1,534
负债股东权益合计	58,025	59,021	60,824	63,712	66,446	68,461

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.046	0.048	0.048	0.071	0.101	0.142
每股净资产 (元)	3.342	3.340	3.388	3.359	3.460	3.602
每股经营现金流 (元)	-0.197	-0.417	0.378	0.457	0.824	0.831
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.38%	1.45%	1.43%	2.12%	2.92%	3.93%
总资产收益率	0.35%	0.36%	0.35%	0.50%	0.68%	0.92%
投入资本收益率	4.36%	4.08%	6.99%	4.69%	5.12%	5.58%
增长率						
营业总收入增长率	9.81%	-8.65%	4.62%	-0.97%	11.55%	9.69%
EBIT 增长率	598.78%	9.78%	37.31%	-27.66%	18.60%	9.31%
净利润增长率	44.61%	5.04%	0.00%	47.13%	42.04%	40.07%
总资产增长率	17.51%	1.82%	2.81%	4.75%	4.29%	3.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.9	59.5	60.9	78.0	78.0	78.0
存货周转天数	86.8	94.9	116.2	135.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	70.9	96.6	97.8	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	216.0	248.8	229.9	247.7	249.9	243.9
偿债能力						
净负债/股东权益	175.06%	156.50%	139.87%	153.71%	156.63%	151.83%
EBIT 利息保障倍数	1.3	1.2	2.1	1.6	1.7	1.8
资产负债率	73.35%	73.33%	73.08%	74.47%	74.73%	74.37%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		