

**评级：增持(维持)**

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

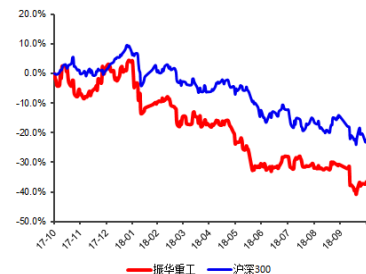
Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

研究助理：许忠海

Email: xuzh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 5268     |
| 流通股本(百万股) | 3322     |
| 市价(元)     | 3.15     |
| 市值(百万元)   | 16594.20 |
| 流通市值(百万元) | 10464.30 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 《振华重工(600320)深度：全球港机龙头，海工装备风险释放；国企改革有望提速》-2017.12.11
- 2 《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
- 3 《中国船舶(60010)深度：船舶龙头，受益全球航运复苏、央企混改》-2017.09.03

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2016A  | 2017A   | 2018E  | 2019E   | 2020E  |
|-----------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 24,348 | 21,859  | 24,405 | 27,168  | 30,080 |
| 增长率 yoy%  | 4.62%  | -10.22% | 11.65% | 11.32%  | 10.72% |
| 净利润(百万元)  | 212    | 300     | 362    | 771     | 1,068  |
| 增长率 yoy%  | 0.00%  | 41.32%  | 20.73% | 112.74% | 38.58% |
| 每股收益(元)   | 0.04   | 0.06    | 0.07   | 0.15    | 0.20   |
| 每股现金流量    | 0.31   | 0.25    | -0.13  | 1.22    | -0.18  |
| 净资产收益率    | 1.40%  | 2.00%   | 2.13%  | 4.56%   | 5.37%  |
| P/E       | 78     | 55      | 46     | 22      | 16     |
| PEG       | 1.68   | 0.93    | 1.66   | 0.46    | 0.26   |
| P/B       | 1.09   | 1.11    | 0.97   | 0.98    | 0.83   |

**投资要点**
**■ 事件：三季度业绩增长14%，经营性现金流有所改善**

公司发布2018年三季报，2018年1-9月公司实现营收人民币147.9亿元，同比下滑2.7%，实现归母净利润1.95亿元，同比增长14.0%。公司三季度单季实现业绩约3300万元，同比下滑41%。

公司现金流状况有所好转，1-9月，公司经营性现金流净额达1.24亿元，同比增长34.8%。公司前三季度财务费用达11.7亿元，同比增长69.5%，主要因利息费用增加导致。同时，公司长期借款高达160.8亿元，较2017年底66.7亿元增长140%，较高的借款导致公司承担较大的财务负担，吞噬部分利润。

**■ 公司港机业务持续向好，港机全寿命周期服务开拓港机业务新增长点**

2018年上半年，公司集装箱起重机营收达70.8亿元，同比增长8.4%，占营业收入的70%。2018H1集装箱起重机业务毛利率达25%，同比增加了3.1pct，盈利质量持续向好。2018年上半年公司港口机械业务新签合同额为13.23亿美元，较去年同期增长34%。

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，逐步主导全球港机备件售后服务市场，为客户提供港机全寿命周期服务。根据测算，集装箱港机备件损耗量约为3美元/TEU，全球港口吞吐量约为7-8亿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，市场空间广阔，公司有望开拓港机业务新增长模式。

**■ 国际油价中枢上移，带动油服行业反弹，海工装备有望提供较大业绩弹性**

公司上半年海工和钢结构相关业务新签合同额合计为4.29亿美元，较去年同期增长66.93%，其中海工订单2.69亿美元，同比大幅增长145%。

此外，公司前三季度资产减值损失为8200万元，同比大幅下降50%，我们认为公司海工装备资产减值计提充分，风险出清，随着国际全球油气勘探资本支出持续回暖，海工装备业务未来有望提供较大业绩弹性。

**■ 投资建议：公司为全球港机龙头，连续多年在港机市场市占率排名第一。近年在海工、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。随着全球经济持续复苏，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。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，具有较高安全边际。我们判断公司业绩有望超市场预期。预计2018-2020年EPS分别为0.07/0.15/0.20元，对应PE为46/22/16倍。维持“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。**

**图表 1: 振华重工 3 张表预测**
**损益表 (人民币百万元)**

|                   | 2016A         | 2017A         | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业总收入</b>      | <b>24,348</b> | <b>21,859</b> | <b>24,405</b> | <b>27,168</b> | <b>30,080</b> |
| 增长率               | 4.6%          | -10.2%        | 11.6%         | 11.3%         | 10.7%         |
| 营业成本              | -19,728       | -18,019       | -20,102       | -21,929       | -24,037       |
| % 销售收入            | 81.0%         | 82.4%         | 82.4%         | 80.7%         | 79.9%         |
| 毛利                | 4,620         | 3,840         | 4,302         | 5,239         | 6,043         |
| % 销售收入            | 19.0%         | 17.6%         | 17.6%         | 19.3%         | 20.1%         |
| 营业税金及附加           | -152          | -114          | -146          | -158          | -175          |
| % 销售收入            | 0.6%          | 0.5%          | 0.6%          | 0.6%          | 0.6%          |
| 营业费用              | -100          | -121          | -136          | -151          | -167          |
| % 销售收入            | 0.4%          | 0.6%          | 0.6%          | 0.6%          | 0.6%          |
| 管理费用              | -1,759        | -1,742        | -1,945        | -2,138        | -2,387        |
| % 销售收入            | 7.2%          | 8.0%          | 8.0%          | 7.9%          | 7.9%          |
| 息税前利润 (EBIT)      | 2,609         | 1,862         | 2,075         | 2,792         | 3,313         |
| % 销售收入            | 10.7%         | 8.5%          | 8.5%          | 10.3%         | 11.0%         |
| 财务费用              | -1,219        | -758          | -1,203        | -1,178        | -1,090        |
| % 销售收入            | 5.0%          | 3.5%          | 4.9%          | 4.3%          | 3.6%          |
| 资产减值损失            | 1,221         | 825           | 562           | 562           | 642           |
| 公允价值变动收益          | 29            | -5            | 8             | -6            | 1             |
| 投资收益              | 119           | 123           | 178           | 178           | 178           |
| % 税前利润            | 4.2%          | 6.2%          | 10.8%         | 7.5%          | 5.9%          |
| 营业利润              | 2,758         | 2,047         | 1,621         | 2,348         | 3,044         |
| 营业利润率             | 11.3%         | 9.4%          | 6.6%          | 8.6%          | 10.1%         |
| 营业外收支             | 53            | -63           | 26            | 27            | -28           |
| 税前利润              | <b>2,811</b>  | <b>1,984</b>  | <b>1,647</b>  | <b>2,375</b>  | <b>3,017</b>  |
| 利润率               | 11.5%         | 9.1%          | 6.7%          | 8.7%          | 10.0%         |
| 所得税               | -62           | -92           | -120          | -286          | -396          |
| 所得税率              | 2.2%          | 4.7%          | 7.3%          | 12.0%         | 13.1%         |
| 净利润               | 307           | 329           | 403           | 964           | 1,336         |
| 少数股东损益            | 95            | 29            | 40            | 193           | 267           |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>212</b>    | <b>300</b>    | <b>362</b>    | <b>771</b>    | <b>1,068</b>  |
| 净利率               | 0.9%          | 1.4%          | 1.5%          | 2.8%          | 3.6%          |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2016A        | 2017A         | 2018E        | 2019E         | 2020E         |
|-----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 净利润             | 307          | 329           | 403          | 964           | 1,336         |
| 加: 折旧和摊销        | 1,285        | 1,343         | 1,314        | 1,382         | 1,486         |
| 资产减值准备          | 1,221        | 825           | 0            | 0             | 0             |
| 公允价值变动损失        | -29          | 5             | 8            | -6            | 1             |
| 财务费用            | 1,256        | 747           | 1,203        | 1,178         | 1,090         |
| 投资收益            | -119         | -123          | -178         | -178          | -178          |
| 少数股东损益          | 95           | 29            | 40           | 193           | 267           |
| 营运资金的变动         | 500          | -6,110        | -3,429       | 3,091         | -4,707        |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>1,658</b> | <b>1,332</b>  | <b>-679</b>  | <b>6,432</b>  | <b>-972</b>   |
| 固定资本投资          | 185          | -176          | -815         | -851          | -1,326        |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-726</b>  | <b>-1,682</b> | <b>-602</b>  | <b>-653</b>   | <b>-1,103</b> |
| 股利分配            | -439         | -439          | 0            | -907          | -940          |
| 其他              | 591          | 3,016         | 1,953        | -4,143        | 3,784         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>152</b>   | <b>2,577</b>  | <b>1,953</b> | <b>-5,050</b> | <b>2,844</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>1,085</b> | <b>2,227</b>  | <b>672</b>   | <b>729</b>    | <b>769</b>    |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2016A         | 2017A         | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金            | 3,597         | 5,770         | 6,442         | 7,172         | 7,940         |
| 应收款项            | 5,264         | 5,397         | 6,506         | 6,745         | 7,926         |
| 存货              | 6,776         | 7,071         | 8,377         | 8,475         | 9,998         |
| 其他流动资产          | 13,949        | 16,988        | 17,075        | 17,184        | 17,302        |
| 流动资产            | 29,586        | 35,226        | 38,400        | 39,575        | 43,166        |
| % 总资产           | 48.6%         | 52.2%         | 54.7%         | 55.9%         | 58.2%         |
| 长期投资            | 3,988         | 4,080         | 4,106         | 4,147         | 4,163         |
| 固定资产            | 15,023        | 17,335        | 16,905        | 16,446        | 16,367        |
| % 总资产           | 24.7%         | 25.7%         | 24.1%         | 23.2%         | 22.1%         |
| 无形资产            | 3,744         | 3,683         | 3,522         | 3,360         | 3,198         |
| 非流动资产           | 31,238        | 32,294        | 31,758        | 31,205        | 30,998        |
| % 总资产           | 51.4%         | 47.8%         | 45.3%         | 44.1%         | 41.8%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>60,824</b> | <b>67,520</b> | <b>70,158</b> | <b>70,780</b> | <b>74,165</b> |
| 短期借款            | 21,486        | 25,469        | 26,078        | 28,163        | 30,193        |
| 应付款项            | 8,526         | 10,065        | 9,137         | 12,672        | 10,786        |
| 其他流动负债          | 7,876         | 5,327         | 6,213         | 6,208         | 6,209         |
| 流动负债            | 37,889        | 40,861        | 41,428        | 47,042        | 47,187        |
| 长期贷款            | 3,925         | 6,665         | 6,665         | 1,615         | 1,615         |
| 其他长期负债          | 2,523         | 3,165         | 3,165         | 3,165         | 3,165         |
| <b>负债</b>       | <b>44,337</b> | <b>50,691</b> | <b>51,258</b> | <b>51,823</b> | <b>51,968</b> |
| 普通股股东权益         | 15,197        | 15,011        | 17,051        | 16,915        | 19,887        |
| 少数股东权益          | 1,290         | 1,817         | 1,850         | 2,042         | 2,309         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>60,824</b> | <b>67,520</b> | <b>70,158</b> | <b>70,780</b> | <b>74,165</b> |

**比率分析**

|               | 2016A   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |
| 每股收益 (元)      | 0.04    | 0.06    | 0.07    | 0.15    | 0.20    |
| 每股净资产 (元)     | 2.88    | 2.85    | 3.24    | 3.21    | 3.77    |
| 每股经营现金净流 (元)  | 0.31    | 0.25    | -0.13   | 1.22    | -0.18   |
| 每股股利 (元)      | 0.08    | 0.08    | 0.00    | 0.17    | 0.18    |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 1.40%   | 2.00%   | 2.13%   | 4.56%   | 5.37%   |
| 总资产收益率        | 0.51%   | 0.49%   | 0.57%   | 1.36%   | 1.80%   |
| 投入资本收益率       | 4.00%   | 3.07%   | 3.57%   | 4.79%   | 6.28%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业总收入增长率      | 4.62%   | -10.22% | 11.65%  | 11.32%  | 10.72%  |
| EBIT 增长率      | -11.76% | -24.71% | 47.00%  | 41.35%  | 18.64%  |
| 净利润增长率        | 0.00%   | 41.32%  | 20.73%  | 112.74% | 38.58%  |
| 总资产增长率        | 3.05%   | 11.01%  | 3.91%   | 0.89%   | 4.78%   |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 70.5    | 81.9    | 81.9    | 81.9    | 81.9    |
| 存货周转天数        | 92.9    | 114.0   | 113.9   | 111.7   | 110.5   |
| 应付账款周转天数      | 96.5    | 119.8   | 108.1   | 114.0   | 111.0   |
| 固定资产周转天数      | 226.8   | 266.5   | 252.5   | 221.0   | 196.4   |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | 123.98% | 165.73% | 146.93% | 126.80% | 113.51% |
| EBIT 利息保障倍数   | 1.3     | 1.5     | 1.4     | 2.0     | 2.6     |
| 资产负债率         | 72.89%  | 75.08%  | 72.72%  | 72.88%  | 69.71%  |

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)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。