

强烈推荐-A (维持)

中远海特 600428.SH

目标估值: N.A  
 当前股价: 6.96 元  
 2017年03月11日

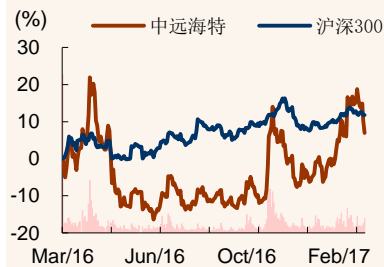
多用途船运量高速增长, 移动平均货运量转正

基础数据

上证综指	3213
总股本(万股)	214665
已上市流通股(万股)	169045
总市值(亿元)	149
流通市值(亿元)	118
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	-2.0
资产负债率	55.2%
主要股东	中国远洋运输(集团)
主要股东持股比例	50.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	17	2
相对表现	2	14	-12



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中远海特(600428)一热点问题解答》2017-02-27
- 2、《中远海特(600428)一受益于散货复苏和油价回升, 一带一路扎实推进》2017-02-09

常涛

010-57601863  
 changt@cmschina.com.cn  
 S1090512030004

研究助理

袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

事件:

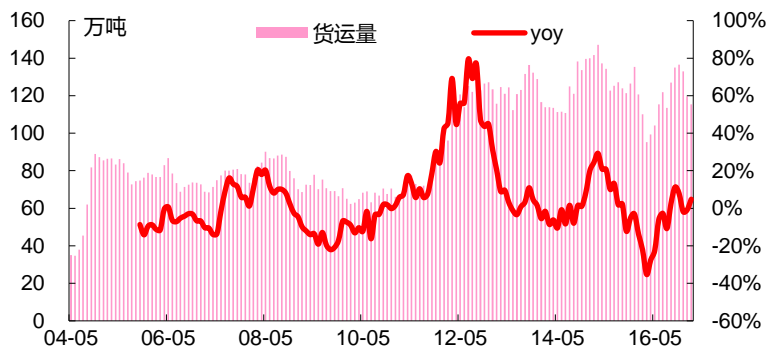
公司公告 2 月经营数据。2 月, 中远海特完成运量 93.76 万吨 (-17%), 周转量 61.3 亿吨海里 (-23.7%), 营运率 97.7% (-2.3 pct), 航行率 59.1% (+2.8 pct), 载重率 62.3% (+10.1 pct), 燃油单耗 6 克/吨海里 (-16.7%)。

评论:

1、移动平均运量转正, 载运率和航行率同比提升

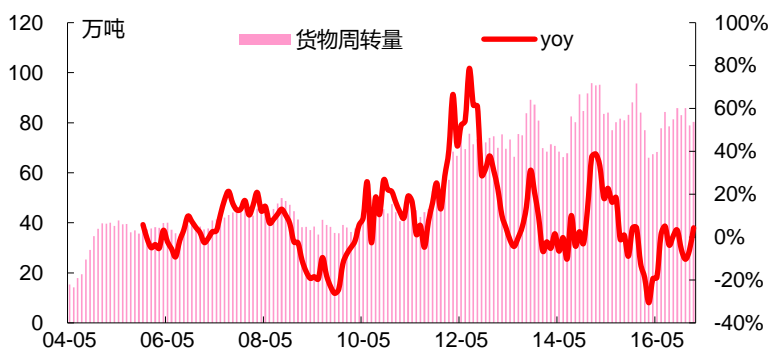
2 月, 中远海特完成运量 93.76 万吨 (-17%), 周转量 61.3 亿吨海里 (-23.7%)。由于公司月度数据统计口径为 **当月已完成航次**, 运量波动剧烈, 而且不能有效反映公司当月实际运量, 尤以半潜船最为典型。考虑到公司大多数船型一个航次(包含重载和空载两段)时间大约在 2 个月, 我们对运量进行 3M 移动平均, 依据 3M 月度平均计算, 中远海特完成运量 115.4 万吨 (+4.8%), 周转量 80.3 亿吨海里 (+4.3%), 运量和周转量同比均有所回升, 基本符合我们 2017 年公司受益于干散货复苏和“一带一路”的判断。

图 1: 中远海特货运量 (3M 平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

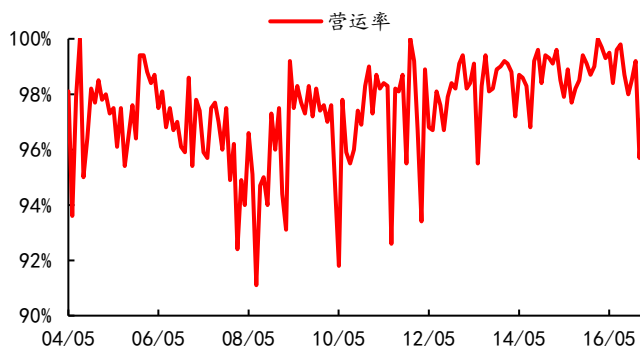
图 2: 中远海特货物周转量 (3M 平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

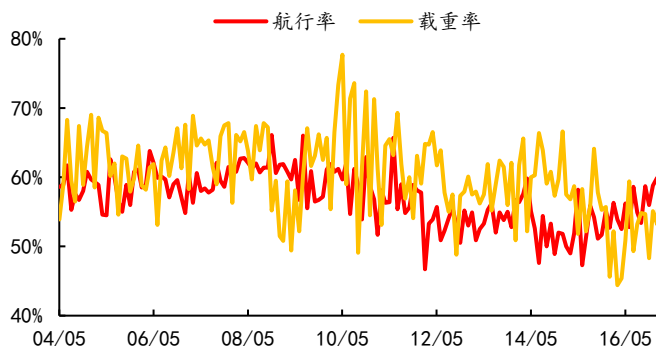
2 月份, 中远海特营运率为 97.7% (-2.3 pct), 航行率 59.1% (+2.8 pct), 载重率 62.3% (+10.1 pct), 航行率和载重率的提升也表明市场回暖。

图 3: 中远海特营运率



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 中远海特航行率和载重率



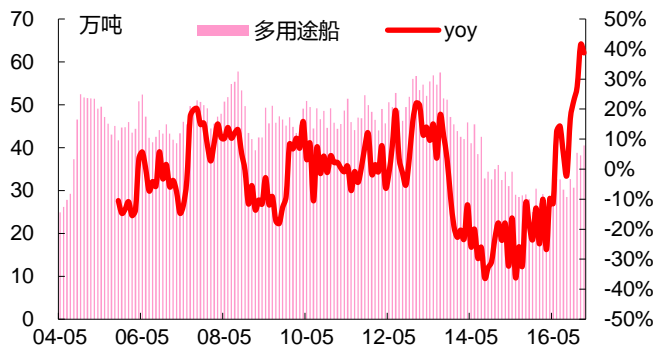
资料来源: 公司数据、招商证券

2、“一主两翼”多用途船和半潜船运量显著改善，木材船和沥青船运量下滑

**1) 多用途船:** 2016 年, 公司引进 6 条 3.6 万吨多用途船, 运力有所增长, 加上干散复苏改善回程业务, 多用途船运量同比高速增长。2 月, 多用途船完成货运量 36.6 万吨 (+2.7%); 按照 3 月移动平均计算, 多用途船完成运量 40.5 万吨 (+38.7%)。

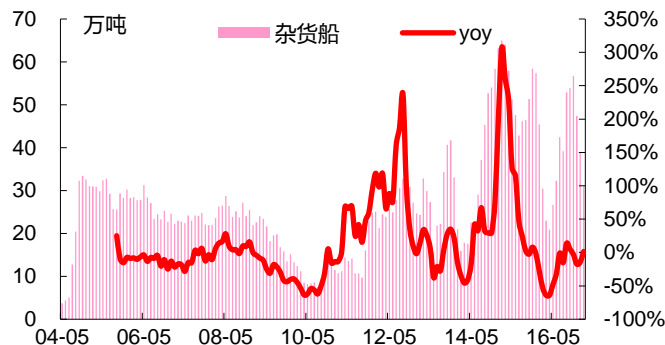
**2) 杂货船:** 公司杂货船均为租入运力, 运力和运量波动较大。2 月, 杂货船完成货运量 18.4 万吨 (-29.1%); 按照 3 月移动平均计算, 杂货船完成运量 31 万吨 (+1.6%)。

图 5: 中远海特多用途船货运量 (3M 平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 中远海特杂货船货运量 (3M 平均)

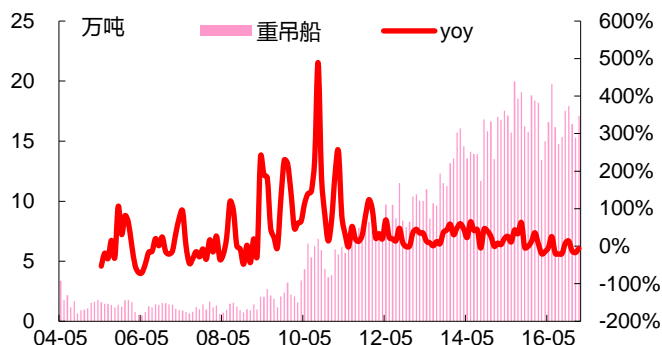


资料来源: 公司数据、招商证券

**3) 重吊船:** 2016 年, 公司重吊船运力维持 20 艘, 重吊船市场专业性和集中度强于多用途船, 运量整体稳定。2 月, 重吊船完成货运量 20.0 万吨 (+55.6%); 按照 3 月移动平均计算, 重吊船完成运量 17.1 万吨 (-6.0%)。

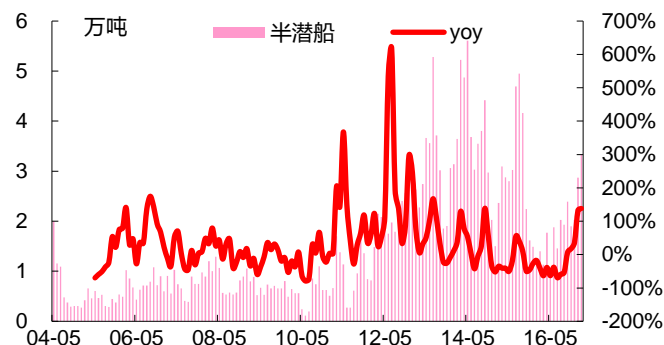
**4) 半潜船:** 16 年公司先后引入了两条半潜船 (5 万吨和 9.8 万吨), 加上油价回升, 海工订单逐步释放出, 半潜船运量爆发式增长, 但仍未回到前期高位。2 月, 半潜船完成货运量 2.6 万吨 (-18.6%); 按照 3 月移动平均计算, 半潜船完成运量 3.3 万吨 (+138.2%)。

图 7: 中远海特重吊船货运量 (3M 平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

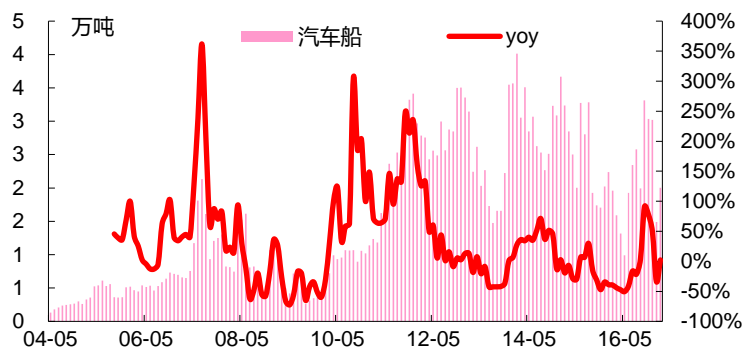
图 8: 中远海特半潜船货运量 (3M 平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

**5) 汽车船:** 汽车外贸市场整体平淡, 但 921 治超新政后, 内贸汽车船市场表现靓丽, 公司也适时收购了一条 4000 车位汽车船。2 月, 汽车船完成货运量 2.0 万吨 (+28.7%); 按照 3 月移动平均计算, 汽车船完成运量 2.0 万吨 (+2.3%)。

图 9: 中远海特汽车船货运量 (3M 平均)

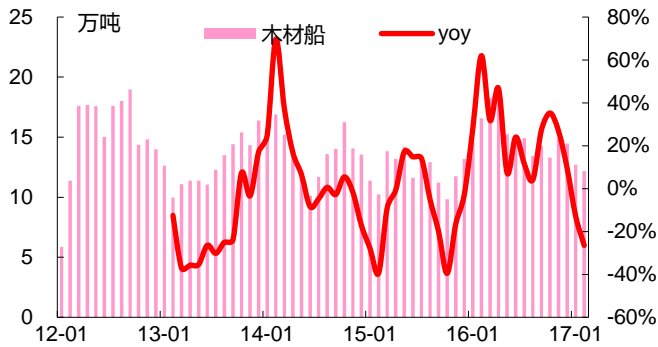


资料来源: 公司数据、招商证券

**6) 木材船:** 木材船市场整体表现平淡, 公司也于 16 年退役了 2 艘木材船。2 月, 木材船完成货运量 6.7 万吨 (-66.7%); 按照 3 月移动平均计算, 木材船完成运量 12.2 万吨 (-26.5%)。

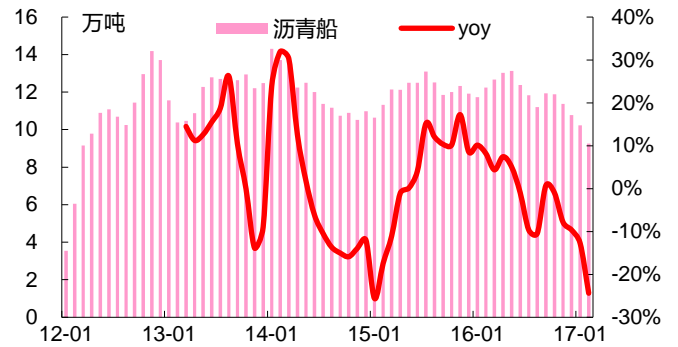
**7) 沥青船:** 过去几年, 沥青船是表现最好的特种船细分市场, 截止目前总运力 270 艘计 160 万吨, 17 年预计新交付 32 艘计 38.4 万吨 (已交付 8 艘 9.3 万吨), 供给增速过快影响船舶利用率和运量。2 月, 沥青船完成货运量 7.5 万吨 (-44.6%); 按照 3 月移动平均计算, 沥青船完成运量 9.3 万吨 (-24.4%)。

图 10: 中远海特木材船货运量 (3M 平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

图 11: 中远海特沥青船货运量 (3M 平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

**3、投资策略：“一主两翼”战略持续推进，公司业绩将会明显受益**

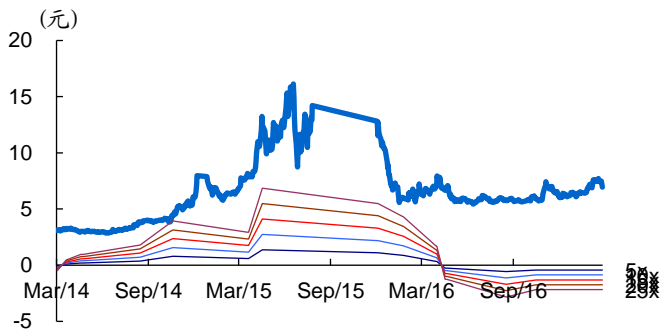
随着油价回升，美国海工平台利用率持续提升，海工订单有所恢复，公司半潜船运量触底回升，哈萨克斯坦项目较好锁定半潜船 2018-2020 年收益水平；受益于散货复苏和“一带一路”业务的大幅提升，公司多用途船运量和期租水平均有所提升，重吊船业务保持稳定，“一主两翼”业务显著改善。虽然沥青船和木材船可能面临压力，但对公司业绩影响较为有限，预计公司 17 年 Q1 业绩将明显改善。我们预测公司 16/17/18 年 EPS 为 0.04/0.14/0.24 元，维持“强烈推荐-A”评级。

**4、风险提示**

干散货运复苏不达预期

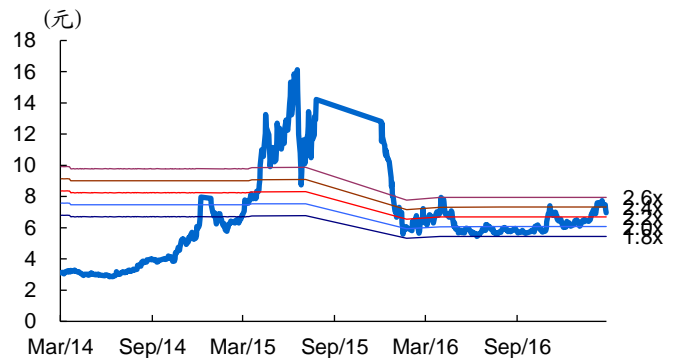
**5、PE-PB Band**

图 12: 中远海特历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 13: 中远海特历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	3681	2666	1711	1751	2083
现金	2065	1351	600	535	772
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	2	2	2	2
应收款项	466	352	286	324	359
其它应收款	138	134	115	131	145
存货	318	183	152	163	172
其他	694	643	556	597	633
<b>非流动资产</b>	14210	15277	16102	16388	15963
长期股权投资	790	1006	1006	1006	1006
固定资产	12358	12504	13363	13680	13281
无形资产	276	269	242	218	196
其他	786	1498	1491	1485	1480
<b>资产总计</b>	<b>17891</b>	<b>17943</b>	<b>17814</b>	<b>18140</b>	<b>18046</b>
<b>流动负债</b>	4607	4771	2795	2854	2465
短期借款	612	1234	544	489	0
应付账款	1465	1559	1348	1443	1527
预收账款	211	268	232	248	263
其他	2319	1710	672	673	675
<b>长期负债</b>	6678	6429	6429	6429	6429
长期借款	5348	4914	4914	4914	4914
其他	1330	1515	1515	1515	1515
<b>负债合计</b>	<b>11285</b>	<b>11200</b>	<b>9224</b>	<b>9283</b>	<b>8894</b>
股本	1690	1690	2146	2146	2146
资本公积金	1819	1845	3872	3872	3872
留存收益	3019	3131	2494	2761	3056
少数股东权益	77	77	77	77	78
归属于母公司所有者权益	6528	6666	8512	8779	9075
<b>负债及权益合计</b>	<b>17891</b>	<b>17943</b>	<b>17814</b>	<b>18140</b>	<b>18046</b>

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	780	1029	788	1118	1336
净利润	198	146	39	297	518
折旧摊销	628	651	673	713	726
财务费用	113	41	202	179	167
投资收益	(93)	(363)	(80)	(80)	(80)
营运资金变动	(50)	431	(43)	6	3
其它	(16)	125	(4)	3	2
<b>投资活动现金流</b>	(520)	(968)	(1500)	(1000)	(300)
资本支出	(431)	(1145)	(1500)	(1000)	(300)
其他投资	(89)	177	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(276)	(883)	(38)	(183)	(799)
借款变动	394	(463)	(1724)	(55)	(489)
普通股增加	0	0	456	0	0
资本公积增加	(450)	26	2027	0	0
股利分配	(642)	(642)	(676)	(29)	(223)
其他	422	196	(122)	(99)	(87)
<b>现金净增加额</b>	<b>(17)</b>	<b>(822)</b>	<b>(751)</b>	<b>(65)</b>	<b>237</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	7663	6841	5873	6660	7385
营业成本	6975	6164	5329	5705	6037
营业税金及附加	20	22	19	21	24
营业费用	55	60	51	58	65
管理费用	505	470	404	458	508
财务费用	203	235	202	179	167
资产减值损失	(10)	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	93	363	80	80	80
<b>营业利润</b>	8	242	(51)	319	664
营业外收入	219	108	135	50	0
营业外支出	7	71	0	0	0
<b>利润总额</b>	220	278	84	369	664
所得税	23	132	45	72	146
<b>净利润</b>	196	146	39	297	518
少数股东损益	(1)	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	198	146	39	297	518
<b>EPS (元)</b>	0.12	0.09	0.02	0.14	0.24

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	3%	-11%	-14%	13%	11%
营业利润	-110%	3061%	-121%	-726%	108%
净利润	506%	-26%	-73%	661%	74%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.0%	9.9%	9.3%	14.3%	18.2%
净利率	2.6%	2.1%	0.7%	4.5%	7.0%
ROE	3.0%	2.2%	0.5%	3.4%	5.7%
ROIC	1.2%	8.7%	0.8%	2.6%	4.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.1%	62.4%	51.8%	51.2%	49.3%
净负债比率	41.8%	40.0%	30.6%	29.8%	27.2%
流动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.8
速动比率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转率	23.4	24.6	31.8	36.3	36.1
应收帐款周转率	17.7	16.7	18.4	21.8	21.6
应付帐款周转率	4.9	4.1	3.7	4.1	4.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.12	0.09	0.02	0.14	0.24
每股经营现金	0.46	0.61	0.37	0.52	0.62
每股净资产	3.86	3.94	3.97	4.09	4.23
每股股利	0.38	0.40	0.01	0.10	0.18
<b>估值比率</b>					
PE	59.5	80.8	383.1	50.3	28.9
PB	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	16.4	12.1	16.4	11.1	8.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**常涛：**北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

**陈卓：**复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

**袁钉：**中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

**王哲：**北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。