

强烈推荐-A (维持)

中远海特 600428.SH

目标估值: N.A
 当前股价: 7.39 元
 2017年04月02日

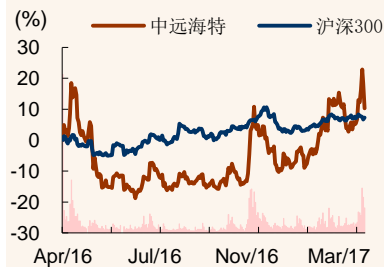
年报符合预期, 机会在“一带一路”战略

基础数据

上证综指	3223
总股本(万股)	214665
已上市流通股(万股)	169045
总市值(亿元)	159
流通市值(亿元)	125
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	0.5
资产负债率	55.8%
主要股东	中国远洋运输(集团)总
主要股东持股比例	50.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	31	14
相对表现	-1	25	6



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:

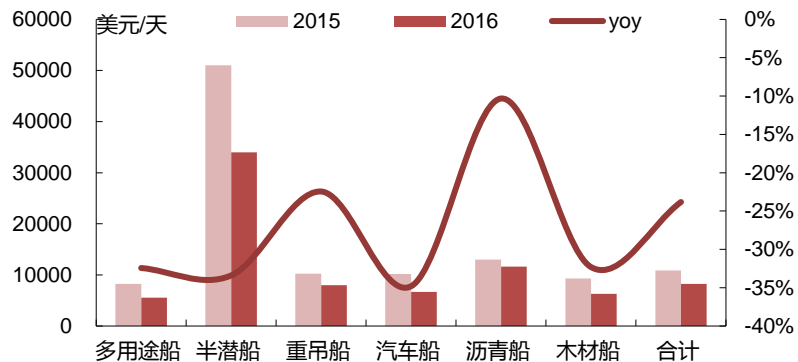
公司公告 2016 年年报。2016 年, 中远海特完成营业收入 58.83 亿元 (-14%), 归母净利润 5026 万元 (-65.48%), 扣非后归母净利-5516 万元 (+33.17%), 基本 EPS 0.024 元 (-72.32%), 加权 ROE 0.56% (-1.65 pct)。

评论:

1、运价下滑和投资收益下降拖累业绩, 年报符合预期

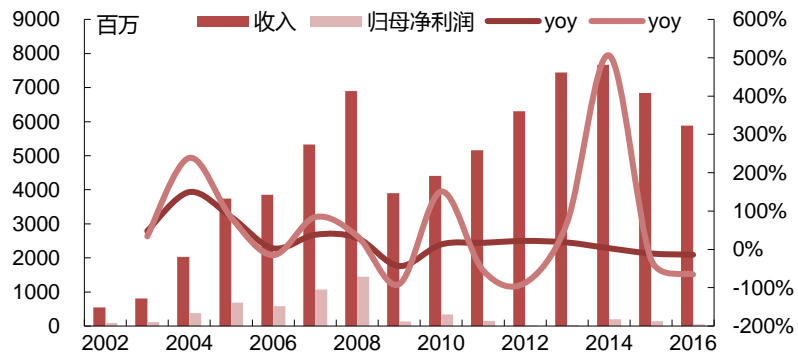
2016 年, 航运市场持续低迷, 公司主要船型运价同比均大幅下滑, 其中半潜船运价 3.4 万美元/天 (-33.4%), 多用途船运价 5560 美元/天 (-32.4%), 重吊船运价 7965 美元/天 (-22.5%)。中远海特实现营业收入 58.85 亿元 (-14%), 营业成本 52.7 亿元 (-14.5%), 毛利 6.13 亿元 (-9.4%), 投资收益同比下滑 66.8%至 1.21 亿元, 主要是 15 年处置埃尔夫润滑油实现收益 3.01 亿元, 营业利润-4005 万元 (-116.6%), 归母净利润 5026 万元 (-65.48%), 符合预期。

图 1: 中远海特主要船型运价持续下滑



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中远海特收入和净利润



资料来源: 公司数据、招商证券

2、低位造船，船队结构大幅优化

2008 年至 2016 年底，公司抓住造船市场低位，新签船舶订造和购买合同 46 艘，接入船舶 59 艘，退役老旧船 73 艘，目前在建船舶 13 艘，船队整体实力和单船实力都得到显著增强。截至 2016 年底，公司自有船舶 94 艘计 238.91 万载重吨，同比增加 10 艘计 39.92 万载重吨，自有船队平均船龄 9 年。

表 1：中远海特运力预测

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
多用途	数量(艘)	45	50	41	33	32	38	41	41
	DWT (万吨)	93.84	108.6	92.77	78.59	80.62	103.44	114.24	114.24
半潜船	数量(艘)	4	4	4	4	4	6	6	6
	DWT (万吨)	13.73	13.73	13.73	13.73	13.73	28.38	28.38	28.38
重吊船	数量(艘)	10	12	16	20	20	20	24	24
	DWT (万吨)	13.82	29.49	41	52.49	52.49	52.49	63.69	63.69
汽车船	数量(艘)	3	3	4	4	4	6	6	6
	DWT (万吨)	4.07	4.07	5.41	5.41	5.41	7.97	7.97	7.97
木材船	数量(艘)			13	13	13	13	11	11
	DWT (万吨)			39.51	39.51	39.51	39.51	33.81	33.81
沥青船	数量(艘)			11	11	11	11	13	17
	DWT (万吨)			7.23	7.23	7.23	7.23	9.83	12.83
合计	数量(艘)	62	69	89	85	84	94	101	105
	DWT (万吨)	125.46	155.89	199.65	196.96	198.99	239.02	257.92	260.92
	yoy	7.98%	24.25%	28.07%	-1.35%	1.03%	20.12%	7.91%	1.16%

资料来源：招商证券、公司资料

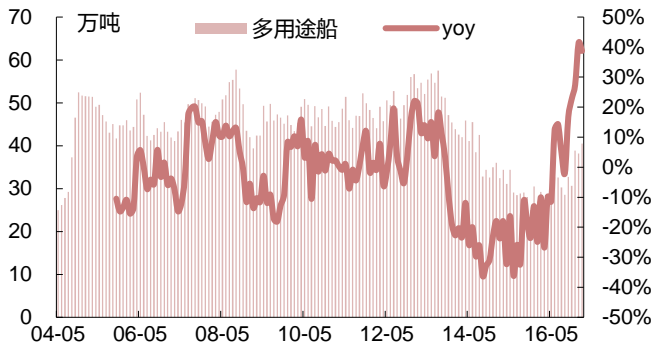
3、多用途船和重吊船业绩触底，受益于散货复苏和一带一路战略

2016 年，Clarkson 2.1 万和 1.7 万吨多用途船租金均值分别为 8,983 美元/天和 7,858 美元/天，同比分别下降 9.49%和 7.15%，处于历史低位。公司多用途船、以及租入的杂货船等实现营收 22.84 亿元 (-20.69%)，营业利润-4.7 亿元 (-74.34%)；重吊船实现营收 10.14 亿元 (-12.68%)，营业利润-1.09 亿元 (-8.82%)，业绩持续下滑。

根据德路里 (Drewry) 预测，2017 年年底多用途船市场将率先复苏，成为航运市场上运价最先恢复的船型。而干散货复苏，也将拉动多用途船的回程业务。此外，在中国“一带一路”、“国际产能合作”等战略的推动下，2016 年中国对外承包工程业务仍维持增势，东盟、非洲等国家大力推动基础设施建设，新能源市场中的风电、核电、高铁等高端装备保持相对较好的增长态势，拉动多用途船和重吊船出口业务。

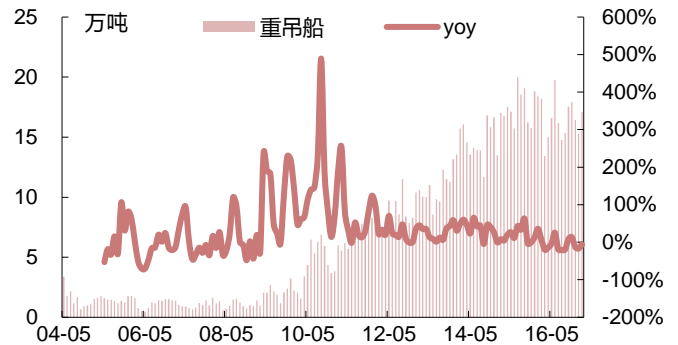
从近期数据看，多用途船运量显著回升，部分印证我们干散和多用途船复苏的观点。2017 年 2 月，多用途船完成货运量 36.6 万吨 (+2.7%)；按照 3 月移动平均计算，多用途船完成运量 40.5 万吨 (+38.7%)，运量显著回升。

图 3: 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 4: 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

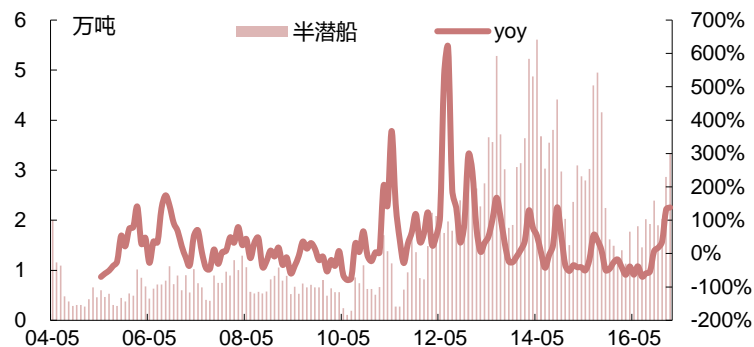
4、半潜船业绩逆势增长

截止 2016 年底, 全球钻井平台利用率仅在 68% 左右, 同比下降 12.8%。石油公司推迟或取消勘探开发项目, 大量海洋工程装备闲置封存, 半潜船现货市场运输需求及运价受到较大幅度影响。2016 年, 公司半潜船共实现营业收入 8.68 亿元 (+10.21%), 营业利润 3.14 亿元 (+61.15%), 由于运力的扩张, 公司半潜船收入和营业利润逆势增长。

展望 2017 年, 全球海洋工程装备建造市场面临压力, 但细分市场仍存机会, 预计钻井装备一蹶不振, 生产装备有望出现增长, 海洋工程船表现平平, 随着清洁能源得到重视和海洋开发提速, 一些天然气利用装备和新兴能源开发装备将会得到发展。此外, 公司哈萨克斯坦项目较好锁定半潜船 2018-2020 年收益水平。

从近期数据看, 由于油价回升, 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 5: 中远海特半潜船货运量 (3M 平均)



资料来源:

5、投资策略: “一主两翼” 战略持续推进, 公司业绩将会明显受益

受益于散货复苏和“一带一路”战略推进, 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; 油价最悲观的时候已经过去, 哈萨克斯坦项目较好锁定半潜船 2018-2020 年收益水平; 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

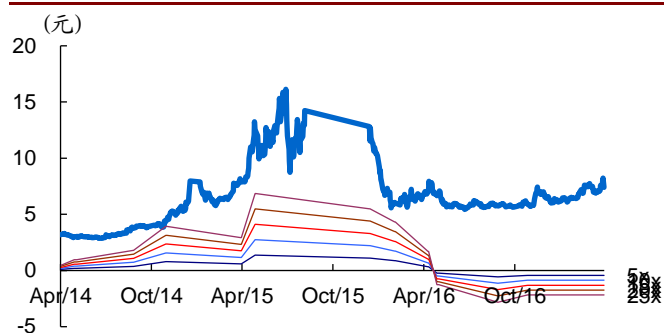
限，预计 17 年 Q1 业绩明显改善。我们预测公司 17/18/19 年 EPS 为 0.14/0.24/0.35 元，对应当前股价 PE 为 51.6/31.3/21.2 X，维持“强烈推荐-A”评级。

6、风险提示

干散货运复苏不达预期

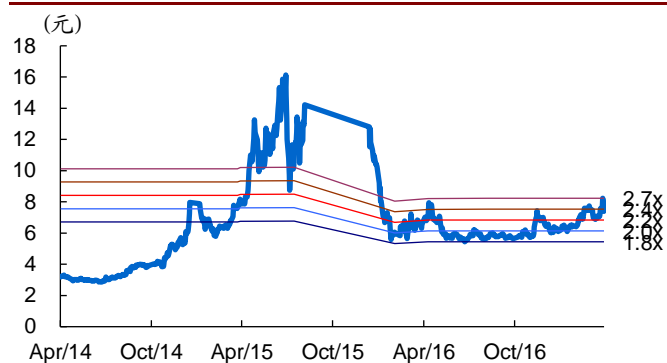
7、PE-PB Band

图 6：中远海特历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 7：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

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2666	3166	2456	2629	2896
现金	1351	1387	536	563	703
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	7	8	8	9
应收款项	352	578	632	696	753
其它应收款	134	142	161	177	192
存货	183	208	213	223	233
其他	643	844	907	961	1007
非流动资产	15277	18125	18300	17769	17266
长期股权投资	1006	1070	1070	1070	1070
固定资产	12504	15754	15960	15458	14980
无形资产	269	260	234	211	190
其他	1498	1040	1035	1030	1026
资产总计	17943	21290	20756	20397	20162
流动负债	4771	4897	4940	4276	3632
短期借款	1234	277	1988	1205	459
应付账款	1559	1843	1962	2061	2146
预收账款	268	313	333	350	364
其他	1710	2464	657	660	663
长期负债	6429	6973	6973	6973	6973
长期借款	4914	5503	5503	5503	5503
其他	1515	1470	1470	1470	1470
负债合计	11200	11870	11913	11249	10605
股本	1690	2147	2147	2147	2147
资本公积金	1845	4282	4282	4282	4282
留存收益	3131	2939	2345	2622	2988
少数股东权益	77	53	70	99	141
归属于母公司所有者权益	6666	9367	8773	9050	9417
负债及权益合计	17943	21290	20756	20397	20162

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1029	639	1274	1459	1654
净利润	146	50	307	507	747
折旧摊销	651	726	825	831	803
财务费用	41	157	245	237	209
投资收益	(363)	(121)	(121)	(121)	(121)
营运资金变动	431	(197)	(2)	(28)	(29)
其它	125	23	20	31	44
投资活动现金流	(968)	(2870)	(1000)	(300)	(300)
资本支出	(1145)	(2941)	(1000)	(300)	(300)
其他投资	177	72	0	0	0
筹资活动现金流	(883)	2216	(1125)	(1131)	(1215)
借款变动	(463)	188	(99)	(783)	(746)
普通股增加	0	456	0	0	0
资本公积增加	26	2437	0	0	0
股利分配	(642)	(676)	(902)	(230)	(380)
其他	196	(189)	(124)	(117)	(88)
现金净增加额	(822)	(14)	(851)	28	139

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6841	5883	6654	7320	7923
营业成本	6164	5270	5609	5893	6134
营业税金及附加	22	23	26	28	31
营业费用	60	52	59	65	70
管理费用	470	432	488	537	582
财务费用	235	254	245	237	209
资产减值损失	11	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	363	121	121	121	121
营业利润	242	(40)	348	680	1018
营业外收入	108	144	50	0	0
营业外支出	71	5	5	5	5
利润总额	278	98	393	675	1013
所得税	132	45	68	139	223
净利润	146	53	325	536	790
少数股东损益	0	3	17	29	42
归属于母公司净利润	146	50	307	507	747
EPS (元)	0.09	0.02	0.14	0.24	0.35

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-11%	-14%	13%	10%	8%
营业利润	3061%	-117%	-968%	95%	50%
净利润	-26%	-65%	511%	65%	47%
获利能力					
毛利率	9.9%	10.4%	15.7%	19.5%	22.6%
净利率	2.1%	0.9%	4.6%	6.9%	9.4%
ROE	2.2%	0.5%	3.5%	5.6%	7.9%
ROIC	8.7%	3.8%	2.7%	4.3%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	55.8%	57.4%	55.1%	52.6%
净负债比率	40.0%	35.7%	36.1%	32.9%	29.6%
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.8
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	24.6	27.0	26.7	27.0	26.9
应收帐款周转率	16.7	12.7	11.0	11.0	10.9
应付帐款周转率	4.1	3.1	2.9	2.9	2.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.02	0.14	0.24	0.35
每股经营现金	0.61	0.30	0.59	0.68	0.77
每股净资产	3.94	4.36	4.09	4.22	4.39
每股股利	0.40	0.42	0.11	0.18	0.26
估值比率					
PE	85.8	315.6	51.6	31.3	21.2
PB	1.9	1.7	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	15.2	18.2	11.9	9.6	8.3

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。