

## 一带一路放量, 业绩反弹在即

——中远海特（600428）2016 年报点评

2017 年 04 月 05 日

强烈推荐/维持

中远海特

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
闫海	联系人		
	yanhai@dxzq.net.cn	010-66554019	

### 事件:

中远海特发布 2016 年年报, 公司 2016 年营业收入 58.8 亿, 同比减少 14%, 归属上市公司净利润 5025 万, 同比减少 65%, 归属上市公司扣非净利润为负 5516 万, 同比减亏 37%, EPS 为 0.024, 同比减少 72%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入 (百万元)	1753.69	1723.07	1486.2	1360.54	1479.32	1475.25	1568.06
增长率 (%)	-7.81%	-9.38%	-32.14%	-27.54%	-15.65%	-14.38%	5.51%
毛利率 (%)	10.82%	10.38%	4.25%	13.34%	13.04%	5.10%	10.42%
期间费用率 (%)	9.67%	12.15%	13.68%	11.31%	14.02%	12.91%	11.88%
营业利润率 (%)	5.54%	-1.20%	-12.56%	0.80%	-0.03%	-4.09%	0.62%
净利润 (百万元)	136.57	-27.34	-215.37	2.66	3.66	29.16	17.64
增长率 (%)	416.30%	-115.54%	-5466.82%	-98.95%	-97.32%	-206.65%	-108.19%
每股盈利 (季度, 元)	0.08	-0.02	-0.13	0.00	0.00	0.01	0.01
资产负债率 (%)	59.82%	59.37%	62.42%	54.96%	55.68%	55.25%	55.76%
净资产收益率 (%)	1.96%	-0.39%	-3.19%	0.03%	0.04%	0.31%	0.19%
总资产收益率 (%)	0.79%	-0.16%	-1.20%	0.01%	0.02%	0.14%	0.08%

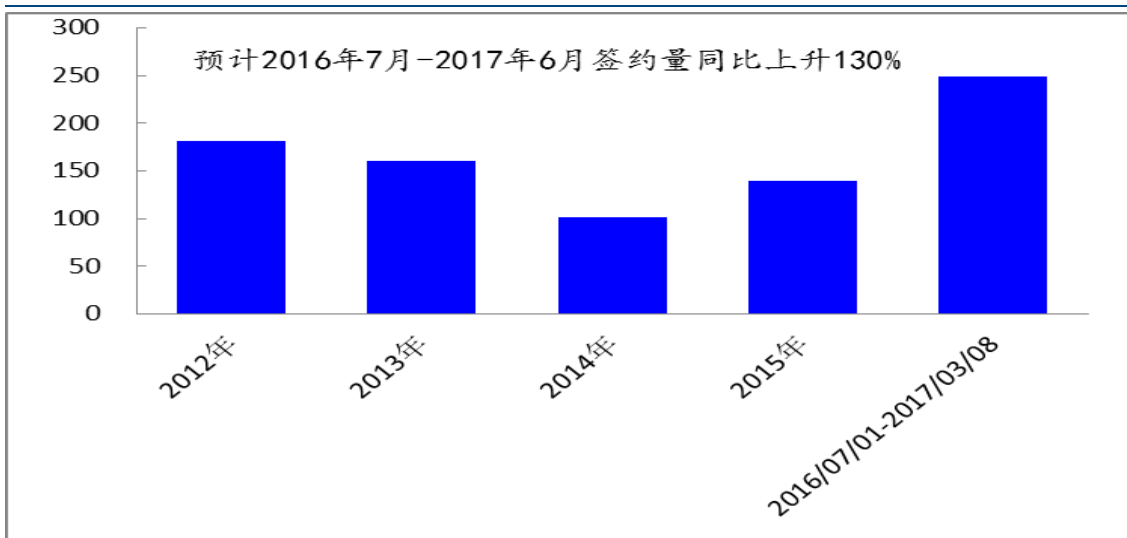
### 观点:

- 2016 年公司受市场低迷影响, 收入占比 50% 以上的多用途船、重吊船业务受市场低迷影响拖累业绩, 主要利润靠半潜船、沥青船业务贡献。2016 年三、四季度随航运大环境回暖影响, 公司业绩有明显改善, 营业收入同比、环比变动方向与 BDI 一致。
- 领先指标已于 16 年下半年率先激增, 2017 年 2、3 季度运量运价有望大幅上涨。重大件货物是公司多用途、重吊船运输的主要货物, 中企海外项目签约量是重大件海运物流的领先指标。根据中企海外项目的进展情况, 重大件设备物流将在签约后的 6 个月-2 年启动。根据我们队中国对外承包工程协会提供的中企海外签约项目数据的估算, 2016 年 7 月至 2017 年 6 月, 中期海外项目签约量同比上升 130%。按照 6 个月-2 年的滞后期, 预计公司 2、3 季度多用途、重吊船运量运价将大幅增长。中企海外项目以基建为主, 项目持续时间较长, 对海运需求的影响平均持续 2-4 年, 本次签约爆发对重大件设备海运需求的影响是一个持续的

过程,未来2-4年均会持续受益。

资料来源:中国对外承包工程商会、东兴证券研究所

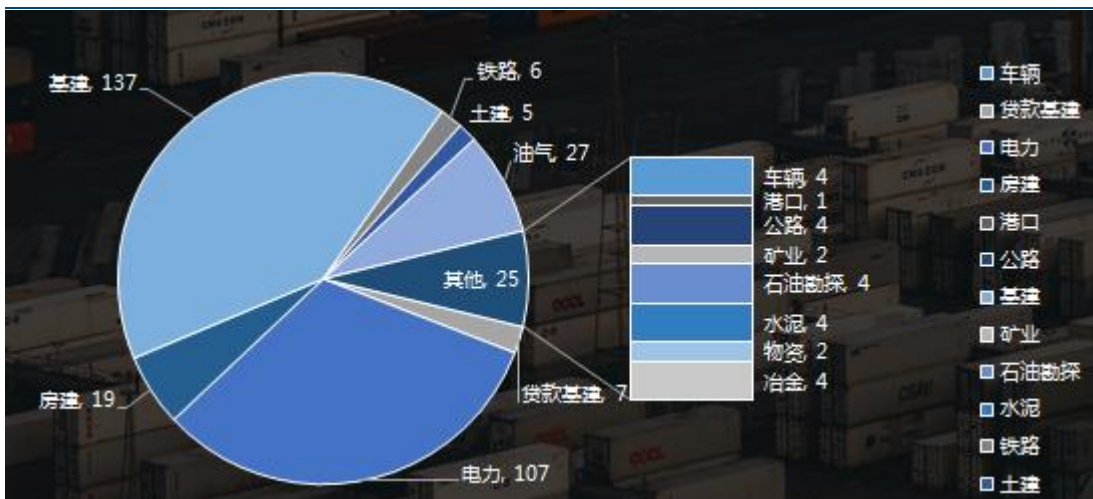
图 1: 中企海外项目签约量 2016 年下半年已经开始爆发



资料来源:中国对外承包工程商会、东兴证券研究所

- **试水阶段结束, 一带一路项目进入实操阶段, 配套项目跟进签约数量有望进一步暴涨。**根据我们最近对重大件物流上游的反馈, 16年前中企海外项目以试水及谈判推进为主, 试水成功后大项目近期开始落地是近期签约量以及签约规模爆发的重要原因。另一方面, 当前央企海外项目以基建, 电力为主。这些项目完工后一旦一带一路国家的比较优势将会得到进一步发挥, 后续配套项目有望继续跟进。

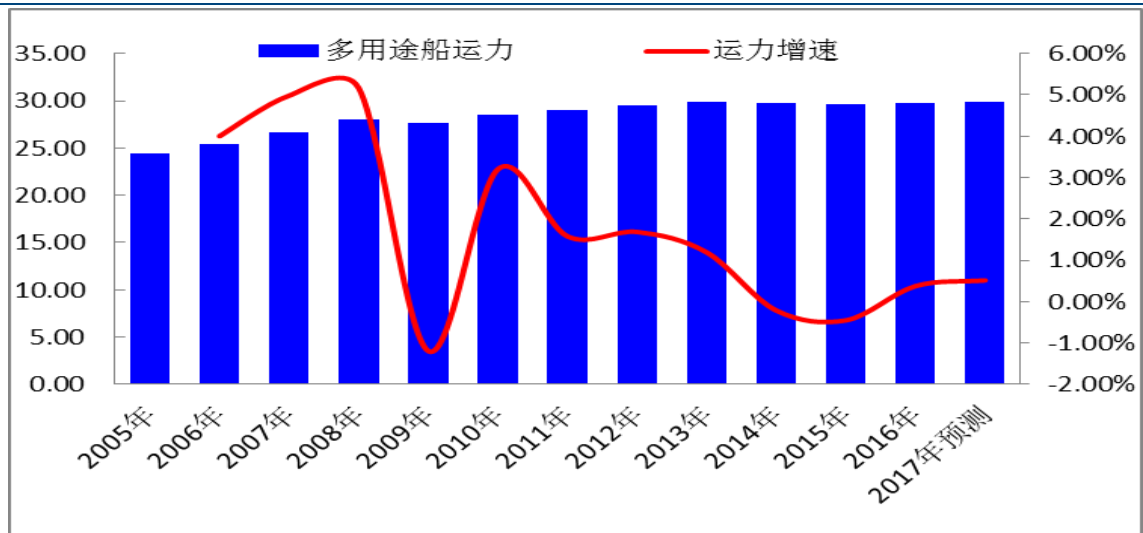
图 2: 2016 年 7 月 1 日-2017 年 3 月 8 日 中企海外项目分类汇总情况



资料来源:中国对外承包工程商会、东兴证券研究所

- **BDI涨幅大超预期,多用途船和重吊船进一步受益。**BDI节后反弹大超预期,预计2017年BDI年度均值在1200-1300之间,同比上涨约90%。多用途、重吊船出口运输为重大件工程货为主,同时搭配部分散杂货为打底货,回程会捎带干散货回国。中远海特多用途,重吊船运输的货物,约6成为钢材,钢结构,小型设备等货物。这些货物对吊机能力要求较低,既可以用多用途、重吊船运输,也可以用灵便型散货船运输。BDI上升灵便型散货船运费上升会直接传到到多用途船、重吊船上的租金上。另一方面,可组装的重大件货物也可以用散货船运输。对于一些可组装的大型钢结构及工程设备,既可以选择在中国组装好用重吊船运输,也可以使用灵便型散货船将零件运送至目的港后在目的地装卸,二者的差异在于中国和目的地人力安装成本的差异以及多用途船、重吊船与灵便型散货船租金的差异。BDI上升灵便型散货船运费上升会导致更多的设备选择在中国组装好后直接利用重吊船运输,从而实现运费的传导效应。
- **多用途船运力低速增长,供给弹性低,运价弹性大。**受市场低迷影响,全球多用途船增速缓慢,当前在建多用途重吊船仅占现有运力的4%。2014、2015年运力甚至出现了负增长。预计2016、2017年运力增速为0.38%、0.52%。在重大件物流需求激增的背景下,多用途船、重吊船的运价有望大幅提升。

图 3: 全球多用途船重吊船运力情况及增速 (百万载重吨)



资料来源: Clarksons, 东兴证券研究所

### 结论:

**盈利预测与建议:** 我们认为公司受益于 BDI 超预期复苏及一带一路政策下中企海外项目激增带动的重大件设备的海运需求, 2017 年起业绩将大幅反弹。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.13、0.35、0.39, 对应 P/E 为 58X、21X、19X, 维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示:

全球经济增速低于预期, 造船效率提升影响运力增速

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	2666	3166	3074	3440	4605	<b>营业收入</b>	6841	5883	7465	10076	11084
货币资金	1351	1387	982	1200	2173	<b>营业成本</b>	6164	5270	6428	8097	8906
应收账款	352	578	368	248	273	营业税金及附加	22	23	24	32	35
其他应收款	134	142	181	244	268	营业费用	60	52	60	81	93
预付款项	621	708	772	853	942	管理费用	470	432	560	705	776
存货	183	208	229	288	317	财务费用	235	254	247	247	241
其他流动资产	21	134	358	358	358	资产减值损失	11.39	12.90	6.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	15277	18125	17756	17483	17183	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1006	1070	1070	1070	1070	投资净收益	363.49	120.58	90.10	90.10	90.10
固定资产	12504	15754	15783	16005	16094	<b>营业利润</b>	242	-40	231	1005	1122
无形资产	269	260	255	250	245	营业外收入	107.50	143.70	141.70	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	71.02	5.19	5.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	17943	21290	20830	20923	21788	<b>利润总额</b>	278	98	367	1005	1122
<b>流动负债合计</b>	4771	4897	4205	3696	3886	所得税	132	45	92	251	281
短期借款	1234	277	0	0	0	<b>净利润</b>	146	53	276	754	842
应付账款	1559	1843	1409	399	439	少数股东损益	0	3	0	0	3
预收款项	268	313	387	488	599	归属母公司净利润	146	50	276	754	839
一年内到期的非流	1034	1810	1810	1810	1810	EBITDA	1119	933	1313	2143	2279
<b>非流动负债合计</b>	6429	6973	6984	6984	6984	<b>BPS (元)</b>	0.09	0.02	0.13	0.35	0.39
长期借款	4914	5503	5839	5839	5839	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	11200	11870	11189	10680	10870	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	77	53	53	53	56	营业收入增长	-10.74%	-14.00%	26.89%	34.98%	10.00%
实收资本(或股本)	1690	2147	2147	2147	2147	营业利润增长	3062.98	-116.5	-675.84	335.65%	11.71%
资本公积	2254	4282	4282	4282	4282	归属于母公司净利润	448.15%	173.53	448.15%	173.53%	11.31%
未分配利润	2307	2330	2482	2896	3358	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	6666	9367	9808	10411	11082	毛利率(%)	9.89%	10.42%	13.89%	19.64%	19.64%
<b>负债和所有者权益</b>	17943	21290	20830	20923	21788	净利率(%)	2.13%	0.90%	3.69%	7.48%	7.60%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.81%	0.24%	1.32%	3.60%	3.85%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	2.18%	0.54%	2.81%	7.24%	7.57%
<b>经营活动现金流</b>	1029	639	277	1148	1914	<b>偿债能力</b>					
净利润	146	53	276	754	842	资产负债率(%)	62%	56%	54%	51%	
折旧摊销	642	718	836	891	916	流动比率	0.56	0.65	0.73	0.93	1.18
财务费用	235	254	247	247	241	速动比率	0.52	0.60	0.68	0.85	1.10
应收账款减少	0	0	210	120	-25	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	75	101	111	总资产周转率	0.38	0.30	0.35	0.48	0.52
<b>投资活动现金流</b>	-968	-2870	-383	-533	-533	应收账款周转率	17	13	16	33	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.52	3.46	4.59	11.14	26.44
长期股权投资减少	0	0	153	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	36.3	121	90	90	90	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.02	0.13	0.35	0.39
<b>筹资活动现金流</b>	-883	2216	-298	-397	-408	每股净现金流(最新)	-0.49	-0.01	-0.19	0.10	0.45
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.94	4.36	4.57	4.85	5.16
长期借款增加	0	0	336	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	456	0	0	0	P/E	85.93	307.92	57.58	21.05	18.91
资本公积增加	0	2027	0	0	0	P/B	1.87	1.69	1.62	1.52	1.43
<b>现金净增加额</b>	-822	-14	-405	218	973	EV/EBITDA	16.37	23.66	17.16	10.41	9.36

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 闫海

伦敦城市大学卡斯商学院航运贸易与金融硕士，4年航运市场研究经验，2012-2016年就职于克拉克森研究，2016年12月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。