

强烈推荐-A (维持)

中远海特 600428.SH

目标估值: N.A  
 当前股价: 6.75 元  
 2017年04月28日

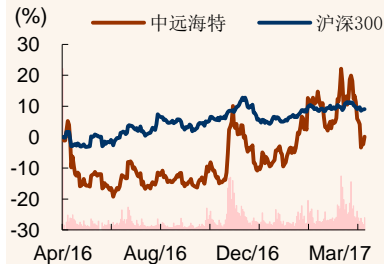
运量回升改善业绩, 符合预期

基础数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 上证综指       | 3152        |
| 总股本(万股)    | 214665      |
| 已上市流通股(万股) | 169045      |
| 总市值(亿元)    | 145         |
| 流通市值(亿元)   | 114         |
| 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 | -8 | 8  | -3  |
| 相对表现 | -7 | 5  | -12 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中远海特(600428)——主两翼运量高速增长, 17Q1 业绩超预期》2017-04-11
- 2、《中远海特(600428)——年报符合预期, 机会在“一带一路”战略》2017-04-03
- 3、《中远海特(600428)——多用途船运量高速增长, 移动平均货运量转正》2017-03-12

常涛

010-57601863  
 changt@cmschina.com.cn  
 S1090512030004

研究助理

袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

事件:

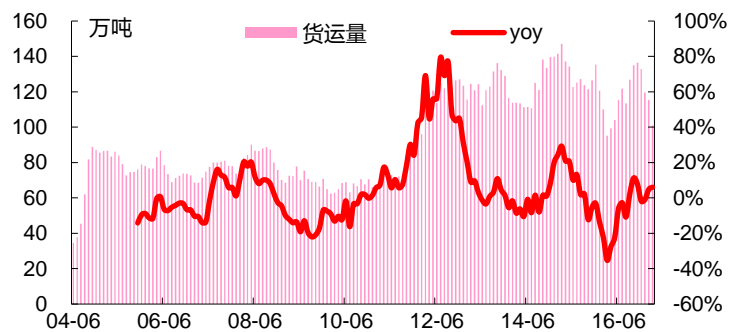
公司公告 2017 年一季报。2017Q1, 公司实现营业收入 16.03 亿元(+17.85%), 归母净利润 1106 万元(+1104%), 扣非后归母净利 3259 万元(+9513%), EPS 0.005 元(+1,018.62%), 加权 ROE 0.12% (+0.11pct)。

评论:

1、航运市场回暖, Q1 运量同比增长 6.1%

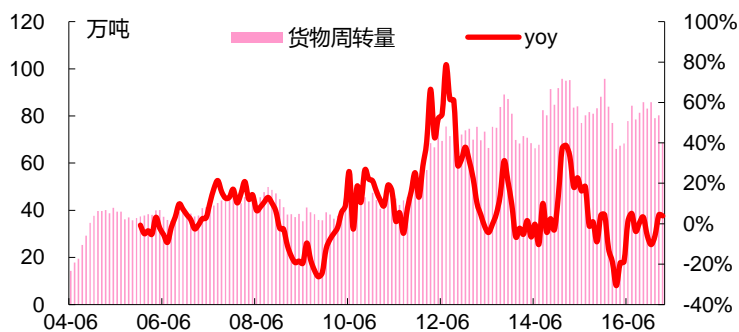
一季度, 航运市场显著回暖。中远海特完成货运量 303 万吨(+6.1%), 周转量 205.78 亿吨海里(+3.9%), 货运量和周转量显著回升; 船队营运率 97.1% (-2.5 pct), 航行率 60% (+5.6 pct), 载重率 56.55% (+8.8 pct)。

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)



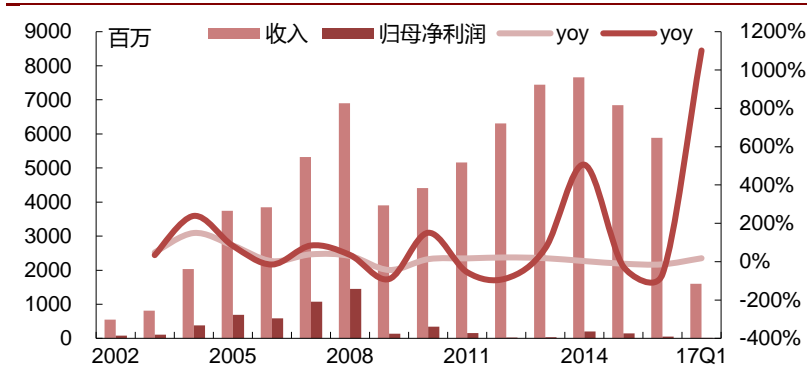
资料来源: 公司数据、招商证券

2、得益于运量回升, 业绩显著改善

得益于运量回升, 公司实现营业收入 16.03 亿元(+17.85%), 营业成本 13.87 亿元(+17.66%), 毛利 2.16 亿元(+19.09%)。公司三项费用控制良好, 销售费用 1184 万元(-2.15%), 管理费用 1.04 亿元(+2.13%), 财务费用 6942 万元(+73.9%)。

公司资产减值损失同比下降 58.93%至 513 万元,投资收益为 1160 万元(16Q1 为 0)。公司实现营业利润 3367 万元(+211%)。但报告期内公司拆解两条船舶,产生营业外收入 2165 万元(16Q1 为 13 万元),归母净利润 1106 万元(+1104%),扣非后归母净利 3259 万元(+9513%)。

图 3: 中远海特收入和净利润(年)

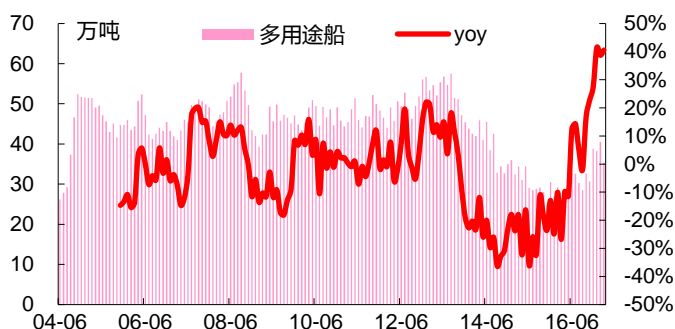


资料来源: 公司数据、招商证券

### 3 “一主两翼” 多用途船和半潜船运量高速增长

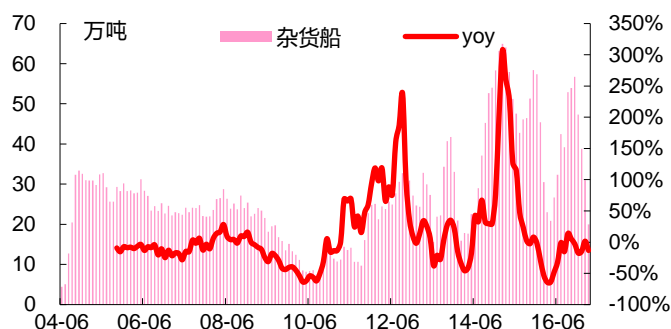
2017Q1, 多用途船完成货运量 106.09 万吨(+40.6%), 重吊船完成货运量 60.74 万吨(+50.7%), 半潜船完成货运量 7.35 万吨(+116.8%), 一主两翼运量高速增长。

图 4: 中远海特多用途船货运量(3M 平均)



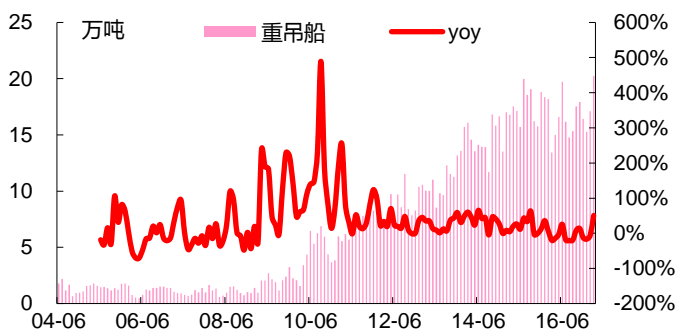
资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 中远海特杂货船货运量(3M 平均)



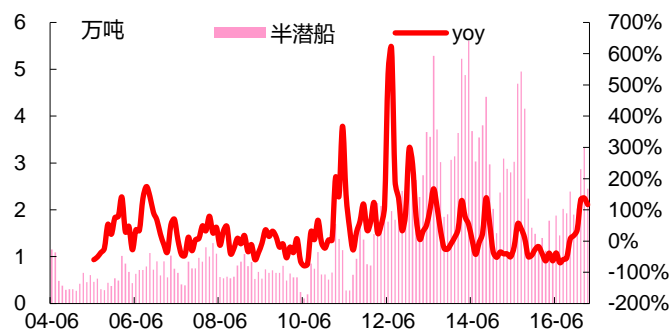
资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 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 7: 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

### 4、投资策略: “一主两翼” 战略持续推进, 业绩弹性逐步兑现

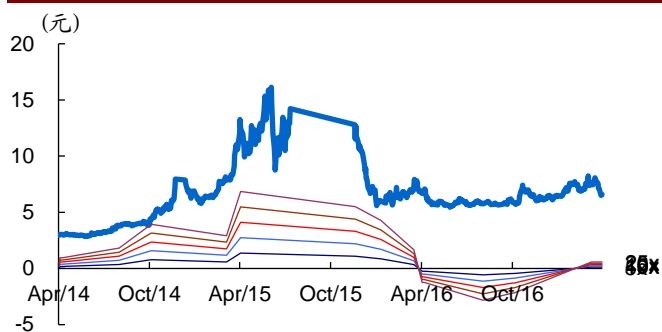
随着油价回升，美国海工平台利用率持续提升，海工订单有所恢复，公司半潜船运量触底回升，哈萨克斯坦项目较好锁定半潜船 2018-2020 年收益水平；受益于散货复苏和“一带一路”业务的大幅提升，公司多用途船和重吊船运量和期租水平均有所提升，“一主两翼”业务显著改善。虽然沥青船和木材船可能面临压力，但对公司业绩影响较为有限。考虑到公司运价回升存在滞后，且 Q1 为特种船运输淡季，预计 Q2 进一步兑现业绩弹性，我们预测公司 17/18/19 年 EPS 为 0.14/0.24/0.35 元，维持“强烈推荐-A”评级。

### 5、风险提示

干散货运复苏不达预期

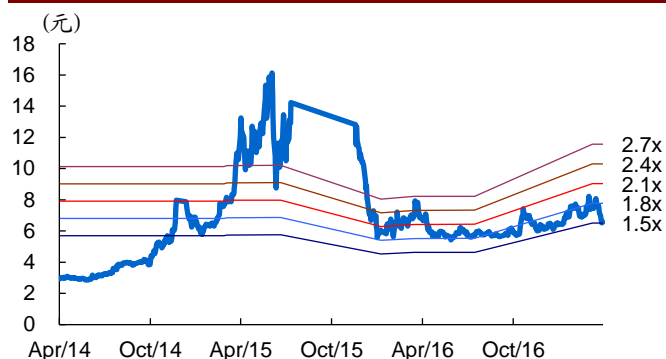
### 6、PE-PB Band

图 8：中远海特历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9：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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 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         |
| <b>非流动资产</b>   | 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         |
| <b>资产总计</b>    | <b>17943</b> | <b>21290</b> | <b>20756</b> | <b>20397</b> | <b>20162</b> |
| <b>流动负债</b>    | 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          |
| <b>长期负债</b>    | 6429         | 6973         | 6973         | 6973         | 6973         |
| 长期借款           | 4914         | 5503         | 5503         | 5503         | 5503         |
| 其他             | 1515         | 1470         | 1470         | 1470         | 1470         |
| <b>负债合计</b>    | <b>11200</b> | <b>11870</b> | <b>11913</b> | <b>11249</b> | <b>10605</b> |
| 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         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>17943</b> | <b>21290</b> | <b>20756</b> | <b>20397</b> | <b>20162</b> |

现金流量表

|                | 2015         | 2016        | 2017E        | 2018E     | 2019E      |
|----------------|--------------|-------------|--------------|-----------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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         |
| <b>投资活动现金流</b> | (968)        | (2870)      | (1000)       | (300)     | (300)      |
| 资本支出           | (1145)       | (2941)      | (1000)       | (300)     | (300)      |
| 其他投资           | 177          | 72          | 0            | 0         | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (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)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(822)</b> | <b>(14)</b> | <b>(851)</b> | <b>28</b> | <b>139</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

|                  | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 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   |
| <b>营业利润</b>      | 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     |
| <b>利润总额</b>      | 278  | 98   | 393   | 675   | 1013  |
| 所得税              | 132  | 45   | 68    | 139   | 223   |
| <b>净利润</b>       | 146  | 53   | 325   | 536   | 790   |
| 少数股东损益           | 0    | 3    | 17    | 29    | 42    |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 146  | 50   | 307   | 507   | 747   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.09 | 0.02 | 0.14  | 0.24  | 0.35  |

主要财务比率

|                 | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 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%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 78.4  | 288.3 | 47.2  | 28.6  | 19.4  |
| PB              | 1.7   | 1.5   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |
| EV/EBITDA       | 15.0  | 18.0  | 11.8  | 9.5   | 8.2   |

## 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。