

公司研究/季报点评

2017年05月01日

交通运输/水路运输 II

投资评级：增持（维持评级）

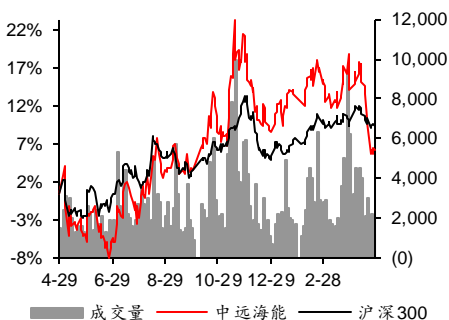
当前价格(元): 6.67
合理价格区间(元): 7.07~8.06

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

相关研究

- 1《中远海能(600026,增持): 业绩符合预期》2017.03
- 2《中远海能(600026,增持): 打造能源运输平台, 享受专属优势》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

油运板块承压, 拖累一季度业绩

中远海能(600026)

油运行业承压, 一季度业绩不佳

公司公布 2017 年一季度业绩, 营业总收入 26.6 亿元, 同比下降 38.75%; 归属上市公司股东净利润 5.6 亿元, 同比上升 3.07%, 其中非经常性净收益约 267 万元。营业总收入大幅下降的主要原因为公司于 2016 年上半年发生重大资产重组, 上年同期调整后业绩包括原中海发展油气业务, 干散货运业务和大连油运, 而本期业绩包括原中海发展油气业务和大连油运。受全球油运行业运力过剩及运价下跌影响, 拖累公司一季度业绩。

供需增速不平衡, 2017 年新船交付持续

我们预测 2017 年全球油运供给增速约 4%, 低于上年的 6%; 需求方面, 受全球原油减产影响, 2017 年全球需求增速约 1%, 大幅低于 2016 年的 4%。根据 Clarksons 统计, 截止 2017 年 3 月, 全球 VL/ULCC 新船订单量约 2,660 万 DWT, 其中预计 2017 年交付 1,100 万 DWT; 全球苏伊士型新船订单量约 1,240 万 DWT, 其中预计 2017 年交付 940 万 DWT。由于大量的 VLCC 和苏伊士新船于 2017 年交付, 我们预测 2017 年全球原油船舶运力增速约 5.6%, 海运原油需求增速约 0.8%。

运价下行, 公司外贸油运业务盈利下滑; 内贸油运较稳定

受困全球油运行业供需矛盾加剧, 油运运价出现明显下滑趋势。截止 2017 年 3 月, VLCC 1 年期租运价下跌至 26,725 美元/天, 同比下跌 37%。截止 2016 年, 公司外贸油运业务收入占比约 73%, 受全球运价下滑影响, 公司 2017 年外贸油运业务盈利将有所下滑。公司在内贸油运市场占较大优势, 市场份额约 55%, 公司内贸油运业务盈利较为稳定。

下调公司 2017E-2018E 盈利预测和目标价格区间

受全球油运市场供需矛盾加剧及运价下行影响, 我们下调了对公司 2017/2018 年盈利预测。我们预测公司 2017E/2018E 营业收入分别为 98.8 亿元和 108.7 亿元; 归属母公司净利润分别为 10.7 亿元和 13.4 亿元; 每股收益分别为 0.27 元和 0.33 元。我们基于 PB 估值法, 给予公司 1.00x-1.14x 2017PB 估值, 对应目标价格区间 7.07-8.06 元。

风险提示: 油价上涨超过预期; 运力交付超过预期; LNG 项目进展推迟。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,032
流通 A 股(百万股)	2,736
52 周内股价区间(元)	5.77-7.75
总市值(百万元)	26,894
总资产(百万元)	58,022
每股净资产(元)	6.80

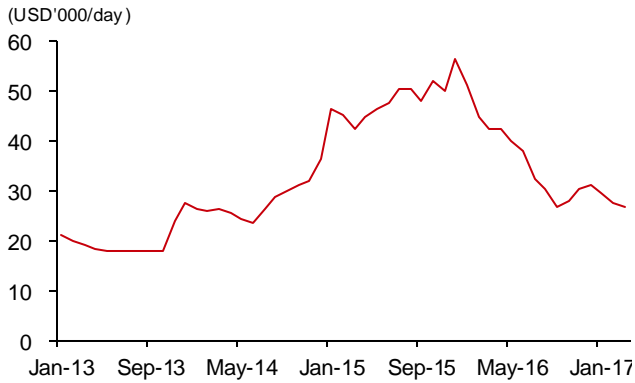
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,578	13,006	9,884	10,873	11,960
+/-%	42.51	(26.01)	(24.00)	10.00	10.00
归属母公司净利润(百万元)	1,154	1,923	1,068	1,346	1,778
+/-%	270.98	66.65	(44.42)	25.98	32.08
EPS(元, 最新摊薄)	0.29	0.48	0.27	0.33	0.44
PE(倍)	23.31	13.99	25.17	19.98	15.13

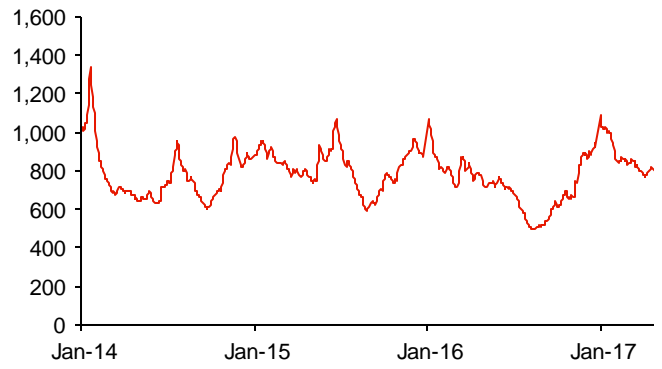
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: VLCC 运价



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表2: BDTI



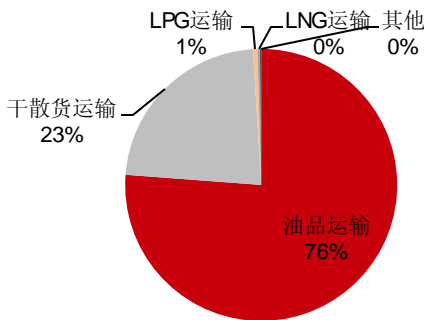
资料来源: BSE, 华泰证券研究所

图表3: 船队规模, 2016

	载重量 (百万吨/)		平均寿命(年)	在建船舶载重量 (百万吨/立方米)	
	船舶数量	立方米			
油轮	100	14.67	7.5	21	7.5
LPG 轮	4	0.01	10.9	-	10.9
LNG 轮	1	0.17	0.2	5	0.2
合计	105		7.6	26	7.6

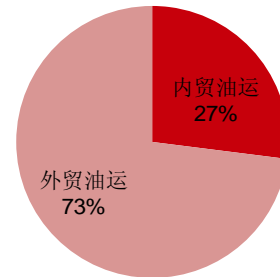
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 各业务收入占比, 2016



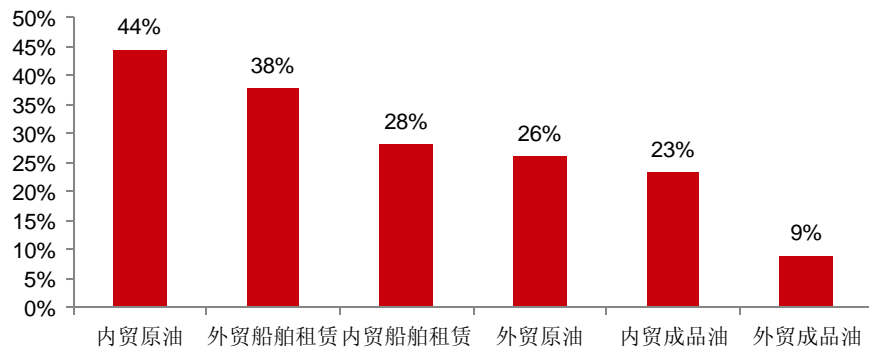
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 油运业务收入占比 - 分地区, 2016



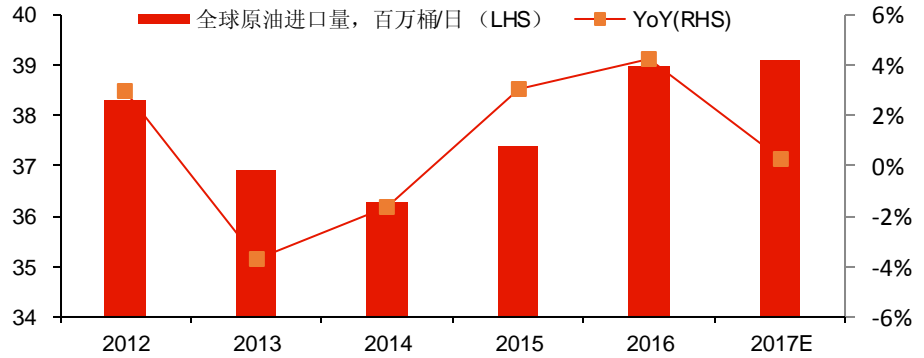
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 细分业务毛利率, 2016



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

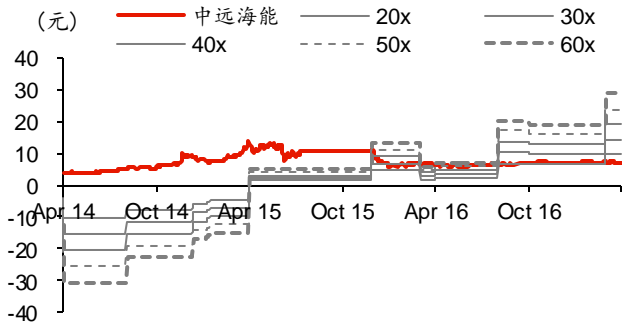
图表7: 全球原油进口量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

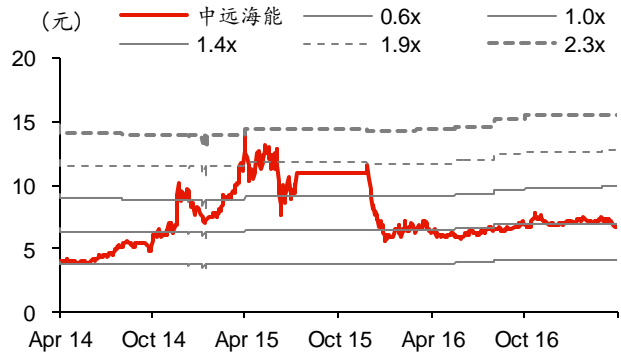
PE/PB – Bands

图表8: 中远海能历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 中远海能历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10,302	8,974	8,700	9,118	9,200
现金	4,909	6,389	5,895	6,060	6,005
应收账款	2,321	1,132	1,284	1,443	1,531
其他应收账款	315.11	341.85	233.85	266.95	290.11
预付账款	508.22	426.87	301.84	336.47	365.16
存货	715.09	451.40	398.37	538.94	481.87
其他流动资产	1,534	233.24	586.38	473.00	527.11
非流动资产	75,277	49,047	49,176	46,950	45,389
长期投资	8,228	4,164	5,519	5,067	5,218
固定资产投资	55,494	32,929	35,877	36,453	35,841
无形资产	108.81	86.61	87.35	75.35	67.60
其他非流动资产	11,446	11,868	7,693	5,354	4,262
资产总计	85,580	58,022	57,876	56,068	54,589
流动负债	13,908	7,263	13,318	20,180	26,021
短期借款	5,790	1,873	8,129	14,003	20,828
应付账款	1,478	1,350	394.91	1,631	536.94
其他流动负债	6,640	4,040	4,794	4,546	4,657
非流动负债	39,102	23,336	16,005	5,932	(3,240)
长期借款	32,412	16,882	9,524	(558.03)	(9,732)
其他非流动负债	6,690	6,454	6,481	6,490	6,492
负债合计	53,010	30,599	29,323	26,113	22,782
少数股东权益	862.87	9.99	45.48	82.86	135.44
股本	4,032	4,032	4,032	4,032	4,032
资本公积	14,227	7,595	7,595	7,595	7,595
留存公积	13,856	15,375	16,854	18,200	19,978
归属母公司股	31,707	27,413	28,508	29,873	31,672
负债和股东权益	85,580	58,022	57,876	56,068	54,589

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	7,687	12,158	1,403	4,446	2,380
净利润	1,230	1,955	1,104	1,383	1,830
折旧摊销	2,459	2,219	1,531	1,674	1,746
财务费用	1,468	1,104	1,369	1,146	863.97
投资损失	(457.17)	(1,357)	(1,057)	(925.84)	(842.97)
营运资金变动	790.38	2,535	(1,315)	1,043	(1,212)
其他经营现金	2,196	5,702	(228.29)	125.89	(5.53)
投资活动现金	(3,794)	5,133	(336.73)	1,375	678.03
资本支出	3,880	4,278	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,031	(9,122)	1,301	(433.68)	144.56
其他投资现金	2,117	288.30	964.30	941.75	822.59
筹资活动现金	(3,675)	(15,883)	(1,559)	(5,657)	(3,112)
短期借款	(374.68)	(3,917)	6,256	5,874	6,824
长期借款	8,987	(15,530)	(7,358)	(10,082)	(9,174)
普通股增加	550.63	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	9,797	(6,631)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(22,634)	10,195	(457.76)	(1,449)	(762.75)
现金净增加额	416.16	1,501	(493.25)	164.42	(54.81)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,578	13,006	9,884	10,873	11,960
营业成本	14,020	9,751	7,314	7,991	8,731
营业税金及附加	30.83	41.42	26.76	31.17	33.65
营业费用	96.46	57.12	47.02	50.40	55.92
管理费用	681.87	732.25	498.81	569.85	619.08
财务费用	1,468	1,104	1,369	1,146	863.97
资产减值损失	231.76	44.30	106.79	85.96	92.90
公允价值变动收益	68.14	4.96	26.02	19.00	21.34
投资净收益	457.17	1,357	1,057	925.84	842.97
营业利润	1,574	2,637	1,605	1,943	2,428
营业外收入	1,303	250.98	601.49	484.65	523.60
营业外支出	1,536	712.26	986.69	895.22	925.71
利润总额	1,340	2,176	1,220	1,532	2,026
所得税	110.06	220.83	115.92	148.91	195.41
净利润	1,230	1,955	1,104	1,383	1,830
少数股东损益	76.81	32.61	35.49	37.37	52.59
归属母公司净利润	1,154	1,923	1,068	1,346	1,778
EBITDA	5,501	5,961	4,504	4,763	5,038
EPS(元)	0.29	0.48	0.27	0.33	0.44

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	42.51	(26.01)	(24.00)	10.00	10.00
营业利润	2,582	67.60	(39.14)	21.05	24.97
归属母公司净利润	270.98	66.65	(44.42)	25.98	32.08
获利能力(%)					
毛利率	20.24	25.02	26.00	26.50	27.00
净利率	6.56	14.78	10.81	12.38	14.87
ROE	3.64	7.01	3.75	4.51	5.61
ROIC	4.23	8.02	6.45	7.15	7.73
偿债能力					
资产负债率(%)	61.94	52.74	50.67	46.57	41.73
净负债比率(%)	82.11	70.29	72.51	64.22	63.72
流动比率	0.74	1.24	0.65	0.45	0.35
速动比率	0.69	1.17	0.62	0.42	0.33
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.18	0.17	0.19	0.22
应收账款周转率	9.18	7.48	8.05	7.86	7.92
应付账款周转率	11.36	6.90	8.38	7.89	8.05
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.48	0.27	0.33	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	3.02	0.35	1.10	0.59
每股净资产(最新摊薄)	7.86	6.80	7.07	7.41	7.86
估值比率					
PE(倍)	23.31	13.99	25.17	19.98	15.13
PB(倍)	0.85	0.98	0.94	0.90	0.85
EV_EBITDA(倍)	7.35	6.79	8.98	8.49	8.03

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com