

强烈推荐-A (维持)

中远海特 600428.SH

目标估值: N.A
 当前股价: 7.76 元
 2017年08月10日

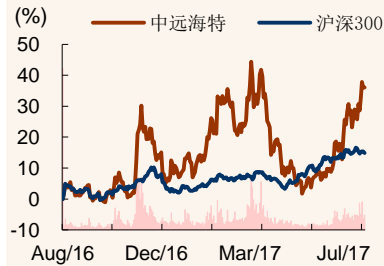
干散旺季来临, 运量复苏态势延续

基础数据

上证综指	3262
总股本(万股)	214665
已上市流通股(万股)	169045
总市值(亿元)	167
流通市值(亿元)	131
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	0.6
资产负债率	55.1%
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	22	13	35
相对表现	20	3	21



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中远海特(600428)——多用途船运量持续复苏, 中报预增15倍》2017-07-11
- 2、《中远海特(600428)——BDI回调不改运量复苏态势》2017-05-19
- 3、《中远海特(600428)——运量回升改善业绩, 符合预期》2017-04-28

常涛

010-57601863
 changt@cmschina.com.cn
 S1090512030004

研究助理

袁钉
 yuanding@cmschina.com.cn

事件:

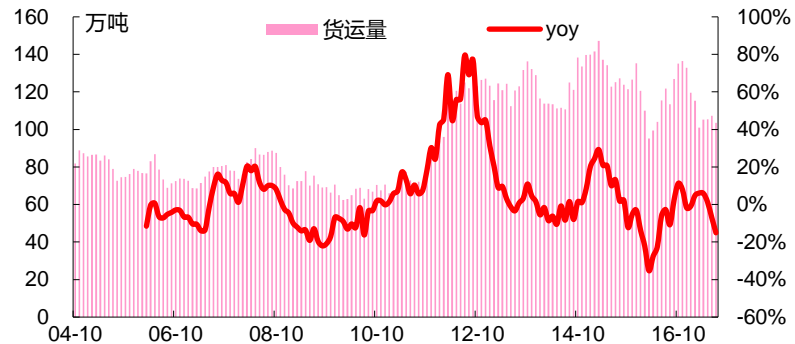
公司公告7月经营数据。7月, 中远海特完成运量100.4万吨(-12.5%), 周转量70.9亿吨海里(-12.2%), 营运率100%(+0.4 pct), 航行率60%(+1.4 pct), 载重率54.7%(+5.4 pct)。

评论:

1、剔除杂货船退租因素后, 运量同比持续改善

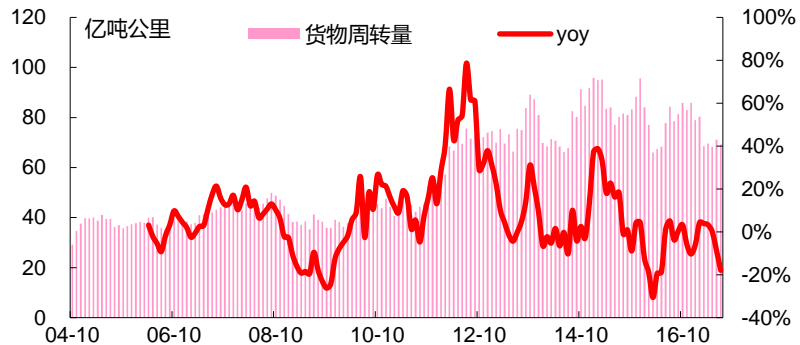
7月, 中远海特完成运量100.4万吨(-12.5%), 周转量70.9亿吨海里(-12.2%)。考虑到公司大多数船型一个航次(包含重载和空载两段)时间大约在2个月, 我们对运量进行3M移动平均, 依据3M平均计算, 中远海特完成运量103.5万吨(-15.1%), 周转量69.2亿吨海里(-18%), 主要是由于杂货船退租导致运量显著下降, 剔除该因素后运量和周转量同比持续增长, 符合我们2017年公司受益于干散货复苏和“一带一路”的判断。

图1: 中远海特货运量(3M平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

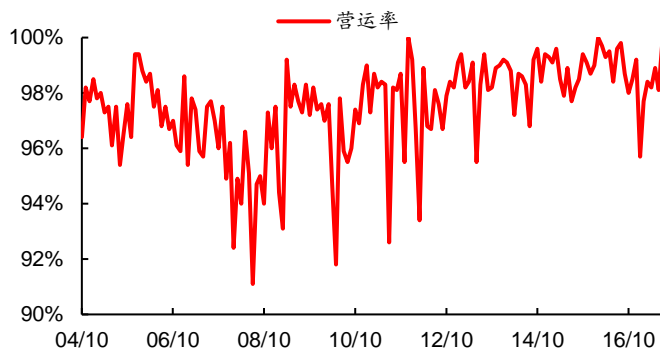
图2: 中远海特货运周转量(3M平均)



资料来源: 公司数据、招商证券

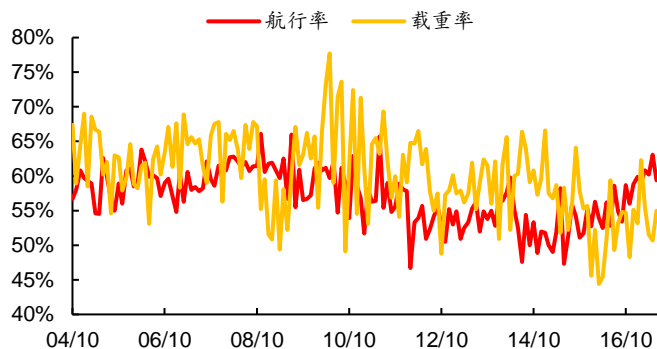
7 月份，中远海特营运率 100% (+0.4 pct)，航行率 60% (+1.4 pct)，载重率 54.7% (+5.4 pct)，航行率和载重率的提升也表明市场回暖。燃油单耗 3.69 千克/千吨海里 (-3.9%)，燃油效率持续提升。

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



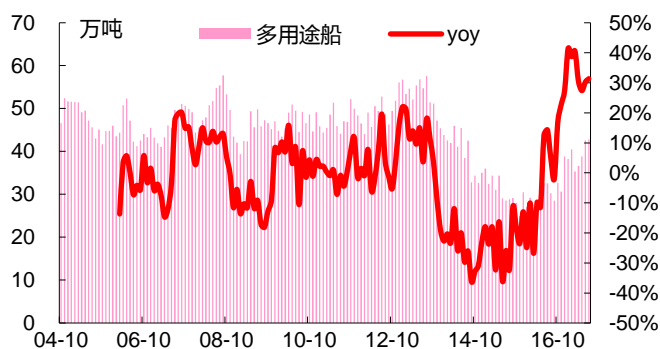
资料来源: 公司数据、招商证券

2、“一主两翼”多用途船和半潜船运量高速增长

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。7 月，多用途船完成货运量 39.2 万吨 (+63.2%); 按照 3 月移动平均计算，多用途船完成运量 42.8 万吨 (+31.4%)。

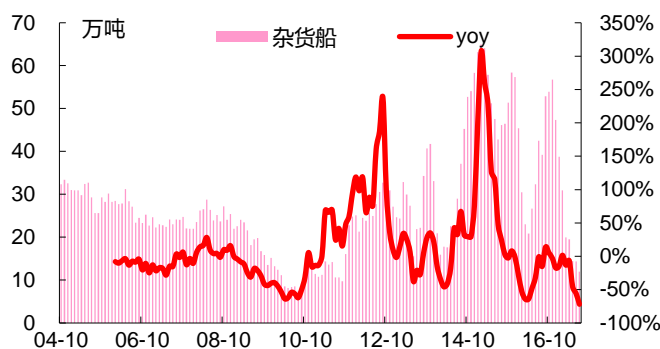
2) 杂货船: 公司杂货船均为租入运力，运力和运量波动较大。7 月，杂货船完成货运量 12.3 万吨 (-71.7%); 按照 3 月移动平均计算，杂货船完成运量 11.9 万吨 (-71.9%)。

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)

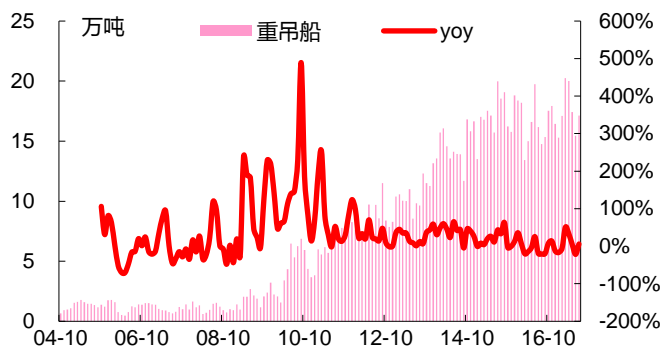


资料来源: 公司数据、招商证券

3) 重吊船: 重吊船市场专业性和集中度强于多用途船。2016 年，公司重吊船运力维持 20 艘，2017 年 1 月、5 月和 7 月，公司分别引入 1 条 2.8 万吨级重吊船。7 月，重吊船完成货运量 19.8 万吨 (+62.2%); 按照 3 月移动平均计算，重吊船完成运量 17.1 万吨 (+6.0%)。

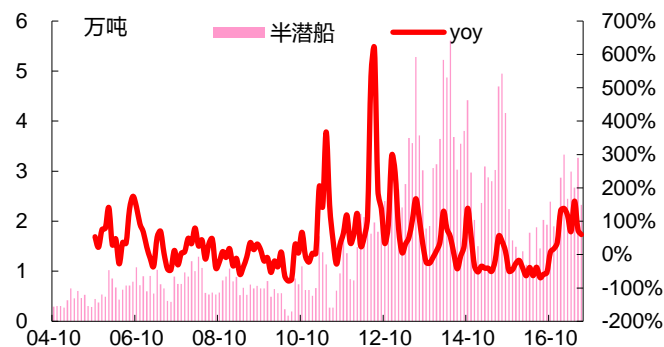
4) 半潜船: 16 年公司先后引入了两条半潜船 (5 万吨和 9.8 万吨)，加上油价回升，海工订单逐步释放出，半潜船运量爆发式增长，但仍未回到前期高位。7 月，半潜船完成货运量 3.5 万吨 (+338.0%); 按照 3 月移动平均计算，半潜船完成运量 2.3 万吨 (+60.0%)。

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

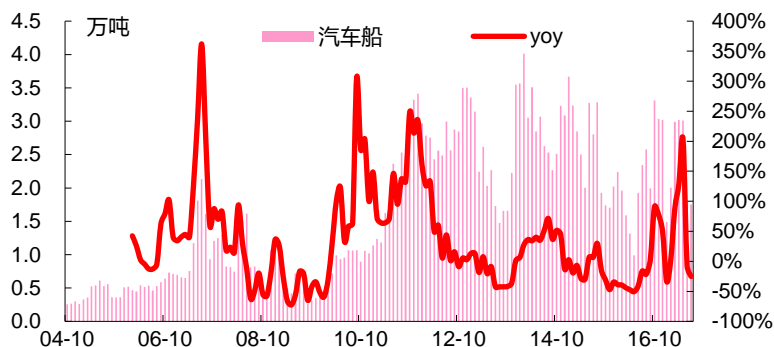
图 8: 中远海特半潜船货运量 (3M 平均)



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。7 月, 汽车船完成货运量 1.8 万吨(-26.0%); 按照 3 月移动平均计算, 汽车船完成运量 1.8 万吨 (-25.2%)。

图 9: 中远海特汽车船货运量 (3M 平均)

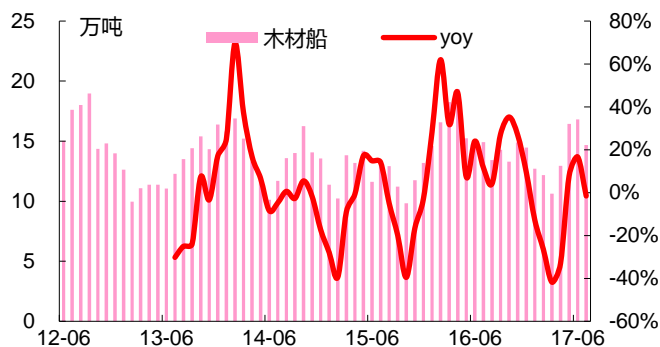


资料来源: 公司数据、招商证券

6) 木材船: 木材船市场整体表现平淡, 公司计划于 17 年退役 2 艘木材船。6 月, 木材船完成货运量 14.0 万吨 (-14.1%); 按照 3 月移动平均计算, 木材船完成运量 16.8 万吨 (+16.7%)。

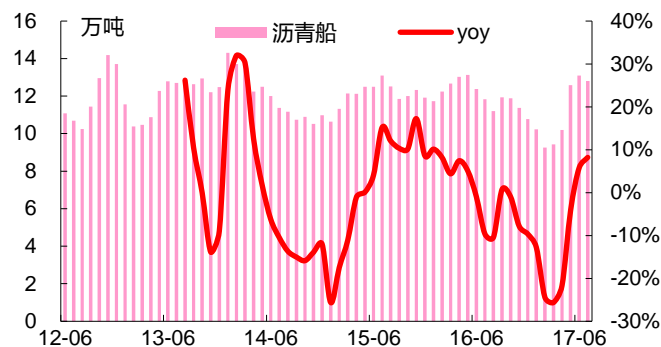
7) 沥青船: 过去几年, 沥青船是表现最好的特种船细分市场。2017 年 5 月和 7 月, 公司分别引入 1 条 1.3 万吨级沥青船。7 月, 木材船完成货运量 12.9 万吨 (-37.1%); 按照 3 月移动平均计算, 木材船完成运量 14.7 万吨 (-1.6%)。

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)

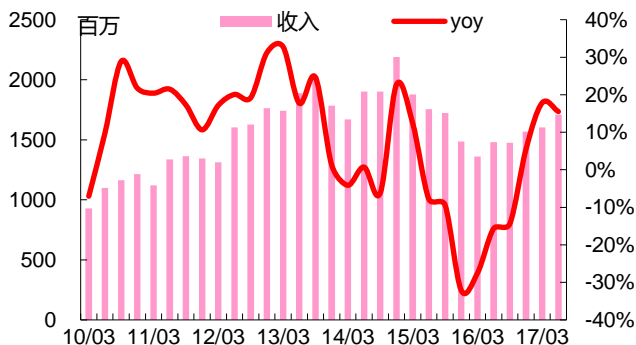


资料来源: 公司数据、招商证券

3、17Q2 业绩显著改善，弹性逐步释放

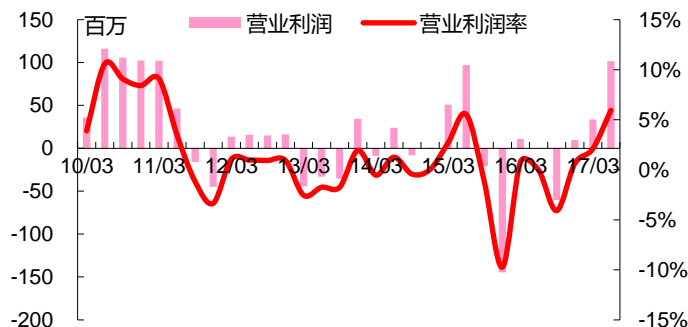
根据公司中报业绩预告, 17Q2 公司实现营收 17.09 亿元 (+15.5%), 而 16Q1-17Q1, 公司收入增速分别为 -27.5%、-15.6%、-14.4%、5.5%、17.9%, 收入增速显著回升。17Q2, 公司实现营业利润 1.02 亿元 (16Q2 亏损), 归母净利润 0.61 亿元 (16Q2 为 0.03 亿元), 均处于 10 年以来的相对高位, 业绩复苏的态势十分显著。

图 12: 中远海特收入及增速 (季)



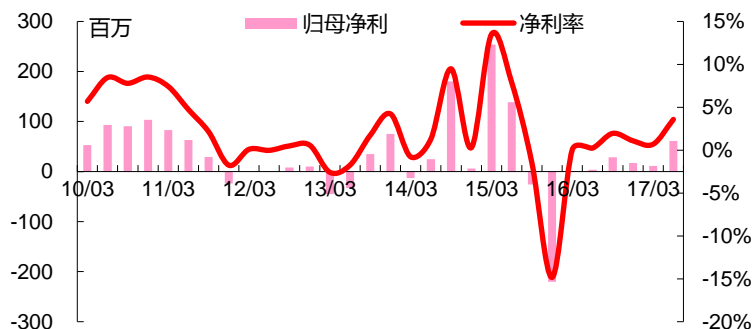
资料来源: 公司数据、招商证券

图 13: 中远海特营业利润和净利率 (季)



资料来源: 公司数据、招商证券

图 14: 中远海特净利润和净利率 (季)



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

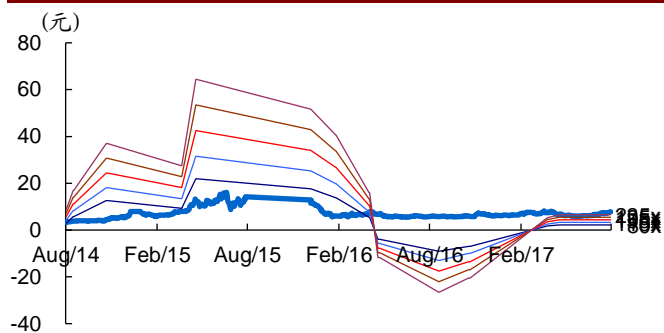
随着油价回升，美国海工平台利用率持续提升，海工订单有所恢复，公司半潜船运量触底回升，哈萨克斯坦项目较好锁定半潜船 2018-2020 年收益水平；受益于散货复苏和“一带一路”业务的大幅提升，公司多用途船和重吊船运量和期租水平均有所提升，“一主两翼”业务显著改善。虽然沥青船和木材船可能面临压力，但对公司业绩影响较为有限，一季报和中报业绩预告验证了我们的判断。我们预测公司 17/18/19 年 EPS 为 0.14/0.24/0.35 元，维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示

干散货运复苏不达预期

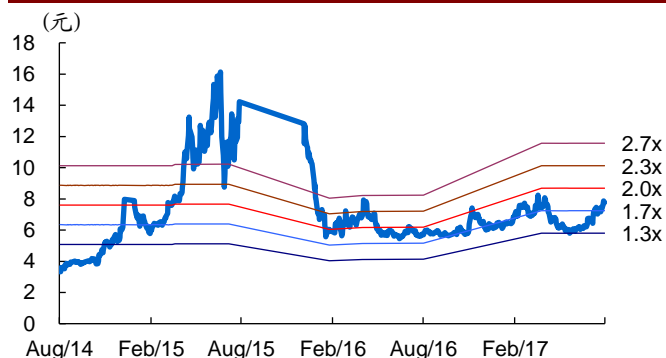
6、PE-PB Band

图 15: 中远海特历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 16: 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

	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	90.1	331.4	54.2	32.8	22.3
PB	2.0	1.8	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	16.1	19.3	12.6	10.2	8.8

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。

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。