

中远海特 (600428.SH)

海运港口

评级：买入 维持评级

公司点评

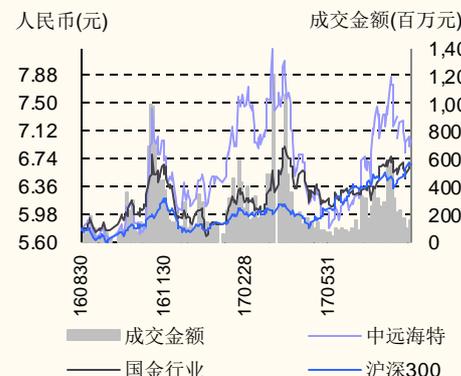
市场价格(人民币): 6.98元

## 半潜船表现突出，财务杠杆释放业绩弹性

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,690.45
总市值(百万元)	14,983.62
年内股价最高最低(元)	8.23/5.64
沪深300指数	3834.30
上证指数	3363.63



## 相关报告

- 1.《航运复苏+“一带一路”，业绩持续爆发可期-中远海特公司点评》，2017.8.8
- 2.《航运经营改善，多政策推动业绩-中远海特公司点评》，2017.4.12
- 3.《航运行情回暖，“一带一路”加速增厚业绩-中远海特公司点评》，2017.4.5
- 4.《BDI反弹憧憬业绩，把握“一带一路”新机遇-中远海特公司研究》，2017.2.9

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.086	0.023	0.110	0.175	0.243
每股净资产(元)	3.94	4.36	4.45	4.60	4.80
每股经营性现金流(元)	0.60	0.29	0.59	0.75	0.88
市盈率(倍)	119.14	261.39	63.38	39.97	28.68
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	-26.41%	-65.48%	370.40%	58.58%	39.33%
净资产收益率(%)	2.18%	0.54%	2.47%	3.80%	5.07%
总股本(百万股)	1,690.45	2,146.65	2,146.65	2,146.65	2,146.65

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

## 业绩简评

- 公司 2017 年上半年实现营业收入 33.1 亿元，同比增长 16.64%；归母净利润 0.72 亿元，同比增长 1538.0%，基本每股收益 0.034 元。

## 经营分析

- 散运市场回暖，半潜船业务表现突出：2017 年上半年，全球制造业和贸易复苏，船舶运力供给增速放缓，BDI 指数 1~6 月均值 975 点，同比上涨超过一倍。公司半潜船业务成为业绩增长最大亮点，受益海工订单需求释放，2017 年上半年公司半潜船运量同比增长 90.2%，期租水平同增 59.4%，营收同比增长 85.4%，贡献营收增量 72%。而且半潜船由于技术难度较高，配合安装任务，毛利率较高，报告期达到 85.4%，贡献毛利 62%。
- 特种船细分市场产生分化：报告期，期租水平同比增长的其它船型有多用途船和重吊船，并且受益于“一带一路”对外承包项目增加，营业收入分别同增 15.2%和 11.2%；期租水平同比下降的船型有沥青船、木材船和汽车船。其中沥青船市场船多货少，木材船退役 2 艘业务量下降，营收分别同比下降 14.5%和 9.0%，但由于上半年中国汽车出口整体回暖，汽车船业务仍然同增 43.0%。2017 年上半年，公司整体抓住航运市场改善的机遇，有效推动运价恢复，航运主业录得营业收入 30.83 亿元，同比增长 21.1%。
- 财务杠杆效应显著，业绩爆发增长：观察利润表，本期公司业绩同增超过 15 倍，除去营收重新较快增长外，财务杠杆是业绩爆发增长的主要原因。由于船舶建造大量贷款，公司 2016 年上半年财务费用为 1.22 亿元，而由于同期 EBIT1.29 亿元，导致归母净利润仅为 0.04 亿元。本期营收及毛利快速增长，EBIT 同比增长 102.8%，为 2.62 亿元，虽然财务费用增加 0.22 亿元至 1.44 亿元，财务杠杆效应依然显著，伴随整体毛利提升，使得业绩弹性充分释放。

## 投资建议

- 中远海特专注打造特种船货运公司，半潜船业务迎来爆发增长。伴随散运市场供需边际改善，以及“一带一路”加速推进，业绩预期向好。公司是航运业优质标的，盈利能力业内领先，2017-2019 年 EPS 分别为 0.11 元、0.18 元、0.24 元，对应 PE 分别为 63 倍、40 倍、29 倍。维持“买入”评级。

## 风险

- 宏观经济持续低迷，散运市场复苏不及预期，“一带一路”推进不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,663</b>	<b>6,841</b>	<b>5,883</b>	<b>7,290</b>	<b>8,637</b>	<b>10,211</b>	货币资金	2,065	1,351	1,387	967	1,102	1,934
增长率		-10.7%	-14.0%	23.9%	18.5%	18.2%	应收款项	604	488	727	780	924	1,093
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,975</b>	<b>-6,164</b>	<b>-5,270</b>	<b>-6,041</b>	<b>-7,060</b>	<b>-8,246</b>	存货	318	183	208	215	251	294
%销售收入	91.0%	90.1%	89.6%	82.9%	81.7%	80.8%	其他流动资产	694	643	844	926	1,059	1,213
<b>毛利</b>	<b>688</b>	<b>677</b>	<b>613</b>	<b>1,249</b>	<b>1,578</b>	<b>1,965</b>	流动资产	3,681	2,666	3,166	2,889	3,336	4,534
%销售收入	9.0%	9.9%	10.4%	17.1%	18.3%	19.2%	%总资产	20.6%	14.9%	14.9%	13.6%	15.2%	19.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-20</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-51</b>	长期投资	1,157	1,380	1,460	1,461	1,460	1,460
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	固定投资	12,656	13,520	16,314	16,603	16,733	16,648
<b>营业费用</b>	<b>-55</b>	<b>-60</b>	<b>-52</b>	<b>-66</b>	<b>-78</b>	<b>-92</b>	%总资产	70.7%	75.3%	76.6%	77.9%	76.5%	72.4%
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	318	305	289	290	291	294
<b>管理费用</b>	<b>-505</b>	<b>-470</b>	<b>-432</b>	<b>-539</b>	<b>-605</b>	<b>-715</b>	非流动资产	14,210	15,277	18,125	18,415	18,546	18,463
%销售收入	6.6%	6.9%	7.3%	7.4%	7.0%	7.0%	%总资产	79.4%	85.1%	85.1%	86.4%	84.8%	80.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>108</b>	<b>125</b>	<b>106</b>	<b>622</b>	<b>852</b>	<b>1,107</b>	<b>资产总计</b>	<b>17,891</b>	<b>17,943</b>	<b>21,290</b>	<b>21,304</b>	<b>21,882</b>	<b>22,997</b>
%销售收入	1.4%	1.8%	1.8%	8.5%	9.9%	10.8%	短期借款	2,124	2,268	2,088	1,745	1,500	1,500
<b>财务费用</b>	<b>-203</b>	<b>-235</b>	<b>-254</b>	<b>-394</b>	<b>-373</b>	<b>-355</b>	应付款项	1,929	2,010	2,396	2,607	3,052	3,573
%销售收入	2.6%	3.4%	4.3%	5.4%	4.3%	3.5%	其他流动负债	555	493	414	384	449	603
<b>资产减值损失</b>	<b>10</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	流动负债	4,607	4,771	4,897	4,736	5,002	5,676
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5,348	4,914	5,503	5,503	5,503	5,504
<b>投资收益</b>	<b>93</b>	<b>363</b>	<b>121</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	其他长期负债	1,330	1,515	1,470	1,450	1,450	1,450
%税前利润	42.1%	130.8%	122.5%	22.6%	14.3%	10.3%	<b>负债</b>	<b>11,285</b>	<b>11,200</b>	<b>11,870</b>	<b>11,689</b>	<b>11,955</b>	<b>12,630</b>
<b>营业利润</b>	<b>8</b>	<b>242</b>	<b>-40</b>	<b>322</b>	<b>578</b>	<b>851</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,528</b>	<b>6,666</b>	<b>9,367</b>	<b>9,561</b>	<b>9,871</b>	<b>10,308</b>
营业利润率	0.1%	3.5%	n.a	4.4%	6.7%	8.3%	少数股东权益	77	77	53	55	57	59
<b>营业外收支</b>	<b>212</b>	<b>36</b>	<b>139</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,891</b>	<b>17,943</b>	<b>21,290</b>	<b>21,304</b>	<b>21,882</b>	<b>22,997</b>
<b>税前利润</b>	<b>220</b>	<b>278</b>	<b>98</b>	<b>442</b>	<b>698</b>	<b>971</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.9%	4.1%	1.7%	6.1%	8.1%	9.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-23</b>	<b>-132</b>	<b>-45</b>	<b>-203</b>	<b>-321</b>	<b>-447</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	10.6%	47.6%	46.1%	46.0%	46.0%	46.0%	每股收益	0.117	0.086	0.023	0.110	0.175	0.243
<b>净利润</b>	<b>196</b>	<b>146</b>	<b>53</b>	<b>238</b>	<b>377</b>	<b>524</b>	每股净资产	3.862	3.943	4.364	4.454	4.598	4.802
少数股东损益	-1	0	3	2	2	2	每股经营现金净流	0.457	0.605	0.294	0.589	0.748	0.884
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>198</b>	<b>146</b>	<b>50</b>	<b>236</b>	<b>375</b>	<b>522</b>	每股股利	0.020	0.010	0.000	0.020	0.030	0.040
净利率	2.6%	2.1%	0.9%	3.2%	4.3%	5.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	3.03%	2.18%	0.54%	2.47%	3.80%	5.07%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.11%	0.81%	0.24%	1.11%	1.71%	2.27%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	0.68%	0.46%	0.33%	1.96%	2.67%	3.38%
<b>净利润</b>	<b>196</b>	<b>146</b>	<b>53</b>	<b>238</b>	<b>377</b>	<b>524</b>	<b>增长率</b>						
非现金支出	611	655	732	822	863	903	主营业务收入增长率	2.98%	-10.74%	-14.00%	23.91%	18.48%	18.22%
非经营收益	-14	-129	46	154	169	161	EBIT增长率	107.50%	15.32%	-14.55%	483.87%	37.06%	29.96%
营运资金变动	-21	350	-199	48	197	308	净利润增长率	506.11%	-26.41%	-65.48%	370.40%	58.58%	39.33%
经营活动现金净流	773	1,022	632	1,264	1,606	1,897	总资产增长率	2.11%	0.29%	18.65%	0.07%	2.71%	5.09%
<b>资本开支</b>	<b>-344</b>	<b>-1,113</b>	<b>-2,927</b>	<b>-988</b>	<b>-872</b>	<b>-698</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-309	0	-25	-1	0	0	应收账款周转天数	20.6	21.8	28.9	30.0	30.0	30.0
其他	133	145	82	100	100	100	存货周转天数	15.6	14.8	13.5	13.0	13.0	13.0
投资活动现金净流	-520	-968	-2,870	-889	-772	-598	应付账款周转天数	74.0	89.5	117.8	115.0	115.0	115.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,485</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	588.6	667.2	977.4	798.2	671.2	564.3
债权募资	-129	-673	-42	-344	-245	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-110	-83	-177	-451	-454	-467	净负债/股东权益	81.86%	86.46%	65.86%	65.32%	59.44%	48.91%
筹资活动现金净流	-239	-756	2,266	-794	-699	-466	EBIT利息保障倍数	0.5	0.5	0.4	1.6	2.3	3.1
<b>现金净流量</b>	<b>14</b>	<b>-702</b>	<b>28</b>	<b>-420</b>	<b>135</b>	<b>832</b>	资产负债率	63.08%	62.42%	55.76%	54.87%	54.63%	54.92%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	7	7	8
增持	0	3	4	4	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.36	1.36	1.38

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

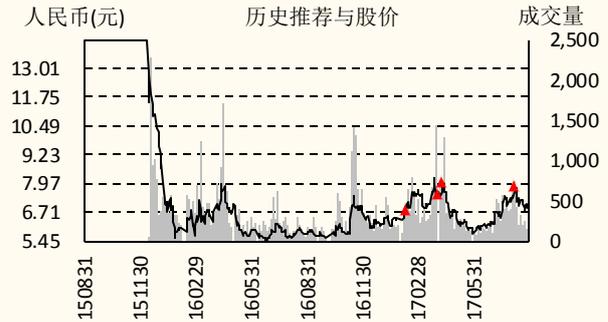
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-09	买入	6.81	9.50~10.00
2	2017-04-05	买入	7.39	9.50~10.00
3	2017-04-12	买入	8.00	N/A
4	2017-08-08	买入	7.60	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD