

中远海特(600428)/航运

中报业绩实现扭亏为盈 半潜船贡献主要业绩增量

评级：增持(首次)

市场价格：7.16

目标价格：8.2

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qizq.com.cn

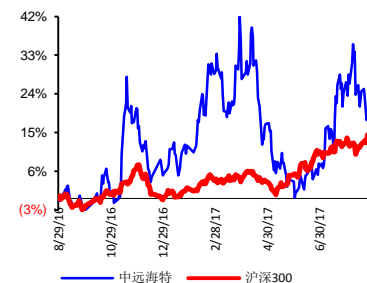
联系人：扈世民

电话：010-59013814

Email: husm@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,147
流通股本(百万股)	1,690
市价(元)	7.16
市值(百万元)	15,373
流通市值(百万元)	12,100

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,841	5,883	6,889	8,026	9,190
增长率 yoy%	-10.7	-14.0	17.1	16.5	14.5
净利润	145.6	50.3	243.1	376.2	476.9
增长率 yoy%	-26.4	-65.5	383.7	54.8	26.8
每股收益(元)	0.07	0.02	0.11	0.18	0.22
每股净资产(元)	3.7	4.4	4.7	4.7	4.9
净资产收益率	2.2	0.5	2.5	3.7	4.5
P/E	105.6	305.8	63.2	40.9	32.2
P/B	2.3	1.6	1.5	1.5	1.5

备注：股价为2017年9月1日收盘价

投资要点

- 事件：**中远海特2017半年度报告：2017H1公司实现营业收入33.1亿元，同比增长16.6%；归母净利润0.72亿元，扣非后归母净利润1.02亿、16年同期为-0.18亿，公司业绩实现扭亏为盈。我们认为17H1公司业绩回暖受益于半潜船业务量价齐升、多用途船毛利率转正。
- 中报业绩扭亏为盈，半潜船收入增速领跑主业。**中远海特是中远海运集团旗下特种船运输平台，2017H1公司实现营业收入33.1亿元，同比增长16.6%；多用途船、重吊船和半潜船在主营营收占比80.9%，其中半潜船业务实现营业收入7.4亿，同比增长85.4%，增速领跑主业。
- 行业壁垒高寡头垄断，半潜船贡献主要业绩增量。**半潜船具有技术难度大、行业壁垒高和寡头垄断特征。公司在半潜船运力市场占比14%、全球排名第二。17H1半潜船期租水平同比增长59.4%，贡献主业毛利占比78.2%，公司半潜船业务量价齐升、贡献主要业绩增量。受益于海工装备拆卸需求增长，我们预计2017年公司半潜船运量增速90%。
- 多用途船毛利率转正，一带一路有望推动需求增速。**根据Clarkson统计数据，多用途船30年以上船龄占比6.9%，在手订单占现有运力4.3%，随着高船龄多用途船拆解，我们预计2017、18年多用途船运力增速-0.3%、0.4%。受益一带一路战略，基建设备和高铁装备出口需求有望增速，我们预计2017年公司多用途船和重吊船货运量增速35%和7%。
- BDI反弹助力业绩回暖，多用途船回程散货业务受益。**Clarkson预计17H1全球杂货海运贸易量同比增长2%、多用途船运力增长为0.2%，供需结构边际改善。2017H1波罗的海指数BDI均值975点，同比增长101%，BDI指数反弹利好多用途船回程散货业务。
- 盈利预测和投资建议：**我们预测公司2017-19年实现营业收入68.9、80.3、91.9亿元，同比增长17.1%、16.5%、14.5%，归属于母公司净利润为2.4、3.8、4.8亿元，同比增长383.7%、54.8%、26.8%，对应的每股收益EPS分别为0.11、0.18、0.22元，给予8.2元目标价，对应2017年1.5XPB。重大项目中标和顺利执行支撑半潜船运输需求增长；一带一路和BDI反弹，助力多用途船和重吊船业绩回暖。首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**海工设备运输需求不及预期、一带一路推进不及预期。

内容目录

中报业绩扭亏为盈 半潜船收入增速领跑主业	- 3 -
行业壁垒高寡头垄断 半潜船贡献主要业绩增量	- 4 -
多用途船毛利率转正 BDI 反弹助力业绩回暖	- 5 -
盈利预测和投资建议：目标价：8.2 元，首次覆盖给予“增持”评级	- 8 -
风险提示	- 9 -

图表目录

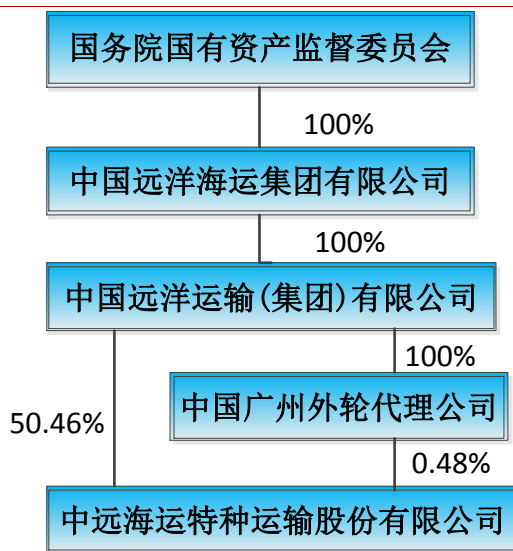
图表 1：控股股东中国远洋（集团）持股 50.94%	- 3 -
图表 2：17H1 多用途船、重吊船和半潜船占主业营收 80.9%	- 3 -
图表 3：17H1 半潜船贡献占主业毛利 78.2%	- 4 -
图表 4：中远海特半潜船运力市场占比 14%，排名第二	- 4 -
图表 6：17H1 半潜船期租水平同比增长 59.4%	- 5 -
图表 5：2017H1 公司半潜船货运量同比增长 90.2%	- 5 -
图表 7：公司多用途船、重吊船运力市场占比 6%	- 6 -
图表 8：多用途船 30 年以上船龄占比 6.9%	- 6 -
图表 9：2017H1 公司多用途船运量同比增长 34.9%	- 7 -
图表 10：2017H1 公司重吊船运量同比增长 7.6%	- 7 -
图表 11：2017H1BDI 均值同比增长 101%	- 7 -
图表 12：2017H1 多用途船毛利率实现转正	- 8 -
图表 13：可比公司估值情况	- 8 -
图表 14：财务报表摘要	- 10 -

中报业绩扭亏为盈 半潜船收入增速领跑主业

■ 中远海运集团旗下特种船运输平台

中远海特是中远海运集团旗下特种船运输平台，控股股东中国远洋（集团）持股 50.94%，实际控制人国务院国资委。公司主要经营多用途船、重吊船、半潜船、汽车船、木材船和沥青船等特种运输船舶，截止 2017H1 公司自有船舶 96 艘，合计 241.5 万 DWT。

图表 1：控股股东中国远洋（集团）持股 50.94%

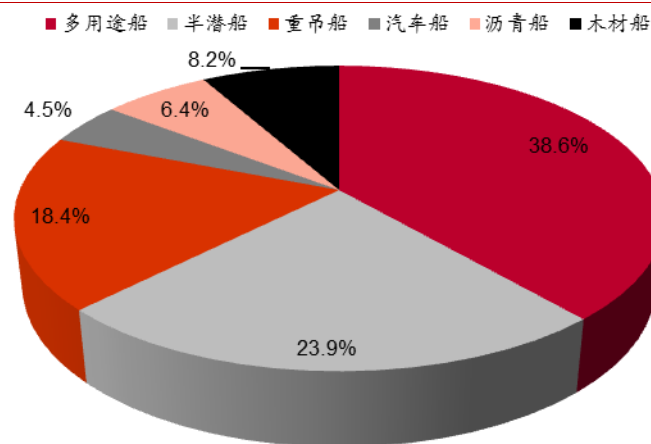


来源：公司年报，中泰证券研究所

■ 17H1 多用途船、重吊船和半潜船占主业营收 80.9%

2017H1 公司多用途船和重吊船在主业营业收入的占比为 57%、半潜船主业营收占比增至 23.9%，三项业务合计占比 80.9%。2017H1 公司实现营业收入 33.1 亿元，同比增长 16.6%；其中半潜船业务实现营业收入 7.4 亿，同比增长 85.4%，增速领跑主业。17H1 多用途船、重吊船和汽车船实现营收同比增速分别为 15.2%、11.2%和 43%。

图表 2：17H1 多用途船、重吊船和半潜船占主业营收 80.9%

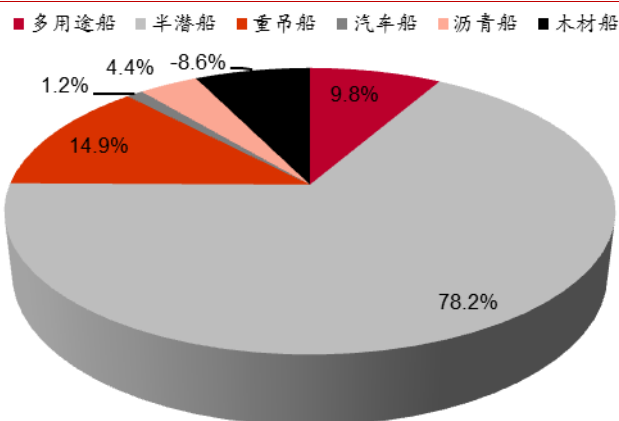


来源：公司半年报，中泰证券研究所

■ **17H1 半潜船贡献毛利占主业营收 78.2%**

受益于一带一路推动，中国高端装备“走出去”步伐加快。2017H1 公司多用途船期租水平同比增长 37.4%，毛利率实现转正、半潜船期租水平同比增长 59.4%，毛利率 43.5%。2017H1 半潜船业务量价齐升，实现主业毛利的 78.2%，贡献主要业绩增量。

图表 3：17H1 半潜船贡献占主业业务毛利 78.2%



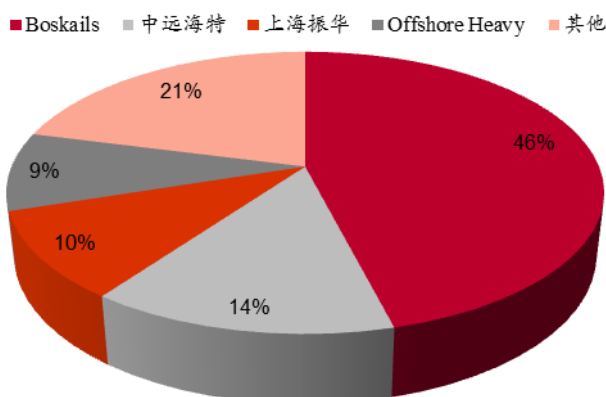
来源：公司半年报，中泰证券研究所

行业壁垒高寡头垄断 半潜船贡献主要业绩增量

■ **公司半潜船运力市场占比 14%，全球排名第二**

半潜船主要用于运输钻井平台、工程船舶和港口机械等大型设备，具有技术难度大、行业壁垒高和寡头垄断特征。截止 2016 年末，公司拥有 6 艘半潜船，合计 28.4 万 DWT。公司半潜船运力市场占比 14%、全球排名第二，仅次于行业龙头 Boskalis。目前半潜船行业集中度较高 (CR4=79%)，属于寡头垄断。

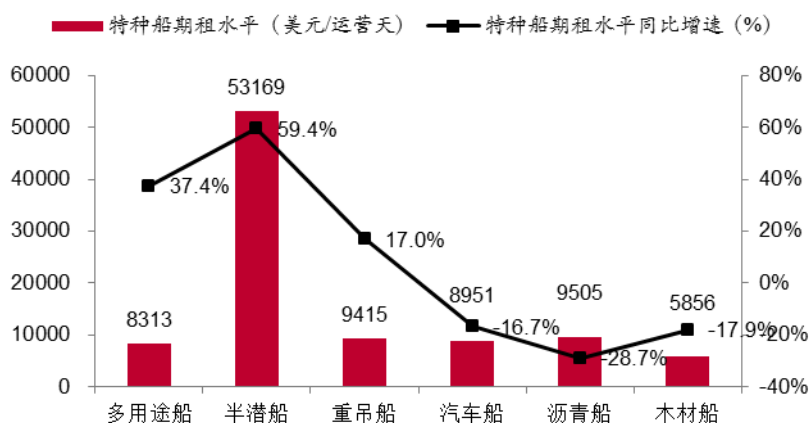
图表 4：中远海特半潜船运力市场占比 14%，排名第二



来源：Clarkson，中泰证券研究所

■ **2017H1 公司半潜船业务贡献主要业绩增量**

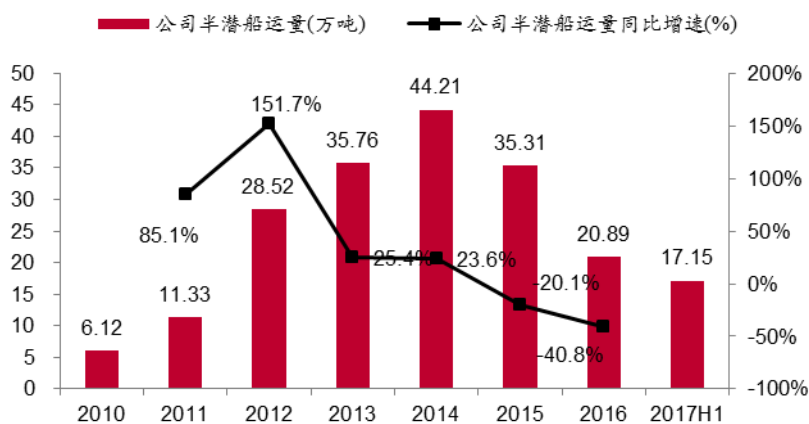
半潜船业务技术壁垒高，且常配合安装任务，毛利率水平领先公司其他业务板块，2017H1 年半潜船毛利率 43.5%。2017H1 半潜船实现营业收入 7.4 亿，同比增长 85.4%；相应期租水平同比增长 59.4%，贡献主业毛利占比 78.2%。17H1 公司半潜船业务量价齐升、贡献主要业绩增量。

图表 5: 17H1 半潜船期租水平同比增长 59.4%


来源: 半年报, 中泰证券研究所

■ 我们预计 2017 年公司半潜船运量增速 90%

2016 年公司北极项目执行的首年, 同时成功中标哈萨克斯坦油气项目总包合同, 重大项目中标和顺利执行支撑半潜船运输需求的增长。2017H1 公司半潜船货运量为 17.2 万吨, 同比增长 90.2%。Clarkson 预计 2017 年将交付海上油气开采设备 FPSO、FS 和钻井船合计 24 艘, 同比增长 3 倍, 供需边际持续改善。受益于海工装备拆卸需求增长, 我们预计 2017 年公司半潜船运量增速 90%。

图表 6: 2017H1 公司半潜船货运量同比增长 90.2%


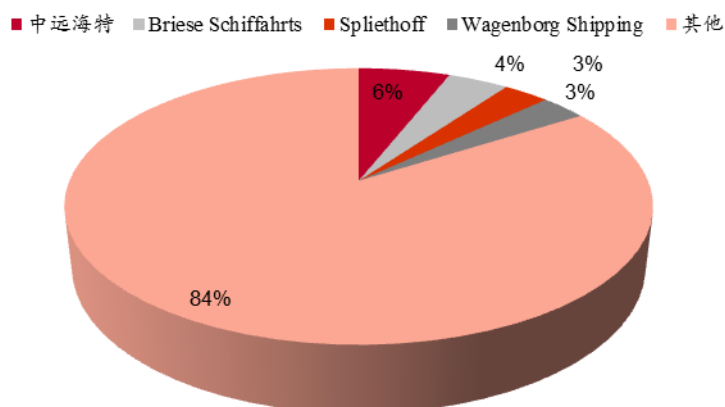
来源: wind, 中泰证券研究所

多用途船毛利率转正 BDI 反弹助力业绩回暖

■ 公司多用途船、重吊船运力市场占比 6%

多用途船适用范围广泛, 可用于承运机械设备、干散货和集装箱等, 我国多用途船多为出口运输机械设备和集装箱、回程干散货。重吊船可认为具有重吊能力的多用途船, 区别在于较强起吊能力和夹板承受能力。多用途船(包括重吊船)市场集中度较低(CR4=16%), 截至 2016 年末, 公司拥有多用途船 38 艘、重吊船 20 艘, 占市场总运力 6%, 居于行业龙头地位。

图表 7：公司多用途船、重吊船运力市场占比 6%

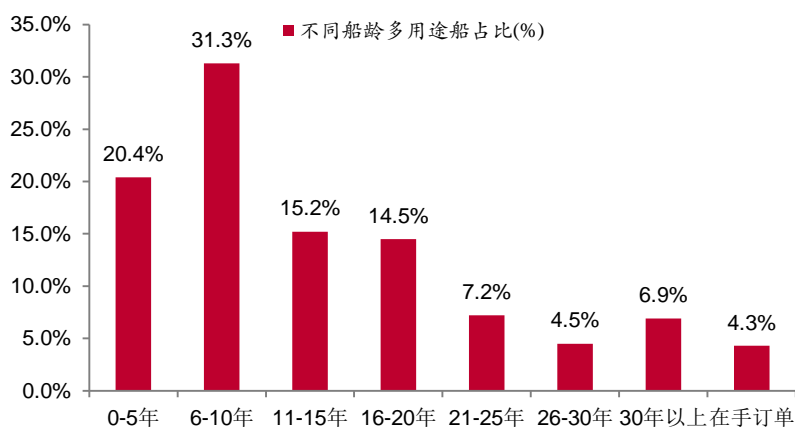


来源：wind, 中泰证券研究所

■ **我们预计 2017、18 年多用途船运力增速-0.3%、0.4%**

2010 年以来航运市场持续低迷，行业运力年均复合增速 1.3%。截止 2016 年末多用途船市场运力 2969 万 DWT。根据 Clarkson 统计数据，多用途船 30 年以上船龄占比 6.9%，在手订单占现有运力 4.3%，随着高船龄的多用途船拆解，我们预计 2017、18 年多用途船运力增速-0.3%、0.4%。

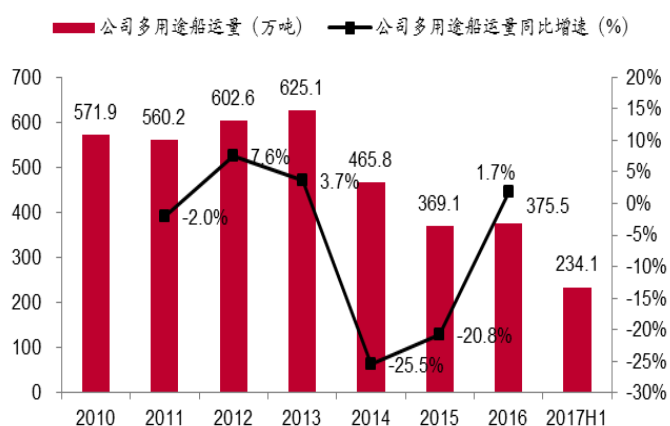
图表 8：多用途船 30 年以上船龄占比 6.9%



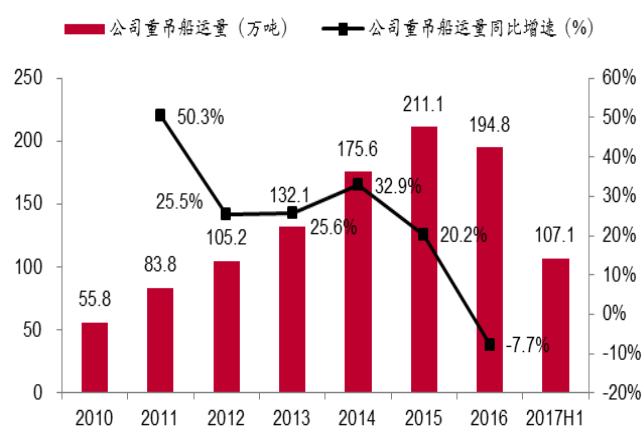
来源：Clarkson, 中泰证券研究所

■ **我们预计 2017 年公司多用途船和重吊船货运量增速 35%和 7%**

2016 年中国对外承包工程业务新签合同金额同比增长 16.2%(商务部官网公布数据)。2017H1 公司多用途船和重吊船货运量 234.1 万吨和 107.1 万吨，同比增长 34.9%和 7.6%。受益一带一路战略，基建设备和高铁装备出口需求回暖，我们预计 2017 年公司多用途船和重吊船货运量增速 35%和 7%。

图表 9： 2017H1 公司多用途船运量同比增长 34.9%


来源：wind, 中泰证券研究所

图表 10： 2017H1 公司重吊船运量同比增长 7.6%


来源：wind, 中泰证券研究所

■ BDI 指数反弹利好多用途船回程散货业务

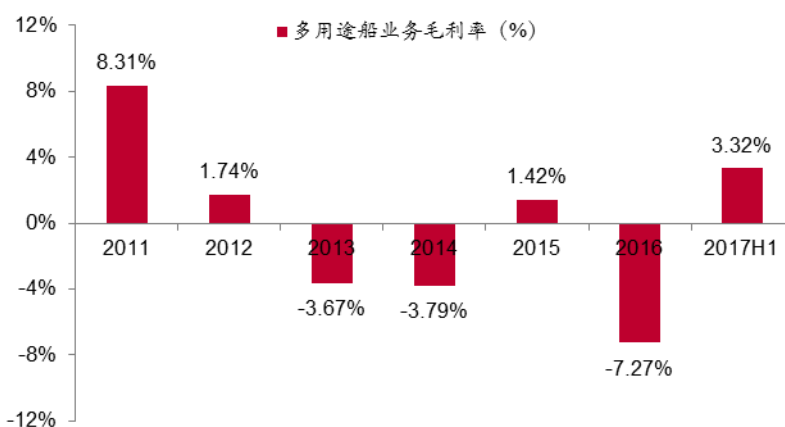
公司半潜船、沥青船、木材船和汽车船等特种船不参与干散货运输，和 BDI 指数没有关联。多用途船（包括重吊船）去程主要运输机械设备或集装箱，和 BDI 指数没有关联，回程部分运输干散货和 BDI 指数相关。2016 年 2 月 BDI 指数跌至 20 年来历史低点 290 点，散运市场持续萎靡。2016H2 以来逐渐改善，2017H1BDI 均值 975 点，同比增长 101%。BDI 指数反弹利好多用途船回程散货业务。

图表 11： 2017H1BDI 均值同比增长 101%


来源：wind, 中泰证券研究所

■ 受益期租水平增长和 BDI 指数反弹，多用途船毛利率实现转正

Clarkson 预计 17H1 全球杂货海运贸易量同比增长 2%、多用途船运力增长为 0.2%，供需结构边际改善。受益于 17H1 多用途船、重吊船期租水平增长和 BDI 指数反弹，多用途船队与重吊船队共计贡献毛利 1.0 亿元，相对 16 年-0.32 亿实现扭亏为盈。

图表 12: 2017H1 多用途船毛利率实现转正


来源: wind, 中泰证券研究所

盈利预测和投资建议: 目标价: 8.2 元, 首次覆盖给予“增持”评级
图表 13: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600428.SH	中远海特	7.16	0.02	0.11	0.18	305.8	63.2	40.9
601919.SH	中远海控	8.02	-0.97	0.37	0.45	-	21.7	17.8
600430.SH	中远海能	6.74	0.48	0.27	0.33	14.0	25.0	20.4

来源: wind, 中泰证券研究所 注: 股价为 2017 年 9 月 1 日收盘价

- **重要假设:** (1) 2017 年公司半潜船运量增速 90%; (2) 2017 年公司多用途船和重吊船货运量增速 35%和 7%; 相关分析详前面章节。
- **中报业绩扭亏为盈, 半潜船收入增速领跑主业。** 中远海特是中远海运集团旗下特种船运输平台。2017H1 公司实现营业收入 33.1 亿元, 同比增长 16.6%;多用途船、重吊船和半潜船在主营营收占比 80.9%, 其中半潜船业务实现营业收入 7.4 亿, 同比增长 85.4%, 增速领跑主业。
- **行业壁垒高寡头垄断, 半潜船贡献主要业绩增量。** 半潜船具有技术难度大、行业壁垒高和寡头垄断特征。公司在半潜船运力市场占比 14%、全球排名第二。17H1 半潜船期租水平同比增长 59.4%, 贡献主业毛利占比 78.2%, 公司半潜船业务量价齐升、贡献主要业绩增量。受益于海工装备拆卸需求增长, 我们预计 2017 年公司半潜船运量增速 90%。
- **多用途船毛利率转正, 一带一路有望推动需求增速。** 根据 Clarkson 统计数据, 多用途船 30 年以上船龄占比 6.9%, 在手订单占现有运力 4.3%, 随着高船龄船拆解, 我们预计 2017、18 年多用途船运力增速-0.3%、0.4%。受益一带一路战略, 基建设备和高铁装备出口需求有望增速, 我们预计 2017 年公司多用途船和重吊船货运量增速 35%和 7%。
- **BDI 反弹助力业绩回暖, 多用途船回程散货业务受益。** Clarkson 预

计 17H1 全球杂货海运贸易量同比增长 2%、多用途船运力增长为 0.2%，供需结构边际改善。2017H1 波罗的海指数 BDI 均值 975 点，同比增长 101%，BDI 指数反弹利好多用途船回程散货业务。

- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 68.9、80.1、91.9 亿元，同比增长 17.1%、16.5%、14.5%，归属于母公司净利润为 2.4、3.8、4.8 亿元，同比增长 383.7%、54.8%、26.8%，对应的每股收益 EPS 分别为 0.11、0.18、0.22 元，给予 8.2 元目标价，对应 2017 年 1.5XPB。重大项目中标和顺利执行支撑半潜船运输需求增长；一带一路和 BDI 反弹，助力多用途船和重吊船业绩回暖。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- **海工设备运输需求不及预期**
2016 年公司北极项目执行的首年，同时成功中标哈萨克斯坦油气项目总包合同，重大项目中标和顺利执行支撑半潜船运输需求的增长。2017H1 公司半潜船货运量为 17.2 万吨，同比增长 90.2%。海工设备运输需求对半潜船业务影响较大。
- **一带一路推进不及预期**
受益一带一路战略，基建设备和高铁装备出口需求有望增速，为多用途船和重吊船业务打开了增长空间。一带一路沿线国家占我国对外承包工程业务新签合同半壁江山，对多用途船和重吊船需求增长影响较大。

图表 14: 财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	6,840.5	5,883.2	6,889.2	8,025.9	9,189.7	货币资金	1,351.2	1,386.7	551.1	642.1	1,746.7
营业成本	6,163.8	5,270.2	5,828.3	6,613.3	7,489.6	存货	183.5	207.5	260.9	259.0	323.2
毛利率	9.89%	10.42%	15.40%	17.60%	18.50%	应收账款	485.9	720.7	454.2	977.1	719.9
营业税金及附加	22.1	22.7	22.2	27.6	32.2	其他流动资产	22.9	136.2	99.8	86.3	107.4
营业费用	60.0	51.9	56.9	69.2	78.7	流动资产合计	2,666.3	3,165.6	1,796.1	2,946.4	3,570.7
营业费用率	0.88%	0.88%	0.83%	0.86%	0.86%	固定资产	12,503.9	15,753.6	15,124.2	14,494.8	13,865.3
管理费用	470.1	431.9	505.7	576.6	669.8	长期股权投资	1,006.2	1,070.4	1,070.4	1,070.4	1,070.4
管理费用率	6.87%	7.34%	7.34%	7.18%	7.29%	无形资产	268.6	260.1	252.8	245.5	238.2
财务费用	235.2	254.2	230.8	240.0	241.7	其他长期资产	108.0	91.3	93.8	84.7	77.1
财务费用率	3.44%	4.32%	3.35%	2.99%	2.63%	非流动资产合计	15,276.8	18,124.5	17,490.3	16,844.4	16,200.1
投资收益	363.5	120.6	120.7	132.7	146.0	资产总计	17,943.1	21,290.1	19,286.4	19,790.8	19,770.8
营业利润	241.5	-40.1	361.3	622.2	814.6	短期借款	1,233.8	277.5	2,701.4	477.8	0.0
营业利润率	3.53%	-0.68%	5.24%	7.75%	8.86%	应付账款	1,742.2	2,083.4	1,324.5	2,801.9	2,027.8
营业外收入	107.5	143.7	156.7	136.0	145.5	其他流动负债	1,794.7	2,536.6	2,116.5	2,361.2	2,320.6
营业外支出	71.0	5.2	27.7	34.6	22.5	流动负债合计	4,770.7	4,897.5	6,142.5	5,640.8	4,348.5
利润总额	278.0	98.5	490.3	723.5	937.5	长期借款	4,914	0	0	0	0
所得税	132.3	45.3	233.4	333.3	436.7	其他长期负债	1,514.8	6,972.9	3,272.5	3,920.1	4,721.8
所得税率	47.59%	46.06%	47.61%	46.06%	46.58%	非流动性负债合计	6,429.0	6,972.9	3,272.5	3,920.1	4,721.8
少数股东损益	77.2	52.6	66.4	80.4	104.4	负债合计	11,199.7	11,870.4	9,414.9	9,560.8	9,070.3
归属于母公司股东的净利润	145.6	50.3	243.1	376.2	476.9	股本	1,690.4	2,146.7	2,146.7	2,146.7	2,146.7
净利率	2.13%	0.85%	3.53%	4.69%	5.19%	资本公积	2,254.4	4,281.5	4,281.5	4,281.5	4,281.5
每股收益(元)	0.07	0.02	0.11	0.18	0.22	股东权益合计	6,666.2	9,367.2	9,805.1	10,149.5	10,596.1
						少数股东权益	77.2	52.6	66.4	80.4	104.4
						负债股东权益总计	17,943.1	21,290.1	19,286.4	19,790.8	19,770.8

现金流量表(百万元)						盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	145.6	50.3	243.1	376.2	476.9	成长性指标					
少数股东损益	77.2	52.6	66.4	80.4	104.4	营业收入增长率(%)	-10.7	-14.0	17.1	16.5	14.5
折旧和摊销	650.8	725.8	636.7	636.7	636.7	净利润增长率(%)	-26.4	-65.5	383.7	54.8	26.8
营运资金变动	597.9	5,067.1	-3,983.6	1,338.3	341.0	盈利能力指标					
财务费用	40.6	157.3	230.8	240.0	241.7	毛利率(%)	9.9	10.4	15.4	17.6	18.5
经营现金流	1,029.2	639.0	-2,979.9	2,472.7	1,574.2	EBIT Margin(%)	1.8	1.8	6.9	9.2	10.0
可出售金融资产变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA Margin(%)	11.3	14.1	16.2	17.1	16.9
投资收益	363.5	120.6	120.7	132.7	146.0	净利率(%)	2.1	0.9	3.5	4.7	5.2
资产变卖	-6.6	-14.9	0.0	0.0	0.0	PEG	-4.0	-4.7	0.2	0.7	1.2
投资现金流	-967.9	-2,869.7	120.7	132.7	146.0	偿债能力指标					
资本公积变动	25.9	2,216.0	220.6	0.0	0.0	资产负债率(%)	62.4	55.8	48.8	48.3	45.9
财务费用	-235.2	-254.2	-230.8	-240.0	-241.7	流动比率	0.6	0.6	0.3	0.5	0.8
股息支出	-21.5	0.0	-25.8	-31.8	-30.3	估值指标					
短期借款变动	621.9	-956.3	2,423.9	-2,223.7	-477.8	净资产收益率(%)	2.2	0.5	2.5	3.7	4.5
融资现金流	-883.5	2,216.2	2,023.6	-2,514.5	-615.6	P/E(倍)	105.6	305.8	63.2	40.9	32.2
现金净流量	-822	-14	-836	91	1,105	P/B(倍)	2.3	1.6	1.5	1.5	1.5

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。