

中远海特 (600428.SH)

海运港口

评级：买入 首次评级

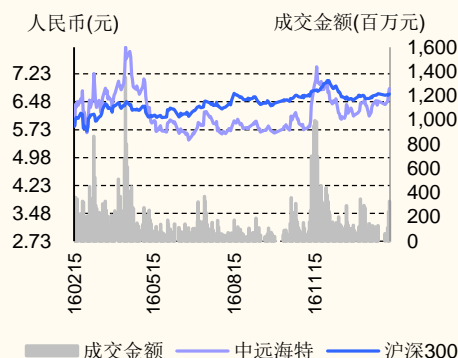
公司研究

市场价格 (人民币): 6.84 元  
目标价格 (人民币): 9.50-10.00 元

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)	2146.65
总市值(百万元)	14,683.09
年内股价最高最低(元)	7.95/5.45
沪深 300 指数	3383.29
上证指数	3166.98



## BDI 反弹憧憬业绩, 把握“一带一路”新机遇

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.117	0.086	0.019	0.053	0.079
每股净资产(元)	3.86	3.94	4.38	4.42	4.49
每股经营性现金流(元)	0.46	0.60	-0.12	0.41	0.50
市盈率(倍)	58.45	79.42	367.27	129.13	86.47
行业优化市盈率(倍)	33.22	38.62	124.58	124.58	124.58
净利润增长率(%)	506.11%	-26.41%	-72.54%	184.41%	49.34%
净资产收益率(%)	3.03%	2.18%	0.43%	1.20%	1.76%
总股本(百万股)	1,690.45	1,690.45	2,146.65	2,146.65	2,146.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **重组完成, 明确特种船战略定位:** 中远海特主营特种货物远洋及沿海货运服务。2016年5月30日, 公司最终控制人国务院国资委, 批准将公司的全部权益划入中国远洋海运集团。划转后, 中国远洋海运集团间接持有公司总股本的 50.94%。此次重组旨在集中力量, 发展特种船业务, 从而确定打造全球综合竞争力最强的特种船公司的战略目标。
- **航运市场期待回暖, 调结构抓成本等待机遇:** 近年全球经济复苏仍然缓慢, 航运市场也进一步承压, 公司营业收入连续两年下滑。与此同时, 各个细分领域的发展有所差异。为实现持续盈利和健康发展, 公司积极促进航运主业结构调整, 使高附加值货物比重得到进一步增加。另外, 公司狠抓成本控制, 毛利率不断改善, 保证公司在行业低迷期依然平稳盈利。
- **散运供需改善, 运价反弹利好公司业绩:** 公司干散货占比行业内较高, 与 BDI 走势较为相关, 将极大地影响到公司业绩。现阶段, 船东对于运力的投放越发谨慎, 新增造船热情也逐渐降温, 预计市场供给增速回落。随着全球需求平稳缓慢增长, 供需边际改善, BDI 自 2016 年下半年开始反弹, 一路突破 1,000 点, 最高达到 1,257 点。在传统淡季回调之后, 中国将迎来基建需求旺季, 预计 BDI 将继续在波动中上升, 为公司的业绩提供利好。
- **“一带一路”为公司发展带来新机遇:** “一带一路”对沿线国家直接投资和对外承包工程引领作用突出, 并得到越来越多的国家认同和响应。2017 年“一带一路”的战略将更进一步, 投资及工程项目预计带动中国相关装备和技术的出口, 对项目设备货运需求而言是长期的利好因素。中远海特由于主营机械设备等特种货物运输业务, 是“一带一路”利好航运中最相关标的, 将直接受益于该战略的推进, 公司将迎来战略发展新机遇。

## 投资建议

- 中远海特经过重组, 专注打造特种船货运公司。伴随散运市场供需边际改善, BDI 反弹, 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, 目前 PB 估值 1.6 倍左右, 具有优势。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.02 元、0.05 元、0.08 元, 对应 PE 分别为 367 倍、129 倍、86 倍。首次覆盖, 给予“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。

**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

## 内容目录

重组完成，明确特种船战略定位.....	4
航运市场期待回暖，调结构抓成本等待机遇 .....	5
特种船市场低迷中前进.....	5
细分领域存在差异，积极推进结构调整 .....	5
成本端发力促进毛利率不断提升 .....	9
散运供需改善，运价反弹利好公司业绩.....	10
散运市场与公司业绩戚戚相关.....	10
散运市场供需改善，复苏可期.....	11
“一带一路”为公司发展带来新机遇 .....	12
航运优质标的，持续盈利难能可贵 .....	14
盈利预测与估值 .....	15
风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1：中远海特股本结构.....	4
图表 2：中远海特限售股占比 21.3%.....	4
图表 3：中远海特控制人示意图 .....	4
图表 4：公司运量增速持续低迷 .....	5
图表 5：公司主营业务收入连续两年负增长 .....	5
图表 6：航运主业细分业务占比 .....	6
图表 7：各级别多用途船期租水平不断下降 .....	6
图表 8：多用途船货运量下滑严重.....	7
图表 9：多用途船收入连续负增长.....	7
图表 10：重吊船货运量开始减少 .....	7
图表 11：重吊船收入增速下降明显.....	7
图表 12：半潜船货运量大幅萎缩 .....	8
图表 13：半潜船收入短期面临严峻考验 .....	8
图表 14：汽车船需求低迷 .....	8
图表 15：汽车船收入 2013 年开始负增长.....	8
图表 16：木材船运量需求开始回暖.....	9
图表 17：木材船收入受到期租水平拖累大幅下滑.....	9
图表 18：沥青船运量需求较为平稳.....	9
图表 19：沥青船收入降幅缩窄 .....	9
图表 20：公司毛利率不断提升 .....	10
图表 21：2015 年各项成本占比 .....	10
图表 22：BDI 反弹带动公司运量业绩改善明显.....	11
图表 23：中远海特股价走势与 BDI 重合度高.....	11

图表 24：全球干散货船供需边际改善 .....	12
图表 25：干散货船订单占现有运力比例下降明显 .....	12
图表 26：2016 年下半年 BDI 开始反弹 .....	12
图表 27：“一带一路”示意图 .....	13
图表 28：“一带一路”相关指数（2015 年 1 月=100） .....	14
图表 29：中远海特业务较为分散 .....	14
图表 30：中远海特盈利能力业内领先 .....	14
图表 31：中远海特 PB 估值行业内具有优势 .....	15
图表 32：中远海特估值处于历史低位 .....	15

## 重组完成，明确特种船战略定位

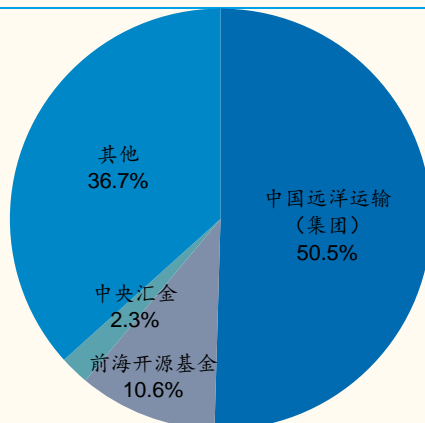
- 中远海运特种运输股份有限公司，简称“中远海特”，原名中远航运股份有限公司。公司于1999年12月8日，由广州远洋运输公司发起成立，并于2002年4月18日在上海证券交易所挂牌上市。

目前，中远海特总股本数为2,146,650,771股，控股股东为中国远洋运输（集团）总公司，持股比例50.46%（包括限售股）。2016年2月2日非公开发行限售A股股票456,204,378股，控股股东和前海开源基金各认购50%，限售期至2019年2月2日。

2016年5月30日，公司最终控制人国务院国资委，批准将公司的全部权益，以国有股权行政划转的方式划入中国远洋海运集团，国资委是中国远洋海运的唯一出资人和实际控制人。划转后，中国远洋海运集团间接持有公司总股本的50.94%。此次重组旨在集中力量，发展特种船业务。

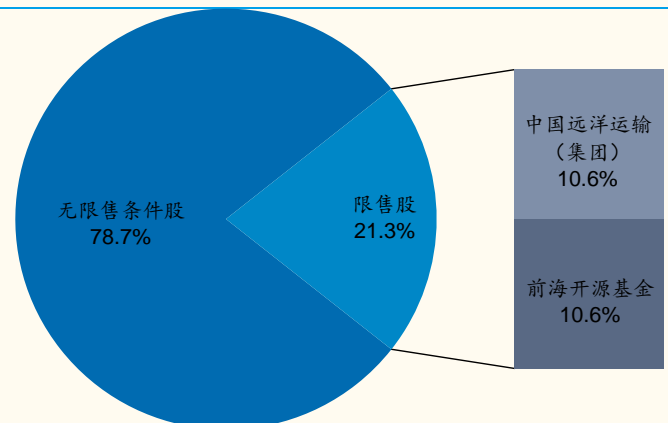
- 公司战略目标为“打造全球综合竞争力最强的特种船公司，成为国际领先的工程物流服务商”，并确定了以多用途重吊和半潜为核心，以沥青、木材和汽车为重点的“2+3”模式。2016年12月20日，为充分体现公司经营范围和主营业务，进一步明确公司核心竞争优势，公司根据未来发展战略定位，审议通过将公司名变更为“中远海特”。中远海特主营提供远洋及沿海货运服务，目前拥有规模和综合实力居世界前列的特种运输船队。更名成功也标志着公司进入一个全新的历史发展时期。

图表 1：中远海特股本结构



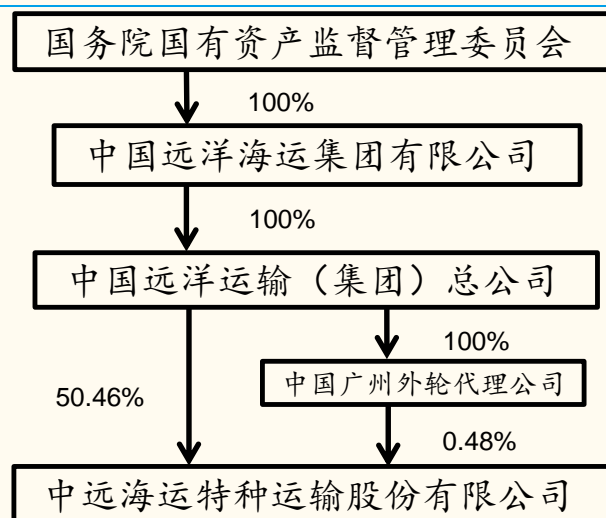
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：中远海特限售股占比 21.3%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：中远海特控制人示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

## 航运市场期待回暖，调结构抓成本等待机遇

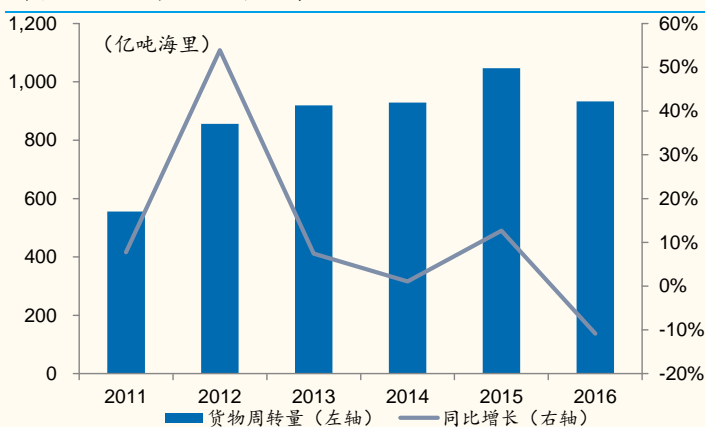
### 特种船市场低迷中前进

- 2016 年整体来看，全球经济复苏仍然缓慢，维持“低增长、大分化”格局。并且伴随多只“黑天鹅”的出现，大宗商品价格波动较为剧烈，国际国内贸易需求处在低位徘徊，航运市场也进一步承压。

公司为超长、超重、超大件、不适箱以及有特殊运载、装卸要求的特种货物提供远洋及沿海货运服务。在宏观经济疲软，航运市场低迷的背景下，特种船市场总体延续深度调整，导致公司运量下滑。2016 年货运量 1,411.2 万吨，同比下降 11.1%；货运周转量 933.3 亿吨海里，相比 2015 年同期减少 113.3 亿吨海里，同比下降 10.8%。

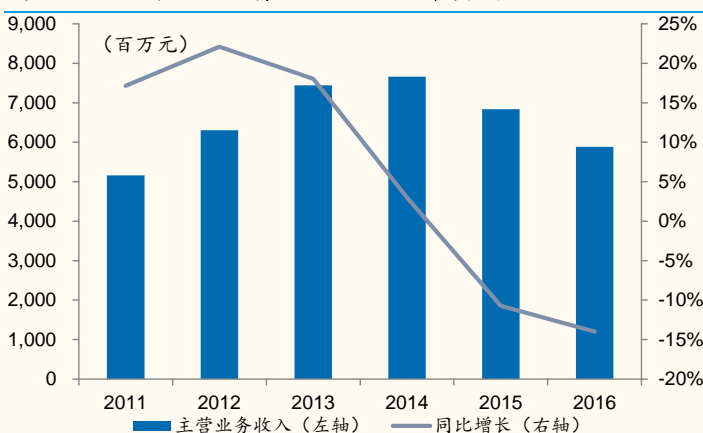
- 运量的减少直接影响到公司收入端，2016 年主营业务收入录得负增长。据公司 2016 年业绩快报公告，2016 年实现营业收入 58.8 亿元，同比下降 14.0%，连续第二年下滑。

图表 4：公司运量增速持续低迷



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司主营业务收入连续两年负增长

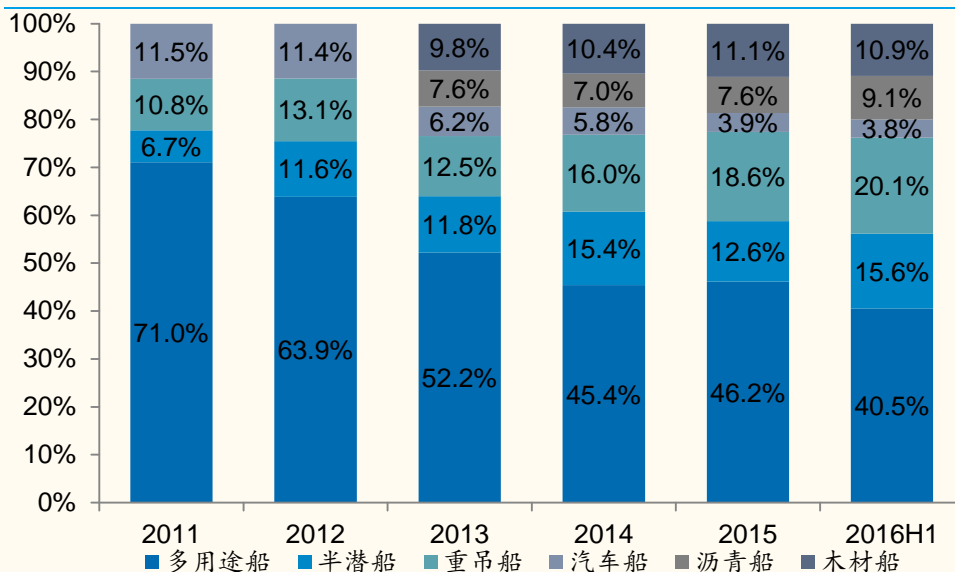


来源：公司公告，国金证券研究所

### 细分领域存在差异，积极推进结构调整

- 在整体特种船运输业务持续低迷的大环境下，各个细分领域的发展进行着分化。为实现持续盈利和健康发展，公司积极促进航运主业结构调整，使高附加值货物比重得到进一步增加。中远海特现有船舶类型中，多用途船 35 艘，半潜船 5 艘，重吊船 20 艘，汽车船 4 艘，沥青船 11 艘，木材船 13 艘。
- 2016 年上半年，公司航运主业实现营业收入 25.5 亿元，同比下降 23.7%，以船型分类，所有细分业务收入均录得不同幅度的减少。其中，汽车船下滑幅度最大，达到 33.4%；而沥青船下滑幅度最小，为 3.0%；多用途船、半潜船、重吊船、木材船分别下滑 29.4%、20.8%、14.4%、29.5%。
- 伴随各细分市场环境的差异，以及公司积极的结构调整，各船型收入所占航运主业收入比例，也在不断发生变化。占比最大的多用途船和重吊船业务，近年一直处于收缩阶段。另外，公司 2012 年新进入沥青船和木材船市场后，这两项业务稳步发展。

图表 6：航运主业细分业务占比

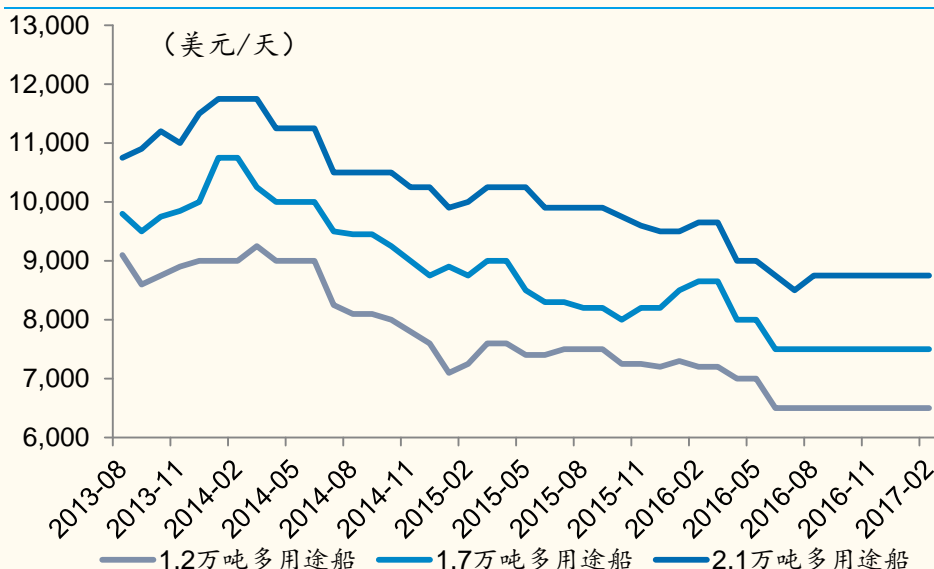


来源：公司公告，国金证券研究所

- 多用途船和重吊船作为公司最主要的收入来源与核心业务之一，对收入贡献不断下降。公司多用途船业务包括杂货船和滚装船，一直以来都为公司贡献最多的收入。2016 年上半年，多用途船和重吊船实现营业收入 15.4 亿元，占比航运收入达 60.6%。

但是近年来，多用途船和重吊船市场运输需求增长乏力，市场竞争激烈，整体延续低位波动。在激烈的竞争中，公司多用途船租金水平难以提升。Clarkson 1.2 万吨、1.7 万吨、2.1 万吨多用途船期租 2016 年均值为 6,767 美元/天、7,858 美元/天、8,983 美元/天，同比分别下降 8.3%、7.1%、9.5%。不仅如此，2016 年多用途船和重吊船货运量也录得负增长。量价齐跌，这也使得多用途船和重吊船在航运主业的占比不断下降，从 2013 年至 2016 年上半年，已从 64.7%下降 4.1 个百分点。

图表 7：各级别多用途船期租水平不断下降

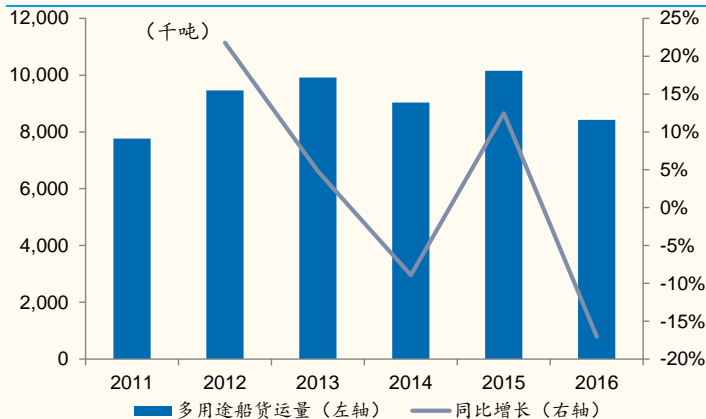


来源：Clarksons，国金证券研究所



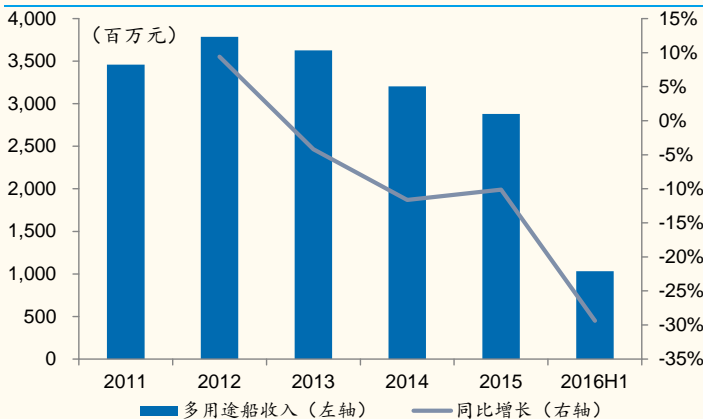
- 面对疲弱的多用途船市场环境，不少船东试图通过共同派船、共享舱位等方式进行紧密协作，希望加强区域市场控制力，共同抵御风险。不过在世界范围内的低迷中，部分地区和行业仍然存在亮点。比如“一带一路”相关国家新签合同额增长明显，风电、核电及火电设备运输市场也让多用途船和重吊船业务尚有生存空间。

图表 8：多用途船货运量下滑严重



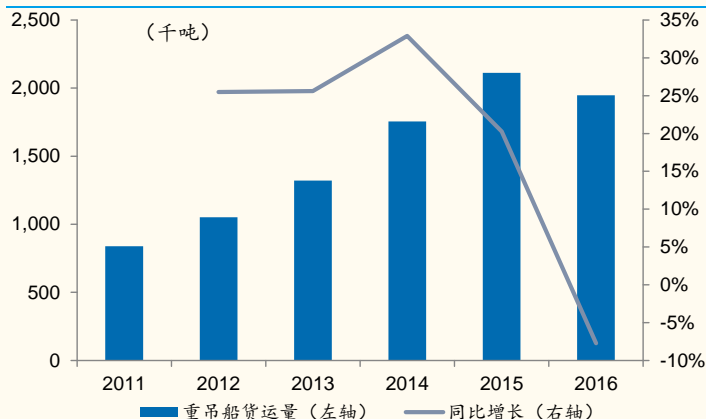
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：多用途船收入连续负增长



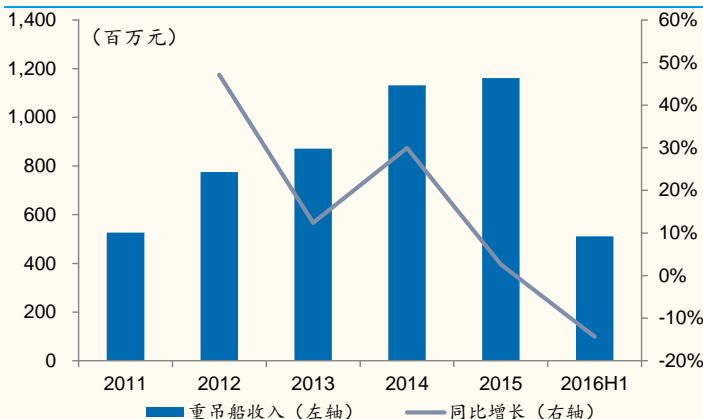
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：重吊船货运量开始减少



来源：公司公告，国金证券研究所

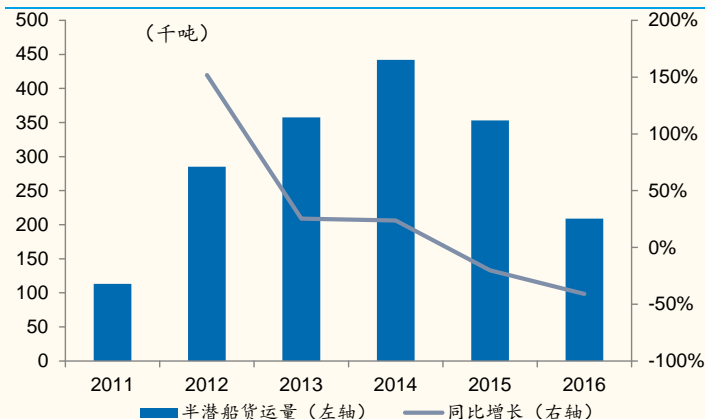
图表 11：重吊船收入增速下降明显



来源：公司公告，国金证券研究所

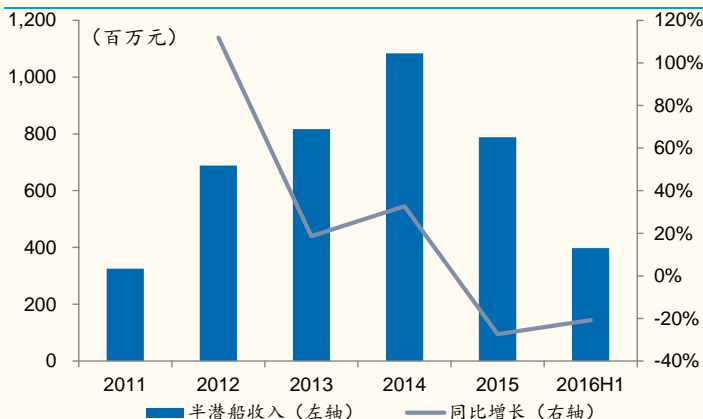
- 半潜船作为公司另外一项核心业务，是提升整体核心竞争力的关键。经过多年运营，管理日趋完善，对货源的掌控能力持续提高，抵抗周期及抵御风险的能力得到进一步显现。2016 年上半年，贡献航运收入 15.6%。
- 但是由于 2015 年以来油价暴跌，全球海工平台订单相继推迟或取消，市场对海上钻井平台等海工装备的运输需求也大幅萎缩，现货市场低迷，手持较多长期货运订单的半潜船公司暂且能维持平稳经营。公司半潜船业务因此收到严重影响，短中期面临严峻考验。2015 年及 2016 年，公司半潜船货运量同比分别下降 20.1%及 50.9%；2015 年及 2016 年上半年，半潜船营业收入分别同比下降 27.3%和 20.8%。

图表 12: 半潜船货运量大幅萎缩



来源: 公司公告, 国金证券研究所

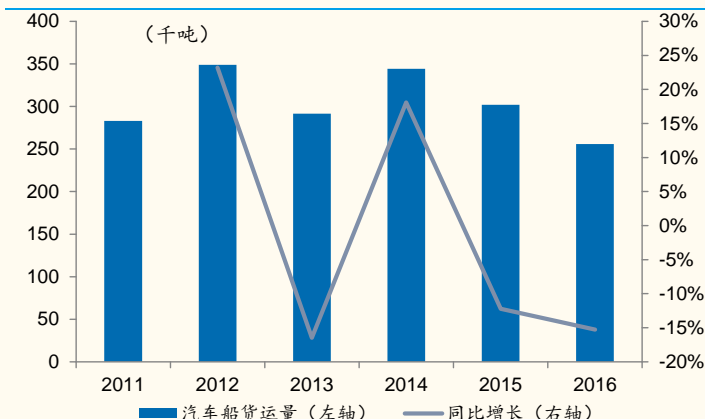
图表 13: 半潜船收入短期面临严峻考验



来源: 公司公告, 国金证券研究所

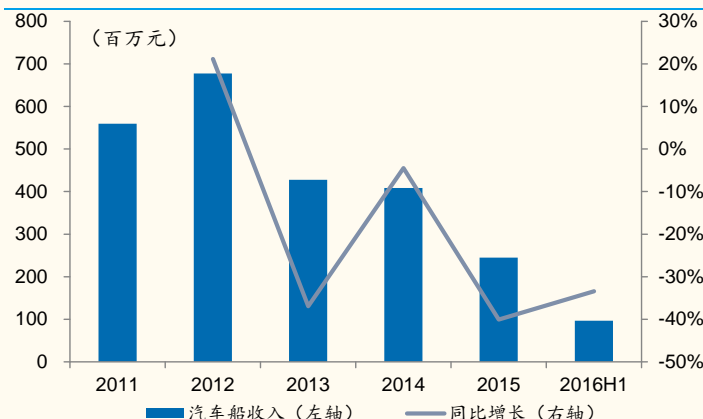
- 汽车船市场在内贸运输领域相对平稳, 但中国汽车出口延续低迷态势。近年因新兴市场波动、自主品牌车企竞争力欠缺、关税壁垒等原因, 整车出口需求不足, 并且短期内好转可能性较小。公司汽车船业务近年不断萎缩, 从运量来看, 汽车船货运量已连续两年双位数减少, 汽车船收入更是从 2013 年开始持续录得负增长。汽车船业务收入占比航运收入已从 2013 年 6.2% 下降至 2016 年上半年 3.8%。

图表 14: 汽车船需求低迷



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 汽车船收入 2013 年开始负增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

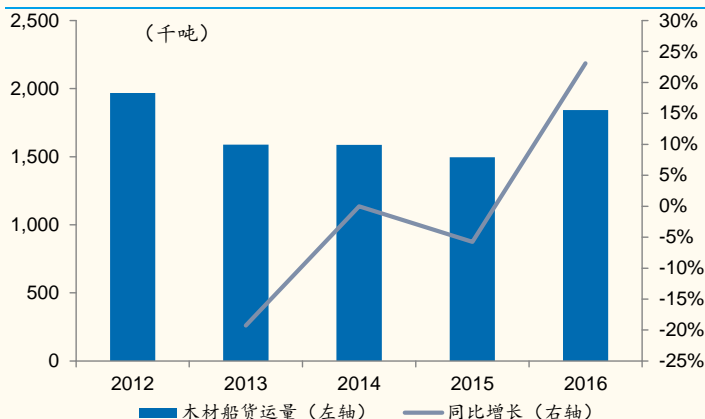
- 长期以来中国木材进口量总体呈现持续增长的态势, 公司也在 2012 年开始组建木材船船队。船队组建后, 对于航运收入的贡献一直保持在 10%-11% 的水平, 有效增厚公司主营收入。

2015 年木材相关政策出台, 不同国家均开始限制林区采伐, 使得木材船市场面临国内短缺和进口受阻的双重压力, 木材船货运量进入下行通道。但在 2016 年下行趋稳, 主要由于楼市去库存和家装行业的带动, 木材进口逐渐回暖。木材船也成为 2016 年唯一货运量录得增长的细分领域。2016 年, 木材船货运量为 184.2 万吨, 同比增长 23.1%。

但是木材船营业收入受到租水平的拖累, 2016 年上半年加速下滑。2016 年上半年, 由于木材市场价格疲软及运价低迷, 木材船期租水平为 7,134.42 美元/营运天, 同比减少 32.8%。2016 年上半年, 木材船营业收入 2.8 亿元, 同比下降 29.5%。

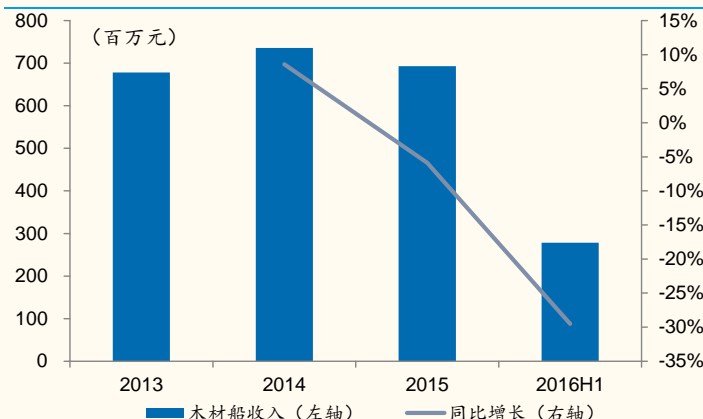


图表 16: 木材船运量需求开始回暖



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 木材船收入受到租水平拖累大幅下滑

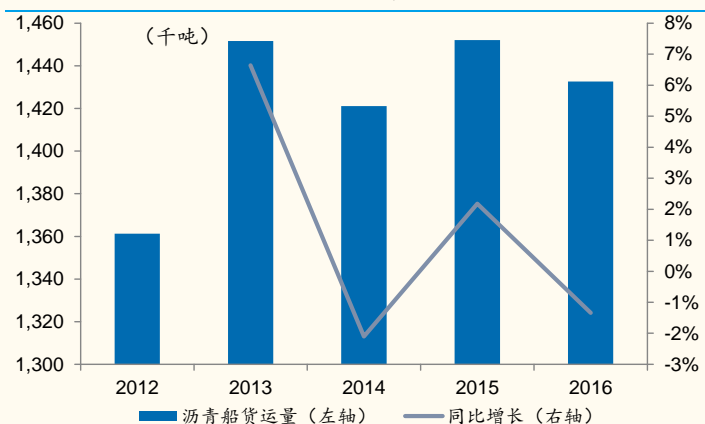


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 沥青船市场形势相对平稳, 是公司业务中为数不多的亮点所在。“十三五”开局之年, 公路投资和沥青消费增多, 全球基建规划也使得沥青需求稳定增长。2016 年, 公司沥青船运量只有小幅下滑, 同比减少 1.3%。

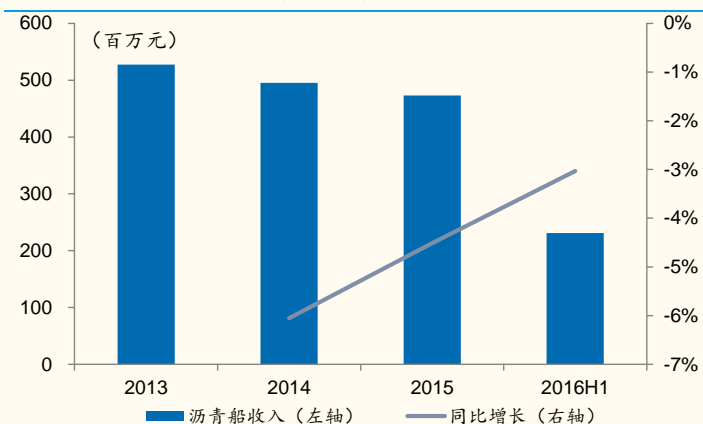
沥青船市场良好的需求也使得沥青船收入降幅缩窄。2016 年上半年, 公司沥青船营业收入 2.3 亿, 同比下降 3.0%, 降幅相比 2015 年全年减少 1.5 个百分点。较为良好的市场环境也让沥青船成为公司新的布局重点, 自 2013 年以来, 沥青船收入在公司航运收入所占比重稳步上升, 2016 年上半年达到 9.1%, 相比 2013 年上升 1.5 个百分点, 预计未来沥青船收入将继续良好走势。

图表 18: 沥青船运量需求较为平稳



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 沥青船收入降幅缩窄



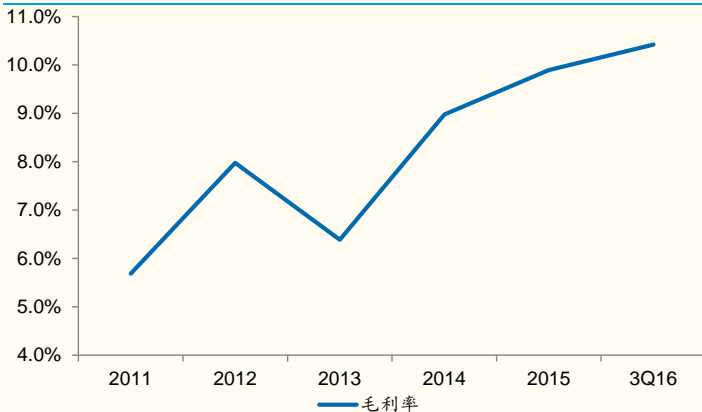
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 成本端发力促进毛利率不断提升

- 虽然公司主营业务收入近两年收到宏观经济影响, 接连下滑, 但是公司在困难时期, 始终坚持狠抓成本控制, 运量和收入减少的过程中, 港口使用费等成本也加速下降, 公司毛利率不断改善。另外, 燃油价格持续处于低位也是 2016 年毛利率继续改善的重要原因。2016 年前三季度, 公司营业成本 38.7 亿元, 同比下降 22.9%, 毛利率为 10.4%, 相较 2015 年全年, 增加 0.5 个百分点。
- 细看成本构成, 在 2015 年燃油价格下降的过程中, 燃油成本虽然同比大幅减少 34.9%, 但依然在营业成本中占比最高, 达到 22.7%。港口使用费是公司另一项重要可变成本支出, 2015 年占比为 21.4%。这两项可变成本的减少, 为公司毛利率的提高奠定了基础。

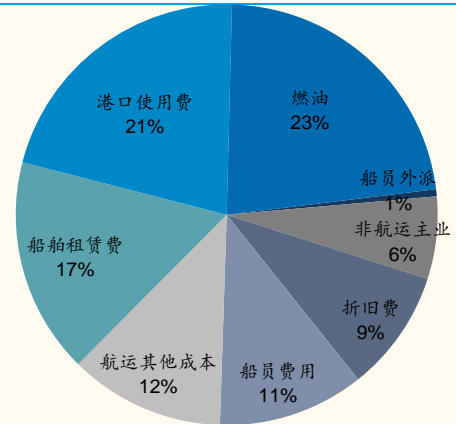
2017 年, 由于燃油价格预期有所回升, 在 2016 年油价低基数的背景下, 公司成本和毛利率或将承受压力。

图表 20：公司毛利率不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：2015 年各项成本占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 虽然毛利率持续上升，但宏观环境和公司运量的萎靡叠加投资收益的减少，公司 2016 年净利润下滑显著。2016 年业绩快报显示，公司依旧盈利，但实现归母净利润只有 3907.6 万元，同比下降 73.2%，净利率 0.66%，相较 2015 年下降 1.47 个百分点。
- 探究净利润显著下滑的原因，首先，2015 年公司确认处置埃尔夫润滑油（广州）公司投资收益 3.01 亿元，而 2016 年无此收益；但最重要的还是由于 2016 年国际航运市场整体低迷的态势使得公司运量萎靡不振。公司业绩若要实现明显改善，航运市场整体回暖实乃不可或缺的必要条件。

### 散运供需改善，运价反弹利好公司业绩

#### 散运市场与公司业绩戚戚相关

- 中远海特多用途船业务虽然近期有所萎缩，但仍占到公司主营业务收入的 40%，同时公司多用途船、杂货船、重吊船等都可以在单程装载干散货，所以公司与散运市场较为相关。散运市场若能复苏，公司多数船型运量将企稳回升，整体也将得到改善。散运未来的景气程度，将极大地影响到公司业绩。
- 干散货市场由于运力供给过剩，2016 年以来 BDI 指数大幅波动，在 2016 年 2 月甚至跌至 90 年代以来最低 290 点，散运市场萎靡。但是，2016 年下半年以来，随着干散货市场进入旺季，之前运力投放逐渐消化，供给关系边际改善，BDI 开始反弹。一路突破 1,000 点，在 2016 年 11 月最高达到 1,257 点。在这之后，随着进入传统淡季的 1 月和 2 月，BDI 呈现回调之势。

与 BDI 走势对应，虽然 2016 年公司整体运量下滑 11.1%，且在上半年下滑 22.0%，但是下半年伴随 BDI 的大幅反弹，公司运量明显改善。2016 年下半年，公司货运量为 779.3 万吨，同比增长 0.3%。不仅如此，公司在业绩层面也明显改善。2016 年和 2016 年上半年，公司营业收入分别下降 14.0%和 21.8%，但在 2016 年下半年，公司营业收入降幅明显缩窄，只下降 5.2%，可见干散货市场对于公司影响显著。

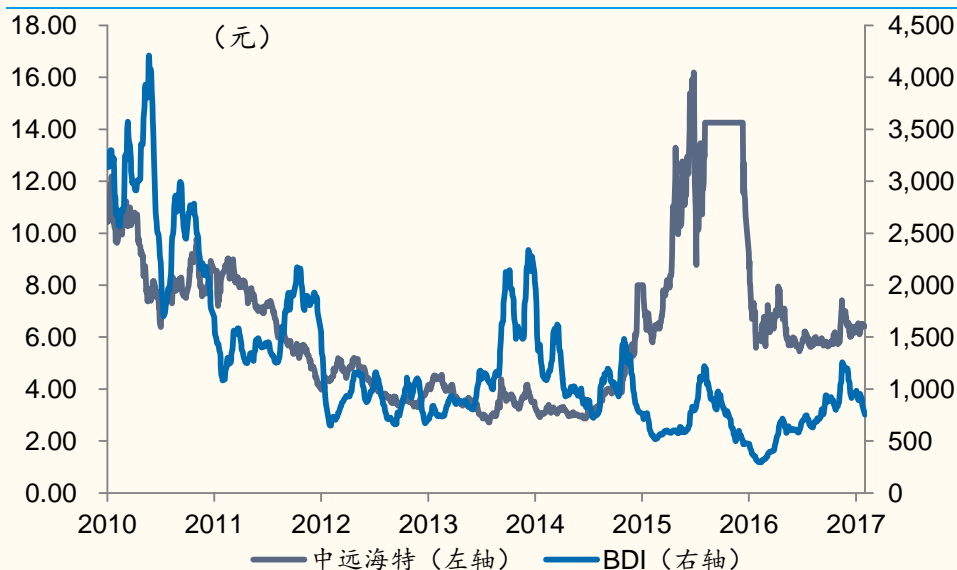
图表 22: BDI 反弹带动公司运量业绩改善明显

	2016H1	2016H2	2016FY
BDI均值	485.1	860.1	673.1
同比增长	-22.1%	5.9%	-6.3%
货运量 (万吨)	631.9	779.3	1,411.2
同比增长	-22.0%	0.3%	-11.1%
营业收入 (百万元)	2,839.9	3,043.3	5,883.2
同比增长	-21.8%	-5.2%	-14.0%

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

- 中远海特不仅运量和业绩随 BDI 变化, 其股价与 BDI 相关性也较高。2010 年以来, 除去 2015 年牛市, 中远海特股价与 BDI 走势相仿, 不过波动幅度相比 BDI 更加平稳。

图表 23: 中远海特股价走势与 BDI 重合度高



来源: Wind, 国金证券研究所

#### 散运市场供需改善, 复苏可期

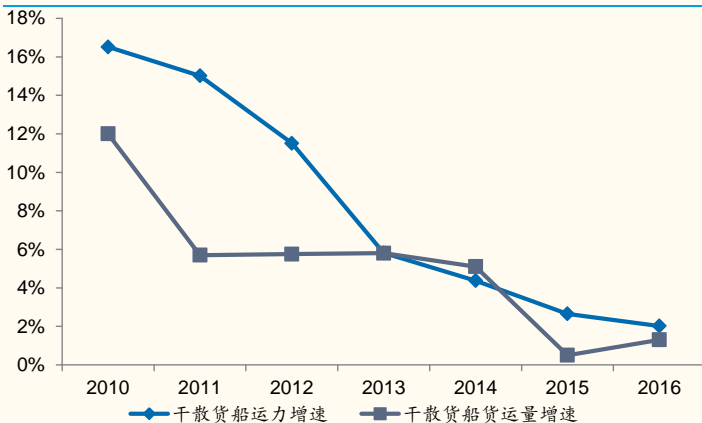
- 在散运市场低迷的背景下, 船东对于运力的投放越发谨慎, 新增造船热情也逐渐降温。2016 年, 全球干散货船新增运力 1,568 万吨, 运力同比增长仅 2.0%, 近年呈直线下滑趋势。另外, 截止 2016 年 12 月, 干散货船订单占现有运力比例从 2009 年 66.3%下降至 11.2%。

预计未来, 散运市场供给增速仍将持续放缓。随着特朗普上台, 兴建基础设施, 外需改善, 全球需求预计将平稳缓慢增长。之前大幅投放的运力虽然存量规模较大, 仍处于被消化过程中, 但预计供需增速有望达到平衡状态, 散运市场或将迎来周期性复苏。

- 散运市场由于近年供给增速普遍大于需求增速, 导致运价持续低迷。虽然存在季节性的波动, 但 BDI 年度均值不断走低。2016 年均值 673.1 点, 仅为 2010 年均值的 25%。因为长期供给过剩, 运价已完全反应当前供需状况, 现阶段, 干散货市场供需关系的变动, 都将造成运价的波动。

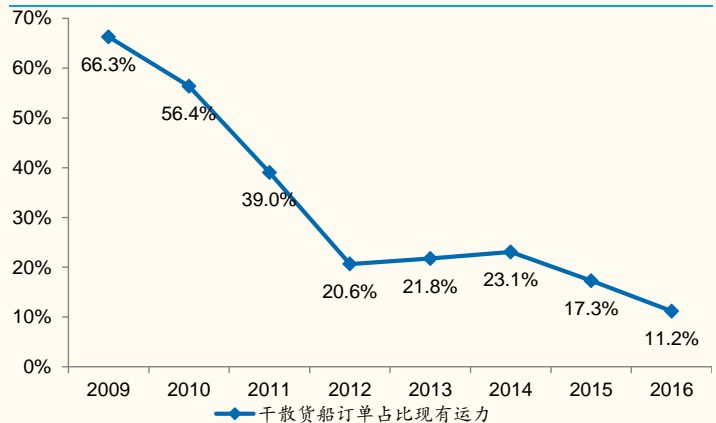
供需的边际改善, 或将让 BDI 在 2017 和 2018 年迎来向上周期。预计 BDI 将延续 2016 年下半年反弹态势, 继续波动上升。由于公司与 BDI 的高关联度, 这也将为公司的运量与业绩持续提供利好, 预计公司 2017 年营业收入将重回上升轨道。

图表 24：全球干散货船供需边际改善



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表 25：干散货船订单占现有运力比例下降明显



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表 26：2016 年下半年 BDI 开始反弹



来源：Wind，国金证券研究所

### “一带一路”为公司发展带来新机遇

- 自 2013 年下半年，中央提出“一带一路”后，该战略已经在全世界形成了不小的影响力。“一带一路”沿线 60 多个国家、数十亿人口，经济发展潜力巨大。成立亚洲基础设施投资银行、丝路基金等予以资金支持和保障，“一带一路”建立通过基础设施建设带动沿线国家的经贸合作的工作核心。另外，“一带一路”对沿线国家直接投资和对外承包工程引领作用突出，并得到越来越多的国家认同和响应，加强投资合作的意愿不断增强。

图表 27：“一带一路”示意图

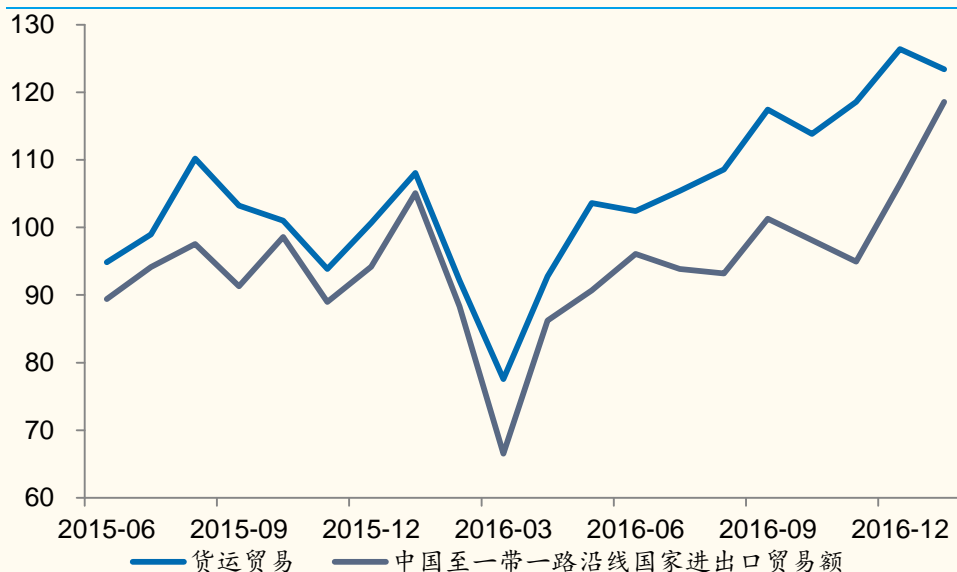


来源：互联网，国金证券研究所

- 仅 2015 年，我国企业共对“一带一路”中 49 个国家进行了直接投资，投资额合计 148.2 亿美元；在沿线 60 个国家承揽对外承包工程项目 3,987 个，新签合同额 926.4 亿美元。在全球整体宏观经济低迷的背景下，“一带一路”的作用与热度迅速提高。2016 年下半年，“一带一路”相关贸易指数不断攀升，相比 2016 年 3 月指数低点已增长近一倍，为世界经济的复苏带来亮点。
- 我们预计，2017 年“一带一路”的战略将更进一步。2016 年底中央经济工作会议再次强调推进“一带一路”战略，这将成为 2017 年经济工作的重心。另外，2017 年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛将在京召开，该战略不再局限于历史古丝绸之路版图，转而将放眼全世界。投资及工程项目预计带动中国相关装备和技术的出口，这对项目设备货运需求而言是长期的利好因素。  
另外，对于特种船运输市场，在“一带一路”提振我国航运业的趋势下，配合中国高端装备“走出去”以及“国货国运”等战略，特种船运输市场货源预计在承压前行的过程中，将趋于稳定，行业整体发展或将迎来新的利好。
- 中远海特由于主营机械设备等特种货物运输业务，是“一带一路”利好航运中最相关标的，将直接受益于该战略的推进。中国正在推进中巴经济走廊、孟中印缅经济走廊、中蒙俄、新亚欧大陆桥、中国中亚西亚、中国中南半岛等六大经济走廊的建设，这些建设项目的基础设施和机械设备，都为特种船运输企业提供战略发展新方向。而中远海特拥有规模和综合实力居世界前列的特种运输船队，无疑将迎来更多的业务机会，为公司运量和业绩提供新机遇。



图表 28: “一带一路”相关指数 (2015 年 1 月=100)

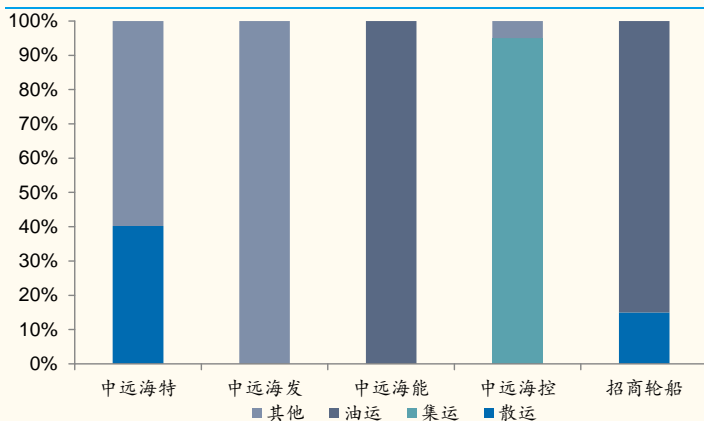


来源: Wind, 国金证券研究所

### 航运优质标的，持续盈利难能可贵

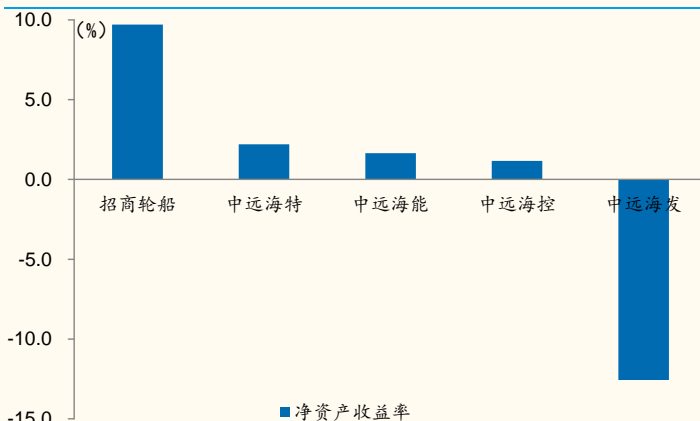
- 由于航运国企重组之后，其他三家公司业务进一步集中。中远海特与行业内其他主要公司相比，兼有散运业务与特种货物运输业务，风险较为分散，能始终保持较为良好的盈利能力。中远海特自从 2002 年上市以来，年度业绩从未出现亏损，其他主要航运公司近 10 年，至少出现过一次较大规模的业绩亏损。另外，公司 2015 年加权净资产收益率达到 2.21%，同样排名靠前，即使在 2016 年行业低迷，业绩大幅下降时，净资产收益率仍达到 0.43%。

图表 29: 中远海特业务较为分散



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 中远海特盈利能力业内领先

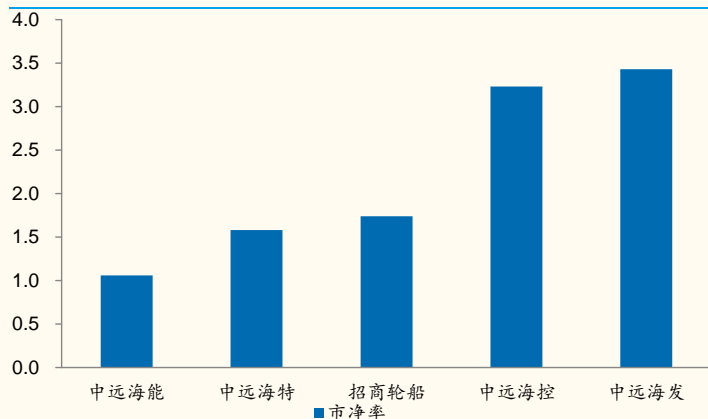


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司 PB 估值 1.6 倍左右，处于历史低位，与行业内其他公司相比，同样具有优势，目前行业市净率均值为 2.1 倍左右。由于航运业干散货市场预计供需关系将得到改善，随着运价提升，以及“一带一路”提供的实质性利好，公司在未来有望得到估值修复。

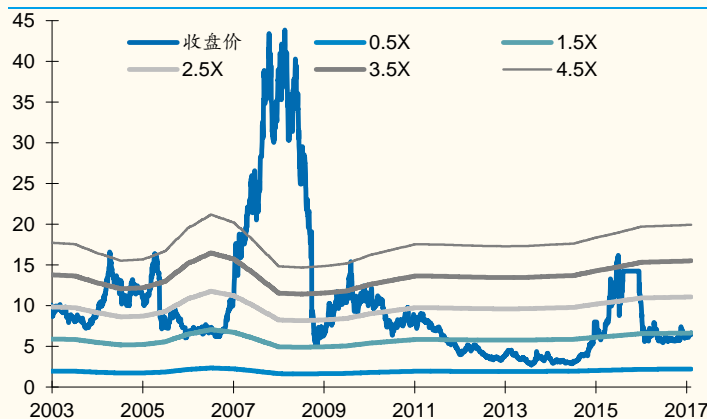


图表 31：中远海特 PB 估值行业内具有优势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：中远海特估值处于历史低位



来源：Wind，国金证券研究所

### 盈利预测与估值

- 中远海特作为 BDI 最相关标的，集中打造特种船运输核心竞争力，努力成为国际领先的工程物流服务商。我们认为：（1）虽然由于宏观经济低迷，公司近两年业绩下滑，但是公司抓住经营重点，积极推进业务结构调整，注重成本控制，毛利率与盈利水平将保持稳健；（2）散运市场预计运力投放减缓，伴随需求平稳缓慢增长，供需边际得到改善，运价将企稳回升，预计公司业绩将重回上升轨道；（3）“一带一路”的战略将更进一步，预计带动中国相关装备和技术的出口，中远海特由于机械设备等特种货物运输业务占比较大，将迎来战略新机遇。
- 基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.02 元、0.05 元、0.08 元，对应 PE 分别为 367 倍、129 倍、86 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 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)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	7,442	7,663	6,841	5,876	6,207	6,673
增长率		3.0%	-10.7%	-14.1%	5.6%	7.5%
主营业务成本	-6,967	-6,975	-6,164	-5,307	-5,507	-5,834
%销售收入	93.6%	91.0%	90.1%	90.3%	88.7%	87.4%
毛利	475	688	677	569	700	839
%销售收入	6.4%	9.0%	9.9%	9.7%	11.3%	12.6%
营业税金及附加	-22	-20	-22	-18	-19	-20
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-48	-55	-60	-53	-56	-60
%销售收入	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-353	-505	-470	-411	-403	-434
%销售收入	4.7%	6.6%	6.9%	7.0%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	52	108	125	87	222	325
%销售收入	0.7%	1.4%	1.8%	1.5%	3.6%	4.9%
财务费用	-204	-203	-235	-213	-161	-151
%销售收入	2.7%	2.6%	3.4%	3.6%	2.6%	2.3%
资产减值损失	-11	10	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	85	93	363	70	70	70
%税前利润	555.9%	42.1%	130.8%	83.4%	30.2%	20.4%
营业利润	-78	8	242	-56	131	244
营业利润率	n.a	0.1%	3.5%	n.a	2.1%	3.7%
营业外收支	93	212	36	140	100	100
税前利润	15	220	278	84	231	344
利润率	0.2%	2.9%	4.1%	1.4%	3.7%	5.1%
所得税	22	-23	-132	-42	-116	-172
所得税率	-141.3%	10.6%	47.6%	50.0%	50.0%	50.0%
净利润	37	196	146	42	116	172
少数股东损益	4	-1	0	2	2	2
归属于母公司的净利润	33	198	146	40	114	170
净利率	0.4%	2.6%	2.1%	0.7%	1.8%	2.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	37	196	146	42	116	172
非现金支出	595	611	655	685	754	805
非经营收益	24	-14	-129	-307	2	2
营运资金变动	-356	-21	350	-681	11	104
经营活动现金净流	299	773	1,022	-261	882	1,083
资本开支	-1,348	-344	-1,113	-1,667	-1,191	-1,017
投资	-1,034	-309	0	56	0	0
其他	53	133	145	70	70	70
投资活动现金净流	-2,329	-520	-968	-1,540	-1,121	-947
股权募资	0	0	0	2,500	0	0
债权募资	-98	-129	-673	-567	0	9
其他	-162	-110	-83	-14	-193	-194
筹资活动现金净流	-261	-239	-756	1,919	-193	-184
现金净流量	-2,291	14	-702	118	-432	-49

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,058	2,065	1,351	1,469	1,037	988
应收款项	526	604	488	919	971	1,044
存货	280	318	183	218	226	240
其他流动资产	461	694	643	592	612	644
流动资产	3,325	3,681	2,666	3,198	2,846	2,916
%总资产	19.0%	20.6%	14.9%	16.4%	14.4%	14.5%
长期投资	915	1,157	1,380	1,324	1,323	1,323
固定资产	12,880	12,656	13,520	14,641	15,179	15,490
%总资产	73.5%	70.7%	75.3%	75.0%	77.0%	77.1%
无形资产	330	318	305	304	304	305
非流动资产	14,196	14,210	15,277	16,335	16,872	17,185
%总资产	81.0%	79.4%	85.1%	83.6%	85.6%	85.5%
资产总计	17,521	17,891	17,943	19,533	19,718	20,101
短期借款	2,840	2,124	2,268	1,701	1,701	1,709
应付款项	1,671	1,929	2,010	1,834	1,909	2,029
其他流动负债	1,513	555	493	401	417	520
流动负债	6,024	4,607	4,771	3,936	4,027	4,258
长期贷款	4,136	5,348	4,914	4,914	4,914	4,915
其他长期负债	800	1,330	1,515	1,199	1,199	1,199
负债	10,960	11,285	11,200	10,050	10,140	10,372
普通股股东权益	6,482	6,528	6,666	9,405	9,497	9,645
少数股东权益	78	77	77	79	81	83
负债股东权益合计	17,521	17,891	17,943	19,533	19,718	20,101

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.019	0.117	0.086	0.019	0.053	0.079
每股净资产	3.835	3.862	3.943	4.381	4.424	4.493
每股经营现金净流	0.177	0.457	0.605	-0.121	0.411	0.504
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	0.50%	3.03%	2.18%	0.43%	1.20%	1.76%
总资产收益率	0.19%	1.11%	0.81%	0.20%	0.58%	0.84%
投入资本收益率	0.88%	0.68%	0.46%	0.27%	0.69%	0.99%
增长率						
主营业务收入增长率	18.03%	2.98%	-10.74%	-14.10%	5.64%	7.50%
EBIT 增长率	-67.09%	107.50%	15.32%	-29.94%	154.85%	46.06%
净利润增长率	70.44%	506.11%	-26.41%	-72.54%	184.41%	49.34%
总资产增长率	20.78%	2.11%	0.29%	8.86%	0.95%	1.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.3	20.6	21.8	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	14.3	15.6	14.8	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	60.7	74.0	89.5	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	593.3	588.6	667.2	840.0	809.9	764.3
偿债能力						
净负债/股东权益	84.11%	81.86%	86.46%	54.26%	58.24%	57.94%
EBIT 利息保障倍数	0.3	0.5	0.5	0.4	1.4	2.1
资产负债率	62.55%	63.08%	62.42%	51.45%	51.43%	51.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

### 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为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