



BDI 复苏核心标的，仍有上涨空间

——中远海特（600428）事件点评

2017 年 02 月 22 日

强烈推荐/维持

中远海特 事件点评

事件：

BDI 五连涨，从 2 月 14 日年内最低点 685 点涨至 757 点，环比上涨 10%，同比上涨 140%。我们在 1 月 18 日的航运深度报告《子行业分化，干散货板块有望大超预期》中预测 BDI 将于春节后 700 点位置反弹。本轮 BDI 的反弹时间与点位与我们深度报告中的预测非常接近。

主要观点：

1. 公司多用途重吊船业务与 BDI 关联度大，受益于 BDI 复苏。

多用途船和重吊船出口运输为重大件工程货为主，回程会捎带干散货。与行业其他机构观点不同的是我们认为 BDI 指数对多用途、重吊船业绩的影响不仅仅局限在回程货运费与 BDI 的关联度上，去程运费与 BDI 也有较大直接相关性。

- **多用途船、重吊船与灵便型散货船设计类似。**如表 1 所示多用途/重吊船与灵便型散货船设计类似，两者在吨位，船舶主尺度以及外观上非常类似，主要区别在于多用途/重吊船有可吊离的活动二甲板，吊机能力强，装载效率高于一般的灵便型散货船，但船舶造价也略高。
- **去程货物约 6 成可直接由散货船运输。**中远海特多用途，重吊船运输的货物，约 6 成为钢材，钢结构，小型设备等货物。这些货物对吊机能力要求较低，既可以用多用途、重吊船运输，也可以用灵便型散货船运输。BDI 上升灵便型散货船运费上升会直接传到到多用途船、重吊船上的租金上。
- **可组装的重大件货物也可以用散货船运输。**对于一些可组装的大型钢结构及工程设备，既可以选择在中国组装好用重吊船运输，也可以使用灵便型散货船将零件运送至目的港后在目的地装卸，二者的差异在于中国和目的地人力安装成本的差异以及多用途船、重吊船与灵便型散货船租金的差异。BDI 上升灵便型散货船运费上升会导致更多的设备选择在中国组装好后直接利用重吊船运输，从而实现运费的传导效应。

郑闵钢

010-66554031

zhengmngdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：闫海

010-66554019

yanhai@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	7.52-6.56
总市值 (亿元)	161.43
流通市值 (亿元)	127.12
总股本/流通 A 股(万股)	214665/169045
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.63

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《交通运输行业深度报告：子行业分化，干散货板块有望大超预期》2017-01-18
- 2、《交运行业事件点评：BDI 季节性低点将至，特朗普就职演说有望提升市场预期》2017-01-19
- 3、《交运行业事件点评：逆全球化来袭，中美贸易摩擦有升级可能》2017-02-06
- 4、《交运行业事件点评：BDI 开启反弹行情，4 季度高点有望超 1800 点》

表 1: 中远海特天系列重吊船与类似散货船主尺度参数对比

中远海特“天”系列重吊船		Deltamarin 设计的 B Delta 37 型散货船
图片		
载重吨	38146DWT	39500DWT
型长	189.99M	180M
型宽	29.5M	30M
船舱数	5	5
吊机能力	80T*1, 100T*3	30T*4

资料来源：公司网站，Shipspotting, Deltamarin, 东兴证券研究所

表 2: 中远海特“松”系列多用船与 25000DWT 散货船主尺度对比

中远海特“松”系列 27000DWT		Deltamarin 设计的 B Delta 25 型散货船
图片		
载重吨	27000DWT	25000DWT
型长	179.5M	175M
型宽	27.2M	27M
船舱数	5	5
吊机能力	40T*1+45T*1+90T*1	30T*4

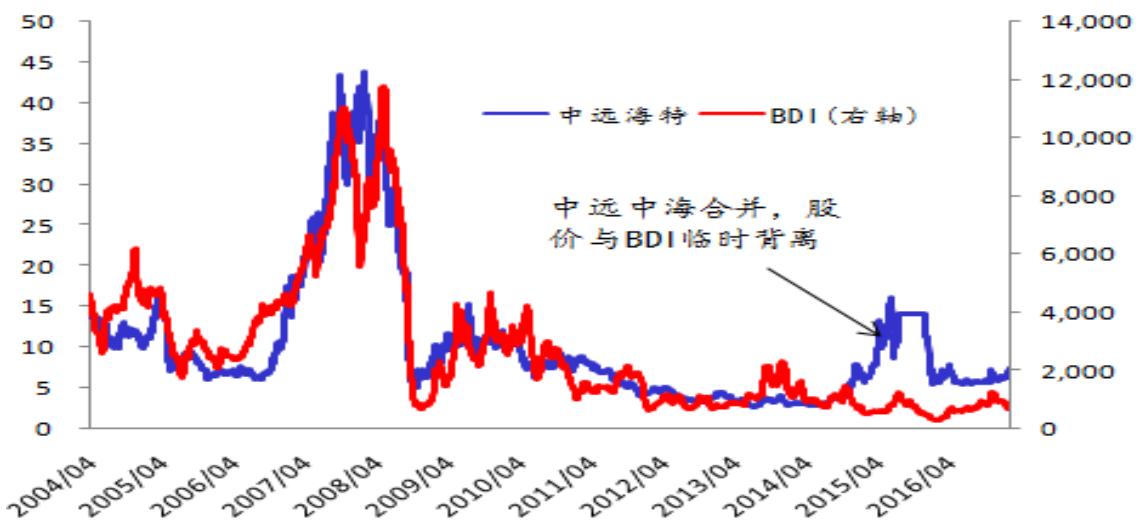
资料来源：公司网站，Shipspotting, Deltamarin, 东兴证券研究所

2. 中远海特是 BDI 龙头标的，股价与 BDI 关联性大。

中远中海重组后，干散货标的稀缺，中远海特成为 BDI 龙头标的。2016 年中远集团与中海集团进行重组，旗下上市公司将干散货航运业务从资产中剥离，老中国远洋（中远海控）成为了纯集运公司，老中海发展则

为油气海运公司，公司名称改为中远海能。中远海特旗下多用途船，木材船的运费走势与 BDI 关联性高，成为了 BDI 龙头标的。

图 1：中远海特股价走势与 BDI 走势图



资料来源：Wind 东兴证券研究所

3、BDI 反弹趋势确立，4 季度高点有望超 1800 点。

- 干散货大周期长期复苏条件已具备。**(1) 干散货交船高峰已过，2017-2018 年的新船交付大幅度下降。**当前在建船舶占现有船队比例为 12% 为历史新高。**(2) 新船订单仍将保持低位，散货船造船周期在 18 个月-24 个月之间，近期新造船订单的低迷保证了 2018-2019 年新船交付量仍将继续保持低位，为大周期复苏创造良好条件。**当前 5 年船龄到二手船价格约为新船价格的一半，船东选择新增运力会以购置二手船而非订造新船；船舶融资机构减少在船舶领域的投放，新船融资困难。**(3) 船厂产能大幅下降，在建订单推迟取消情况严重。**2016 年干散货船订单交付率仅为 52%，相比 2015 年下降 6%，预计 2017 年订单交付率仍将保持在 50%-60% 水平。中国船厂大幅破产 71 家入围工信部“白名单”的造船企业中，已有 7 家船厂破产，5 家船厂重组。我们认为当前破产的船厂产能基本已不具备再利用的价值，即使干散货市场大幅回暖，降低的船厂产能也不足以支撑大规模的新船交付。
- 需求情况持续改善，预计 2017 年海运需求增速 2.2%-2.5%，运力需求仍将稳定增长。**(1) 国内铁矿减产，2016 年 1-3 季度国内矿山累计关闭 780 加，预计国内铁矿石产量每年下降 9%。**铁矿石进口比例大幅上升，将对干散货进口需求带来强力支撑。**(2) 地条钢产能出清超预期。**地条钢炼钢的原材料为废钢，原材料替换的作用下地条钢产能出清将促进中国铁矿石进口。2015 年全国中频炉钢厂粗钢产能约 1.1-1.2 亿吨，约占总钢铁产能的 1/8。按此测算，地条钢产能出清将会带来干散货总需求 1%-3% 的增量。**(3) 特朗普基建计划将对干散货海运需求带来强烈支持，预计 2018 年起将为干散货总需求提供 1.5%-2.5% 的增量。**
- 压载水公约生效叠加干散货忘记，**4 季度 BDI 最高点有望达到 1800 点上方。****(1) 国际压载水公约将在 2017 年 9 月生效。**所有国际航行的船舶在 2017 年 9 月后的第一次特检时需要安装压载水处理设备。安装压载水处理设备的费用在 50-200 万美元之间，对于 15 年以上老龄船来说，安装压载水处理设备已不具有经济性。对于资金紧张的船东来讲，在运费水平短期达不到盈亏平衡水平的情况下，更多船东会选择

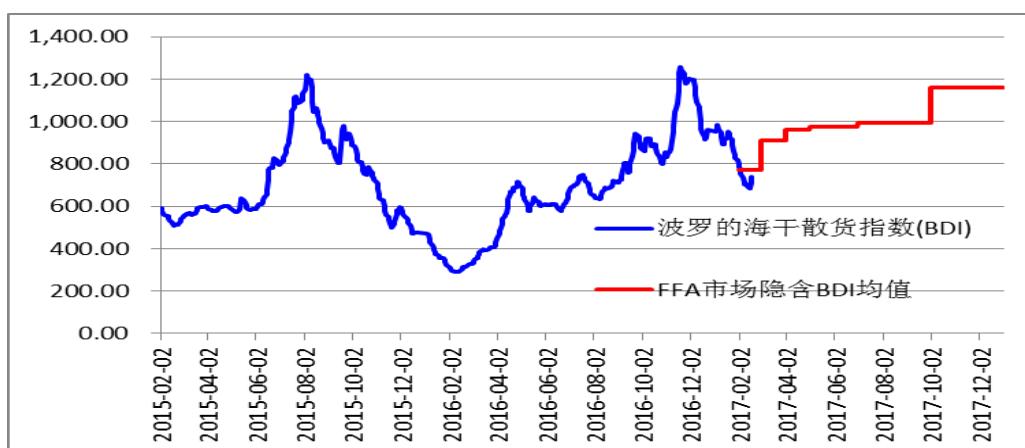
择将船舶以废钢出售拆解船舶获得 200-550 万美金的收入，而非花费 50-200 万美金安装压载水处理设备。2017 年，船龄超过 15 年的船舶占总运力的 17%，这批船大概率在 5 年内的下一次坞检之前拆解，预计每年将使运力增速额外降低 1.5%。**(2) 9 月份是干散货的季节性旺季的开始，在四季度供需关系最为紧张的时候，2017 年 9-12 月约 400 万载重吨的船舶受压载水公约限制被强制淘汰，双因素叠加 BDI 指数有望大幅冲高，预计 BDI 最高点将出现在 11 月下旬，指数最高点有望达到 1800 上方。**

4、年内 BDI 走势预测

2017 年 1 月份我们曾用 FFA 数据成功预测了 2017 年 BDI 季节性低点为 700 点水平，与本轮低点 685 点非常接近。根据 2017 年 2 月 17 日的 FFA 数据，我们计算出了当前 FFA 市场隐含的 BDI 走势。计算显示，BDI 在 2 月份均值在 772 点后开始反弹，2-4 季度 BDI 均值分别为 977 点，996 点和 1162 点。

FFA 市场隐含的 BDI 数值反映了今年 BDI 继续上涨的趋势。我们认为在压载水公约叠加 4 季度干散货旺季的情况下，BDI 走势有望超出当前 FFA 市场的预期，4 季度高点有望达到 1800-2000 点。

图 2: FFA 市场隐含的 BDI 走势



资料来源：SSY, Wind, 东兴证券研究所

表 3: FFA 市场隐含的 BDI 走势

	好望角型租金	巴拿马型租金	超灵便型租金	灵便型租金	隐含 BDI 数值
2017 年 2 月	6600	7425	7475	5725	772
2017 年 3 月	8175	8175	9175	6600	911
2017 年 4 月	9000	8875	9200	6825	962
2017 年 2 季度	9550	8800	9175	6900	977
2017 年 3 季度	11400	8150	8800	6750	996
2017 年 4 季度	15275	9300	9175	7200	1162

资料来源：SSY, 东兴证券研究所

结论：

根据我们对 BDI 今年走势的判断，4 季度 BDI 暴涨会扭转市场对航运板块的信心，对公司股价形成强烈支撑，近期航运板块较为活跃，4 季度 BDI 暴涨的预期可能会提前在股价中反应。公司多用途船、重吊船业务受 BDI 复苏影响毛利将逐步改善；半潜船业务受益于哈萨克斯坦油气总包项目，船舶利用率大幅上升，租入半潜船运力有望贡献额外毛利，2018 年业绩有望实现爆发。我们预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 56 亿元、69.88 亿元和 118.8 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.41 亿元、1.97 亿元和 10.1 亿元，每股收益分别为 0.02 元、0.12 元和 0.51 元，对应 PE 分别为 396X、83X、16X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

全球经济增速低于预期，造船效率提升影响运力增速

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	营业收入	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E					
流动资产合计	3681	2666	1497	1626	2418	营业成本	7663	6841	5600	6988	11880					
货币资金	2065	1351	280	349	594	营业税金及附加	6975	6164	4984	6119	9380					
应收账款	466	352	276	172	293	营业费用	20	22	18	22	38					
其他应收款	138	134	110	137	233	管理费用	55	60	45	56	100					
预付款项	554	621	670	732	825	财务费用	505	470	420	489	832					
存货	318	183	178	218	334	资产减值损失	-9.89	11.39	6.00	0.00	0.00					
其他流动资产	138	21	-155	-155	-155	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
非流动资产合计	14210	15277	15647	15898	16122	投资净收益	92.57	363.49	90.10	90.10	90.10					
长期股权投资	790	1006	1006	1006	1006	营业利润	8	242	-47	122	1341					
固定资产	12358	12503	13421	13767	13980	营业外收入	218.97	107.50	141.70	140.00	0.00					
无形资产	276	269	263	258	253	营业外支出	6.95	71.02	5.00	0.00	0.00					
其他非流动资产	0	0	0	0	0	利润总额	220	278	90	262	1341					
资产总计	17891	17943	17145	17524	18539	所得税	23	132	49	66	335					
流动负债合计	4607	4771	3462	3684	3894	净利润	196	146	41	197	1006					
短期借款	612	1234	367	1007	777	净利润率	2.98%	-10.74%	-18.13%	24.79%	70.01%					
应付账款	1465	1559	1092	302	463	少数股东损益	-1	0	0	0	3					
预收款项	211	268	324	394	513	归属母公司净利润	198	146	41	197	1003					
一年内到期的非流动负债	1512	1034	1034	1034	1034	EBITDA	830	1119	929	1159	2413					
非流动负债合计	6678	6429	6450	6450	6450	BPS(元)	0.12	0.09	0.02	0.09	0.47					
长期借款	5348	4914	5250	5250	5250	主要财务比率						2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0											
负债合计	11285	11200	9912	10134	10344	成长能力										
少数股东权益	77	77	77	77	80	营业收入增长	2.98%	-10.74%	-18.13%	24.79%	70.01%					
实收资本(或股)	1690	1690	2147	2147	2147	营业利润增长	-109.80%	3062.98%	-119.30%	-362.26%	997.08%					
资本公积	2254	2254	2254	2254	2254	归属母公司净利	-71.72%	377.68%	-71.72%	377.68%	409.84%					
未分配利润	2215	2307	2329	2438	2989	获利能力										
归属于母公司股东	6528	6666	7565	7722	8524	毛利率(%)	8.98%	9.89%	11.00%	12.44%	21.05%					
负债和所有者权	17891	17943	17145	17524	18539	净利率(%)	2.56%	2.13%	0.74%	2.81%	8.47%					
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.11%	0.81%	0.24%	1.12%	5.41%					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	3.03%	2.18%	0.54%	2.55%	11.76%					
经营活动现金流	780	1029	307	671	1888	偿债能力										
净利润	196	146	41	197	1006	资产负债率(%)	63%	62%	58%	58%	58%					
折旧摊销	619.28	642.74	711.76	767.05	791.95	流动比率	0.80	0.56	0.43	0.44	0.62					
财务费用	203	235	264	270	280	速动比率	0.73	0.52	0.38	0.38	0.54					
应收账款减少	0	0	75	104	-121	营运能力										
预收帐款增加	0	0	56	70	119	总资产周转率	0.43	0.38	0.32	0.40	0.66					
投资活动现金流	-520	-968	-1000	-933	-933	应收账款周转率	18	17	18	31	51					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.42	4.52	4.22	10.03	31.09					
长期股权投资减	0	0	153	0	0	每股指标(元)										
投资收益	93	363	90	90	90	每股收益(最新摊	0.12	0.09	0.02	0.09	0.47					
筹资活动现金流	-276	-883	-378	332	-711	每股净现金流(最	-0.01	-0.49	-0.50	0.03	0.11					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.86	3.94	3.52	3.60	3.97					
长期借款增加	0	0	336	0	0	估值比率										
普通股增加	0	0	456	0	0	P/E	64.87	88.26	395.73	82.84	16.25					
资本公积增加	-14	0	0	0	0	P/B	1.97	1.92	2.15	2.11	1.91					
现金净增加额	-17	-822	-1071	69	245	EV/EBITDA	21.98	16.67	24.39	20.05	9.43					

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产业第三名”。

联系人简介

闫海

伦敦城市大学卡斯商学院航运贸易与金融硕士，4年航运市场研究经验，2012-2016年就职于克拉克森研究，2016年12月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。