



低点重启造船计划，长周期受益

——中远海能（600026）2017年3季报点评

2017年11月05日

推荐/首次

中远海能

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031		
闫海	研究助理		
	yanhai@dxzq.net.cn 010-66554019		

事件：

(1) 中远海能发布2017年3季度报，公司2017年1-9月营业收入72.8亿，同比减少32.8%，归属上市公司净利润1.25亿，对应EPS为0.31元，同比减少43.8%，归属上市公司扣非净利润1.11亿，同比增加43.4%。

(2) 中远海能计划非公开发行A股股票募集资金总额为54亿元，本次非公开发行A股股票拟发行的数量不超过本次发行前公司总股本的20%，中远海运集团承诺拟以现金认购公司本次非公开发行的股份，认购资金总额不超过42亿元。扣除发行费用后的募集资金净额将用于以下项目：(1)新购14艘油轮；(2)购付2艘巴拿马型油轮(7.2万吨级)。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入(百万元)	4350.89	4200.18	2281.16	2173.34	2664.73	2371.1	2239.68
增长率(%)	48.94%	-21.21%	-51.82%	-52.66%	-38.75%	-43.55%	-1.82%
毛利率(%)	23.63%	24.66%	23.68%	29.93%	31.37%	30.69%	14.00%
期间费用率(%)	11.04%	15.56%	15.89%	18.28%	9.91%	12.79%	16.11%
营业利润率(%)	13.91%	34.46%	14.04%	12.17%	24.57%	23.66%	3.09%
净利润(百万元)	548.52	1294.52	403.76	-291.68	594.91	313.14	438.47
增长率(%)	597.71%	63.40%	-17.83%	121.32%	08.46%	-75.81%	08.60%
每股盈利(季度，元)	0.14	0.32	0.10	-0.07	0.14	0.07	0.10
资产负债率(%)	61.33%	63.40%	53.56%	52.69%	52.83%	54.82%	54.86%
净资产收益率(%)	2.08%	4.89%	1.51%	-1.06%	2.13%	1.15%	1.59%
总资产收益率(%)	0.80%	1.79%	0.70%	-0.50%	1.00%	0.52%	0.72%

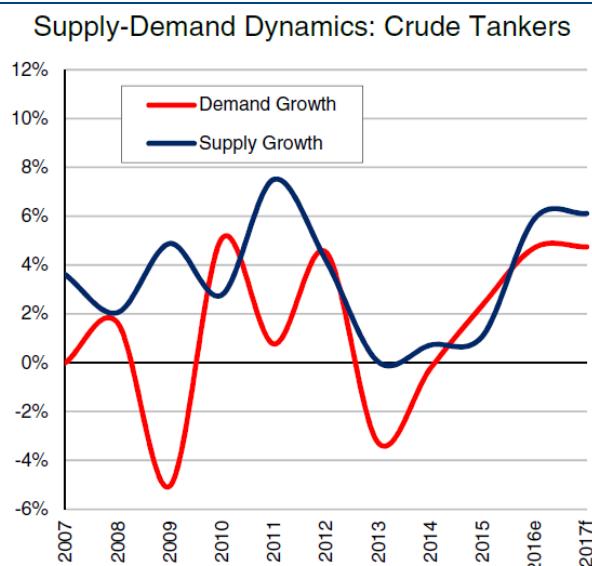
观点：

- **船价底部抄底新船，磨平周期看长期收益。**虽然航运市场周期波动极大，但磨平周期来看，决定船舶投资收益率最重要的因素还是资产价格。当前VLCC新造船价格约为2014年的80%，2008年高点的52%。除了造价便宜以外，随着VLCC新的G型机环保船型逐渐成熟，单位油耗也将显著低于老设计，另一方面由于不存在造船厂在周期高点赶工交船的情况，新造船质量整体看来也要好于造船周期高点时交付的船

舶。

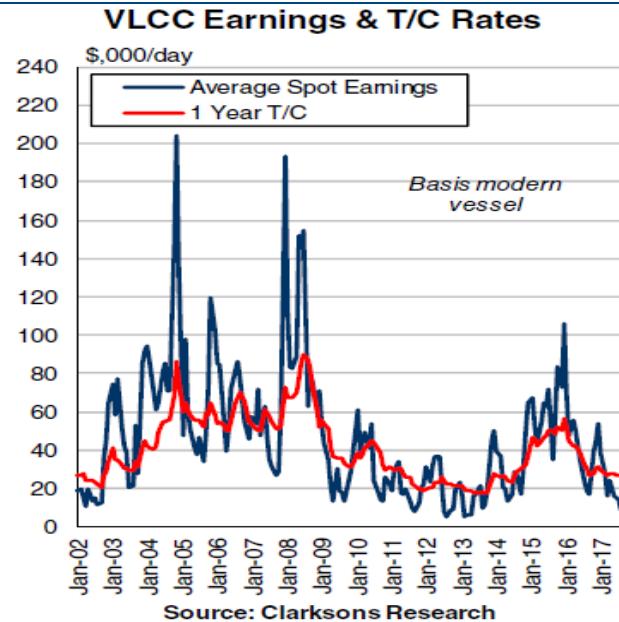
- 受新船交付冲击，外贸油轮三季度亏损。尽管公司仍有部分VLCC处于期租和COA合同中，但三季度国际VLCC平均TCE仅有10000美元/天，低于VLCC的现金成本，公司油轮板块三季度出现亏损。受新造船集中交付影响，VLCC仍处于下行周期，2018年新造船交付压力预计有所缓解，预计18年运力增速将从6.2%下降至3.6%，明年二三季度或为油轮的底部，全年有望实现边际改善。
- LNG稳步推进，利润贡献逐年上升。公司LNG业务收益与项目绑定，近期通过收购日本商船三井下属YAMAL LNG 4艘常规型LNG单船公司50%股份的方式，与MOL共同投资YAMAL LNG项目4艘常规型LNG船舶的项目，LNG船队将进一步扩大。预计2020年LNG船队全部交付后，每年将为公司贡献7.6亿利润，为业绩提供稳定安全垫。
- 内贸稳健，贡献稳定利润。内贸油运业务相对稳定，不随国际油轮市场波动影响，燃油成本方面，内贸租约中存在燃油补偿机制，受燃油价格波动影响较小，总体预计每年贡献利润5.5亿左右。

图 1：原油船供需情况



资料来源：Clarksons、东兴证券研究所

图 2: VLCC 运价近期走势



资料来源：Clarksons、东兴证券研究所

结论：

盈利预测与建议：油轮市场下滑，三季度外贸油轮业务处于亏损，明年二三季度触底后有望实现边际改善。公司LNG及内贸油轮收益相对稳定，预计LNG船2020年全部交付完毕后，LNG和内贸业务板块每年固定贡献的利润为13亿，提供较高的安全垫。不考虑本轮定增，我们预计17、18、19年EPS为0.27,0.24,0.44，对应PE23X, 25X, 14X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：全球贸易增速低于预期，造船效率提升提高运力增速

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	6466	8974	3716	6412	9495	营业收入	12777	13006	9483	9693	10343
货币资金	2086	6389	1431	4007	6924	营业成本	10423	9751	7325	7640	7640
应收账款	1817	1132	826	844	901	营业税金及附加	24	41	30	31	33
其他应收款	214	342	249	255	272	营业费用	96	57	42	43	48
预付款项	363	427	500	577	653	管理费用	427	732	534	546	582
存货	582	451	339	354	354	财务费用	1106	1104	745	720	665
其他流动资产	655	137	137	137	137	资产减值损失	193.97	44.30	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	61913	49047	47505	45830	44363	公允价值变动收益	56.42	4.96	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6443	4164	4164	4164	4164	投资净收益	289.20	1357.3	196.99	261.45	400.42
固定资产	44837.9	32928.5	35891.9	38677.0	37003.1	营业利润	852	2637	1000	970	1770
无形资产	14	87	86	85	84	营业外收入	1080.99	250.98	386.00	150.00	150.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1368.59	712.26	210.00	0.00	0.00
资产总计	68379	58022	51222	52243	53858	利润总额	565	2176	1176	1120	1920
流动负债合计	10021	7263	5000	5107	5175	所得税	102	221	12	11	19
短期借款	5390	1873	0	0	0	净利润	462	1955	1164	1109	1900
应付账款	904	1350	1000	1043	1043	少数股东损益	73	33	90	136	136
预收款项	269	219	281	345	413	归属母公司净利润	390	1923	1073	973	1765
一年内到期的非流	2864	2754	2754	2754	2754	EBITDA	3852	5945	3241	3365	4110
非流动负债合计	31834	23336	17849	17849	17849	BPS(元)	0.10	0.48	0.27	0.24	0.44
长期借款	25453	16882	17218	17218	17218	主要财务比率					
应付债券	3978	3982	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	41855	30599	22849	22956	23024	成长能力					
少数股东权益	826	10	100	236	372	营业收入增长	3.59%	1.79%	-27.08%	2.22%	6.70%
实收资本(或股本)	4032	4032	4032	4032	4032	营业利润增长	-1444.5	209.43	-62.10%	-2.96%	82.45%
资本公积	7922	7595	7595	7595	7595	归属于母公司净利润	-44.17%	-9.34%	-44.17%	-9.34%	81.36%
未分配利润	11324	12498	13088	13623	14594	获利能力					
归属母公司股东权	25697	27413	27861	28639	30051	毛利率(%)	18.42%	25.02%	22.76%	21.18%	26.13%
负债和所有者权	68379	58022	51222	52243	53858	净利率(%)	3.62%	15.03%	12.27%	11.44%	18.37%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	0.57%	3.31%	2.10%	1.86%	3.28%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	1.52%	7.01%	3.85%	3.40%	5.87%
经营活动现金流	5166	12158	2909	3258	3771	偿债能力					
净利润	462	1955	1164	1109	1900	资产负债率(%)	61%	53%	45%	44%	'
折旧摊销	1893.96	2203.39	0.00	1673.85	1673.85	流动比率	0.65	1.24	0.74	1.26	1.83
财务费用	1106	1104	745	720	665	速动比率	0.59	1.17	0.68	1.19	1.77
应收账款减少	0	0	307	-18	-57	营运能力					
预收帐款增加	0	0	62	64	68	总资产周转率	0.19	0.21	0.17	0.19	0.19
投资活动现金流	-2125	5133	260	233	164	应收账款周转率	8	9	10	12	12
公允价值变动收益	56	5	0	0	0	应付账款周转率	13.48	11.54	8.07	9.49	9.91
长期股权投资减少	0	0	299	0	0	每股指标(元)					
投资收益	289	1357	197	261	400	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.48	0.27	0.24	0.44
筹资活动现金流	-3509	-15883	-8126	-915	-1018	每股净现金流(最新)	-0.12	0.35	-1.23	0.64	0.72
应付债券增加	0	0	-3982	0	0	每股净资产(最新摊)	6.37	6.80	6.91	7.10	7.45
长期借款增加	0	0	336	0	0	估值比率					
普通股增加	551	0	0	0	0	P/E	62.55	12.86	23.03	25.40	14.00
资本公积增加	3492	-327	0	0	0	P/B	0.96	0.90	0.89	0.86	0.82
现金净增加额	-468	1408	-4957	2576	2917	EV/EBITDA	15.66	7.37	10.90	12.09	9.19

资料来源：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，基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继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年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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：

看好： 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。