

中远海特 (600428.SH)

强烈推荐 (首次)

全球一流特种船运营商, “三核三链” 驱动公司快速成长

全球能源转型背景下, 海上风电设备运输需求及国产汽车出口运输需求驱动公司业务量价齐升。中长期来看, 纸浆、半潜、汽车船队均有较大成长潜力。首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

- 中远海特作为全球一流的特种船队运营商, 公司聚焦“三核三链”, 即服务新能源产业、中国先进制造、战略性大宗商品三大核心业务主线, 并积极拓展纸浆物流、工程项目物流、汽车物流三个关键产业链。**截至 2022 年 6 月 31 日, 多用途船、重吊船和纸浆船数量合计占比 67.31%。承运的前四大货种分别为机械设备、纸浆产品、精选矿、钢铁, 分别占总货运量的 35%/34%/5%/4%。
- 多用途船和重吊船: 公司盈利基本盘, 风电设备及工程机械出口需求仍将支撑业务增长。**多用途船和重吊船为盈利基本盘, 2022 年上半年创造营业收入共计 29.65 亿元 (占比 50%), 贡献毛利约 8 亿元 (占比 57%)。由于多用途船与集装箱船适货重合度较高, 因此集运周期对 MPP 市场存在影响。但目前来看, 集运周期下行风险基本释放, 风电及工程设备运输需求使得 MPP 船型运价仍有较强韧性。据全球风能理事会预测, 未来新增风电装机需求将持续处于高位; 另一方面, 各国基建投资加码将拉动工程项目运输需求。
- 纸浆船和汽车船: 国内纸浆市场长期处于供不应求状态, 国车国运助力纸浆及汽车船队提升盈利贡献。**2022 年上半年纸浆船实现营收 8.6 亿元, 毛利达 2.5 亿元。公司的纸浆运输长期以 COA 合同为主, 货量保持基本稳定。由于消费观念改变以及“禁废令”等政策, 中国纸浆市场长期处于供不应求状态。另外, 公司创造性地利用回程纸浆船在框架箱的模式下出口汽车, 在弥补汽车船运力不足 (仅 5 艘) 的情况下实现了降本增效。中国新能源汽车产业已建立较强的竞争优势, 国车国运背景下公司有望充分受益。公司合营公司目前已生效至少 21 艘汽车船订单, 预计于 24 年下半年陆续交付。
- 半潜船: 行业壁垒较高, 海风安装及油气开采支撑景气度。**半潜船市场处于垄断竞争状态, TOP7 船东占据近 87% 市场份额。公司定位高端市场, 期租水平一直处于较高位置。海工行业和全球能源周期息息相关, 主要包括海上风电和石油钻井平台。俄乌冲突及全球能源转型背景下海上风电安装需求及海上油气开采需求增长带动海工市场强劲复苏。
- 投资建议: 作为全球特种船运输龙头, “三核三链” 驱动公司快速成长。**1) 箱船周期下行对多用途船市场影响边际减弱; 2) 能源转型背景下, 看好工程物流、汽车物流量价齐升; 3) 减值压力基本得到释放, 看好财报持续改善。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 8.2/17.1/22.1 亿元, 同比增长 174%/107%/29%, 首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 经济下行风险、双碳政策风险、油价大幅上涨、业绩测算风险等。**

周期/交通运输

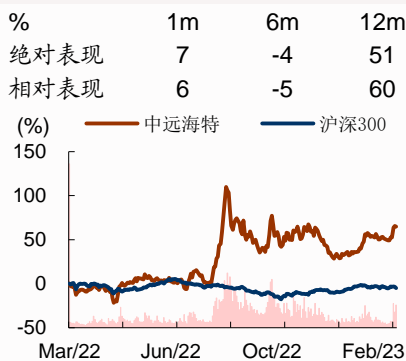
目标估值: NA

当前股价: 7.6 元

基础数据

总股本 (万股)	214665
已上市流通股 (万股)	214665
总市值 (亿元)	163
流通市值 (亿元)	163
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	6.2
资产负债率	58.2%
主要股东	中国远洋运输有限公司
主要股东持股比例	50.46%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 苏宝亮 S1090519010004
subaoliang@cmschina.com.cn
- 肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
- 魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7040	8753	11156	14197	16456
同比增长	-15%	24%	27%	27%	16%
营业利润(百万元)	84	453	1155	2408	3132
同比增长	-73%	437%	155%	108%	30%
归母净利润(百万元)	125	300	824	1708	2206
同比增长	24%	139%	174%	107%	29%
每股收益(元)	0.06	0.14	0.38	0.80	1.03
PE	130.0	54.3	19.8	9.6	7.4
PB	1.7	1.7	1.6	1.3	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 中远海特：全球一流的特种船队运营商.....	6
1、 历史沿革.....	6
2、 股权结构.....	6
3、 特种运输船队：向专业化大型化方向迈进.....	7
4、 经营情况：能源转型背景下业绩呈现爆发式增长.....	9
二、“三核三链”驱动公司快速成长	11
1、 多用途船和重吊船：公司盈利基本盘，风电设备及工程机械出口需求仍将支撑业务增长.....	11
(1) 经营概况：多用途船和重吊船为盈利基本盘，毛利率呈现逐年提升态势	11
(2) 行业运力供给持续偏紧，船舶老龄化较为严重	12
(3) 风电设备及工程机械出口需求仍将支撑业务增长.....	13
2、 纸浆船：纸浆缺口长期存在，框架箱模式驱动业务成长.....	15
(1) 经营概况：未来核心发展业务之一，成长性可期.....	15
(2) 行业集中度相对较高，运力供给有序增长.....	16
(3) 国内纸浆市场长期处于供不应求状态，框架箱运输汽车模式提升盈利贡献.....	17
3、 汽车船：国内汽车工业快速发展驱动运输需求增长	19
(1) 经营概况：未来核心发展业务之一，船队规模有望快速扩张.....	19
(2) 行业集中度较高，我国存量汽车船稀缺	20
(3) 国内汽车工业蓬勃发展，国车国运助力汽车船市场维持高景气.....	21
4、 半潜船：行业壁垒较高，海风安装及油气开采支撑景气度	22
(1) 经营概况：定位中高端市场，期租水平保持高位.....	22
(2) 行业属于垄断竞争格局，高端市场船东数量较少	24
(3) 海上风电与海上石油开采驱动半潜船市场需求	25
三、 盈利预测与投资建议.....	27
四、 风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：中远海特股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）	7
图 3：中远海特各船型示意图	8

图 4: 2022 年上半年前四大货种占比	8
图 5: 2022 年中远海特运力结构.....	8
图 6: 2016 年以来公司营业收入 (亿元, %)	9
图 7: 2016 年以来公司归母净利润 (亿元, %)	9
图 8: 2016 年以来公司总运量及主要业务运量.....	10
图 9: 主营构成-按地区分类	11
图 10: 主营构成-按地区分类	11
图 11: 多用途船和重吊船营业收入 (亿元, %)	11
图 12: 多用途船和重吊船毛利 (亿元, %)	11
图 13: 多用途船和重吊船毛利率 (%)	12
图 14: 多用途船和重吊船运量 (万吨, %)	12
图 15: 全球多用途船市场租金变化 (美元/天)	12
图 16: 公司多用途船及重吊船期租水平 (美元/天)	12
图 17: 全球多用途船运力规模 (百万载重吨, %)	13
图 18: 全球多用途船在手订单运力占比 (万载重吨, %)	13
图 19: 全球多用途船及重吊船船龄结构 (万载重吨)	13
图 20: 全球多用途船及重吊船船龄结构 (艘)	13
图 21: 全球风电新增装机容量仍将快速增长.....	14
图 22: 中国钢材出口量及同比 (万吨, %)	14
图 23: 中国工程机械出口额 (亿美元, %)	14
图 24: 对外承包工程业务新签合同金额 (亿美元, %)	15
图 25: 对外承包工程业务完成营业额 (亿美元, %)	15
图 26: 全球纸浆船交付运力 (艘, 万载重吨)	16
图 27: 全球纸浆船运力及订单运力占比 (万载重吨, %)	16
图 28: 全球纸浆船船龄结构 (万载重吨)	16
图 29: 全球纸浆船船龄结构 (艘)	16
图 30: 中国纸浆进口产量与消费量 (万吨)	17
图 31: 中国进口纸浆数量及同比 (万吨, %)	17
图 32: 框架箱装汽车解决方案.....	18
图 33: 框架箱装汽车解决方案 2.....	18
图 34: 公司汽车船营业收入 (亿元, %)	19
图 35: 公司汽车船毛利及毛利率 (万元, %)	19

图 36: 公司汽车船运量 (万载重吨)	19
图 37: 公司汽车船期租水平 (美元/天, %)	19
图 38: 全球汽车船运力增长趋势 (万 CEU, %)	20
图 39: 汽车船在手订单运力占比 (%)	20
图 40: 全球汽车船预计交付情况汇总	21
图 41: 汽车船年龄结构 (万载重吨)	21
图 42: 汽车船年龄结构 (艘)	21
图 43: 中国汽车出口数量 (万辆, %)	22
图 44: 汽车船定期租船费率 (美元/天)	22
图 45: 中国新能源汽车产量 (万辆, %)	22
图 46: 公司半潜船营业收入 (万元, %)	23
图 47: 公司毛利和毛利率 (万元, %)	23
图 48: 公司半潜船运量 (万吨)	24
图 49: 公司半潜船期租水平 (万美元/天, %)	24
图 50: 全球半潜船船龄结构 (载重吨口径)	25
图 51: 全球半潜船船龄结构 (数量口径)	25
图 52: 全球钻井船交付情况	25
图 53: 2022 年上半年海上钻井平台利用率提升	25
图 54: 海上石油产量稳步增长	26
图 55: 海上天然气产量稳步增长	26
图 56: 全球海上风场容量快速增长	26
图 57: 中远海特历史 PE Band	29
图 58: 中远海特历史 PB Band	29
表 1: 公司前 10 大股东变化情况	7
表 2: 近 10 年中远海特船队结构变化情况	7
表 3: 中远海特不同船型承运货种	9
表 4: 2016-2022 年公司运量情况 (万载重吨)	10
表 5: 全球多用途船 (含重吊船) 运力规模排名 (截止 2023 年 2 月)	12
表 6: 公司纸浆船业绩 (万元, %)	15
表 7: 公司纸浆船锁定租金水平 (美元/天, %)	15
表 8: 全球纸浆船运力规模排名 (截至 2023 年 2 月)	16

表 9: 中国“限塑令”主要政策梳理.....	17
表 10: 中国“禁废令”主要政策梳理.....	17
表 11: 纸浆船运汽车主要航线统计.....	18
表 12: 汽车船新船造价 VS 散货船造价 (百万美元)	18
表 13: 全球汽车船头部公司排名 (截至 2023 年 2 月)	20
表 14: 半潜船市场分类.....	23
表 15: 中远海特半潜船重要运输项目	23
表 16: 全球半潜船规模前 7 大公司 (截至 2023 年 2 月)	24
表 17: 全球半潜船新增订单运力仅有 2 艘.....	24
表 18: 中远海特主营业务收入、船队规模预测	27
表 19: 盈利预测表	28
表 20: 敏感性分析测算表 (以 2023 年为基准)	28
附: 财务预测表	30

一、中远海特：全球一流的特种船队运营商

1、历史沿革

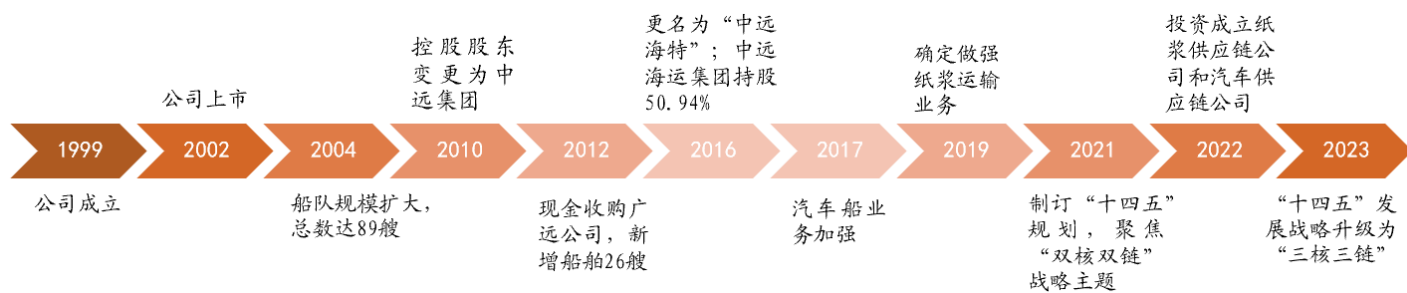
中远海特作为全球一流的特种船队运营商，主营特种船运输及相关业务，以“打造全球领先的特种船公司，实现向“产业链经营者”和“整体解决方案提供者”转变为战略目标。公司目前拥有规模和综合实力居世界前列的特种运输船队，经营管理半潜船、多用途船、重吊船、汽车船、木材船和沥青船等各类型船舶 100 多艘 300 多万载重吨。

中远海特前身是广州远洋运输公司，成立于 1961 年，是新中国成立最早的国有远洋运输企业；1999 年广远公司联合广州外代等公司共同发起成立中远航运，2002 年中远航运在上海证券交易所上市；2004 年，购买和租入广远公司 47 艘多用途船和杂货船后，成为世界上最具规模的集各类特种杂货远洋运输船舶的航运企业之一；2010 年广远公司将其持有的 50.13% 股权无偿划转中远集团，公司控股股东由广远公司变更为中远集团；2012 年以现金 10.95 亿元收购广远公司 100% 股权，实现低成本扩张，新增木材船 13 艘、沥青船 11 艘、多用途船 2 艘；2016 年更名为中远海特，同期中远海运集团以国有股权行政划转的方式取得中远集团 100% 股权，进而间接持有本公司 50.94% 的股份；2017 年为加强汽车船业务的管控，出资设立全资子公司广州中远海运滚装运输有限公司，作为公司汽车船业务发展平台，并于同年收购中远日邮 49% 的股权。

2019 年公司确定以产业链经营为方向做强纸浆运输业务，纸浆船规模达 16 艘，近 73 万载重吨，位居世界第三。2022 年公司与上港物流合资成立上海远至信供应链管理有限公司，共同开展华东区域纸浆、成品纸的供应链业务，公司持股 50%；与上港物流、安吉物流共同投资成立一家汽车供应链公司，持股比例 42.5%。

战略方面，2021 年公司制订“十四五”战略发展规划，聚焦“双核双链”战略主题，优先发展半潜船和纸浆船核心船队，积极拓展纸浆和工程项目物流两大产业链；2023 年 1 月对公司“十四五”发展战略进行动态调整，升级为“三核三链”，即服务新能源产业、中国先进制造、战略性大宗商品三大核心业务主线，并积极拓展纸浆物流、工程项目物流、汽车物流三个关键产业链。

图 1：公司发展历程

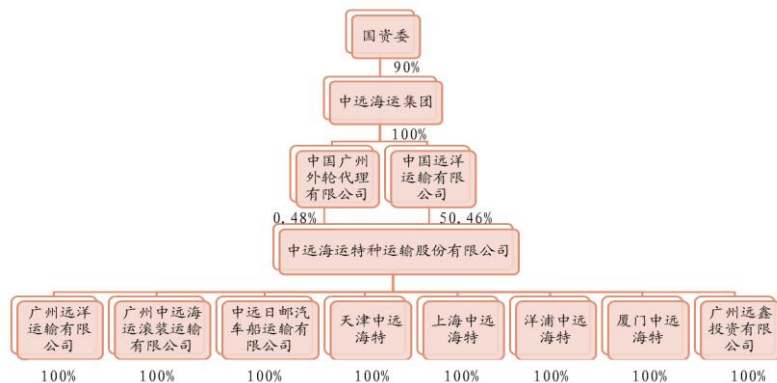


资料来源：公司公告、招商证券

2、股权结构

截至 2022 年 9 月 31 日，中远海特实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会；直接控股股东是为中国远洋运输有限公司，持有股份 50.46%；中国广州外轮代理有限公司持股 0.48%，两者共同隶属于中国远洋海运集团有限公司。

图 2: 中远海特股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司公告、招商证券

机构投资者变化情况: 去年前三季度, 中远海特新增易方达基金、摩根大通银行和摩根士丹利等三大机构投资者, 持股数量分别是 2261 万股、1554 万股、1487 万股; 银华基金和工银瑞信基金较于 3 月 31 日持股数量分别减少 50 万股、171 万股; 前海开源基金在 3 月 31 日至 6 月 30 日与 6 月 30 日至 9 月 30 日期间分别减持 1896 万股、2147 万股, 合计减持 4043 万股。

表 1: 公司前 10 大股东变化情况

2022 年 3 月 31 日		2022 年 6 月 30 日		2022 年 9 月 30 日	
股东名称	持股数量 (股)	股东名称	持股数量 (股)	股东名称	持股数量 (股)
中国远洋运输有限公司	108315	中国远洋运输有限公司	108315	中国远洋运输有限公司	108315
前海开源基金	14870	前海开源基金	12974	前海开源基金	10827
银华基金	1151	耿晓奇	1129	招商银行股份有限公司	3011
耿晓奇	1145	银华基金	1101	易方达基金	2261
工银瑞信基金	1122	广州外代	1026	JPMORGAN CHASE	1554
广州外代	1026	工银瑞信基金	951	MORGAN	1487
大成基金	820	大成基金	820	中国农业银行股份有限	1487
丁凯	768	丁凯	768	银华基金	1101
周军广	457	中信证券股份有限公司	491	广州外代	1026
彭海宏	389	周军广	457	工银瑞信基金	951
合计	130063	合计	128030	合计	132020

资料来源: 同花顺 iFinD、招商证券

3、特种运输船队: 向专业化大型化方向迈进

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。近年来, 公司积极推进船队结构调整工作, 适时订造和租赁了一批符合市场和公司经营需求的纸浆船、汽车船等特种船, 同时退役处置多艘老旧船舶, 船队结构得到有效优化, 船队整体实力不断增强。截至 2022 年 12 月, 公司及控股子公司拥有及控制各类多用途船、纸浆船、重吊船、半潜船、汽车船、木材船和沥青船约 108 艘, 船队结构进一步向大型化、专业化方向发展。

表 2: 近 10 年中远海特船队结构变化情况

时间/年	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
多用途船	41	33	32	38	40	39	35	32	32	32
重吊船	16	20	20	20	24	24	24	24	24	24

时间/年	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
纸浆船	/	/	/	/	/	/	16	10	13	18
半潜船	4	4	4	6	7	7	7	7	8	9
木材船	13	13	13	13	11	11	11	8	8	8
沥青船	11	11	11	11	13	15	16	12	12	12
汽车船	4	4	4	6	6	6	5	5	5	5
总数	89	85	84	94	101	104	103	98	102	108
船队平均船龄	10.0	8.7	9.0	9.0	9.2	9.5	9.3	9.0	9.6	
总载重吨/万	199.65	196.96	198.99	238.91	258.67	261.1	281.1	295.3	318.7	

资料来源：公司公告、招商证券

目前，多用途船、重吊船和纸浆船共同构成公司主力船型，截至 2022 年 6 月 31 日，多用途船、重吊船和纸浆船数量合计占比 67.31%；同时，2022 年三个船型承担运量合计占公司总运量的 75.3%。

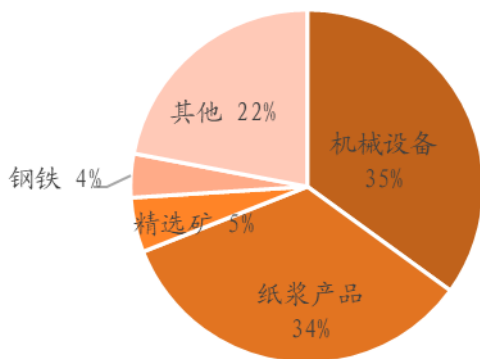
货种结构方面，中远海特船舶运载能力和适货性强，能够承运包括钻井平台、机车及火车车厢、风电设备、桥吊、成套设备等超长、超重、超大件、不适箱以及有特殊运载和装卸要求的货物，以及纸浆、木材等大宗商品，承运能力从 1 吨至 10 万吨全覆盖。公司 2022 年上半年承运的前四大货种分别为机械设备、纸浆产品、精选矿、钢铁，分别占总货运量的 35%、34%、5%、4%。其中，公司风电设备是出口方向最大的货种，有望成为新的需求增长点；随着纸浆船规模的扩张以及公司“三核三链”发展战略下积极拓展纸浆物流，预计纸浆货量占比将持续增加。

图 3：中远海特各船型示意图



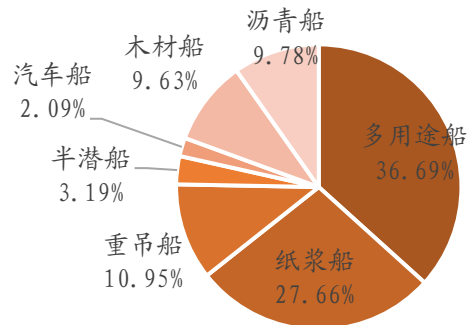
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：2022 年上半年前四大货种占比



资料来源：公司官网、招商证券

图 5：2022 年中远海特运力结构



资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 中远海特不同船型承运货种

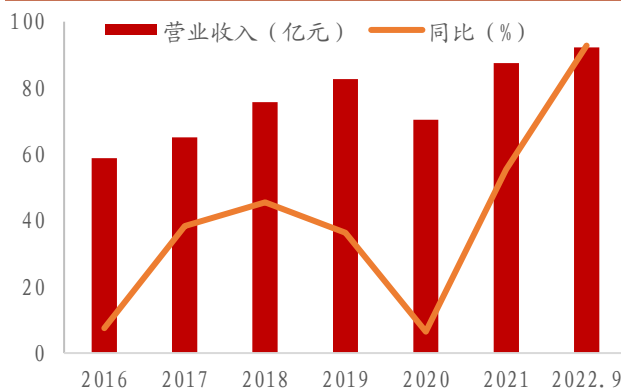
船型种类	船型简介	主要承运货种	未来计划
多用途船	能装载一般杂货件、机械设备、散货、集装箱，适货能力较强的船舶	出口：风电设备、工程机械、钢结构、集装箱；进口：纸浆、小宗的精选矿、农产品	双链→三链：工程项目物流
重吊船	比多用途船增加了几百吨重吊的起货设备，舱口少且大		
纸浆船	专业的敞口式箱型货船，承运纸浆；可用框架箱模式承运汽车	出口：集装箱和汽车；进口：中国-南美航线的纸浆	双核→三核+三链：纸浆物流
半潜船	兼具下潜和重吊能力的多用途船，主要用于特大特重货运	石油钻井平台、大型工程模块等超大型项目工程运输和安装，风电导管架运输新增	双核→三核
汽车船	专门应用于装运汽车、卡车或滚装货物的专用船舶，装载高效、安全	国内商用车的出口业务	规模扩张→三链：汽车物流
木材船	船型较宽、舱口及货舱容积较大、舱内无梁柱，船舱甲板均可装木材	专门用于装载木材或原木，并能适装所有散货、矿物、水泥等大宗货物	进一步优化升级
沥青船	货舱位独立罐体，具有良好的货物加温和保温功能	沥青	逐步淘汰

资料来源：公司公告、招商证券

4、经营情况：能源转型背景下业绩呈现爆发式增长

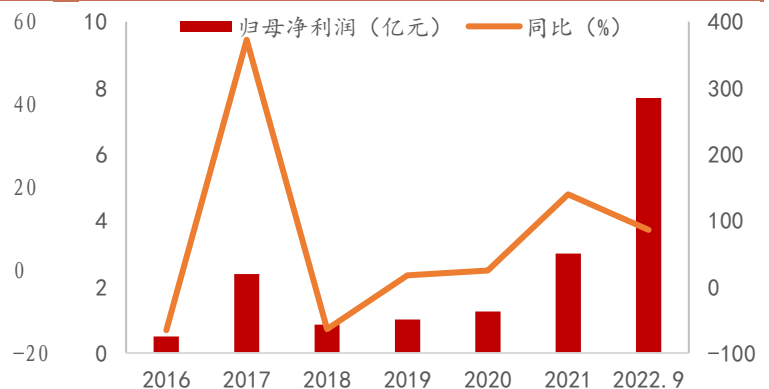
2016 年以来营业收入保持稳健增长态势；归母净利润呈周期性波动，并在 2021、2022 年实现爆发式增长。营业收入方面，2016 年以来公司营收基本呈现稳健增长态势，虽然 2020 年受疫情影响营收同比下滑 15%，但 2021 年后公司受益于全球新能源发展浪潮、汽车出口快速增长、机械设备出口需求增长等因素，营收实现较快反弹。截至 2022 年 9 月，公司实现营收 92 亿元，同比增长超 54%。利润方面，2016-2018 年公司业绩呈现明显周期性波动特征。2017 年伴随全球制造业和贸易的恢复，公司积极抓住市场机遇，捕获较高期租租金，实现利润大幅增长；但 2018 年公司受半潜船、沥青船租金下滑的影响，整体毛利率走低。疫情后受益于集装箱出口需求旺盛，风电设备、汽车出口，纸浆进口等因素，各船型租金水平均出现明显上涨，公司进入业绩爆发期，2021、2022 年分别实现利润 3、7.7 亿元（业绩预增盈利中枢）。

图 6: 2016 年以来公司营业收入（亿元，%）



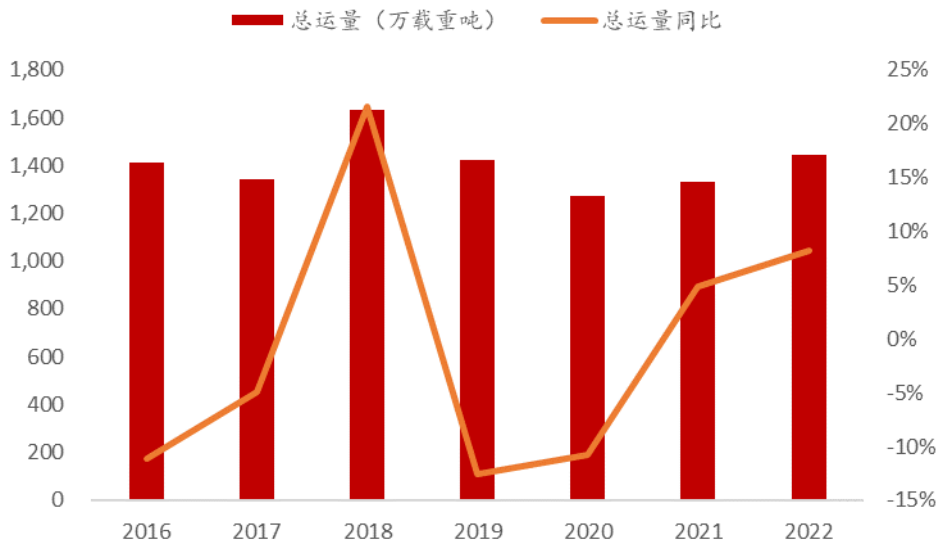
资料来源：公司公告、招商证券

图 7: 2016 年以来公司归母净利润（亿元，%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 8: 2016 年以来公司总运量及主要业务运量



资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 2016-2022 年公司运量情况 (万载重吨)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总运量 (万载重)	1411	1341	1631	1425	1271	1333	1442
yoy	-11%	-5%	22%	-13%	-11%	5%	8%
多用途船	376	532	1012	751	663	843	529
yoy	2%	42%	90%	-26%	-12%	27%	-37%
纸浆船	--	--	--	--	--	--	399
yoy	--	--	--	--	--	--	--
重吊船	195	225	230	258	239	194	158
yoy	8%	16%	2%	12%	-7%	-19%	-18%
半潜船	21	45	39	31	36	34	46
yoy	-41%	117%	-15%	-20%	15%	-5%	36%
汽车船	26	36	59	60	57	45	30
yoy	-15%	41%	63%	1%	-4%	-22%	-32%
木材船	184	161	124	127	99	82	139
yoy	23%	-12%	-23%	3%	-22%	-17%	70%
沥青船	143	154	167	197	177	136	141
yoy	-1%	7%	9%	18%	-10%	-23%	4%

资料来源: 公司公告、招商证券

从收入结构来看, 多用途船、重吊船和半潜船为主要收入来源。2022 年上半年, 多用途船、重吊船和半潜船分别实现营业收入 19.30 亿元、11.08 亿元、10.35 亿元, 合计占比达 70.05%。其中, 多用途船对营业收入的贡献略有下降, 从 2016 年的 22.84% 到 2022 年上半年的 19.30%; 重吊船占比保持稳定; 自 2020 年单独分离出纸浆船业务以来, 其在营业收入中的占比稳步提升, 2022 年上半年达 14.70%, 主要是受益于“禁废令”和“限塑令”政策颁布实施, 各行各业增大包装用纸和餐饮用纸等产品需求, 加上部分纸浆厂减产导致供应偏紧, 纸浆进口量价齐升。从运输区域布局来看, 2019 年以后出口运输营收占比出现明显增长。截至 2022 年 6 月, 出口运输营收占比达到 29%。

图 9: 主营构成-按地区分类

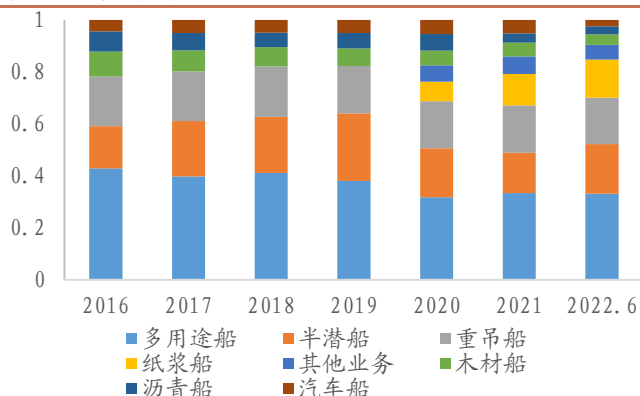
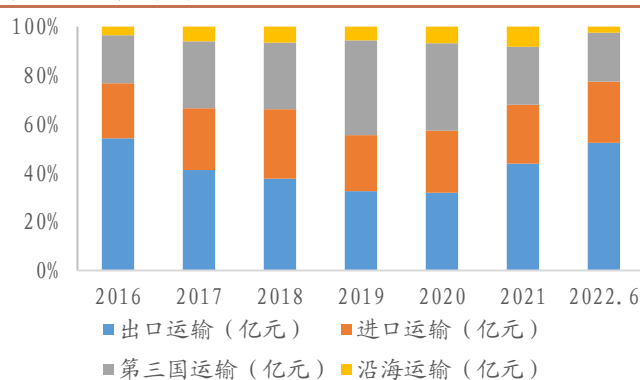


图 10: 主营构成-按地区分类



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

二、“三核三链”驱动公司快速成长

1、多用途船和重吊船: 公司盈利基本盘, 风电设备及工程机械出口需求仍将支撑业务增长

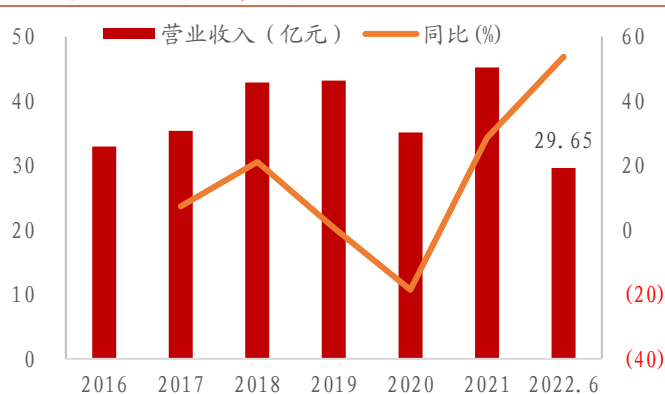
多用途船指既能装载一般件杂货、机械设备、散货, 又能装载集装箱, 适货能力较强的船舶。20 世纪 60 年代以后, 市场对于多种货品运输的需求增加, 多用途船开始发展起来。重吊船则可以认为是多用途船的一个细分种类, 主要用于装载和运输大型机械、设备和大型项目货载, 例如风电整机、叶片等。

(1) 经营概况: 多用途船和重吊船为盈利基本盘, 毛利率呈现逐年提升态势

多用途船和重吊船作为公司数量最多、运力最大的两个船型, 是公司盈利基本盘。2016 年以来两个船型营业收入呈现增长态势 (剔除 2020 年疫情影响), 2022 年上半年创造营业收入共计 29.65 亿元, 贡献毛利约 8 亿元, 毛利率上升至 27-28%。

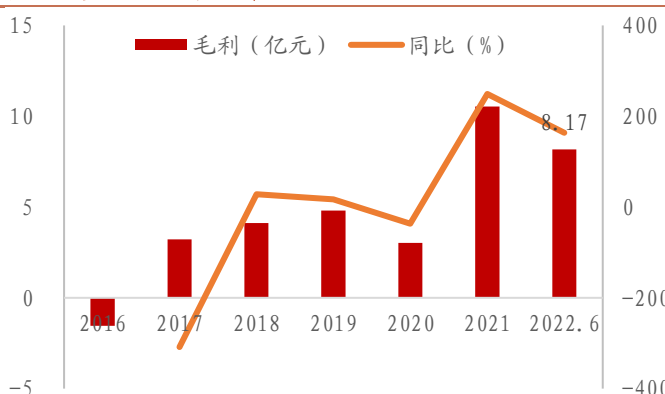
2020 年以来, 伴随集装箱运输市场供不应求, 多用途船运价也受到明显拉动。据克拉克森数据, 2.1 万吨多用途船市场运价均值于 2022 年超过 3 万美元/天。公司锁定期租价格也实现同比大幅增长, 2022 年上半年多用途船、重吊船锁定期租价格分别为 2.4、2.5 万美元/天。进入 2022 年下半年, 集装箱市场周期下行, 运价出现大幅回调, 但是多用途船市场受风电设备运输需求支撑, 回调幅度明显较弱。截至 2023 年 2 月, 整体市场租金仍保持在 2 万美元/天以上。

图 11: 多用途船和重吊船营业收入 (亿元, %)



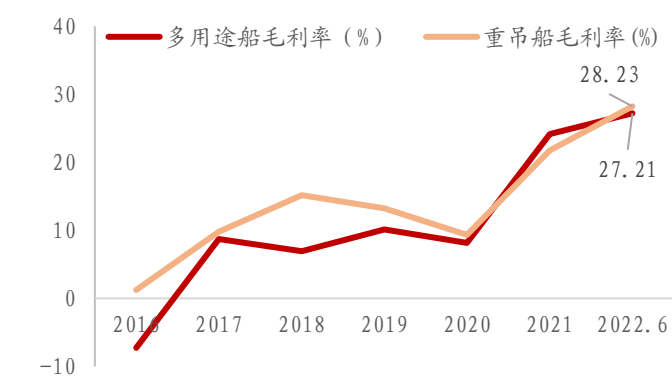
资料来源: iFinD、招商证券

图 12: 多用途船和重吊船毛利 (亿元, %)



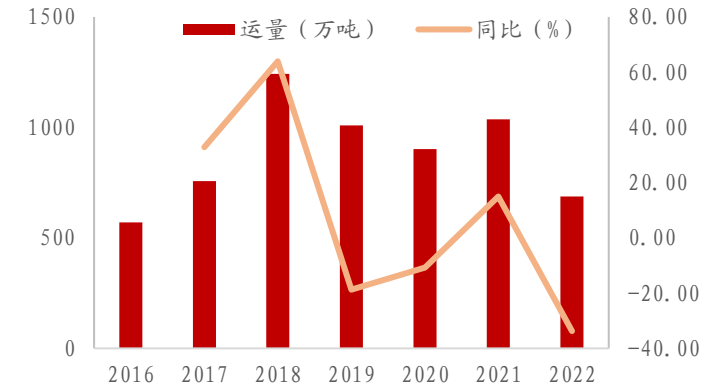
资料来源: iFinD、招商证券

图 13: 多用途船和重吊船毛利率 (%)



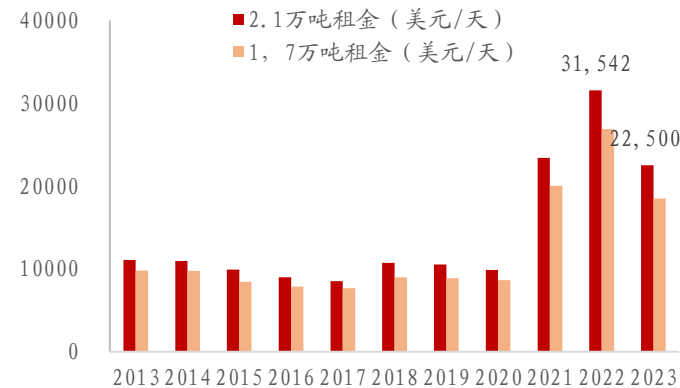
资料来源: iFinD、招商证券

图 14: 多用途船和重吊船运量 (万吨, %)



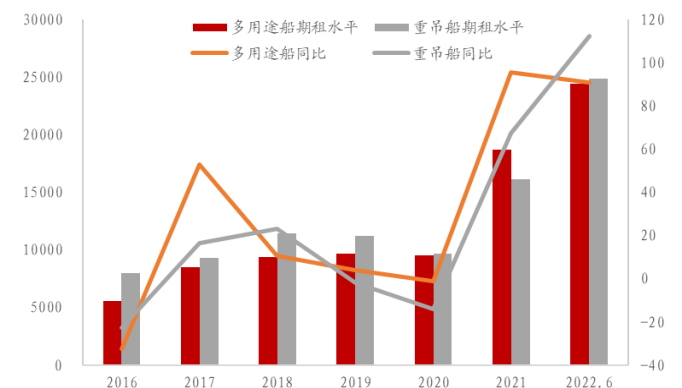
资料来源: iFinD、招商证券

图 15: 全球多用途船市场租金变化 (美元/天)



资料来源: Clarksons、招商证券

图 16: 公司多用途船及重吊船期租水平 (美元/天)



资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 行业运力供给持续偏紧, 船舶老龄化较为严重

竞争格局方面, 多用途船和重吊船市场集中度相对分散, 中远海特是全球最大的多用途船船东, 运力占比约 5.4%。截至 2023 年 2 月底, 按多用途船和重吊船的合计载重吨计算, 多用途船和重吊船规模全球前 5 名分别为中远海特、Briese Schifffahrts、Chinese-Polish Shpg、Wagenborg Shipping 和 Spliethoff, 运力分别达 160.26 万载重吨、124.77 万载重吨、105.77 万载重吨、98.94 万载重吨、98.16 万载重吨, CR5 运力份额为 29.51%。其中中波轮船实际经营由中远海运集团托管, 公司在多用途船的经营上具备明显竞争优势。

表 5: 全球多用途船 (含重吊船) 运力规模排名 (截止 2023 年 2 月)

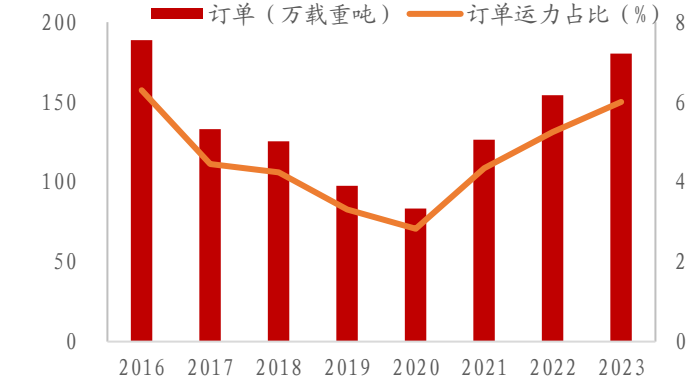
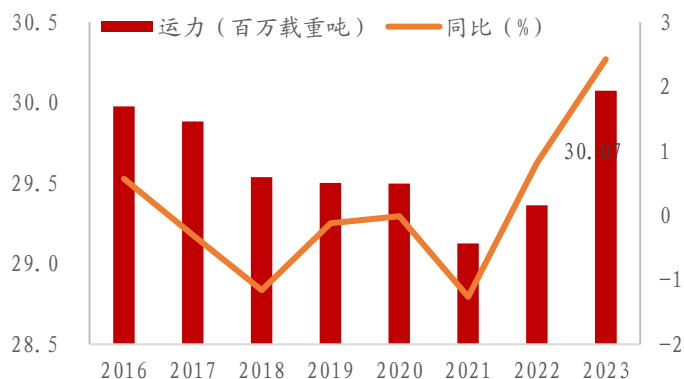
排名	公司	船舶数量	运力 (万载重吨)	平均年龄
1	中远海特	58	160.26	12.78
2	Briese Schifffahrts	116	124.77	12.59
3	Chinese-Polish Shpg	30	105.77	11.19
4	Wagenborg Shipping	96	98.94	15.97
5	Spliethoff	65	98.16	16.16
6	BoCom	1	77.14	8.58
7	Schoeller Holdings	18	70.65	11.18
8	China Merchants	15	51.33	12.99
9	Harren & Partner	33	43.43	14.09
10	Nippon Yusen Kaisha	18	36.03	13.14

资料来源: Clarksons、招商证券

全球多用途及重吊船市场整体运力规模基本保持稳定，中长期运力增长仍较为缓慢。根据克拉克森统计，2016年以来始终保持在3000万载重吨左右。截至2023年2月底，全球运力共计30.07万载重吨，同比增长2.42%；全球多用途及重吊船订单运力为180.40万载重吨，在手订单运力占比有小幅提升，目前达到6%。2023-2025年年均预计交付运力占总运力比重不足为2%。从船龄分布来看，全球多用途船老化严重，截至2023年2月底，多用途船及重吊船船龄20年以上的船舶数量占比达42%，在新的IMO环保法规要求下，行业运力出清或将加速。

图 17: 全球多用途船运力规模 (百万载重吨, %)

图 18: 全球多用途船在手订单运力占比 (万载重吨, %)

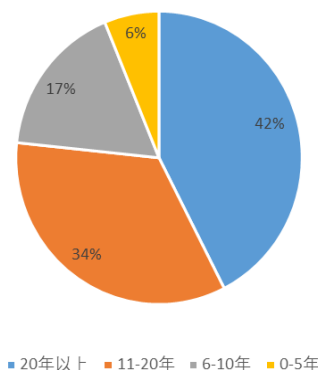
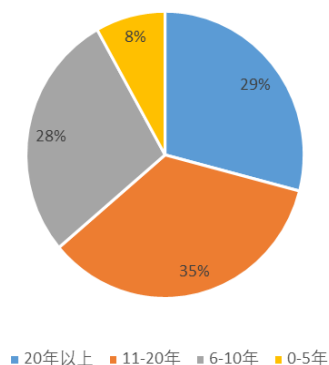


资料来源: Clarksons、招商证券

资料来源: Clarksons、招商证券

图 19: 全球多用途船及重吊船船龄结构 (万载重吨)

图 20: 全球多用途船及重吊船船龄结构 (艘)



资料来源: Clarksons、招商证券

资料来源: Clarksons、招商证券

(3) 风电设备及工程机械出口需求仍将支撑业务增长

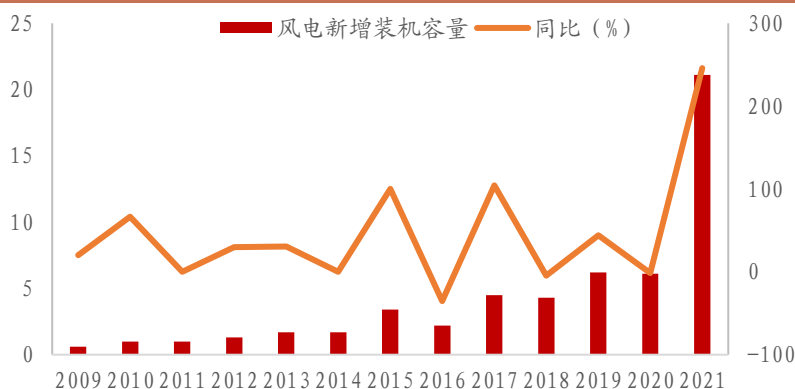
中远海特多用途船和重吊船的去程主要承载大型机器设备和工程机械，比如风电设备、工程机械、钢结构、集装箱等，其中**50%为风电设备**，包括塔筒、风机叶片、风电叶片果汁罐及相关辅助设备等大型设备；进口主要承运纸浆、小宗的精选矿及农产品。

从需求端来看，疫情爆发初期集装箱出口需求增长带动多用途船货量增长，展望未来，虽然集装箱运输出口回落，但风电设备及工程机械出口仍将支撑多用途船市场需求。

一方面，风电设备和海上风电装置的景气会带动多用途船的运量需求。在当前“双碳”政策目标和能源安全的驱动下，风电行业正迎来快速发展期。碳中和作为全球目标，多国已经给出了明确的时间表，风能等清洁能源的渗透率提高已成为不可逆转的历史趋势。与此同时，俄乌冲突的给球能源市场所带来的冲击，凸显了能源安全的重要性。中国风电设备出口自2017年以来保持稳步增长态势，即使在2020年疫情导致的停工停产和项目延期等冲击下，仍呈现良好增长，全年中国风电机组出口41169台，同比大幅上涨41.6%。2021年出口14.4亿美元，同比增长29.73%。目前全球市场上，60%的风电设备都来自中国。

未来全球新增风电装机需求将持续处于高位。根据全球风能协会（GWEC）数据，近年来全球海上风电新增装机呈爆发式增长，2021 年同比增长 2.45 倍，达 21.1GW；2021 年风电招标量达到 88GW，同比增长 153%。以中国为主导的亚洲地区继续引领全球风电增长，其次是北美和欧洲地区。

图 21: 全球风电新增装机容量仍将快速增长



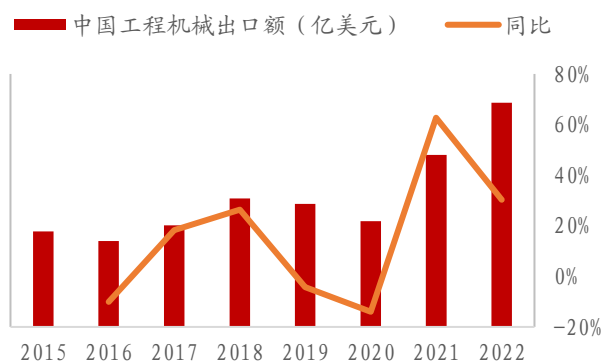
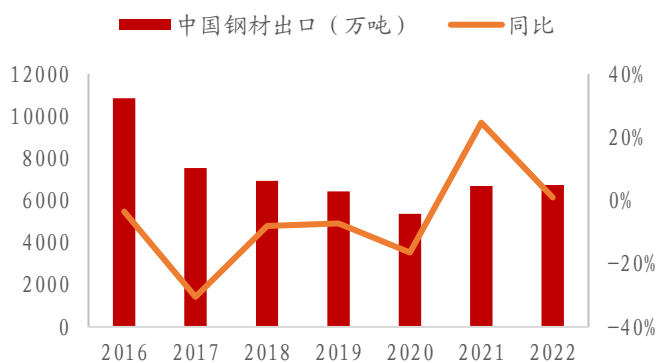
资料来源: GWEC、招商证券

另一方面，各国基建投资加码将拉动工程项目运输需求。在受新冠肺炎疫情影响，全球经济遭受重创，世界各国政府为促进经济快速复苏，纷纷推出中长期基建计划。美国签署 1.2 万亿美元跨党派基础设施投资法案，将对道路、桥梁、铁路和公共交通等基础设施进行数十年来最大规模的投资；印度计划斥资 100 万亿卢比发展当地基建；欧盟将在 2022 年正式实施名为“全球联通欧洲”的基础设施建设计划，构建以欧洲为中心的全球基础设施建设网络。新增基建投资将拉动工程机械、轨道交通设备、能源装备市场，预计将给件杂货运输市场及国际工程项目市场带来积极影响。

2022 年中国累计出口钢材约 6732 万吨，同比增长 0.9%；2022 年中国工程机械出口额约 443.02 亿美元，同比增长 62.7%，反映出全球基础设施建设需求的回升。2022 年中国对外承包工程业务新签合同业务 2530.7 亿美元，同比减少 2.10%；完成营业额 1549.9 亿美元，同比微增 0.03%。

图 22: 中国钢材出口量及同比 (万吨, %)

图 23: 中国工程机械出口额 (亿美元, %)



资料来源: 海关总署、招商证券

资料来源: 海关总署、招商证券

图 24: 对外承包工程业务新签合同金额 (亿美元, %)

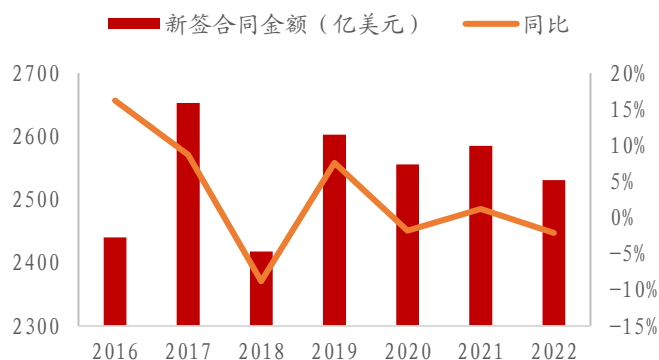
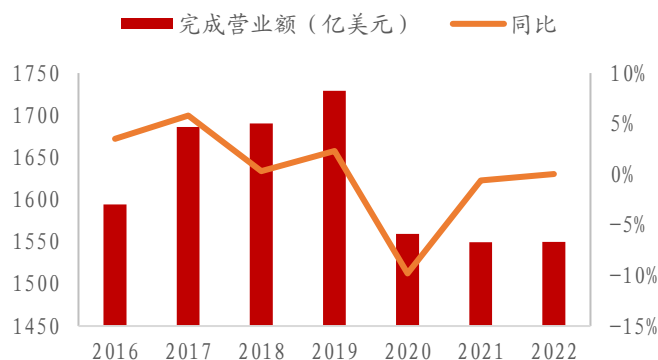


图 25: 对外承包工程业务完成营业额 (亿美元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD、招商证券

资料来源: 同花顺 iFinD、招商证券

同时, RCEP 生效的利好效应的逐步释放, 将刺激对航运的需求, 大力推动日本航线、韩国航线、东盟航线和澳新航线的货运量增加, 拉动多用途及重吊船运输服务需求。RCEP 已经成为世界最大自贸区, 占据全球经济贸易和跨境投资 1/3 比重, 协定生效后区域内 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税, 不仅会加大国内优势制造业出口, 也有利于上游进口资源价格大幅降低, 进一步促进跨境贸易量的提升。此外, RCEP 还将推动区域经济一体化和产业链格局调整, 加速国际市场需求东移、供给东移、技术东移、资本东移的进程, 将为特种船布局关键区域市场和发展第三国运输业务创造良机。

2、 纸浆船: 纸浆缺口长期存在, 框架箱模式驱动业务成长

纸浆船是一种专业的敞口式箱型货船, 用途较广。回程主要承运纸浆, 去程则根据市场行情选择承运集装箱或商品车, 中远海特采用框架箱模式运输汽车, 这种解决方案实现了降本增效。

(1) 经营概况: 未来核心发展业务之一, 成长性可期

作为公司重点发展的“双核”业务之一, 纸浆船业务自 2020 年单独分离出以来, 营业收入和毛利保持高增长。2022 年上半年, 纸浆船实现营业收入 8.6 亿元, 同比增长 73.34%; 毛利达 2.5 亿元, 同比实现翻倍增长。公司的纸浆运输长期以 COA 合同为主, 货量保持基本稳定。2021-2022 年, 公司相继与芬兰 Metsa Fibre 公司、芬兰 Stora Enso 公司、巴西 LD Celulose S.A. 公司签订长期 COA 运输合同, 为公司纸浆运输带来持续稳定的货源支持。而商品车出口的运输方案又能极大提升纸浆船期租收益。公司纸浆船期租水平在 2021 年、2022 年上半年分别是 16872 美元/天、21637 美元/天, 同比分别增长 26%、44%。近年来公司纸浆船运力持续扩张, 预计截至 2023 年 3 月, 纸浆船共有 27 艘。

表 6: 公司纸浆船业绩 (万元, %)

	营业收入(百万元)	同比(%)	毛利(百万元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (%)
2020	525.33	--	121.32	--	23%	--
2021	1054.54	101%	278.77	130%	26%	14%
2022.6	854.94	73%	249.38	114%	29%	23%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 公司纸浆船锁定租金水平 (美元/天, %)

	2019	2020	2021	2022.6
期租水平 (美元/天)	13,431	13,402	16,872	21,637
同比 (%)		-0.21	25.89	44.17

资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 行业集中度相对较高，运力供给有序增长

纸浆船的市场集中度相对较高，中远海特纸浆船运力全球第四。目前全球前5家船东分别是 Gearbulk、Nisshin Shipping、Nippon Yusen Kaisha、中远海特和 Grieg Star，运力分别是 211.15 万吨、199.69 万吨、180.49 万吨、168.84 万吨、137.06 万吨，合计运力占比达 36.6%。

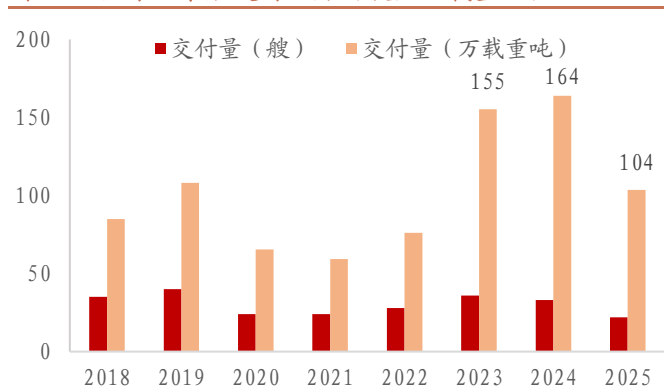
表 8: 全球纸浆船运力规模排名 (截至 2023 年 2 月)

排名	公司	船舶数量 (艘)	总运力 (万载重吨)	平均年龄
1	Gearbulk	37	211.15	18.43
2	Nisshin Shipping	30	199.69	4.24
3	Nippon Yusen Kaisha	37	180.49	15.31
4	中远海特	27	168.84	3.53
5	Grieg Star	28	137.06	15.97
6	Westfal-Larsen Mgmt	16	81.41	21.02
7	SMT Shipping	16	76.41	17.11
8	BoCom	1	75.90	11.75
9	Taylor Maritime	19	64.83	11.63
10	China Merchants	6	61.69	4.75

资料来源: Clarksons、招商证券

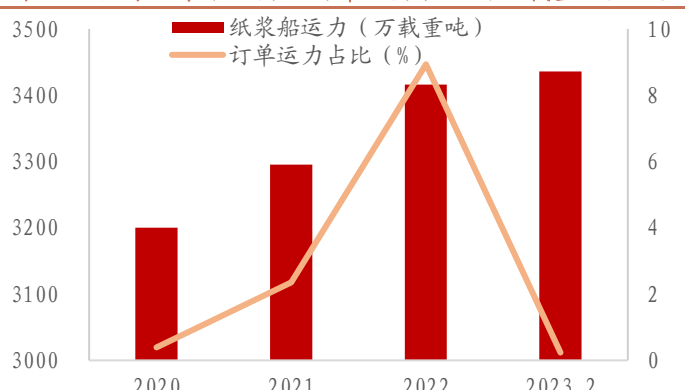
行业运力供给仍然偏紧。根据 Clarksons 数据，截至 2023 年 2 月底，全球纸浆船共计 960 艘，总运力合计约 3435.65 万载重吨，平均载重量为 3.58 万载重吨；在手订单运力规模为 77.59 万载重吨，占现有运力的 2.26%。预计 2023-2025 年纸浆船交付量占现有运力比重分别为 4.5%、4.7%、3.0%。按船舶数量看，20 年船龄以上运力占比达 20%，船舶老龄化程度依然较重。

图 26: 全球纸浆船交付运力 (艘, 万载重吨)



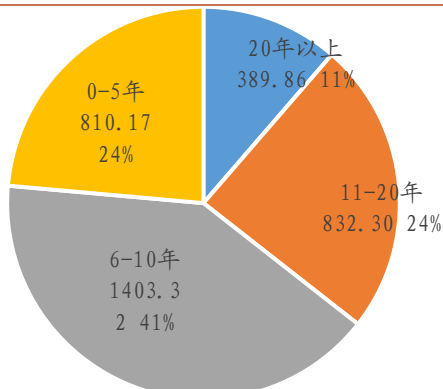
资料来源: Clarksons、招商证券

图 27: 全球纸浆船运力及订单运力占比 (万载重吨, %)



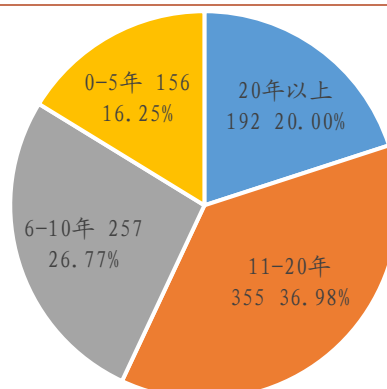
资料来源: Clarksons、招商证券

图 28: 全球纸浆船船龄结构 (万载重吨)



资料来源: Clarksons、招商证券

图 29: 全球纸浆船船龄结构 (艘)



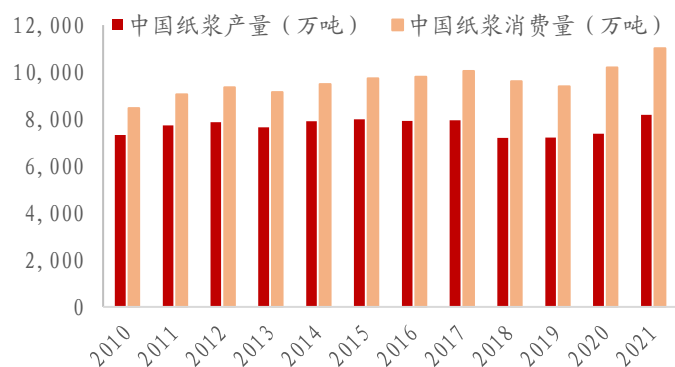
资料来源: Clarksons、招商证券

(3) 国内纸浆市场长期处于供不应求状态，框架箱运输汽车模式提升盈利贡献

全球纸浆市场供需基本面持续向好，纸浆运输市场有望稳步抬升。受疫情影响的浆纸需求在逐步释放，浆价高位利润丰厚也将带动海外浆厂开工率和发运量上升。随着全球浆厂产能迎来新一轮扩产周期，预计 2021-2025 年漂白阔叶浆净增产将超过 1600 万吨，漂白针叶浆净增产超过 550 万吨，世界纸浆产能集中在巴西等拉美国家，主要出口中国和西欧等地。

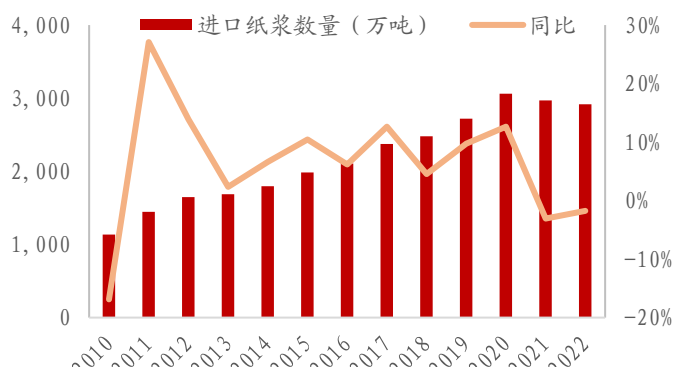
近 10 年，中国纸浆市场长期处于供不应求状态，进口需求旺盛，是世界最大的纸浆进口国。主要因为：1) 近年来消费者观念升级，对于生活用纸的产品质量和卫生要求越来越高，生活用纸愈发多层化、本色化。而因国内林木资源相对匮乏，因此大幅依赖进口。目前纸浆年进口量 3000 万吨左右，约占国内纸浆消费量的 27%；2) 中国“禁废令”和“限塑令”政策的全面实施，造纸行业原材料结构发生重大改变，各行各业增大了包装用纸和餐饮用纸等产品需求，以纸代塑进程仍在延续；3) 北欧低成本浆厂为抢夺市场份额扩大对华出口，瑞典和芬兰对我国针叶浆发运量同比大增。加上经济复苏与需求的进一步释放，预计国内废纸将面临 2000 万吨/年的供应缺口，为填补进口废纸逐年减量带来的纤维原料不足，进口废纸浆和进口木浆市场将迎来扩容。

图 30: 中国纸浆进口产量与消费量 (万吨)



资料来源: 海关总署、招商证券

图 31: 中国进口纸浆数量及同比 (万吨, %)



资料来源: 海关总署、招商证券

表 9: 中国“限塑令”主要政策梳理

时间	内容
2007 年	国务院办公厅下发《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》，要求自 2008 年 6 月 1 日起，在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于 0.025 毫米的塑料购物袋。
2019 年	2019 年，多种生物降解塑料被纳入《产业结构调整指导目录》，生物降解塑料成为替代传统塑料的重要产品之一。
2020 年	中国相关部门分别出台了《关于进一步加强塑料污染治理的意见》及《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》，中国“限塑令”进一步加强，并且开始推广可循环易回收可降解替代产品。
2021 年	2021 年 9 月由国家发展改革委、生态环境部印发出台的《“十四五”塑料污染治理行动方案》中提出科学稳妥推广塑料替代产品，如可降解塑料制品，并且提出要健全生物降解塑料标准体系。
2022 年	工业和信息化部、发展改革委、科技部、生态环境部、应急部、能源局联合发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，提出要加快中国绿色低碳发展：有序发展和科学推广生物可降解塑料，推动废塑料、废弃橡胶等废旧化工材料再生和循环利用。

资料来源: 政府网站、招商证券

表 10: 中国“禁废令”主要政策梳理

时间	内容
2017 年 7 月	国务院办公厅颁布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》（简称“禁废令”），将废塑料、废纸等 4 类 24 种固体“洋垃圾”，调整列入了《禁止进口固体废物目录》，并从 2018 年 1 月开始实施。

2018年4月 再次调整了第二、第三批目录：将废五金、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等16种固体废物调整为禁止进口，自2018年12月31日起执行；将不锈钢废碎料、钛废碎料、木废碎料等16种固体废物调整为禁止进口，自2019年12月31日起执行

2022年11月 生态环境部、商务部、国家发展改革委、海关总署共同发布的《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》，明确提出从2021年1月1号开始，中国将全面禁止固体废物的进口。

资料来源：政府网站、招商证券

中远海特纸浆船可以运输商品车。2022年中远海特自主研发了“可折叠商品车专用框架”。框架充分考虑商品车的特点，结合多用途纸浆船的货舱结构，采用48英尺的长度，可在船舶货舱内堆叠8层高，目前6.2万吨纸浆船货舱内外共可装载2500多台商品车。

中远海特纸浆船运营模式具有独特性，开创成品纸+滚装船甩挂运输、再生浆回运、内贸转运等新方案，即利用框架箱出口汽车，然后进口纸浆。优点在于：

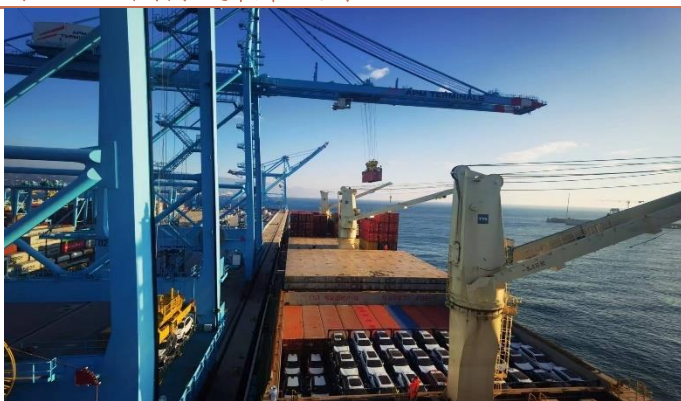
- 1) 两者航线基本重合，弥补了短期汽车船运力不足的问题。2022年，中国汽车整车出口数量排名前三地区分别是亚洲、欧洲、拉丁美洲；墨西哥、沙特、智利则是中国整车出口数量排名前三位国家，分别占比8.18%、7.15%、6.81%。而南美国家以及北欧国家也是中国纸浆的主要进口国。
- 2) 框架箱货损率低，装卸效率高，同时纸浆船造价较低，运输、折旧以及融资成本低，能带来较好的盈利贡献。
- 3) 纸浆船长期需求向好，汽车出口需求长期向好，两者需求共振，经营模式具备长期可持续性。

图 32：框架箱装汽车解决方案



资料来源：公司官网、招商证券

图 33：框架箱装汽车解决方案 2



资料来源：Wind、招商证券

表 11：纸浆船运汽车主要航线统计

航线	航线密度	船型
中国-北巴西工程车专班	月班	62000 纸浆船、38000 纸浆船
中国-南美西航线	月班	62000 纸浆船
中国-墨西哥航线	月班	62000 纸浆船
中国-地中海航线	月班	62000 纸浆船
中国-西北欧航线	月班	38000 纸浆船

资料来源：公司官网、招商证券

表 12：汽车船新船造价 VS 散货船造价（百万美元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PCTC (7000CEU)	60.00	61.00	63.50	65.00	67.50	76.00	91.00
61-63K DWT Bulkcarrier	22.25	24.00	26.00	25.00	24.00	32.50	30.50

资料来源：Clarksons、招商证券

3、汽车船：国内汽车工业快速发展驱动运输需求增长

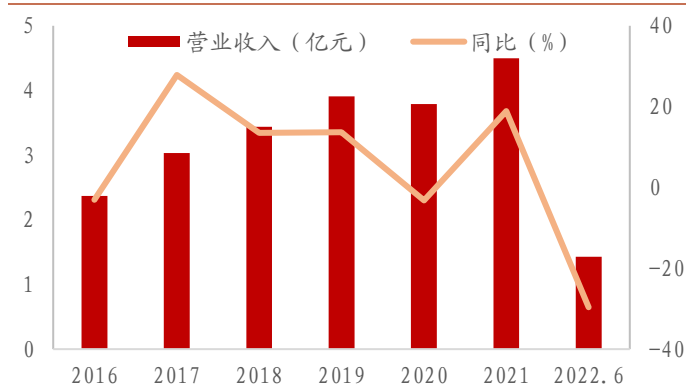
滚装船，是指通过跳板采用滚装方式装卸载货车辆的“船舶”。滚装船上甲板平整全通，上甲板下有多层甲板，各层甲板之间用斜坡道或升降平台连通，便于车辆通行，上层建筑位于船头或船尾，机舱设在尾部甲板下面，烟囱位于两舷，开口一般设在尾部，有较大的铰接式跳板，跳板一般以 35°~45°角斜搭到岸上。滚装船的装卸效率很高。世界轿车运输广泛应用滚装船。

(1) 经营概况：未来核心发展业务之一，船队规模有望快速扩张

2016 年以来，公司汽车船营业收入增长态势良好，毛利率自 17 年以后维持在 15% 以上。2020 年受疫情影响汽车船营业收入同比减少 3.23%，毛利和毛利率也小幅降低；2021 年随着经济和汽车出口复苏，营业收入同比增长了 18.86%；2022 年上半年，受疫情及严格封控政策影响，国内汽车产能受到明显制约，出口运量及收入有明显下滑，但整体毛利率仍然维持较高水平，约 28.5%。公司汽车船租金维持在 1.4-1.5 万美元/天。

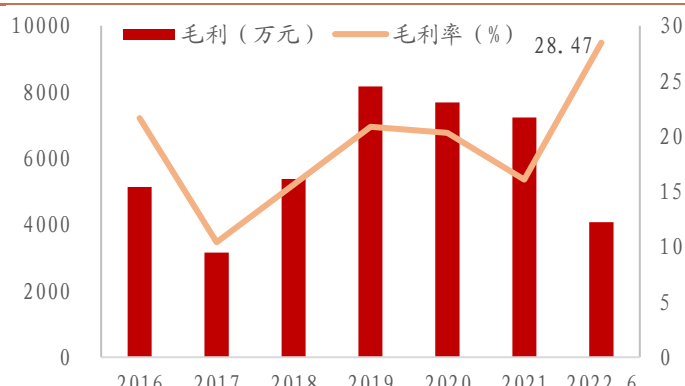
目前公司汽车船 5 艘，船型以 4100~5380 车位为主。中远海特出资成立合资公司，订单锁定至少 21 艘。2022 年 8 月正式与上港物流、安吉物流共同投资成立汽车供应链公司（中远海特持股约 42%），该合资公司对上市公司利润贡献将以权益法将体现在报表中。2022 年上半年合资公司已订造 15 艘 7000-8600 车位 LNG 动力汽车运输船，包括在福船集团旗下福建船政重工订造的 6 艘 7500 车位汽车运输船、在广船国际订造的 6 艘 7000 车位汽车运输船以及在上海外高桥造船订造的 3 艘 8300 车位汽车运输船，于 2024 年下半年起陆续交付。2022 年底再订 6-8 艘 7000 车位 LNG 双燃料汽车运输船，按计划将在 2025 年至 2026 年交付，未来三年累计新增汽车船至少 21 艘。

图 34：公司汽车船营业收入（亿元，%）



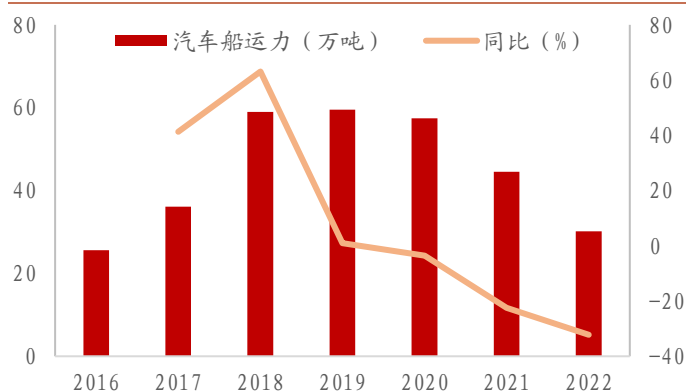
资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

图 35：公司汽车船毛利及毛利率（万元，%）



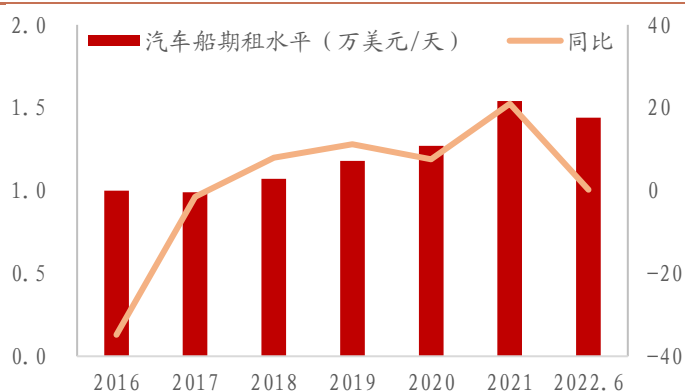
资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

图 36：公司汽车船运量（万载重吨）



资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

图 37：公司汽车船期租水平（美元/天，%）



资料来源：公司公告、招商证券

(2) 行业集中度较高，我国存量汽车船稀缺

汽车船的市场集中度很高，船东基本与本国汽车产业绑定较深。目前全球前5大船东分别是 Wallenius Wilhelmsen、Ray Car Carriers、日本邮船、商船三井、川崎汽船，合计运力占比达 45.4%。同时，汽车船船东基本与本国汽车产业绑定较深，前 10 大船东公司属地基本集中于挪威、日本、韩国。我国汽车产业发展较晚，因此很长一段时间国内汽车船船东大部分发展内贸市场。因此中远海特汽车船队数量较小，且平均船龄较大。

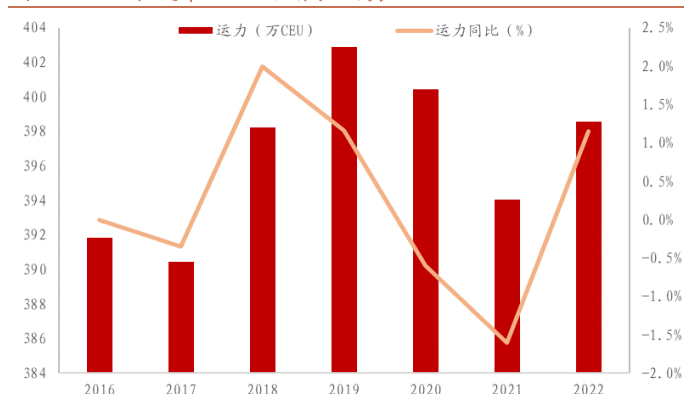
表 13: 全球汽车船头部公司排名 (截至 2023 年 2 月)

排名	公司	公司属地	船舶数量	运力 (标准车位)	平均年龄
1	Wallenius Wilhelmsen	挪威	74	523648	15.5
2	Ray Car Carriers	以色列	57	355006	14.1
3	Nippon Yusen Kaisha	日本	56	344619	14.2
4	Mitsui OSK Lines	日本	52	308620	15.2
5	K-Line	日本	53	278773	14.6
6	Hyundai Motor Group	韩国	32	222544	10.3
7	Cido Shipping	韩国	37	209300	17.3
8	Leif Hoegh & Co	挪威	29	201827	16.9
9	Grimaldi Group	意大利	20	121702	11.5
10	P.D. Gram	挪威	21	88787	12.8
-	-	-	-	-	-
35	中远海特	中国	5	68603	19.2

资料来源: Clarksons、招商证券

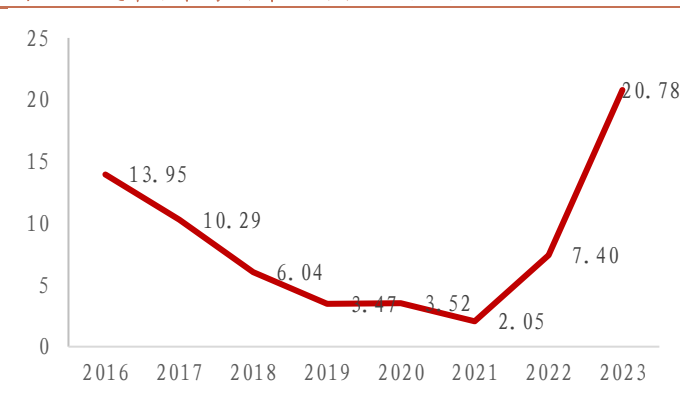
全球汽车滚装船运力紧张，预计汽车船的供需平衡最早在 2024 年下半年出现。截至 2023 年 2 月 28 日，全球汽车船仅有 757 艘，如果剔除内贸运输船队，实际从事进出口的船不足 700 艘，且以日韩系和欧洲系为主，我国存量船稀缺；运力规模在经过 2019 年和 2020 年连续两年负增长后，2020 年、2021 年分别微增 1.2%和 0.4%，但目前仅为 400 万车位；订单运力占比整体呈现出“V”型走势，快速走出 2021 年低谷，截至 2023 年 2 月 28 日，订单运力占比大幅增加，达到 20.78%，但由于汽车船的制造周期长达 2 年左右，新增订单预计 2024 年下半年左右才能投入运营，短期难以对市场运力形成补充。预计 2023-2025 年交付运力占现有运力比重为 1.7%、9.3%、8.4%。同时，目前汽车船的老化情况比较严重，20 年以上船龄的船舶数量占比达 23%，将来供需平衡后会有新旧更新，延长运力紧张态势。

图 38: 全球汽车船运力增长趋势 (万 CEU, %)



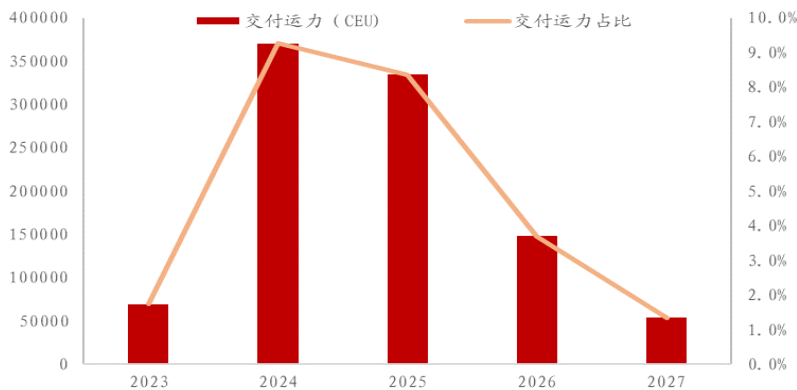
资料来源: Clarksons、招商证券

图 39: 汽车船在手订单运力占比 (%)



资料来源: Clarksons、招商证券

图 40: 全球汽车船预计交付情况汇总



资料来源: GWEC、招商证券

图 41: 汽车船年龄结构 (万载重吨)

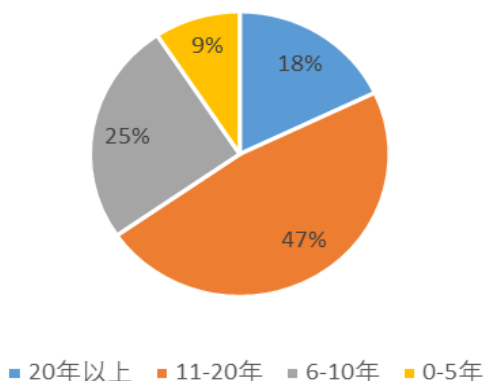
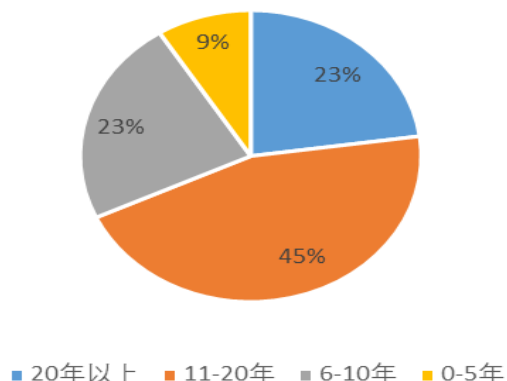


图 42: 汽车船年龄结构 (艘)



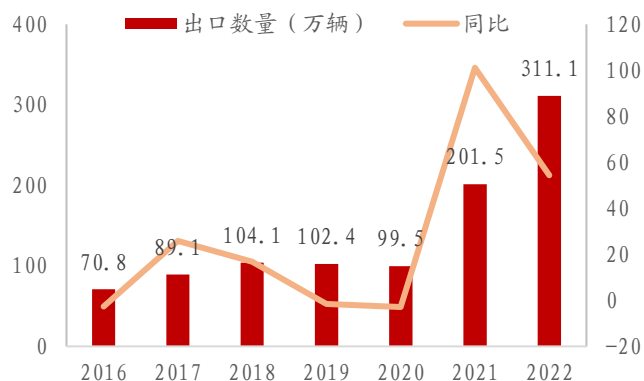
资料来源: Clarksons、招商证券

资料来源: Clarksons、招商证券

(3) 国内汽车工业蓬勃发展，国车国运助力汽车船市场维持高景气

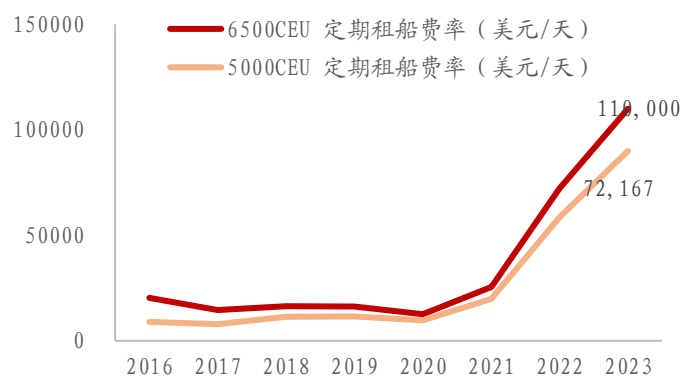
国产汽车出口不断超预期，汽车船运力难以匹配出口需求。受益于新能源车崛起和汽车供应链优势，中国汽车出口市场近两年实现较强增长，2021 年汽车出口量实现翻倍，2022 年同比增长超过 50%，中国超过德国成为仅次于日本的世界第二大汽车出口国，其中欧洲市场份额增长突出，正成为中国汽车出口的主要增量市场。在汽车出口需求旺盛的情况下，当前全球汽车船供不应求，汽车船运价已较 2020 年初涨幅超过 10 倍，2023 年 2 月底，6500CEU 的汽车船定期租船费率已经涨至 11 万美元/天。目前，全球汽车船造船产能主要在中国，中国船厂的汽车船订单占全球 75%。但是中国汽车船队运力只占全球 3%，全球运力规模前十的汽车船企业没有一家来自中国。

图 43: 中国汽车出口数量 (万辆, %)



资料来源: 中国汽车工业协会行业信息部、招商证券

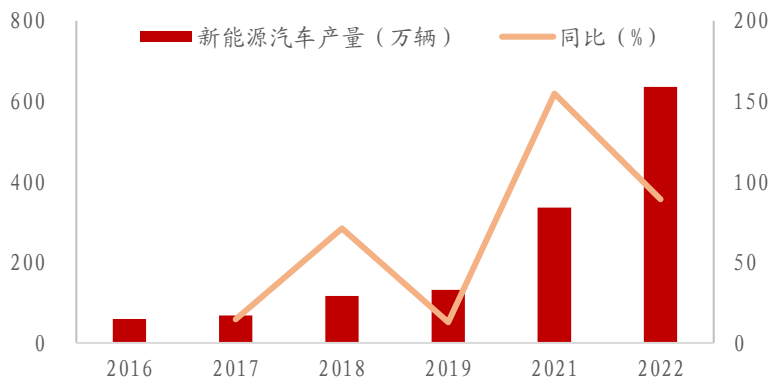
图 44: 汽车船定期租船费率 (美元/天)



资料来源: Clarksons、招商证券

中国新能源汽车已建立较强的竞争优势,成为带动中国汽车出口的主力。近年来,我国大力推动新能源汽车发展,2010年开始了对新能源汽车长达 10 余年的财政补贴,新能源汽车推广取得突飞猛进的发展,新能源汽车渗透率不断提高,在“双碳”目标带动下,适应产业升级趋势和绿色消费新需求的产品不断推出。根据中汽协数据,2022 年国内新能源车产量高达 636.2 万辆,同比增长 89.59%;累计销量 688.7 万辆,同比大增 93.4%;2022 年 12 月新能源车市场渗透率达 31.8%,2022 全年渗透率达 25.6%,较上年提升 12.2 个百分点。目前国内新能源车行业在技术储备、产品设计及迭代速度、产业链配套、生产成本等多方面,均已建立起较强的竞争优势,支撑新能源汽车出口,2022 年新能源汽车出口 67.9 万辆,同比增长高达 1.2 倍。越来越多的自主品牌车企也加快布局海外市场,也将继续支撑汽车船内贸和外贸市场。

图 45: 中国新能源汽车产量 (万辆, %)



资料来源: 中国汽车工业协会行业信息部、招商证券

4、半潜船: 行业壁垒较高,海风安装及油气开采支撑景气度

半潜船 (Semi-submersible ships) 也称半潜式母船,是专门从事运输大型海上石油钻井平台、大型舰船、潜艇、龙门吊、预制桥梁构件等超长超重,但又无法分割吊运的超大型设备的特种海运船舶。

(1) 经营概况: 定位中高端市场,期租水平保持高位

半潜船主要分为高中低端市场,公司长期服务于高端市场。中远海特的半潜船队掌控海工平台“运输+安装”市场,提供石油钻井平台的运输与安装、项目平台的协助管理,风电导管架运输与安装,海工设备维护等,长期扎根于高端市场,半潜船队单吨毛利水平一直远高于公司下属其它船队。

表 14: 半潜船市场分类

市场类别	承运货种
低端市场	主要承运价值较低的货物，运费较低，竞争激烈
中端市场	主要运输工程船，运费较为适中，竞争也较为激烈
高端市场	负责承运与石油开采有关的钻井平台、海洋工程设备，对运输的时间及安全性要求较高,运费也相对较高。

资料来源：招商证券

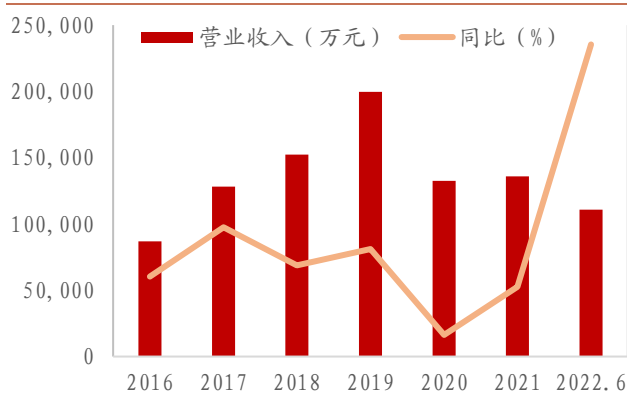
表 15: 中远海特半潜船重要运输项目

船型	时间	公司重要运输项目
半潜船	2016 年 9 月	中标全球最大的油田开发项目哈萨克斯坦里海 TCO 项目
	2017 年 3 月	马来西亚海上工程平台运输+安装
	2017 年 4 月	英国圆筒型浮式生产储卸油平台
	2018 年 10 月	阿联酋油气平台运输+安装
	2019 年 4 月	巴西“SS-AMZONIA”钻井平台全程物流项目
	2021 年 4 月	巴西-印尼半潜式平台单航次总包运输项目
	2021 年 4 月	苏伊士运河大型绞吸式挖泥船
	2022 年 4 月	孟加拉帕德玛大桥工程船

资料来源：公司官网、招商证券

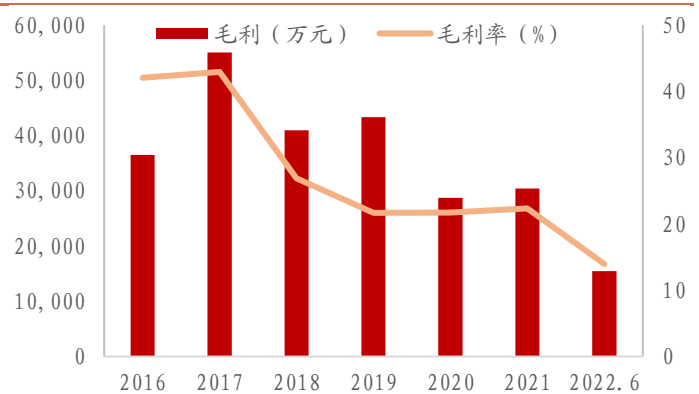
半潜船业务定位中高端，在公司“十四五”战略规划下，未来半潜船营收贡献将进一步增加。2022 年上半年，半潜船营业收入同比增长 185%，运力同比增加 35.58%；同时由于 2022 年全球油价抬升，半潜船营业成本增长，导致毛利率降至 13.95%。由于市场需求向好，且公司主攻高端市场，因此公司半潜船期租水平一直处于较高位置，2022 年上半年平均 3.69 万美元/天。

图 46: 公司半潜船营业收入 (万元, %)



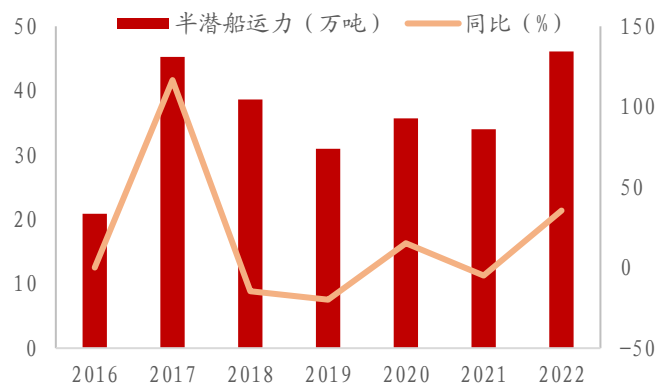
资料来源：公司公告、招商证券

图 47: 公司毛利和毛利率 (万元, %)



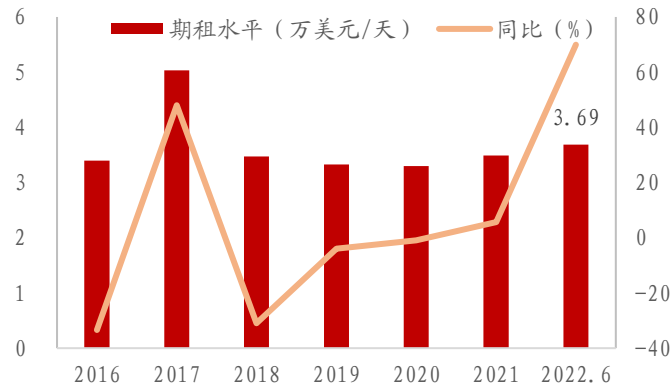
资料来源：公司公告、招商证券

图 48: 公司半潜船运量 (万吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 49: 公司半潜船期租水平 (万美元/天, %)



资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 行业属于垄断竞争格局, 高端市场船东数量较少

半潜船市场处于垄断竞争状态, TOP7 船东占据近 87% 市场份额。截至 2023 年 2 月底, 全球前 7 的半潜船公司运力合计占比达到 87%, 基本属于垄断竞争格局。由于半潜船市场行业壁垒较高, 新进入者较少, 高端市场呈现垄断竞争格局。

表 16: 全球半潜船规模前 7 大公司 (截至 2023 年 2 月)

排名	公司	船舶数量	运力 (万载重吨)	运力占比
1	Boskalis	13	67	25%
2	中远海特	9	45	17%
3	Shanghai Zhenhua	6	29	11%
4	Greenland Heavylift	4	26	10%
5	Greenland Heavylift	4	26	10%
6	China Rescue & Salv	6	21	8%
7	Seaway 7	5	21	8%

资料来源: Clarksons、招商证券

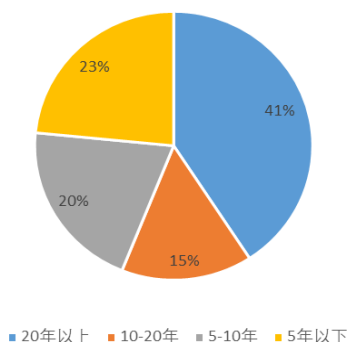
半潜船市场运力较少, 船东数量及新增运力都较少, 且船舶老龄化现象严重。根据 Clarksons 数据, 截至 2023 年 2 月底, 全球半潜船共计 62 艘, 总运力合计约 269 万载重吨; 目前在手订单运力规模为 11.3 万载重吨, 占现有运力的 4.2%。全球半潜船老化严重, 按照载重吨划分, 船龄 20 年以上的半潜船占比达 41%。

表 17: 全球半潜船新增订单运力仅有 2 艘

	目前订单运力 (DWT)	船东	交付时间	占现有运力比重
1	48000	Seaway 7	2023-07	1.8%
2	65000	中远海特	2024-01	2.4%

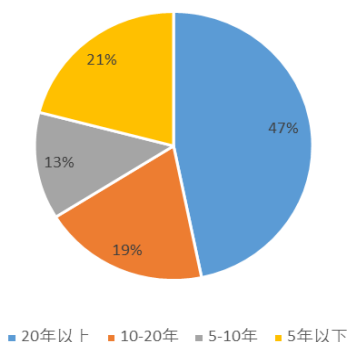
资料来源: Clarksons、招商证券

图 50: 全球半潜船船龄结构 (载重吨口径)



资料来源: Clarksons、招商证券

图 51: 全球半潜船船龄结构 (数量口径)



资料来源: Clarksons、招商证券

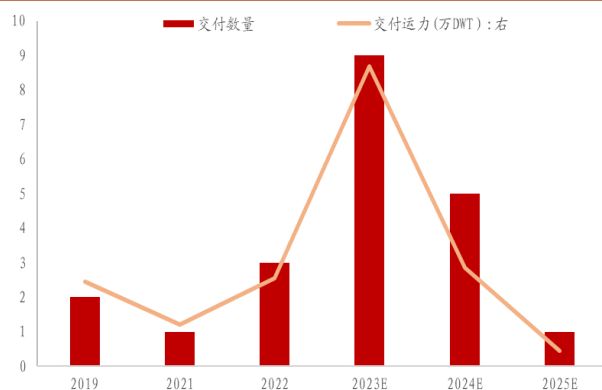
(3) 海上风电与海上石油开采驱动半潜船市场需求

海工行业和全球能源周期息息相关，主要包括海上风电和石油钻井平台。2016 年以来受国际油价低迷影响，海工行业显疲态；2017 国际原油价格企稳上行为油气行业带来期许已久的曙光，海洋工程装备运营市场得以触底企稳；2019 年国际油价整体上行，海洋油气勘探开发进一步活跃，海洋工程装备供给过剩矛盾随着市场需求增长有所缓和；俄乌冲突爆发后，国际油价持续高位运行，同时能源转型背景下海上风电安装需求增加带动海工市场强劲复苏。

预计 2023 年湖海上油气开采市场明显复苏，中长期来看海上油气开采将保持稳步增长趋势。随俄乌冲突持续发酵，传统能源面临短缺态势，海上油气开发项目逐步有恢复的迹象。克拉克森报告显示，截至 2022 年 7 月 25 日，活跃的海上钻井平台数量为 508 台，自年初以来增长了 8%；上半年全球钻井平台需求增长 6%，到年中达到了 499 座，比 2021 年年初增长 11%；2022 年 7 月下旬起，海上钻井平台整体利用率指数自 2015 年以来首次达到 85%以上。同时 2023-2024 年海上钻井船交付数量也出现明显修复。

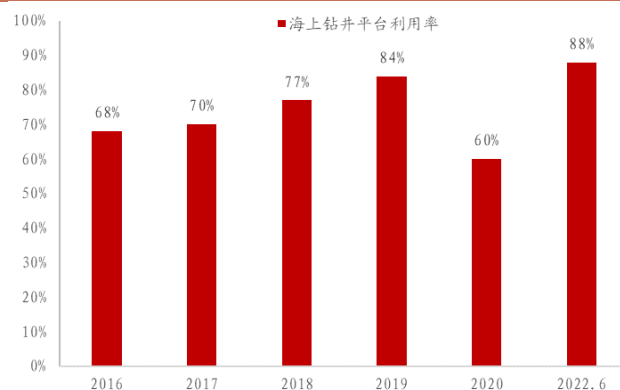
预计到 2030 年，海上石油的复合年增长率将达到 2.4%，达到 3010 万桶/日（占全球石油产量的 30%），而海上天然气产量预计将以 3.2%的复合年增长率增长，达到 1640 亿立方英尺/日（全球天然气产量的 35%）。

图 52: 全球钻井船交付情况



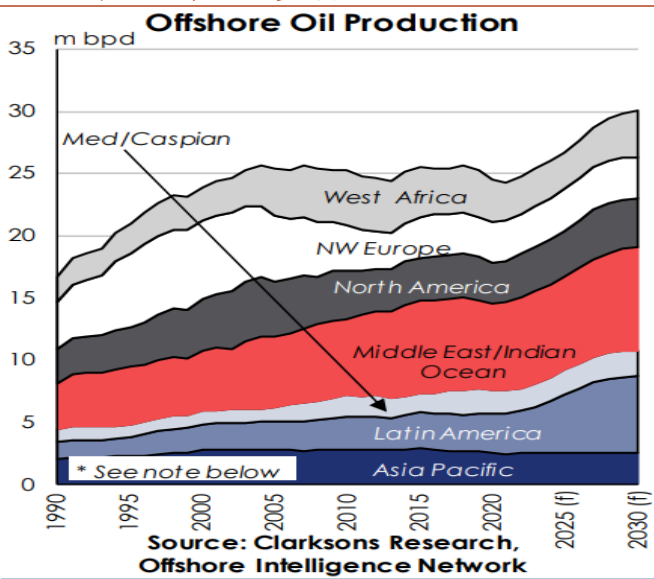
资料来源: Clarksons、招商证券

图 53: 2022 年上半年海上钻井平台利用率提升



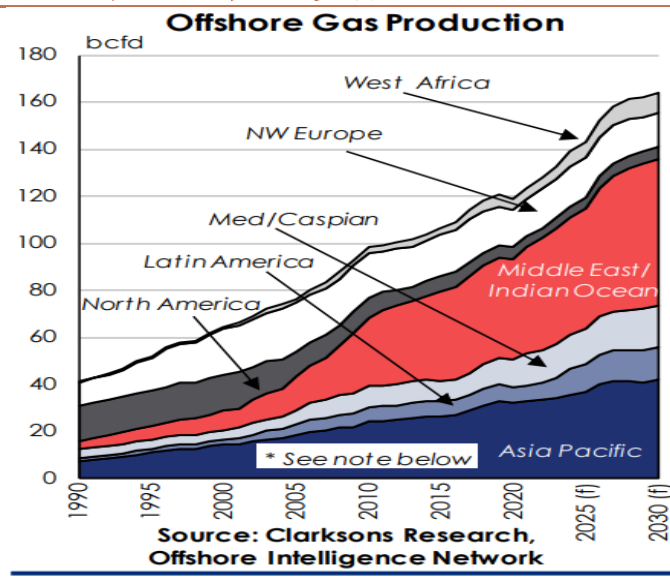
资料来源: Clarksons、招商证券

图 54: 海上石油产量稳步增长



资料来源: Clarksons、招商证券

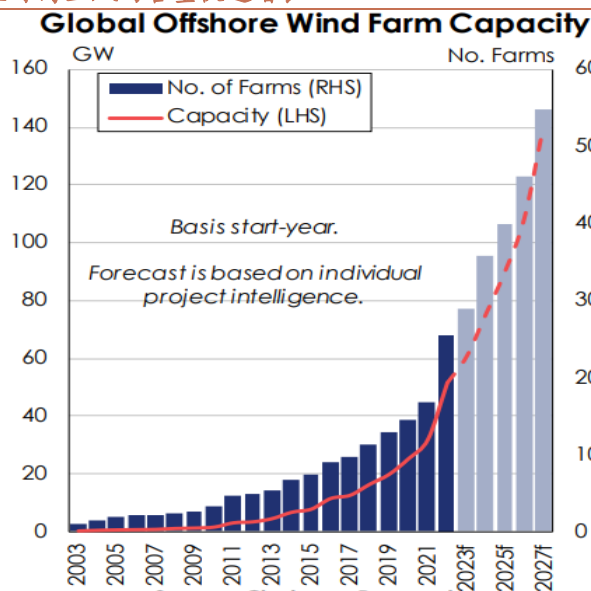
图 55: 海上天然气产量稳步增长



资料来源: Clarksons、招商证券

海风装备运输需求强劲，风电底座运输对半潜船市场形成有效支撑。“碳中和”带来能源转型机遇，海上风电产业进入高景气周期，半潜船运输、安装需求将进一步增长。GWEC2022 年报告指出，2021 年全球新增海上风电并网容量为 21.1 GW，为 2020 年的三倍多。截至 2021 年年底，全球累计海上风电容量比上年增长了 58%，海上风电在全球风电总装机中的占比为 7%。同时预计 2030 年全球海上风电累计装机容量将达到 250 GW。

图 56: 全球海上风场容量快速增长



资料来源: Clarksons、招商证券

三、盈利预测与投资建议

核心假设如下：

1.多用途船及重吊船队：集装箱运输市场景气低迷，但运价已基本触底，风电及工程设备运输需求使得 MPP 船型运价仍有较强韧性。预计多用途船+重吊船 23-24 年船队规模分别为 65/73 艘。我们预计 2022-2024 年多用途船队期租水平分别为 22000/21000/20500 美元/营运天，重吊船队期租水平分别为 23000/22000/21500 美元/营运天。

2.纸浆、汽车船队：随汽车运输市场景气上行，租金有望呈现快速上行趋势，考虑到 23-24 年纸浆船交付运力增加，预计 24 年纸浆船租金有所调整。目前公司手握较大规模订单，预计纸浆船 23-24 年船队规模分别为 31/45 艘。我们预计 2022-2024 年纸浆船队期租水平分别为 22000/27000/25100 美元/营运天，汽车船队期租水平分别为 15000/30000/60000 美元/营运天。

合营公司广州远海投资收益：目前已生效 21 艘订单。预计 15 条汽车船于 24 年下半年交付合资公司，剩余 6 条船于 25 年上半年交付。假设 24-25 年汽车船租金 6 万美元/天，保本点 3 万美元/天，预计 24/25 年贡献投资约 2.1/4.5 亿元。

3.半潜船队：海上油气开采行业和海上风电行业需求旺盛，同时半潜船队市场呈高度垄断格局，预计供不应求现象较为明显。预计半潜船 23-24 年船队规模分别为 9/10 艘。我们预计 2022-2024 年半潜船队期租水平分别为 37000/40000/42000 美元/营运天。

表 18：中远海特主营业务收入、船队规模预测

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8266	7041	8753	11155	14195	16454
yoy	9.1%	-14.8%	24.3%	27.4%	27.3%	15.9%
多用途船营收	2926	2238	2924	3440	3624	3538
yoy	0.5%	-23.5%	30.6%	17.7%	5.4%	-2.4%
多用途船队期末规模	35	32	32	32	37	37
重吊船营收	1392	1278	1598	2329	2736	3438
yoy	0.9%	-8.2%	25.0%	45.8%	17.5%	25.6%
重吊船队规模	24	24	24	24	28	36
纸浆船营收		525	1055	1935	3997	5017
yoy			100.9%	83.5%	106.6%	25.5%
纸浆船队期末规模	26	20	13	18	31	45
半潜船营收	1997	1325	1360	1627	1739	2029
yoy	31.1%	-33.7%	2.6%	19.6%	6.9%	16.7%
半潜船队期末规模	7	7	8	9	9	10
汽车船营收	391	379	450	457	733	1066
yoy	13.7%	-3.1%	18.7%	1.6%	60.3%	45.5%
汽车船队期末规模	5	5	5	5	5	5
木材船营收	521	403	460	460	460	460
沥青船营收	452	449	313	313	313	313
其他业务	587	443.6	594	594	594	594

资料来源：公司数据、招商证券 注：船队规模是指公司共运营和控制的规模。

投资建议：作为全球特种船运输龙头，“三核三链”驱动公司快速成长。1) 箱船周期下行对多用途船市场影响边际减弱；2) 纸浆船运力大规模投放，框架箱模式有望驱动公司业绩量价齐升；3) 高度垄断的半潜船市场，受益于海上风电安装及油气开采，长期成长空间可期；4) 汽车船市场供给极度紧缺，看好未来运价维持高位。24 年起看好合营公司广州远海有望贡献较大投资收益。5) 减值压力基本得到释放，看好财报持续改善。我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 111.6/142.0/164.6 亿元同比增长 27%/27%/16%。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 8.2/17.1/22.1 亿元，同比增长 174%/107%/29%，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.38/0.80/1.03 元/股，对

应 19.8/9.6/7.4 倍 PE。首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

敏感性分析如下：

以 2023 年期租租金以及公司盈利为基准（中性假设），我们假设悲观情形下，5 大业务录得租金收入均下降 4000 美元/天；乐观情形下，5 大业务录得租金收入均上涨 4000 美元/天。测算得出 2023 年悲观、中性、乐观假设下，公司盈利分别为 10.6/17.1/23.6 亿元。五大主要业务期租租金每上涨 1000 美元，公司盈利约增厚 1.6 亿元。

表 19：盈利预测表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7040	8753	11156	14197	16456
营业成本	5984	6836	8421	10517	12119
营业税金及附加	28	28	28	35	41
营业费用	45	48	61	77	66
管理费用	551	638	703	880	987
研发费用	22	39	33	43	33
财务费用	330	259	312	320	342
资产减值损失	(98)	(510)	(500)	0	0
公允价值变动收益	10	3	3	3	3
其他收益	2	1	1	1	1
投资收益	91	52	52	80	260
营业利润	84	453	1155	2408	3132
营业外收入	90	26	26	26	26
营业外支出	23	12	12	12	12
利润总额	151	466	1169	2422	3146
所得税	25	160	327	678	893
少数股东损益	1	6	17	36	46
归属于母公司净利润	125	300	824	1708	2206

资料来源：公司数据、招商证券

表 20：敏感性分析测算表（以 2023 年为基准）

	2023E		
	悲观	中性	乐观
多用途船租金（美元/天）	17000	21000	25000
重吊船租金（美元/天）	18000	22000	26000
纸浆船租金（美元/天）	23000	27000	31000
半潜船租金（美元/天）	36000	40000	44000
汽车船租金（美元/天）	26000	30000	34000
对应归母净利润（百万人民币）	1056	1708	2361

资料来源：公司数据、招商证券

四、风险提示

经济下行风险：地缘政治动荡、全球债务上升、通胀水平高企、“逆全球化”等风险因素可能造成全球经济复苏势头放缓，影响纸浆进口、机械设备和汽车出口需求。

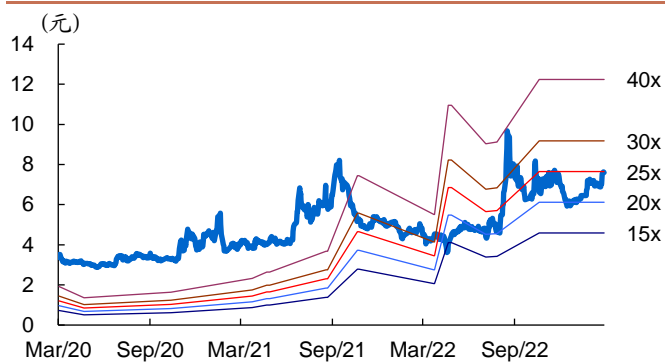
双碳政策风险：“双碳”目标的实现将给公司带来成本支出增加和技术升级压力，影响公司盈利状况。

燃油价格上涨风险：公司主营业务成本受燃油价格影响较大，燃油价格上涨将会提高公司整体的经营成本，影响公司盈利状况。

风电设备出口不及预期：风电设备是公司出口方向最大的货种，若风电设备出口量下降，将影响公司多用途船及重吊船、半潜船等船型的运输需求。

业绩测算风险：由于公司业绩受运价影响较大，可能存在预测数值与实际数据偏差较大的风险。

图 57：中远海特历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 58：中远海特历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3314	4486	5565	6742	7112
现金	1514	1914	2375	2718	2461
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	12	15	19	22
应收款项	312	516	633	806	934
其它应收款	177	134	171	218	253
存货	345	455	550	687	792
其他	941	1456	1821	2294	2651
非流动资产	18263	18448	18668	18873	19066
长期股权投资	1516	1470	1470	1470	1470
固定资产	15132	13477	13695	13900	14093
无形资产商誉	309	102	91	82	74
其他	1306	3400	3412	3421	3429
资产总计	21577	22934	24233	25615	26178
流动负债	4369	5777	6234	5872	4353
短期借款	1441	1248	2993	2029	50
应付账款	1310	1703	2098	2621	3020
预收账款	165	262	322	402	464
其他	1453	2564	820	820	820
长期负债	7644	7504	7504	7504	7504
长期借款	5529	4647	4647	4647	4647
其他	2116	2858	2858	2858	2858
负债合计	12013	13281	13738	13376	11858
股本	2147	2147	2147	2147	2147
资本公积金	4298	4308	4308	4308	4308
留存收益	3098	3173	3997	5705	7741
少数股东权益	21	25	43	78	125
归属于母公司所有者权益	9543	9628	10452	12160	14196
负债及权益合计	21577	22934	24233	25615	26178

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1305	1686	1727	2556	2983
净利润	125	300	824	1708	2206
折旧摊销	877	841	793	807	820
财务费用	292	291	312	320	342
投资收益	(29)	(48)	(57)	(85)	(265)
营运资金变动	184	323	(169)	(240)	(174)
其它	(144)	(21)	24	45	53
投资活动现金流	(302)	(612)	(956)	(928)	(748)
资本支出	(436)	(842)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	134	230	44	72	252
筹资活动现金流	(347)	(591)	(311)	(1284)	(2492)
借款变动	(451)	(1065)	1	(964)	(1979)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	13	10	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	(171)
其他	91	464	(312)	(320)	(342)
现金净增加额	655	483	461	343	(257)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7040	8753	11156	14197	16456
营业成本	5984	6836	8421	10517	12119
营业税金及附加	28	28	28	35	41
营业费用	45	48	61	77	66
管理费用	551	638	703	880	987
研发费用	22	39	33	43	33
财务费用	330	259	312	320	342
资产减值损失	(98)	(510)	(500)	0	0
公允价值变动收益	10	3	3	3	3
其他收益	2	1	1	1	1
投资收益	91	52	52	80	260
营业利润	84	453	1155	2408	3132
营业外收入	90	26	26	26	26
营业外支出	23	12	12	12	12
利润总额	151	466	1169	2422	3146
所得税	25	160	327	678	893
少数股东损益	1	6	17	36	46
归属于母公司净利润	125	300	824	1708	2206

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-15%	24%	27%	27%	16%
营业利润	-73%	437%	155%	108%	30%
归母净利润	24%	139%	174%	107%	29%
获利能力					
毛利率	15.0%	21.9%	24.5%	25.9%	26.4%
净利率	1.8%	3.4%	7.4%	12.0%	13.4%
ROE	1.3%	3.1%	7.9%	14.0%	15.5%
ROIC	2.0%	2.7%	5.8%	10.4%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	55.7%	57.9%	56.7%	52.2%	45.3%
净负债比率	36.4%	33.3%	31.5%	26.1%	17.9%
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.6
速动比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	16.7	17.1	16.8	17.0	16.4
应收账款周转率	10.4	20.3	19.0	19.3	18.5
应付账款周转率	3.8	4.5	4.4	4.5	4.3
每股资料(元)					
EPS	0.06	0.14	0.38	0.80	1.03
每股经营净现金	0.61	0.79	0.80	1.19	1.39
每股净资产	4.45	4.48	4.87	5.66	6.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.08	0.10
估值比率					
PE	130.0	54.3	19.8	9.6	7.4
PB	1.7	1.7	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	45.4	37.4	25.5	16.3	13.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。