

中远海特(600428.SH)深度报告：世界一流特种船商，汽运、半潜开启第二曲线

评级：增持(首次覆盖)

许可(分析师)

S0350521080001

xuk02@ghzq.com.cn

李然(分析师)

S0350521100001

lir03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中远海特	20.8%	2.0%	62.7%
沪深300	8.0%	13.7%	-8.4%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8753	10259	11663	12628
增长率(%)	24	17	14	8
归母净利润 (百万元)	300	791	1940	2022
增长率(%)	139	163	145	4
摊薄每股收益 (元)	0.14	0.37	0.90	0.94
ROE(%)	3	8	16	14
P/E	36.00	19.55	7.97	7.64
P/B	1.12	1.50	1.26	1.08
P/S	1.24	1.51	1.33	1.22
EV/EBITDA	8.40	10.97	7.41	7.38

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

1、中远海特：全球一流的特种船队运营商，汽车、半潜船景气助力增长。中远海特是中国远洋海运集团旗下专业从事特种杂货运输的公司，特种船队规模和综合实力世界领先。船队结构经过多年优化后，目前主要集中在六大船型，分别为：半潜船、纸浆船、多用途及重吊船、沥青船、木材船、滚装船。2020年后新一轮航运周期抬头，集运超级周期需求外溢带动部分细分市场，多用途船作为受益市场之一，其超高景气帮助公司过去两年实现稳健增长。目前集运周期虽告一段落，但汽车运输的景气延续以及半潜船市场的底部崛起有望帮助公司熨平周期，进一步实现增长。

2、汽车运输景气高位向好，公司纸浆船运汽车提供利润增量。行业：供需矛盾因中国汽车出口进一步激化。低交付和高船龄的背景下，2023年供给依旧低速增长，根据克拉克森测算，预计运力增长幅度为1.3%。需求端，中国新能源车出口有望继续增长，贸易格局继续改变下，车公里需求仍有驱动。**公司：①目前公司实现了使用部分纸浆船回程运输汽车，单船运量超过2500台；②2023年有望交付6艘纸浆船；③公司目前已锁定21艘7000-8600车位汽车船，我们预计将从2024年开始交付。**

3、油气、海风资本开支加大，拉动半潜船周期上行。需求：①随着油气价格上涨，上游油气开采商2022年资本开支力度加大，推动了半潜船市场中钻井平台类的运输需求；**②海上风电市场的持续火热带动了海上风电资本开支的持续提升。**根据Rystad Energy预测，2021-2030年全球海上风电资本支出CAGR有望达到9.25%，海上风电设备的运输与安装需求有望为半潜船队创造新增长点。**供给：目前全球半潜船订单仅剩两艘，订单运力占现有运力仅4.20%。且老龄化严重，船龄超20年的船只占比为44%。**

4、风电出口减弱多用途/重吊船周期下行。在全球碳中和目标的带动下，世界各国风电新增装机需求持续攀升。受益于中国风电整机制造商在全球风电市场中的优势地位，中国风电设备出口持续能够带来运输需求。考虑到风电设备出口已经公司的主要货种之一，其需求韧性有望抵御部分集运周期下行带来的负面影响。

投资建议：中远海特作为全球一流的特种船队运营商，盈利弹性较大。未来净利润有望在纸浆、半潜和汽车船的拉动下大幅增长。我们预计2022-24年归母净利润为7.91、19.40、20.22亿元，对应PE分别为19.55倍、7.97倍、7.64倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

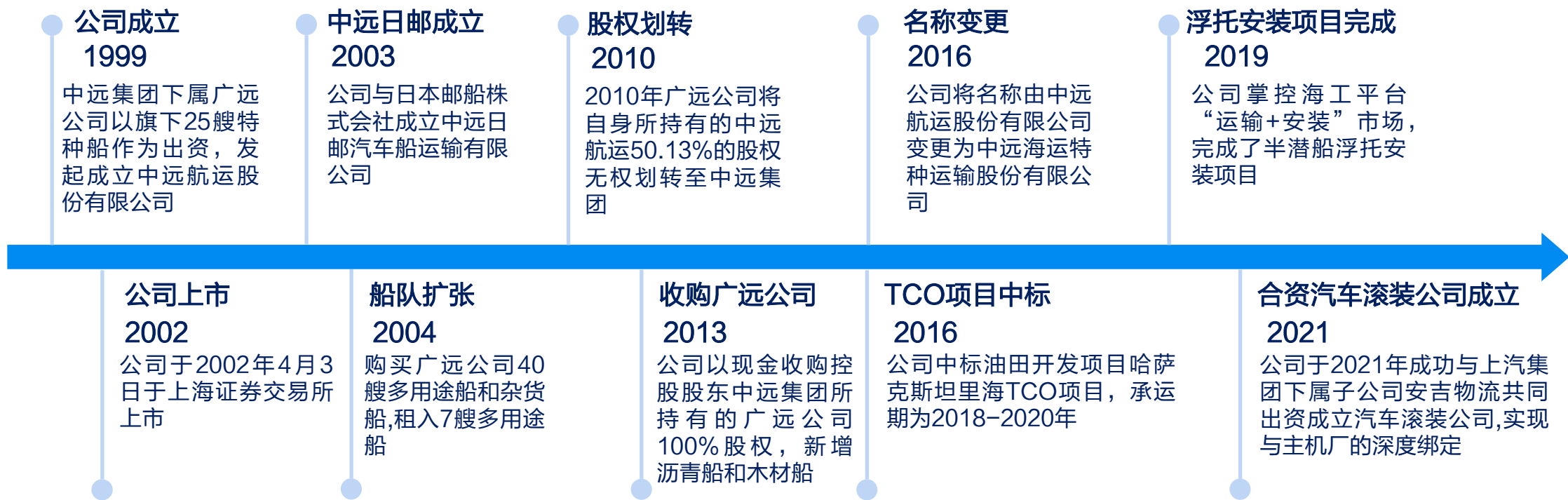
风险提示：集运和干散货运价下行超预期，中国汽车出口量大幅下滑，欧美增加汽车贸易壁垒，油气价格下行幅度超预期，风电出口不及预期。

一、中远海特：上市二十年铸就全球特种运输龙头

1.1 发展历程：二十余年发展成全球领先

- 1999年，中远集团下属的广远公司以旗下25艘特种船作为出资，联合集团下属的另外四家公司共同发起成立了中远航运股份有限公司。
- 上市以来，公司已成功完成极地航线运输项目、油田开发项目哈萨克斯坦TCO项目、半潜船浮托安装项目等重大特种运输项目，技术水平在全球处于领先地位。

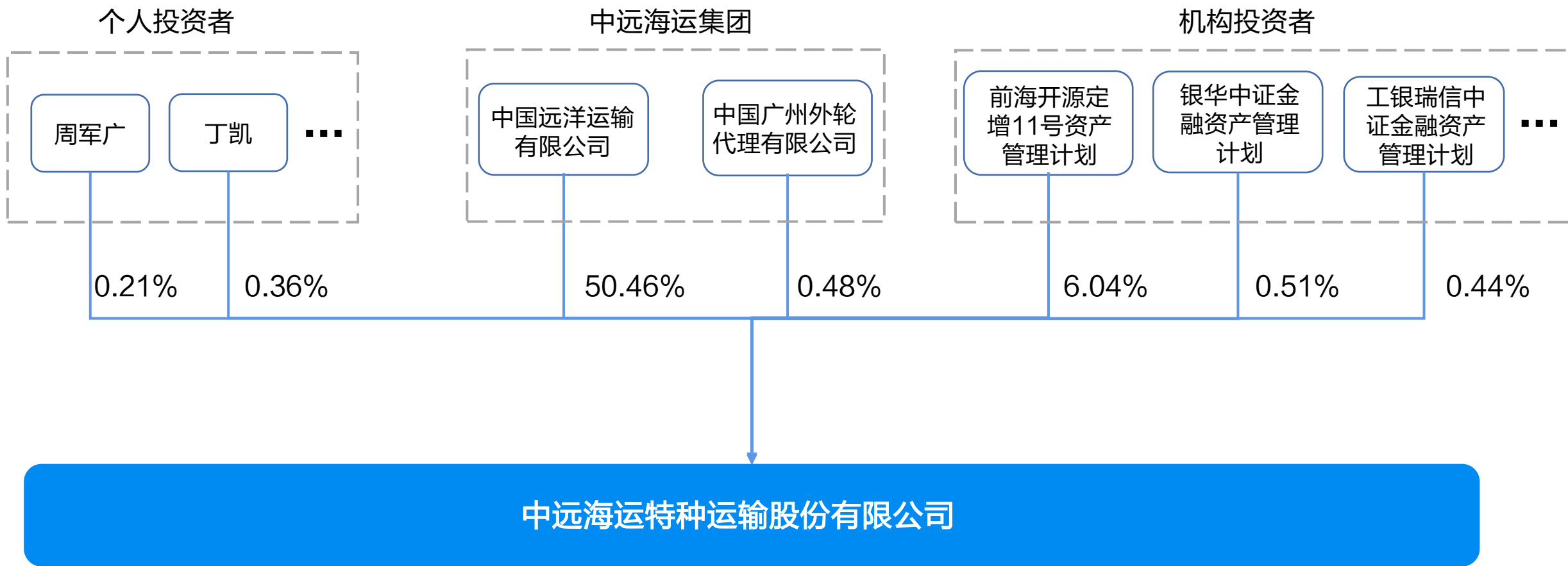
图表：中远海特发展历程，目前已经发展成全球领先的大型特种船公司



1.2 股权结构：中远海运集团占绝对控股地位

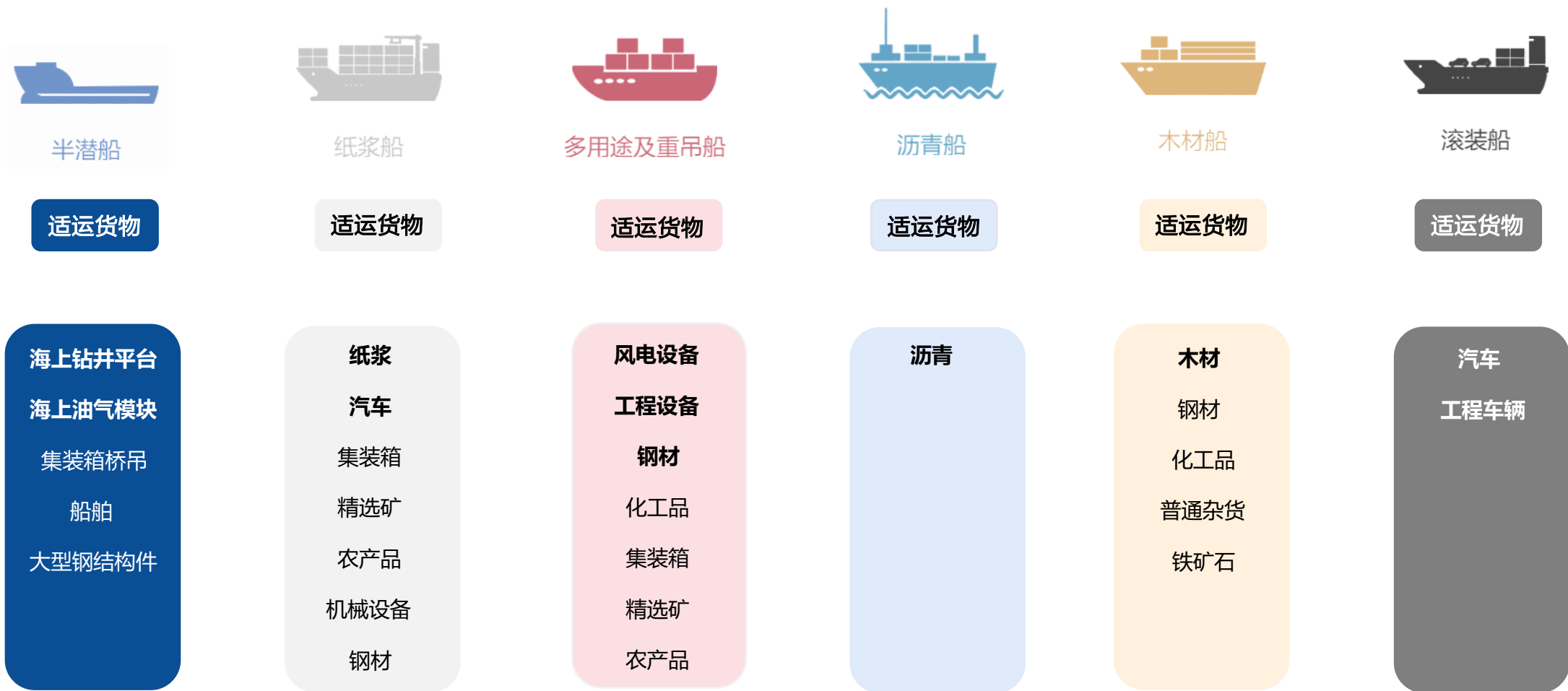
- 中远集团在公司发起成立时就是中远海特的实际控制人，通过广远公司间接持股公司94.48%的股权，2002年上市后仍持有公司60.36%的股份。中远集团和中海集团合并后，中国远洋海运集团成为公司新的实际控制人，目前中远海运集团持股比例仍超50%，公司股权结构清晰。

图表：股权关系清晰，隶属中远海运集团（截至2022.6.30）



1.3 主要货源：六大类“特种货源”

图表：根据不同船型的装载方式，中远海特的货源基本可以分为六类



1.4 船队结构：MPP为主力船型，“三核”驱动创造发展新动能

- 目前公司的主力船型是多用途、重吊船，半潜、纸浆、汽车船是未来重点发展方向。公司在“十四五”期间将优先发展长期COA合同占比较高的半潜船、纸浆船两个船队，为航运主业的盈利增长提供核心驱动力。同时，汽车船队的搭建也将成为未来主要发展方向。
- 公司已锁定29艘新纸浆船、21艘7000-8600车位的汽车船以及一艘半潜船，未来“三核”驱动有望增厚公司归母净利润。

图表：多用途船和重吊船数量占比最多，未来的运力引进主要集中在纸浆船和半潜船（截至2022.12.31）

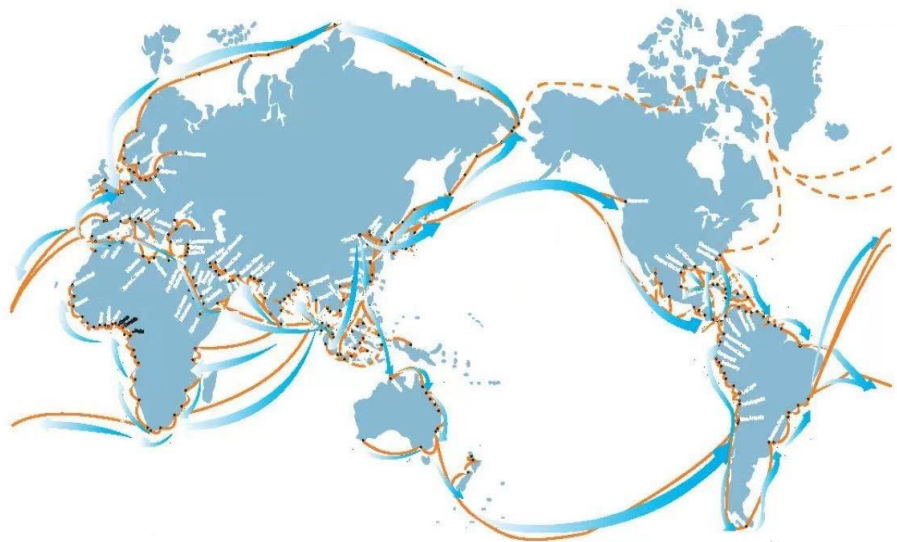
船舶类型	艘数	载重吨 (万DWT)	平均船龄	订单艘数	订单载重吨 (万DWT)	预计交付情况	
						2023	2024
多用途船	32	95.2	11.5	-	-	-	-
重吊船	24	64.2	11.8	-	-	-	-
纸浆船	18	111.6	2.2	14	96.4	6	6
半潜船	9	44.9	9.9	1	6.5	-	1
木材船	8	25.5	12.7	-	-	-	-
沥青船	12	9.5	9.2	-	-	-	-
汽车船	5	6.9	19	-	-	-	5
合计	108	357.8	10.1	15	102.9	6	12

注:纸浆及汽车船队引进情况是根据公司在手订单及2021年新船交付情况假设得到，并非实际交付情况

1.5 航线网络：航线覆盖全球，拥有丰富的运营经验

- 当前中远海特主要航线已覆盖全球六大洲，可根据客户需要灵活安排船舶装卸港口，满足客户的个性化需求。

图表：中远海特主要航线已经覆盖全球160个国家和地区

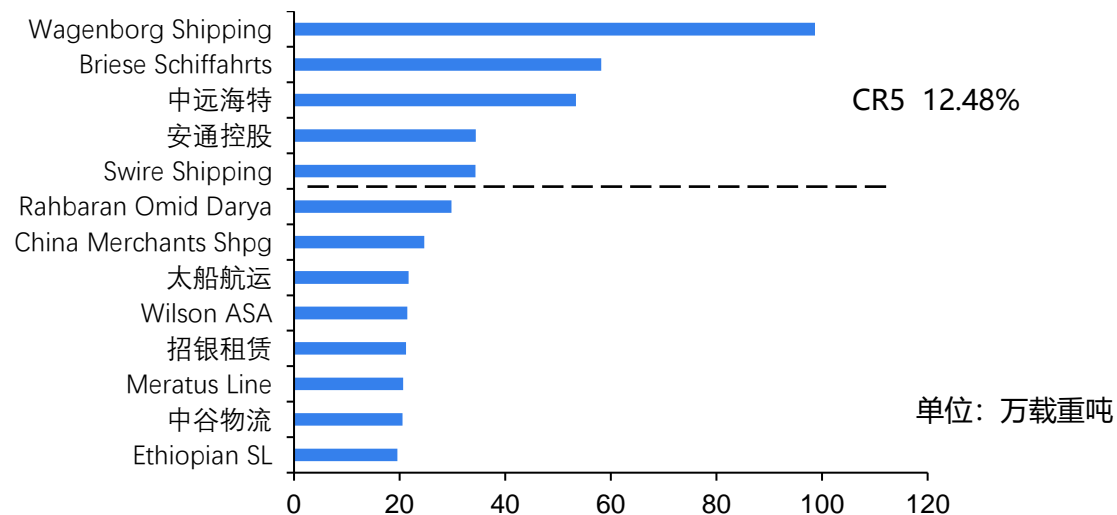


图表：公司多用途及重吊船队主要航线班期遍布全球

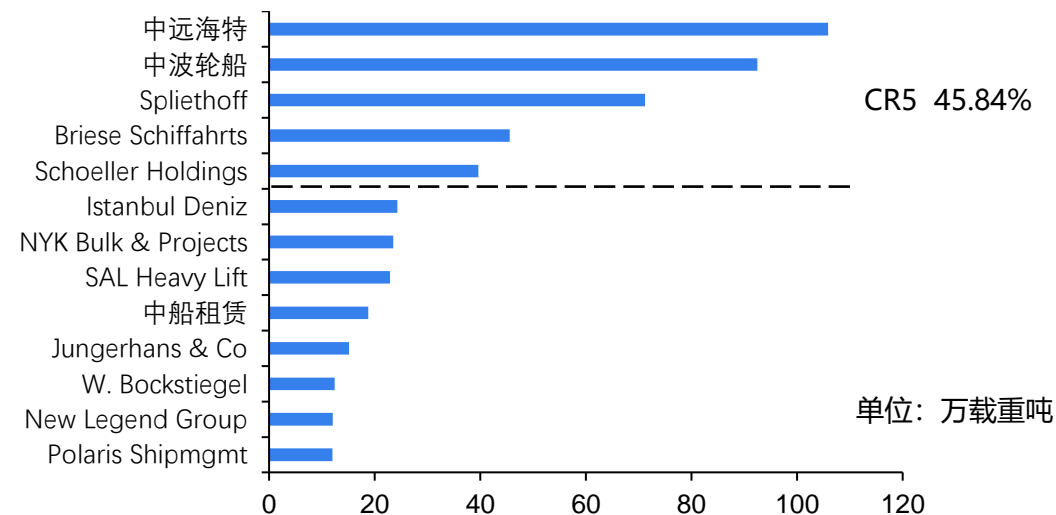
航线	细分航线班期密度	航线特点
远东-欧洲	远东-地中海/黑海3-4 班/月	中国航运公司最早的欧洲航线 针对客户特定需求提供个性化服务 覆盖地中海、黑海、欧洲和北非
	远东-欧洲大陆/波罗的海2 班/月	
	北极东北航线（季节性航线）：每年8-10 班	
远东-美洲	南美西地区：1-2 班/月	港口状况熟悉 挂靠美湾、南美东、中南美及加勒比所有港口 针对客户特定需求提供个性化服务
	南美东地区：1-2 班/月	
	加勒比、美湾地区：1-2 班/月	
远东-非洲	东非方向：2-4 班/月	上世纪60年代尼铁项目开始经营；密度大，派船多；船型最全面
	西非方向：5-6 班/月	
泛太平洋航线	东南亚线：3-4班/月	历史悠久；班次密度大；挂靠港口多；覆盖面广；根据客户需求定制挂靠港
	中国沿海：3-4班/月	
	澳新地区：2-4班/月	
	木材船：1 班/月	
远东——泛印度洋航线	远东——吉大：2-3 班/月	传统航线、历史悠久；港口覆盖广；航班密度大；全心服务一带一路客户
	远东——仰光：1-2 班/月	
	远东——印度：3-4 班/月	
	远东——波斯湾：3-4 班/月	

1.6 市场地位：公司下属核心船队规模均处于世界领先

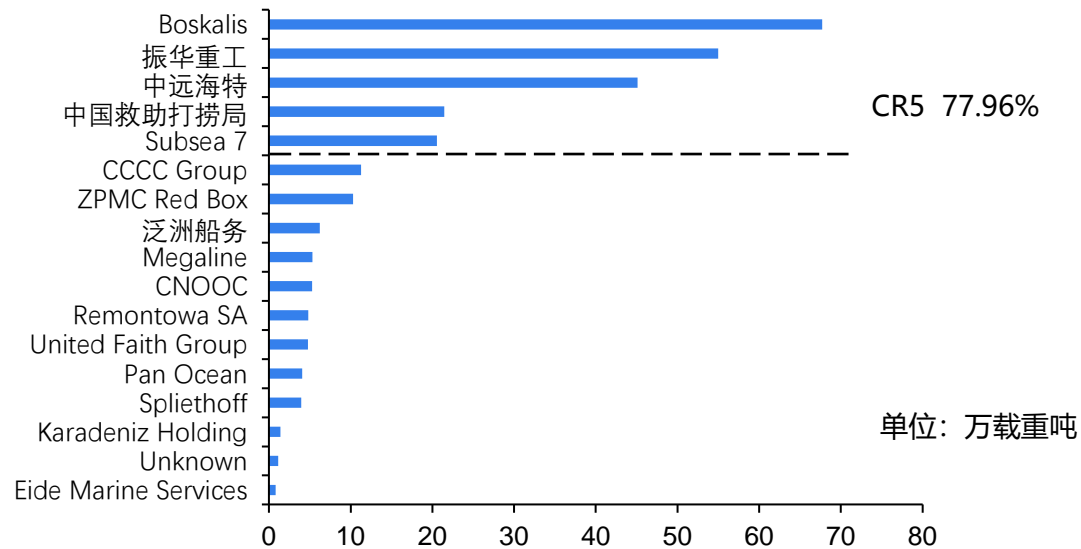
图表：中远海特的多用途船运力规模位居世界前列



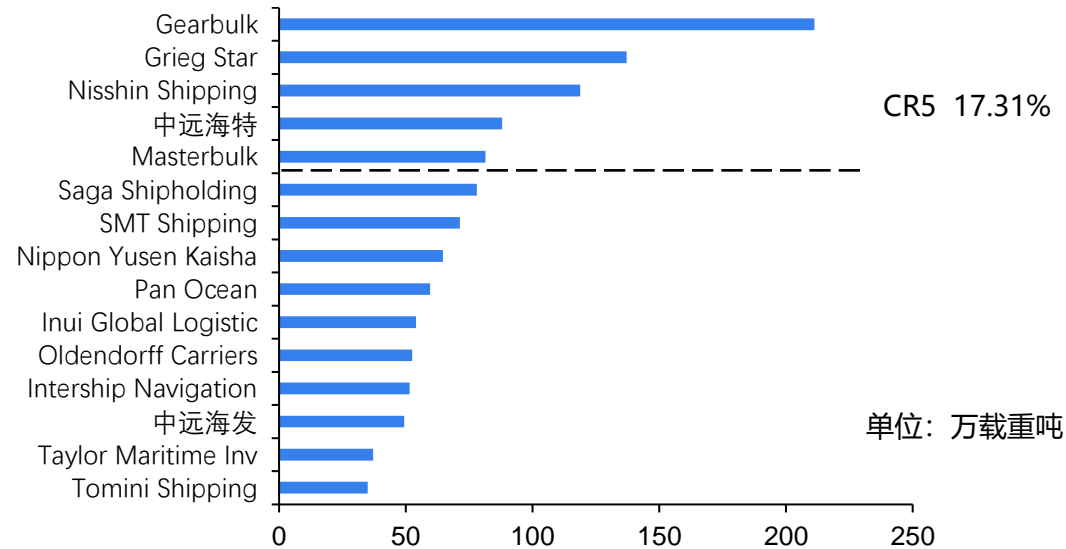
图表：中远海特的重吊船运力规模位居世界第一



图表：中远海特的半潜船运力规模位居世界前列



图表：中远海特的纸浆船运力规模位居世界前列

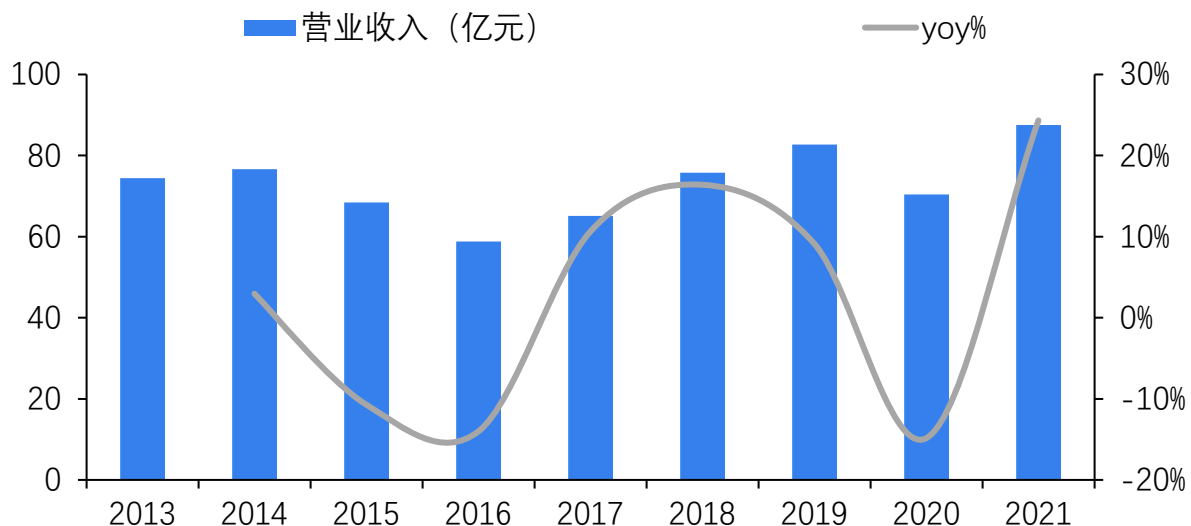


注：克拉克森的船队数据与公司年报中的船队数据有所差异，请以公司年报公布数据为准

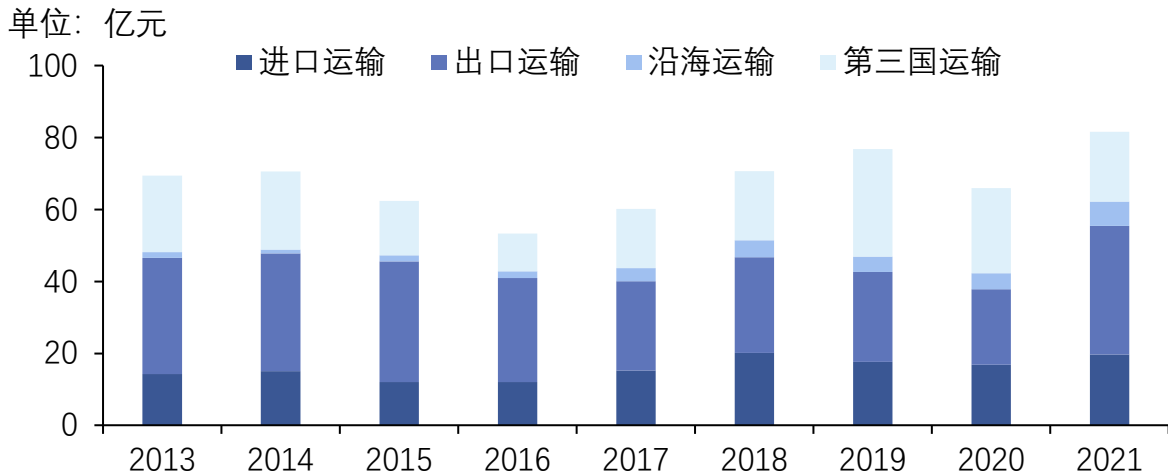
1.7 财务情况：多用途船是营收主要来源，周期波动明显

- **多用途船是公司营业收入的主要来源。**多用途船受集装箱和干散货周期影响较大，在2014-2016年集装箱和散货市场的下行周期中，公司收入持续缩水。
- **伴随着2017-18年多用途船运价触底反弹叠加油价高企带动海油工程回暖，多用途船和半潜船在2017-18年间贡献的收入有所回升。**
- **纸浆运输作为公司新业务，以签订长期COA合同为主，具有较高的盈利能力和稳定性。**随着纸浆业务占比提高，公司整体的盈利能力和稳定性有望增强。

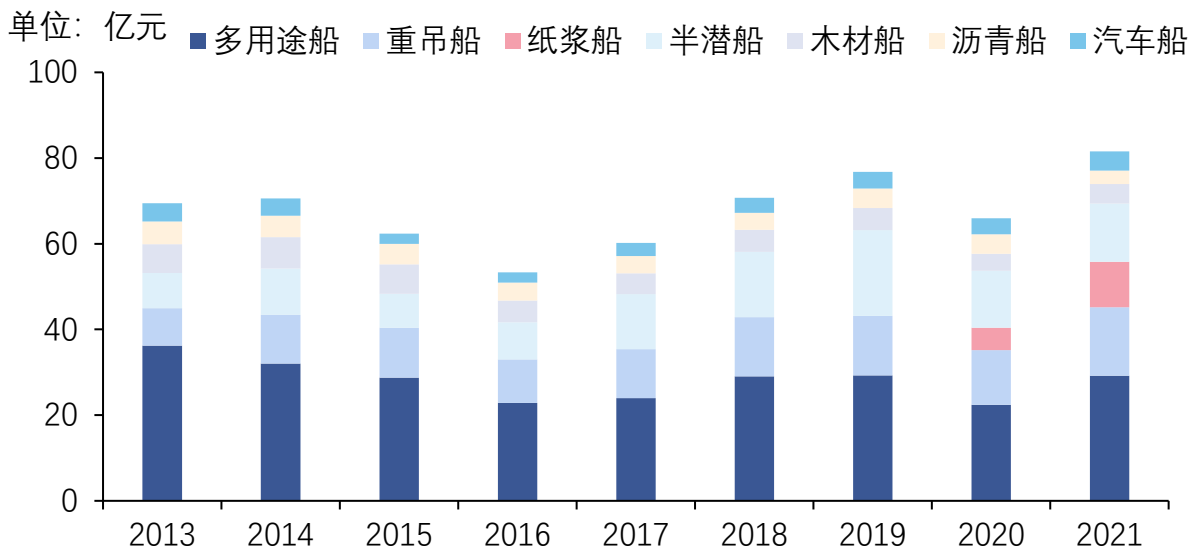
图表：公司营业收入具有明显的周期性



图表：进出口运输和第三国运输为公司的核心收入来源



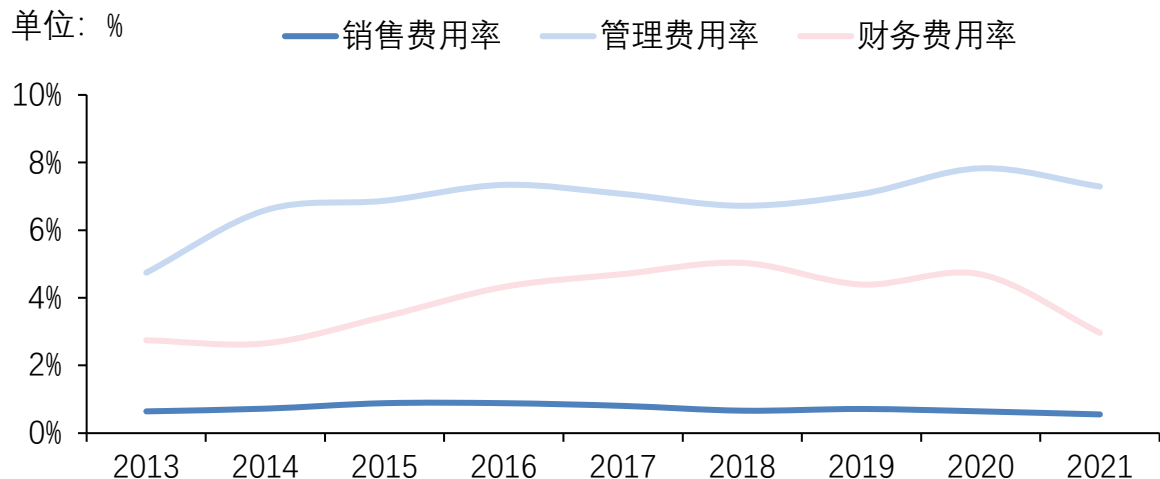
图表：多用途船、重吊船队长期贡献5成以上营收



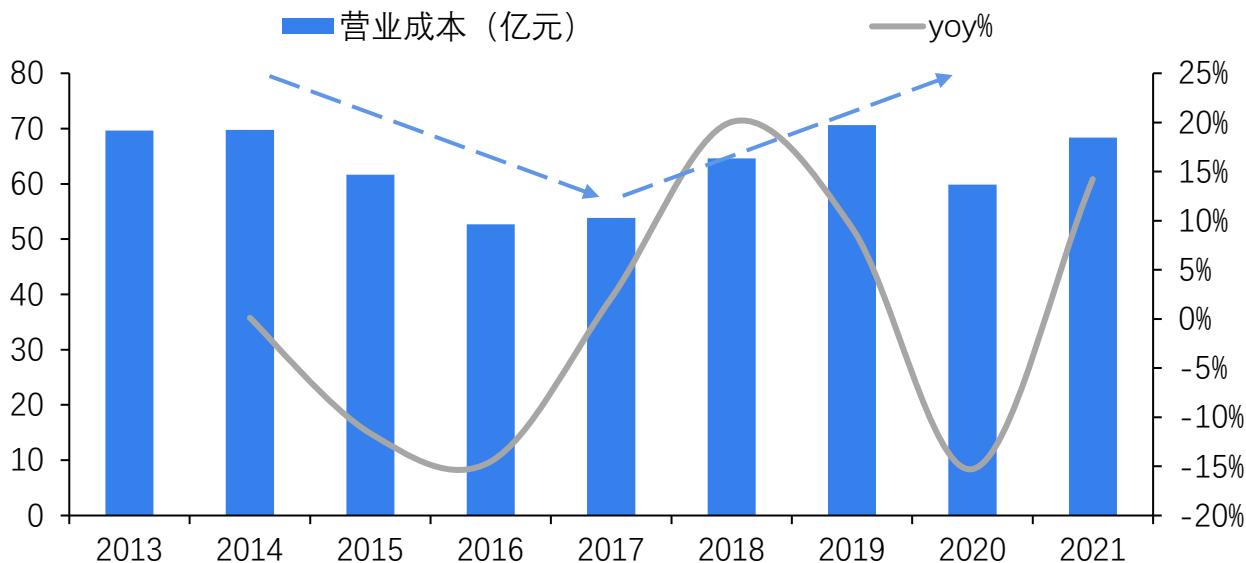
1.7 财务情况：燃油、港口费为主要成本

- 成本中燃油和港口使费构成重要部分，常年占据50%以上比重。燃油成本为主要变动项，其余成本较为稳定，公司营业成本的波动周期与油价走势基本趋同。

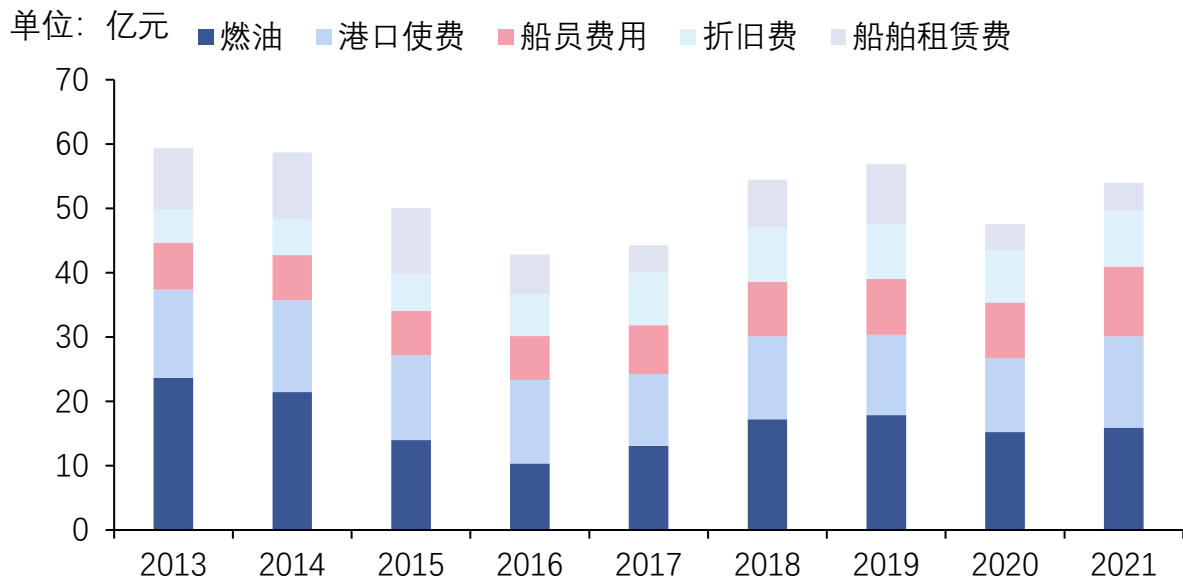
图表：公司各项费用合计占比不超15%



图表：公司营业成本具有明显的周期性



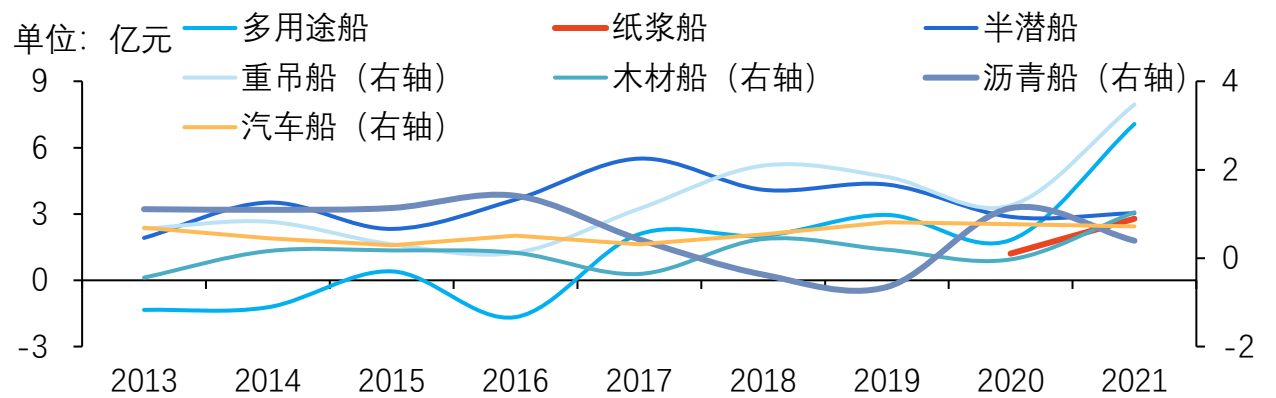
图表：燃油成本和港口使费为公司最主要的成本



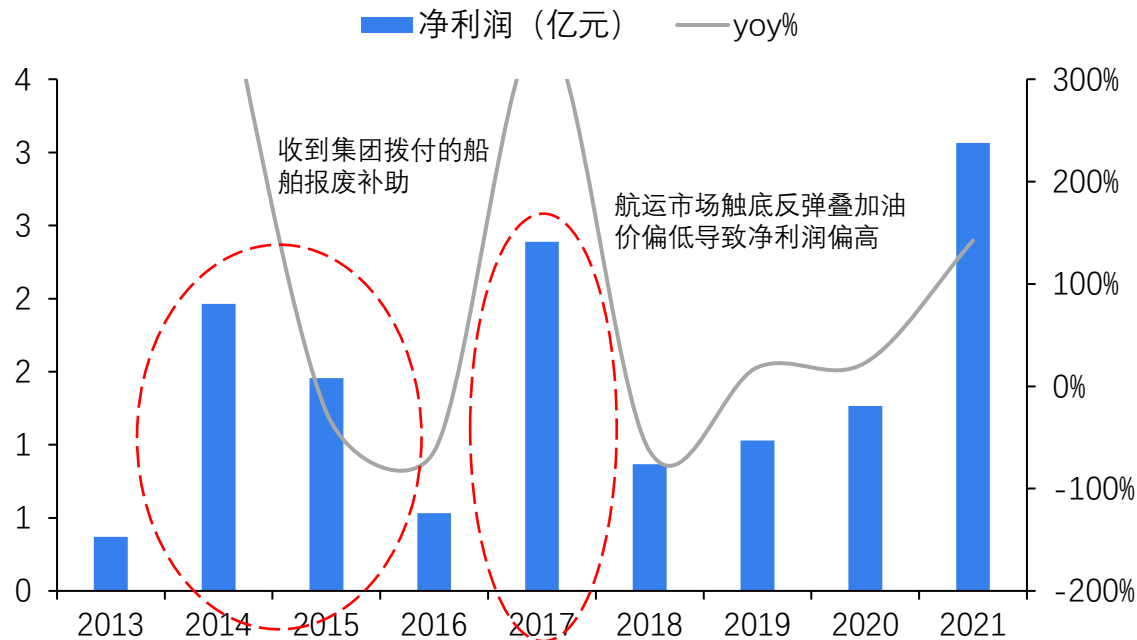
1.7 财务情况：半潜、纸浆利润稳定，多用途船贡献波动

- 公司下属重吊、纸浆、半潜和汽车船队穿越周期，持续为公司创造稳定的毛利，对公司的盈利情况起到了良好的支撑。多用途船的周期波动给毛利带来了一丝不确定性。
- 受益于船舶报废补助政策，公司在2013年-2016年的航运下行周期仍保持盈利。2017-19年原本是半潜船发力，多用途船底部复苏的修复周期，但公司在2018、2019年分别计提了减值，以致于净利润偏低。

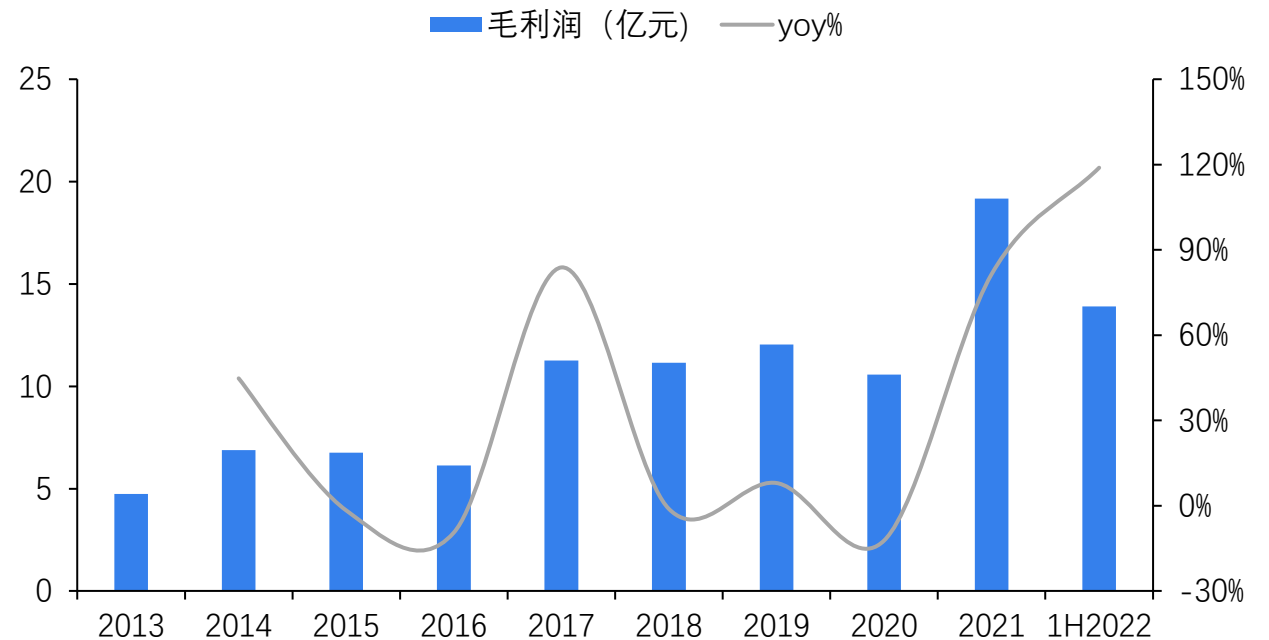
图表：重吊船、半潜船和汽车船队持续为公司毛利提供支撑



图表：2018年以来公司净利润实现稳步增长



图表：公司毛利具有明显的周期性

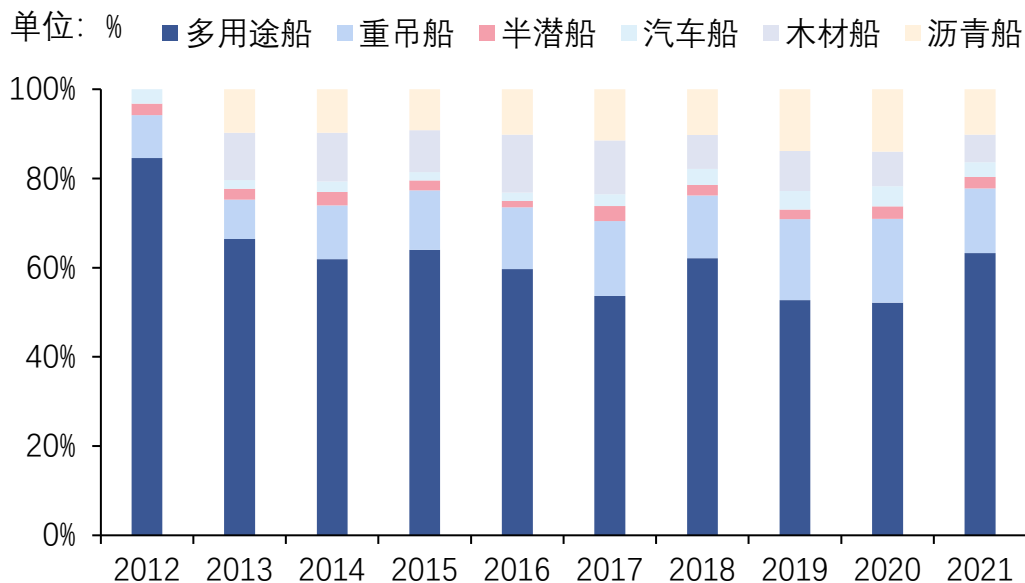


二、多用途船：供给偏紧，风电运输助力景气延续

2.1 主力船型，长期贡献7成运量

- 多用途和重吊船队是公司业务的主要构成部分，多用途和重吊船队运量合计长期占公司总运量的7成以上。
- 多用途船的设计特点是其灵活性，可以用于运输各种各样的货物，包括集装箱、散货、杂货等。其市场相对小众且进入门槛相对较低，同样类似箱船是班轮模式，期租市场运价水平具备较大波动性，且波动走势与箱船趋同。
- 重吊船市场较为小众，准入门槛偏高。由于附带能吊起数百吨货物的起货设备，重吊船专门负责承运工程项目货和大型机械设备货等质量较重、尺寸较大的货物。

图表：多用途船及重吊船队的合计运量长期占公司总运量的7成以上



图表：多用途船只主体形似散货船，区别是在船上加有塔吊



图表：多用途船、重吊船均属多用途船，但设计上有所区别

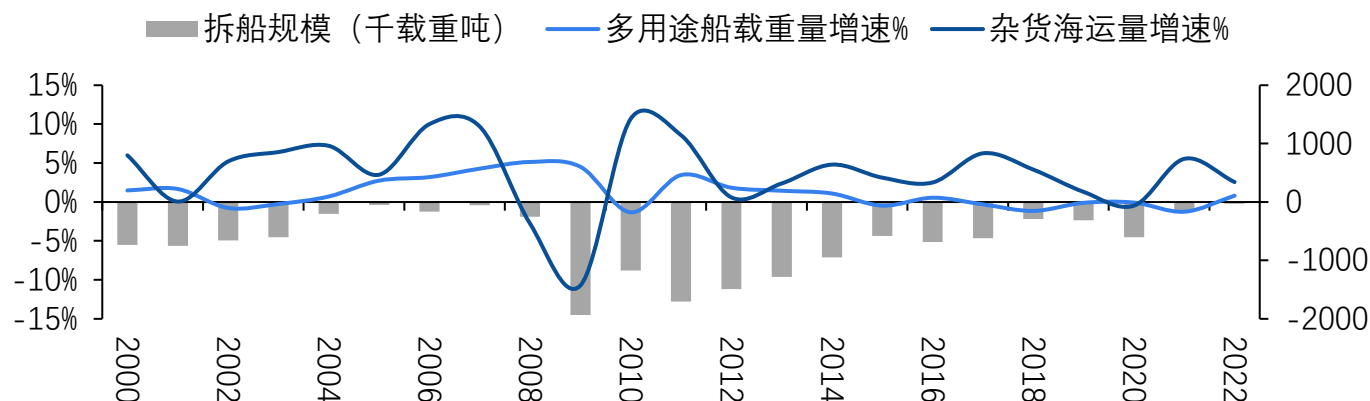
船舶类型	船型	特点
多用途船	MPP	既能装载一般件杂货、机械设备、散货，又能装载集装箱，适货能力较强，配有 较强起货能力的起货设备
重吊船	MPP/Hvy. Lift	和多用途船的区别主要在于其起货设备均为 几百吨的重吊 ，舱口少,舱口大

2.2 多用途船周期与集运和干散联动，但波动更弱

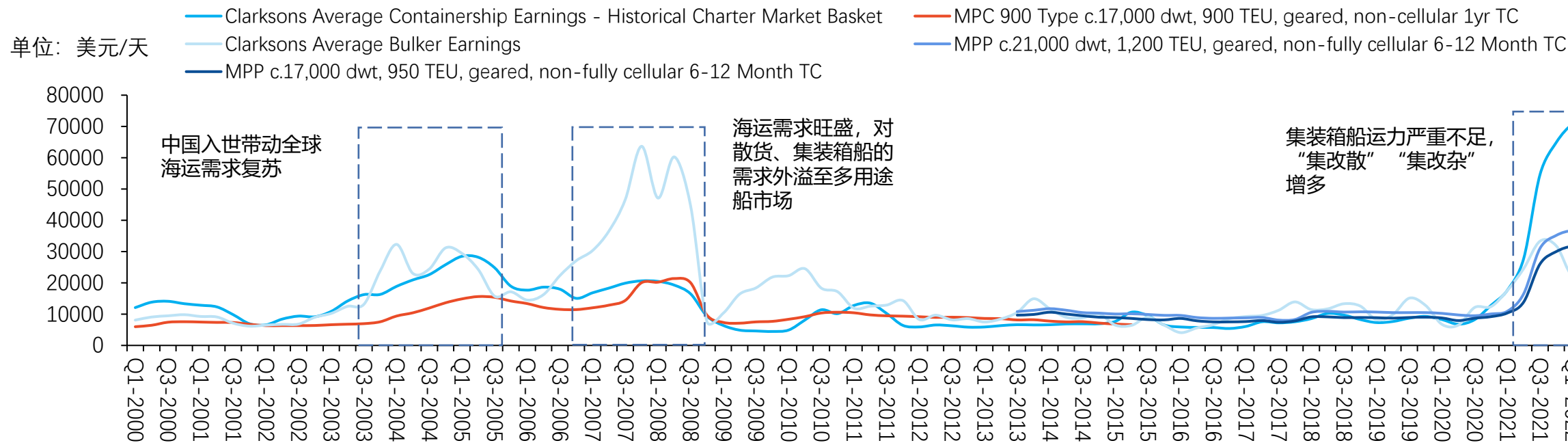
历史上，多用途船周期与箱船和散货船能够保持较好的联动。多用途船每轮大周期均是受到干散和集运市场的外溢效应影响。虽然杂货海运量增速长期高于多用途船运力增速，但箱船和散货船在下行周期会分流部分货源，对多用途船运价造成负面冲击。

同时多用途船的运价波动相较箱船和散货船也更小。

图表：杂货海运量增速长期高于多用途船运力增速



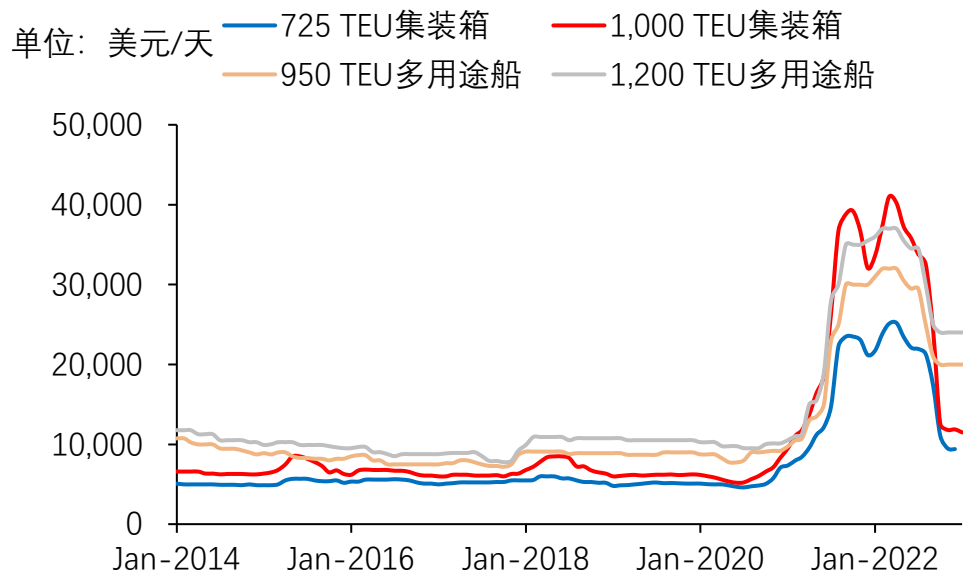
图表：多用途船每一轮上行周期均受集运、干散市场推动



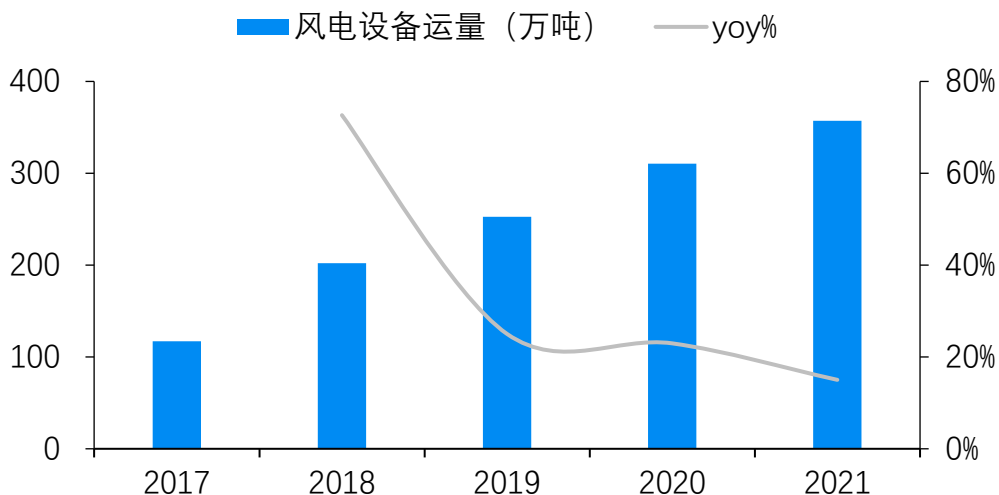
2.3 风电设备成为核心货种，周期性减弱

- 2022年箱船周期开始下行，运价回调较大，接近启动之间的位置。但多用途船运价回调幅度有限，仍保持在2万美金/天的水平上。
- 多用途船运价回调幅度偏小固然跟自身运价波动历来都弱于箱船有关，同时也与全球风电设备运输市场的持续旺盛相关。
- 风电设备目前已成为公司出口方向的最大货种，2021年占公司总运量比重接近20%，2017年以来风电设备运量持续高增。

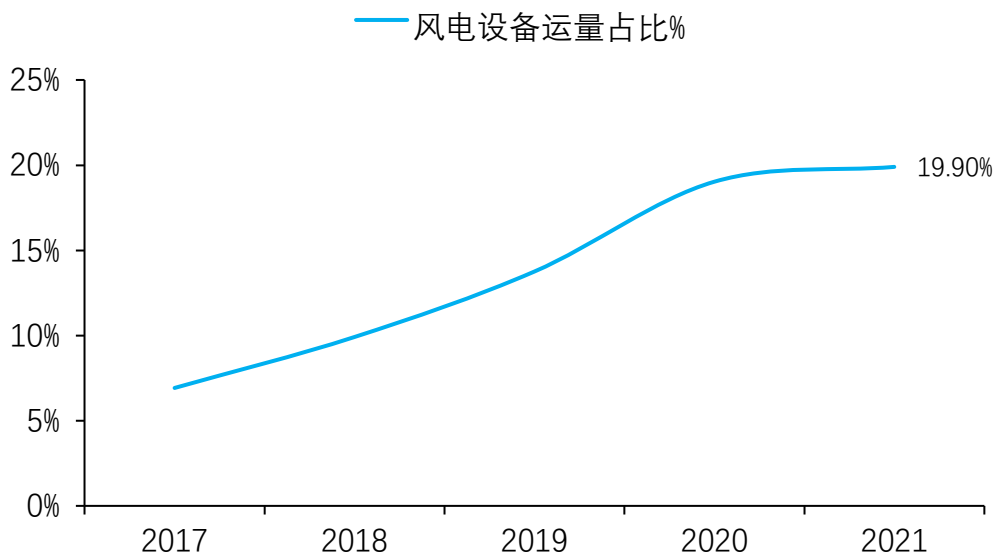
图表：本轮多用途船6-12月期租价格回调幅度远小于集装箱船



图表：风电设备运量持续增长，增速维持在15-20%附近



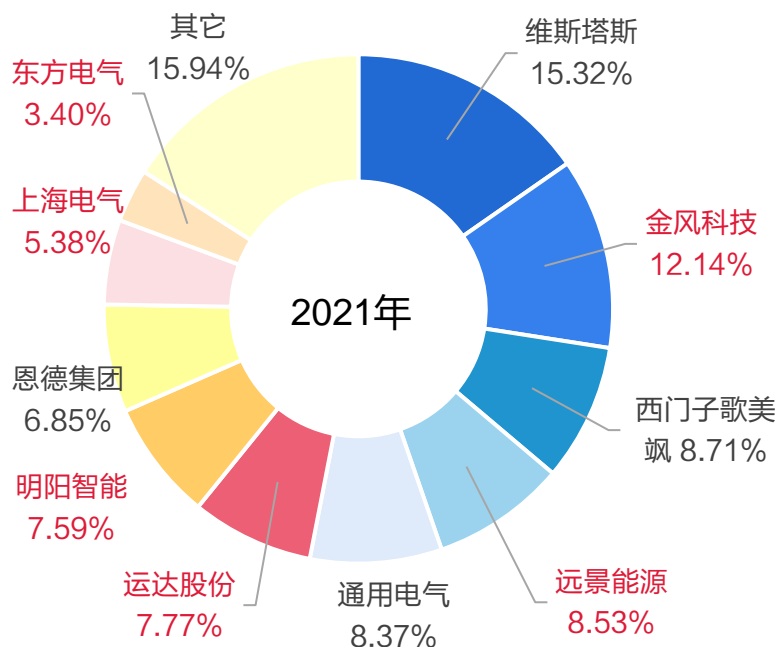
图表：2021年风电设备运量占比已接近公司总运量的20%



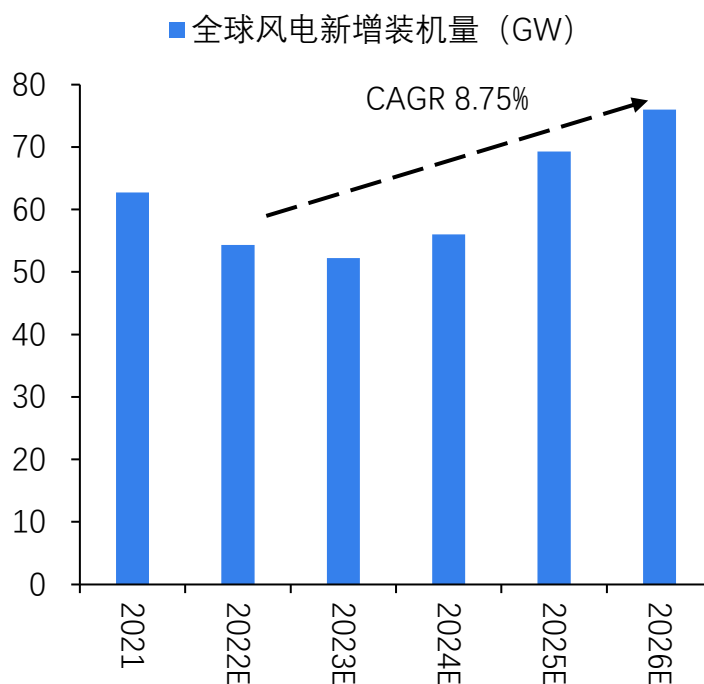
2.4 需求：产业优势造就运输需求，风电出口未来可期

- 在全球碳中和目标的带动下，世界各国风电新增装机需求持续攀升。受益于中国风电整机制造商在全球风电市场中的优势地位，中国风电机组出口数量在2021年实现了大幅增长。
- 根据GWEC估计，未来四年除中国外的全球风电新增装机量CAGR为8.75%，有望为中国风电设备出口带来持续的运输需求。

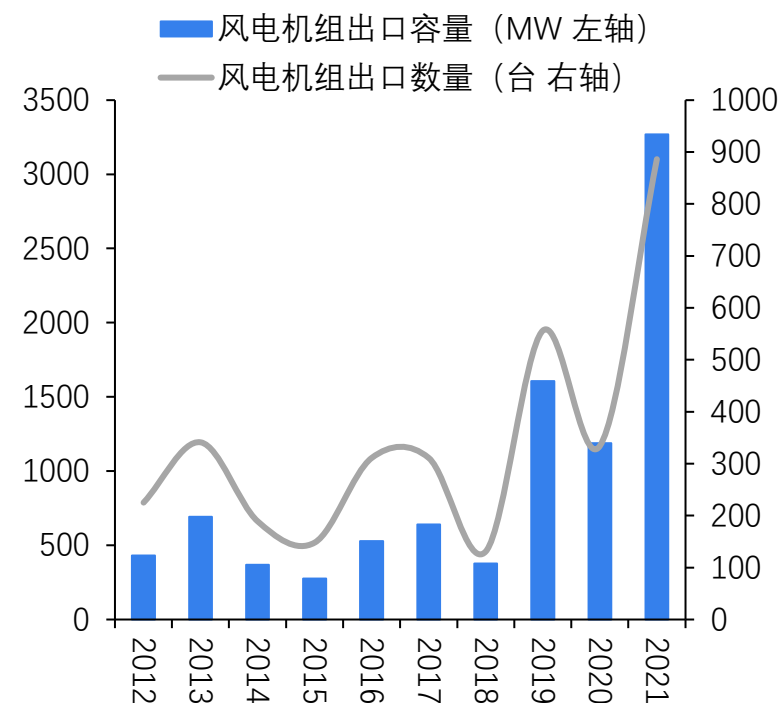
图表：2021年中国厂商占全球十大风电整机制造商过半席位



图表：未来四年风电新增装机量CAGR为8.75%



图表：2021年我国风电机组出口规模大幅提升

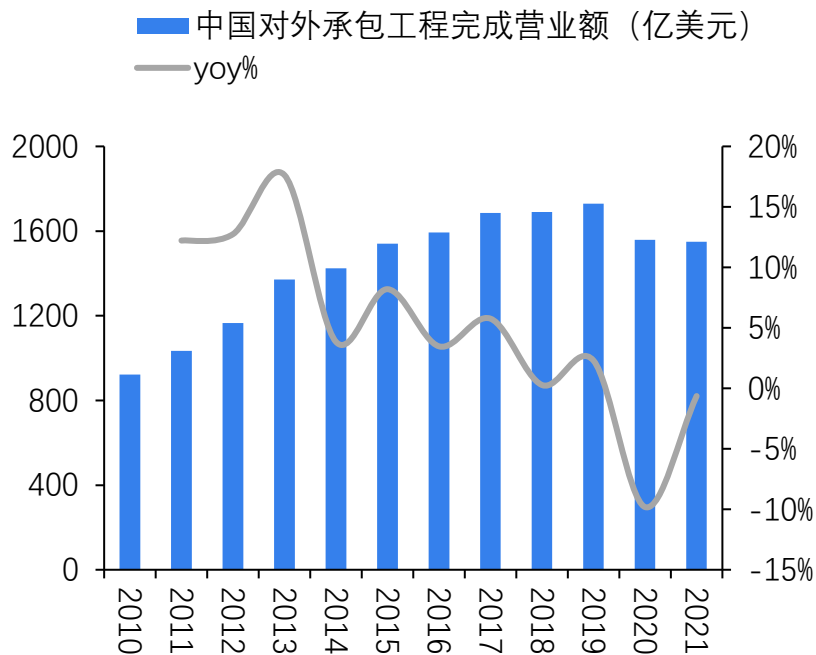


注：不包含中国的数据

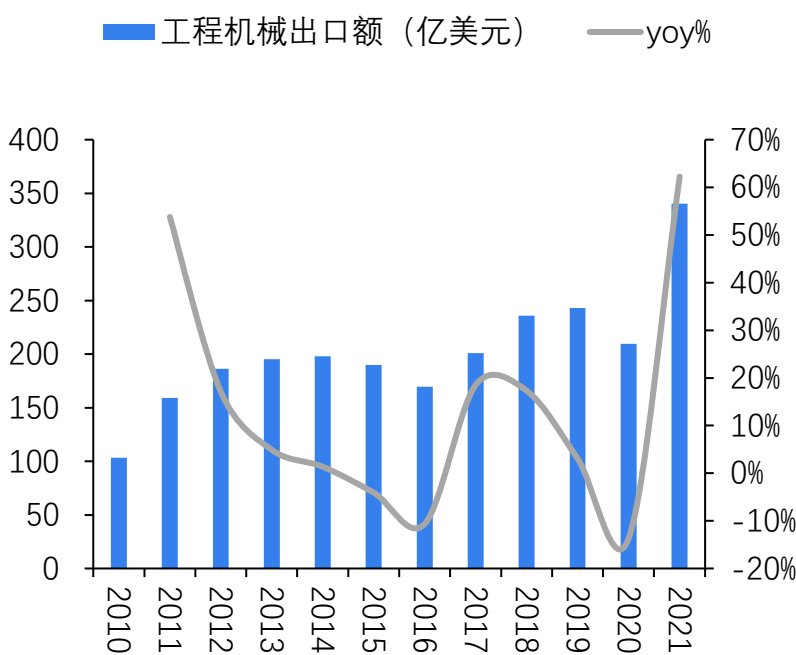
2.4 需求：对外承包工程提供了长期稳定的需求

- 基于在基础设施建设上的丰富经验和技術优势，中国对外承包工程业务稳步发展，由此衍生出了各种工程项目货物的运输需求，为公司多用途及重吊船队带来了长期稳定的运输需求。
- 除2020年受疫情影响外，2016年以来“一带一路”工程机械出口额持续攀升。伴随着RCEP的签订，成员国对基础设施的旺盛需求有望为中国对外承包工程业务的持续发展提供强大动力，稳固多用途及重吊船队的盈利基本盘。

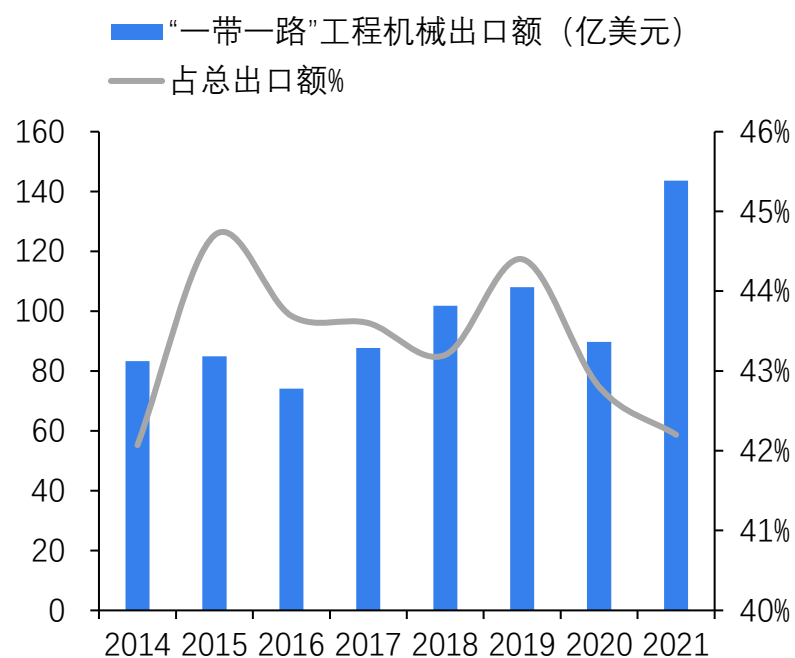
图表：疫情以来中国对外承包工程完成额仍维持在高位



图表：2016年以来中国工程机械出口规模持续攀升



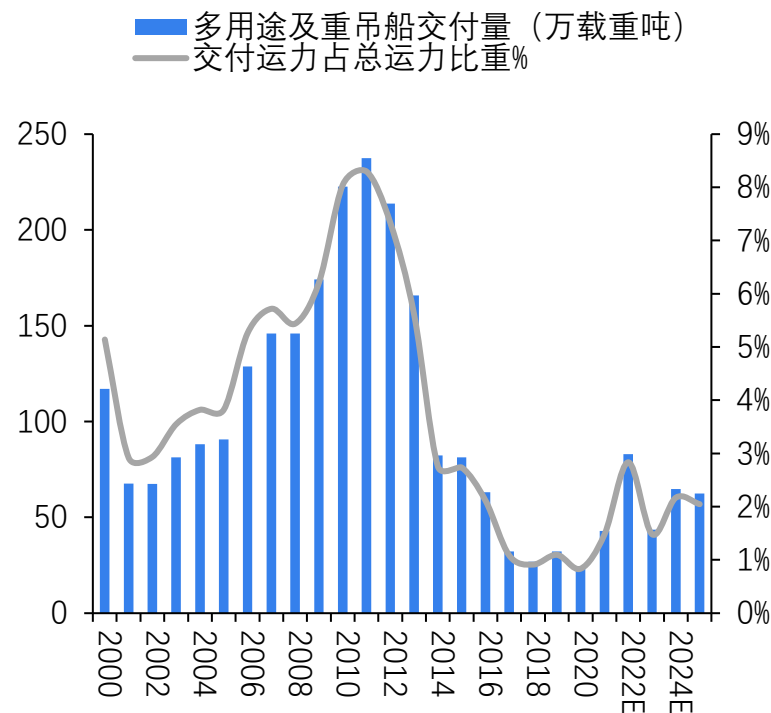
图表：一带一路沿线国家为我国工程机械的主要出口对象



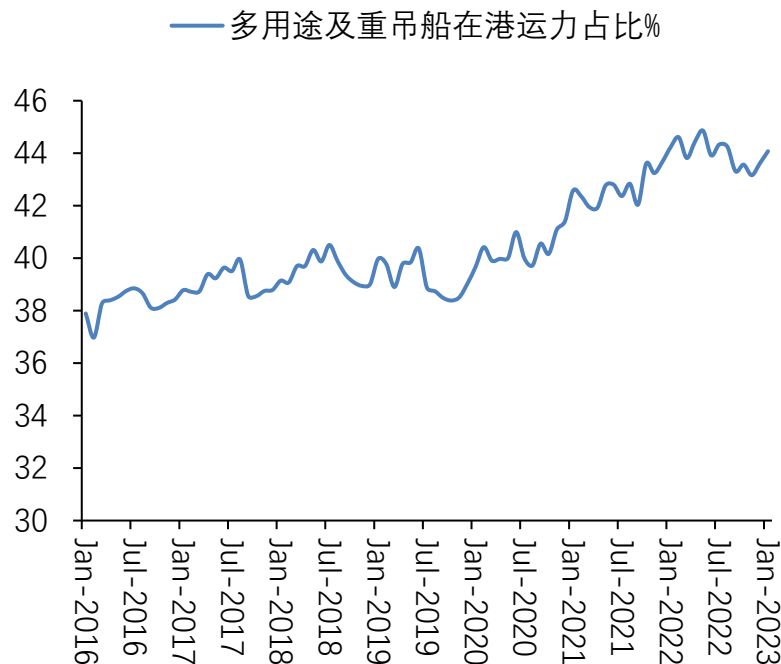
2.5 供给：船只老化叠加供给低增，紧平衡或成新常态

- 短期略有宽松。伴随着集装箱运输需求的萎缩，集装箱市场的溢出效应有所减弱，港口拥堵情况有所缓解，将释放出更多的有效运力。
- 但船只老化以及供给低增长。当前多用途及重吊船中船龄20年以上的船舶比例超40%，2023年开始这部分大龄船舶有望进入待拆解队伍，未来多用途及重吊船市场有望维持紧平衡的状态。根据克拉克森预测，2023-2025年多用途及重吊船队交付运力占总运力比重分别为1.48%、2.17%和2.05%，未来三年的新增运力占比处于历史低位。

图表：未来每年交付运力仅占现有运力的2%左右

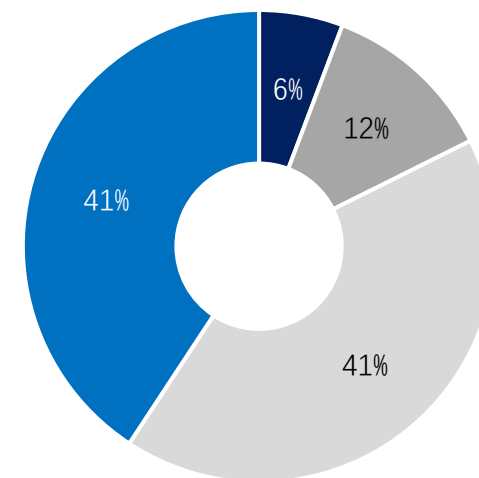


图表：2022年5月以来在港运力比重有所下滑



图表：船龄10年以上的多用途及重吊船队占比超80%

■ 0-5年 ■ 6-10年 ■ 11-20年 ■ 20年以上



三、纸浆船：国纸紧缺构建长期需求，国车国运注入增长动能

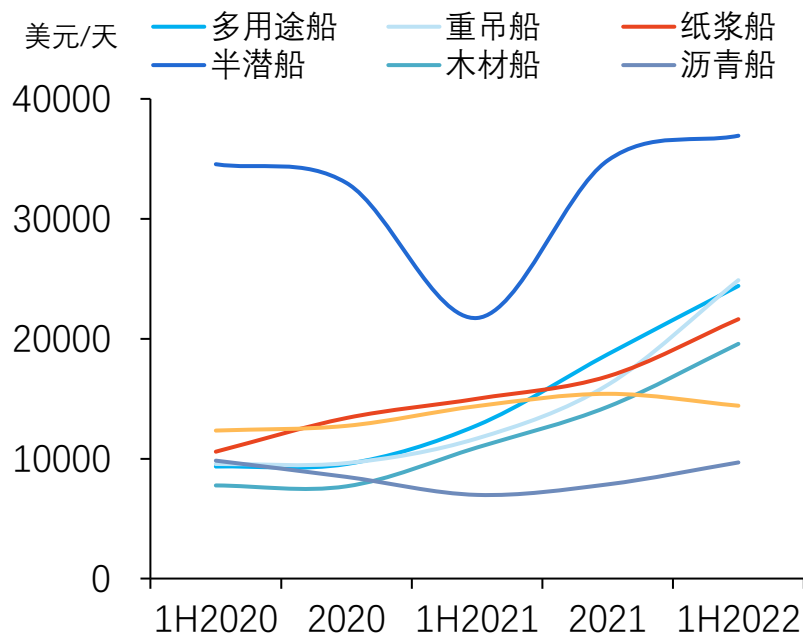
3.1 长期合同构筑盈利基本盘，自主创新激活发展新引擎

- 公司的纸浆运输以长期COA合同为主，2020年-2022年纸浆船队的期租水平一直高于公司下属除半潜船以外的大部分船队。
- 受益于中国汽车出口的大幅提升，全球汽车船可用运力短缺，汽车船期租水平持续上行。公司通过研发“可折叠商品车专用框架”，使纸浆船单船商品车运量达到2500台，丰富了纸浆船队的去程货源，纸浆船运价水平有望进一步提升。
- 纸浆船队有望长期受益于全球汽车船市场的持续高景气，为公司贡献利润新增量。

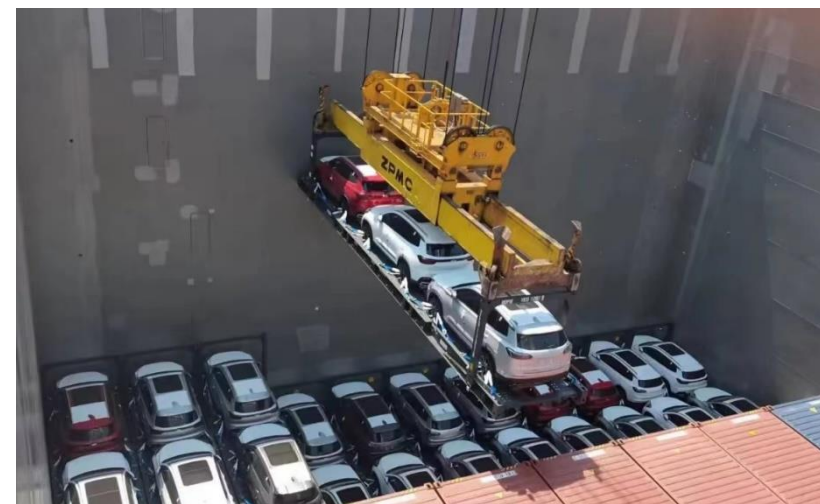
图表：公司纸浆运输均以长期COA合同为主

签约时间	国家	客户名称	期限
2017.3	巴西	SUZANO	5年
2021.4	印尼	金光集团	3年
2021.5	芬兰	STORA ENSO	3年
2022.3	芬兰	Metsa Fibre	10年

图表：2020年以来公司纸浆船队期租水平稳步提升



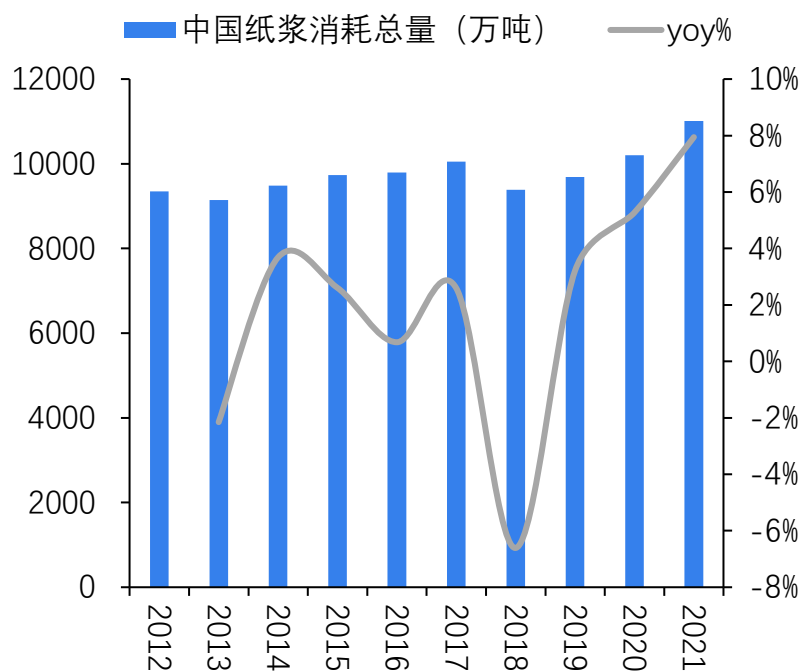
图表：“可折叠商品车专用框架”有望提升纸浆船队的期租水平



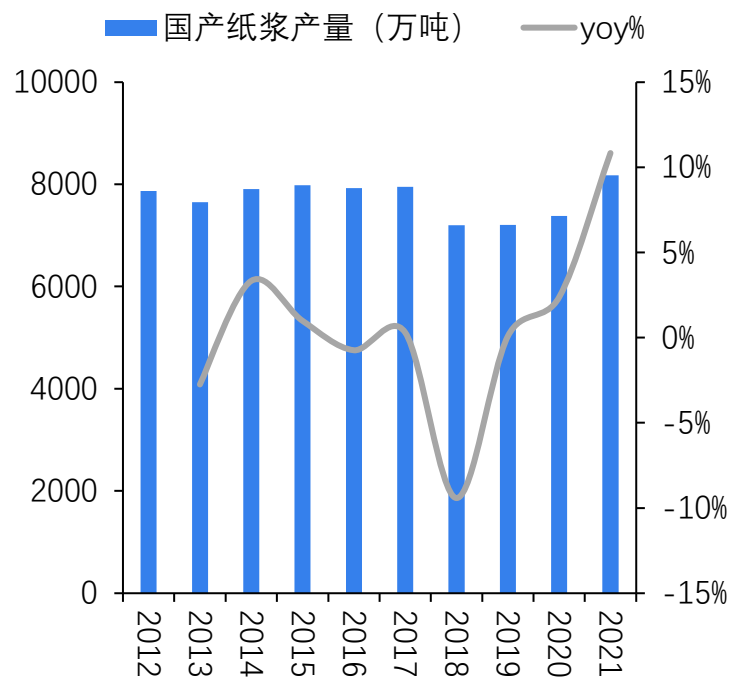
3.2 纸浆运输需求：国内产能扩张受限，纸浆进口需求长期向上

- 进口依赖加深，进口纸浆消耗占比升至20%附近。受制于国内木材资源匮乏，中国国产纸浆生产成本长期高于进口纸浆的到岸成本。受此影响，国产纸浆企业扩产意愿较弱，中国对进口纸浆的依赖程度持续加深。
- 2021年1月1日“禁废令”开始实施，作为造纸行业原材料之一的废纸浆被禁止入境，进口木浆有望对该部分需求进行替代。
- 伴随着宏观经济持续保持正增长以及疫后消费端的持续复苏，中国纸浆消耗总量长期将保持上升趋势，进口纸浆需求有望为公司纸浆船队带来充足、稳定的货源。

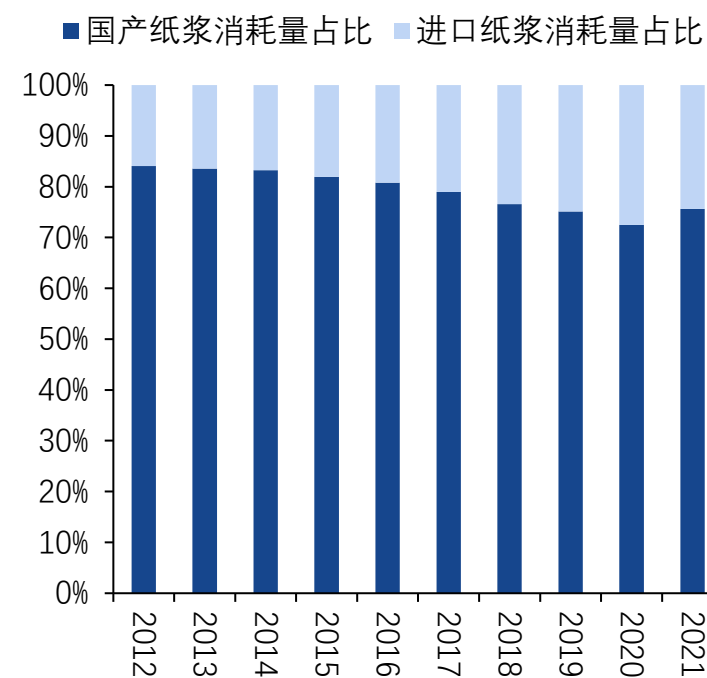
图表：中国纸浆消耗量总体保持上升趋势



图表：国产纸浆产能扩张进展缓慢



图表：中国对进口纸浆的依赖逐步提升



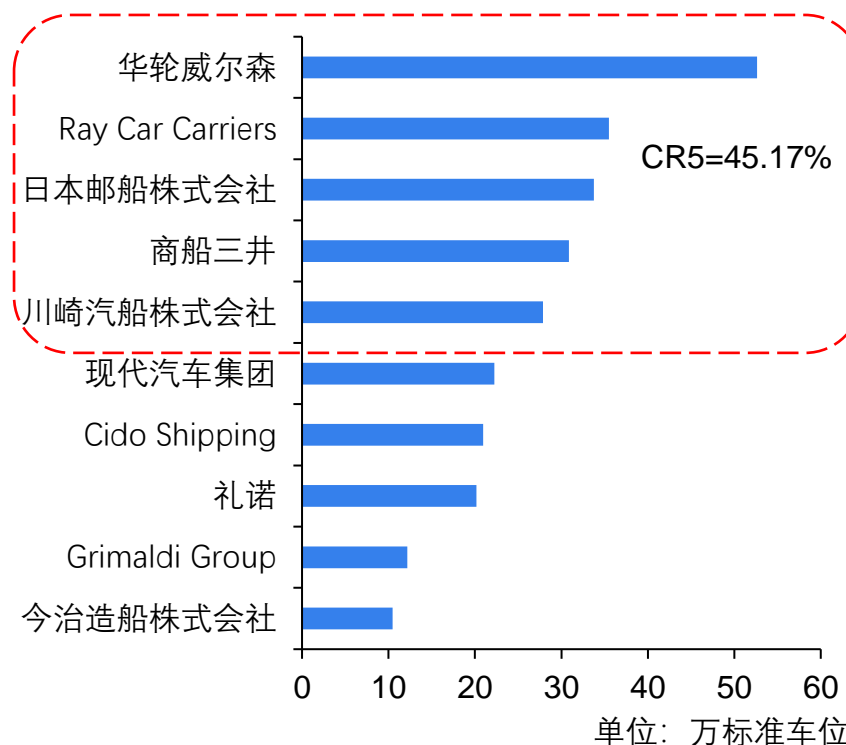
3.3 汽车运输需求：外贸汽车运输与本国汽车工业高度相关

- 从全球前十大汽车船东的所属国家来看，国际汽车海上运输与出口国的汽车产业发展高度相关，前十大汽车船东分布在欧洲、日本、韩国。
- 由于燃油车时代中国生产的汽车在国际上不具备较强的竞争力，中国船东在国际汽车运输市场上处于劣势，限制了中国汽车船队的扩张，中国现有汽车船队主要负责内贸汽车运输业务。

图表：前十大汽车船东大部分都出自汽车出口大国

船东名称	所属国家
华轮威尔森	挪威
Ray Car Carriers	以色列
日本邮船株式会社	日本
商船三井	日本
川崎汽船株式会社	日本
现代汽车集团	韩国
Cido Shipping	韩国
礼诺	挪威
Grimaldi Group	意大利
今治造船株式会社	日本

图表：全球前十大汽车船东占据了66.67%的市场份额



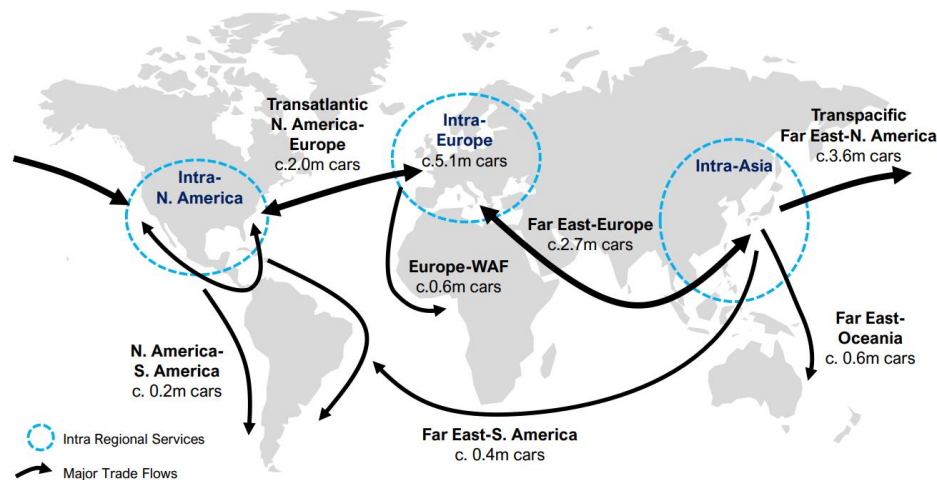
图表：中国主要船东现有汽车船运力较少，且跑内贸居多

船东名称	下属公司	数量	运力 (万标准车位)
招商轮船	广州招商滚装	12	3.32
中远海特	广州中远海运滚装	5	2.46
上汽集团	安吉物流	15	3.04

3.3 汽车运输需求：中国新能源车出口重塑贸易格局

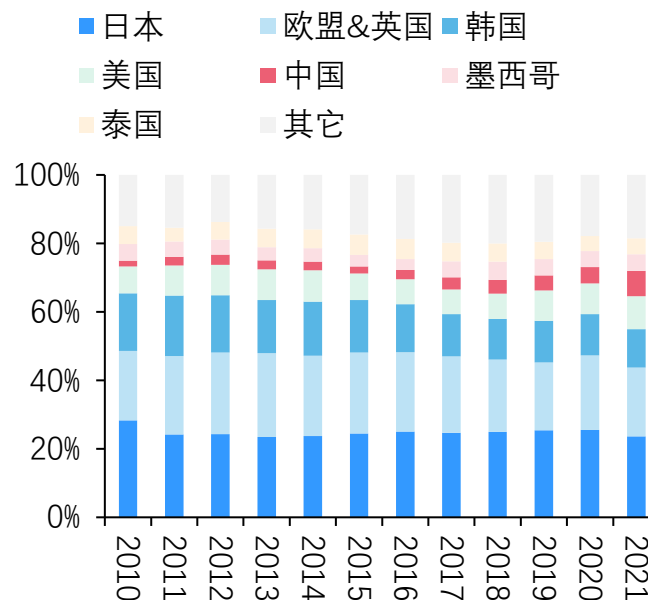
- 疫情前远洋汽车运输的主要航线分别为远东-北美、远东-欧洲、北美-欧洲。日本和韩国作为全球汽车出口大国，长期占据全球汽车海上贸易量35%以上的份额，而中国在疫情前的市场份额一直在5%以下。
- **中国出口增加重塑贸易格局。**在国际供应链中断问题以及中国自主乘用车竞争力持续提高的背景下，2021年中国汽车出口量达到213.8万辆，同比增长102.46%。受此影响，中国占全球汽车海上出口量的市场份额从疫情前的4.83%增长至7.45%，汽车船运距持续增加，带动全球汽车海上运输量快速反弹。

图表：远东-北美、远东-欧洲、北美-欧洲为海上汽车运输的主要航线

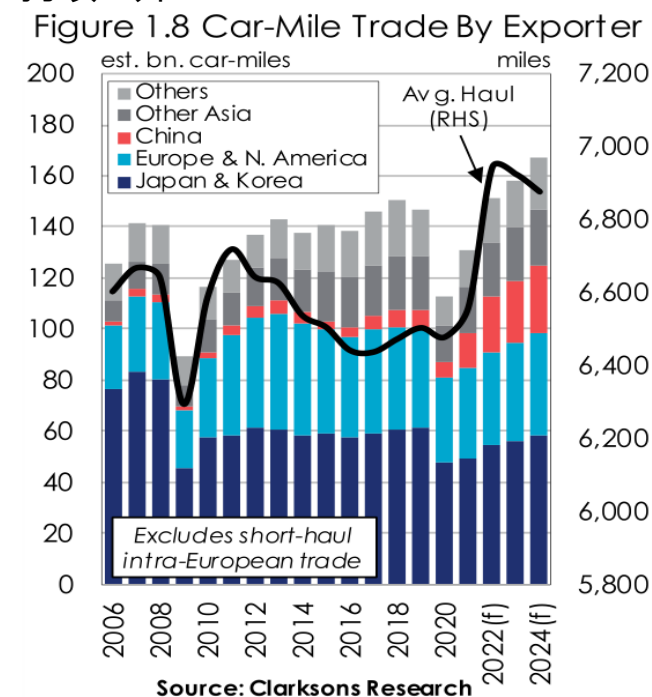


注：所有数据均根据疫情前2019年的数据统计

图表：2021年中国占全球海上汽车出口量的比重大幅提升



图表：新贸易格局下汽车船平均运距持续上升

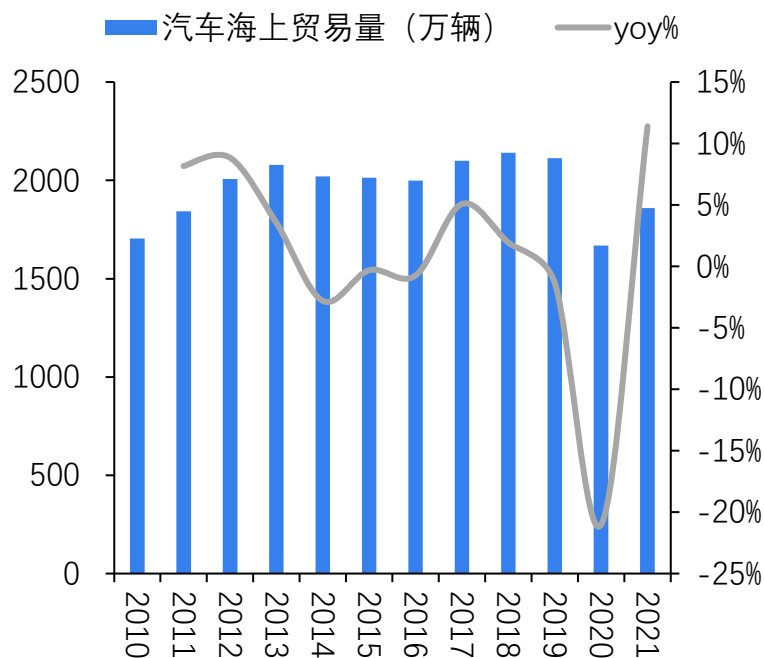


Source: Clarksons Research

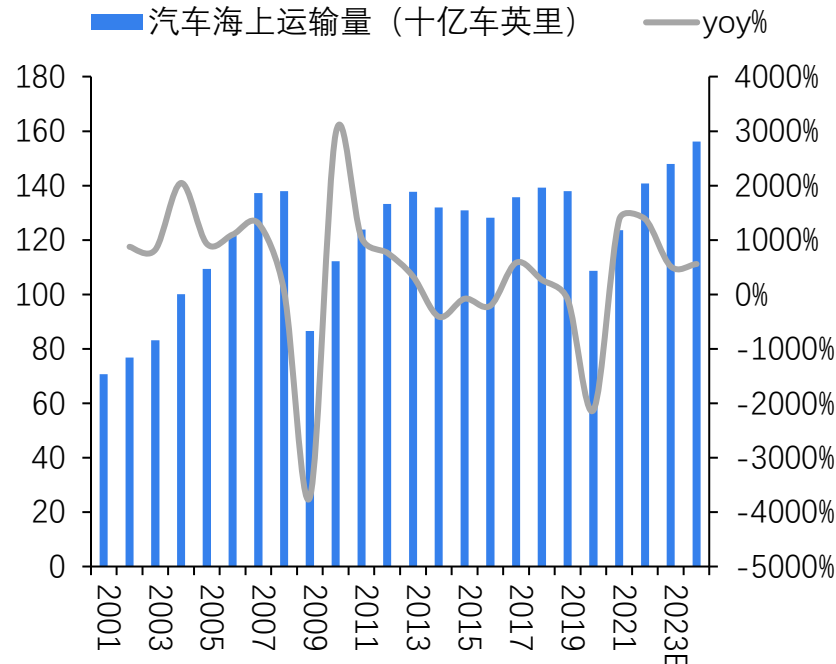
3.3 汽车运输需求：中国新能源车出口重塑贸易格局

- **不断变化的贸易模式增加吨公里需求。**根据克拉克森预测，2022年汽车贸易按汽车英里数计算有望增长14%，比新冠疫情前水平高出2%。这在很大程度上是由中国长途出口（尤其是对欧洲）激增推动的，2022年中国出口有望占全球汽车里程贸易增长的50%以上。
- **新能源车渗透提升仍有空间。**虽然新能源车的海运渗透率已从2017年的5.09%提升到2022年预计的25.24%，但在全球汽车电动化浪潮的推动下，新能源车的海运渗透率增长空间仍存。

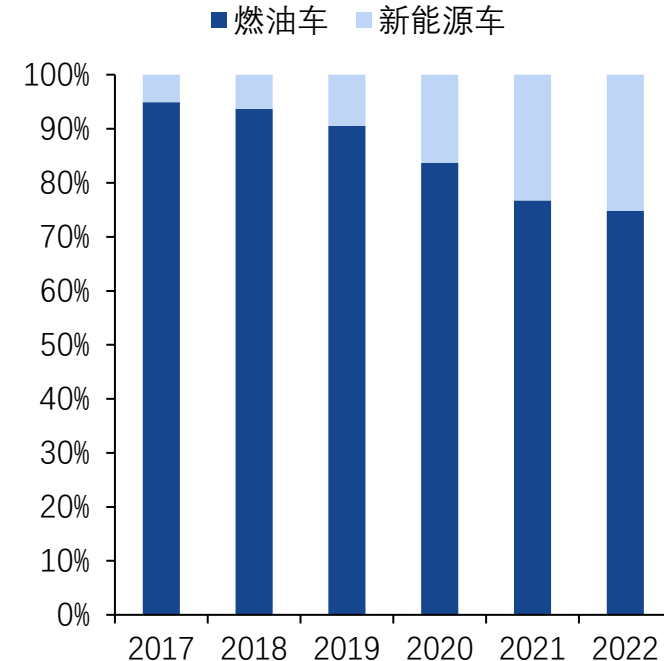
图表：2021年全球汽车海上贸易量仍低于疫情前



图表：预计2022年全球汽车海上运输量将超越疫情前的最高点



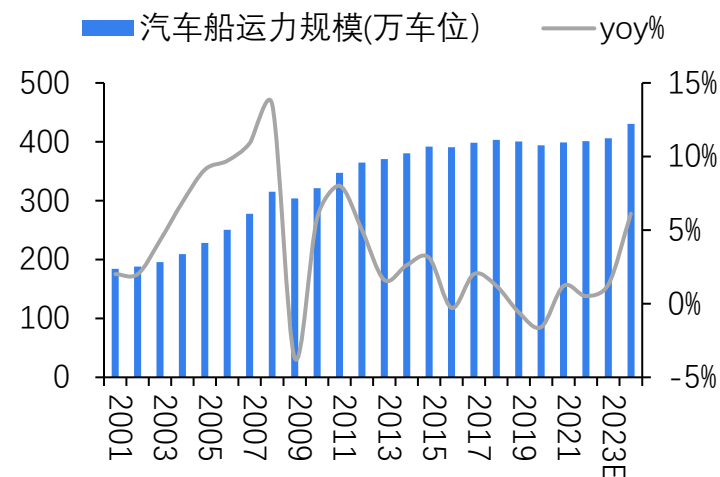
图表：新能源车的渗透率逐步提升，且仍有进一步增长潜力



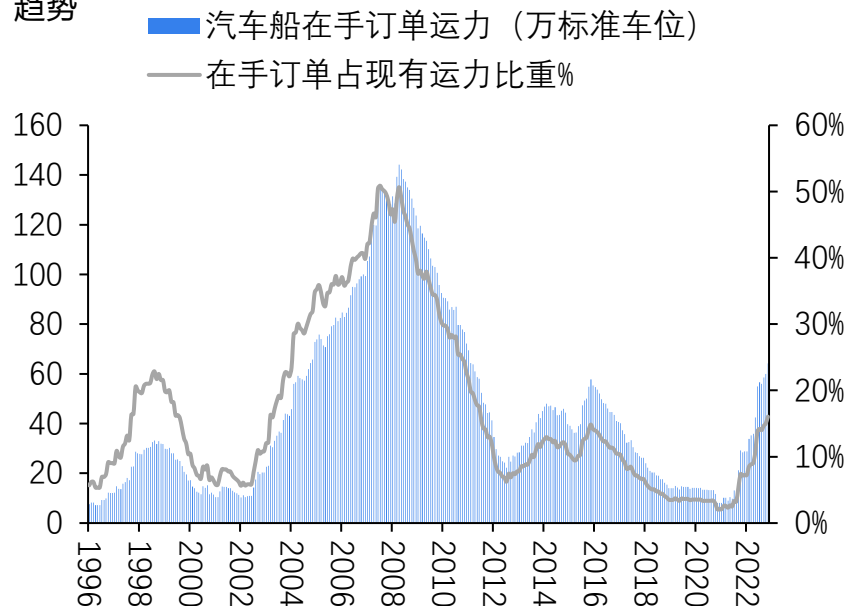
3.4 汽车船供给：大龄船只占比超7成，新运力交付仍需等待

- 根据克拉克森预测，2023年全球海上运输量增速为5.10%，而运力增速仅有1.3%，汽车船市场将保持较大的供需差。2024-2025年才到现有订单的集中交付期，2023年-2025年汽车船交付运力占总运力比重分别为1.74%、7.46%、4.74%。
- 船队老龄化严重。目前2成以上的汽车船船龄超过20年，这部分的船舶有望在环保政策的推动下加速进入拆解队伍，加剧供给紧张的局面。

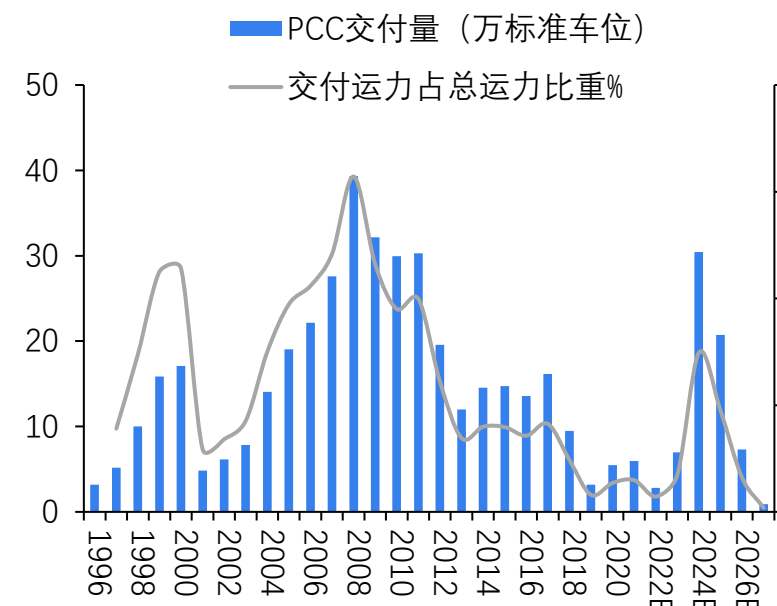
图表：预计2023年汽车船运力规模仅增长1.3%



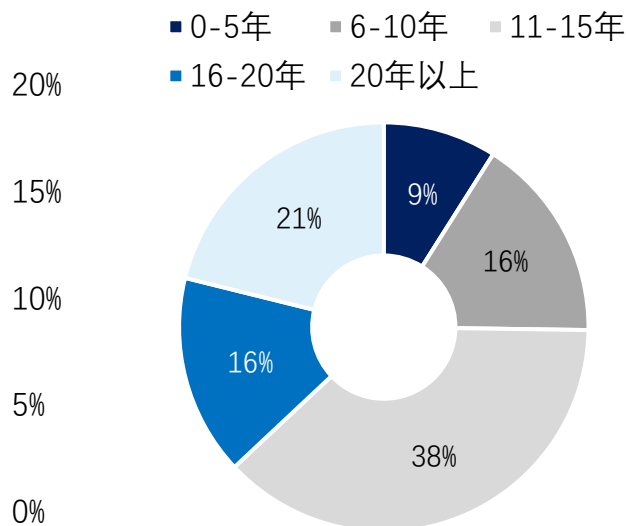
图表：2021年以来汽车船在手订单占现有运力比重呈上升趋势



图表：现有订单将在2024-2025年集中交付



图表：超2成汽车船的船龄超过20年



四、半潜船：壁垒高筑铸造行业价值，海风油气引领周期上行

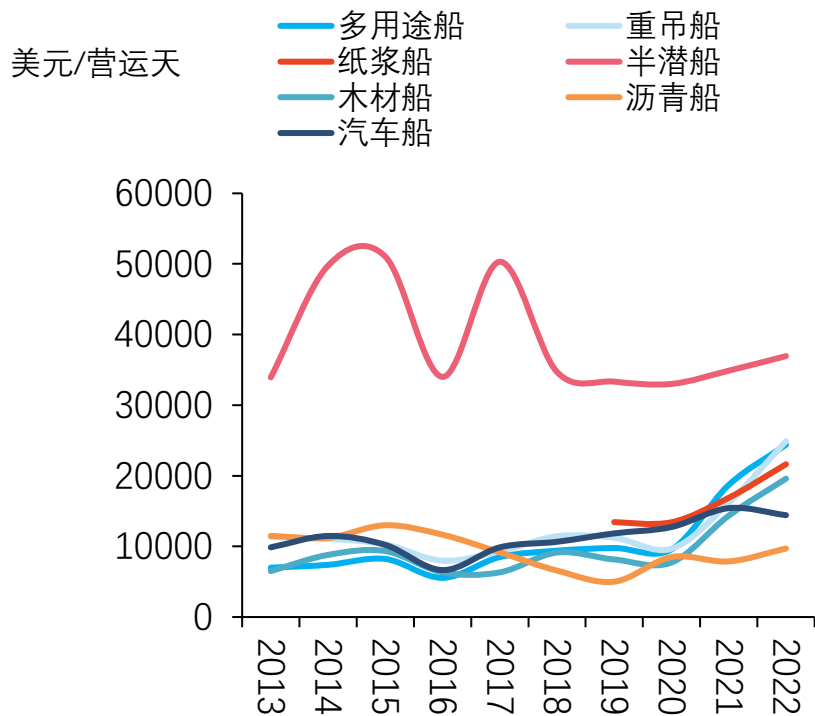
4.1 高费率高集中度的特殊市场，CR5接近80%

- 中远海特的半潜船队当前运输的货物主要为海洋油气工程设施和海上风电设备，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。半潜船市场主要分为高中低端市场：低端市场主要承运价值较低的货物，运费较低，竞争激烈；中端市场为运输工程船，该类运输有一定运费支撑，运费较为适中，竞争也较为激烈；高端市场则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。
- 当前的半潜船市场集中度相对较高，五大船东占据近8成市场份额。

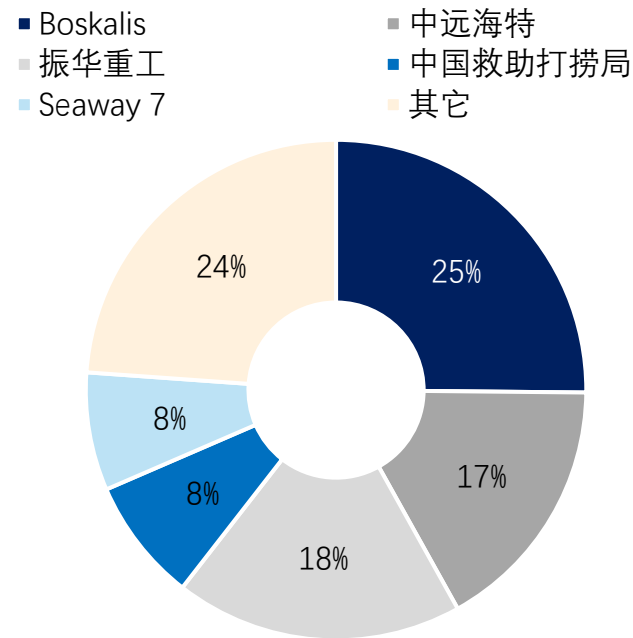
图表：半潜船主要分为高中低端市场，公司长期服务于高端市场

市场类型	货物类型	特点
低端	价值较低的货物	运费低、竞争激烈
中端	海洋工程船	运费适中、竞争较激烈
高端	海上石油开采设备、海洋工程设备	运费较高、对运输时间及安全性要求高

图表：公司半潜船队期租水平长期高于其它船队



图表：五大船东已占据半潜船市场近8成市场份额（截至2023.2.1）

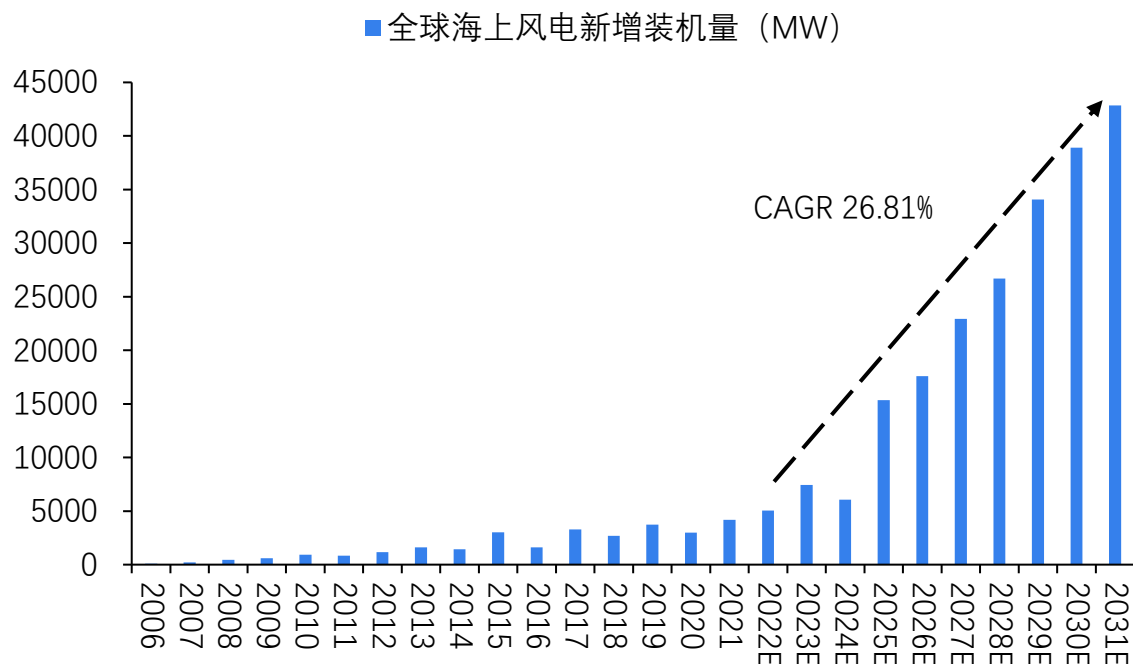


注：以运力口径计算

4.2 需求：海风市场景气高企，半潜船队有望充分受益

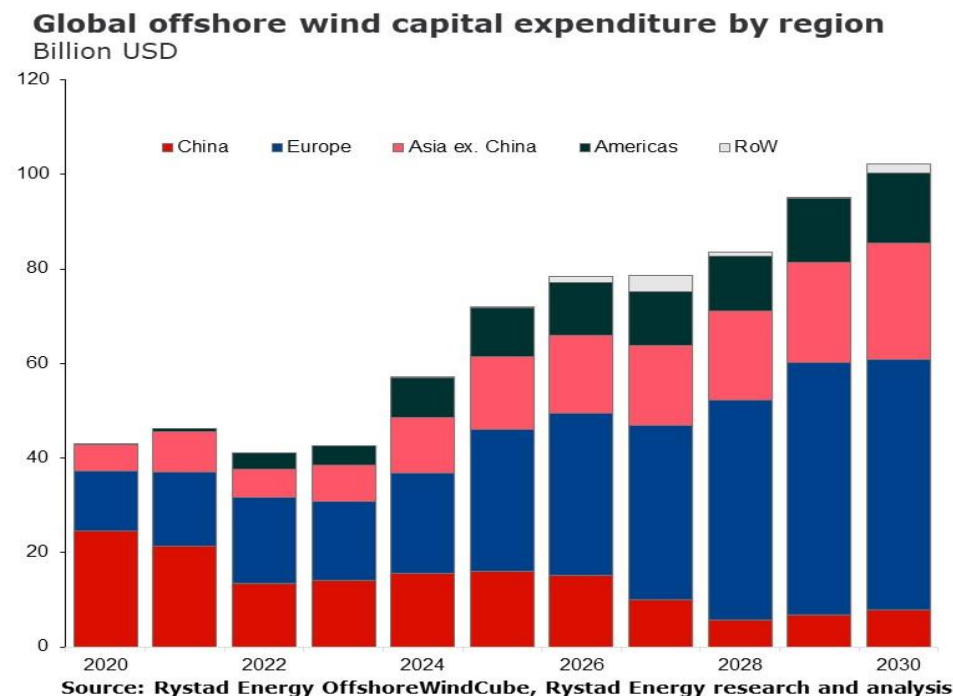
- 碳中和目标引领海上风电市场进入高景气周期，根据GWEC预测，2022-2031年海上风电新增装机量CAGR高达26.81%。
- 海上风电市场的持续火热带动了海上风电资本开支的持续提升。根据Rystad Energy预测，2021-2030年全球海上风电资本支出将从460亿美元提升至1020亿美元，CAGR达到9.25%，海上风电设备的运输与安装需求有望为半潜船队创造新增长点。

图表：2022-2031年海上风电新增装机量CAGR有望达到26.81%



注：不包含中国的数据

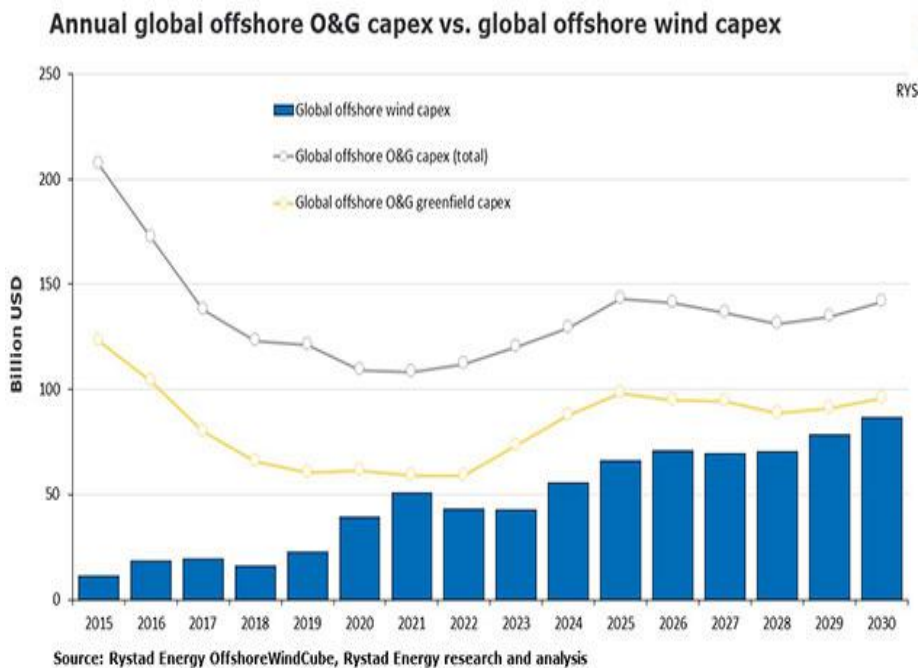
图表：2021-2030海上风电资本支出CAGR有望达到9.25%



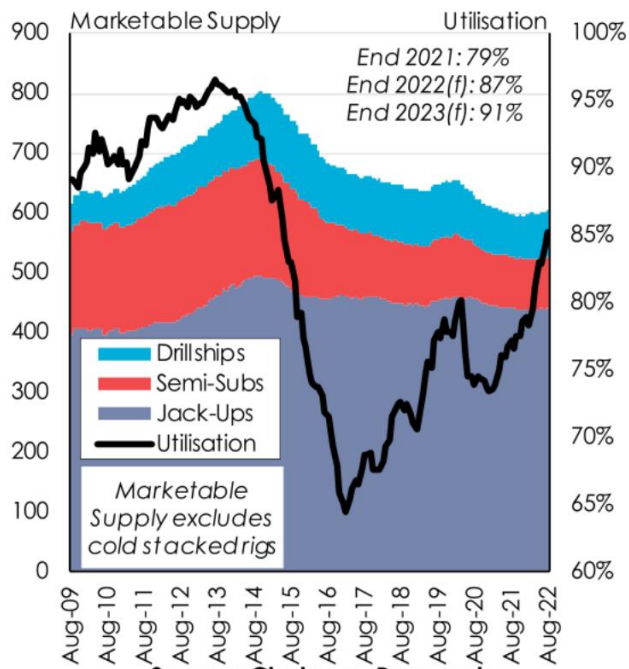
4.2 需求：油气开采需求复苏，设备运输需求有望高增

- 2022年能源危机是全年的主线，新老能源在俄乌冲突的催化下均都呈现出短缺的态势。在传统能源高景气且原油、天然气领域去俄化的背景下，2023年油、气板块资本开支有望出现回补。
- 钻井平台利用率和交付量正在上行，半潜船需求可期。**全球可移动海上钻井平台利用率持续攀升，有望带动现有钻井平台的运输需求。2023年可移动海上钻井平台交付量同比2022年将大幅增加，新钻井平台的交付有望提供需求增量。

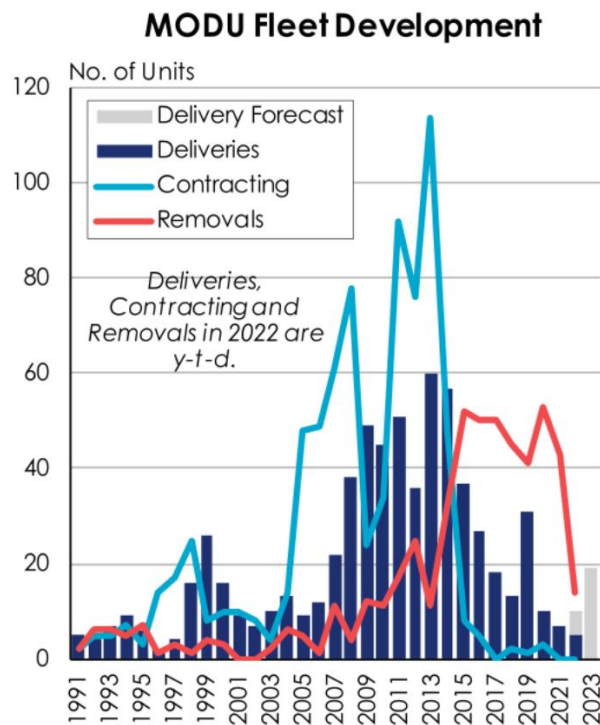
图表：海上油气开采业的资本支出将触底反弹



图表：MODU利用率持续攀升
MODU Supply & Utilisation



图表：2023年MODU交付量同比将大幅上升



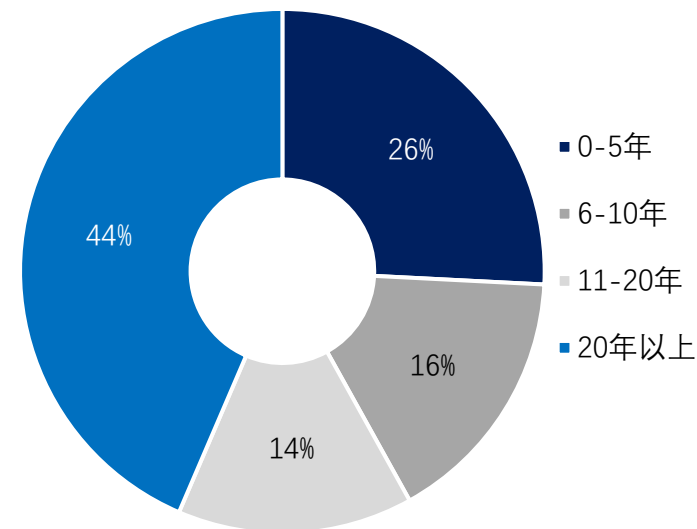
4.3 供给：壁垒高筑阻挡新进入者，船舶老龄化加速市场出清

- **潜在供给有限，且船只老化严重。**根据克拉克森统计，目前全球半潜船订单仅剩两艘，分别将在2023年和2024年交付，订单运力占现有运力仅4.20%。当前半潜船船龄超20年的船只占比为44%，船舶老龄化严重。而海工运输市场对船龄超过20年的船舶的使用要求十分苛刻，老旧船舶将不利于船东维持现有的市场份额。
- **中远海特船队具备年龄优势。**Boskalis、中远海特、振华重工、Seaway7旗下船队的平均船龄分别为25年、9.9年、16.7年和35.6年，中远海特旗下的半潜船队相较另外三大船队而言更为年轻，未来有望扩大自身在市场中的领先地位。

图表：半潜船当前仅有两艘订单，新增运力有限

船东名称	订单运力规模（载重吨）	艘数	交付时间	占现有运力比重
Seaway 7	48000	1	2023年7月	1.78%
中远海特	65000	1	2024年1月	2.41%
合计	113000	2	-	4.20%

图表：全球半潜船队船龄超20年的船只占比为44%，船舶老龄化严重



五、盈利预测与投资评级

- **本文核心假设预测如下：**
- 1.考虑到多用途船及重吊船队的供需情况，我们预计2022-2024年多用途船队期租水平分别为24000/21500/20500美元/营运天，重吊船队期租水平分别为 25000/21000/20500美元/营运天。
- 2.考虑到汽车船市场的高景气，我们预计2022-2024年纸浆船队期租水平分别为24000/31000/28000美元/营运天，汽车船队期租水平分别为15000/30000/50000美元/营运天。
- 3.考虑到海上油气开采行业和海上风电行业的需求情况，我们预计2022-2024年半潜船队期租水平分别为35000/40000/45000美元/营运天。
- 4.考虑到沥青船及木材船市场的供需情况，我们预计2022年-2024年沥青船队营业收入分别为4.03/4.03/4.04亿元，木材船队营业收入分别为4.78/4.76/4.67亿元。
- 5.考虑到非航运业务收入的具体情况，我们预计2022年-2024年非航运业务收入分别为5.94/5.94/5.94亿元
- **综上**，我们预计2022-2024年营收分别为102.59、116.63、126.28亿元，归母净利润分别为7.91、19.40、20.22亿元，对应2022-2024年PE分别为19.55倍、7.97倍、7.64倍。中远海特作为全球一流的特种船队运营商，盈利弹性较大，未来净利润有望在纸浆、半潜和汽车船的拉动下大幅增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

5.1 分业务收入拆分及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
多用途船					
营业收入 (亿元)	22.38	29.24	32.75	32.67	32.17
yoy%	-18.08%	30.61%	12.03%	-0.25%	-1.52%
期租水平 (美元/营运天)	9,574	18,718	24,000	21,500	20,500
年末船舶数量 (艘)	32	32	32	37	37
重吊船					
营业收入 (亿元)	12.78	15.98	18.97	17.57	16.44
yoy%	-8.19%	25.01%	18.73%	-7.40%	-6.38%
期租水平 (美元/营运天)	9,651	16,173	25,000	21,000	20,500
年末船舶数量 (艘)	24	24	24	24	24
纸浆船					
营业收入 (亿元)	5.25	10.55	17.12	27.20	31.31
yoy%	171.84%	100.74%	62.33%	58.87%	15.14%
期租水平 (美元/营运天)	13,402.61	16,872	24,000	31,000	28,000
年末船舶数量 (艘)	10	13	18	24	30
半潜船					
营业收入 (亿元)	13.25	13.60	14.82	18.61	20.69
yoy%	-33.68%	2.66%	8.97%	25.57%	11.19%
期租水平 (美元/营运天)	33,002.99	34,880.53	35,000	40,000	45,000
年末船舶数量 (艘)	7	8	9	9	10
汽车船					
营业收入 (亿元)	3.79	4.50	4.18	5.87	11.01
yoy%	-3.23%	18.86%	-7.07%	40.34%	164.60%
期租水平 (美元/营运天)	12,735	15,403	15,000	30,000	50,000
年末船舶数量 (艘)	5	5	5	5	10
木材船营业收入 (亿元)	4.03	4.60	4.78	4.76	4.67
沥青船营业收入 (亿元)	4.49	3.13	4.03	4.03	4.04
非航运业务营业收入 (亿元)	4.44	5.94	5.94	5.94	5.94

5.2 行业可比公司估值

图表：行业可比公司估值（2023.2.2）

主营业务	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率PE TTM	市净率PB(MRQ)	EV/EBITDA(倍)
特种运输	600428.SH	中远海特	154.56	23.55	1.46	14.59
散货、油运、集运	601872.SH	招商轮船	535.52	9.09	1.67	9.33
干散货	2343.HK	太平洋航运	132.45	1.7	0.96	1.92
油运	600026.SH	中远海能	603.22	-	0.96	-90.71
	1138.HK	中远海能	609.45	-	1.08	-83.83
	601975.SH	招商南油	222.26	22.5	3.2	21.05
集运	601919.SH	中远海控	1743.09	1.47	0.79	-0.19
	1919.HK	中远海控	1186.31	1.04	0.56	-0.37
	0316.HK	东方海外国际	771.24	1.14	0.87	0.42
	1308.HK	海丰国际	418.18	3.34	2.79	4.69

注：上述市值数据均以人民币计价，1HKD=0.8651CNY

- 1、集运和干散货运价下行超预期
- 2、中国汽车出口量大幅下滑
- 3、欧美增加汽车贸易壁垒
- 4、油气价格下行幅度超预期
- 5、风电出口不及预期。

中远海特盈利预测表

证券代码： 600428

股价： 7.20

投资评级： 增持(首次覆盖)

日期： 2023/02/02

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1914	1790	3352	5251	营业收入	8753	10259	11663	12628	每股指标				
应收款项	528	980	625	1090	营业成本	6836	7890	8010	8746	EPS	0.14	0.37	0.90	0.94
存货净额	455	465	474	549	营业税金及附加	28	38	42	45	BVPS	4.48	4.80	5.71	6.65
其他流动资产	1590	1636	1749	1944	销售费用	48	62	69	74	估值				
流动资产合计	4486	4870	6200	8834	管理费用	638	762	868	936	P/E	36.0	19.5	8.0	7.6
固定资产	13477	13901	14176	14772	财务费用	259	0	0	0	P/B	1.1	1.5	1.3	1.1
在建工程	243	293	353	381	其他费用/(-收入)	39	35	43	47	P/S	1.2	1.5	1.3	1.2
无形资产及其他	3258	6143	9449	15276	营业利润	453	1160	2798	2968	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	1470	1567	1597	1637	营业外净收支	14	0	0	0	盈利能力				
资产总计	22934	26774	31776	40900	利润总额	466	1160	2798	2968	ROE	3%	8%	16%	14%
短期借款	1248	1031	1015	902	所得税费用	160	356	826	912	毛利率	22%	23%	31%	31%
应付款项	1703	2132	1699	2452	净利润	307	804	1972	2057	期间费率	11%	8%	8%	8%
预收帐款	1	39	23	29	少数股东损益	6	13	32	35	销售净利率	3%	8%	17%	16%
其他流动负债	2825	2853	2910	3027	归属于母公司净利润	300	791	1940	2022	成长能力				
流动负债合计	5777	6055	5646	6410	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	24%	17%	14%	8%
长期借款及应付债券	4647	4647	4647	4647	经营活动现金流	1686	1886	2664	3473	利润增长率	139%	163%	145%	4%
其他长期负债	2858	5723	9162	15465	净利润	300	791	1940	2022	营运能力				
长期负债合计	7504	10370	13808	20112	少数股东权益	6	13	32	35	总资产周转率	0.38	0.38	0.37	0.31
负债合计	13281	16425	19455	26522	折旧摊销	942	801	1018	1461	应收账款周转率	16.96	11.17	19.15	12.33
股本	2147	2147	2147	2147	公允价值变动	-3	0	0	0	存货周转率	19.26	22.08	24.60	23.02
股东权益	9653	10349	12321	14378	营运资金变动	-281	-33	-160	142	偿债能力				
负债和股东权益总计	22934	26774	31776	40900	投资活动现金流	-612	-4551	-4524	-7765	资产负债率	58%	61%	61%	65%
					资本支出	-703	-4137	-4070	-7306	流动比	0.78	0.80	1.10	1.38
					长期投资	-7	-591	-584	-614	速动比	0.45	0.50	0.74	1.03
					其他	98	177	130	155					
					筹资活动现金流	-591	2541	3422	6191					
					债务融资	-201	2648	3422	6191					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-390	-107	0	0					
					现金净增加额	399	-124	1562	1899					

交通运输小组介绍

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

分析师承诺

许可，李然，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597