

## 中远海特 (600428.SH)

强烈推荐 (维持)

### 22年盈利大幅增长,持续看好“三核三链”成长潜力

中远海特发布2022年度业绩公告,利润实现大幅增长。公司2022年实现营收122.1亿元,同比增长39.5%;实现归母净利润8.21亿元,同比增长173%;实现扣非归母净利润7.8亿元,同比增长177%。其中Q4实现营收29.8亿元,同比增长7.6%;实现归母净利润0.51亿元,实现扣非归母净利润0.97亿元。

- 受益于风电设备、工程机械出口需求旺盛,2022年多用途船/重吊船利润同比大幅增长。公司自有及租入的多用途船队、重吊船共实现营业收入人民币37.02/22.3亿元,同比增加26.6%/39.4%,实现毛利9.5/5.6亿元,同比增长34%/61.7%。2022年多用途船、重吊期租水平达到2.48/2.45万美元/天。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。未来新增风电装机需求以及各国基建投资加码将拉动对MPP市场形成较强支撑。但受制于去年较高基数,预计2023年多用途及重吊船运价有所回落。
- 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年公司纸浆船及汽车船利润同比明显增长。2022年纸浆船/汽车船实现营业收入19.02/3.5亿元,同比+80.4%/-21.7%,毛利达3.4亿元/1.02亿元,同比+21.1%/+42%。2022年纸浆船、汽车船期租水平达到2/2.3万美元/天。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。2022年公司共发运汽车7.5万辆。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。考虑到未来3年纸浆船规模快速扩张,预计纸浆船业务收入同比实现较快增长。
- 半潜船行业壁垒较高,海风安装及油气开采支撑景气度,2022年半潜船利润也 同样大幅增长。2022年半潜船实现营业收入23.4亿元,同比+72%,毛利达4.5亿元,同比+48%。2022年半潜船期租水平达到3.5万美元/天。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。预计23年半潜船收入保持稳健增长。
- 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)减值压力基本释放,同时定增预案落地,看好未来三年财报持续改善。我们预计公司2023-2025年实现归母净利润17/22/27亿元,同比增长108%/29%/21%,维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示:宏观经济下滑,业绩测算风险,多用途船、汽车船等市场下行等

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8753	12207	14579	16539	18608
同比增长	24%	39%	19%	13%	13%
营业利润(百万元)	453	1096	2422	3144	3803
同比增长	437%	142%	121%	30%	21%
归母净利润(百万元)	300	821	1711	2215	2683
同比增长	139%	173%	108%	29%	21%
每股收益(元)	0.14	0.38	0.80	1.03	1.25
PE	45.4	16.6	8.0	6.2	5.1
PB	1.4	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源:公司数据、招商证券

周期/交通运输

目标估值: NA

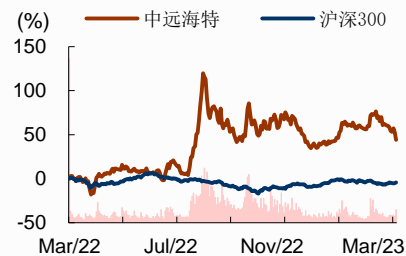
当前股价: 6.35元

#### 基础数据

总股本(万股)	214665
已上市流通股(万股)	214665
总市值(亿元)	136
流通市值(亿元)	136
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	57.5%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	2	56
相对表现	-1	-3	59



资料来源:公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《中远海特(600428)——全球一流特种船运营商,“三核三链”驱动公司快速成长》2023-03-07

苏宝亮 S1090519010004

subaoliang@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

魏芸 S1090522010002

weiyun@cmschina.com.cn

## 1、事件

中远海特发布 2022 年度业绩公告，利润实现大幅增长。公司 2022 年实现营收 122.1 亿元，同比增长 39.5%；实现归母净利润 8.21 亿元，同比增长 173%；实现扣非归母净利润 7.8 亿元，同比增长 177%。其中 Q4 实现营收 29.8 亿元，同比增长 7.6%；实现归母净利润 0.51 亿元，实现扣非归母净利润 0.97 亿元。

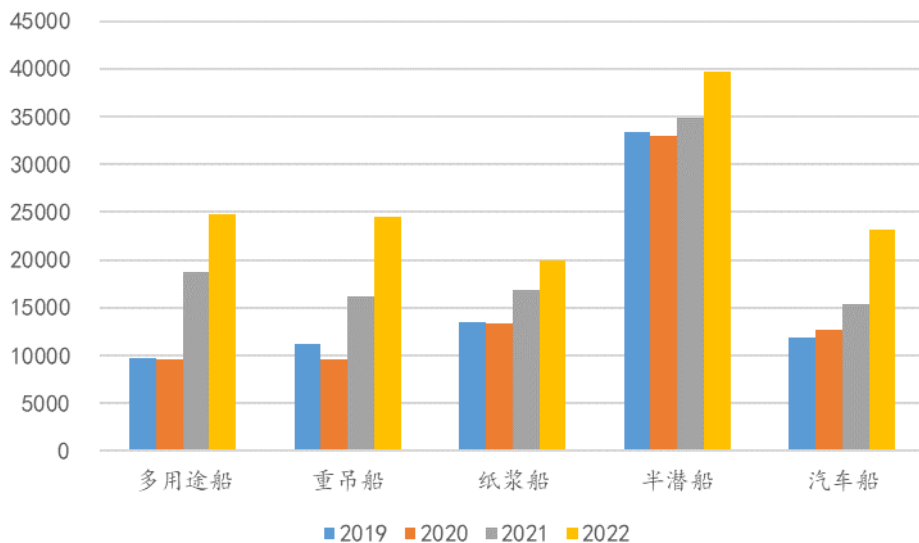
## 2、点评

受益于风电设备、工程机械出口需求旺盛，2022 年多用途船/重吊船利润同比大幅增长。公司自有及租入的多用途船队、重吊船共实现营业收入人民币 37.02/22.3 亿元，同比增加 26.6%/39.4%，实现毛利 9.5/5.6 亿元，同比增长 34%/61.7%。2022 年多用途船、重吊期租水平达到 2.48/2.45 万美元/天。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。但受制于去年较高基数，预计 2023 年多用途及重吊船运价有所回落。

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 年公司纸浆船及汽车船利润同比明显增长。2022 年纸浆船/汽车船实现营收 19.02/3.5 亿元，同比+80.4%/-21.7%，毛利达 3.4 亿元/1.02 亿元，同比+21.1%/+42%。2022 年纸浆船、汽车船期租水平达到 2/2.3 万美元/天。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。2022 年公司共发运汽车 7.5 万辆。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。考虑到未来 3 年纸浆船规模快速扩张，预计纸浆船业务收入同比实现较快增长。

半潜船行业壁垒较高，海风安装及油气开采支撑景气度，2022 年半潜船利润也同样大幅增长。2022 年半潜船实现营收 23.4 亿元，同比+72%，毛利达 4.5 亿元，同比+48%。2022 年半潜船期租水平达到 3.5 万美元/天。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。预计 23 年半潜船收入保持稳健增长。

图 1：2019 年以来公司各业务期租租金水平（美元/天）



资料来源：公司公告、招商证券

公司发布预计 35 亿元定增预案，纸浆船规模预计大幅增长。公司于 3 月 30 日公布定增预案，本次向特定对象发行股票的对象包括中远海运集团在内不超过 35 名特定投资者。预计募集资金总额不超过 35 亿元，募集资金投资项目主要为 1) 租赁 29 艘多用途纸浆船项目；2) 建造 1 艘 65000 吨半潜船项目；3) 补充流动资金。

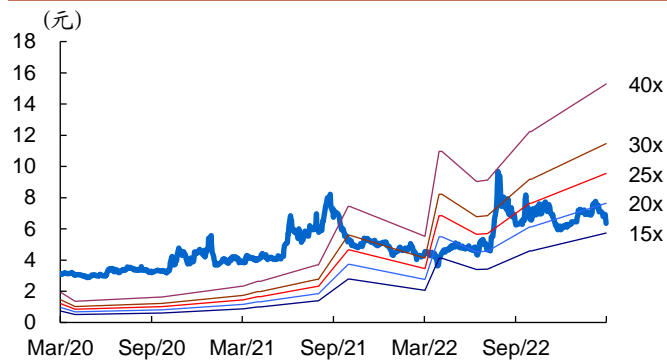
### 3、投资建议

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) 减值压力基本释放，同时定增预案落地，看好未来三年财报持续改善。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 17/22/27 亿元，同比增长 108%/29%/21%，维持“强烈推荐”投资评级。

### 4、风险提示

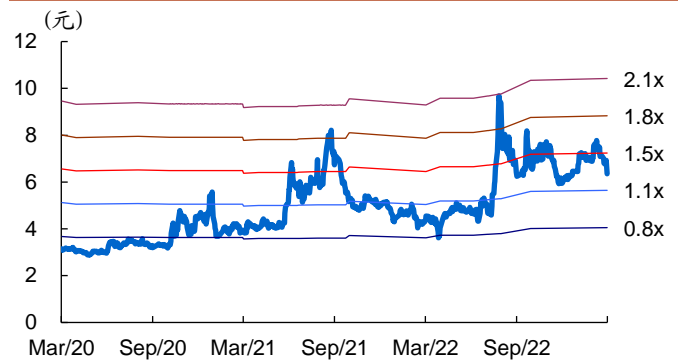
宏观经济下滑，业绩测算风险，多用途船、汽车船等市场周期下行等

图 2: 中远海特历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 中远海特历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

### 参考报告:

- 1、《中远海特（600428）—全球一流特种船运营商，“三核三链”驱动公司快速成长》2023-03-07

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4486	4129	5907	6899	9797
现金	1914	997	2282	2799	5157
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12	0	0	0	0
应收款项	516	712	827	938	1056
其它应收款	134	225	268	304	343
存货	455	681	767	865	986
其他	1456	1514	1762	1992	2257
<b>非流动资产</b>	18448	21105	21225	21336	21440
长期股权投资	1470	1592	1592	1592	1592
固定资产	13477	13644	13762	13873	13976
无形资产商誉	102	97	87	79	71
其他	3400	5772	5784	5793	5801
<b>资产总计</b>	<b>22934</b>	<b>25234</b>	<b>27132</b>	<b>28235</b>	<b>31237</b>
<b>流动负债</b>	5777	5818	5993	5037	5558
短期借款	1248	1092	2396	1100	1200
应付账款	1703	1995	2273	2562	2920
预收账款	262	352	401	452	515
其他	2564	2379	923	923	923
<b>长期负债</b>	7504	8701	8701	8701	8701
长期借款	4647	4617	4617	4617	4617
其他	2858	4085	4085	4085	4085
<b>负债合计</b>	<b>13281</b>	<b>14519</b>	<b>14695</b>	<b>13738</b>	<b>14259</b>
股本	2147	2147	2147	2147	2147
资本公积金	4308	4313	4313	4313	4313
留存收益	3173	4225	5936	7980	10442
少数股东权益	25	29	41	57	76
归属于母公司所有者权益	9628	10685	12396	14440	16902
<b>负债及权益合计</b>	<b>22934</b>	<b>25234</b>	<b>27132</b>	<b>28235</b>	<b>31237</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1686	2375	2654	3043	3101
净利润	300	821	1711	2215	2683
折旧摊销	841	886	892	901	910
财务费用	291	270	320	342	320
投资收益	(48)	(46)	(117)	(297)	(711)
营运资金变动	323	437	(170)	(139)	(125)
其它	(21)	7	17	20	24
<b>投资活动现金流</b>	(612)	(1770)	(896)	(716)	(302)
资本支出	(842)	(864)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	230	(906)	104	284	698
<b>筹资活动现金流</b>	(591)	(1810)	(472)	(1809)	(441)
借款变动	(1022)	(2626)	(152)	(1296)	100
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	5	0	0	0
股利分配	(43)	(107)	0	(171)	(221)
其他	464	918	(320)	(342)	(320)
<b>现金净增加额</b>	<b>483</b>	<b>(1206)</b>	<b>1285</b>	<b>517</b>	<b>2357</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	8753	12207	14579	16539	18608
营业成本	6836	9517	10846	12223	13928
营业税金及附加	28	26	31	35	40
营业费用	48	47	57	66	74
管理费用	638	727	904	992	1116
研发费用	39	98	117	33	37
财务费用	259	299	320	342	320
资产减值损失	(510)	(534)	0	0	0
公允价值变动收益	3	35	35	35	0
其他收益	1	1	1	1	1
投资收益	52	101	80	260	710
<b>营业利润</b>	453	1096	2422	3144	3803
营业外收入	26	21	21	21	21
营业外支出	12	50	50	50	50
<b>利润总额</b>	466	1068	2393	3115	3774
所得税	160	241	670	885	1072
少数股东损益	6	6	12	16	19
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>300</b>	<b>821</b>	<b>1711</b>	<b>2215</b>	<b>2683</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	24%	39%	19%	13%	13%
营业利润	437%	142%	121%	30%	21%
归母净利润	139%	173%	108%	29%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.9%	22.0%	25.6%	26.1%	25.1%
净利率	3.4%	6.7%	11.7%	13.4%	14.4%
ROE	3.1%	7.7%	13.8%	15.3%	15.9%
ROIC	2.7%	6.0%	10.1%	12.3%	12.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.9%	57.5%	54.2%	48.7%	45.6%
净负债比率	33.3%	28.4%	25.8%	20.2%	18.6%
流动比率	0.8	0.7	1.0	1.4	1.8
速动比率	0.7	0.6	0.9	1.2	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	17.1	16.8	15.0	15.0	15.1
应收账款周转率	20.3	19.7	18.9	18.7	18.7
应付账款周转率	4.5	5.1	5.1	5.1	5.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.14	0.38	0.80	1.03	1.25
每股经营净现金	0.79	1.11	1.24	1.42	1.44
每股净资产	4.48	4.98	5.77	6.73	7.87
每股股利	0.05	0.00	0.08	0.10	0.13
<b>估值比率</b>					
PE	45.4	16.6	8.0	6.2	5.1
PB	1.4	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	32.2	21.9	13.7	11.3	9.9

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。