

中远海特 (600428.SH)

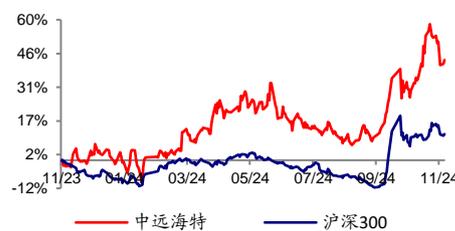
借力出海，开辟第二成长曲线

公司评级
增持

当前价格	7.17 元
合理价值	7.81 元
报告日期	2024-11-20

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2146.65/2146.65
总市值/流通市值 (百万元)	15391/15391
一年内最高/最低 (元)	7.94/4.71
30 日日均成交量/成交额 (百万)	51.84/381.94
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	32.04/13.39

相对市场表现

分析师:

许可



SAC 执证号: S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师:

李然



SAC 执证号: S0260523120009



liran@gf.com.cn

请注意，李然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:
核心观点:

- **全球特种船龙头，开启战略转型。**公司运营的船队包括多用途、重吊、纸浆、半潜、木材、沥青、汽车船，总数达 164 艘，总载重吨位 481.6 万载重吨。“十四五”期间，公司抓住机遇，重点布局中国汽车、风发、机械设备出海带来的市场机遇，着重发展汽车、纸浆、重吊船业务。
- **多用途、重吊、半潜船业务：稳健兼具弹性。**中国产能出海的背景下，机械、风电设备等出口高速增长，给多用途、重吊船业务提供了需求增量，减弱其周期波动。考虑到目前多用途景气处于中低位，其业绩稳定性大大增强。同时与其周期有较强联动性的干散货市场处于衰退后期过渡至复苏早期的状态，具备在 2025 年及以后景气走强并且景气外溢带动多用途船启动的可能性。
- **汽车、纸浆船：核心增长点。**纸浆和汽车船业务均受益于汽车船市场的高景气，而汽车船市场的高景气源自中国汽车出口的快速发展。展望后市，即使汽车船市场景气回归新常态，保持中高景气。公司业绩也将受益于以下两个方面：1.量的增长：汽车和纸浆船是公司未来两年船队引进的重点方向。2.价的回归：过去公司主要通过合营的方式参与汽车船运营，2024 年 4 月并表合营公司，公司利润规模得到提升，同时汽车船业务的期租水平有望向市场均值回归。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 24-26 年公司归母净利润分别为 15.23、16.77 和 20.24 亿元。考虑到公司成长业务占比稳步提升，按照原本周期股的估值方法略不合理，参考历史中枢和可比公司，给予一定成长溢价。给予 25 年 PE 10X，对应合理价值为 7.81 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。**汽车出口量不及预期风险；机械设备出口不及预期风险；宏观经济大幅下滑风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12207	12007	13295	14821	17744
增长率 (%)	39.5%	-1.6%	10.7%	11.5%	19.7%
EBITDA (百万元)	2909	2474	3469	3857	4608
归母净利润 (百万元)	821	1064	1523	1677	2024
增长率 (%)	173.5%	29.6%	43.1%	10.1%	20.7%
EPS (元/股)	0.38	0.50	0.71	0.78	0.94
市盈率 (P/E)	15.56	10.81	10.10	9.18	7.60
ROE (%)	7.7%	9.2%	12.2%	12.5%	14.0%
EV/EBITDA	7.37	8.42	7.86	7.33	6.06

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

一、中远海特：把握历史机遇，面向新质生产力转型	5
二、多用途、重吊、半潜船业务是稳健的基本盘	12
（一）多用途船业务：公司业绩的压舱石	12
（二）重吊船业务：周期性弱化版的多用途船	14
（三）半潜船业务：高壁垒同时供需稳定	15
三、纸浆、汽车船业务提供第二增长曲线	19
（一）纸浆船业务：把握机遇，依托汽车船市场景气建立新业务模式	19
（二）汽车船业务：回归常态，但有望保持中高景气	21
四、盈利预测和投资建议	29
五、风险提示	31

图表索引

图 1: 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	5
图 2: 股权关系清晰, 隶属中远海运集团 (截至 2024.6.30)	6
图 3: 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	6
图 4: 中远海特主要航线已经覆盖全球 160 多个国家和地区	7
图 5: 受出口强劲与国际航运回暖影响, 公司营收迈入新高度	8
图 6: 出口运输业务成为公司增长强劲动力 (亿元)	8
图 7: 多用途与重吊船为核心支柱, 纸浆与汽车船成长可期 (亿元)	9
图 8: 2020-2023 年纸浆产品运输量占比增长一倍 (计费吨, %, 不含半潜船)	9
图 9: 2024 年乘用车、商用车, 风电设备, 工程设备增长亮眼	9
图 10: 营业成本相对刚性, 与业务增速基本一致	10
图 11: 燃料与港口使用费占比近六成 (亿元)	10
图 12: 公司各项费用率保持相对稳定	10
图 13: 2018 年以来公司净利润实现稳步增长	11
图 14: 公司毛利与市场指数高度相关, 具有明显的周期性	11
图 15: 重吊船、半潜船和汽车船队持续为公司毛利提供支撑 (亿元)	11
图 16: 多用途船只主体形似散货船, 区别是在船上加有塔吊	12
图 17: 多用途船周期跟集运、干散市场趋同, 但波动幅度弱于二者 (美元/天)	12
图 18: 多用途市场仍在一轮资本开支上行期中 (%)	13
图 19: 目前 20 年以上的老龄船占比超过 40% (年)	13
图 20: 未来每年依旧有一定规模的运力交付	13
图 21: 当下多用途市场的运力处于大进大出的状态	13
图 22: 集运、散货景气位置均位于偏底部区域	14
图 23: 多用途船期租价格目前基本位于周期低位 (美元/天)	14
图 24: 公司机械设备相关业务营收中枢不断上移	14
图 25: 重吊船毛利水平在 2023 年表现出更强的抗跌	14
图 26: 2016 年以来中国工程机械出口规模持续攀升	15
图 27: 一带一路沿线国家为我国工程机械的主要出口对象	15
图 28: 近年来一带一路新项目基本保持月均 10 个左右	15
图 29: 新增项目所属行业偏工程、基建、能源类	15
图 30: 公司半潜船队期租水平长期高于其它船队 (美元/天)	16
图 31: 五大船东已占据半潜船市场近 7 成市场份额	16
图 32: 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	17
图 33: GWEC 预计 2024 年全球新增装机量将达到 131GW, 未来 5 年 CAGR 9.4%	17
图 34: 欧洲海风建设是未来市场的主要增量	17
图 35: 海上可移动钻井平台利用率持续攀升	18
图 36: 2024 年海上可移动钻井平台仍有新交付量	18
图 37: 公司纸浆船队期租水平保持稳步提升态势 (美元/天)	19
图 38: 中国纸浆消耗量总体保持上升趋势	20
图 39: 国产纸浆产能扩张进展缓慢 (万吨)	20
图 40: 中国对进口纸浆的依赖逐步提升	20
图 41: 2023 年中国汽车出口国主要分布于欧洲和中南美, 跟公司纸浆出口路线契	

合	21
图 42: “可折叠商品车专用框架”有望提升纸浆船队的利用率和利润水平	21
图 43: 汽车船潜在交付压力较大	21
图 44: 2025/26 两年预计会是供给增长高峰	21
图 45: 从一年期租水平来看, 汽车船市场景气处于高位回调中 (美元/天)	22
图 46: 全球汽车海上贸易量持续创新高	22
图 47: 自 2021 年中国乘用车竞争力提升带动汽车出口量大幅提升 (千辆)	23
图 48: 自 2021 年中国占全球海上汽车出口量份额大幅提升	23
图 49: 新贸易格局下汽车船平均运距持续上升	23
图 50: 中国至欧洲汽车出口是运距拉长的主要驱动	23
图 51: 中国汽车出口在关税陆续实施的情况下依旧保持稳健趋势 (辆)	24
图 52: 随着关税政策逐渐落实, 新能源车出口数量不降反升 (辆, %)	25
图 53: 目前约 23.57% 的船年龄超过 20 年 (标准车)	25
图 54: 4000Ceu 以上大船船龄依然偏老 (标准车)	25
图 55: PCC 的船速已经根据不同 CII 评级出现了显著分化 (节)	26
图 56: 全球前十大汽车船船东占据了 66.5% 的市场份额 (万载重吨)	27
图 57: 中远海特汽车船期租水平向市场期租水平靠拢 (美元/天)	28
图 58: 中远海特汽车船数量预计在明后两年得到大幅扩张	28
图 59: 公司目前估值水平处于历史低位 (元)	31
表 1: 多用途船和重吊船数量占比最多, 是公司的主力船型 (截至 2024.10.25)	7
表 2: 多用途船、重吊船均属多用途船, 但设计上有所区别	14
表 3: 半潜船主要分为高中低端市场, 公司长期服务于高端市场	16
表 4: 公司纸浆运输均以长期 COA 合同为主	19
表 5: 关键地区关税政策集中落地	24
表 6: 前十大汽车船东大部分都出自汽车出口大国	26
表 7: 中国主要船东现有汽车船运力较少, 主要依托汽车厂合资建设	27
表 8: 公司分部收入拆分 (单位: 百万元)	29
表 9: 可比公司估值表	31

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/797004131032010001>