

分析师: 吴云英 021-63217743 wuyy@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

唯一 4 季度业绩实现环比增长的航运公司

今日长航油运公布业绩快报, 经公司财务部门初步测算, 预计 2008 年公司实现归属于母公司所有者的净利润较 2007 年度已披露的业绩增长 70% 左右, 扣除非经常性损益后同比增长 50% 以上。

我们测算 4 季度单季度经营业务贡献 EPS 约 0.08 元; 环比 3 季度增长 30% 左右。且有部分出售船舶收入计入 4 季度。预测全年公司 EPS 约 0.38 元, 跟我们以前预测的 0.39 元接近。

4 季度业绩实现环比增长

预计 2008 年全年净利润 6.1 亿元左右, 同比 2007 年业绩增长幅度在 70% 以上。业绩实现同比增长 70% 的原因: (1) 2007 年底非公开发行取得的船舶资产, 2007 年仅贡献 11 月和 12 月两个月的运输收入, 但 2008 年度贡献全年运输收入; (2) 公司 2008 年处置船舶资产等非经常性损益项目增加营业外收入接近 2.2 亿元; (3) 2008 年新增 7 艘 MR, 增加经营收入。

不过, 我们现在最为关注的是 4 季度业绩环比增长的情况。在 2008 年 4 季度全球航运市场运价大幅度下挫的背景下, 多数的航运公司业绩都出现同比、环比的大幅度下降, 甚至单季度亏损。但长航油运还能实现业绩环比增长, 在所有航运公司中最为突出。

业绩环比实现增长的原因:

1. 首先, 行业层面, 虽然 2008 年 4 季度全球油轮市场“旺季不旺”, 但运价依旧远远在盈亏平衡点之上。同时, 占据公司 50% 以上比重的是成品油运输。虽然 4 季度 TC4 线成品油运价指数季度平均环比下降 18%, 但依旧高于上半年平均运价。见表 2。公司 MR 平均租金水平一般高于 TC4 线租金水平 60% 左右, 预计 MR 全年租金水平约 2.4 美元/天。
2. 公司层面, 首先, 4 季度 VLCC 开始贡献收入: 10 月 12 日交付的 VLCC “长江之珠” 今年航行一个半航次, 增加租金收入 (除燃油和港口费用) 约 400 万美元。预计增加营业收入约 4000 万元。
3. 4 季度成本环比降低: (1) 4 季度燃料油价格下降了 50% 以上 (新加坡 ifo380 燃料油价格 3 季度均价 669.98 美元/吨; 4 季度均价为 299.76 美元/吨)。公司燃油成本大幅度降低。1-3 季度公司燃油成本共计 6 亿元, 我们预计 4 季度燃油成本远低于 2 亿元。(2) VLCC “长江之珠” 第一个航次航行前加注的燃油部分已经计入 3 季度; 但收入尚未计入。因此 3 季度燃油成本增加, 但 4 季度燃油成本减少。以 1 艘 VLCC 一天耗油 90-100 吨, 第一次加注 20-22 天用油量, 当时新加坡 ifo380 燃料油价格为 500 美元/吨计算, 估计会有约 800 万燃油成本先计入 3 季度。

4. 此外，4 季度出售大庆 419 贡献 1000 多万营业外收入。

表 1: 长航油运单季度经营业绩比较

	2008 年 4 季度 (E)	2008 年 3 季度	2008 年 2 季度	2008 第 1 季度
利润总额(万元)	19217	12294.51	11210.20	33965.97
归属于母公司所有者的净利润(万元)	15588	9988.5	8819.83	30516.34
EPS(元)	0.09	0.062	0.055	0.189
扣除非经常性损益 EPS(元)		0.062	0.055	0.078

资料来源：公司季报、长江证券研究部

表 2: TD3（中东-日本 26 万吨级原油）和 TC4（新加坡-日本 3 万吨级成品油）季度平均运价指数变化

		1Q	2Q	3Q	4Q
TC4	2008	207.5	208.19	310.72	255.33
	2007	218.73	210.83	223.3	225.71
	2006	309.1	268.93	306.6	230.69
	2005	320.78	248.27	322.58	439.28
	2004	293.47	261.19	271.23	370.6
TD3	2008	123.43	168.6	144.56	82.88
	2007	70.98	71.24	59.66	123.57
	2006	108.49	78.82	118.65	68.68
	2005	107.47	71.39	82.46	154.19
	2004	122.52	109.64	120.93	247.86

资料来源：bloomberg

租用油轮储油可能使得油轮运价好于我们之前判断

据伦敦劳氏海事信息机构（LMIU）的数据显示，目前全球约有 37 艘 VLCC 被用作海上油库，占全球 VLCC 运力的 7%。由于原油现货价格低于期货价格，因此部分油公司选择延迟付运原油；在可负担的成本下储存原油，然后在油价回升时才将原油付运。被用作海上油库的 VLCC 主要集中在欧亚和中东地区，

这样，用于即期市场运输原油的运力减少 7%。按照订单交付计划，2009 年交付 VLCC 为 64 艘；上半年交付约 30 艘。但由于部分 VLCC 用作储油，大大减轻了运力增加压力。我们之前判断 2009 年油轮运价前抑后扬，但若这部分油轮一直用于储油，油轮运价可能会远远好于我们之前判断。

今后业绩对 VLCC 运价波动敏感性增强

2009 年将交付 5 艘 VLCC（2008 年交付的 2 艘推迟到 2009 年初）；同时交付 9 艘 MR。2010 年交付 6 艘 VLCC，3 艘 MR。2011 年交付 4 艘 VLCC。见表 3。

今后公司业绩对 VLCC 运价波动敏感性越来越强。虽然 2009 年油轮市场运价上升面临一定压力，但公司与中石化的运价协议至少可以保证 VLCC 不亏损。根据我们所作 2009 年业绩敏感性分析，如果 2009 年 VLCC 平均租金水平与 2007 年接近（5.5 万美元/天），则公司 EPS 约 0.4 元；悲观情况下，VLCC 租金水平跌至 4.2 万美元/天，公司 EPS 约 0.33 元。见表 4。假如 VLCC 储油使得运价好于预期，公司 2009 年业绩还可能高于我们预测。

根据我们对行业判断，2010 年油轮运价由于单壳淘汰，会有较好的表现，长航油运业绩也将在 2010 年实现大幅度增长。

2008-2009 年 PE 在 12 倍；2009 年估值上已经低于其他航运公司。2010 年估值则降低到 7 倍。短期基于其年度业绩的良好表现，中期基于 2010 年行业转好预期，我们维持公司“推荐”评级。

表 3：长航油运运力增长情况

船型/年份		2007 年底		2008 年底		2009 年 底		2010 年底		2011 年 底	
		艘	万吨	艘	万吨	艘	万吨	艘	万吨	艘	万吨
VLCC	新增			1	29.7	5	148.5	6	182	4	122.6
	小计	2	56.6	1	29.7	6	178.2	12	360.2	16	482.8
MR	新增			7	32.5	9	43.2	3	14.4	0	0
	小计	14	64.4	21	96.9	30	140.1	33	154.5	33	154.5
其他油轮		15	52.9	13	50.2	11	47.3	12	49.8	13	52.3
特种品		27	10.2	25	9.9	25	10.3	28	11.95	28	12.6
总运力		58	184.1	61	216.4	72	375.9	85	580.35	90	702.2

资料来源：长江证券研究部

表 4:2009 年长航油运业绩敏感性测算

WS	48	52	55	60
TCE(美元/天)	42000	47500	53500	59000
MR=22500 美元/天	0.31	0.34	0.37	0.41
EPS (元)				
MR=23000 美元/天	0.33	0.36	0.39	0.42
MR=23500 美元/天	0.34	0.37	0.41	0.44

资料来源：长江证券研究部（注：燃料油价格假定 300 美元/吨）

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2056	3020	3964	5090	货币资金	1577	302	396	509
营业成本	1525	2238	2922	3492	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	531	782	1043	1598	应收账款	640	1470	1930	2478
% 营业收入	25.8%	25.9%	26.3%	31.4%	存货	96	141	184	220
营业税金及附加	29	30	40	51	预付账款	921	1546	576	688
% 营业收入	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1	36	48	61	流动资产合计	3283	3531	3182	4017
% 营业收入	0.1%	1.2%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	47	70	92	118	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期股权投资	50	50	50	50
财务费用	25	135	159	195	投资性房地产	13	13	13	13
% 营业收入	1.2%	4.5%	4.0%	3.8%	固定资产合计	6426	7535	9005	11354
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	4	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	10	1	0	0	递延所得税资产	14	0	0	0
营业利润	436	511	706	1173	其他非流动资产	149	149	149	149
% 营业收入	21.2%	16.9%	17.8%	23.0%	资产总计	9939	11281	12402	15586
营业外收支	52	220	0	0	短期贷款	508	998	1014	2749
利润总额	488	731	706	1173	应付款项	52	77	101	121
% 营业收入	23.7%	24.2%	17.8%	23.0%	预收账款	4	6	8	10
所得税费用	141	121	78	129	应付职工薪酬	8	12	15	18
净利润	347	610	628	1044	应交税费	58	38	29	45
归属于母公司所有者的净利润	349.9	610.4	627.9	1044.1	其他流动负债	745	1041	1359	1629
少数股东损益	-3	0	0	0	流动负债合计	1375	2172	2527	4572
EPS (元/股)	0.22	0.38	0.39	0.65	长期借款	3472	3472	3672	3872
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	4	0	0	0
经营活动现金流净额	-128	-39	2145	1538	其他非流动负债	1017	1017	1017	1017
取得投资收益					负债合计	5868	6660	7216	9460
收回现金	14	1	0	0	归属于母公司	4043	4592	5157	6097
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	29	29	29	29
固定资产投资	-512	-1530	-2046	-3059	股东权益	4071	4621	5186	6126
其他	26	0	0	0	负债及股东权益	9939	11281	12402	15586
投资活动现金流净额	-486	-1529	-2046	-3059	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.217	0.379	0.390	0.648
股权融资	1724	0	0	0	BVPS	2.51	2.85	3.20	3.79
银行贷款增加 (减少)	323	490	217	1934	PE	19.79	11.35	11.03	6.63
筹资成本	140	-196	-221	-300	PEG	0.45	0.26	0.25	0.15
其他	-274	0	0	0	PB	1.71	1.51	1.34	1.14
筹资活动现金流净额	1913	294	-5	1634	EV/EBITDA	13.22	10.39	7.79	6.27
现金净流量	1300	-1275	94	113	ROE	8.7%	13.3%	12.2%	17.1%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，现为长江证券研究部行业分析师，研究领域为航运和港口。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail	
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。