

长航油运 (600087)

长航油运：行业低点，“冬种夏收”

一季报点评

孙丽萍 林园远
010-59312823 021-38676654
sunliping@gtjas.com liyuanyuan@gtjas.com

本报告导读：

- 油轮市场快速萎靡是一季度业绩低预期的主因。
二季度或为油轮运价探底的过程，建议于最坏的时刻，借机谨慎增持。

投资要点：

- **一季度业绩同比下降 81%**：一季度，公司实现营业收入 8.12 亿元，同比增长 20.7%；营业利润 0.55 亿元，同比下降 50%；每股收益 0.03 元，同比下降 81%，扣除非经常性损益后，每股收益同比下降 40%。
- **油轮市场快速萎靡是业绩下降的主因**：全球经济放缓导致需求大幅度下降；同时一季度油轮运力交付同比增加 593 万载重吨，供需矛盾恶化导致行业景气下滑。一季度 VLCC 船平均收益同比下降 40%，MR 船平均收益同比下降 33%。4 月后油轮市场持续低迷，TD3、TC4 线已经分别跌至 8k、3k 美元/天。
- **VLCC 可保本**：公司目前共有 3 艘 VLCC，尽管 VLCC 市场已经惨不忍睹，但按照实际营运天数折算，一季度 VLCC 平均收益约 4.57w 美金/天，通过协商，年内 VLCC 运价可保不亏。
- **MR 型船成公司未来业绩潜在风险**：23 艘 MR 油轮中有 21 艘是随行就市的，受市场拖累，MR 盈利能力持续下滑，目前 MR 的平均收益水平在 3k 美元/天，而我们判断公司 MR 船盈亏平衡点在 11000-13000 美元/天。预计二季度油运淡季，公司 MR 船可能出现亏损。
- **看好 10-11 年油轮运输市场，二季度运价寻底，带来油轮投资机会**：二季度是油轮市场传统淡季，而运力增长明显，预计二季度油轮运输行业运价触底可能性较大。预计 2010 年全球经济好于 2009 年，2010-2011 年油轮市场绝对运力投放数据的趋缓、单壳油轮拆解带来的实际运力减少，又在供给层面对油轮运价构成利好，因此我们认为二季度可能是油轮运价探底的过程。
- **估值及评级**：鉴于油轮市场下行的速度及幅度均超过我们预期，本期我们下调了长航 09-10 年 EPS 至 0.16、0.40 元。其中二季度可能是行业最低迷的时刻。鉴于周期性行业“冬种夏收”投资特点，我们建议二季度“谨慎增持”长航油运，等待行业复苏。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,069	3,192	3,616	5,506	10,393
(+/-)%	-15.2%	54.3%	13.3%	52.3%	88.8%
经营利润 (EBIT)	466	544	469	1,044	1,971
(+/-)%	17.4%	16.7%	-13.8%	122.8%	88.8%
净利润	370	596	265	642	1,291
(+/-)%	54.3%	61.2%	-55.5%	142.2%	101.0%
每股净收益 (元)	0.23	0.37	0.16	0.40	0.80
每股股利 (元)	0.15	0.10	0.07	0.12	0.23

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	22.5%	17.0%	13.0%	19.0%	19.0%
净资产收益率 (%)	9.1%	13.2%	5.7%	12.6%	21.4%
投入资本回报率 (%)	4.8%	4.7%	2.5%	4.1%	6.3%
EV/EBITDA	9.8	8.0	7.4	3.6	2.2
市盈率	22.3	13.8	31.1	12.8	6.4
股息率 (%)	2.9%	2.0%	1.4%	2.3%	4.5%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

评级：谨慎增持

上次评级：中性

目标价格：¥7.00

上次预测：¥5.00

当前价格：¥6.33

2009.04.17

交易数据

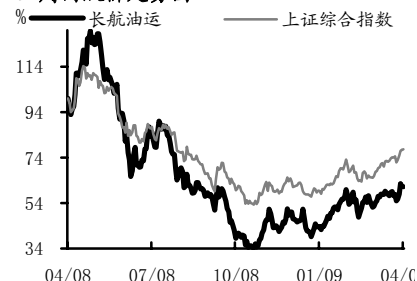
52 周内股价区间 (元)	3.32 ~ 24.49
总市值 (百万元)	10,067
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,611/824
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.51
日均成交量 (百万股)	19.0
日均成交值 (百万元)	120.6

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	4,504.93
每股净资产	2.80
市净率	0.0
净负债率	95.9%

EPS	2008A	2009E
Q1	0.19	0.03
Q2	0.05	0.00
Q3	0.05	0.05
Q4	0.08	0.08
全年	0.37	0.16

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16.2	35.0	-38.9
相对指数	-1.6	5.3	-15.9

相关报告

09 年业绩：运力俱备，只欠运价 (09.03.04)

09 年运力扩张迅速，盈利受制市场运价 (09.01.20)

长航油运：业绩符合预期，09 年面临运价下跌风险 (08.10.31)

模型更新时间: 2009.04.15

股票研究

交通储运业
水上运输业

长航油运(600087)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

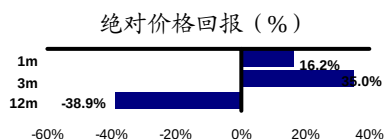
目标价格: ¥ 7.00

上次预测: ¥ 5.00

当前价格: ¥ 6.33

公司网址:

www.nwti.com.cn



52 周价格范围 3.32~24.49
市值 (百万) 10,067

财务预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
损益表						
营业收入	2,440.59	2,068.81	3,192.00	3,615.75	5,505.72	10,392.64
营业成本	1,976.65	1,524.96	2,462.73	2,928.76	4,129.29	7,794.48
税金及附加	24.77	28.64	42.39	57.85	88.09	166.28
营业费用	0.83	1.48	39.64	43.39	66.07	124.71
管理费用	41.06	47.48	103.34	117.06	178.25	336.46
EBIT	397.28	466.25	543.90	468.69	1,044.02	1,970.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.46	10.23	6.20	0.00	0.00	0.00
财务费用	51.64	24.57	90.01	144.03	233.12	338.73
营业利润	343.58	448.26	457.87	324.67	810.91	1,631.98
所得税	91.10	133.42	105.67	62.95	162.52	326.73
少数股东损益	0.62	-2.82	-9.85	3.31	8.13	16.34
净利润	239.75	369.81	596.06	265.07	641.94	1,290.58
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
其他流动资产	283	1,577	1,452	1,645	2,504	4,727
其他流动资产	429	1,707	2,401	3,014	4,497	8,352
长期投资	51	63	58	58	58	58
固定资产合计	3,328	6,575	7,918	13,161	17,365	19,116
无形资产及其他资产	4	4	4	4	3	3
资产合计	4,125	9,939	11,836	17,881	24,428	32,257
流动负债	1,192	1,375	1,941	7,292	12,905	19,796
长期负债	982	4,472	5,350	5,786	6,264	6,264
股东权益	1,925	4,071	4,534	4,690	5,146	6,083
投入资本(IC)	2,636	7,300	9,808	15,262	20,570	25,124
现金流量表						
NOPLAT	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
折旧与摊销	287	349	461	380	835	1,577
流动资金增量	202	245	336	481	908	1,265
资本支出	724	(1,417)	(1,152)	(211)	(1,103)	(2,803)
自由现金流	(1,923)	(3,505)	(1,679)	(5,724)	(5,113)	(3,016)
经营现金流	(710)	(4,327)	(2,034)	(5,074)	(4,472)	(2,977)
投资现金流	398	(128)	(395)	682	688	107
融资现金流	(1,095)	(486)	(1,138)	(5,724)	(5,113)	(3,016)
融投资现金流	538	1,913	1,428	5,234	5,284	5,131
现金流净增加额	(160)	1,300	(105)	193	860	2,223
财务指标						
成长性						
收入增长率	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
EBIT 增长率	123.5%	-15.2%	54.3%	13.3%	52.3%	88.8%
净利润增长率	10.3%	17.4%	16.7%	-13.8%	122.8%	88.8%
净利润增长率	0.0%	54.3%	61.2%	-55.5%	142.2%	101.0%
利润率						
毛利率	19.0%	26.3%	22.8%	19.0%	25.0%	25.0%
EBIT 率	16.2%	22.5%	17.0%	13.0%	19.0%	19.0%
净利润率	9.8%	17.9%	18.7%	7.3%	11.7%	12.4%
收益率						
净资产收益率(ROE)	12.7%	9.1%	13.2%	5.7%	12.6%	21.4%
总资产收益率(ROA)	5.8%	3.7%	5.0%	1.5%	2.6%	4.0%
投入资本回报率(ROIC)	13.3%	4.8%	4.7%	2.5%	4.1%	6.3%
运营能力						
存货周转天数	13	20	13	11	11	10
应收账款周转天数	14	87	56	45	46	43
总资产周转率	459	1241	1245	1500	1402	995
净利润现金含量	3.64	(0.34)	(0.66)	2.57	1.07	0.08
资本支出/收入	70.45%	169%	53%	158%	93%	29%
偿债能力						
资产负债率	53.3%	59.0%	61.7%	73.6%	78.8%	81.1%
净负债率	61.7%	59.4%	95.9%	206.5%	283.4%	300.1%
估值比率						
PE	62.1	22.3	13.8	31.1	12.8	6.4
PB	7.9	1.1	1.8	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	30.6	9.8	8.0	7.4	3.6	2.2
P/S	1.96	2.21	2.58	2.28	1.50	0.79
股息率	1.1%	2.9%	2.0%	1.4%	2.3%	4.5%

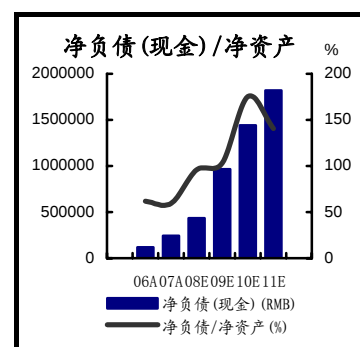
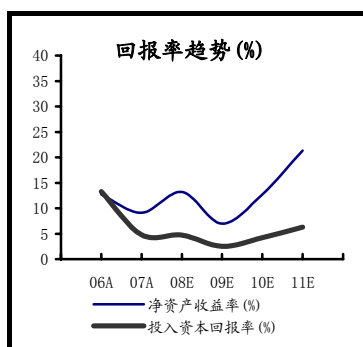
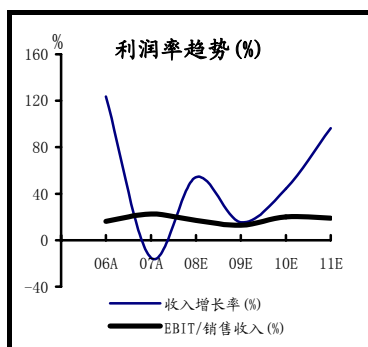
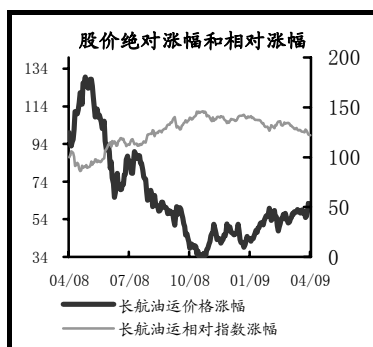
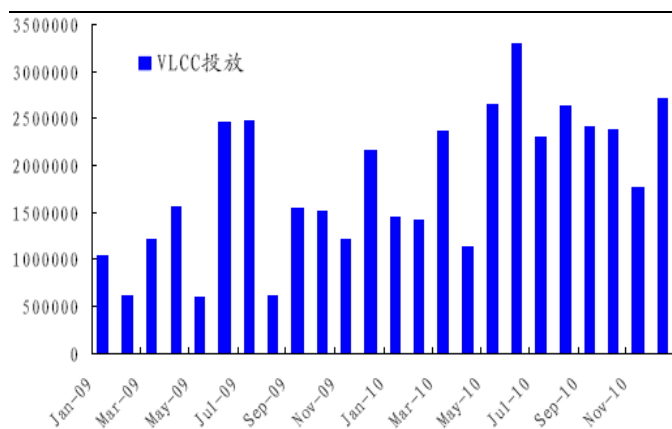


表 1: 单季度业绩

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	同比	环比
一、营业总收入	672.90	704.79	853.48	958.29	812.38	21%	-15%
营业收入	672.90	704.79	853.48	958.29	812.38	21%	-15%
二、营业总成本	562.42	600.39	747.76	837.19	756.91	35%	-10%
营业成本	511.84	524.86	674.12	759.41	684.38	34%	-10%
营业税金及附加	10.50	8.52	11.12	12.17	10.57	1%	-13%
销售费用	8.33	7.84	12.13	11.34	10.65	28%	-6%
管理费用	18.31	23.17	21.68	40.18	21.98	20%	-45%
财务费用	12.62	35.48	27.73	14.18	29.33	132%	107%
三、营业利润	110.91	105.81	105.71	125.47	55.47	-50%	-56%
加: 营业外收入	182.90	6.45	17.39	28.59	2.16	-99%	-92%
减: 营业外支出	0.01	0.15	0.16	1.01	0.16	2116%	-84%
四、利润总额	293.81	112.10	122.95	153.05	57.47	-80%	-62%
减: 所得税	35.13	26.01	24.23	19.18	8.75	-75%	-54%
五、净利润	258.68	86.09	98.72	133.87	48.73	-81%	-64%
减: 少数股东损益	-2.87	-2.11	-1.17	-3.70	-0.06	-98%	-98%
归属于母公司所有者的净利润	261.55	88.20	99.88	137.57	48.79	-81%	-65%
EPS	0.16	0.05	0.06	0.09	0.03	-81%	-65%

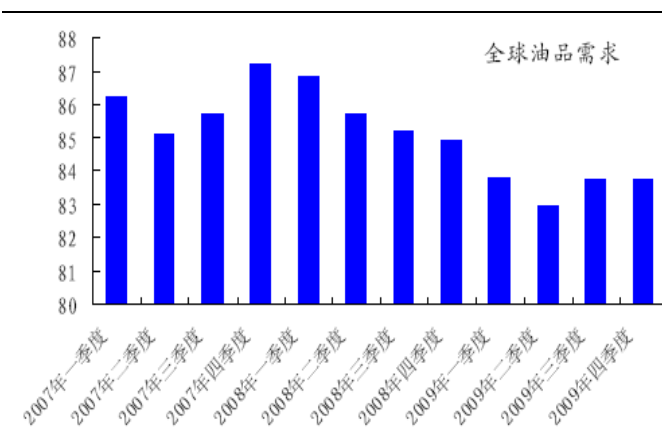
数据来源: 国泰君安证券

图 1: VLCC 月度投放数据



数据来源: CLARKSON, 国泰君安证券

图 2: 预计二季度全球油品需求最弱



数据来源: IEA, 国泰君安证券

图 3: 中东-日本 WS 指数

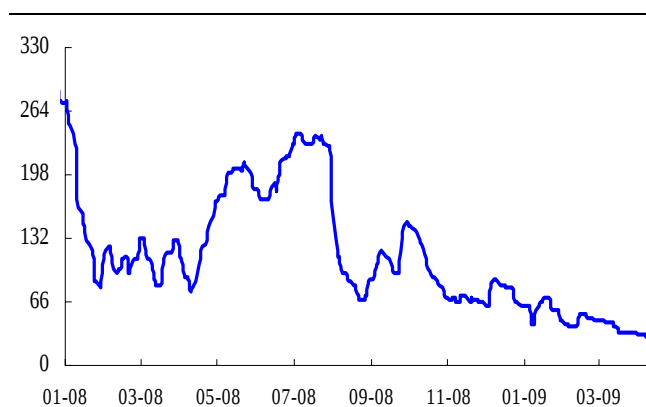
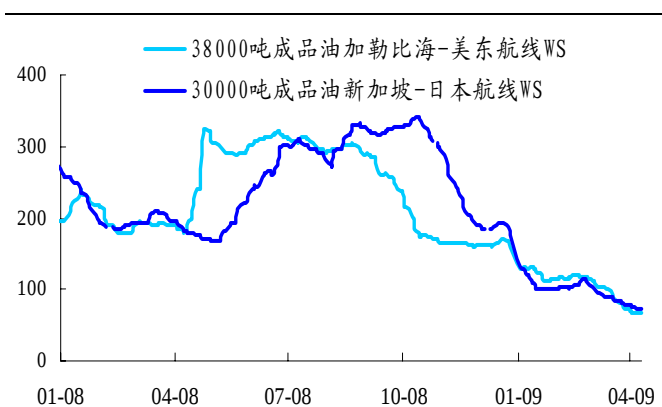


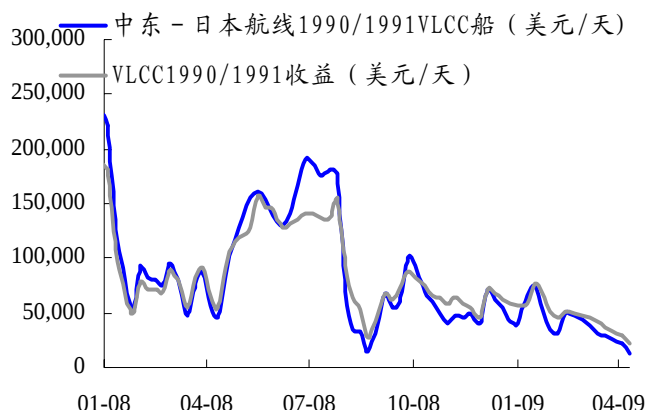
图 4: 成品油轮 WS 指数



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

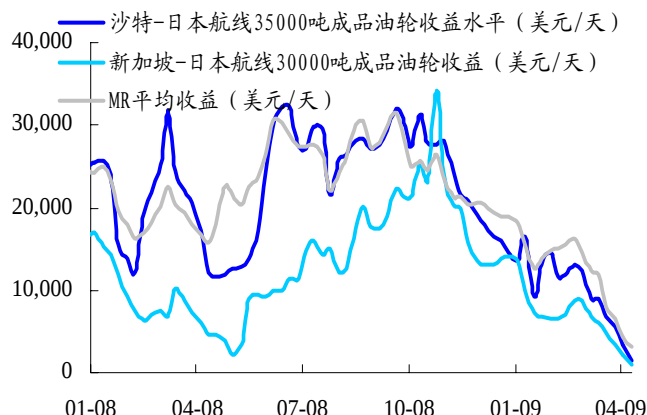
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

图 5: VLCC 平均收益 Q1 同环比下降 40%、21%



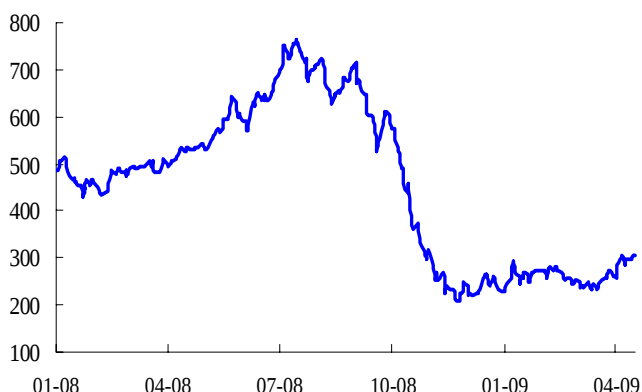
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

图 6: 成品油轮收益 Q1 同环比下降 33%、39%



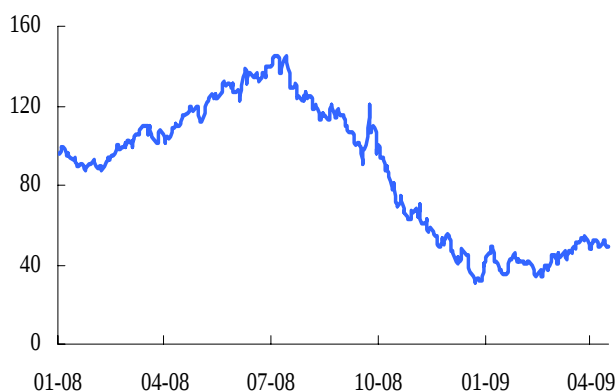
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

图 7: IF380Q1 同环比下降 46%、14%



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

图 8: WTIQ1 同环比下降 56%、27%



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

表 2: 国际估值表

油轮	股价	ROE	PB	PE			EPS		
				2007	2008	2009	2007	2008	2009
Frontline Ltd.	17.99				11.35	9.83		1.59	1.83
Teekay Corporation	13.78	6.95	0.36	4.18	3.67	8.95	2.47	3.76	1.54
Overseas Shipholding Group Inc.	25.44	17.94	0.40	1.68	11.86	10.72	10.71	2.15	2.37
Euronav NV	12.23	10.07	0.75	2.01	7.99	8.44	8.04	2.02	1.91
MISC	8.55	13.10	1.61	15.92	19.13	18.67	0.65	0.45	0.46
General Maritime	9.25	8.71	0.84	8.08	7.62	8.39	0.76	1.21	1.10
Tsakos Energy Navigation Ltd.	16.39	22.99	0.67	3.69	9.41	7.74	5.40	1.74	2.12
平均			0.77	5.93	10.15	10.39			
集装箱									
马士基	29600.00	11.79	0.81	7.23	16.04	8.92	4122.00	1845.63	3317.93
韩进	23050.00	10.95	0.52	5.34			4317.00	-741.88	-534.08
长荣	19.20	16.35	0.84	5.44	73.85		3.53	0.26	-0.49
阳明	13.05	12.91	0.66	5.52	28.06		2.36	0.47	-0.93
中国远洋	7.11	47.91	1.10	1.95	3.68	14.41	2.18	1.70	0.44

平均			0.79	5.10	30.41	11.67			
干散货									
Diana Shipping Inc.	14.38	28.15	1.38	4.86	8.91	9.68	2.97	1.61	1.49
Eagle Bulk Shipping Inc.	6.13	12.50	0.61	4.26	5.87	24.13	1.32	1.04	0.25
DryShips Inc.	5.55	-31.20	0.24	1.75	7.96	6.29	-8.11	0.70	0.88
平均			0.74	3.62	7.58	13.37			
综合									
日本邮船	451.00	17.62695	0.79	3.68	10.29	12.13	92.93	11.40	34.10
商船三井	611.00	30.87434	0.98	3.21	5.65	9.77	159.14	107.80	49.60
川崎汽船	411.00	23.70933	0.66	2.90	9.02	20.85	131.36	47.00	23.50
平均			0.81	3.27	8.32	14.25			

数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com