

交通运输—航运

长航油运 (600087)

增持

报告原因: 中报点评

下半年业绩将低位回暖, 2010 年业绩值得期待

调高评级

2009 年 8 月 12 日

公司研究/点评报告

市场数据: 2009 年 8 月 12 日

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

收盘价 (元)	6.39
一年内最高/最低 (元)	8.55/5.61
市净率	2.56
市盈率	50.22
流通 A 股市值 (百万元)	5710

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	净资产收益率	市盈率
2007A	2056.13	-15.75	349.89	45.94	0.54	21.18	8.66	12.93
2008A	3192.00	55.24	596.06	70.36	0.37	14.34	13.22	18.72
2009E	3831.06	20.02	198.91	-66.63	0.12	9.09	4.20	56.94
2010E	5171.92	35.00	393.95	98.05	0.24	11.20	7.68	28.75

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

基础数据: 2009 年 6 月 30 日

每股净资产 (元)	2.71
资产负债率%	66.03
总股本/流通 A 股 (百万)	1610.66
	/8.24
流通 B 股/H 股 (百万)	

相关研究

执笔人

孟令茹

menglingru@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

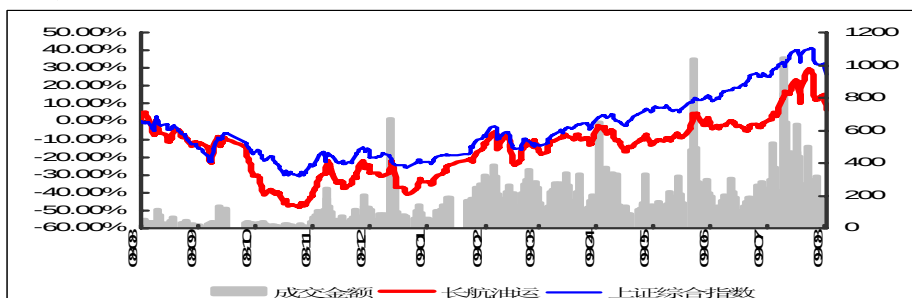
投资要点:

- 09 年上半年, 实现归属于母公司净利润 1961.29 万元, 同比下降 95.01%, 实现每股收益 0.012 元。其中, 第二季度归属于母公司净利润亏损 2917.44 万元, 每股收益为-0.018 元。
- 危机中有效开发油运市场是 09 年上半年公司营业总收入同比增幅上升 8.21 个百分点的重要因素, 上半年油轮运价持续下滑及新船交付导致船舶折旧等刚性成本增加是公司营业成本同比增幅远超营业收入同比增幅的重要原因。
- 世界油运运价判断: 09 年第四季度运价将呈现低位回暖趋势, 2010 年逐步进入上升通道。
- 下半年新船交付 9 艘, 预计公司运营成本与营业收入难以同步增长的矛盾仍存。
- 随着 2010 年油运市场逐步回暖, 运力充足将成为增强公司盈利能力的亮点。09 年上半年公司交付新船 100 万吨, 下半年交付 9 艘船舶, 2010 年-2012 年间, 还将有 18 艘各类船舶交付, 随着全球经济的逐步回暖, 公司各类船舶运力充足将逐步成为增强公司盈利能力的亮点。预计 2009 年公司实现每股收益 0.12 元, 2010 年实现每股收益 0.24 元, 基于 2010 年油运市场逐步进入回暖上行通道, 加上公司充足运力优势, 给予公司“增持”评级。

投资风险:

- 大盘调整风险; 经济复苏程度低于预期导致油品需求低于预期。

一年内公司股价与大盘对比走势:



09年上半年，实现归属于母公司净利润1961.29万元，同比下降95.01%，实现每股收益0.012元。实现营业总收入153242.22万元，同比增长8.21%，实现营业总成本150486.35万元，同比增长30.43%，实现归属于母公司净利润1961.29万元，同比下降95.01%，实现每股收益0.012元。其中，第二季度归属于母公司净利润亏损2917.44万元，每股收益为-0.018元。

危机中有效开发油运市场是公司营业总收入同比增幅上升8.21个百分点的重要因素。上半年公司努力加大市场开拓力度：通过加强与联合石化等国内外大客户的沟通合作，稳定VLCC 船队经营收益；调整作业布局，充分发挥MR油轮内外贸兼营优势，加大国内市场运力投放和揽货力度，导致公司内贸航线运输收入同比增长15.52%，占09年上半年运输总收入的39.19%，较去年同期相比上升0.83个百分点；外贸航线多承揽三角货、回程货，努力提高船效；积极开展船舶期租工作，平抑经营风险，外贸航线实现的运输收入同比增长11.51%。实现上半年公司VLCC船队平均TCE为33960 美元/天，MR船队平均TCE为16542美元/天，总体经营情况优于市场平均水平。

上半年油轮运价持续下滑及新船交付导致船舶折旧等刚性成本增加是公司营业成本增幅远超营业收入增幅的重要原因。在VLCC 市场上，以TD3 指数为例，上半年平均为WS41点，平均TCE为28524美元/天，同比下降70%；MR市场同样大幅下滑，以TC4 指数为例，上半年平均为WS85 点，平均TCE不足4000美元/天，跌幅尤为突出，中、日、韩地区三角航线运价相比虽然略好，但仍大幅低于上年同期水平；上半年公司新船交付9艘（包括3艘VLCC、4艘MR、2艘特种船），运力约为110万载重吨，经济危机下油品需求低密，降低油运需求，使上半年公司运输收入未能实现与运力规模同步增长，运输业务毛利率较去年同期下降12.04个百分点，其中，除化工品运输船运输毛利率较去年同期上升4.76个百分点外，石油运输毛利率较去年同期下降15.45个百分点，液化气运输毛利率下降1.08个百分点。

世界油运运价判断：09 年第四季度运价将呈现低位回暖趋势，2010 年逐步进入上升通道。在油品需求上，2008 年世界油品消费 8545 万桶/天，受经济危机影响，09 年上半年世界油品消耗仅 8330 万桶/天，同比下降 3.16%。虽然全球经济已经止跌，但是根据目前经济状况判断，我们认为大幅回暖尚有难度，石油消耗减少，直接降低油运需求，基于第四季度油品需求将会增加，带动运价低位回暖，认为 2010 年油运需求将会逐步回升；在运力上，2009 年全球油轮将要交付 58.5 百万载重吨，较 08 年同比增长 42.34%，是运力集中投放时段，2010 年及 2012 年油运运力投放规模有所放缓，利于运价的提升。截至 2009 年 4 月末，在整个船队中双壳船为 3.539 亿载重吨，占比为 84%；单壳船为 5368 万载重吨，占比为 16%。根据 Marbol 公约规定，单壳船将从 2010 年开始进入

集中淘汰期，随着单壳油轮的逐步退出，届时将给运力供给市场带来一定的积极影响。加上上述需求回暖的分析，09年油运运价低位徘徊是不争的事实，2010年以后随着全球经济的逐步回暖油运需求缓慢回升是值得期待的。

下半年新船交付9艘，预计公司运营成本与营业收入难以同步增长的矛盾仍存。公司上半年船舶运输工具累计折旧6236.78万元，而公司下半年预计交付新船9艘，新增运力包括2艘VLCC、6艘MR及1艘化工品船。低迷油运市场中公司新增运力的增加，只能导致船舶折旧等刚性成本继续增加。另外，公司去年前三季度处置船舶等产生非经常性损益净额为1.97亿元，进一步拖累公司净利润增幅。

随着2010年油运市场逐步回暖，运力充足将成为增强公司盈利能力的亮点。09年上半年公司交付新船100万吨，下半年交付9艘船舶，2010年-2012年间，还将有18艘各类船舶交付，随着全球经济的逐步回暖，公司各类船舶运力充足将逐步成为增强公司盈利能力的亮点。预计2009年公司实现每股收益0.12元，2010年实现每股收益0.24元，基于2010年油运市场逐步进入回暖上行通道，加上公司充足运力优势，给予公司“增持”评级。

表 1. 盈利预测表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入(万元)	244059.03	205613.11	319200.36	383105.55	517192.49
营业收入(万元)	244059.03	205613.11	319200.36	383105.55	517192.49
同比增长: %		-15.75	55.24	20.02	35.00
二、营业总成本(万元)	209747.54	163079.82	274033.90	348268.84	459274.99
同比增长: %		-22.25	68.04	27.09	31.87
营业成本(万元)	197665.18	152496.29	246273.45	308758.56	429174.39
营业税金及附加(万元)	2477.16	2865.04	4238.68	5286.86	7137.26
销售费用(万元)	82.74	148.43	3963.98	4712.20	6361.47
管理费用(万元)	4105.53	4747.88	10334.01	12297.69	16601.88
财务费用(万元)	5164.33	2457.05	9000.85	17239.75	23532.26
资产减值损失(万元)	252.60	365.11	222.93	-26.21	
三、其他经营收益(万元)					
公允价值变动净收益(万元)					
投资净收益(万元)	46.17	1023.48	620.45	-121.49	-72.89
四、营业利润(万元)	34357.66	43556.77	45786.91	34836.71	57917.50
加: 营业外收入(万元)	248.19	5301.42	23533.70		
减: 营业外支出(万元)	1459.28	86.56	133.12		
营业外收支净额: 万元	-1211.09	5214.86	23400.58	2543.70	2543.70
五、利润总额(万元)	33146.56	48771.64	69187.49	37380.41	60461.20
减: 所得税(万元)	9110.14	14065.38	10566.62	17568.79	21161.42
六、净利润(万元)	24036.42	34706.26	58620.86	19811.62	39299.78
减: 少数股东损益(万元)	61.65	-282.30	-984.70	-79.344	-95.2128
归属于母公司所有者的净利润(万元)	23974.77	34988.55	59605.56	19890.96	39394.99
同比增长: %		45.94	70.36	-66.63	98.05
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	0.39	0.54	0.37	0.12	0.24
(二) 稀释每股收益(元)	0.38	0.54	0.37	0.12	0.24

资料来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。