

长航油运 (600087)

业绩低点配置，等待行业复苏

长航油运中报点评

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

本报告导读：

- 2009 年为油轮业最困难的时期，2010 年后行业供需均将向好。建议在行业低谷配置，等待行业复苏。

投资要点：

- 1-6 月公司实现营业收入 15.32 亿元，营业利润 0.25 亿元，EPS0.012 元，同比分别为 12.91%、-87.8%和-94.3%；第二季度营业收入 7.2 亿，营业利润-0.3 亿，EPS-0.018 元。其中 110 万载重吨的新运力投放是收入增长的主因；运价低迷而成本刚性，是经营能力同环比下降的关键。
- **行业需求低迷导致公司营运能力下降：**经济危机带来的油运需求疲软，使得油轮运价一路下跌。其中 VLCC-TD3 线上半年平均 TCE 为\$2.85w/天，MR 油轮 TC4、TC7 线平均 TCE 分别降至\$0.34w/天、\$1.2w/天。公司由于与中石化有合作协议，且 MR 油轮运营的为非典型性航线，因此上半年 VLCC、MR 平均 TCE 分别为\$3.4w/天、\$1.65w/天，虽然好于市场平均值但低于一季度的\$4.57w/天、\$1.8w/天，导致二季度亏损。
- **资金压力，售后回租：**上半年公司交船 9 艘，下半年按计划还需交 2 艘 VLCC、6 艘 MR 和 1 艘特种船，此外 2010-2012 年间还将有 18 艘船交付。公司处于扩张期，资金压力较大，除了银行借款外，公司已通过油轮售后回租的方式缓解资金问题。
- **三季度油运市场可能不会有明显好转：**二季度为传统淡季，虽然三季度需求有好转，但受制经济复苏进度，预计三季度运价不会有明显好转。四季度，在冬季取暖用油的推动下，油轮市场或有反弹。
- **2010 年后行业好转趋势将逐渐明朗：**IMF 在 7 月报中将 2010 年的全球经济增长提高到 2.5%，IEA 预计 2010 年全球油品需求将增加到 84.79 百万桶/天，需求的好转，加上 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，因此预计 2010 年后油轮行业的好转趋势将逐步明朗。
- **估值及评级：**我们下调长航 09-10 年 EPS 至 0.034、0.37 元。由于 2010 年后行业回暖趋势将逐步明朗，建议“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	3,301	5,935	13,208
(+/-)%	-15.2%	54.3%	3.4%	79.8%	122.6%
经营利润 (EBIT)	466	544	203	947	1,831
(+/-)%	17.4%	16.7%	-62.6%	365.7%	93.3%
净利润	370	596	52	601	1,223
(+/-)%	54.3%	61.2%	-91.3%	1062.8%	103.5%
每股净收益 (元)	0.23	0.37	0.03	0.37	0.76
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%	6.2%	16.0%	13.9%
净资产收益率 (%)	9.1%	13.2%	1.2%	12.4%	21.4%
投入资本回报率 (%)	4.8%	4.7%	1.2%	3.9%	5.9%
EV/EBITDA	9.8	8.0	8.9	2.7	1.7
市盈率	22.3	13.8	159.5	13.7	6.7
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条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：¥8.10

上次预测：¥7.00

当前价格：¥7.45

2009.08.12

交易数据

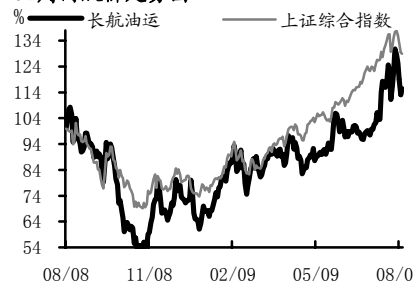
52 周内股价区间 (元)	3.32 ~ 8.55
总市值 (百万元)	11,999
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,611/824
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.51
日均成交量 (百万股)	29.0
日均成交值 (百万元)	171.8

资产负债表摘要 (12/07)

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	-0.02
Q3	0.05	-0.01
Q4	0.08	0.03
全年	0.37	0.03

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15.9	31.9	15.5
相对指数	11.5	5.9	-16.1

相关报告

长航油运：行业低点，“冬种夏收”
 (09.04.17)

09 年业绩：运力俱备，只欠运价
 (09.03.04)

模型更新时间: 2009.08.12

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: 谨慎增持

目标价格: ¥ 7.00

上次预测: ¥ 8.10

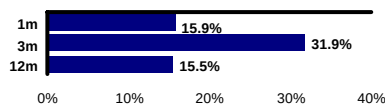
当前价格: ¥ 7.45

公司网址:

www.nwti.com.cn

.

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围
市值 (百万)

3.32~8.55
11,999

财务预测 (单位: 百万元)

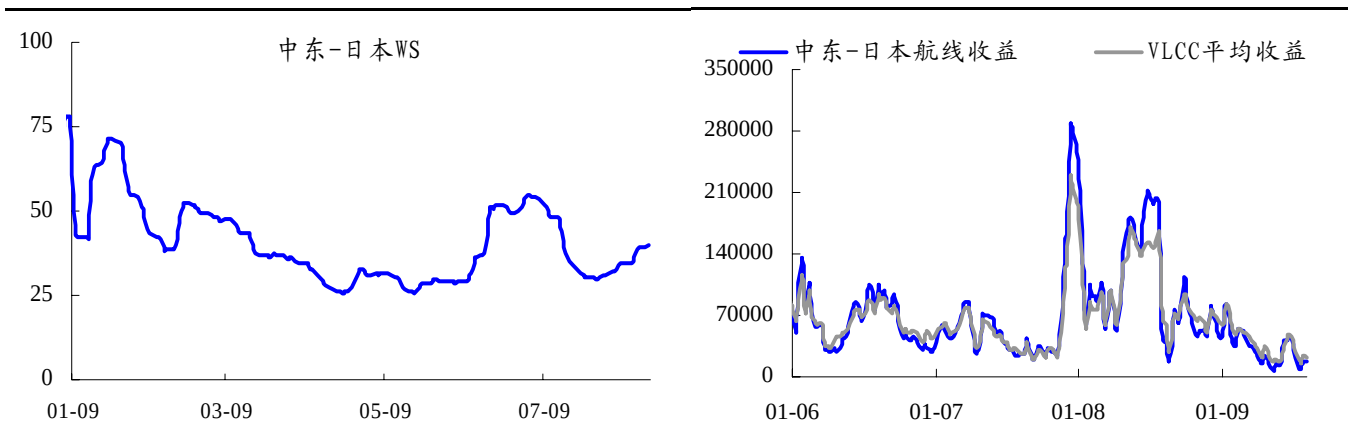
	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
损益表						
营业收入	2,440.59	2,068.81	3,192.00	3,301.01	5,934.65	13,208.27
营业成本	1,976.65	1,524.96	2,462.73	2,904.89	4,629.03	10,566.62
税金及附加	24.77	28.64	42.39	46.21	89.02	198.12
营业费用	0.83	1.48	39.64	39.61	77.15	184.92
管理费用	41.06	47.48	103.34	106.87	192.13	427.61
EBIT	397.28	466.25	543.90	203.43	947.32	1,831.00
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	161.34	224.61	340.82
营业利润	343.58	448.26	457.87	42.08	722.71	1,490.18
所得税	91.10	133.42	105.67	9.43	115.90	253.61
少数股东损益	0.62	-2.82	-9.85	0.62	7.24	14.92
净利润	239.75	369.81	596.06	51.70	601.24	1,223.32
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	1,254	2,699	6,008
其他流动资产	429	1,707	2,401	2,642	4,724	10,526
长期投资	51	63	58	58	58	58
固定资产合计	3,328	6,575	7,918	12,934	16,889	18,214
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	16,891	24,375	34,810
流动负债	1,192	1,375	1,941	4,195	6,264	8,831
长期负债	982	4,472	5,350	7,629	10,311	13,796
股东权益	1,925	4,071	4,534	5,000	7,200	11,840
投入资本(IC)	2,636	7,300	9,808	14,816	20,319	25,824
现金流量表						
NOPLAT	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
折旧与摊销	287	349	461	172	796	1,520
折旧与摊销	202	245	336	586	1,674	2,349
流动资金增量	724	(1,417)	(1,152)	8	(1,547)	(4,180)
资本支出	(1,923)	(3,505)	(1,679)	(5,601)	(5,629)	(3,674)
自由现金流	(710)	(4,327)	(2,034)	(4,835)	(4,707)	(3,985)
经营现金流	398	(128)	(395)	807	959	(252)
投资现金流	(1,095)	(486)	(1,138)	(5,601)	(5,629)	(3,674)
融资现金流	538	1,913	1,428	4,596	6,115	7,234
现金流净增加额	(160)	1,300	(105)	(198)	1,445	3,308
财务指标						
成长性						
收入增长率	123.5%	-15.2%	54.3%	3.4%	79.8%	122.6%
EBIT 增长率	10.3%	17.4%	16.7%	-62.6%	365.7%	93.3%
净利润增长率	0.0%	54.3%	61.2%	-91.3%	1062.8%	103.5%
利润率						
毛利率	19.0%	26.3%	22.8%	12.0%	22.0%	20.0%
EBIT 率	16.2%	22.5%	17.0%	6.2%	16.0%	13.9%
净利润率	9.8%	17.9%	18.7%	1.6%	10.1%	9.3%
收益率						
净资产收益率(ROE)	12.7%	9.1%	13.2%	1.2%	12.4%	21.4%
总资产收益率(ROA)	5.8%	3.7%	5.0%	0.3%	2.5%	3.5%
投入资本回报率(ROIC)	13.3%	4.8%	4.7%	1.2%	3.9%	5.9%
运营能力						
存货周转天数	13	20	13	13	13	11
应收账款周转天数	14	87	56	46	43	40
总资产周转天数	459	1241	1245	1588	1269	818
净利润现金含量	3.64	(0.34)	(0.66)	15.61	1.60	(0.21)
资本支出/收入	70.45%	169%	53%	170%	95%	28%
偿债能力						
资产负债率	53.3%	59.00%	61.70%	70.00%	68.00%	65.00%
净负债率	61.7%	59.40%	95.90%	111.20%	129.30%	135.00%
估值比率						
PE	62.1	22.3	13.8	159.5	13.7	6.7
PB	7.9	1.1	1.8	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	30.6	9.8	8.0	8.9	2.7	1.7
P/S	1.96	2.21	2.58	2.50	1.39	0.62
股息率	1.1%	2.9%	2.0%	1.4%	2.3%	4.5%

表 1: 运价下跌导致盈利能力大幅下降

	2008H1	2009H1	同比	2009Q1	2009Q2	二季度同比	二季度环比
一、营业总收入	1357.24	1532.42	12.91%	812.38	720.04	2.16%	-11.37%
二、营业总成本	1155.33	1504.86	30.25%	756.91	747.95	24.58%	-1.18%
营业成本	1029.20	1342.43	30.43%	684.38	658.05	25.38%	-3.85%
营业税金及附加	19.04	21.17	11.20%	10.57	10.60	24.43%	0.30%
销售费用	16.17	18.78	16.16%	10.65	8.13	3.75%	-23.62%
管理费用	41.48	49.23	18.67%	21.98	27.25	17.60%	23.97%
财务费用	48.10	73.38	52.55%	29.33	44.05	24.14%	50.17%
三、营业利润	203.74	24.89	-87.79%	55.47	-30.58	-128.90%	-155.14%
加: 营业外收入	189.35	21.52	-88.63%	2.16	19.36	200.20%	796.43%
减: 营业外支出	0.16	0.33	106.76%	0.16	0.17	10.18%	3.30%
四、利润总额	392.93	46.08	-88.27%	57.47	-11.39	-110.16%	-119.81%
减: 所得税	58.96	26.91	-54.35%	8.75	18.16	-30.18%	107.56%
五、净利润	333.98	19.17	-94.26%	48.73	-29.56	-134.33%	-160.66%
减: 少数股东损益	-4.98	-0.44	-91.15%	-0.06	-0.38	-81.95%	534.65%
归属于母公司所有者的净利润	338.96	19.61	-94.21%	48.79	-29.18	-133.08%	-159.80%
EPS	0.21	0.01	-94.29%	0.03	-0.02	-135.65%	-159.41%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券销售交易总部

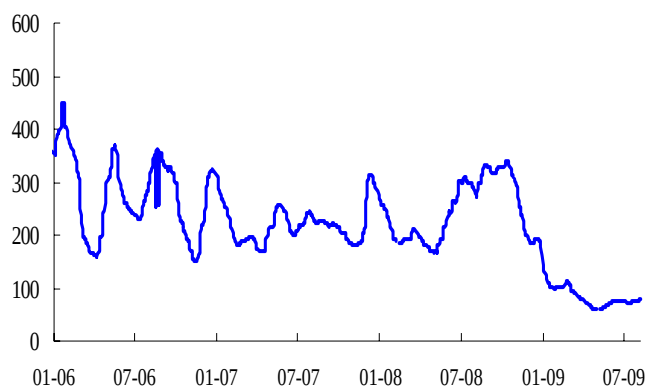
图 1: 机储油干扰二季度运价探底, 三季度油运市场或将低于预期



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

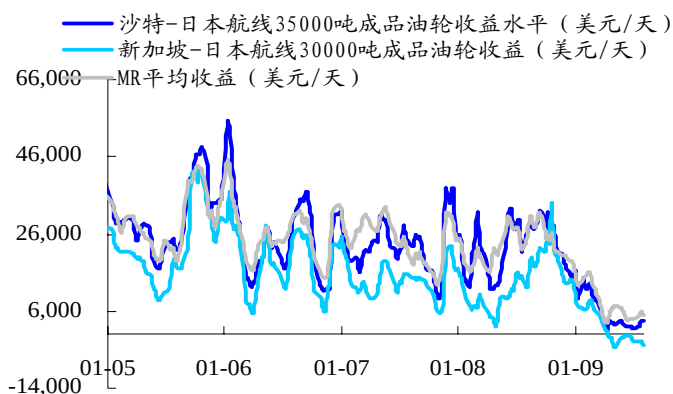
数据来源: CLARKSON, 国泰君安证券销售交易总部

图 2: 成品油轮 TC4 线 WS 指数



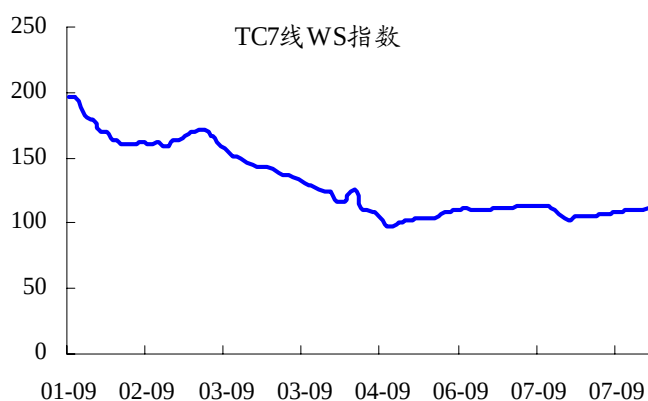
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

图 3: 成品油轮收益水平



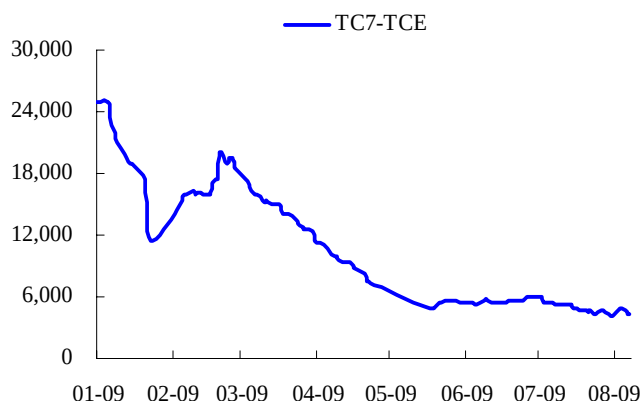
数据来源: CLARKSON, 国泰君安证券销售交易总部

图 4: 成品油轮 TC7 线 WS 指数



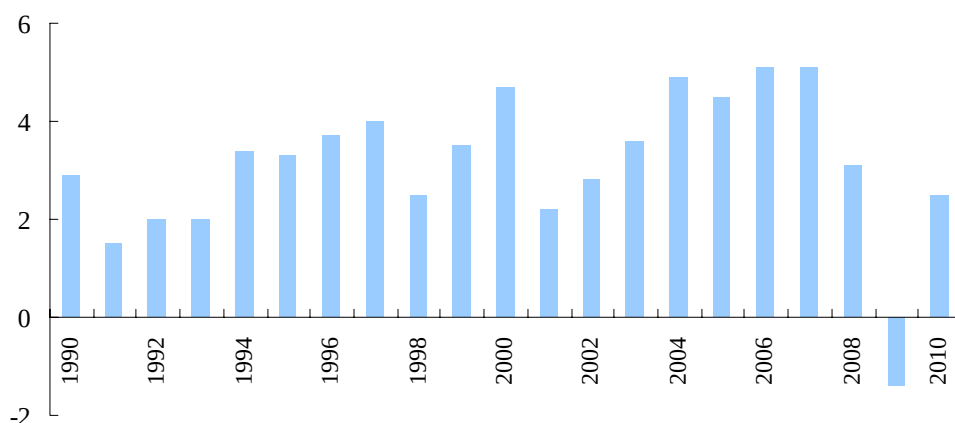
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

图 5: 成品油轮 TC7 线 TCE



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券销售交易总部

图 6: IMF 经济预期:2010 年经济回升



数据来源: IMF, 国泰君安证券销售交易总部

表 2: IEA 预计 2010 年油品需求将有回升

	2009				2010				年度		
(million barrels per day) (c)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2008	2009	2010
OECD	46.45	44.48	45.07	46.24	46.29	44.59	45.15	46.3	47.44	45.56	45.58
US(50 States)	18.84	18.7	18.8	19.06	19.18	19.06	19.1	19.29	19.5	18.85	19.16
US Territories	0.22	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.25	0.26	0.27	0.25	0.26
Canada	2.42	2.2	2.3	2.31	2.35	2.28	2.39	2.39	2.32	2.31	2.35
Europe	14.84	14.25	14.69	14.87	14.41	14.05	14.48	14.66	15.22	14.66	14.4
Japan	4.68	3.92	3.99	4.42	4.78	3.89	3.95	4.38	4.74	4.25	4.25
Other OECD	5.44	5.14	5.03	5.32	5.3	5.05	4.98	5.31	5.39	5.23	5.16
Non-OECD	36.9	38.47	39.18	38.63	38.33	39.31	39.61	39.56	37.97	38.3	39.21
Former Soviet Union	4.11	4.16	4.19	4.27	4.08	4.08	4.11	4.19	4.33	4.18	4.12
Europe	0.77	0.77	0.83	0.81	0.79	0.78	0.84	0.82	0.8	0.8	0.81
China	7.55	8.09	8.39	8.09	8.07	8.24	8.33	8.32	7.85	8.03	8.24
Other Asia	9.16	9.28	9.07	9.24	9.32	9.38	9.1	9.49	9.21	9.19	9.32
Other Non-OECD	15.31	16.16	16.7	16.22	16.08	16.83	17.23	16.74	15.78	16.1	16.72
Total World Consumption	83.35	82.94	84.24	84.87	84.62	83.9	84.76	85.86	85.41	83.85	84.79

数据来源: IEA, 国泰君安证券销售交易总部

表 3: 2010 年业绩敏感性分析

	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%
敏感性分析	1.64	1.72	1.79	1.86	1.93	2.00	2.07	2.15	2.22	2.29	2.36
30% 3.90	0.2	0.2	0.25	0.27	0.29	0.31	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41
35% 4.05	0.2	0.2	0.26	0.28	0.30	0.32	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42
40% 4.20	0.2	0.3	0.27	0.29	0.31	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43
45% 4.35	0.2	0.3	0.28	0.30	0.32	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.44
50% 4.50	0.3	0.3	0.29	0.31	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45
55% 4.65	0.3	0.3	0.30	0.32	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.44	0.46
60% 4.80	0.3	0.3	0.31	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45	0.47
65% 4.95	0.3	0.3	0.32	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.44	0.46	0.48
70% 5.10	0.29	0.3	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45	0.47	0.49
75% 5.25	0.30	0.3	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.44	0.46	0.48	0.50
80% 5.40	0.31	0.3	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45	0.47	0.49	0.51

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

表 4: 估值表

代码	名称	价格	PB	预测 EPS			PE		
				2008	09EPS	10EPS	2008	09PE	10PE
600026	中海发展	16.150	2.51	1.59	0.51	0.71	10.16	31.67	22.75
600087	长航油运	7.500	2.75	0.37	0.03	0.37	20.27	250.00	20.27
600428	中远航运	13.780	3.98	1.11	0.5	0.6	12.41	27.56	22.97
601919	中国远洋	17.170	2.95	1.06	-0.1		16.20		
601872	招商轮船	6.360	2.23	0.359	0.191	0.368	17.72	33.30	17.28
601866	中海集运	5.890	2.21	0.0112	-0.22	-0.07	525.89		

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

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销售交易总部，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。

国泰君安证券销售交易总部

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

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com