

研究员：
李冬
交通运输行业
(8621)64718888-
1807

短期困难无碍公司远期前景

——长航油运（600087）中报点评

1、公司上半年利润大幅下滑

2009 年上半年，公司实现营业收入 15.32 亿元，同比增长 12.91%；实现营业利润 2488.59 万元，同比减少 87.79%；实现归属于母公司的净利润 1961.29 万元，同比减少 94.21%；实现基本 EPS 0.012 元，同比下降 94.20%。总体来看，公司上半年的营业收入由于运力的扩张有一定幅度的增长，但是净利润却大幅下滑。主要是上半年运价的大幅跳水所致，另外，由于公司的新船交付较多，导致公司的折旧费用等相关费用大幅上升。

2、上半年运价大跌、公司 VLCC 收益仍高于市场水平

2009 年中期以来，波罗的海原油运输指数(BDTI)由 2347 下跌至最低的 453 点，跌幅达 81%；波罗的海成品油运输指数(BCTI)由 1509 下跌至最低的 345 点，跌幅达 77%。而运价的大幅下跌，同时，船舶折旧等相关费用具有较强的刚性，导致了公司的毛利率下降。上半年公司的毛利率仅为 10.69%，远低于去年同期的 23%。在运价方面：VLCC 市场，以 TD3 指数，上半年平均为 WS41 点，平均 TCE 为 28,524 美元/天，较上年同期下跌了约 70%；MR 市场同样大幅下滑，TC4 指数上半年平均为 WS85 点，平均 TCE 不足 4,000 美元/天。公司三大主力船队中，仅特种品运输业务毛利率稳中有升，尤其是化工和液化气运输分别实现了 1000 万元的盈利。而公司的 VLCC 船队由于全部参与中石化的进口运输，运价明显高于市场水平。

3、公司正处于高速发展阶段

目前，公司正处于高速发展阶段。上半年，公司新增运力 9 艘（包括 3 艘 VLCC、4 艘 MR、2 艘特种船），总计约 110 万载重吨；下半年，公司还有 9 艘船舶（2 艘 VLCC、6 艘 MR 及 1 艘化工品船）要交付。按 2008 年底公司总运力 182 万载重吨计算，09 年公司的运力增速将达到 100% 以上。按照公司现有的运力扩张计划，到 2012 年末，公司拥有运力将达到 92 艘船合计 702 万载重吨，未来 4 年年均复合增长率达 40.5%。按照公司的总运力规划，公司将来有可能达到 1000 万吨以上的总运力，未来一旦油运市场的行情转好，公司的运力扩张将会转化为实实在在的利润，使公司的业绩呈现跳跃式增长。

联系人
张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

4、3季度将是公司业绩的谷底

从油运的特征来看，3 季度整体的业绩在 8 月底基本上可以确定，由于运价依然在下跌，公司 3 季度的业绩仍然不乐观。同时，据国际能源机构最新报告显示，2009 年全球原油日均需求量 8330 万桶，比 2008 年减少了 2.9%。但是，油船的供给增速没有放慢，3、4、5 月份的增速分别为 7.1%、7.4% 和 7.7%，远远高于去年平均 4.7% 的水平。预计全年的运力供给增速将达到 10% 左右，供需之间将有 13% 的缺口，这也是导致运价低迷的原因。4 季度随着季节性消费需求的增加，运价将有所上扬，但是由于公司投入的新船需要 3-5 个月的试车时间，运价的上涨对全年业绩贡献有限，但是季度环比业绩将有所回升。2010 年，随着单壳油轮的淘汰，油运的供需将逐步平衡。

5、看好公司未来成长，维持对公司的“推荐”评级

我们预计公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.08 元和 0.38 元，对应 2009 年和 2010 年的动态市盈率分别为 86.5 倍和 18.2 倍。由于公司正处于高速发展阶段，VLCC 运量有保障，公司未来成长空间较大，我们维持对公司的“推荐”评级。

表 1、长航油运盈利预测简表

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2,056	3,192	3,607	5,971
营业成本	1,525	2,463	3,077	4,607
营业税金及附加	29	42	50	82
销售费用	1	40	44	73
管理费用	47	103	116	192
财务费用	25	90	161	225
资产减值损失	4	2	0	0
投资净收益	10	6	0	0
营业利润	436	458	159	792
营业外收入	53	235	0	0
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	488	692	159	792
所得税	141	106	36	177
净利润	347	586	123	615
少数股东损益	-3	-10	1	7
归属于母公司所有者的净利润	350	596	123	607
EPS (元)	0.54	0.37	0.08	0.38

资料来源：浙商研究所

研究员介绍: 李冬: 英国雷丁大学 (ICMA 中心) 国际证券, 投资与银行学硕士; 上海海事大学国际金融学士。2008 年初加盟浙商证券研究所, 现为交通运输行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。