

长航油运 600087.SS

布局底部，等待反转

- **公司目前盈利主要来自内贸。**公司目前盈利贡献来自于内贸业务。主要包括内贸原油与内贸成品油两部分，内贸指原油海进江，从宁波港到南京港；与沿海原油成品油运输。外贸业务，主要是 VLCC 原油运输，受到整个外贸油运市场 TCE 的巨幅下滑影响，公司运费水平也不断降低，而国内的原油与成品油运输市场相对封闭，运费水平稳定。最近一个月，盈利情况并没有明显好转。
- **船队运费水平。**上半年 MR 外贸船队 TCE（等价期租水平）在 12000\$/d-13000\$/d，MR 船队平均 TCE 水平在 16000\$/d。上半年 VLCC 的租金水平在 35000\$/d 左右。MR 平均的 TCE 水平比市场略高，是由于公司有内贸运输这一块。而 VLCC 高于市场，主要是公司与中石化签有相关合同。随着市场 TCE 水平的不断下滑，目前的情况并不太好。
- **COA 合同定量不定价。**MR 船队，COA 合同运量占比在 20%左右，而 VLCC 船队，广义上说，均为 COA 合同，运量有保证。但 COA 合同目前定量不定价，每次航行进行一次定价。一般来讲，本公司一艘 VLCC 一年航行 6-7 次，主要在沙特至中国航线上。公司尽管与中石化之间有相关协议，但并不保证不亏损经营。
- **VLCC 运费水平处于市场底部。**最近几个月 VLCC 的 TCE 水平巨幅下滑，公司 VLCC 的保本 TCE 在 35000\$/d，而目前市场 TD3 线的 TCE 水平只有 2000\$/d 左右。尽管市场水平并不等于公司实际实现 TCE 水平，但是趋势上一致。
- **布局底部，等待反转。**目前油运市场有三大因素处在底部，首先，单壳油轮淘汰。2010 年底单壳油轮真正能淘汰的量其实无法估算，但目前的运费水平下淘汰量相对乐观。第二、美国原油消费量与原油进口量处在底部，按美国国家能源局预测，美国将在 2010 年 4 月份开始，增加进口。世界原油消费量在 2009 年下滑后，2010 年也将同比上升。第三、运费水平处在历史底部，目前 VLCC 的租金水平，与历史上相比，至少从 98 年以来已是历史底部，市场 TCE 只有不到 2000\$/d 的水平。尽管从大周期来看，油运市场运力过剩消化需要多年时间，但 2010 年油运从底部反转将是大概率事件，我们拟给予公司买入评级。随后我们将推出油运深度报告。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

交通运输行业高级分析师
8621-63325888 × 6066
Zhangqi1@orientsec.com.cn

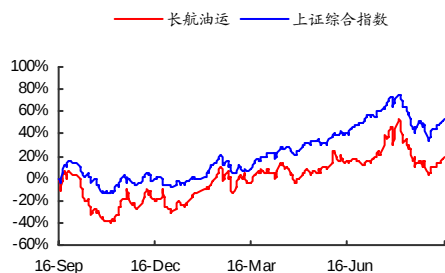
徐捷

交通运输行业资深分析师

投资评级 **买入 增持 中性 减持（首次）**

股价（2009 年 9 月 16 日）	6.48 元
目标价格（6 个月）	9.00 元
总股本/A 股（万股）	161066/161066
国家/地区	中国
行业	海运
报告日期	2009 年 9 月 17 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现（%）	-7.25	-0.66	18.36
相对表现（%）	-6.59	-9.57	-34.35

财务预测

	2007	2008A	2009E	2010E
营业收入同比	-16%	55%	-5%	55%
EBITA 同比	45%	-4%	-117%	-784%
ROE	9%	13%	-5%	11%
ROIC	5%	4%	-1%	5%
EPS	0.39	0.37	-0.09	0.22
每股净资产	4.52	2.80	1.78	1.99
P/E	16.5	17.5	-71.9	30.0
p/B	1.4	2.3	3.6	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《BDI 难续 5-7 月强势》

2005.6.2

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

	2007A	2008A	2009E	2010E		2007A	2008A	2009E	2010E
流动资产	3283	3853	1675	2054	营业总收入	2056	3192	3019	4679
现金	1577	1452	1151	1534	营业总成本	1631	2740	3241	4215
应收票据	49	43	60	94	营业成本	1525	2463	2900	3770
应收账款	203	296	281	187	销售费用	1	40	42	66
预付账款	921	1946	3	4	管理费用	47	103	127	165
存货	96	79	145	188	财务费用	25	90	132	153
非流动资产	6656	7983	10240	9790	其他经营收益	10	6	-2	2
长期投资	63	58	43	43	投资净收益	10	6	-2	2
固定资产	4284	4106	6642	7970	营业利润	436	458	-224	467
在建工程	2291	3812	3551	1770	营业外收入减支出	52	234	29	0
无形资产	4	4	4	6	利润总额	488	692	-195	467
资产合计	9939	11836	11915	11843	减：所得税	141	106	-49	117
					净利润	347	586	-146	350
应付项目	155	162	203	302	少数股东损益	-3	-10	-1	3
附息负债	4980	6771	7086	8296	归属母公司净利润	350	596	-145	346
短期借款	422	408	500	226					
长期附息负债	4557	6364	6586	8070	成长能力				
其他负债	733	369	0	0	营业收入同比	-16%	55%	-5%	55%
负债合计	5868	7302	7289	8598	EBITA 同比	45%	-4%	-117%	-784%
所有者权益	4071	4534	2896	3245	归属母公司净利润同比	46%	70%	-124%	-339%
实收资本	895	1611	1611	1611	利润水平				
资本公积	2038	1494	1494	1494	销售毛利率	26%	23%	4%	19%
留存收益	1109	1400	1255	1602	销售净利率	17%	18%	-5%	7%
少数股东权益	29	29	31	33	整体绩效				
负债和权益合计	9939	11836	10186	11843	ROE	9%	13%	-5%	11%
经营活动现金流	-738	222	2173	941	ROIC	5%	4%	-1%	5%
净利润	347	586	-146	350	运营效率				
折旧摊销	245	336	381	457	应收账款周转率	12.8	12.8	10.5	20.0
营运资金变	-1321	-694	1935	136	存货周转率	24.1	36.5	26.9	28.1
投资活动现金流	-3478	-1658	-2640	-4	偿债能力				
资本支出	-3492	-1680	-2656	-6	流动比率	5.0	2.4	2.4	3.9
长期投资	-1	11	12	2	速动比率	4.8	2.4	2.2	3.5
筹资活动现金流	5510	1311	167	-554	EBITA / I	4.4	6.8	-0.7	4.0
短期借款	385	-15	92	-274	资产负债率	59%	62%	61%	73%
长期借款	3145	1806	222	1484	每股指标				
普通股增加	379	716	0	0	EPS	0.39	0.37	-0.09	0.22
资本公积	1491	-544	0	0	每股净资产	4.52	2.80	1.78	1.99
其他	110	-653	-148	-1764	P/E	16.5	17.5	-71.9	30.0
现金净增加额	1293	-125	-301	383	p/B	1.4	2.3	3.6	3.2

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

章琪 徐捷

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn