

长航油运 (600087)

行业低谷期认购股票, 投资者安全边际高

长航油运非公开发行方案点评

孙利萍 林园远
 010-59312823 021-38676654
 sunliping@gtjas.com Linyuanyuan@gtjas.com

本报告导读:

- 本次增发将改善公司财务状况, 公司资产负债率将从66%下降到55%, 同时解决公司2010资本性开支的资金问题;
- 低谷期认购预期复苏行业的股票, 投资者获得超额收益的可能性较大。

事件:

公司 26 日公告其非公开发行股票预案, 计划每股不低于 5.63 元向非公开发行对象发行股票, 募集资金 25 亿元, 用于投入公司在建的 4 艘 VLCC 油轮项目。本次发行对象为包括控股集团在内的不超过 10 家特定对象, 其中控股集团公司承诺以现金认购不低于此次发行量的 50% 股份。

评论:

● 非公开发行方案的背景: 成长期遭遇行业低谷, 船舶建造催生融资需求

➢ **新船集中交付, 资本支出较大:** 公司 2008-2012 年处于运力大幅度增长阶段。较快的新船交付需要大量的资金, 预计 09-10 年两年的资本支出将分别为 45 亿、35 亿。2009 年公司通过各种方式解决了当年的资本性开支问题, 而 2010 年公司资本性开支面临问题。

表 1: 新船交付量大

	2008		2009		2010		2011		2012	
	数量	载重吨 (万吨)	数量	载重吨 (万吨)	数量	载重吨 (万吨)	数量	载重吨 (万吨)	数量	载重吨 (万吨)
VLCC	1	29.7	6	178.2	11	330.5	14	423.4	16	482.8
MR	20	92.1	30	140	33	154.4	33	154.4	33	154.4

数据来源: 国泰君安证券

➢ **行业景气下降导致公司盈利能力、创造现金能力下降:** 全球经济放缓导致油品需求下降, 同时运力集中交付导致行业运价大幅度下跌。09 年来 VLCC、MR 油轮运价持续下跌, 目前已经跌破盈亏平衡点。其中, TD3 线 3 季度 WS 平均点位为 39.6 点, 平均 TCE 仅 1.7 万美金/天, 即便加上中石化的补贴, 运价仍低于公司 3.3-3.8 万美金/天的保本线; MR 油轮 TC7 线 3 季度 WS 平均点位为 117.7 点, 平均 TCE 为 6046.5 美元/天, 低于公司 2.4 万美金/天的保本线。行业低谷, 导致 2009 年 1-6 月公司净利润为 1917 万元, 同比下降 95%, 进而使公司创造现金能力大幅度下降。

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: **¥7.00**

上次预测: ¥7.00

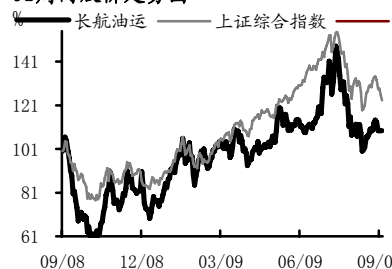
当前价格: **¥6.28**

2009.09.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.32 ~ 8.55
总市值 (百万元)	10,115
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,611/824
流通 B 股/H 股	
流通股比例	51.2%
日均成交量 (百万股)	30.5
日均成交额 (百万元)	182.0

52 周内股价走势图



相关报告

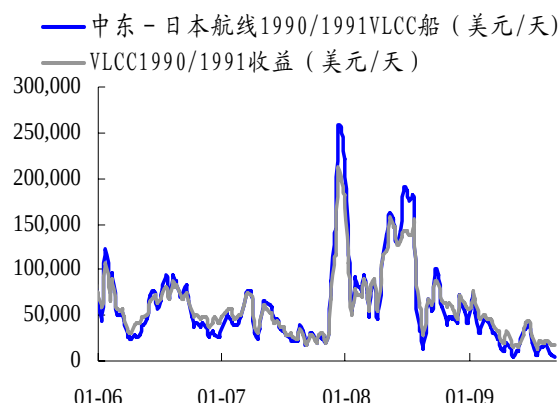
长航油运: 业绩低点配置, 等待行业复苏

(09.08.12)

长航油运: 行业低点, “冬种夏收”

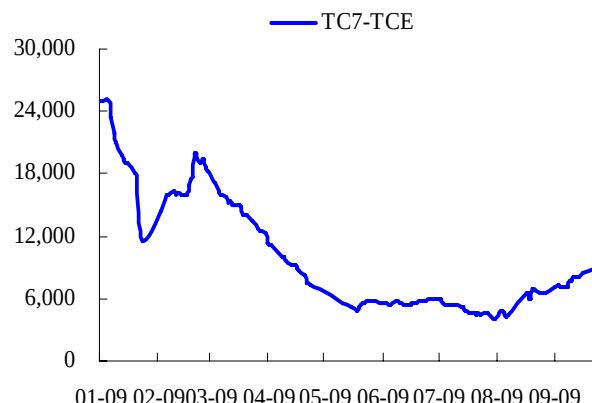
(09.04.17)

图 1: TD3 线 TCE 持续低迷



数据来源: CLARKSON, 国泰君安销售交易总部

图 2: TC7 线 TCE 持续低迷



数据来源: 公司网页, 国泰君安销售交易总部

➤ **资产负债率较高:** 2009 年公司采取依靠自有资金、银行借款、售后回租等方式完成 45 亿资本性开支。目前公司资产负债率为 66%，在海运行业板块中属于比较高的数据。目前行业盈利能力大幅度下降导致公司自我造血能力不足，采取银行贷款方式将继续提高公司资产负债率，增加公司财务风险。

表 2: 资金压力大

资产负债率	2008	2009
长航凤凰	72.90	77.19
长航油运	61.69	66.03
宁波海运	61.94	64.26
中国远洋	47.65	57.97
中远航运	37.53	41.33
中海集运	35.48	36.54
招商轮船	33.22	34.55
中海发展	28.00	31.20
中海海盛	28.91	29.23

数据来源: 国泰君安证券

● 此次非公开发行方案有利于降低公司财务风险

➤ **非公开发行方案内容:** 公司计划发行股份数量在 20000-60000 之间，发行对象为包括控股集团-南京长江油运公司在内的不超过 10 家的特定对象。其中，南京油运公司承诺以现金认购不低于本次发行股份数量的 50%。发行价格为不低于每股 5.63 元。南京油运认购的股份在发行结束后的 36 个月内不得上市交易或转让，其它特定对象认购的股份在本次非公开发行结束后 12 个月内不得上市交易或转让。

表 3: 募集资金投放

项目	NO	投资额	拟以募集资金投入的金额
VLCC 油轮	4	333627	250000

数据来源: 国泰君安证券

➤ **增发有利于降低公司财务风险，保证公司健康稳健发展:** 公司目前的负债率较高，年底可能突破 70%，实施增发后，将有利于公司降低负债率，减缓财务压力，从而有助于公司健康稳健发展。假设 2009 年公司完成本次非公开发行，共募集资金 25 亿元，则公司资产负债率将从目前 66% 下降到 55% 左右。

假设公司于 2010 年初增发成功，则按照目前 5.76% 的利率水平，公司可节约财务费用 1.44 亿元，同时新增 4.44 亿股。基于我们对公司 2009-2010 年的业绩预测，预计公司 2010 年的 EPS 将可能为 0.35 元。

表 4: 增发方案可能对公司业绩的影响

百万	2009	2010
募集资金	2500	2500
3-5 年人民币贷款基准利率	5.76%	5.76%
财务费用减少	28.8	144
利润增加	21.6	108
增发后的 EPS	0.04	0.35
原预计的 EPS	0.03	0.37

数据来源: 国泰君安销售交易总部

● 行业低谷期认购股票, 投资者收益大于风险概率较大

我们认为投资者可以参与此次非公开发行认购, 主要理由有三:

理由一: 目前是油轮运输行业的低谷, 公司股价处于历史相对低位。此时参与认购风险较小。

理由二: 集团公司承诺现金认购不低于本次发行量的 50% 股份, 部分说明集团对目前股价的认可。

理由三: 经济复苏将促使油轮需求的回升, 2010 年前单壳油轮拆减将带来油轮供给减少, 2010 年油轮市场供需关系将明显改善, 因此预计 2010 年油轮市场将缓慢复苏。对于投资者来说, 在行业低迷期, 以较低的价格认购公司股权, 投资者获得超额收益的概率较大。

表 5: 单壳油轮拆解将降低 2010 年运力投放速度

	2005	2006	2007	2008	Jun*	2009	2010
Orderbook (end period)	85.7	147.2	163.4	176.3	146.9		
New Orders	29.9	88.6	48.1	53.0	1.0		
Newbuildings Delivered	29.8	26.0	30.8	36.3	26.3	58.5	50.3
Sold for Scrap	4.0	3.0	3.4	4.1	2.1	7.1	36.9
Miscellaneous Additions	0.2	0.2	0.9	0.3			
Miscellaneous Removals	2.8	3.1	6.4	10.9	6.0	6.0	
Total Tanker Fleet > 10,000	343.4	363.5	385.4	407.0	425.2	452.5	465.9
% change	7.2%	5.8%	6.0%	5.6%	4.5%	11.2%	3.0%
VLCC	137.7	142.4	148.1	153.9	160.6	168.3	164.1
% change	5.5%	3.4%	4.1%	3.9%	4.3%	9.3%	-2.5%
Suezmax	49.2	52.8	55.0	55.5	56.8	63.0	67.3
% change	7.9%	7.4%	4.3%	0.9%	2.3%	13.4%	6.9%
Aframax	67.7	71.4	76.5	80.9	86.0	91.2	97.0
% change	8.5%	5.5%	7.1%	5.8%	6.2%	12.7%	6.4%
Panamax	18.7	21.3	23.9	26.1	27.3	29.0	29.6
% change	15.4%	13.8%	12.1%	9.1%	4.8%	11.1%	2.4%
Handy	70.1	75.6	81.8	90.6	94.5	101.1	107.8
% change	6.9%	7.8%	8.2%	10.8%	4.3%	11.5%	6.7%

数据来源: CLARKON, 国泰君安销售交易总部

表 6: IEA 预测 2010 年后油品需求将有回升

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	2008	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2009	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	2010
Africa	3.2	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.3	3.2	3.3	3.3	3.2	3.4	3.3
Americas	30.5	30.4	29.6	29.9	30.1	29.3	28.9	29	29.1	29.1	29.5	29.3	29.5	29.4	29.4
Asia/Pacific	26.7	25.7	25	25.1	25.6	25.7	25.9	25	25.4	25.5	26.4	26	25.4	25.9	35.9
Europe	16.1	15.8	16.3	16.2	16.1	15.6	14.9	15.5	15.7	15.4	15.6	15	15.5	15.6	15.4
FSU	4.3	4.1	4.3	4.2	4.2	4	3.8	4.1	4.1	4	4.1	4	4.2	4.2	4.1

Middle East	6.7	7.1	7.6	6.9	7.1	6.7	7.3	7.7	7.1	7.2	7	7.4	8	7.4	7.5
World	87.5	86.3	85.9	85.4	86.3	84.5	84.1	84.4	84.7	84.4	86	85.1	85.8	85.9	85.7
增长率%	1.2	1	-0.4	-2.6	-0.2	-3.4	-2.6	-1.8	-0.9	-2.2	1.8	1.2	1.7	1.4	1.5

数据来源: IEA, 国泰君安销售交易总部

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com