

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

增发缓解资金压力

长航油运公布定向增发方案：本次非公开发行股份数量为 20000 万股—60000 万股，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的 90%，即发行价格不低于 5.63 元/股。非公开发行的发行对象为包括公司控股股东南京长江油运公司在内的不超过十家的特定对象。其中，南京油运承诺认购不低于本次非公开发行股份数量的 50%。

增发目的：缓解资金压力。

增发用途：用于在建的 4 艘 VLCC 项目；而非新项目。

增发结果：财务结构改善，资产负债率下降；但股本增加约 20%，净资产提高。

预计 3 季度公司单季度业绩亏损。全年业绩是否盈利依赖于 4 季度油轮市场是否反弹。

我们对 4 季度油轮市场的判断是：有季节性反弹，但反弹力度目前还不敢太乐观。除非这几个月拆解加快。对 2010 年下半年的市场持有比较好的预期。目前油轮船东都对 4 季度油轮运价的反弹抱有预期，希望可弥补持续半年的亏损。但若到时候市场反弹不如预期，则可能拆解明显加快，特别到了 2010 年船舶到了坞修或者特检的时刻，若发现运营收入还不能弥补修理或特检费用，船东将有动力进行拆解。这样，有助于运价 2010 年下半年之后的恢复。

增发缓解资金压力

2009-2011 年，公司的资本性总支出总计 95 亿元，其中 2009-2010 年分别为 45 亿元、35 亿元。但 2009 年油轮市场低迷，公司上半年经营现金流仅 5900 万元。上半年公司用了 2 条船做售后回租，获得 7 个亿资金。但依靠经营性现金流入、自有资金、售后回租等方式，还远远不能满足资金需要。

2007-2008 年和 2009 年 6 月公司的资产负债率分别为 58.83%、61.69%和 66.03%，预计到 2009 年底，公司的资产负债率将会突破 70%，资产负债率明显高于同行业其他上市公司。截至 2009 年 6 月底，公司债务余额 85.38 亿元，其中短期借款余额 4.44 亿元，一年内到期的非流动负债 8.88 亿元，长期借款余额 43.09 亿元，偿债压力较大，财务负担较重。因此通过增发解决部分资金成为一个选择。

增发用于 4 条在建 VLCC

本次非公开发行股份数量为 20000 万股—60000 万股，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的 90%，即发行价格不低于 5.63 元/股。计划募集资金净额约为 250000 万元。非公开发行的发行对象为包括公司控股

股东南京长江油运公司在内的不超过十家的特定对象。其中，大股东南京油运承诺认购不低于本次非公开发行股份数量的 50%，即大股东至少要支付约 13 个亿资金。

计划募集资金净额约为 250000 万元，将全部用于公司在建的 4 条 VLCC 油轮项目。这 4 艘船将分别于 2010 年和 2011 年交付。

增发之后，公司财务结构得以改善，资产负债率将有所下降；财务成本可下降。但股本增加约 20%，未来对业绩将有所摊薄。

表 1：增发募集资金用途

序号	项目名称	艘数	项目总投资	拟以募集资金投入金额
1	VLCC 油轮	4	333627	250000

资料来源：公司季报、长江证券研究部

表 2：在建 VLCC 油轮明细

序号	油轮名称	合同金额	预计交船日期	承建单位
1	长江之荣	75906	2010.08	渤海船舶重工有限责任公司
2	长江之耀	75906	2010.12	渤海船舶重工有限责任公司
3	长江之祥	85216	2010.12	渤海船舶重工有限责任公司
4	长江之瑞	85216	2011.09	渤海船舶重工有限责任公司

资料来源：公司资料、长江证券研究部

表 3：股本增加测算（假定发行价格 5.63 元/股）

假定募集资金（万元）	150000	200000	250000	300000
股本增加（万股）	26643	35524	44405	53286
股本增加比例（%）	16.54	22.06	27.57	33.08

资料来源：公司资料、长江证券研究部

全年业绩是否盈利依赖 4 季度油轮运价是否反弹

我们对 4 季度油轮市场的判断是：有季节性反弹，但反弹力度目前还不敢太乐观。除非这几个月拆解加快。对 2010 年下半年的市场持有比较好的预期，预计运价可明显恢复。目前油轮船东都对 4 季度油轮运价的反弹抱有预期，希望

可弥补持续半年的亏损。但若到时候市场反弹不如预期，则可能拆解明显加快，特别到了 2010 年船舶到了坞修或者特检的时刻，若发现运营收入还不能弥补修理或特检费用，船东将有动力进行拆解。这样，有助于运价 2010 年下半年之后的恢复。

短期油轮运价初现企稳的迹象，本周中东至中国航线日租金水平大幅度上涨，原油运费指数从 WS 30 点上涨到 WS 42 点，租金水平上升到接近 20000 美元，是自今年 7 月以来最高水平。虽然现在租金水平并不能达到船东完全的保本点，但日租金水平已较一艘 VLCC 每日营运开支高出一倍。主要的原因一些分析认为是中国国庆黄金周假期来临的因素；不过是否能够延续这个反弹趋势我们认为还需要观察 10 月的情况。

按照测算，到 2010 年，我国石油需求量为 4.1 亿吨左右；2015 年将达到 5.2 亿吨左右；2020 年，我国石油需求量有可能达到 7 亿吨。由于我国国内产量将维持在 1.8—2 亿吨的水平，届时缺口将分别为 2.1-2.3 亿吨、3.2-3.4 亿吨、5.0-5.2 亿吨；这些供应的缺口将需要从国外进口。而其中 85% 以上的原油进口须通过海运的方式，但海运进口量中约 80% 还是由外国船东承运的。因此从长期的角度，中国船东发展 VLCC 运力还是非常必要的。

从大的周期来看，目前油轮市场也是处于一个最低迷的时期。对于整合后的中外运长航集团，油轮运输业务将不可置疑的成为新集团航运业务的核心，今后的长航油运也将成为中国进口油运输的主力公司。短期面临的问题主要就是资金支付压力，相信背靠新的集团，可以得以解决。

短期看，公司 3 季度盈利不敢乐观，预计单季度业绩亏损，并吞噬上半年业绩，全年业绩取决于 4 季度油轮市场是否出现反弹。在预期 2010 年油轮市场运价比 2009 年恢复情况下，预期 2010 年业绩明显好转。

暂维持 2009-2010 年 EPS 为 0.11 和 0.40 元的预测，考虑到 2010 年运价恢复的预期，维持对公司“推荐”评级。对于增发，一方面考虑到现在是油轮市场最低迷的时期；一方面，在一年后锁定期满后，正好可是油轮运价恢复的时期，可以适度参与。

表 4：长航油运运力增长情况

		2008 年底		2009 年底		2010 年底		2010 年底		2012 年底	
船型/年份		艘	万吨	艘	万吨	艘	万吨	艘	万吨	艘	万吨
VLCC	新增			5	148.5	5	148.5	3	92.9	2	63.2
	小计	1	29.7	6	178.2	11	326.7	14	419.6	16	482.8
MR	新增			10	47.8	3	14.4	0	0	0	0
	小计	20	92.6	30	140.4	33	154.8	33	154.8	33	154.8
其他油轮		13	50.23	13	50.23	15	55.23	15	55.23	15	55.23
特种品		24	10.11	27	11.11	30	12.76	30	12.76	30	12.76
总运力		58	182.64	76	379.94	89	549.49	92	642.39	94	705.59

资料来源：公司资料、长江证券研究部

表 5:2009 年长航油运业绩敏感性测算

VLCC 的 TCE(美元/天)		36000	42000	47500	53000	59000
EPS (元)	MR=15000 美元/天	0.08	0.11	0.14	0.17	0.20
	MR=18000 美元/天	0.17	0.2	0.23	0.26	0.29
	MR=20000 美元/天	0.23	0.26	0.29	0.32	0.35
	MR=22500 美元/天	0.30	0.31	0.34	0.37	0.41
	MR=23000 美元/天	0.32	0.33	0.36	0.39	0.42

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008A	2009E	2010E		2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2056	3192	3476	4740	货币资金	1577	1452	348	474
营业成本	1525	2463	3009	3660	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	531	729	467	1080	应收账款	640	333	1692	2307
% 营业收入	25.8%	22.8%	13.4%	22.8%	存货	96	79	190	231
营业税金及附加	29	42	35	47	预付账款	921	1946	595	722
% 营业收入	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1	40	42	57	流动资产合计	3283	3853	2908	3849
% 营业收入	0.1%	1.2%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	47	103	80	95	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	3.2%	2.3%	2.0%	长期股权投资	50	46	50	50
财务费用	25	90	120	150	投资性房地产	13	12	13	13
% 营业收入	1.2%	2.8%	3.5%	3.2%	固定资产合计	6426	7918	9005	11354
资产减值损失	4	-1	0	0	无形资产	4	4	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	10	6	0	0	递延所得税资产	14	4	0	0
营业利润	436	461	190	731	其他非流动资产	149	0	149	149
% 营业收入	21.2%	14.4%	5.5%	15.4%	资产总计	9939	11836	12128	15417
营业外收支	52	234	0	0	短期贷款	508	1421	1232	3549
利润总额	488	692	190	731	应付款项	52	60	104	127
% 营业收入	23.7%	21.7%	5.5%	15.4%	预收账款	4	1	7	10
所得税费用	141	106	21	80	应付职工薪酬	8	4	16	19
净利润	347	586	169	651	应交税费	58	49	14	32
归属于母公司所有者 的净利润	349.9	596.1	169.0	650.9	其他流动负债	745	406	1393	1694
少数股东损益	-3	-10	0	0	流动负债合计	1375	1941	2767	5430
EPS (元/股)	0.22	0.38	0.11	0.40	长期借款	3472	4350	3572	3672
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	1894	984	递延所得税负债	4	0	0	0
经营活动现金流净额	-128	-395	1894	984	其他非流动负债	1017	1011	1017	1017
取得投资收益					负债合计	5868	7302	7355	10119
收回现金	14	2	0	0	归属于母公司	4043	4505	4744	5330
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	29	29	29	29
固定资产投资	-512	-1324	-2046	-3059	股东权益	4071	4534	4773	5359
其他	26	185	0	0	负债及股东权益	9939	11836	12128	15477
投资活动现金流净额	-486	-1138	-2046	-3059	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.217	0.379	0.105	0.404
股权融资	1724	10	0	0	BVPS	2.51	2.80	2.95	3.31
银行贷款增加 (减少)	323	1874	335	2417	PE	19.79	20.27	71.49	18.56
筹资成本	140	486	-137	-215	PEG	0.45	-0.62	3.11	0.81
其他	-274	-941	0	0	PB	1.71	2.68	2.55	2.27
筹资活动现金流净额	1913	1428	198	2202	EV/EBITDA	13.22	18.49	18.66	12.29
现金净流量	1300	-105	46	126	ROE	8.7%	13.2%	3.6%	12.2%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，现为长江证券研究部行业分析师，研究领域为航运和港口。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。