

盈利底部已现，投资的机会大于风险

长航油运（600087） 评级：买入（维持）

股价：6.13 元

目标价位：9.00 元

季报点评

2009 年 10 月 20 日 星期二

航运港口行业

张辉

010-59707111

zhangh@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	9.00
升值潜力(%)	46.82
目标价确定日期:	2009.07.20

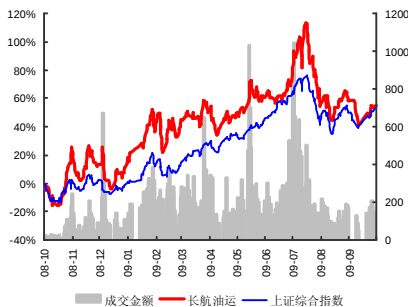
重要数据

总股本(亿股)	16.11
流通股本(亿股)	8.24
总市值(亿元)	98.73
流通市值(亿元)	50.51

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-2.50	-5.06
3 个月	-8.25	-3.50
6 个月	3.15	-18.19

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《最坏的时刻，最好的机会》

09.08.12

2. 《非公开发行预案点评》

09.09.28

投资要点

- q 三季度报微利，符合市场预期。前三季度公司实现营业收入 23.1 亿元，同比增长 3.6%；营业利润-344 万元，而去年同期为 3.3 亿元；归属于上市公司股东的净利润 193 万元，同比下降 99.6%；EPS0.001 元，勉强实现微利，符合市场预期。
- q 三季度运价环比小幅反弹，基本抵消成本上升影响。三季度内，公司内贸油品运输价格因交通运输部指导价影响基本稳定，外贸油品运输价格环比则略有反弹。从代表航线看，原油 VLCC 中东-日本航线三季度运价均值为 WS35 点，略好于二季度的 34 点；成品油 MR 新加坡-日本航线三季度运价均值为 WS82 点，好于二季度的 67 点。尽管运价小幅反弹，但因三季度燃油价格上升明显（新加坡 IF380 燃料油价格环比上涨 22.3%）导致成本有所增加，两者基本对冲。从净利润角度看，三季度单季实现 EPS-0.01 元，剔除所得税影响后环比基本持平，公司盈利底部出现得到进一步确认。
- q 四季度运价反弹在即，行业中期趋势亦正在逐步好转。四季度是油运业的传统旺季，预期年底前后运价有望出现明显反弹。以最新交易的 TD3 航线 FFA 为例，当前运价为 WS40 点，而年底前后已达到 60 点。同时，从行业中期变化趋势看，9 月份油轮拆解明显提速，今年以来的拆解规模已超去年全年，预期中的单壳油轮大规模拆解正逐步变为现实。在行业经历数月亏损之后，似乎一切都在向积极的方面演进。
- q 非公开发行将有效降低财务风险，并提供较强的安全边际。9 月底公司公布了非公开发行预案，预计完成发行后公司资产负债率将下降约 10 个百分点至 55%，每股净资产也将升至约 3.3 元，有望一定程度降低公司的财务风险。我们并不认为股本增厚带来的摊薄效应会显著影响公司的资产杠杆乃至投资价值。由于非公开发行价定为 5.63 元，与当前股价较为接近，我们认为这为目前的投资提供了较强的安全边际。
- q 从季报公布的流通股股东情况看，机构的认可度有所上升。我们统计了三季报中前十大流通股的情况，在剔除小非天津开科技后，其余九家机构

合计持股 1.38 亿股，较中报的 1.16 亿股有一定的增长，显示机构对公司的认可度有所上升。

- q 盈利预测与投资建议。**假设 2010 年完成非公开发行，预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.05 元、0.35 元和 0.43 元，目前股价对应的动态 PE 分别为 115 倍、18 倍和 14 倍。我们继续看好公司中长期投资价值，维持买入评级，预期年底运价回升的过程将为公司股价启动提供良好的催化剂。而由于公司前期股价表现低迷，使得当前投资的机会明显大于风险。
- q 风险提示。**1) 全球经济再度探底，导致石油需求恢复低于预期；2) 短期单壳船拆解进程低于预期，供给过剩状况持续；3) A 股市场系统性风险。

表1. 长航油运利润预测表 (单位: 万元)

	2007	2008	2009e	2010e	2011e
一、营业总收入	206,881	319,200	334,652	503,878	649,522
营业收入	206,881	319,200	334,652	503,878	649,522
二、营业总成本	163,078	274,034	327,519	419,222	544,272
营业成本	152,496	246,273	291,878	378,563	488,247
营业税金及附加	2,864	4,239	4,518	6,802	8,769
销售费用	148	3,964	4,350	6,047	7,145
管理费用	4,748	10,334	11,713	15,116	18,187
财务费用	2,457	9,001	15,059	12,694	21,925
资产减值损失	365	223	0	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,023	620	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	44,826	45,787	7,133	84,656	105,250
加: 营业外收入	5,301	23,534	3,000	0	0
减: 营业外支出	87	133	0	0	0
五、利润总额	50,041	69,187	10,133	84,656	105,250
减: 所得税	13,342	10,567	1,520	12,698	15,788
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
六、净利润	36,699	58,621	8,613	71,958	89,463
减: 少数股东损益	-282	-985	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	36,981	59,606	8,613	71,958	89,463
七、每股收益 (元)	0.31	0.37	0.05	0.35	0.43

资料来源: 东海证券研究所

注: 2010-2011 年 EPS 预测中假设股本增加 4.5 亿股

附注:**一、行业评级**

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122