

交通运输—航运业

报告原因：公司调研

2009 年 11 月 23 日

市场数据：2009 年 11 月 23 日

收盘价（元）	7.79
一年内最高/最低（元）	8.01/5.38
市净率	2.88
流通 A 股市值（百万元）	6419

基础数据：2009 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	2.7
资产负债率%	66.55
总股本/流通 A 股（百万）	1610/823
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

执笔人：

孟令茹

menglingru@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyfzfb@i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

长航油运(600087)调研简报

增持

关注单壳油轮退出及“国油国运”背景下的投资机会

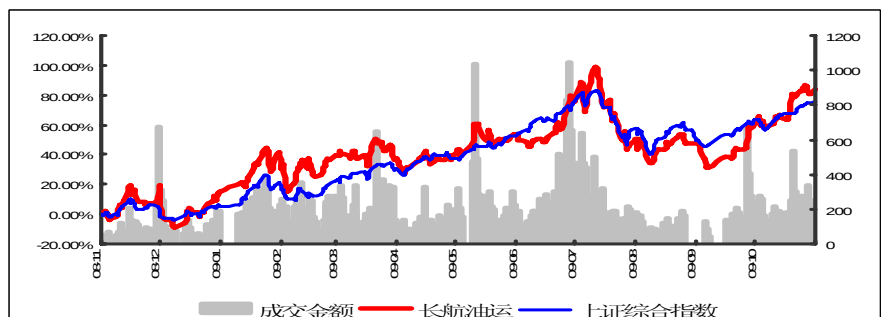
维持评级

公司研究/调研简报

投资要点：

- 公司运力投放成本存在优势，公司建造的船舶主要集中在市场低迷时期，船舶价格在同行业中较低。
- 公司在国内油运市场中运力投放相对较多，而国内原油海运价格主要执行国家指令价，几乎没有波动风险，沿海成品油价格虽然不执行国家指导性价格，但是波动幅度非常小，保证了 09 年前三季度公司内贸航线盈利，这也是公司 09 年前 3 季度盈利能力在国内同行业中相对稳定的重要原因。在外贸航线上，公司多承揽三角货、回程货等，复载率高于 50%，通过采用承租和期租相结合的运营方式，使公司运营船舶的等价期租租金（TCE）均高于行业平均水平，其中 VLCC 油轮大部分从事中东—日本、韩国和中东原油的运输，而中石化及其下面的联合石化是公司的一个重要客户，通过双方签订 COA 合同，经营上拥有量的保证和运价的补贴，为此，公司 09 年 1—9 月 VLCC 油轮的等价期租租金高于市场平均水平。
- 公司大型油轮运力充足，未来将充分享受国油国运和经济逐步复苏带来的好处。2012 年上半年预计公司将拥有 VLCC 油轮 16 艘，而国内竞争对手中，中海发展 14 艘，中远和招商各 13 艘，大型运力优势明显。根据测算，国内现存运力根本不足以满足 2010 年 50% 进口原油由国内油轮运输的要求。
- 与干散货运输和集装箱运输两个航运子行业相比，油运子行业面临的供给与需求矛盾更小。按照国际海事组织的规定，单壳油轮的最终使用年限为 2010 年，部分可放宽至 25 年船龄。预计原定于 2015 年前淘汰的中国国内航行的单壳油轮也会得到修改，提前到 2010 年的几率很大。世界航运中单壳油轮将逐步被拆解，油运供需矛盾将会降低，对油运运价形成支撑，目前公司 VLCC 平均保本点 35000 美元/天，MR 保本点大概在 14000 美元左右，公司认为明年 VLCC 日租金上涨 30%，MR 日租金将小幅上涨。公司目前已经不再启用大型单壳油轮。
- 公司资本支出最困难的时期已经过去。09 年是公司资本支出最困难时期，资本支出需要 45 亿，以后 2 年内，公司资本支出将逐步降低，2010 年资本支出 35 亿元，其中 20 亿自己解决，2011 年只需资本支出 15 亿。尽管公司负债率已经达到 66.5% 以上，但是公司近期正在启动定向非公开发行的融资方案，预计融资 25 亿，主要用于投资在建的 4 艘 VLCC，公司预计 2010 年 2 季度完成增发工作，届时公司资产负债率将会降低。公司认为，公司财务风险较大，但是财务风险是完全可以控制的，而且国内银行也愿意对其进行融资。
- 对于担心的公司与控股公司资产置换后，公司海上运输管理经验欠缺问题，公司已经实施了通过将船员输送到船员管理公司接受培训的内部培养方式和外部引进方式解决上述问题。**投资建议：**考虑公司未来运力总量及运力结构，及油运市场环境，公司作为油运子行业中的大型油运上市公司，依然值得长期关注。

一年内公司股价与大盘对比走势：



投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。