

2009-12-08

海运

长航油运 600087.SH

维持

增持

当前价格	7.69 元
目标价格	11.80 元
目标期限	12 个月

分析师:

冯志刚

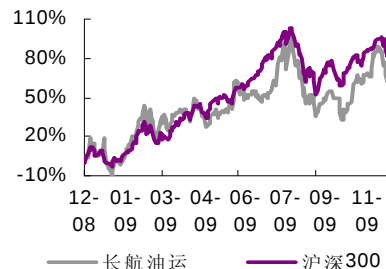
021-22169156

fengzg@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,611
总市值(百万元)	11,742
流通比例(%)	51.16%
12 个月最高/最低(元)	8.55/3.81
近 3 月日均成交量(百万股)	26.25
主要股东	南京长江油运公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.20	1.49	-18.58
绝对收益	7.04	25.70	73.59

相关报告:

油运市场低迷影响公司业绩	2009-08-12
业绩表现略好于预期	2009-04-17
内外结合, 应对瓶颈	2009-03-23

行业趋暖、规模扩张、管理深化

- ◇ 调研地点: 南京
- ◇ 拜访对象: 公司董事会秘书

◆ 2010 年国际油运市场供求关系将明显好转:

我们认为, 相对于 2009 年增幅供大于求缺口近 11 个百分点的情况来讲, 2010 年原油运输市场的情况将有非常明显的改善; 预计 2010 年原油运输市场的需求增幅和供给增幅将基本平衡, 分别为 2.65% 和 2.52%, 供求关系达到基本平衡;

而成品油运输市场的情况虽然相对原油市场差一些, 但是相对于 2009 年供大于求增幅缺口近 15 个百分点来讲也将有比较明显的改善; 预计 2010 年成品油运输市场的需求增幅和供给增幅将分别为 2.99% 和 5.57%; 增幅缺口缩小到 2.58 个百分点;

◆ 公司 VLCC 船队运营管理水平不断提高:

公司一年多以来的努力, 目前, 公司在 TMSA 方面的自评成绩已经达到 2.82 分, 已经达到国际大石油公司公开要求的门槛标准是 2.7 分; 标志着公司在船队运营管理方面取得了显著的成绩, 并为公司未来开拓其它国际大型客户打下了良好的基础;

◆ 未来两年公司船队规模扩张很快:

2010-2012 年依然将是公司船队规模扩张比较快的时期。尤其是 VLCC 船队。到 2009 年底, 公司将拥有 VLCC 船舶 6 艘, 而 2010-2012 年公司将新增 VLCC 船舶 10 艘, VLCC 运力将扩张 166.66%;

◆ 近期国际油运市场运价水平不断提高, 构成对公司股价的催化剂:

我们认为, 公司股价的催化剂还是国际油轮市场运价水平的显著上涨。近期, 国际油轮市场的上涨行情已经明显出现;

◆ 预测公司 2010-2011 年 EPS 将分别达到 0.35 和 0.59 元, 维持“增持”的投资评级:

考虑公司本次非公开发行 4.35 亿股后的总股本 20.45 亿股的情况下, 我们对公司 2010 和 2011 年 EPS 的预测分别为 0.35 元和 0.59 元, 维持“增持”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,056	3,192	3,402	4,653	6,797
营业收入增长率	-15.75%	55.24%	6.57%	36.78%	46.07%
净利润(百万元)	350	596	25	715	1,203
净利润增长率	45.94%	70.36%	-95.86%	2802%	68.09%
EPS(元)	0.39	0.37	0.02	0.35	0.59
ROE	8.52%	12.93%	0.59%	9.18%	13.72%
P/E	19	20	476	21	12
P/B	2	3	3	2	2
EV/EBITDA	19	21	37	14	9

光大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。

投资要件

关键假设

我们认为,相对于 2009 年增幅供大于求缺口近 11 个百分点的情况来讲,2010 年原油运输市场的情况将有非常明显的改善;预计 2010 年原油运输市场的需求增幅和供给增幅将基本平衡,分别为 2.65%和 2.52%,供求关系达到基本平衡;

而成品油运输市场的情况虽然相对原油市场差一些,但是相对于 2009 年供大于求增幅缺口近 15 个百分点来讲也将有比较明显的改善;预计 2010 年成品油运输市场的需求增幅和供给增幅将分别为 2.99%和 5.57%;增幅缺口缩小到 2.58 个百分点;

我们为什么与市场普遍观点不同

我们与市场普遍观点的不同主要包括两个方面:一是新船交付方面,我们认为由于目前油轮的新船价格已经比 2008 年景气高峰时期下降 30% 以上,因此弃单和推迟交付情况将大量出现,新船交付进度将明显推迟;二是单壳运力退出市场方面,我们认为航运公司将遵守国际海事组织有关 2010 年退出 4100 万 DWT 的退出进度,从而给市场带来显著的利好影响;

估值和目标价格

我们认为,在国际油运市场出现景气程度和运价水平出现趋势性上升的情况下,对于公司给予 2011 年动态 P/E20 倍比较合适,目标价格 11.8 元;

股价上涨的催化因素

我们认为,公司股价的催化剂还是国际油轮市场运价水平的显著上涨;近期,国际油轮市场的市场行情已经明显好转;可以看到,TD3 航线的现货 TCE 水平已经回升到 30000 美元/天左右。我们认为,如果 TCE 水平进一步回升到 45000 美元/天以上,将显著超出市场预期,并改变市场对于 2010 年油轮运输景气程度的看法,进而构成对公司股价的催化剂因素;

投资风险

如果 2010 年单壳油轮的退出进度明显低于市场预期,将对油轮市场供求关系产生不利影响,公司业绩将可能低于预测水平。

目 录

一、2010 年全球宏观经济形势将明显好转	1
二、油运行业供求关系将明显好转	2
1. 2010 年油运行业将面临的主要影响因素	2
2. 2010 年油运需求将显著回升	2
3. 2010 年运力供给增幅将明显放缓	7
4. 2010 年油运行业总体明显改善	9
5. 近期油轮市场走势向好	11
三、公司 2009 年经营情况分析	11
1. 2009 年截止目前的经营情况	11
2. 与中国石化签署的 COA 合同的基本内容	12
3. 国内沿海成品油运输合同使公司明显受益	12
四、公司船队管理水平再上新台阶	13
五、公司未来船队扩张计划	14
六、公司股价催化剂	14
七、盈利预测	15
八、投资评级	15
九、风险分析	15

图表目录

图表 1: 全球经济将 2010 年将明显回暖	1
图表 2: 2010 年全球贸易量将保持 2.5% 的增长	2
图表 3: 全球原油日均消费量 2010 年将明显恢复	3
图表 4: 未来全球新增炼油能力方面亚州高于中东	4
图表 5: 目前美、欧、日三大经济体原油储备处于高位	5
图表 6: 目前 OECD 成员国成品油储备处于高位	5
图表 7: 未来原油价格仍然存在上升趋势	6
图表 8: 2010 年计划交付油轮运力 5240 万吨	7
图表 9: 上轮行业景气高峰时期的新增订单占比达到 55%	8
图表 10: 2008 年下半年以来 VLCC 新船订单价格已经下降 30%	8
图表 11: 2010 年单壳油轮将退出市场 4100 万 DWT	9
图表 12: 2010 年原油运输市场供求关系将基本平衡	10
图表 13: 2010 年成品油运输市场供求关系将明显改善	10
图表 14: 近期国际油轮市场走势向好	11
图表 15: COA 合同的具体定价公式	12
图表 16: 2010-2012 年公司运力扩张时间表	14

一、2010年全球宏观经济形势将明显好转

航运业是典型的强周期行业，其行业需求和景气程度与全球宏观经济形势高度正相关。因此，我们在具体分析航运行业 2010 年的供求关系形势之前，先对 2010 年全球宏观经济形势进行一下展望。

从全球主要权威经济研究机构的预测看，2010 年全球宏观经济形势将比 2009 年出现明显的好转。

根据 IMF 2009 年 10 月最新发布 的《World Economic Outlook Report》，相对于 2009 年，2010 年的经济形势将明显回暖。根据 IMF 的预测，2009 和 2010 年的全球 GDP 增速将分别达到 -1.1% 和 3.1%。发达经济体的经济在 2009 年将出现负增长，GDP 增速为 1.3%；新兴和发展中经济体依然保持较快速度的增长，GDP 增速为 5.1%。

图表 1：全球经济将 2010 年将明显回暖

2005-2010 年全球及主要经济体的 GDP 增长情况及预测（单位：%）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
美国	3.1	2.9	2.1	0.4	-2.7	1.5
欧元区	1.5	2.8	2.7	0.7	-4.2	0.3
日本	1.9	2.2	2.3	-0.7	-5.4	1.7
英国	1.8	2.8	2.6	0.7	-4.4	0.9
俄罗斯	6.4	6.7	8.1	5.6	-7.5	1.5
中国	10.4	11.1	13.0	9.0	8.5	9.0
印度	9.0	9.7	9.4	7.3	5.4	6.4
巴西	2.9	3.7	5.7	5.1	-0.7	3.5
全球	4.8	5.4	5.2	3.0	-1.1	3.1

资料来源：《World Economic Outlook Report》，IMF，2009 年 10 月

从全球各主要经济体的情况看，2010 年，美国、欧盟、日本、英国和“金砖四国”的经济形势都将明显好转；其中，美国、欧元区、日本、英国、俄罗斯和巴西的好转程度更加明显，GDP 增幅回升幅度都将在 4 个百分点以上，日本将达到 7.1 个百分点，俄罗斯甚至将达到 9 个百分点。IMF 预测中国 2009 和 2010 年的 GDP 增速分别为 8.5% 和 9%。

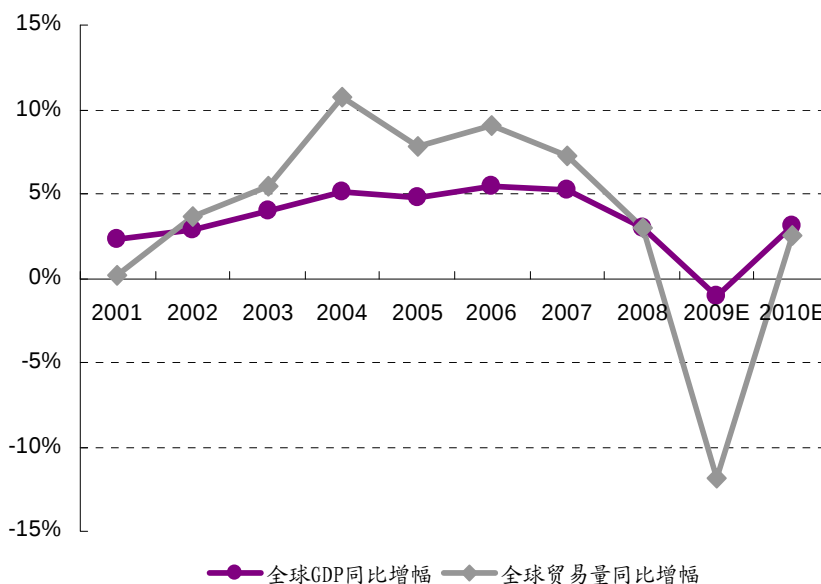
随着全球宏观经济形势的好转，全球贸易形势也将显著改善，虽然目前全球范围内的贸易摩擦事件开始频繁发生，贸易保护主义有所抬头。根据 IMF 的最新预测，2009 和 2010 年全球贸易量的同比增速分别为 -11.9% 和 2.5%，2010 年的同比增幅回升了 14.4 个百分点。如图表 2 所示。

虽然对于 2010 年全球经济是否能够全面复苏这个问题，在全球范围内

和证券市场上都存在一定的争论，但是有一点大家基本上是可以取得一致的。那就是 2010 年全球经济复苏的大方向是确定的，大家的分歧只是在于 2010 年的全球经济是否能够一帆风顺地复苏，是否还会在政府财政赤字、金融结构调整、通货膨胀、就业和汇率等方面遇到麻烦。

图表 2：2010 年全球贸易量将保持 2.5% 的增长

2001-2010 年全球 GDP 和贸易量增长情况和预测



资料来源：IMF，2009 年 10 月

二、油运行业供求关系将明显好转

1. 2010 年油运行业将面临的主要影响因素

对于航运来讲，影响其中长期运行趋势的主要是供求关系；当然，就短期而言，特殊事件的发生也会影响其阶段性的运行情况。

2010 年影响油轮运输行业供求关系的主要因素包括全球原油消费需求、新增炼油厂的地理分布情况、原油和成品油库存情况、原油价格未来走势和投机性原油需求、新增运力交付情况、单壳油轮退出和老船退役情况等。

2. 2010 年油运需求将显著回升

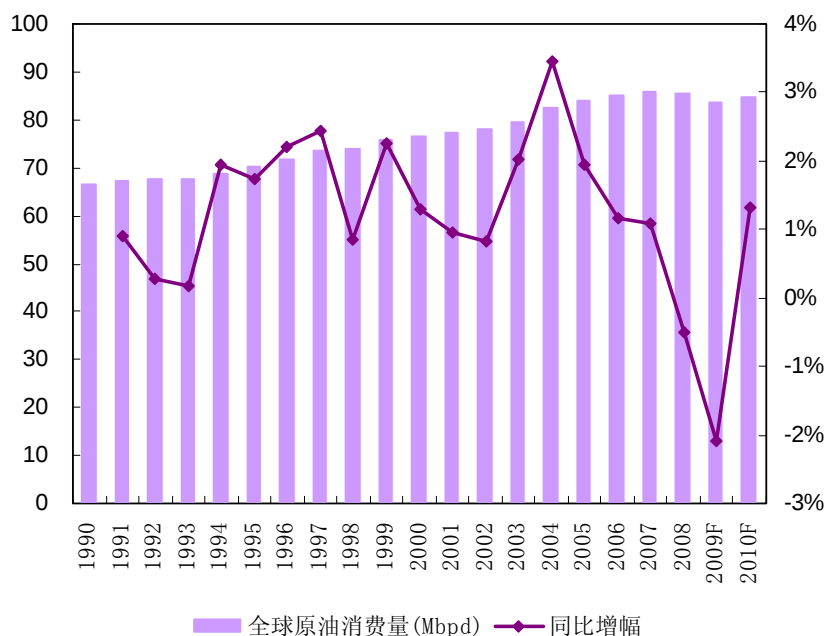
前面我们已经谈到，全球经济将在 2010 年将出现明显好转的情况，这将对全球油轮运输需求的恢复将起到非常积极的作用。具体而言，影响全球油轮运输需求的可以分为全球原油消费需求、新增炼油厂的地理分布情况、原油和成品油库存情况、原油价格未来走势和投机性原油需求

等几个方面。

(1) EIA 预测全球原油消费需求 2010 年同比增长 1.3%

图表 3：全球原油日均消费量 2010 年将明显恢复

EIA 对于 2010 年的全球原油消费量的预测（单位：百万桶/日）



资料来源：EIA，光大证券研究所

根据 EIA 最新更新的全球原油消费量的预测数据，全球原油消费量在 2009 年将同比下降 2.1%，为日均消费原油 8367 万桶；2010 年原油消费量将明显恢复，达到 8477 万桶/日，较 2009 年同比增长 1.31%；不过，仍低于 2008 年的水平。

由于全球目前的新增原油消费需求量中，绝大部分（95%以上）需要经过海运环节，所以，2000 年以来的经验数据表明，原油海运贸易量同比增幅一般与全球原油消费需求增幅之间存在 1 倍的关系。

(2) 新增炼油能力分布对油运需求存在正面影响

全球炼油能力的分布会直接影响石油运输的距离，从而影响石油运输的实际运输需求——周转量。从近几年航运市场的运行情况来看，运输距离和航线结构因素对行业供求关系的影响不亚于运输需求量本身。

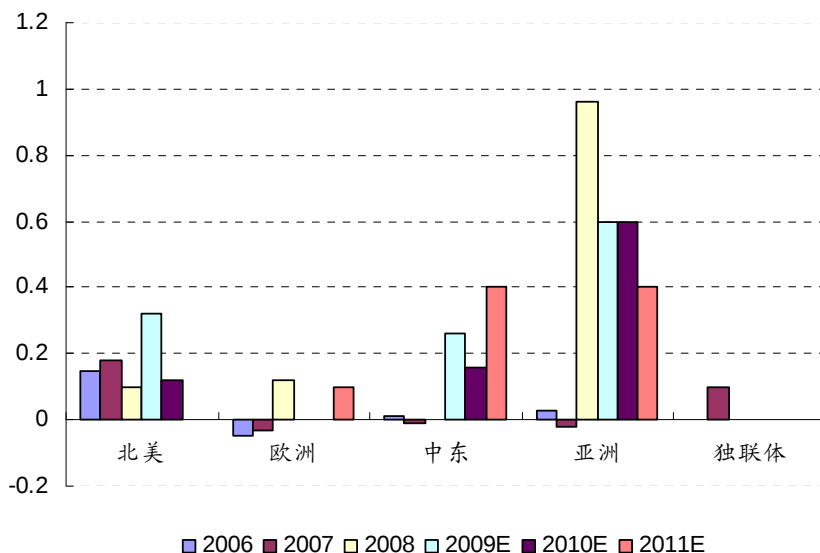
炼油能力的分布对油轮运输距离的影响主要有两个方面：（1）从主要产油国到炼油厂之间的距离；（2）从炼油厂到主要成品油消费国之间的距离。前一个距离主要影响原油运输市场，而后一个距离主要影响成品油运输市场。

我们的目的是预测未来行业运输需求的变化趋势，因此，我们需要重点考虑的是今年和未来几年新增炼油能力的分布。根据 Clarkson 的统计和

预测，从 2006 年到未来几年新增炼油能力的分布如下：

图表 4：未来全球新增炼油能力方面亚洲高于中东

未来全球新增炼油能力分布（单位：百万桶/日）



资料来源：Clarkson，光大证券研究所

从图表 4 中我们可以看出，未来几年的新增炼油能力主要集中在亚洲、中东和北美。亚洲和北美的新增炼油能力主要是为了满足本地的新增消费需求，中东的新增炼油能力主要是满足欧洲和中东本地的新增消费需求。亚洲和北美的新增炼油能力会从提高运量和增加运距两方面提高原油运输的需求，而中东的新增炼油能力会减少原油运输的需求，提高成品油运输的需求。

总体来看，由于在亚洲和北美地区新增炼油能力明显大于中东地区新增的炼油能力，因此我们认为就炼油能力的地理分布这一因素来说，未来几年，全球原油运输的运输距离将不断被拉长，对原油运输需求将产生积极影响。

（3）油品储备仍是障碍

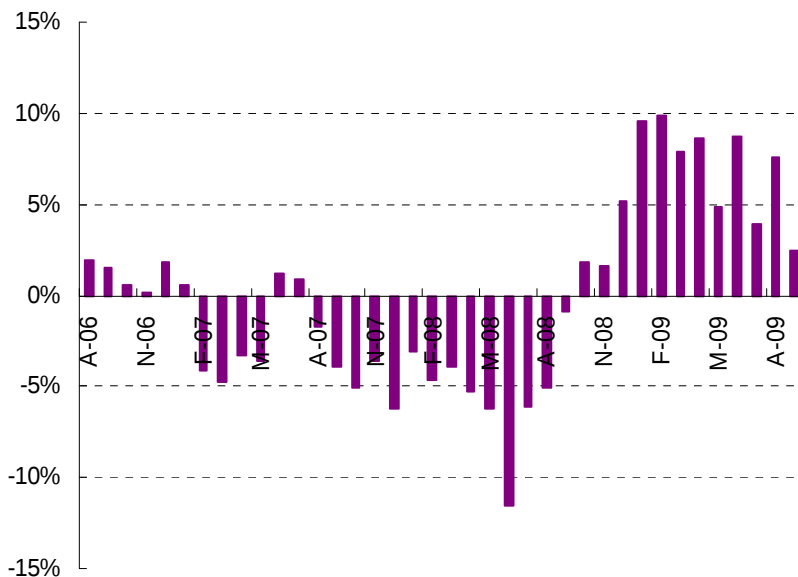
全球的原油、成品油生产和油品消费之间有一个中间环节——储备。由于原油和成品油的特殊性质、储油设施的巨额资本开支，因此，全球范围内的储油能力不可能无限扩大；同时，出于经济安全和战略安全方面的考虑，石油消费国家也必须拥有一个最低的原油和成品油库存数量。因此，总体上来说，全球的原油和成品油储备数量是在一个相对较小的区间范围内不断进行波动，其数量反映出目前全球宏观经济的总体形势和对未来发展趋势的总体观点，对全球原油运输需求也将产生明显的影响。

一般来说，全球油品储备处于相对高位时，未来油品运输需求将受到抑

制；而处于相对低位时，未来油品运输需求将趋于上升。

图表 5：目前美、欧、日三大经济体原油储备处于高位

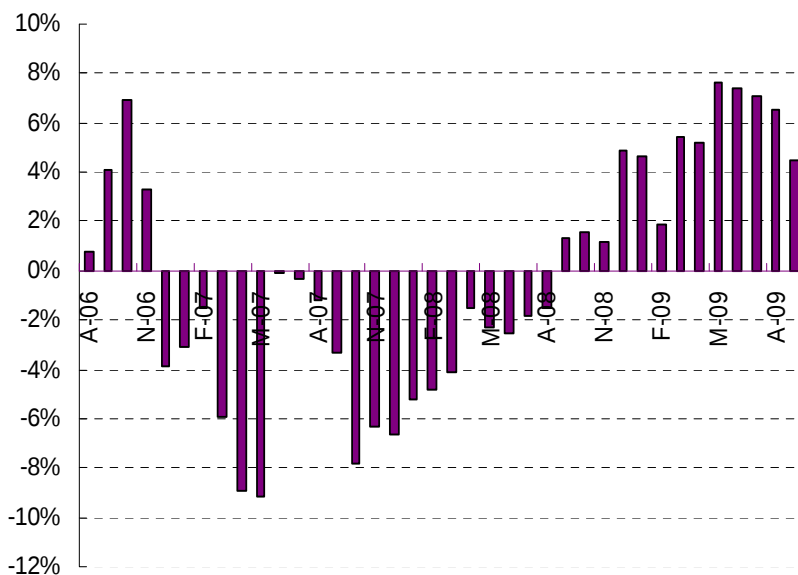
2006 年中期以来三大经济体原油储备同比变化情况



资料来源：Clarkson，光大证券研究所

图表 6：目前 OECD 成员国成品油储备处于高位

2006 年中期以来 OECD 成员国成品油储备同比变化情况



资料来源：Clarkson，光大证券研究所

由于数据的可获得性因素，同时也由于全球油品消费主要集中在发达国家，所以，我们这里主要以发达国家的数据作为分析根据。

如图表 5 和图表 6 所示，目前美国、欧盟和日本三大经济体的原油储备比去年同期增长 2.5%；OECD 成员国的成品油储备比去年同期增长 4.5%。原油和成品油储备仍都处于相对高位，不过已经开始明显逐步回落，这种情况将在一定程度上阻碍原油和成品油运输需求的增长。

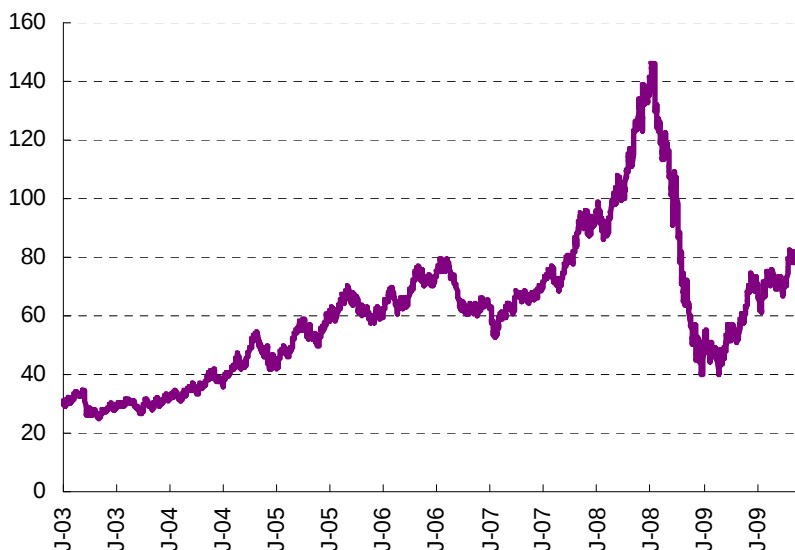
（4）原油价格未来走势和投机性原油需求

油轮运输行业所运输的商品是原油和成品油，其中原油是国际上最重要的大宗原材料，其还具有显著的金融属性，近年以来期货价格波动非常剧烈。

因此，原油价格的未来走势可以对阶段性的原油需求产生明显的影响作用，这种需求基本上可以定义为投机性原油需求。如果进行细分的话，可以分为原油储备受未来原油价格走势变化影响而产生的需求，和纯粹的投机性储油需求。前者如 2008 年上半年，受国际原油价格走势大幅上涨影响，中国明显增加战略原油储备；后者如 2009 年初受市场预期原油价格很可能从低位回升，利用单壳油轮进行储油的数量一度达到 2 亿桶。

图表 7：未来原油价格仍然存在上升趋势

2003 年以来 NYMEX 原油 3 个月期主力合约价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

从目前的情况看，我们认为 2010 年原油价格上涨仍然是大概率事件。主要原因一是全球经济明显复苏导致全球原油消费需求明显回升，而原油生产能力短期内无法明显增加；二是美元中期存在明显的贬值趋势，将促使国际大宗商品价格继续上涨。

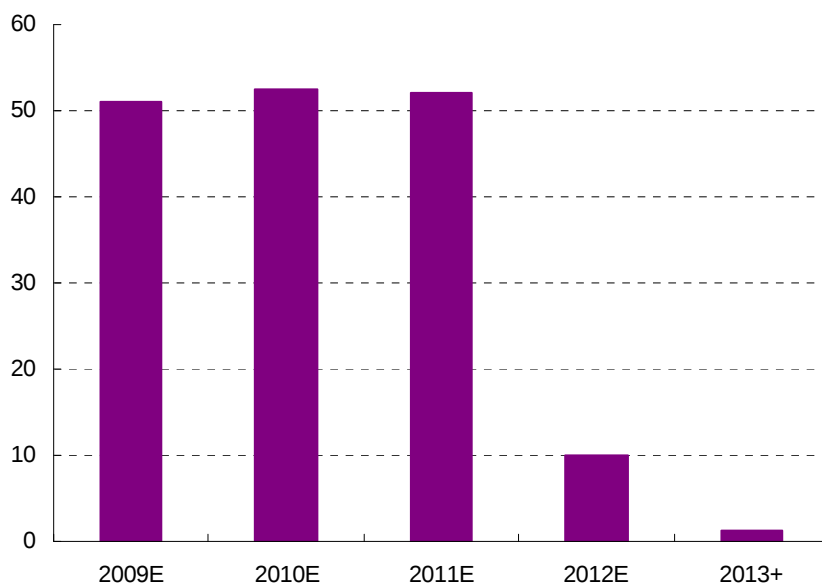
综合来看，原油价格未来发展趋势将对原油运输需求产生比较正面的影响。

3. 2010 年运力供给增幅将明显放缓

(1) 预测 2010 年将实际新增油轮运力 4608 万吨

图表 8：2010 年计划交付油轮运力 5240 万吨

2009 - 2013 年油运新增运力交付情况和计划（单位：百万 DWT）



资料来源：Clarkson，光大证券研究所

根据 CLARKSON 提供的数据，2010 年全球油轮船队的新增运力交付计划为 5240 万 DWT。不过，我们认为，2010 年全球实际交付新增运力应该在 4608 万 DWT 左右。

首先，2009 年全球新增油轮运力的进度就在一定程度上落后于原有的交付计划。2008 年底，CLARKSON 指出 2009 年的新增油轮交付计划为 5800 万 DWT；2009 年 1-9 月份，实际新增油轮运力 3824 万吨；我们预测，按照这样的交付进度，2009 年将实际新增油轮运力 5100 万吨左右，交付进度为 87.9%。

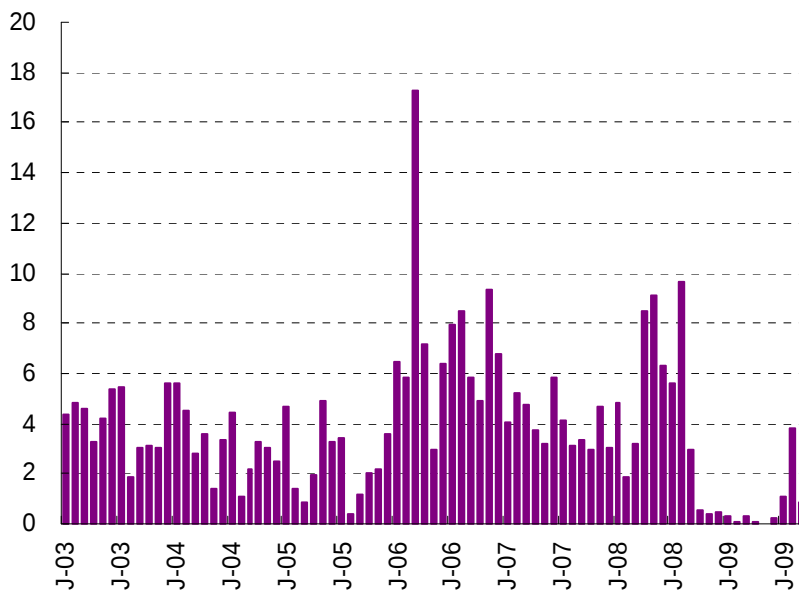
其次，目前的油轮新船价格相对于 2008 年周期高点来算的话，已经同比下滑了 30% 左右，这不仅大大增加了船东取得银行贷款的难度，也使得船东的弃船风险明显加大。

根据我们的测算，在全球油轮船队现有的 1.39 亿新运力订单中，在 2007 年 6 月到 2008 年 8 月油轮行业上轮景气高峰时期订造的新船订单达到 7608 万 DWT，占现有订单规模的 54.9%；而且以 VLCC 为例，目前的新船订造价格仅为 1.05 亿美元，与高峰期订造价格均值 1.48 亿美元相

比, 下降幅度达到 29.2%。

图表 9：上轮行业景气高峰时期的新增订单占比达到 55%

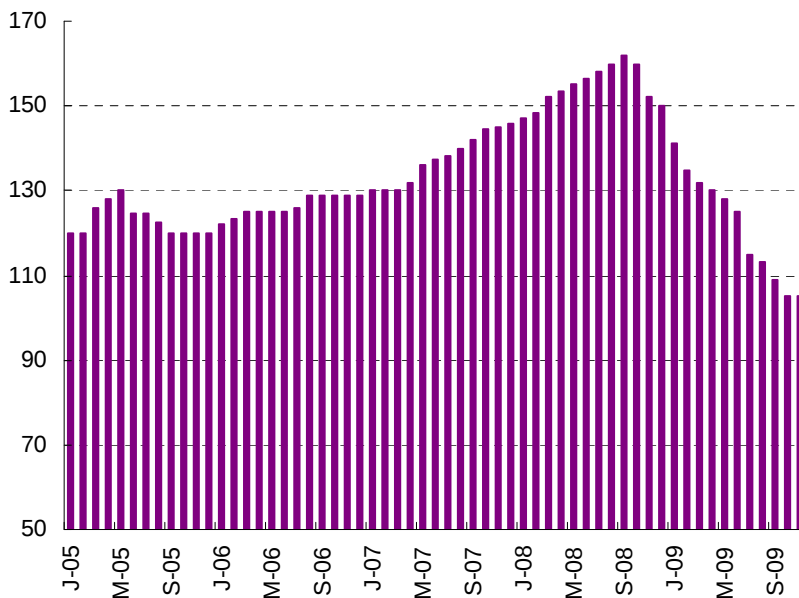
2003 年以来油轮新增运力订单情况 (单位: 百万 DWT)



资料来源: Clarkson, 光大证券研究所

图表 10：2008 年下半年以来 VLCC 新船订单价格已经下降 30%

2005 年以来 VLCC 新船造价变动情况 (单位: 百万美元)



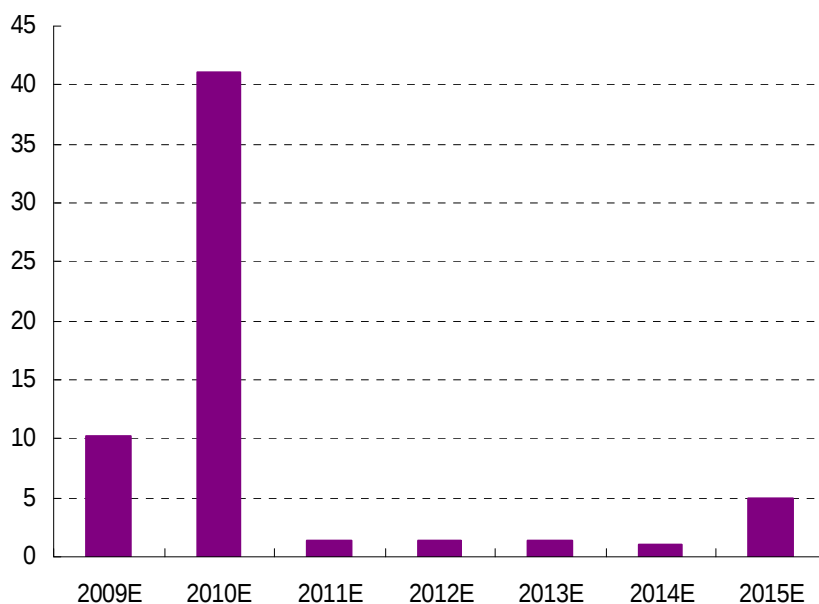
资料来源: Clarkson, 光大证券研究所

根据我们的测算，到目前为止，2007 年 1 月份以后签订的新船建造合同还都没有交船，即新船订单签约高峰时期的高价造船订单还都没有开始交付。再加上新船价格大幅下降的影响，占现有订单规模 50% 以上的高价订单在交付上就存在很大的不确定性；因此，未来油轮运输行业新船交付进度的不确定性很大。

（2）2010 年单壳油轮退出计划将如期实施

图表 11：2010 年单壳油轮将退出市场 4100 万 DWT

2010 年以后单壳油轮退出计划进度（单位：百万 DWT）



资料来源：Clarkson，光大证券研究所

单壳油轮的运力退出问题是 IMO（国际海事组织）为了保护海洋环境在 2003 年以国际公约形式（MARPOL73/78）确定下来的工作任务。根据该公约规定，绝大部分单壳油轮须在 2010 年底前退出市场运营；剩下的少数获得豁免的单壳油轮必须取得 IMO 的 CAS 认证，并在 2015 年底和 25 周年日（以孰早为准）之前退出运营。

根据这一国际公约的内容，2010 年全球将有 4100 万 DWT 单壳油轮退出市场运营，2011-2015 年也将分别有少量单壳油轮退出市场。对于 IMO 成员国来讲，这是必须履行的国际义务。全球油轮船东也为了替换即将退出市场运营的单壳油轮订造了大批新船，做好了充分的准备。因此，我们认为 2010 年的单壳油轮退出进度是可以确定的事件。

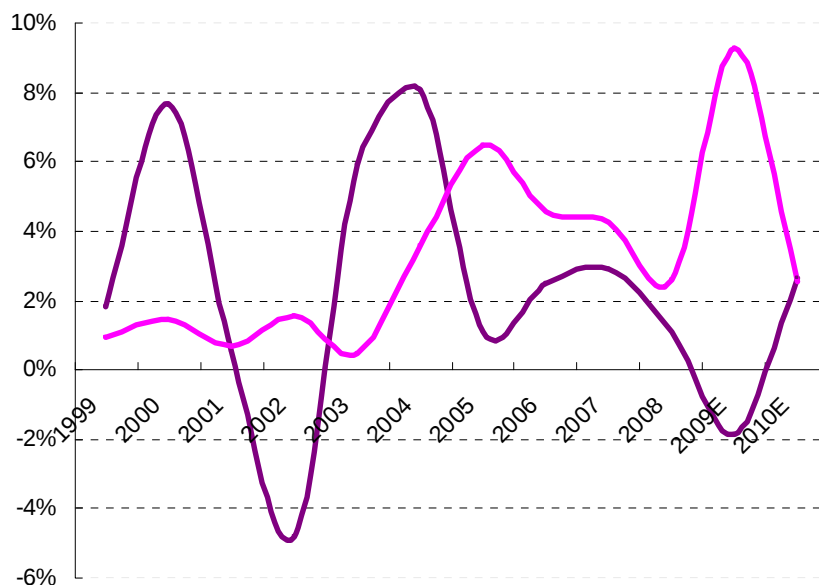
4. 2010 年油运行业总体明显改善

综合上述分析，我们认为，相对于 2009 年增幅供大于求缺口近 11 个百分点的情况来讲，2010 年原油运输市场的情况将有非常明显的改善；预计 2010 年原油运输市场的需求增幅和供给增幅将基本平衡，分别为

2.65%和 2.52%，供求关系达到基本平衡。

图表 12：2010 年原油运输市场供求关系将基本平衡

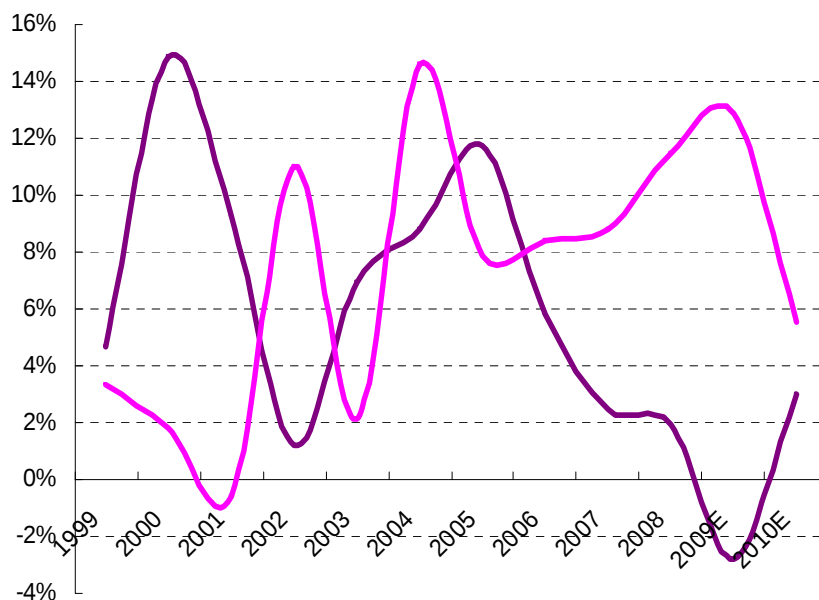
1999 年以来原油运输市场供求关系变化情况及预测



资料来源：Clarkson，光大证券研究所

图表 13：2010 年成品油运输市场供求关系将明显改善

1999 年以来成品油运输市场供求关系变化情况及预测



资料来源：Clarkson，光大证券研究所

而成品油运输市场的情况虽然相对原油市场差一些，但是相对于 2009 年供大于求增幅缺口近 15 个百分点来讲也将有比较明显的改善；预计

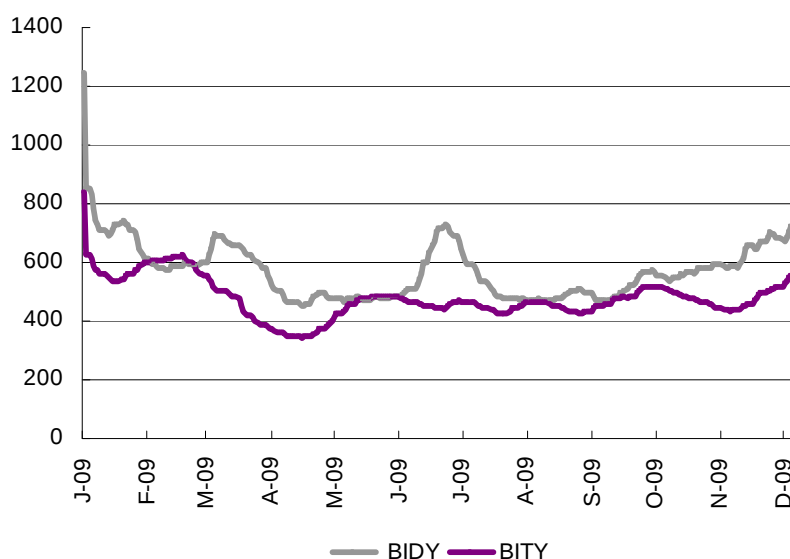
2010 年成品油运输市场的需求增幅和供给增幅将分别为 2.99%和 5.57%；增幅缺口缩小到 2.58 个百分点。

5. 近期油轮市场走势向好

近期，国际油轮市场的市场表现已经开始明显趋好，我们认为，这不仅是对当期市场供求关系的一个反应，也体现出市场为 2010 年市场总体供求关系发展趋势的看法。

图表 14：近期国际油轮市场走势向好

2009 年以来国际油轮市场运价指数表现情况



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

三、公司2009年经营情况分析

1. 2009 年截止目前的经营情况

就 2009 年全年的情况来讲，国际油轮市场一直处于比较低迷的状况。2008 年全年国际原油运输市场 VLCC 的年均 TCE 在 80000 美元/天以上，而 2009 年到目前为止，国际原油市场 VLCC 的平均 TCE 水平仅为 20000 美元/天左右；这还是一季度 VLCC 平均 TCE 达到 50000 美元/天左右的情况下实现的。

由于公司绝大部分原油运输合同是同中国石化签订的 COA 合同，其中规定的运价形成机制中包括市场运价过低时的运价补偿机制，所以，截止目前，公司在 2009 年度内实现的平均 TCE 水平为 31000 美元/天左右，VLCC 业务略有亏损。

MR 船型的成品油运输业务更加幸运一些。国际运输市场虽然景气情况很差，但是公司依靠与中石化等国内大型炼油企业签订沿海成品油运输

合同（运价明显高出国际市场），实现 2009 年度内截止目前的平均 TCE 水平为 16000 美元/天左右，高于公司 MR 船队平均成本 14000-15000 美元/天的水平。MR 业务还略有盈利。

2. 与中国石化签署的 COA 合同的基本内容

由于我国 90% 以上的海运进口原油是中国石化进口的，再加上国家“国油国运”的有关政策，所以，公司在涉足国际原油运输市场初期就以中国石化为最重要的客户，并与中远油运、中海发展和招商轮船一起共同与中国石化签署了 COA 运输合同。

该 COA 合同的总体指导思想是承运人和货主双方在尊重市场实际运价情况的基础上，对于过高或者过低的市场运价水平给予对方一定的运价补偿，但是并不封顶或者保底。具体公式如下：

图表 15：COA 合同的具体定价公式

2009 年长航中石化 COA 合同的具体定价公式

X=市场运价	Y=实际合同运价
$X < 45$	$Y = X + 10$
$45 \leq X \leq 65$	$Y = X + (65 - X) * 60\%$
$65 < X < 135$	$Y = X$
$135 \leq X \leq 190$	$Y = X + (X - 135) * 50\%$
$X > 190$	$Y = X + (X - 135) * 50\% + (X - 190) * 75\%$

资料来源：公司资料，光大证券研究所

“上不封顶”的定价政策具体体现为承运人给货主的单航次折扣最多不超过 WS30 个点；“下不保底”的定价政策具体体现为货主给承运人的单航次补贴最多不超过 WS10 个点。

该 COA 的框架原则已经固定下来，不过，承运人与货主之间每年还将就具体的阈值指标和折扣、补贴数量进行重新修订，尤其是在国际油运市场每年的 WS 指数基准点位都会进行调整的情况下。

3. 国内沿海成品油运输合同使公司明显受益

公司的 MR 船舶中很多都悬挂中国国旗，这些船舶与国际船舶相比的优势在于其可以同时经营国际和国内航线运输。因此，公司在远东（主要是东北亚地区）运营的 MR 船舶除了运营新加坡——日本韩国、日本韩国——中国沿海两条航线的业务外，还可以运营中国沿海北方（炼油能力比较集中）——中国沿海南方（成品油消费比较旺盛）的成品油运输业务，从而形成利润更加丰厚的“三角航线”结构。由于市场参与者比较少，竞争相对缓和，公司也能获得更高的运价水平。

2008 年以来，公司先后与上海盈泰石化有限公司和中国石化销售有限公司华北分公司等签订了沿海成品油 COA 运输合同，运价水平保持在

22000 美元/天左右。

在 2009 年 TC4 航线运价非常低迷的情况下，通过运营沿海成品油运输航线业务，公司成功地将 2009 年以来 MR 船队的平均 TCE 水平保持在 16000 美元/天左右，远远高于国际市场平均水平。

四、公司船队管理水平再上新台阶

公司在国际市场运营 MR 型船舶已经有多年时间，不过，开始运营 VLCC 船舶的时间还比较短，尤其是建造自己的双壳 VLCC 船舶并投入国际航线运营还仅有 1 年左右的时间，运营管理经验还相对薄弱。

就目前的情况而言，由于公司的单一大客户是中国石化，主要运输目的是满足“国油国运”的政策需要，所以对公司的 VLCC 的运营管理并没有提出非常严格的要求。但是，就未来公司的长期发展前途而言，公司要想进入主流的国际原油运输市场就必须首先在运营管理方面达到国际主要大型石油公司的要求，因为本身石油运输是对安全、环境等管理要求非常高的行业，同时，客户群体非常集中，各国际大型石油公司对供应商准入的条件门槛也非常严格。

市场资格准入是指油轮公司需要通过船旗国检查、港口国检查和 TMSA 检查（Tanker Management Self-Assessment）检查三大检查，当然也应该符合相关船级社的标准（如油轮标准、船员标准等）。

其中，在三大检查中，最为严格的是 TMSA 标准，即大石油公司检查标准。各大石油公司为此还专门成立了石油公司国际海事协会 OCIMF。这一检查是美孚、BP、壳牌等国际大型石油公司在进行运输业务合作时的市场准入、资格审查标准，只有符合这一标准的船东才能够被认可为合格供应方，才有可能进行后续交易。

TMSA 标准是公开的，各船东只要通过公开途径取得后自行进行评估即可。当然，如果要真正得到大石油公司的认可，还需要经过其所聘任的独立检查官的检查。经过检查后还须定期进行更新，并填写 SIRE report。

公司学习先进管理经验的主要方式是委托国外专业船舶管理公司来管理部分新建船舶，同时选派部分骨干船员上船学习。目前，公司将 2 艘新建的 MR 船舶委托给一家新加坡专业船舶管理公司进行管理，对于投入运营的两条 VLCC 则是委托给一家香港专业船舶管理公司进行管理。当然，为了突破语言等方面的障碍，公司聘任了部分外籍船员。

经过公司一段时间以来的努力，目前，从公司进行自我评估的情况看，公司在 TMSA 方面的自评估成绩已经达到 2.82 分，而国际大石油公司公开要求的门槛标准是 2.7 分。而 2008 年公司的情况是 2.3 分左右，说明经过 1 年左右的实际运营、学习和加强管理工作，公司在 VLCC 油轮管理方面确实取得了明显的进步。

五、公司未来船队扩张计划

图表 16：2010-2012 年公司运力扩张时间表

年份	船名	船型	吨位	交船时间
2010 年	渤海 11 号	MR	4.6 万	10 年 6 月
2010 年	渤海 12 号	MR	4.6 万	10 年 9 月
2010 年	长航琥珀	MR	4.9 万	10 年 6 月
2010 年	长航碧玉	MR	4.9 万	10 年 9 月
2010 年	渤海 3 号	VLCC	29.7 万	10 年 5 月
2010 年	渤海 4 号	VLCC	29.7 万	10 年 9 月
2010 年	大连之一	VLCC	29.7 万	10 年 11 月
2010 年	外高之一	VLCC	31.6 万	10 年 8 月
2010 年	外高之二	VLCC	31.6 万	10 年 11 月
2011 年	未命名	VLCC	30 万	11 年 1 季度
2011 年	大连之二	VLCC	29.7 万	11 年 2 季度
2011 年	外高之三	VLCC	31.6 万	11 年 3 季度
2012 年	外高之四	VLCC	31.6 万	12 年 2 季度
2012 年	未命名	VLCC	30 万	12 年 3 季度

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2010-2012 年依然将是公司船队规模扩张比较快的时期。尤其是 VLCC 船队。到 2009 年底，公司将拥有 VLCC 船舶 6 艘，而 2010-2012 年公司将新增 VLCC 船舶 10 艘，VLCC 运力将扩张 166.66%。

从未来国际油轮市场的发展趋势看，油轮运价趋势性看涨，应该说，未来 VLCC 船队运营的风险并不大。比较关键的问题是大量的造船费用需要的现金流出金额巨大，以公司目前的经营性现金流入应对比较困难；如果以债权融资方式解决则需要给企业带来沉重的财务成本压力。

幸运的是，公司新的大股东中国外运长航集团财力雄厚，并对公司给予实质性的大力支持。公司本次非公开发行，计划融资 25 亿元，中国外运长航集团承诺现金认购 50%以上。本次发行完成以后，公司在 2010 年的船舶资本开支将比较宽松。2011 年，随着船队规模的扩大和 VLCC 市场形势的更加高涨，公司后续的造船资本开支将很有希望通过自身的经营性现金流入解决。

六、公司股价催化剂

我们认为，公司股价的催化剂还是国际油轮市场运价水平的显著上涨。近期，国际油轮市场的市场行情已经明显好转。可以看到，TD3 航线的现货 TCE 水平已经回升到 30000 美元/天左右。我们认为，如果 TCE 水

平进一步回升到 45000 美元/天以上，将显著超出市场预期，并改变市场对于 2010 年油轮运输景气程度的看法，进而构成对公司股价的催化剂因素。

七、盈利预测

在预测 2010 年公司 VLCC 油轮船队平均 TCE 水平达到 45000 美元/天，MR 船队平均 TCE 水平达到 21000 美元/天的情况下，考虑公司本次非公开发行 4.35 亿股后的总股本 20.45 亿股的情况下，我们对公司 2010 年 EPS 的预测为 0.35 元。2011 年国际原油市场行情将进一步好转，预测公司 EPS 将达到 0.59 元。

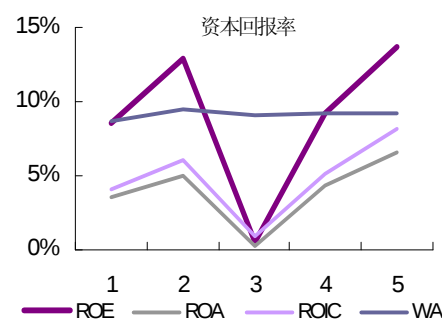
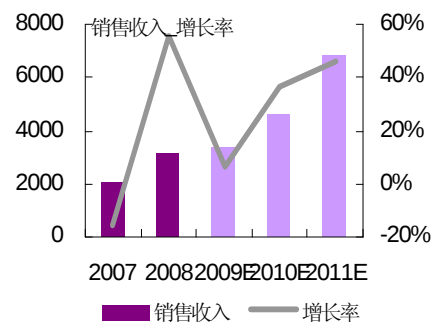
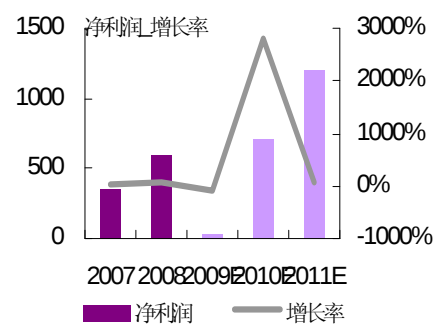
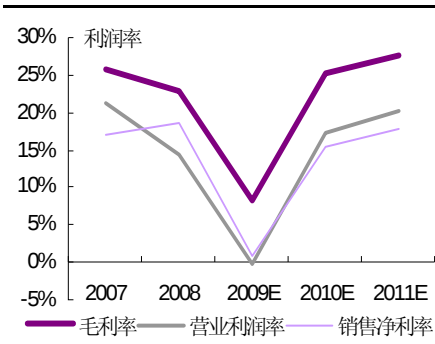
八、投资评级

鉴于国际油轮行业景气回暖的趋势比较明显、公司业绩成长性好、2010 年现金流风险已经得到有效化解，维持对公司“增持”的投资评级。

九、风险分析

如果 2010 年单壳油轮的退出进度明显低于市场预期，将对油轮市场供求关系产生不利影响，公司业绩将可能低于预测水平。不过，单壳油轮的推出进度受 IMO 国际公约限制，这种退出进度延迟的可能性比较小。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,056	3,192	3,402	4,653	6,797
营业成本	1,525	2,463	3,118	3,474	4,913
EBITDA	512	782	504	1,454	2,251
折旧和摊销	364	466	627	744	790
销售费用	1	40	38	59	90
管理费用	47	103	101	112	121
财务费用	25	90	108	143	223
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	10	6	5	5	5
营业利润	436	458	-4	809	1,366
利润总额	350	596	32	845	1,401
少数股东损益	-3	-10	3	3	3
归属母公司净利润	349.89	596.06	24.65	715.44	1,202.59

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	9,939	11,836	12,416	16,743	18,297
流动资产	3,283	3,853	2,368	4,556	5,127
货币资金	1,577	1,452	340	2,167	2,526
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	203	296	340	465	680
应收票据	49	43	51	70	102
其他应收款	437	37	37	37	37
存货	96	79	187	208	295
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	50	46	48	50	52
固定资产	4,284	4,106	5,128	7,154	10,113
无形资产	4	4	3	3	3
总负债	5,868	7,302	7,812	8,922	9,511
无息负债	888	531	627	671	1,061
有息负债	4,980	6,771	7,185	8,250	8,450
股东权益	4,071	4,534	4,604	7,822	8,786
股本	895	1,611	1,611	2,046	2,046
公积金	2,360	1,820	1,928	4,173	4,370
未分配利润	822	1,114	1,135	1,742	2,523
少数股东权益	29	29	32	34	37

现金流量表 (百万元)	2006	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	589	-395	968	1,014	2,238
净利润	240	596	25	715	1,203
折旧摊销	22	466	627	744	790
净营运资金增加	-669	4	-996	2,972	3,143
其他	996	-1,462	1,313	-3,418	-2,898
投资活动产生现金流	-1,159	-1,159	-2,440	-2,602	-1,605
净资本支出	5,744	3,430	4,500	1,798	-1,355
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-6,903	-4,588	-6,940	-4,400	-250
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	716	0	435	0
债务净变化	922	1,792	414	1,065	200
其它长期负债变化	-675	-357	96	45	390
净现金流	-258	1,300	-1,112	1,827	358

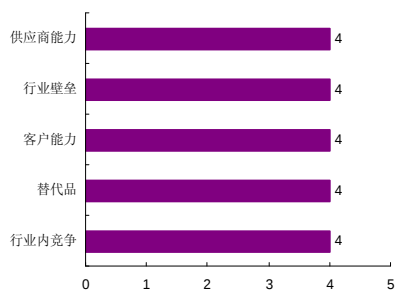
资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	-15.75%	55.24%	6.57%	36.78%	46.07%
净利润增长率	45.94%	70.36%	-95.86%	2802.22%	68.09%
EBITDA 增长率	33.45%	52.63%	-35.58%	188.73%	54.76%
EBIT 增长率	33.72%	52.63%	-82.13%	607.09%	64.37%
EPS 增长率	-15.82%	-5.36%	-95.86%	2185.07%	68.09%
估值指标					
PE	19	20	476	21	12
PB	2	3	3	2	2
EV/EBITDA	19	21	37	14	9
EV/EBIT	19	21	133	21	13
EV/NAPLAT	23	25	156	25	15
EV/Sales	5	5	5	5	3
EV/IC	1	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	25.83%	22.85%	8.32%	25.34%	27.72%
EBITDA 率	24.92%	24.50%	14.81%	31.26%	33.12%
EBIT 率	24.92%	24.50%	4.11%	21.23%	23.89%
税前净利润率	23.72%	21.68%	0.94%	18.15%	20.62%
税后净利润率	17.02%	18.67%	0.72%	15.38%	17.69%
ROA	3.49%	4.95%	0.22%	4.29%	6.59%
ROE	8.52%	12.93%	0.59%	9.18%	13.72%
ROIC	5.80%	7.21%	1.04%	6.06%	9.53%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.57	0.73	1.27	0.65	0.56
资产负债率	59.04%	61.69%	62.92%	53.29%	51.98%
流动比率	2.39	1.98	1.63	6.82	4.80
速动比率	2.32	1.94	1.50	6.51	4.52
每股指标					
EPS	0.39	0.37	0.02	0.35	0.59
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.12
每股经营现金流	-	-0.25	0.60	0.50	1.09
每股净资产	4.55	2.82	2.86	3.82	4.29
每股销售收入	2.30	1.98	2.11	2.27	3.32
每股 EBITDA	0.57	0.49	0.31	0.71	1.10

资料来源：光大证券、上市公司

行业竞争分析 波特 5 力原则

【4】



各单项最高分均为 5 分

较弱	1-2 分
中等	2-3 分
较强	3-4 分
很强	4-5 分

供应商议价能力

【4】

公司对造船企业和港口有较强的议价能力，但对燃料供应商的议价能力一般。

进入壁垒

【4】

要建立成规模的油轮运输船队，资本开支壁垒比较高；同时，由于原油运输行业的安全、环保技术要求高，掌握实际运营管理经验需要较长时间。

客户议价能力

【4】

公司与中海发展、中国远洋大连油运公司和招商轮船三家国有控股的国内大型承运人一起与中国石化进行 COA 合同谈判，并已经达成协议。未来公司的主要客户将是国际大型石油公司

替代品

【4】

目前除了少量国际原油贸易通过管道和铁路方式进行运输外，不存在替代产品。

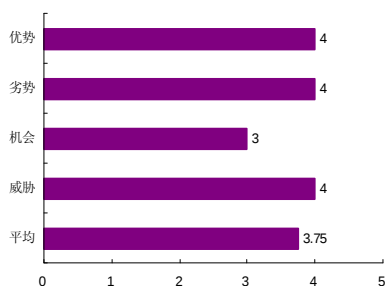
行业内部竞争

【4】

国际油轮运输行业的市场结构属于垄断竞争结构，全球参与主体主要集中在欧洲、美国、日本、中国、新加坡和香港等，厂商结构相对集中；竞争以差异化服务为主。

公司 SWOT 分析

【3.75】



评分说明：

各单项的最高分均为 5 分；平均分数越高越好。

竞争优势

【4】

公司 VLCC 船队规模扩张迅速并将很快达到规模经济；同时受“国油国运”政策支持。

竞争劣势

【3】

公司进入国际 VLCC 油轮市场时间比较短，运营管理经验相对缺乏，客户对象仅中国石化一家，非常单一。

机会

【4】

中国经济的快速发展带动中国原油进口需求连年以两位数的幅度增长，同时，目前“国油国运”的比较还很低，市场空间巨大。

威胁

【4】

如果国际油轮运输市场的景气程度持续长期低迷，将考验公司的融资能力。

分析师介绍

冯志刚，2007年12月加盟光大证券研究所，交通运输行业资深分析师。2003-2005年先后荣获新财富最佳分析师评选家电行业第三、第二名；2006-2007年，获“新财富”最佳分析师评选航空运输行业入围，2008年获“新财富”最佳分析师评选交通运输行业入围。1995-1998年，就职于原对外贸易经济合作部运输司；2002年毕业于上海财经大学金融学院；2002-2005年，就职于申银万国证券研究所；2005-2007年就职于国泰君安证券研究所。

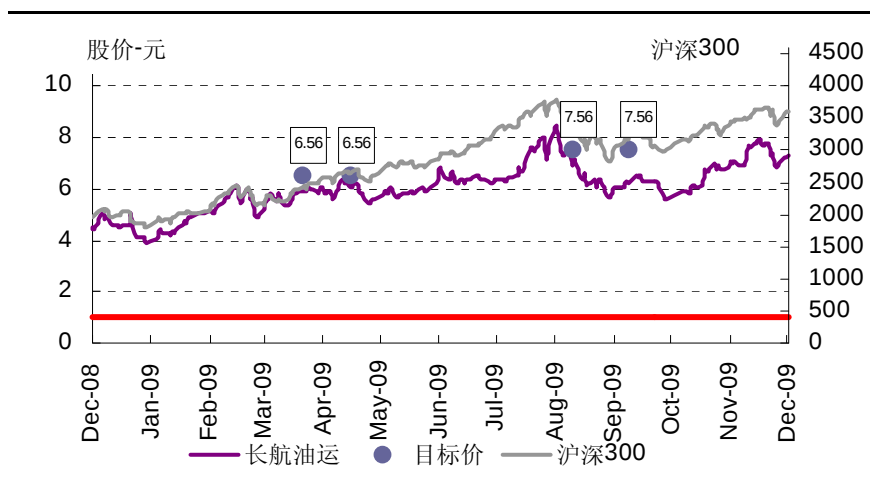
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

长航油运（600087）

分析师：冯志刚



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-03-19	18.65	29.13	买入
2008-04-15	18.03	29.13	买入
2008-06-04	10.85	16.18	买入
2008-07-18	8.67	12.96	买入
2008-08-15	6.84	12.96	买入
2008-10-28	3.51	12.96	增持
2009-03-23	5.93	6.56	增持
2009-04-17	6.33	6.56	增持
2009-08-12	7.50	7.56	增持
2009-09-10	6.29	7.56	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。