



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010 年 1 月 12 日

航运业

研究部

杨鑫, CFA

分析员

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

联系人

niedz@cicc.com.cn

下调至中性

长航油运(600087.CH)

油轮运价难达预期, 估值优势已不明显

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,192	3,512	4,709	5,515
(+/-%)	27.8	10.0	34.1	17.1
毛利润	687	297	779	811
(+/-%)	2.6	(56.7)	161.9	4.2
营业利润	458	(11)	399	389
(+/-%)	3.4	(102.4)	(3668.0)	(2.6)
净利润	596	14	358	349
(+/-%)	89.8	(97.7)	2522.8	(2.6)
每股收益(元)	0.37	0.01	0.22	0.22
(+/-%)	89.8	(97.7)	2522.8	(2.6)
市盈率	20.3	888.2	33.9	34.8
每股净资产(元)	2.80	2.71	2.93	3.21
市净率	2.7	2.8	2.6	2.3
净资产收益率(%)	13.2	0.3	7.6	6.7
股息收益率(%)	1.3	0.0	0.9	0.9

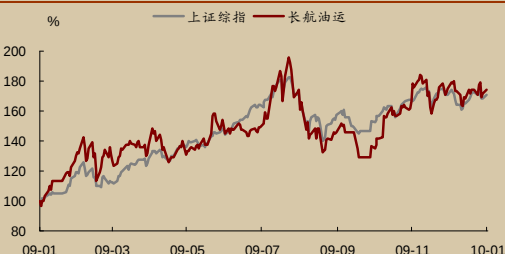
股票信息

	A股
当前股价	人民币7.53
股票代码	600087.CH
日成交量(百万股)	28.05
52周最高/最低价	人民币8.55/4.15
总市值(百万人民币)	12,128
总股数(百万股)	1,611
其中: 流通A股(百万股)	824
主要股东(持股比例)	南京长江油运公司(49.18%)

最近估值走势

	近一周	一个月	三个月	年初至今
600087.CH	+2.2	-0.1	+27.6	+0.3
上证指数	-1.0	-1.1	+10.3	-2.0
A股中金航运指数	+3.4	-2.0	+9.9	+2.0

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2/9/2010 09 年年度业绩公告

投资提示:

自 10 月 20 日上以来, 油轮运价如期反弹, 公司股价也跑赢大盘 17 个百分点, 我们此次下调评级, 基于: 1) 虽然四季度油轮运价如期反弹, 但是反弹力度低于之前预期; 2) 近期油轮运价仍可能维持高位, 但从 2-3 月开始, 油轮运价季节性下行风险加大; 3) 基于 2010 年油轮运价可能低于预期, 我们下调 2010 年盈利预测 15%, 目前来看, 公司一季度业绩低于预期可能性也较大; 4) 公司股价目前已无估值优势。

理由:

油轮运价在 11-12 月如期反弹, 但力度低于之前预期, 公司 VLCC 目前在 3.8 万美金/天, MR 为 1.5 万美金/天, 相对公司保本点 VLCC 3.5-3.8 万/天, MR 1.2-1.3 万/天而言, 反弹后运价能够带来的盈利仍不高。

向后看, 1 月由于天气寒冷, 运价有望维持高位, 但 2-3 月开始运价回落可能性大: 从通常的季节性来看, 原油和成品油轮的运价在一季度都呈现从高到低走势, 我们认为全球油轮运价在 2-3 月份出现回调的可能性大, 二季度淡季走势也会较为疲弱。

由于油轮运价在四季度旺季的反弹力度低于预期, 我们将公司 MR 和 VLCC 的期租水平平均小幅下调 2%, 并上调 2010 年财务费用预测, 从而 2010 年盈利预测下调 15% 至 0.22 元。公司业绩对 VLCC 运价的弹性为 1: 1.5, 对 MR 运价的弹性为 1: 3.2。目前的测算并未考虑增发, 若增发摊薄在 10-15%, 则公司 2010 年每股盈利预测将降至 0.2 元。另外, 由于 2011 年油轮供给增速将达到 11%, 远超需求增速, 因此公司 2011 年将出现业绩下滑。

估值:

公司股价对应 2010 年市盈率和市净率分别为 34 倍和 2.6 倍, 而中海发展股价对应 2010 年市盈率和市净率分别为 22 倍和 2.3 倍, 招商轮船股价对应 2010 年市盈率和市净率分别为 27 倍和 1.9 倍。

风险:

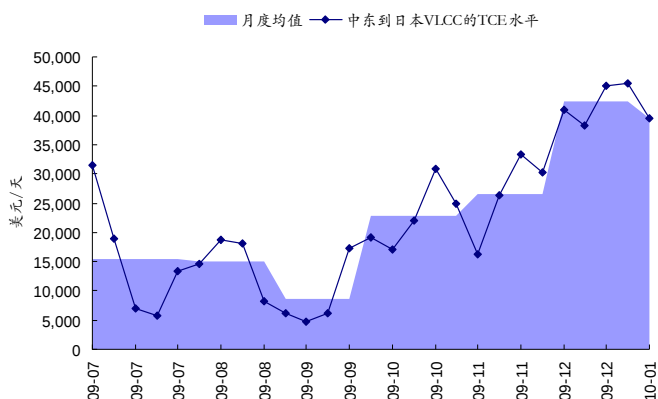
若二季度淡季的油轮运价的跌幅小于我们预期, 那么投资者可以在二季度再次布局。

09 年四季度油轮运价如期上涨，但涨幅低于预期

自我们 10 月 20 日正式推荐油轮板块的投资机会以来，油轮运价整体呈现出逐步走高的趋势，符合我们的预期。

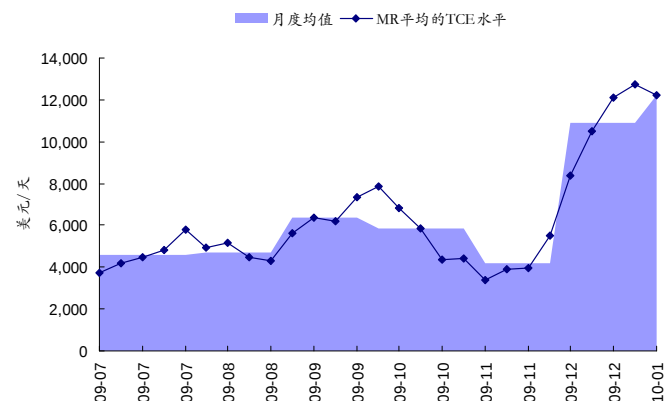
- VLCC 的运价逐月震荡走高：中东到日本的 VLCC 在 9-12 月份的 TCE 水平分别为：8500 美元/天、2.3 万美元/天、2.7 万美元/天和 4.2 万美元/天。1 月 1 日的 TCE 水平维持在 4 万美元/天。
- MR 的运价在 11 月触底后反弹：MR 在 9-12 月份的 TCE 水平分别为：6400 美元/天、5900 美元/天、4200 美元/天和 1.1 万美元/天。1 月 1 日的 TCE 水平继续盘升至 1.2 万美元/天。
- 根据与公司的交流，公司目前实现的 VLCC 水平在 3.8 万美金左右，MR 期租水平在 1.5 万美金左右。相比较公司 VLCC 保本点 3.5-3.8 万，MR 保本点 1.2-1.3 万美金，目前的旺季运价实现的盈利水平并不高。

图表 1: VLCC 自 09 年下半年以来的 TCE 水平



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

图表 2: MR 油轮自 09 年下半年以来的 TCE 水平



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

虽然油轮运价的上涨趋势完全符合预期，但是旺季上涨的幅度尤其是 MR 的涨幅却低于我们的预期。四季度的

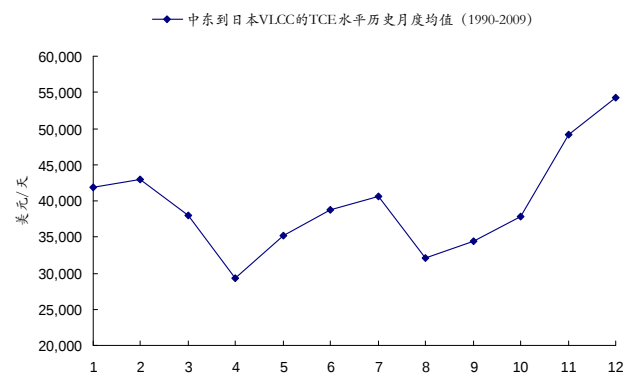
MR 平均 TCE 水平仅有 6900 美元/天，成品油轮运输处于全行业亏损状态。由于四季度是传统旺季，所以我们认为四季度油轮运价的表现是低于我们之前预期的。

油轮运价在 2-3 月开始回调的可能性大

从通常的季节性来看，原油和成品油轮的运价在一季度走势都为从高到低。近期来看，由于天气寒冷，1 月份运价有望维持高位，但从 2 月开始，运价回落风险加大。

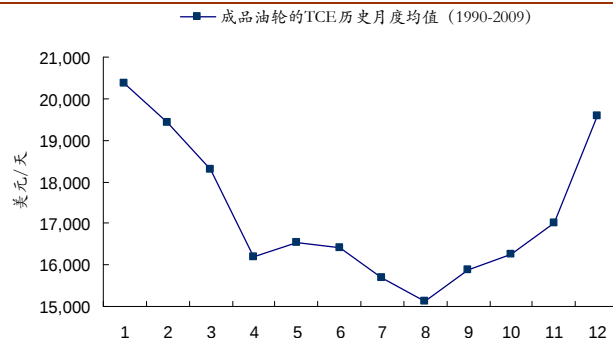
- VLCC 运价通常在 1-4 月份走势较弱：在 1991~2009 年的 19 年中，1 月份运价环比去年 12 月下滑的有 13 次，环比下滑是大概率事件。而从过去 20 年的历史均值来看，一季度的运价通常呈现前高后低走势，低点则通常出现在 4 月份；
- 成品油轮运价在 2-8 月的走势以下行为主：在过去 20 年中，虽然 1 月份的运价会比 12 月份的运价环比略有上涨，但是在接下来的 2-4 月份，运价呈现明显的逐月下滑的走势。而在 5-8 月份运价通常也难以出现有力度的反弹。运价通常在三季度才会出现逐月的上涨。

图表 3: VLCC 运价通常在 1-4 月份的走势较弱



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

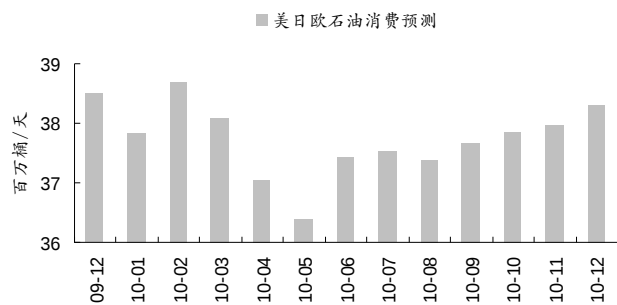
图表 4: MR 运价在一季度呈现逐月下滑的概率较大



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

从 EIA 的预测来看，作为全世界最主要的石油进口的经济体，美国、欧洲和日本的石油消费需求在 1 月份可能出现环比下滑，在下半年才会出现较为持久的反弹。所以我们认为全球油轮运价至少在一季度可能会从高到低。

图表 5: 美国日本欧洲合计的石油消费月度预测



资料来源: Clarkson、中金公司研究部

2010 年油轮市场运价的走势预测

就油轮市场而言,我们预计 2010 年供给增速为 5%,对应交船量 5700 万吨,拆船量 3470 万吨(占单壳船 5390 万吨的比例为 64%)其中 VLCC 交船量为 77 艘,拆船量假设为 80 艘(整体市场目前单壳船为 93 艘),对应运力增速为 1.4%,MR 的单壳船比例较低,仅为 8%,我们目前预测供给增速与 09 年持平,为 8%。

就 VLCC 的运价而言,由于单壳船目前 50%在印度和泰国经营,目前两国并未表态会禁止单壳船入港,因此我们认为单壳船的拆解很可能会在淡季,伴随着运价低迷而进行,而随着运力的逐步拆解,VLCC 的运价可能在二季度的淡季之后出现大幅上涨,考虑目前在旺季里面 VLCC 的平均运价仍然不高,以及之后的淡季回落,我们目前预测全年 VLCC 的平均运价在 4 万美金左右(与现在的旺季水平一致),这将比 09 年平均 2.6 万美金的水平提高 54%。

就 MR 而言,虽然供给增速较高,但是根据历史经验,会在 VLCC 的带动下出现上涨,因此我们预计 MR 的运价会在三季度出游季节旺季中逐步上涨,根据目前的运价为 1.5 万美金,我们预计全年平均为 1.6 万美金,这 will 比 09 年平均 7600 美金/天的水平有明显的涨幅。

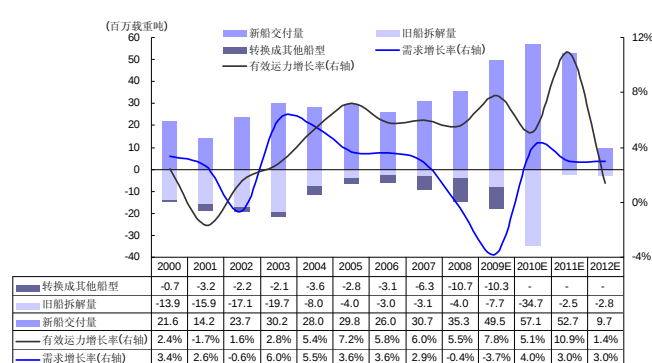
另外,由于油轮市场 2011 年交船量极高,供给增速将达到 11%,其中原油轮供给增速将达到 12%,成品油轮供给增速将达到 7%,因此预计 2011 年将迎来油轮市场的再次运价下滑。

图表 6: 成品油轮中单壳船比例偏低

	原油轮单壳船比例	成品油轮单壳船比例	整体单壳船比例
VLCC	16%	n.a	16%
Suezmax	9%	0%	8%
Aframax	6%	7%	7%
Panamax	19%	5%	10%
Handysize	76%	11%	15%
整体	14%	9%	12%

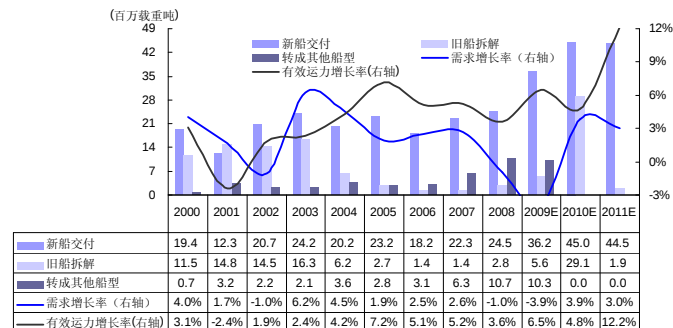
资料来源: Clarkson、中金公司研究部

图表 7: 油轮整体的供求预测



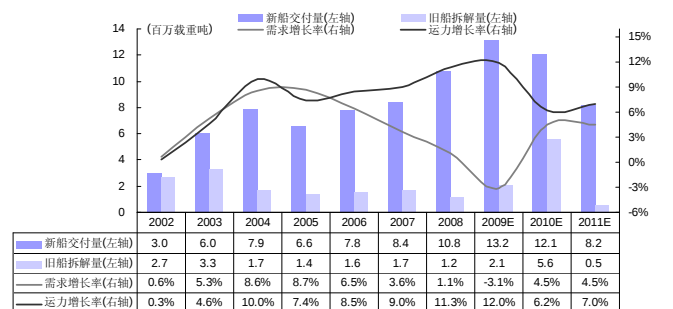
资料来源: Clarkson、EIA、中金公司研究部

图表 8: 原油轮的供求预测



资料来源: Clarkson、EIA、中金公司研究部

图表 9: 成品油轮的供求预测



资料来源: Clarkson、EIA、中金公司研究部

图表 10: VLCC 供给增速预测

VLCC运力预测			
(百万载重吨)	2,008	2009E	2010E
船队	153.9	161.5	163.6
+/-		4.9%	1.4%
交船	12.4	16.9	23.8
拆解	0.8	2.7	21.6
其他方式退出	6.2	6.6	-
(艘)	2,008	2009E	2010E
船队	518	541	538
+/-		4.4%	-0.6%
交船	40	57	77
拆解	3	10	80
其他方式退出	23	24	-

资料来源: Clarkson、中金公司研究部

图表 11: MR 供给增速预测

MR (3-6万载重吨的成品油轮) 运力预测			
(百万载重吨)	2,008	2009E	2010E
船队	63.3	68.4	73.8
+/-		8.0%	7.9%
交船		6.0	6.6
拆解		0.9	1.2
其他方式退出		-	-
(艘)	2,008	2009E	2010E
船队	1,478	1,596	1,710
+/-		8.0%	7.1%
交船		140	141
拆解		22	27
其他方式退出		-	-

资料来源: Clarkson、中金公司研究部

下调 2010 年长航油运的盈利预测

根据上述判断,我们也将长航油运 2010 年油轮的期租水平预测下调了 2-3%,加上公司 2010 年伴随着交船,利息资本化比例将有所降低,我们将公司 2010 年盈利预测下调 15%,从 0.26 元下调至 0.22 元。

调整后,公司业绩相对 VLCC 运价的弹性为 1: 1.5,相对 MR 运价的弹性为 1: 3.2 (图表 16)。

另外,我们目前的盈利预测并未考虑增发可能带来的 10-15%的摊薄,因此最终业绩可能在每股盈利 0.2 元。

推荐以来跑赢大盘,估值已不具吸引力

自 10 月 20 日上以来,油轮运价如期反弹,公司股价也跑赢大盘 17 个百分点。长航油运 23%的累计涨幅超过中国远洋、中海集运、中远航运等干散货和集运公司 1%-2%的同期涨幅,也高于中海发展 17%和招商轮船 10%等其他油轮公司的同期涨幅。

在下调盈利预测之后,目前长航油运股价对应 2010 年市盈率和市净率分别为 36.8 倍和 2.5 倍,而中海发展股价对应 2010 年市盈率和市净率分别为 34 倍和 2.6 倍,而中海发展股价对应 2010 年市盈率和市净率分别为 22 倍和 2.3 倍,招商轮船股价对应 2010 年市盈率和市净率分别为 27 倍和 1.9 倍。长航油运的估值已经明显高于其他 A 股的油轮公司,不具备估值优势。

图表 12: 盈利预测调整汇总

人民币百万	2008	2009E	2010E	2011E
MR型船舶租水平 (美元/天)				
调整后	20,100	13,467	16,026	16,026
增长率%		-33.0%	19.0%	0.0%
调整前	20,100	13,467	16,160	16,161
增长率%		-33.0%	20.0%	0.0%
调整幅度 %	0.0%	0.0%	-0.8%	-0.8%
VLCC期租水平 (美元/天)				
调整后	58,000	33,060	40,333	36,300
增长率%		-43.0%	22.0%	-10.0%
调整前	58,000	33,060	41,325	37,193
增长率%		-43.0%	25.0%	-10.0%
调整幅度 %	0.0%	0.0%	-2.4%	-2.4%
财务费用				
调整后	-90	-160	-239	-280
增长率%		78.2%	49.0%	17.0%
调整前	-90	-160	-195	-224
增长率%		78.2%	21.3%	15.2%
调整幅度 %	0.0%	0.0%	22.9%	24.8%
净利润				
调整后	596	14	358	349
增长率%		-97.7%	2522.8%	-2.6%
调整前	596	14	426	427
增长率%		-97.7%	2997.7%	0.2%
调整幅度 %	0.0%	-0.7%	-15.9%	-18.3%
摊薄每股收益 (元)				
调整后	0.37	0.01	0.22	0.22
增长率%		-97.7%	2522.8%	-2.6%
调整前	0.37	0.01	0.26	0.27
增长率%		-97.7%	2997.7%	2.0%
调整幅度 %	0.0%	-0.7%	-15.9%	-19.7%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

下调投资评级至“中性”

短期来看,我们认为油轮的市场运价在 2 月份开始可能会出现比较大的调整。而且公司一季度业绩低于市场预期的可能性较大。公司股价如期跑赢其他航运股和大盘,在目前的盈利预测下长航油运的估值已经明显高于其他油轮股。因此我们将其评级从“推荐”下调至“中性”。

由于我们仍然看好 2010 年下半年的油轮运价,因此长航油运可能在三季度迎来下一次机会。如果二季度淡季的油轮运价的跌幅小于我们和市场的预期,那么投资者可以在二季度提前布局。

图表 13: A 股航运公司估值表

国内A股公司	公司股票代码	评级	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中海发展	600026 CH Equity	推荐	15.59	1.58	0.38	0.72	0.75	9.9	41.5	21.8	20.7	2.5	2.5	2.3	2.1	25.2	5.9	10.3	10.0	1.9	0.9	0.9	0.9
中远航运	600428 CH Equity	推荐	10.81	1.11	0.12	0.38	0.80	9.8	88.5	28.7	13.5	3.2	3.2	2.9	2.5	33.2	3.6	10.1	18.3	2.0	0.2	0.7	1.5
中海集运	601866 CH Equity	推荐	4.69	0.01	(0.55)	0.13	0.32	419.6	(8.5)	37.0	14.8	1.7	2.2	2.1	1.8	0.4	(25.7)	5.6	12.3	-	-	-	-
长航油运	600087 CH Equity	中性	7.53	0.37	0.01	0.22	0.22	20.3	888.2	33.9	34.8	2.7	2.8	2.6	2.3	13.2	0.3	7.6	6.7	1.3	-	0.9	0.9
中国远洋	601919 CH Equity	中性	14.09	1.06	(0.46)	0.14	0.37	13.3	(30.5)	97.5	38.3	2.8	3.2	3.1	2.9	20.8	(10.6)	3.2	7.6	2.1	-	-	-
招商轮船	601872 CH Equity	中性	5.74	0.36	0.13	0.21	0.18	16.0	43.9	26.7	32.3	2.1	2.0	1.9	1.8	13.1	4.7	7.1	5.6	1.9	0.3	0.5	0.4
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.77	0.35	0.16	0.11	n.a	16.4	36.1	55.0	n.a	2.7	n.a	n.a	n.a	19.4	n.a	n.a	n.a	2.3	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	9.67	0.23	0.25	n.a	n.a	42.0	39.1	n.a	n.a	4.0	n.a	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	n.a	0.4	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.48	0.11	(0.1)	0.16	n.a	50.0	(47.7)	34.3	n.a	3.0	n.a	n.a	n.a	5.0	n.a	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a	n.a
平均值								66.4	116.7	41.8	25.7	2.7	2.6	2.5	2.2	15.6	(3.6)	7.3	10.1	1.4	0.2	0.5	0.6
中值								16.4	39.1	34.1	26.5	2.7	2.6	2.4	2.2	13.2	1.9	7.4	8.8	1.9	0.1	0.6	0.6

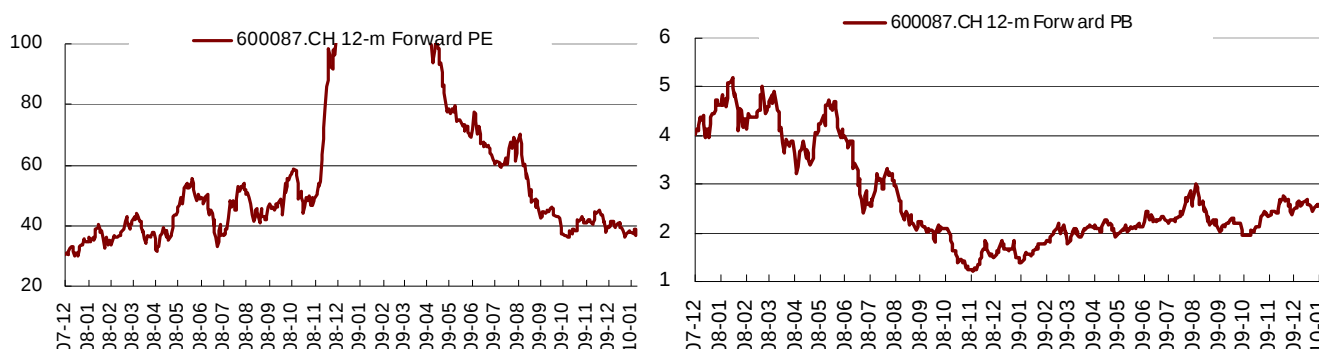
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 14: 国际油轮可比公司估值表

国际可比油轮公司	货币	公司股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
TEEKAY SHIPPING	USD	TRK US Equity	24.9	(6.5)	(0.9)	0.56	1.02	(3.8)	(27.5)	44.7	24.4	0.8	0.9	0.9	0.9	(19.9)	(0.6)	2.5	3.5	4.6	5.1	5.1	5.1
FRONTLINE LTD	USD	FRO US Equity	32.2	9.15	1.37	1.52	1.81	3.5	23.6	21.2	17.8	3.4	3.4	3.3	2.9	121.7	15.3	13.6	16.1	25.6	2.7	2.8	4.4
OVERSEAS SHIPPING	USD	OSG US Equity	48.7	10.71	(1.2)	(0.8)	2.31	4.5	(40.5)	(59.8)	21.1	0.7	0.7	0.8	0.8	17.9	(1.4)	(1.5)	2.6	3.1	3.5	3.2	3.6
SHIP FINANCE	USD	SFL US Equity	15.0	2.50	2.45	2.34	2.02	6.0	6.1	6.4	7.4	1.7	1.5	1.3	1.3	32.1	31.7	26.3	18.3	15.3	8.8	9.1	8.4
GENERAL MARITIME	USD	GMR US Equity	8.2	0.76	0.54	0.09	0.11	10.8	15.2	92.0	n.a	1.1	1.0	1.2	1.3	8.7	7.1	(2.3)	6.2	19.3	15.3	5.6	5.3
TSAKOS ENERGY	USD	TNP US Equity	16.6	5.40	1.16	1.01	2.28	3.1	14.3	16.5	7.3	0.7	0.7	0.6	0.6	23.0	7.7	4.1	7.9	10.9	4.1	2.6	3.8
TOP TANKERS INC	USD	TOPS US Equity	1.1	1.01	(0.4)	0.40	0.20	1.1	(2.9)	2.9	5.7	0.1	n.a	n.a	n.a	10.2	n.a	n.a	n.a	-	n.a	n.a	n.a
KNIGHTSBRIDGE TA	USD	VLCCF US Equity	15.0	2.81	1.19	2.15	2.57	5.3	12.6	6.9	5.8	1.1	1.1	1.0	1.0	21.7	8.7	13.0	15.5	18.4	3.1	10.5	15.8
NORDIC AMER TANK	USD	NAT US Equity	32.7	3.63	0.13	0.78	1.38	9.0	247.4	41.8	23.7	1.5	1.4	1.5	1.6	16.3	0.4	4.1	7.2	15.0	5.5	7.4	9.5
平均值								4.4	27.6	19.2	14.1	1.2	1.3	1.3	1.3	25.7	8.6	7.5	9.7	12.5	6.0	5.8	7.0
中值								4.5	12.6	16.5	12.6	1.1	1.1	1.1	1.2	17.9	7.4	4.1	7.5	15.0	4.6	5.3	5.2

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 15: 长航油运历史的 P/E 和 P/B 水平



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 16: 长航油运的业绩相对于 MR 和 VLCC 期租水平的敏感性

每股收益（人民币）			MR期租水平（美元/天）								
			-50%	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
			8,013	9,615	11,218	12,821	14,423	16,026	17,628	19,231	20,833
VLCC期租水平 （美元/天）	-50%	20,167	-0.31	-0.23	-0.16	-0.09	-0.02	0.05	0.13	0.20	0.27
	-40%	24,200	-0.27	-0.20	-0.13	-0.06	0.02	0.09	0.16	0.23	0.30
	-30%	28,233	-0.24	-0.16	-0.09	-0.02	0.05	0.12	0.19	0.27	0.34
	-20%	32,267	-0.20	-0.13	-0.06	0.01	0.08	0.16	0.23	0.30	0.37
	-10%	36,300	-0.17	-0.10	-0.03	0.05	0.12	0.19	0.26	0.33	0.40
	0%	40,333	-0.14	-0.06	0.01	0.08	0.15	0.22	0.29	0.37	0.44
	10%	44,367	-0.10	-0.03	0.04	0.11	0.18	0.26	0.33	0.40	0.47
	20%	48,400	-0.07	0.00	0.07	0.15	0.22	0.29	0.36	0.43	0.50
	30%	52,433	-0.04	0.04	0.11	0.18	0.25	0.32	0.39	0.47	0.54

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 17：盈利预测及其主要假设

(人民币百万元, 除另注明)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
总体						
海上石油运输营业收入	2,005	2,652	3,066	4,215	5,010	5,676
(+/-%)		32%	16%	37%	19%	13%
其中期租收入	1,407	1,586	1,754	2,557	2,929	3,283
(+/-%)		13%	11%	46%	15%	12%
其中航次成本	598	1,066	1,312	1,658	2,081	2,393
(+/-%)		78%	23%	26%	26%	15%
海上石油运输营业毛利	615	683	293	771	804	933
(+/-%)		11%	-57%	163%	4%	16%
MR型(4.6/4.9万吨)						
有效船舶数量	11	17	28	34	36	36
(+/-%)		53%	64%	24%	6%	0%
船天数	3,666	5,686	9,034	12,162	12,877	12,877
(+/-%)		55%	59%	35%	6%	0%
假设期租水平(美元/天)	20,000	20,100	13,467	16,026	16,026	16,346
(+/-%)		0%	-33%	19%	0%	2%
期租收入	554	808	831	1,312	1,342	1,369
(+/-%)		46%	3%	58%	2%	2%
营业毛利	312	371	145	457	465	491
(+/-%)		19%	-61%	214%	2%	6%
VLCC						
有效船舶数量	2	0	4	6	11	15
(+/-%)		-83%	1175%	49%	74%	32%
船天数	657	112	1,396	2,242	3,895	5,134
(+/-%)		-83%	1147%	61%	74%	32%
假设期租水平(美元/天)	40,000	58,000	33,060	40,333	36,300	37,026
(+/-%)		45%	-43%	22%	-10%	2%
期租收入	199	76	315	609	920	1,236
(+/-%)		-62%	316%	93%	51%	34%
营业毛利	77	51	6	153	158	259
(+/-%)		-34%	-89%	2677%	3%	64%
阿芙拉型+LR型(7万吨)						
有效船舶数量	2	3	3	3	3	3
(+/-%)		36%	0%	0%	0%	0%
船天数	739	1,018	986	1,073	1,073	1,073
(+/-%)		38%	-3%	9%	0%	0%
假设期租水平(美元/天)	31,023	24,845	19,060	19,439	20,531	20,243
(+/-%)		-20%	-23%	2%	6%	-1%
期租收入	173	179	128	140	143	141
(+/-%)		3%	-28%	9%	2%	-1%
营业毛利	66	90	12	22	22	22
(+/-%)		37%	-87%	79%	2%	2%
灵便型及其他						
有效船舶数量	8	8.5	6.5	7	8	8
(+/-%)		6%	-24%	8%	14%	0%
船天数	2,686	2,885	2,135	2,504	2,862	2,862
(+/-%)		7%	-26%	17%	14%	0%
假设期租水平(美元/天)	20,554	21,338	26,445	25,226	26,839	24,555
(+/-%)		4%	24%	-5%	6%	-9%
期租收入	417	435	386	425	500	457
(+/-%)		4%	-11%	10%	18%	-9%
营业毛利	160	170	130	140	160	160
(+/-%)		6%	-24%	8%	14%	0%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 18: 历史和预测的利润表

	2006备考	2007备考	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
损益表(百万元)							
营业收入	2,249	2,497	3,192	3,512	4,709	5,515	6,205
(+/-)	25%	11%	28%	10%	34%	17%	12%
海上石油运输	1,837	2,005	2,672	3,066	4,215	5,010	5,676
(+/-)	23%	9%	33%	15%	37%	19%	13%
化学品运输	257	307	258	237	271	280	288
(+/-)	39%	20%	-16%	-8%	14%	3%	3%
液化气运输	67	80	108	107	107	104	107
(+/-)	26%	20%	34%	-1%	0%	-3%	3%
沥青运输	83	99	65	69	77	74	77
(+/-)	22%	20%	-35%	7%	11%	-3%	3%
其它	5	5	28	33	40	48	57
(+/-)	319%	5%	440%	20%	20%	20%	20%
减: 营业成本	1,538	1,799	2,463	3,168	3,883	4,654	5,211
(+/-)	23%	17%	37%	29%	23%	20%	12%
海上石油运输	1,187	1,390	1,983	2,773	3,443	4,206	4,743
(+/-)	24%	17%	43%	40%	24%	22%	13%
化学品运输	218	256	248	218	250	257	265
(+/-)	24%	17%	-3%	-12%	14%	3%	3%
液化气运输	52	60	80	84	84	81	84
(+/-)	20%	17%	32%	5%	0%	-3%	3%
沥青运输	74	87	70	71	78	76	78
(+/-)	10%	17%	-20%	1%	11%	-3%	3%
其它	6	6	20	23	28	34	41
(+/-)	1234%	0%	210%	15%	25%	20%	20%
毛利	678	670	687	297	779	811	944
(+/-)	31%	-1%	3%	-57%	162%	4%	16%
海上石油运输	650	615	689	293	771	804	933
(+/-)	22%	-5%	12%	-57%	163%	4%	16%
化学品运输	38	51	10	19	22	22	23
(+/-)	383%	34%	-81%	93%	14%	3%	3%
液化气运输	15	20	28	23	23	22	23
(+/-)	50%	28%	42%	-17%	0%	-3%	3%
沥青运输	9	12	-5	-2	-2	-2	-2
(+/-)	1749%	41%	-142%	-69%	11%	-3%	3%
其它	-1	-1	8	10	11	14	16
(+/-)	-317%	-16%	-737%	32%	9%	20%	20%
减: 销售费用	17	19	40	39	38	44	50
管理费用	170	107	103	106	110	111	112
财务费用	104	110	90	160	239	280	295
加: 投资收益	0	5	6	-3	7	12	15
营业利润	392	443	458	-11	399	389	503
(+/-)	59%	13%	3%	-102%	-3668%	-3%	29%
加: 营业外收支净额	-1574%	265%	23401%	2958%	267%	267%	267%
利润总额	376	446	692	18	402	391	505
(+/-)	56%	18%	55%	-97%	2086%	-3%	29%
减: 所得税	116	130	106	5	40	39	50
减: 少数股东权益	0	1	-10	0	4	4	5
归属母公司所有者的损益	260	314	596	14	358	349	450
(+/-)	47%	21%	90%	-98%	2523%	-3%	29%
摊薄每股收益	0.29	0.19	0.37	0.01	0.22	0.22	0.28
(+/-)	47%	-33%	90%	-98%	2523%	-3%	29%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 19：历史和预测的资产负债表、现金流量表和财务比率

	2006备考	2007备考	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
资产负债表(百万元)							
货币资金	289	1,548	1,452	689	644	612	551
应收账款	106	117	296	325	436	511	575
预付账款	16	56	1,946	1,557	1,557	1,557	1,557
其他应收款	867	1,167	37	41	54	64	72
存货	60	67	79	113	152	178	200
流动资产	1,344	2,959	3,853	2,768	2,886	2,964	2,998
长期投资合计	72	53	58	44	38	38	38
固定资产净值	3,550	4,048	4,106	6,732	9,178	9,987	9,607
在建工程	2,118	2,418	3,812	2,812	1,312	512	512
固定资产合计	5,668	6,467	7,918	9,544	10,491	10,499	10,120
总资产	7,087	9,479	11,836	12,364	13,422	13,509	13,162
短期借款	209	109	408	458	508	508	508
应付票据	50	58	-	364	364	364	364
应付账款	111	130	60	78	95	114	128
预收账款	17	17	1	12	10	8	10
其他应付款	151	180	358	461	565	677	758
一年内到期的长期负债	583	200	1,013	1,000	1,000	1,000	1,000
流动负债	1,188	721	1,941	2,435	2,635	2,765	2,864
长期借款	2,096	3,096	4,350	3,850	4,350	3,850	2,850
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
长期负债	3,097	4,096	5,361	5,542	6,042	5,542	4,542
负债合计	4,285	4,818	7,302	7,977	8,677	8,308	7,406
少数股东权益	34	9	29	29	29	29	29
股东权益	2,768	4,653	4,505	4,358	4,716	5,172	5,727
股本	895	895	1,611	1,611	1,611	1,611	1,611
储备	1,873	3,758	2,894	2,747	3,105	3,561	4,116
负债及所有者权益	7,087	9,479	11,836	12,364	13,422	13,509	13,162
摊薄每股净资产	3.1	2.9	2.8	2.7	2.9	3.2	3.6
(+/-)	44%	-7%	-3%	-3%	8%	10%	11%
现金流量表(百万元)							
经营活动现金流量净额	-128	415	-395	2,032	1,130	1,309	1,455
净利润	350	314	596	14	358	349	450
加：折旧与摊销	245	287	336	395	553	672	720
财务费用	43	110	78	160	239	280	295
投资损失(减收益)	-10	-5	-6	3	-7	-12	-15
加：运营资本变化	-716	-283	-1,166	779	-13	21	5
投资活动现金流量净额	-486	-1,062	-1,138	-1,989	-1,487	-668	-325
资本支出	-574	-1,086	-1,809	-2,000	-1,500	-680	-340
资产处置	63	-	485	-	-	-	-
投资净现金流	14	-14	8	-17	1	12	15
自由现金流	-613	-647	-1,534	43	-356	641	1,130
筹资活动现金流量净额	1,913	1,906	1,428	-785	311	-672	-1,190
吸收权益性投资所收到的现金	1,724	1,499	-	-	-	-	-
借款所收到的现金	811	1,100	2,829	550	1,550	500	-
偿还债务所支付的现金	-488	-583	-955	-1,013	-1,000	-1,000	-1,000
分配股利或利润所支付的现金	-140	-110	-486	-321	-239	-172	-190
净现金流入(出)	1,295	1,259	-104	-763	-45	-32	-61
财务比率							
增长率							
营业收入	25%	11%	28%	10%	34%	17%	12%
营业利润	59%	13%	3%	-102%	-3668%	-3%	29%
税前利润	56%	18%	55%	-97%	2086%	-3%	29%
净利润	47%	21%	90%	-98%	2523%	-3%	29%
摊薄每股盈利	47%	-33%	90%	-98%	2523%	-3%	29%
盈利能力							
毛利率	30%	27%	22%	8%	17%	15%	15%
营业利润率	17%	18%	14%	0%	8%	7%	8%
税前利润率	17%	18%	22%	1%	9%	7%	8%
净利润率	12%	13%	19%	0%	8%	6%	7%
资产周转比率							
总资产周转率	32%	26%	27%	28%	35%	41%	47%
固定资产周转率	40%	39%	40%	37%	45%	53%	61%
流动性比率							
现金比率	0.2	2.1	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2
流动比率	1.1	4.1	2.0	1.1	1.1	1.1	1.0
杠杆比率							
净债务权益比率	130%	61%	118%	129%	132%	111%	84%
资产负债率	61%	51%	62%	65%	65%	62%	56%
息税前利润/净财务费用	4.8X	5.0X	6.1X	0.9X	2.7X	2.4X	2.7X
杜邦分析							
净利润率	12%	13%	19%	0%	8%	6%	7%
资产周转率	32%	26%	27%	28%	35%	41%	47%
资产/股东权益	2.6	2.0	2.6	2.8	2.8	2.6	2.3
净资产回报率	9%	7%	13%	0%	8%	7%	8%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。