

水路运输 II

2010 年 2 月 26 日

长航油运 (600087) 当前股价: 6.51 目标价: 9.00

冬去春来, 股价底部调整正是介入时

投资要点:

- ☆ 由于单壳油轮报废以及船舶延迟交付等原因, 10 年原油运输市场供需关系明显改善, 预计 10 年原油运输市场将会明显好转, 下半年运价将会有明显回升。
- ☆ 预计公司 10 年和 11 年公司 VLCC 的等效期租收益为 4.5 万美元/天、5.5 万美元/天。
- ☆ 公司当前有 6 艘 VLCC, 10 年, 将分别在 8、9、12 月各交付一艘, 11 年初步预计交付 5 艘, 12 年交付 2 艘。公司原油轮运力仍在大幅增长, 在运价上升的预期下, 将给公司带来良好的收益。
- ☆ 成品油运输市场供需形势较 09 年有所改善, 预计运输价格将会有小幅回升。全年运价将呈现前低后高。
- ☆ 预计公司 10 年和 11 年公司 MR 油轮的等效期租收益为 1.8 万美元/天、2.1 万美元/天。
- ☆ 公司业绩对于运价弹性较大, 运价复苏低于预期为投资公司的主要风险, 短期而言, 影响股价的不利因素为: 市场进入淡季, 运价可能继续调整; 公司即将进行定向增发, 发行价格初步预计为 5.63 元, 低于当前的市场价格。
- ☆ 预计公司会在 10 年上半年完成定向增发, 按照 5.63 元的价格, 发行 4.44 亿股。采用发行后的总股本计算业绩, 10 年和 11 年的每股收益为 0.30 元和 0.54 元。预计公司 6 个月目标价格 9 元。我们将公司的投资评级由“推荐”调升至“买入”。公司当前股价处于底部区域, 可以乘机吸纳, 中期持有。

研究员: 余建军

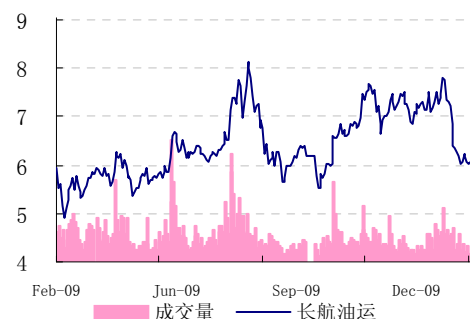
电话: 025-83290891

E-mail: yujjx@hotmail.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 买入

股价走势图



相关研究

长航油运年报点评 10/02/09

公司基本资料

主要经营指标预测

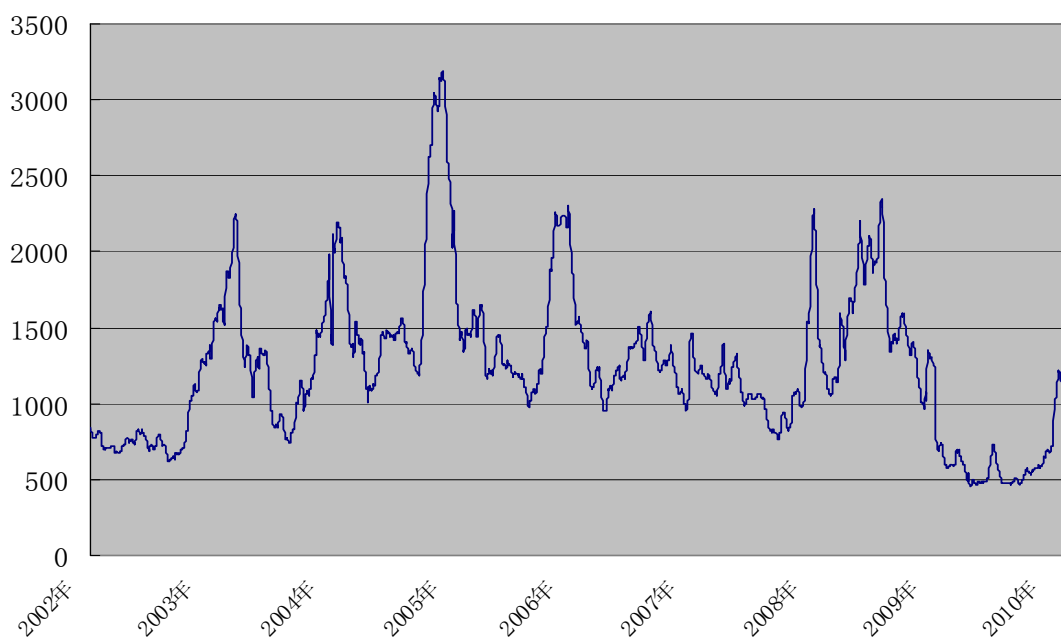
			2009A	2010E	2011E	2012E
总股本 (百万)	2055	主营业务收入 (亿)	33.59	44.98	55.75	70.04
流通 A 股 (百万)	824	+/-%	5.22	33.91	23.94	25.63
52 周内股价区间 (元)	4.82-8.55	净利润 (亿)	0.04	6.24	11.12	17.44
总市值 (亿)	103.40	+/-%	-99.29	15500	78.21	56.83
总资产 (亿)	140.19	EPS (元)	0.00	0.30	0.54	0.85
每股净资产 (元)	2.70	P/E	2440.39	24.48	21.19	11.90

由于公司即将进行定向增发, 采用定向增发后的总股本 20.55 亿股计算上表的每股收益。

VLCC 运价相对乐观

根据 Clarkson 的分析，10 年，原油需求将有 1.8%（IEA 预测数据）的增长，而考虑到单壳油轮的报废，预计原油船运力将不会出现增长，甚至略有下降，自 05 年以来，市场预计将会首次出现需求增速超过运力供应的增速，原油运输市场将会有明显改观。

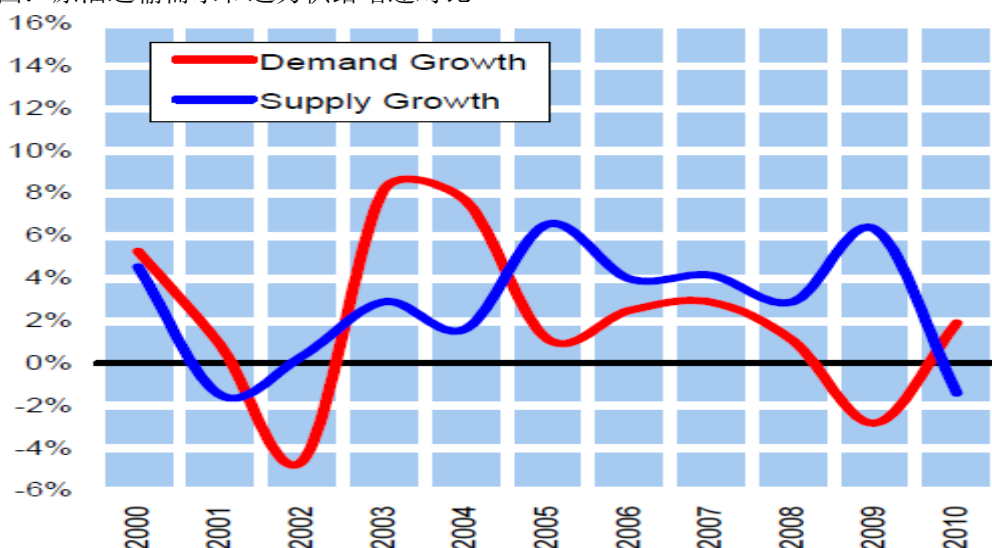
图：原油运价（BDTI）仍处于 02 年以来的低位（截止 10 年 2 月 19 日）



数据来源：BLOOMBERG

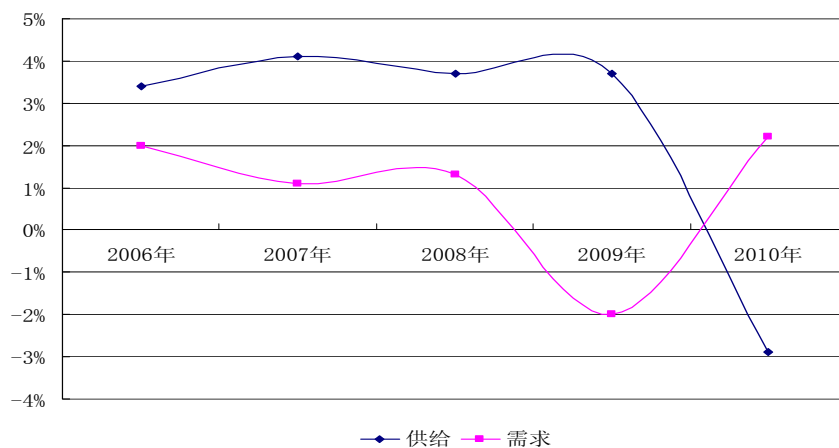
根据 Clarkson 的分析，10 年，对于 VLCC 需求的增速为 2.2%，而运力的供应增速则下滑 2.9%（隐含的假定是：2560 万载重吨的单壳 VLCC 过期退出市场，10 年的预定交付的 VLCC 共 2530 万载重吨交付 80%，交付比例和 09 年相同，对于所有的原油船运力也有类似假定），也是 05 年以来运力需求增速首次超过供应增速。根据下表，我们的敏感性分析发现，即使单壳油轮不全部退出市场，运力的增速也相对可控，最有可能低于需求的增速，和 09 年相比，供需关系改善明显。

图：原油运输需求和运力供给增速对比



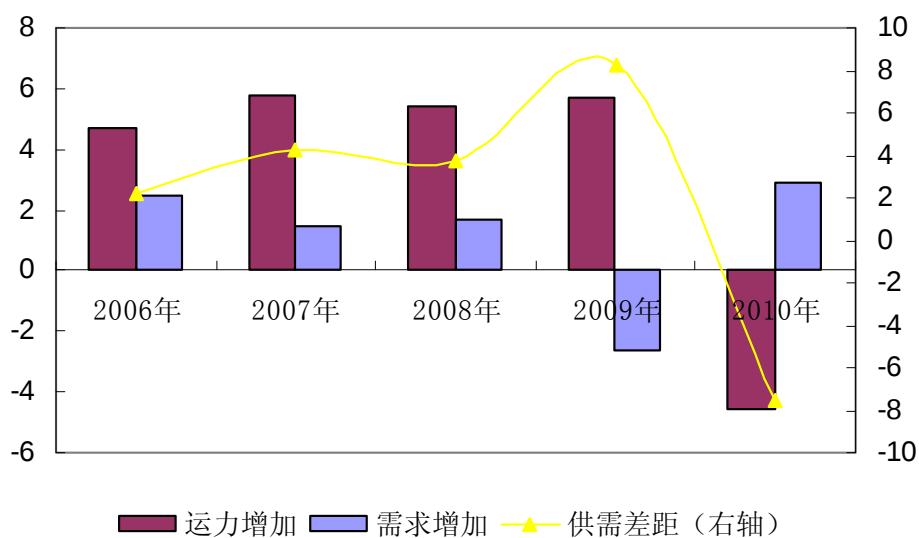
数据来源：Clarkson

图：VLCC 运力供应和需求增速对比



数据来源：Clarkson

图：VLCC 运力供需对比（百万载重吨）



数据来源：Clarkson

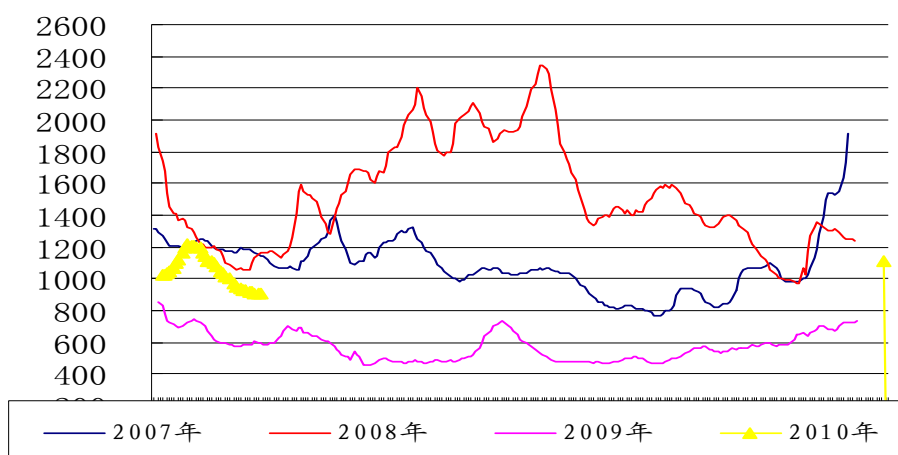
表：10 年 VLCC 订单不同交付比例和单壳油轮不同的退出比例对应的运力增速

交付比例	退出比例		
	100%	80%	60%
100%	0.30%	3.45%	6.60%
80%	-2.90%	0.32%	3.49%
60%	-3.90%	-2.81%	0.36%

数据来源：Clarkson 华泰证券研究所

1 月下旬以来，原油运输市场运价从高点回调，和我们在 1 月份跟踪报告中的分析基本相符，进入春季之后，油品需求开始进入淡季，我们预计原油运输市场仍将延续调整势头，但由于运力供需形势已经开始改善，预计运价继续深幅下调的可能性极小。进入下半年后，单壳油轮开始逐步退出市场，需求开始进入旺季，运力供需形势将会进一步改善，运输价格存在进一步上涨的动力。预计 10 年的原油运输价格将呈现前低后高的走势。

图：波罗的海原油运价指数（BDTI）



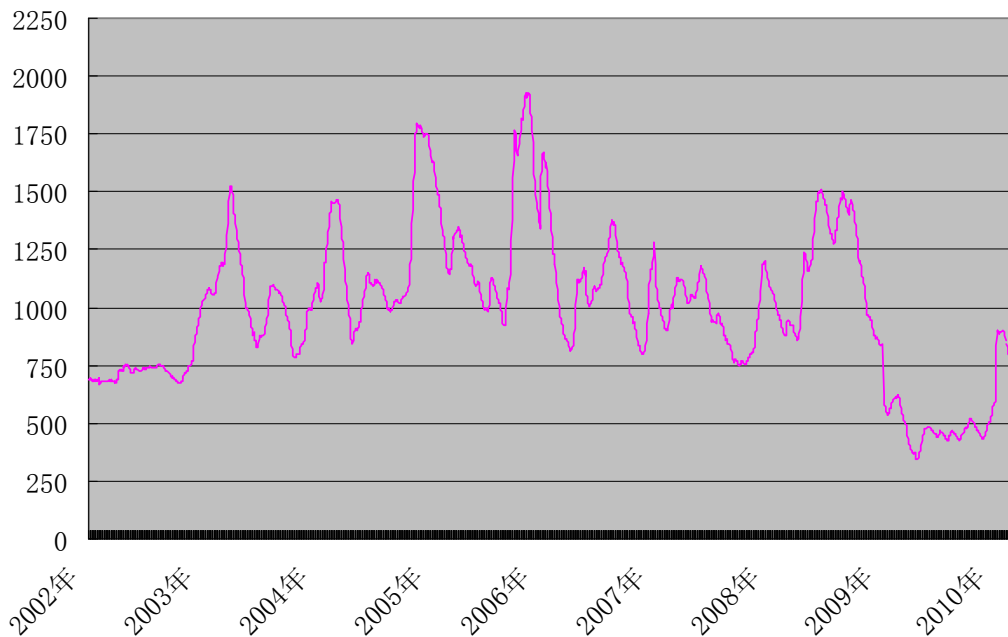
数据来源：BLOOMBERG

对于长航油运而言，公司当前有 6 艘 VLCC，其中 4 艘期租、2 艘自有。10 年，将分别在 8、9、12 月各交付一艘，11 年初步预计交付 5 艘，12 年交付 2 艘。公司自 09 年 12 月份以来，VLCC 获得了较好的运输价格，其中，签订了 3 单 7.4 万美元/天以上的 TCE，2 单在 5 万美元/天以上，公司 09 年 VLCC 的等效期租收益（TCE）为 3.14 万美元/天，公司 10 年保守预计 TCE 为 3.7 万美元/天。我们认为，10 年的原油运输市场将会有明显好转，预计公司 10 年 VLCC 的等效期租收益（TCE）能够达到 4.5 万美元/天。11 年，VLCC 订单交付数量和 09 年基本相当，且本应退出市场的单壳油轮已退出市场，需求将随着经济的稳步复苏而稳定增长，运力供需形势预计会进一步好转，我们此处假定公司 11 年 VLCC 的 TCE 为 5.5 万美元/天。

MR 成品油轮运力过剩形势有所改观，运价将有所回升

和原油运输市场相比，10 年的成品油运输市场形势有所改观，但运力仍然过剩。根据 CLARKSON 的统计，预计 10 年成品油运输需求增速为 1.8%，而运力增速 8.6%。运力供需增速差距较 09 年有所改观，但运力仍然过剩。从运力过剩的绝对量上来看，10 年预计过剩 700 万载重吨，较 09 年的 1190 万载重吨的过剩有所改善。预计 10 年的成品油运输市场运输价格会有所回升。

图：成品油运价（BCTI）处于 02 年以来的低位（截止 10 年 2 月 19 日）

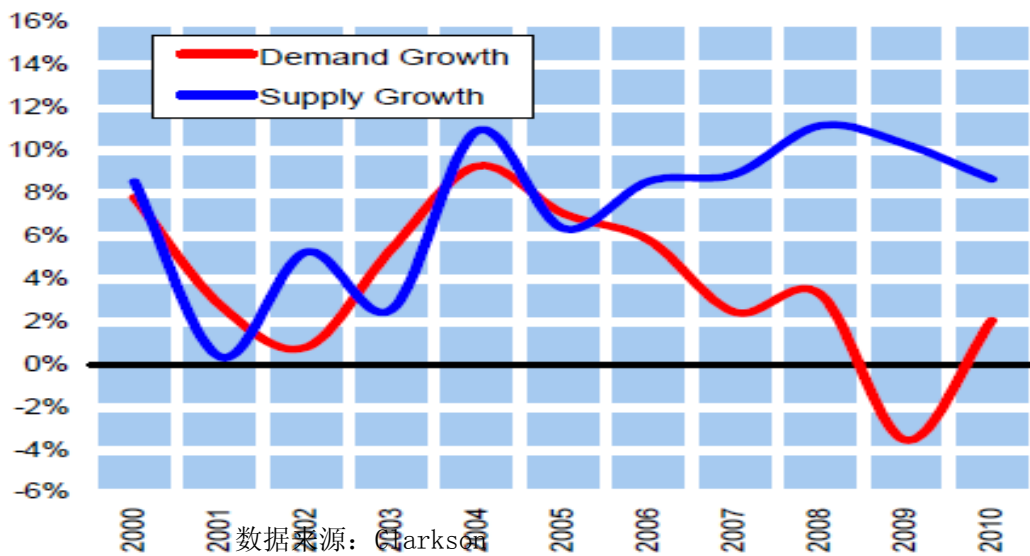


数据来源：BLOOMBERG

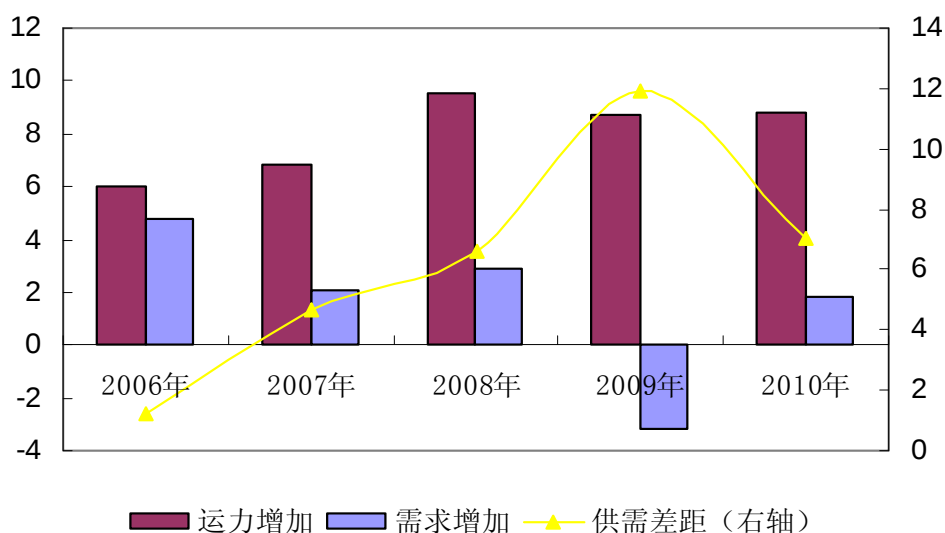
对于公司而言，其 09 年自营的 MR 油轮平均 TCE 为 1.57 万美元/天，由于公司的 MR 船队成规模，且分布在不同地区，利用效率较高，公司还准备进军收益水平较高的欧洲地区航线，结合 10 年的市场情况，我们预计公司 10 年 MR 平均运价会有 15% 左右的上涨。根据 CLARKSON 的统计，10 年将是成品油轮交付的高峰年，以 3-6 万载重吨的成品油轮为例，10 年开始时的订单为 1930 万载重吨，占相对应的成品油轮运力的比例为 26%，而 10 年将交付 1230 万载重吨，占订单的 64%，而到了 11 年，新船交付将迅速降低到 5.8 万载重吨，为 09 年预计交付额的 47%，运力供应压力将减少，因此，11 年的成品油运输价格较 10 年仍将有恢复性的上涨，预计上涨 15%，至 2.1 万美元/天。

公司当前共有 28 艘 MR 成品油轮，一季度还将交付 2 艘、6 月和 9 月各交付 2 艘和 1 艘。此后，公司预计的全部 33 艘 MR 油轮将交付完毕。公司大规模 MR 油轮交付的时期，正逢市场不景气，近两年交付的新油轮基本没有给公司带来收益，未来，随着运价的复苏，预计将给公司带来明显的收益。

图：成品油运输需求和运力供给增速对比



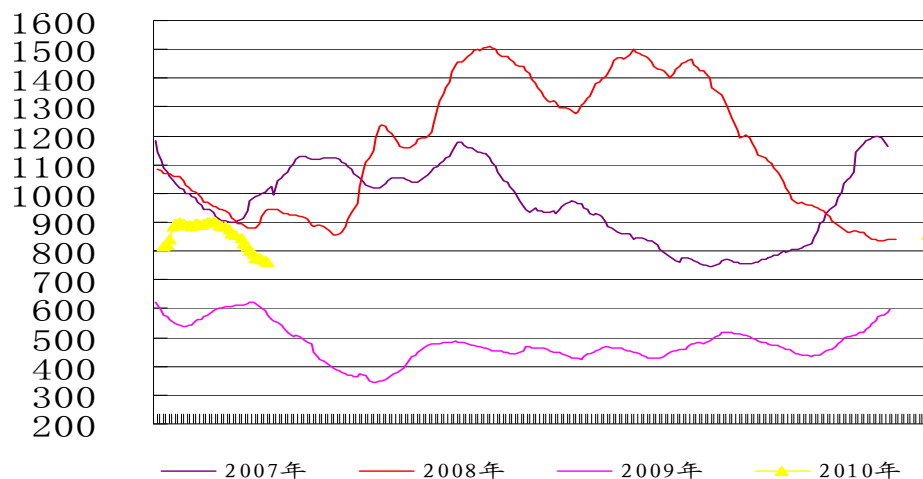
图：成品油运力供需对比（百万载重吨）



数据来源：Clarkson

短期而言，随着淡季的到来，预计成品油运价仍将会继续盘整，但是，由于需求逐步复苏，像去年同期那样运价大幅下调的概率极小。

图：波罗的海成品油运价指数（BCTI）



数据来源：BLOOMBERG

10 年业绩走出低谷，开始高速增长

我们采用假定等效期租收益（TCE）的方法来计算公司的盈利水平，根据前面的分析，我们假定公司 10 年 VLCC 的 TCE 为 4.5 万美元/天，MR 的 TCE 为 1.8 万美元/天。对于两种类型的船舶，我们分为自有的和期租的船舶分别进行计算。此外，我们还有以下条件：

- 1、根据公司的船舶交付计划，分别假定了两年的船舶数量；
- 2、公司的自有船舶在境内注册，盈利按照 25% 所得税税率交税，而期租的船舶放在新加坡分公司经营，盈利不需要交税；
- 3、公司将在 10 年完成定向增发计划，根据公司的 5.63 元的增发价格，我们预计公司将增发 4.44 亿股，因此，在计算增发后的每股收益时，按照增发后的 20.55 亿股股本计算，由于公司需通过增发筹措资金完成船舶的购买，增发后的每股收益更能合理反映公司的盈利状况；
- 4、2010 年开始，公司将船舶折旧年限由 18 年调整到 22 年，根据公司测算，每年可以增加税后利润 1.73 亿元，公司原来的折旧方法沿用长江上油轮的折旧方法，和船舶的使用年限相比，显得保守，公司调整后的折旧方法和中海发展、招商轮船等公司的折旧年限基本一致，为了和 09 年的业绩有可比性，我们将折旧增加的业绩单独计算；
- 5、公司的海进江油品运输业务较为稳定，每年贡献约 2 亿元的税前利润，考虑到公司新订造的 2 万吨级油轮开始陆续交付，预计 11 年有 10% 的盈利增长；
- 6、公司的沥青、化工业务盈利贡献较少，但相对稳定，考虑到沥青船的陆续交付，假定 11 年有 20% 的增长。

我们的测算结果显示，10 年和 11 年，公司增发前的每股收益为 0.38 和 0.69 元，增发后的每股收益为 0.30 和 0.54 元。我们的敏感性分析显示，公司 10 年增发后的业绩区间为 0.30 元-0.38 元。

表：公司盈利预测表

	2010 年	2011 年
计算 VLCC 盈利		
自有		
TCE (万美元)	4.5	5.5
折旧及操作成本 (万美元)	3.2	3.2
期间费用 (万美元)	0.2	0.2
税前利润 (万美元)	1.1	2.1
税后利润 (万美元)	0.825	1.575
全年税后利润 (万美元)	297	567
油轮数量 (艘)	3	4
全部油轮盈利 (万美元)	891	2268
转换为人民币的净利润 (万元人民币)	6058.8	15422.4
期租		
TCE (万美元)	4.5	5.5
资金及操作成本	3.6	3.6
期间费用 (万美元)	0.1	0.1
税前利润 (万美元)	0.8	1.8
税后利润 (万美元)	0.8	1.8
全年税后利润 (万美元)	288	648
油轮数量 (艘)	4	7.5
全部油轮盈利 (万美元)	1152	4860
转换为人民币的净利润 (万元人民币)	7833.6	33048
全部 VLCC 贡献的净利润(万元人民币)	13892.4	48470.4
计算 MR 轮盈利		
自有		
TCE (万美元)	1.8	2.1
折旧及操作成本 (万美元)	1.25	1.25
期间费用 (万美元)	0.15	0.15
税前利润 (万美元)	0.4	0.7
税后利润 (万美元)	0.3	0.525
全年税后利润 (万美元)	108	189
油轮数量 (艘)	20.5	23
全部油轮盈利 (万美元)	2214	4347
转换为人民币的净利润 (万元人民币)	15055.2	29559.6
期租		
TCE (万美元)	1.8	2.1
资金及操作成本	1.55	1.55
期间费用 (万美元)	0.1	0.1
税前利润 (万美元)	0.15	0.45
税后利润 (万美元)	0.15	0.45

全年税后利润（万美元）	54	162
油轮数量（艘）	9.5	10
全部油轮盈利（万美元）	513	1620
转换为人民币的净利润（万元人民币）	3488.4	11016
全部 MR 油轮净利润（万元人民币）	18543.6	40575.6
其他业务净利润		
海进江业务（万元）	15000	16500
沥青化工品等（万元）	3000	3600
折旧调整增加的净利润（万元）	17250	17250
净利润总额（万元）	61627.2	110974
增发前每股收益（元）	0.38	0.69
增发后每股收益（元）	0.30	0.54

数据来源：华泰证券研究所

表：10 年 MR 和 VLCC 不同的 TCE 对应的增发后的每股收益（元）

		MR（万美元/天）			
VLCC（万美元/天）		1.6	1.8	2	2.2
4	0.22	0.28	0.34	0.4	
4.5	0.24	0.30	0.36	0.42	
5	0.27	0.32	0.38	0.44	
5.5	0.29	0.35	0.41	0.47	

数据来源：华泰证券研究所

投资建议—股价底部整理正是介入时

如前面对于行业基本面分析的那样，10 年，油品运输行业将走出底部，尤其是原油运输价格将会有较大的上涨空间，但在测算业绩时，我们所使用的运输价格仍然相对保守。长航油运的业绩对于运价波动反应极为敏感，因此，在行业开始向上时，其业绩超出预期的可能性较大。因此，在当前阶段，可以给予公司较高的估值水平，对于增发后的 10 年业绩，给予 30 倍 PE，预计公司未来 6 个月目标价格 9 元。我们将公司的投资评级由“推荐”调升至“买入”。

短期而言，对公司股价构成不利影响的因素有：1、随着行业进入淡季，运价水平有可能继续向下调整，对公司股价上涨构成压力；2、公司预计会在短期内完成定向增发，根据此前公告，发行价格为 5.63 元，低于当前市场价格，有的投资者会在二级市场卖出公司股价，再参与公司的定向增发，从而获得较低的投资成本，这样，将在短期内对公司股价上涨构成压力。但是，公司股价若短期继续在底部盘整，正好为投资者介入提供了机会，对于不准备参与定向增发（定向增发的股票需要锁定 1 年）而保持流动性的投资者而言，当前的股价正是难得的投资时机，可以介入并中期持有。

公司的投资风险仍主要来自于行业层面：公司业绩对于运价反应敏感，若运价低于预期，则对公司业绩有不利影响。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4137	4624	5092	5804
现金	1164	1260	1228	1238
应收账款	334	437	546	685
其它应收款	30	44	53	67
预付账款	2395	2664	3005	3510
存货	194	181	217	248
其他	20	38	42	55
非流动资产	9882	12441	13284	13046
长期投资	0	0	0	0
固定资产	7122	9511	11069	11688
无形资产	0	0	0	0
其他	2760	2929	2215	1357
资产总计	14019	17065	18376	18850
流动负债	2423	4432	4656	3409
短期借款	478	2535	2601	1244
应付账款	289	241	302	341
其他	1656	1656	1753	1824
非流动负债	7226	7195	7170	7147
长期借款	5269	5269	5269	5269
其他	1958	1926	1901	1878
负债合计	9649	11627	11826	10556
少数股东权益	23	23	23	23
股本	1611	2055	2055	2055
资本公积	1494	1494	1494	1494
留存收益	1279	1903	3015	4759
归属母公司股东权益	4347	5416	6527	8271
负债和股东权益	14019	17065	18376	18850

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-179	925	1529	2023
净利润	5	624	1112	1744
折旧摊销	427	540	657	738
财务费用	85	137	158	145
投资损失	14	0	0	0
营运资金变动	-671	-350	-372	-581
其它	-38	-27	-25	-23
投资活动现金流	-1683	-3100	-1500	-500
资本支出	1913	3100	1500	500
长期投资	0	0	0	0
其他	230	0	0	0
筹资活动现金流	1593	2271	-61	-1513
短期借款	70	2057	66	-1357

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3359	4498	5575	7004
营业成本	3072	3401	3842	4485
营业税金及附加	47	62	77	96
营业费用	36	51	62	79
管理费用	93	112	128	147
财务费用	85	137	158	145
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-14	0	0	0
营业利润	12	735	1308	2052
营业外收入	51	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	55	735	1308	2052
所得税	51	110	196	308
净利润	5	624	1112	1744
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4	624	1112	1744
EBITDA	524	1412	2123	2935
EPS (元)	0.00	0.30	0.54	0.85

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	5.2%	33.9%	23.9%	25.6%
营业利润	-97.4%	5966.6%	78.0%	56.9%
归属于母公司净利润	-99.3%	14635.5%	78.0%	56.9%
获利能力				
毛利率	8.5%	24.4%	31.1%	36.0%
净利率	0.1%	13.9%	19.9%	24.9%
ROE	0.1%	11.5%	17.0%	21.1%
ROIC	0.1%	5.1%	7.9%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	68.8%	68.1%	64.4%	56.0%
净负债比率	73.06%	77.49%	77.02%	73.33%
流动比率	1.71	1.04	1.09	1.70
速动比率	1.63	1.00	1.05	1.63
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.29	0.31	0.38
应收账款周转率	11	12	11	11
应付账款周转率	17.60	12.85	14.16	13.96
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.00	0.30	0.54	0.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.09	0.45	0.74	0.98

长期借款	918	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.12	2.64	3.18	4.03
普通股增加	0	444	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1	0	0	0	P/E	2447.9			
其他	605	-230	-127	-156	P/B	9	21.19	11.90	7.59
现金净增加额	-269	96	-32	11	EV/EBITDA	2.39	2.44	2.03	1.60
						33	12	8	6

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3359	4498	5575	7004
同比(%)	5%	34%	24%	26%
归属母公司净利润	4	624	1112	1744
同比(%)	-99%	14636%	78%	57%
毛利率(%)	8.5%	24.4%	31.1%	36.0%
ROE(%)	0.1%	11.5%	17.0%	21.1%
每股收益(元)	0.00	0.30	0.54	0.85
P/E	2447.9	21.19	11.90	7.59
P/B	2.39	2.44	2.03	1.60
EV/EBITDA	33	12	8	6

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。