

水路运输 II

2010 年 5 月 17 日

长航油运(600087) 当前股价: 5.36 目标价: 7.00

短期下挫提供中期投资机会

投资要点:

- ☆ 长航油运 1-4 月份 VLCC 的等效期租收益超出预期, 而且, 看好下半年的原油运输市场, 我们在计算公司的业绩时, 将 VLCC 的等效期租收益假定为 5.2 万美元/天, 较上次预期的 4.5 万美元/天的预期提高了 16%。需要说明的是, 由于公司前 4 个月的等效期租收益已经超过 5 万美元/天, 且下半年的运价还有上升空间, 因此, 我们对于公司 VLCC 的收益水平的预期仍是较保守的。我们将持续跟踪调整公司的运输收益水平。
- ☆ 由于运力过剩, 10 年以来, 成品油运输市场的表现明显逊于原油运输市场。我们此前预期 10 年公司 MR 油轮的等效期租水平为 1.8 万美元/天, 根据当前公司的经营状况, 将其调低到 1.6 万美元/天。
- ☆ 预计公司 10 年和 11 年的业绩为 0.30 元和 0.58 元 (均为定向增发前的业绩, 若按照公司此前增发预案, 则摊薄后为 0.23 元和 0.45 元)。我们 2 月份预计公司增发前的 10 年和 11 年每股收益为 0.38 元和 0.69 元, 此次较大幅度下调业绩的主要原因在于下调了对于成品油运价的预期。此次业绩预测采取的成品油运价水平接近公司前 4 个月 1.57 万美元/天的收益水平, 该运价水平同样较为保守, 未来将会根据实际情况进行调整。
- ☆ 鉴于我们下调了业绩预测, 以及公司的股价跟随大盘出现了大幅的调整, 我们将公司的目标价由 2 月份调研报告中的 9 元调整为 7 元, 对应 10 年和 11 年 23 倍和 12 倍市盈率。维持“买入”评级。
- ☆ 公司当前股价已经跌破 5.63 元的预定增发价格, 为了成功完成增发, 上市公司以及大股东面临着维护公司股价的压力, 上周, 公司的高管集体购买了公司的股票, 向市场释放了积极的信号, 我们判断, 若公司股价继续下跌, 不排除大股东增持公司股票的可能。若市场企稳, 公司股价短期存在着反弹的需求, 在看好未来原油运输市场的情况下, 公司股票中期也不失为投资航运股的良好品种。建议积极关注。
- ☆ 公司短期的投资风险主要为大盘继续下挫带来的系统性风险, 下半年世界经济复苏低于预期所带来的需求不足为中期风险。

研究员: 余建军

执业证书编号: S0570209030306

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

长航油运调研报告——冬去春来, 股价底部调整正是介入时 10/2/26

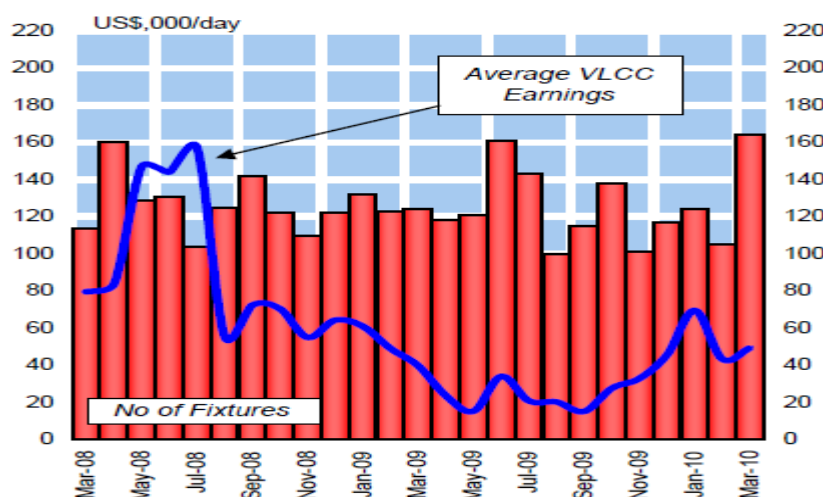
近日走访了长航油运，对上次调研报告的运价预期做了修正，有以下观点

原油运输价格水平超出预期

公司 1-4 月份，VLCC 等效期租水平超过 5 万美元/天，约为 5.1 万美元/天。我们在上次调研报告中，预测公司今年的 V L C C 等效期租水平为 4.5 万美元/天，现在看来，我们当初的预测略显保守。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。VLCC 进入交付高峰期。

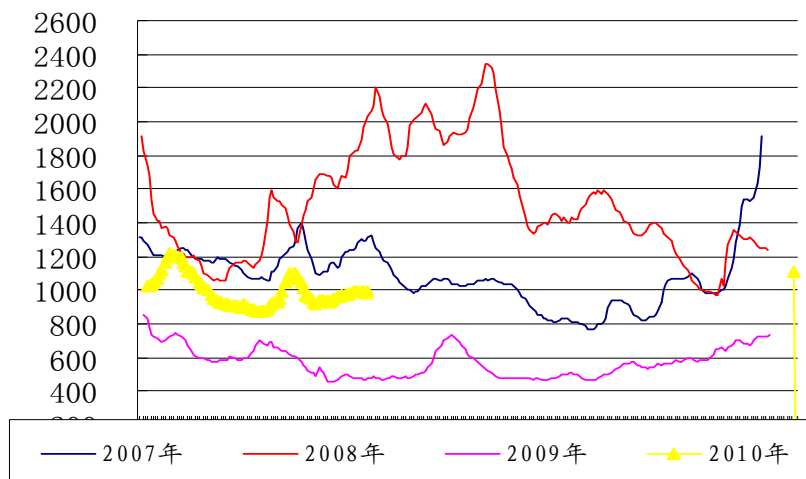
受到世界经济复苏，原油需求增长的推动，10 年以来 VLCC 运价表现良好，根据 Clarkson 的统计，10 年 1-3 月份 VLCC 收益水平近 5.5 万美元/天，较 09 年平均水平上升了 75%。4 月份以来，原油运输市场更是出现了淡季不淡的现象，原油运输价格还略有上升。

图：10 年以来 VLCC 日平均收益明显回升（千美元/天）



数据来源：Clarkson

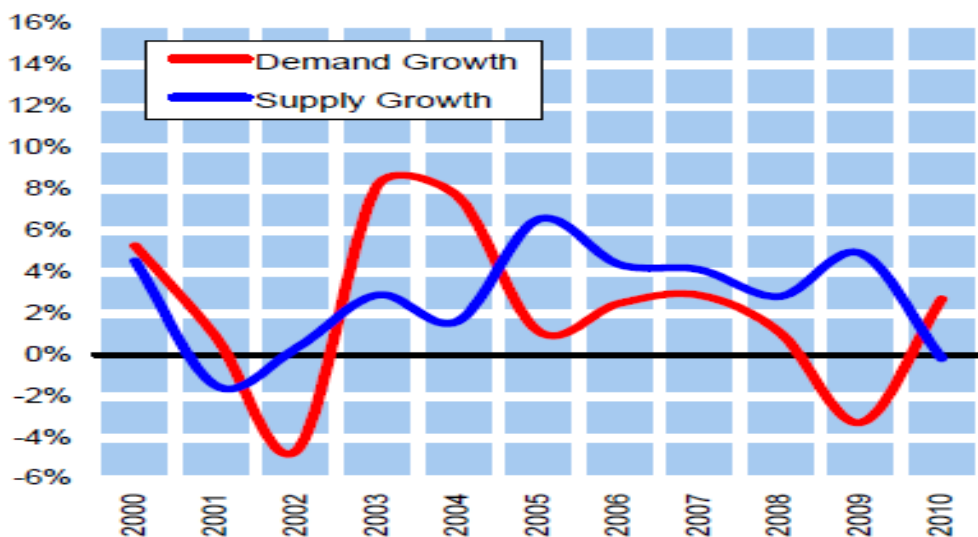
图：10 年波罗的海原油运价指数（BDTI）较 09 年同期明显回升



数据来源：彭博

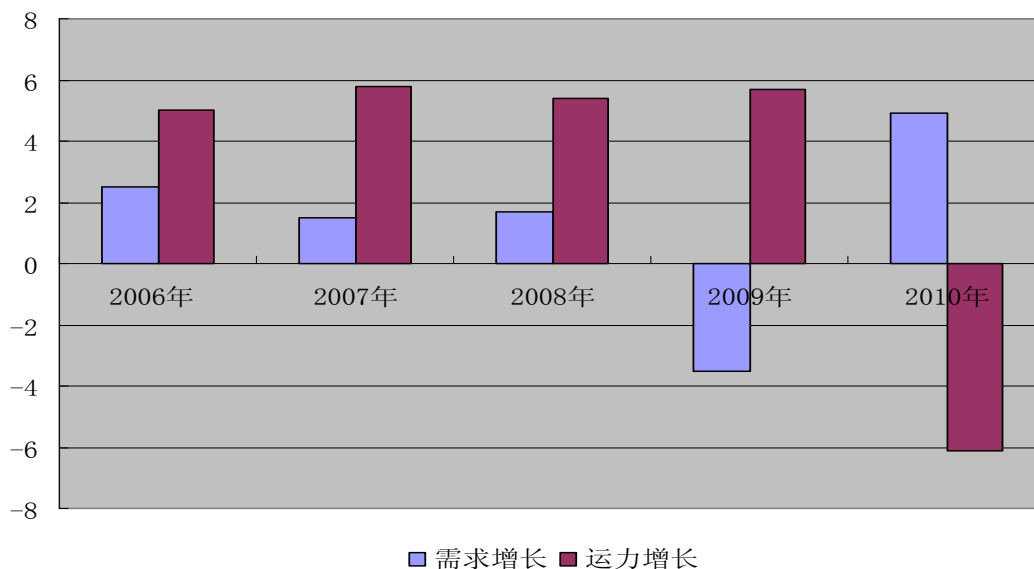
10 年，原油海上运输需求增速在 3% 左右。而由于油轮报废原因，运力增速减少 0.2%。运力的供需形势有利于原油运输价格的上升。具体到 VLCC，10 年，考虑到单壳油轮的报废，VLCC 运力将下降 3.8%，运力需求的增速在多年来首次超过运力供给的增速。09 年四季度，有 2 艘 VLCC 报废，而到了 10 年 1 季度，有 7 艘 VLCC 报废。未来，随着单壳油轮报废期限的不断逼近，预计单壳 VLCC 报废的速度将加速。下半年，运力供应下滑的效应将逐步显现，原油运输市场运价将会有进一步上涨。

图：原油运输需求和运力供给增速对比



数据来源：Clarkson

图：10 年 VLCC 需求增长多年来首次超过运力增长（百万载重吨）



数据来源：Clarkson

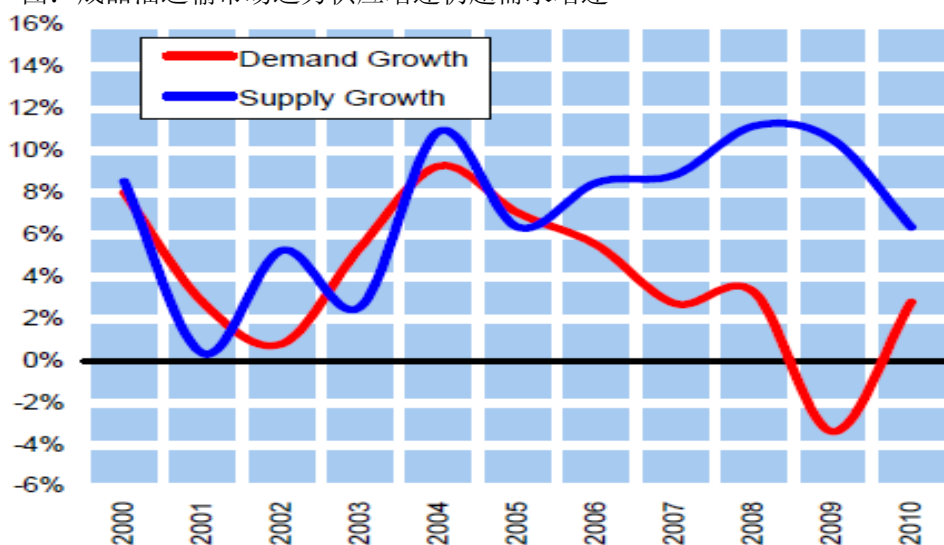
鉴于长航油运 1-4 月份 VLCC 的等效期租收益超出预期，而且，看好下半年的原油运输市场，我们在计算公司的业绩时，将 VLCC 的等效期租收益假定为 5.2 万美元/天，较上次预期的 4.5 万美元/天的预期提高了 16%。需要说明的是，由于公司前 4 个月的等效期租收益已经超过 5 万美元/天，且下半年的运价还有上升空间，因此，我们对于公司 VLCC 的收

益水平的预期仍是较保守的。

成品油运价水平低于预期

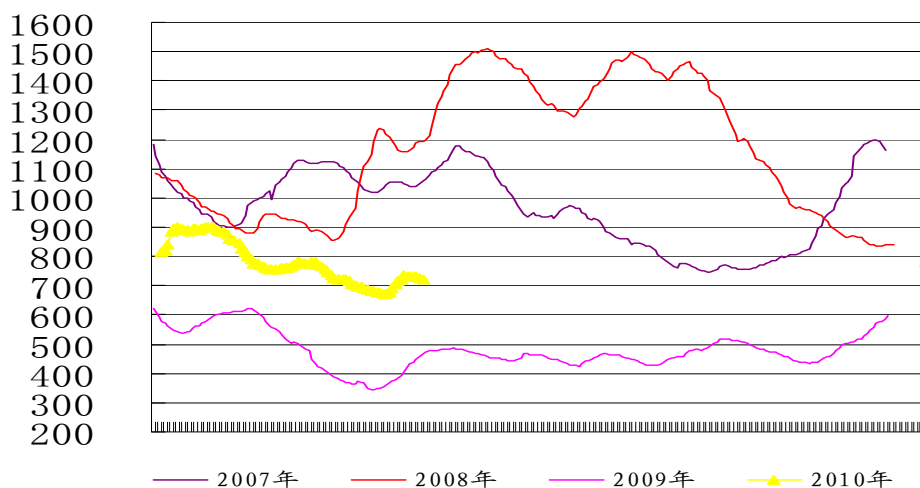
前4个月，公司MR油轮的等效期租收益约为1.57万美元/天，和09年平均水平基本持平。公司当前有30艘MR油轮，9月之前还有4艘交付。成品油运输市场运力投用过多是运价难以有效上涨的主要原因。根据Clarkson的统计，10年成品油运输市场运力的供给和需求的增速分别为6.4%和2.8%。由于运力过剩，10年以来，成品油运输市场的表现明显逊于原油运输市场。我们此前预期10年公司MR油轮的等效期租水平为1.8万美元/天，根据当前公司的经营状况，将其调低到1.6万美元/天。

图：成品油运输市场运力供应增速仍超需求增速



数据来源：Clarkson

图：波罗的海成品油运价指数（BCTI）



数据来源：Clarkson

投资建议—调低业绩和目标价，维持“买入”评级

从行业基本面来看，原油运价和成品油运价已经基本不存在大幅下挫的可能，而且原油运价在下半年还将有较好表现。我们根据最新的预期，预计公司 10 年和 11 年的业绩为 0.30 元和 0.58 元（均为定向增发前的业绩，若按照公司此前增发预案，则摊薄后为 0.23 元和 0.45 元）。我们 2 月份预计公司增发前的 10 年和 11 年每股收益为 0.38 元和 0.69 元，此次较大幅度下调业绩的主要原因在于下调了对于成品油运价的预期。

鉴于我们下调了业绩预测，以及公司的股价跟随大盘出现的大幅的调整，我们将公司的目标价由 2 月份调研报告中的 9 元调整为 7 元，对应 10 年和 11 年 23 倍和 12 倍市盈率。维持“买入”评级。公司当前股价已经跌破 5.63 元的预定增发价格，为了成功完成增发，上市公司以及大股东面临着维护公司股价的压力，上周，公司的高管集体购买了公司的股票，向市场释放了积极地信号，我们判断，若公司股价继续下跌，不排除大股东增持公司股票的可能。若市场企稳，公司股价短期存在着反弹的需求，在看好未来原油运输市场的情况下，公司股票中期也不失为投资航运股的良好品种。建议积极关注。

短期来看，投资公司股票的主要风险为大盘波动或者继续大幅下挫带来的系统性风险：公司管理层购买公司股票后，将会刺激公司股价短期反弹，但是如果大盘继续下跌，不排除股价补跌的可能；此外，下半年世界经济复苏低于预期所带来的油品运输需求不足为中期风险。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4137	4768	5679	6256
现金	1164	1260	1228	1238
应收账款	334	453	618	713
其它应收款	30	46	60	70
预付账款	2395	2782	3474	3901
存货	194	189	251	276
其他	20	39	48	58
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	17209	18963	19301
流动负债	2423	4575	5167	3986
短期借款	478	2659	3020	1766
应付账款	289	252	349	379
其他	1656	1664	1798	1841
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	11770	12337	11133
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	1904	3091	4633
归属母公司股东权益	4347	5416	6603	8146
负债和股东权益	14019	17209	18963	19301

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	802	1240	1929
净利润	5	625	1187	1542
折旧摊销	427	540	657	738
财务费用	85	139	163	155
投资损失	14	0	0	0
营运资金变动	-671	-474	-742	-483
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	2394	228	-1418
短期借款	70	2181	361	-1254
长期借款	918	0	0	0
普通股增加	0	444	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3359	4658	6304	7289
营业成本	3072	3551	4442	4985
营业税金及附加	47	64	87	100
营业费用	36	53	70	82
管理费用	93	116	145	153
财务费用	85	139	163	155
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	1396	1815
营业外收入	51	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	55	735	1396	1815
所得税	51	110	209	272
净利润	5	625	1187	1542
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4	625	1187	1542
EBITDA	524	1414	2217	2707
EPS (元)	0.00	0.30	0.58	0.75

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	5.2%	38.7%	35.3%	15.6%
营业利润	-97.4%	5972.8%	89.9%	29.9%
归属于母公司净利润	-99.3%	14650.6%	89.9%	29.9%
获利能力				
毛利率	8.5%	23.8%	29.5%	31.6%
净利率	0.1%	13.4%	18.8%	21.2%
ROE	0.1%	11.5%	18.0%	18.9%
ROIC	0.1%	5.1%	8.2%	10.2%
偿债能力				
资产负债率	68.8%	68.4%	65.1%	57.7%
净负债比率	73.06%	77.60%	77.22%	74.22%
流动比率	1.71	1.04	1.10	1.57
速动比率	1.63	1.00	1.05	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.30	0.35	0.38
应收账款周转率	11	12	12	11
应付账款周转率	17.60	13.15	14.80	13.70
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.00	0.30	0.58	0.75
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.09	0.39	0.60	0.94
每股净资产 (最新摊薄)	2.12	2.64	3.21	3.96
估值比率				
P/E	2037.4	17.62	9.28	7.14

6

其他	605	-231	-132	-165	P/B	1.99	2.03	1.67	1.35
现金净增加额	-269	96	-32	11	EV/EBITDA	30	11	7	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	4658	6304	7289
同比(%)	5%	39%	35%	16%
归属母公司净利润	4	625	1187	1542
同比(%)	-99%	14651%	90%	30%
毛利率(%)	8.5%	23.8%	29.5%	31.6%
ROE(%)	0.1%	11.5%	18.0%	18.9%
每股收益(元)	0.00	0.30	0.58	0.75
P/E	2037.4	17.62	9.28	7.14
P/B	1.99	2.03	1.67	1.35
EV/EBITDA	30	11	7	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：市场表现在一5%~+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。