

## 长航油运 (600087)

### 控股股东增持传达其对油轮市场信心

#### ——控股股东增持点评

|            |                 |   |                 |
|------------|-----------------|---|-----------------|
| ✍          | 齐艳莉             | ✍ | 马哲峰             |
| ☎          | 86-22-2845 1625 | ☎ | 86-10-5836 2779 |
| SAC 执业证书编号 | S1150207120103  |   |                 |
| ✉          | qyl@bhq.com     | ✉ | mazf@bhq.com    |

#### 本报告导读:

- 控股股东拟启动2亿元增持上市公司股票;
- 定向增发短期内将实施, 继续看好油轮运费走势;

#### 投资要点:

- 公司 7 月 14 日晚间披露了控股股东增持上市公司股份的公告。公告大致内容如下: 第一, 南京油运于 2010 年 7 月 13 日、14 日通过上海证券交易所证券交易系统增持本公司股份 2,000,000 股, 增持股份占总股本的约 0.12%, 增持后南京油运持有上市公司的股本占总股本的比例为 49.3%; 第二, 控股股东南京油运拟在未来 6 个月内 (自本次增持之日起算) 继续通过上海证券交易所证券交易系统增持本公司股份, 后续增持拟动用资金不超过人民币 20,000 万元, 增持价格不高于 6.80 元/股, 累计增持比例不超过公司总股本的 2% (含本次已增持部分)。南京油运承诺, 后续增持计划实施期间及法定期限内不减持其所持有的本公司股份。
- 之前的 5 月中旬, 上市公司高管通过二级市场购买公司股票共计 568900 股, 成交价格 5.37-5.5 元之间; 此外, 上市公司 2009 年 12 月份披露了公司向特定对象非公开发行股票的议案, 核心内容为向特定对象非公开发行 20000-60000 万股, 其中, 南京油运承诺以现金认购不低于本次非公开发行数量的 50%, 发行价格不低于 5.63 元/股, 募集资金 25 亿元, 而公司 7 月 14 日二级市场收盘价格仅为 4.93 元, 明显低于公司计划的定向增发价, 且此次公告披露的“增持价格不高于 6.8 元/股”基本按照 5.63 元每股上浮 20% 制定, 考虑到定向增发已即将进行, 此时控股股东的增持首先对外传达了其对目前二级市场价格不能反映公司内在价值的观点, 其次反映了其不愿修改增发价和保驾定向增发的态度, 提示未来增发可能带来的交易性机会;
- 2010 年以来, 公司股价一路下滑, 除市场系统风险之外, 公司主力船型之一 MR 运费的低迷也是原因之一, 但是 2010 年至今 VLCC 市场实际发生的运费水平甚至好于之前市场最为乐观的预期, MR 运费二季度开始也出现了好转; 对于下半年, 我们认为 VLCC 4 季度的旺季尚未到来, 全年运费平均水平很有可能超预期, MR 目前看受三季度美国汽油消费旺季的到来预期将持续好转, 且公司 MR 的很大一部分运力用于内贸及海进江业务, 该部分运费明显高于目前市场水平, 且较为固定, 可以缓冲一部分市场风险 (1 季度实际做到的平均 TCE 约 15200 美元/天); 对于 2011 年尽管目前市场认为 VLCC 运力增速对运费上涨产生的压力比较大, 但我们认为, 实际发生的运力增速很有可能低于市场当下的预期, 而 MR 运力的增速在 2011 年将放缓; 基于以上考虑, 我们不调整对于 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31、0.39 和 0.51 元的盈利预测, 对应 PE 分别为 16.1、12.6 和 9.1 倍, 如果公司以 5.63 元每股定向增发, 2010-2011 年摊薄后的 EPS 对应的 PE 为 21 和 16 倍, 继续给予买入评级;
- 风险提示: 运费未达预期, 市场系统性风险等;

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A  | 2009A   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 主营收入        | 3,192  | 3,359   | 4,192  | 5,487  | 6,355  |
| (+/-)%      | 55%    | 5%      | 25%    | 31%    | 16%    |
| 经营利润 (EBIT) | 544    | 111     | 777    | 1026   | 1355   |
| (+/-)%      | 20%    | -80%    | 600%   | 32%    | 32%    |
| 净利润         | 596    | 4       | 494    | 629    | 874    |
| (+/-)%      | 70%    | -99%    | 11564% | 27%    | 39%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.370  | 0.003   | 0.3068 | 0.3906 | 0.5429 |
| 利润率和估值指标    | 0.15   | 0.15    | 0.10   | 0.00   | 0.00   |
| 销售毛利率 (%)   | 2008A  | 2009A   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| ROE (%)     | 22.85% | 8.55%   | 23.30% | 23.48% | 26.10% |
| ROIC (%)    | 13.15% | 0.10%   | 10.08% | 11.36% | 13.63% |
| PE          | 4.08%  | 0.07%   | 3.88%  | 4.60%  | 5.64%  |
| PB          | 13.43  | 1889.21 | 16.20  | 12.72  | 9.15   |
| EV/EBITDA   | 1.77   | 1.83    | 1.63   | 1.45   | 1.25   |

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

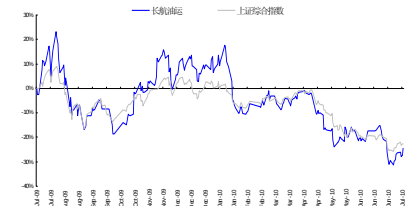
¥ 7.00

当前价格:

¥ 4.97

2010.7.15

#### 最近一年内长航油运股价与上证综指走势



#### 公司简介

前身为南京油运股份有限公司, 2007 年通过资产重组和定向增发, 实现由长江油运向海上油运的战略转型, 公司控股股东为南京长江油运公司 (持股 49.18%), 实际控制人为中外运长航集团。主营业务为原油、成品油以及特种品运输。

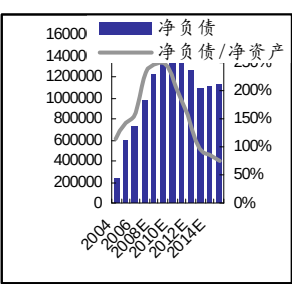
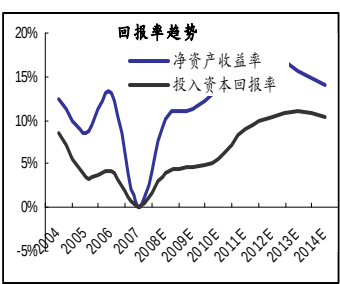
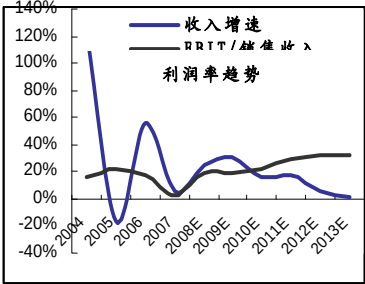
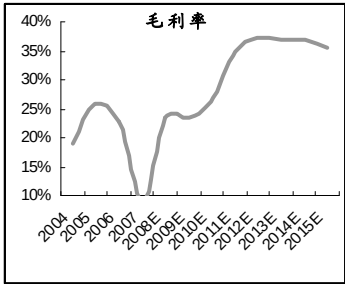
#### 相关报告

| 资产负债表        | 2008A        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 利润表（百万元）    | 2008A        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金         | 1452         | 1164         | 1258         | 1646         | 1906         | 营业收入        | 3192         | 3359         | 4192         | 5487         | 6355         |
| 应收票据         | 43           | 20           | 41           | 53           | 62           | 营业成本        | 2463         | 3072         | 3215         | 4199         | 4696         |
| 应收账款         | 296          | 334          | 417          | 546          | 633          | 营业税金及附加     | 42           | 47           | 58           | 76           | 88           |
| 预付款项         | 1946         | 2395         | 2781         | 3285         | 3849         | 销售费用        | 40           | 36           | 45           | 59           | 69           |
| 其他应收款        | 37           | 30           | 37           | 49           | 57           | 管理费用        | 103          | 93           | 96           | 126          | 146          |
| 存货           | 79           | 194          | 153          | 200          | 224          | 财务费用        | 90           | 85           | 139          | 214          | 227          |
| 其他流动资产       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失      | 2            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资       | 46           | 0            | 0            | 0            | 0            | 投资收益        | 6            | -14          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产         | 4106         | 7122         | 9459         | 11234        | 12441        | 汇兑收益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程         | 3812         | 2758         | 2879         | 2440         | 1970         | 营业利润        | 458          | 12           | 638          | 812          | 1128         |
| 工程物资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 营业外收支净额     | 234          | 43           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产         | 4            | 0            | 0            | 0            | 0            | 税前利润        | 692          | 55           | 638          | 812          | 1128         |
| 长期待摊费用       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 减：所得税       | 106          | 51           | 140          | 179          | 248          |
| 资产总计         | 11836        | 14019        | 17026        | 19454        | 21142        | 净利润         | 586          | 5            | 497          | 633          | 880          |
| 短期借款         | 408          | 478          | 2521         | 3704         | 4168         | 归属于母公司的净利润  | 596          | 4            | 494          | 629          | 874          |
| 应付票据         | 0            | 0            | 352          | 460          | 257          | 少数股东损益      | -10          | 0            | 3            | 4            | 6            |
| 应付账款         | 60           | 289          | 134          | 202          | 243          | 基本每股收益      | 0.37         | 0.00         | 0.31         | 0.39         | 0.54         |
| 预收款项         | 1            | 268          | 601          | 1037         | 1542         | 稀释每股收益      | 0.37         | 0.00         | 0.31         | 0.39         | 0.54         |
| 应付职工薪酬       | 4            | 10           | 10           | 10           | 10           | <b>财务指标</b> | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 应交税费         | 49           | 28           | 0            | 0            | 0            | <b>成长性</b>  | 55.2%        | 5.2%         | 24.8%        | 30.9%        | 15.8%        |
| 其他应付款        | 358          | 11           | 11           | 11           | 11           | 营收增长率       | 19.9%        | -79.6%       | 600.5%       | 32.1%        | 32.1%        |
| 其他流动负债       | 0            | 0            | 0            | 1            | 1            | EBIT 增长率    | 70.4%        | -99.3%       | 11563.6%     | 27.3%        | 39.0%        |
| 长期借款         | 4350         | 5269         | 5269         | 5269         | 5269         | 净利润增长率      |              |              |              |              |              |
| 负债合计         | 7302         | 9649         | 12123        | 13918        | 14725        | <b>盈利性</b>  | 22.8%        | 8.5%         | 23.3%        | 23.5%        | 26.1%        |
| 股东权益合计       | 4534         | 4370         | 4903         | 5537         | 6417         | 销售毛利率       | 18.7%        | 0.1%         | 11.8%        | 11.5%        | 13.8%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | 销售净利率       | 13.1%        | 0.1%         | 10.1%        | 11.4%        | 13.6%        |
| 净利润          | 586          | 5            | 497          | 633          | 880          | ROE         | 4.08%        | 0.07%        | 3.88%        | 4.60%        | 5.64%        |
| 折旧与摊销        | 336          | 427          | 543          | 665          | 763          | ROIC        |              |              |              |              |              |
| 经营活动现金流      | -395         | -179         | 1154         | 1420         | 1523         | <b>估值倍数</b> | 13.4         | 1889.2       | 16.2         | 12.7         | 9.2          |
| 投资活动现金流      | -1138        | -1683        | -3000        | -2000        | -1500        | PE          | 2.5          | 2.4          | 1.9          | 1.5          | 1.3          |
| 融资活动现金流      | 1428         | 1593         | 1940         | 968          | 237          | P/S         | 1.77         | 1.83         | 1.63         | 1.45         | 1.25         |
| 现金净变动        | -105         | -269         | 94           | 388          | 260          | P/B         | 3.0%         | 3.0%         | 2.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 期初现金余额       | 1577         | 1452         | 1164         | 1258         | 1646         | 股息收益率       | 15.2         | 27.7         | 12.8         | 10.4         | 8.4          |
| 期末现金余额       | 1471         | 1183         | 1258         | 1646         | 1906         | EV/EBITDA   | 55.2%        | 5.2%         | 24.8%        | 30.9%        | 15.8%        |

|         | 2009A     | 2010E     | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|---------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EBIT    | 11088.5   | 77672.7   | 102620.8 | 135542.5 | 186707.3 | 216098.9 | 219427.6 | 222819.6 | 214931.7 | 207676.1 | 204495.0 |
| 所得税     | 91.75%    | 22.00%    | 22.00%   | 22.00%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   |
| NOPLAT  | 914.9     | 60584.7   | 80044.2  | 105723.2 | 140030.5 | 162074.1 | 164570.7 | 167114.7 | 161198.8 | 155757.1 | 153371.3 |
| 营运资金净变动 | -45044.9  | 4628.4    | -9146.1  | -34684.7 | -19534.9 | -8998.7  | -768.1   | -1504.8  | -1598.1  | -3696.9  | -5149.8  |
| 资本支出    | -196246   | -300000   | -200000  | -150000  | -45000   | -18000   | -16200   | -14580   | -13122   | -11810   | -10629   |
| 自由现金流   | -197704.3 | -180530.9 | -62647.8 | -2658.4  | 157848.2 | 220902.9 | 235572.5 | 240435.3 | 236930.1 | 231519.9 | 229537.0 |

|         |            |         |       |
|---------|------------|---------|-------|
| WACC    | 8.90%      | Ke      | 12.5% |
| 永续增长率   | 2.00%      | Kd      | 4.6%  |
| 终值      | 116341.6   | t       | 22%   |
| 企业价值    | 2499950.8  | Rf      | 3%    |
| 非核心资产价值 | 125763.4   | E(Rm)   | 0.1   |
| 债务价值    | 1097459.43 | Rm - Rf | 7%    |
| 股权价值    | 1402491.3  | D/A     | 57.8% |
| 股本      | 161066.07  | E/A     | 42.2% |
| 每股价值    | 8.71       | Beta    | 1.35  |

| 估值   |        | g     |       |       |       |       |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        | 1.00% | 1.50% | 2.00% | 2.50% | 3.00% |
| WACC | 7.40%  | 9.24  | 10.20 | 11.33 | 12.70 | 14.39 |
|      | 7.90%  | 7.82  | 8.61  | 9.53  | 10.62 | 11.93 |
|      | 8.40%  | 6.61  | 7.26  | 8.01  | 8.89  | 9.93  |
|      | 8.90%  | 5.55  | 6.10  | 6.72  | 7.44  | 8.28  |
|      | 9.40%  | 4.63  | 5.08  | 5.61  | 6.20  | 6.89  |
|      | 9.90%  | 3.81  | 4.20  | 4.64  | 5.14  | 5.71  |
|      | 10.40% | 3.08  | 3.41  | 3.79  | 4.21  | 4.69  |



#### 渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5% ~ 5%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

#### 渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**1.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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。2.本报告 PDF 统一由郭靖制作。

## 渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131  
13512060965  
[loyalbright@yahoo.com.cn](mailto:loyalbright@yahoo.com.cn)

谢晓冬 022-28451849  
13820872805  
[actionfish@live.cn](mailto:actionfish@live.cn)

## 渤海证券研究所

天津  
天津市河西区宾水道三号  
邮政编码: 300061  
电话: (022) 28451888  
传真: (022) 28451615

北京  
北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602  
邮政编码: 100032  
电话: (010) 58362786  
传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)