

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 韩轶超 (8621) 68751772 hanyu@cjsc.com.cn

VLCC 租金水平环比回落，业绩环比下降

事件描述

长航油运公布 2010 年中报：

- 公司上半年实现收入 21.53 亿，同比增长 40.52%，实现净利润 1.16 亿，同比增长 490.29%，EPS 为 0.07 元，去年同期为 0.01 元。
- 环比看，营业收入 2 季度与 1 季度接近，但成本环比 1 季度增加 5000 万，导致毛利率环比下降-4.02 个百分点。这使得公司 2 季度利润环比下滑 58%。1 季度单季度 EPS 为 0.05 元；但 2 季度单季度仅 0.02 元。
- 上半年 VLCC 实现租金水平 44362 美元/天，同比上升 31%。但公司一季度实现租金水平约 51000 美元/天，这说明 2 季度 VLCC 租金水平环比回落明显，预计实现租金水平仅 40000 美元/天，比市场 2 季度租金水平低 10% 左右。这是公司业绩低于预期的主要原因。同时 2 季度 MR 实现租金水平也环比回落，1 季度为 15200 美元/天，但上半年仅 14658 美元/天。
- 由于季节性原因，预期 4 季度油轮运价出现反弹；但对于 2011 年，由于供给增速预计高于需求增速，我们判断运价上涨存在压力。
- 我们暂时维持 VLCC 租金水平全年 45000 美元/天不变，我们下调 MR 租金水平至 17000 美元/天，这样将 2010 年 EPS 预测下调为 0.20 元。考虑到预期 4 季度油轮运价出现反弹，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，实现运价环比下滑，运营成本环比上升，使得利润环比下滑

公司上半年实现收入 21.53 亿，同比增长 40.52%，营业成本 17.93 亿，同比增长 33.54%，毛利率为 16.75%，同比上升 4.53 个百分点，实现净利润 1.16 亿，同比增长 490.29%，EPS 为 0.07 元，去年同期为 0.01 元。

从单季度业绩来看，公司二季度收入同比和环比分别增长 49.94% 和 0.55%，营业成本同比和环比分别增长 40.02% 和 5.76%，毛利率同比和环比分别增长 6.04 和 -4.02 个百分点。单季度实现 EPS 为 0.02 元，去年同期为 -0.02 元，今年一季度为 0.05 元。

二季度业绩环比下降的原因在于：1) 营业收入环比基本持平，虽然 2 季度有效运力略增加，但公司实现租金水平环比回落。2) 营业成本比 1 季度环比增加 5000 万；主要由于新船投放，折旧成本增加。3) 财务费用环比增长 1000 多万元，主要由于短期借款环比一季度增长 40.8%，长期借款环比一季度增长 34.05%。

上半年，公司完成货运量 2353.15 万吨，周转量 993.87 亿吨千米，同比分别增长 28% 和 40%。

表 1：长航油运半年度业绩

	2010H1	2009H1	同比
营业收入	2153.30	1532.42	40.52%
营业成本	1792.68	1342.43	33.54%
毛利率 (%)	16.75%	12.40%	4.35%
销售费用	7.05	18.78	-62.46%
管理费用	40.64	49.23	-17.44%
财务费用	137.07	73.38	86.79%
投资净收益	0.00	-2.67	-100.00%
营业利润	147.87	24.89	494.08%
归属于母公司所有者的净利润	115.76	19.61	490.29%
EPS	0.072	0.012	499.17%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2：长航油运单季度业绩

	2010Q2	同比	环比	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
营业收入	1079.60	49.94%	0.55%	1073.70	1046.85	779.42	720.04	812.38
营业成本	921.43	40.02%	5.76%	871.25	1013.10	716.07	658.05	684.38
毛利率 (%)	14.65%	6.04%	-4.20%	18.86%	3.22%	8.13%	8.61%	15.76%
销售费用	3.21	-60.53%	-16.43%	3.84	9.25	8.33	8.13	10.65
管理费用	21.01	-22.88%	7.05%	19.63	22.34	21.59	27.25	21.98
财务费用	74.19	68.46%	17.98%	62.88	-31.99	43.65	44.04	29.33
投资净收益	0.00	-100.00%		0.00	-5.00	-6.20	-2.67	0.00
营业利润	46.64	-252.45%	-53.93%	101.23	15.55	-28.33	-30.59	55.47
归属于母公司所有者的净利润	34.31	-217.61%	-57.88%	81.45	2.31	-17.68	-29.17	48.79
EPS	0.02	-218.33%	-57.91%	0.051	0.001	-0.011	-0.018	0.030

资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，VLCC 租金水平同比上升，但环比回落幅度大于市场

1) VLCC 市场：上半年 VLCC 实现租金水平 44362 美元/天，同比上升 31%。但公司一季度实现租金水平约 51000 美元/天，这说明 2 季度 VLCC 租金水平环比回落明显。一季度中东-日本 26 万吨级原油运输航线 TD3 指数平均为

WS90.17 点，二季度 TD3 指数平均为 WS87.95，环比下降 2.46%。公司实现租金水平环比回落幅度大于市场，主要原因在于公司几次签约正好在市场低点。截止目前，三季度 TD3 指数平均为 WS53.63。预计三季度公司实现租金水平还将环比下降。

2) MR 运输市场：上半年 MR 船队平均 TCE 为 14658 美元/天，较去年同期减少 11.39%。同时 2 季度 MR 实现租金水平也环比回落，1 季度为 15200 美元/天，表明 2 季度 MR 实现租金水平也环比回落。由于公司 MR 船队为内外贸兼营，所以经营情况优于市场平均水平。目前 MR 内贸盈利，租金水平约 17000 美元/天；但外贸租金水平仅 11000 美元/天左右，在保本点之下。

以新加坡-日本 3 万吨级成品油运输航线 TC4 指数为例，一季度指数平均为 WS138.96 点，二季度指数平均为 WS135.36，环比下降 2.59%。截止目前，三季度 TC4 指数平均为 WS127.82。

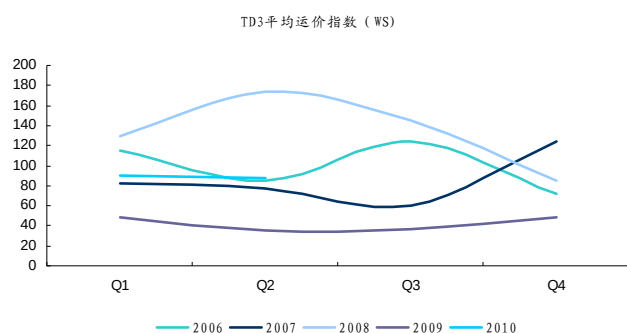
3) 燃料油市场：二季度燃油价格环比基本持平。以新加坡 CST380 为例，一季度燃油平均价格约为 462 美元/吨，二季度燃油平均价格则为 456 美元/吨，环比下降了 1.3%。三季度截止目前，燃油平均价格为 445 美元/吨，如果油价不出现大幅波动，预计三季度燃油成本可环比略降。

表 3: TD3 (中东-日本 26 万吨级原油) 和 TC4 (新加坡-日本 3 万吨级成品油) 季度平均运价指数变化

		2006	2007	2008	2009	2010
TD3	Q1	115.38	81.92	129.21	48.02	90.17
	Q2	85.08	77.09	173.48	35.58	87.95
	Q3	124.71	60.16	145.67	35.98	
	Q4	71.79	123.83	85.14	48.09	
TC4	Q1	301.56	216.41	228.81	100.91	138.96
	Q2	264.57	217.72	210.39	69.19	135.36
	Q3	304.38	223.71	313.79	79.82	
	Q4	218.75	222.12	211.75	104.26	

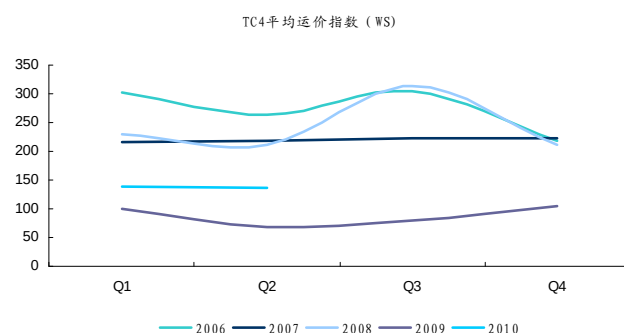
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 1: TD3 航线运费指数 WS 季度变化图



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 2: TC4 航线运费指数 WS 季度变化图



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 3: 2010 年 CST380 燃油价格



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第三，公司非公开发行获批，增发缓解资金压力

截止二季度末，公司资产负债率为 70.87%，目前拥有现金 12.84 亿元，但公司长期贷款为 70.63 亿元，环比增长 34.05%，短期借款 6.73 亿元，环比增长 40.8%。

公司今年有 31 亿左右的资本支出，资本支出压力是公司一直面临的问题。公司于 8 月 16 日公告获批非公开发行 A 股，预计公司采用非公开增发方式募集资金约 20 亿，以 5% 的利率水平计算，每年可以减少约 1 亿的利息支出，缓解资本开支压力。但增发增加股本，对业绩形成摊薄。

第四，下半年运力投放加速

上半年公司新增运力 4 艘（包括 1 艘 VLCC、2 艘 MR、1 艘特种品船），约 40 万载重吨。下半年公司将有 10 艘船舶计划交付，新增运力 112 万载重吨，其中 VLCC3 艘，MR4 艘，化学品船 2 艘，沿海油轮 1 艘。

VLCC: 目前拥有 6 艘。2010-2012 年底公司拥有 VLCC 将分别为 9、14、16 艘。

MR: 目前拥有 29+1 艘（其中 1 艘为短期租入），至今年年底，MR 船舶全部交付完毕，总艘数达到 33+1 艘。

2010-2012 年公司总运力分别为 591、684、747 万吨；分别增长 57%、16% 和 9%。

表 4: 长航油运运力变化情况 (艘)

船别	方式	2008 年底	2009 年底	2010 年底	2011 年底	2012 年底
MR	自有	12	17	23	23	23
	期租	8	10	10	10	10
VLCC	自有	0	2	3	3	3
	期租	1	3	6	9	11
其他		13	13	14	17	17
特种		24	24	27	28	28
总计		58	69	83	90	92

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部,

表 5: 长航油运运力变化情况 (万吨)

船别	方式	2008 年底	2009 年底	2010 年底	2011 年底	2012 年底
MR	自有	55.2	90.8	119.6	119.6	119.6
	期租	37.4	47.2	47.2	47.2	47.2
VLCC	自有	0	59.4	148.5	148.5	148.5
	期租	29.7	118.8	207.9	300.8	364
其他		50.23	50.23	55.23	55.23	55.23
特种		10.11	10.61	12.81	12.81	12.81
总计		182.64	377.04	591.24	684.14	747.34

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部,

第五, 4 季度油轮市场现季节性反弹, 但中期运价上涨存在压力。

由于油轮市场季节性特征, 我们预期 4 季度油轮运价将出现明显反弹。但中期来看, 我们认为行业运价上涨存在压力。

按照目前的油轮运力和订单量, 假设单壳油轮在 2013 年底完全退出市场, 2010 年下半年-2013 年拆解比例分别为 35%、45%、15%、5%; 双壳油轮正常交付 (30%的订单推迟, 其中 10%订单被取消, 剩余 20%订单到下一年交付, 双壳油轮年拆解率为 0%), 2010-2013 年油轮的运力增速分别为 0.64%、7.05%、4.42%和 0.01%。

其中: VLCC 的增速 2010-2013 年分别为-0.65%、9.3%、6.04%和 0.01%。目前, 单壳 VLCC 有 51 艘, 但 2010 到年底, 2011-2014 年分别的交付量为 45、96、34、9、1 艘。

Suezmax 的增速 2010-2013 年分别为 1.06%、10.3%、7.48%和 1.33%。

Aframax 的增速 2010-2013 年分别为 2.06%、4.48%、2.40%和-0.13%。

Panamax 的增速 2010-2013 年分别为-0.33%、7.09%、2.44%和-0.96%。

Handysize 的增速 2010-2013 年分别为 1.76%、3.22%、2.2%和-0.88%。

分船型看, 在 2010 年 VLCC 净增运力幅度最小, 但在 2011-2012 年运力增速提高, 若需求端不能有明显增长, 则运价上涨存在压力; 反而 Handy 型船在 2010 年运力增幅较高, 但之后运力增速相对大船型偏低。我们预期未来原油运价上涨存在压力, 但成品油市场表现反倒相对较好, 这将与 2010 年原油强, 成品油弱的形势反过来。

表 6: 全球油轮运力预测

	2007A	2008A	2009A	2010 YTD	2010E	2011E	2012E	2013E
油轮 (百万 Dwt)	384.7	406.60028	435.57868	447.3	438.4	469.2	490.0	490.0
YoY		5.69%	7.13%		0.64%	7.05%	4.42%	0.01%
VLCC	147.8	153.3	161.8	165.7	160.8	175.7	186.3	186.3
YoY		3.72%	5.54%		-0.65%	9.30%	6.04%	0.01%
Suezmax	55.1	55.7	60.4	62.8	61.0	67.3	72.4	73.3
YoY		1.09%	8.44%		1.06%	10.33%	7.48%	1.33%
Aframax	76.5	81.1	87.7	90.8	89.5	93.7	95.9	95.8
YoY		6.01%	8.14%		2.06%	4.68%	2.40%	-0.13%
Panamax	23.9	26.1	27.6	28.1	27.5	29.5	30.2	30.5
YoY		9.21%	5.75%		-0.33%	7.09%	2.44%	0.96%
Handysize	81.4	90.2	97.8	100	99.5	102.7	105.0	104.1
YoY		10.81%	8.43%		1.76%	3.22%	2.20%	-0.88%

资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

第六, 盈利预测与评级

假定 2010 年 VLCC 实现租金水平 45000 美元/天, 与 1 季度我们预期一致; 但 MR 实现租金水平低于我们预期, 我们下调 MR 租金水平至 17000 美元/天, 这样将 2010 年 EPS 预测下调为 0.20 元。现有预测暂无考虑未来增发完成对业绩的摊薄。2010 年业绩敏感性分析见表 7。

从历史规律看, 一般在 11-12 月运价都会出现大幅度的反弹。由于预期 4 季度运价出现反弹, 我们认为在 4 季度股价存在表现机会。维持“推荐”评级。

表 7: 2010 年长航油运业绩敏感性测算

		VLCC: TCE(美元/天)				
		40,000	43,000	45,000	47,000	50,000
MR: TCE(美元/ 天)	15,000	0.114	0.131	0.142	0.152	0.169
	16,000	0.142	0.159	0.170	0.180	0.197
	17,000	0.170	0.187	0.198	0.208	0.225
	18,000	0.198	0.215	0.226	0.236	0.253
	19,000	0.226	0.243	0.254	0.264	0.281

资料来源: 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3359	4033	5840	6606	货币资金	1164	1613	2336	2642
营业成本	3072	3245	4627	5209	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	287	788	1212	1397	应收账款	364	434	629	711
% 营业收入	8.5%	19.5%	20.8%	21.2%	存货	194	201	286	322
营业税金及附加	47	56	81	92	预付账款	2395	2526	3601	4053
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	36	44	64	73	流动资产合计	4137	4798	6887	7768
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	93	113	164	185	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	85	187	241	268	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.5%	4.6%	4.1%	4.1%	固定资产合计	9881	12529	13969	14121
资产减值损失	-2	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-14	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	14	388	662	780	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	9.6%	11.3%	11.8%	资产总计	14019	17326	20856	21889
营业外收支	43	40	40	40	短期贷款	1781	3223	5978	6350
利润总额	55	428	702	820	应付款项	289	304	433	488
% 营业收入	1.6%	10.6%	12.0%	12.4%	预收账款	268	323	467	528
所得税费用	51	107	175	205	应付职工薪酬	10	10	14	15
净利润	5	321	526	615	应交税费	28	47	74	86
归属于母公司所有者的净利润	4.2	318.2	522.2	610.2	其他流动负债	48	50	72	81
少数股东损益	0	3	4	5	流动负债合计	2423	3957	7038	7548
EPS (元/股)	0.00	0.20	0.32	0.38	长期借款	5269	6769	6769	6769
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-179	881	346	1160	其他非流动负债	1958	1958	1958	1958
取得投资收益					负债合计	9649	12683	15765	16274
收回现金	8	0	0	0	归属于母公司	4347	4618	5061	5580
长期股权投资	30	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	23	25	30	34
固定资产投资	-1867	-3140	-2058	-866	股东权益	4370	4643	5091	5614
其他	154	0	0	0	负债及股东权益	14019	17326	20856	21889
投资活动现金流净额	-1683	-3140	-2058	-866	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.003	0.198	0.324	0.379
银行贷款增加 (减少)	1279	2943	2755	372	BVPS	2.70	2.87	3.14	3.46
筹资成本	576	-234	-320	-359	PE	#####	30.12	18.35	15.71
其他	-262	0	0	0	PEG	5.33	0.07	0.04	0.04
筹资活动现金流净额	1593	2708	2435	12	PB	2.20	2.08	1.89	1.72
现金净流量	-269	449	723	306	EV/EBITDA	29.42	16.84	13.14	11.38
					ROE	0.1%	6.9%	10.3%	10.9%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。