

运价环比下滑及财务压力激增，中期业绩低于预期

长航油运（600087）

评级：增持（下调）

中报点评

2010年8月18日 星期三

航运港口行业

张辉

010-59707111

zhangh@longone.com.cn

执业证书编号：S0630210010146

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

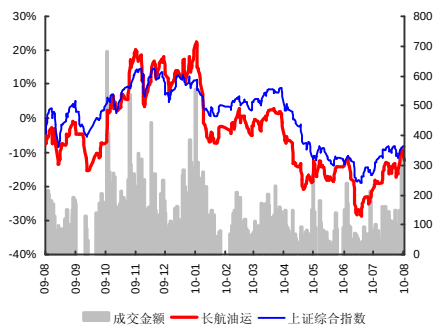
重要数据

总股本(亿股)	16.11
流通股本(亿股)	8.24
总市值(亿元)	95.85
流通市值(亿元)	49.03

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	15.09	4.89
3个月	11.01	6.70
6个月	-7.32	4.10

个股相对上证综指走势图



相关报告：

1、《盈利底部已现，投资的机会大于风险》 2009.10.20

2、《业绩改善预期强，股价风险已释放》 2010.02.09

3、《高管增持提振市场信心》 2010.05.17

投资要点

- q 中期业绩低于预期。**上半年公司实现营业收入 21.5 亿元，同比增长 40.5%；营业利润 1.5 亿元，同比增长 494.2%；净利润 1.2 亿元，同比增长 490.2%；基本每股收益 0.072 元。从二季度情况看，单季 EPS0.021 元，环比下降近 60%，若不考虑年初折旧政策调整影响实为亏损，低于市场预期。
- q 上半年原油运输市场升温明显，成品油运输市场持续低迷。**受单壳油轮拆解加速及中国大量进口原油刺激，今年上半年以 VLCC 为代表的大型油轮运价表现良好，TD3 日期租为 4.75 万美元，同比增长 66%；成品油运价则因运力过剩压力持续低迷，MR 油轮 TC7 日期租仅有 8790 美元，同比下降 21%，低于行业保本点。由于公司 VLCC 正处于投放期规模尚未成型，而 MR 基本投放到位，致使上半年业绩改善幅度有限。
- q 远洋油运经营经验尚存不足致使回报偏低，内贸油运相对稳定。**由于公司此前主要从事长江油运，对远洋 VLCC 运输运营经验尚浅，上半年实现的平均运价低于航线均值 3000 美元/天，这也是中期业绩低于预期的原因之一。内贸油运因市场运价波动较小，公司收益较好，保证了整个 MR 船队实现盈利。
- q 财务压力逐步显现。**公司较激进的造船计划适逢市场低位运行，由此而产生的财务压力正日趋显现。上半年公司财务费用达到 1.37 亿元，同比增长 87%。在不考虑非公开发行的前提下，公司未来财务压力将日趋显著。
- q 对公司未来经营谨慎乐观。**四季度是油运行业的传统旺季，也是单壳船淘汰大限之日，我们看好四季度市场运价反弹及相应的公司业绩回升。至于市场担忧的明后年运力供给压力，我们并不悲观，理由在于：1、油运业已经历 2 年左右的微利时代，在其他子行业均回暖的背景下继续恶化可能不大；2、今年以来运价未能走出超预期行情的重要原因在于国际油价不温不火，但基于通胀预期长期存在的事实，我们对后市仍有信心。
- q 下调盈利预测及投资评级，但长期继续看好公司价值。**在不考虑增发背景下，由于中报业绩低于预期，我们向下修正对公司 2010-2012 年的 EPS 预

测至 0.18 元、0.29 元和 0.39 元。目前股价对应的近两年动态 PE 仍处于行业中相对偏高的位置，同时考虑到近期股价已有一定反弹，我们下调其投资评级至增持。当然，考虑到最近 3 个月内公司高管及控股股东的持续增持以及目前股价仅略高于增发价的事实，我们认为其依然具备较好的长期投资价值，建议长期投资者重点关注。

q 风险提示。1) 全球经济二次探底引发的石油需求下滑；2) 特定事件爆发致使油价大幅下跌；3) A 股市场系统性风险。

表1. 长航油运利润预测表 (单位: 万元)

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
一、营业总收入	319,200	335,869	457,328	606,217	751,705
营业收入	319,200	335,869	457,328	606,217	751,705
二、营业总成本	274,034	333,271	417,793	544,588	668,601
营业成本	246,273	307,160	376,405	493,666	612,223
营业税金及附加	4,239	4,668	5,945	7,881	9,772
销售费用	3,964	3,637	1,601	1,819	1,879
管理费用	10,334	9,316	9,147	9,699	10,148
财务费用	9,001	8,504	24,696	31,523	34,578
资产减值损失	223	-13	0	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	620	-1,387	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	45,787	1,211	39,535	61,629	83,105
加: 营业外收入	23,534	5,133	0	0	0
减: 营业外支出	133	808	0	0	0
五、利润总额	69,187	5,537	39,535	61,629	83,105
减: 所得税	10,567	5,080	9,884	15,407	20,776
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
六、净利润	58,621	457	29,651	46,222	62,329
减: 少数股东损益	-985	33	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	59,606	424	29,651	46,222	62,329
七、每股收益 (元)	0.37	0.00	0.18	0.29	0.39

资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

重点跟踪公司: A 股港口航运类上市公司, 包括中国远洋, 中海发展, 中远航运, 长航油运, 招商轮船, 中海集运, 深赤湾 A、日照港、盐田港等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122