

湘财证券研究所
交通运输研究小组

刘正

执业资格证书编码:

S0500209120261

Tel: 021-68634510-8056

E-Mail: lz2941@xcsc.com

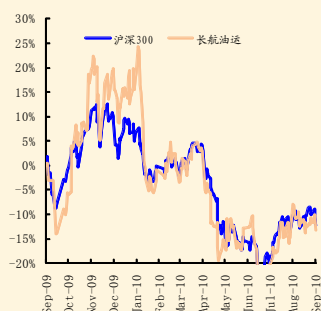
刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: ljy2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	5.62
目标价格	
52周波动区间	8.15
	4.61
流通A股(亿股)	8.24
总市值(亿元)	90.52
日均成交量(百万股)	6.74

最近一年股价表现

投资要点
□ 三季度 VLCC 的 TCE 水平显著下降, 施压业绩

我们认为长航油运 3 季度业绩面临 2 大因素的共同作用: 一是市场 3 季度 VLCC 的 TCE 只有 2.2 万美元/天, 远低于上半年 5.5 万美元的水平, 由此判断公司 3 季度 6 艘 VLCC 船队的收入环比 2 季度下降 0.7 亿元左右; 二是 180# 和 380# 燃油价格 3 季度下降 4%, 成本压力有所缓解。此外, 公司 MR 船队的盈利水平与 2 季度相当或略有提高。我们综合判断 3 季度业绩受到 VLCC 收益下滑的负面影响最大。

□ 调降 2010 年业绩预测, 但看好 2011-12 年业绩增长

考虑到 3 季度 VLCC 市场较差的表现, 我们预测公司 3 季度每股收益为 0.01 元, 处于盈亏平衡。而 4 季度料油运市场将会有所回暖, VLCC 的 TCE 将上升 2-3 万美元/天, 业绩也将随之好转。我们调降 2010 年全年业绩预测 15% 至每股收益 0.13 元, 但基本维持 2011 年摊薄后 0.19 元预测以及调升 2011 年至 0.34 元。

□ 决定再新造 2 艘 32 万吨级 VLCC, 凸显低位发展 VLCC 船队决心

长航油运 9 月中旬股东大会通过了新造 2 艘 32 万吨级 VLCC 两艘。当前时点是行业和船价相对低迷期, 此次投资决策表明公司: 1) 努力发展 VLCC 船队的决心; 2) 抓住一次抄底的机会, 因为单船建造成本不足 1 亿美元; 3) 改变 VLCC 船队发展规划中长期租船运力过高比例的状态。

□ 估值不具吸引力, 继续维持“中性”评级

我们在此前的油运行业研究报告中指出, 中国的油运业将面临较好的发展机遇, 而长航油运作为油运业主体之一也将受益于这一发展机遇。但当前的市场背景和自身发展时期公司业绩增长受限, 目前估值相对中海发展和招商轮船不具有优势, 仍维持“中性”评级。

□ 风险提示: 油运市场回暖超预期风险。
长航油运主要财务数据和估值表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,192	3,359	4,420	5,531	6,687
YOY%	54.29%	5.22%	31.59%	25.14%	20.90%
净利润(百万元)	586	5	206	387	697
YOY%	-30.94%	-99.30%	4400.24%	88.23%	80.06%
EPS(元)	0.37	0.00	0.13	0.19	0.34
P/E(X)	15	2,136	44	30	17
P/B(X)	2.01	2.08	1.97	1.21	1.12

表 1 长航油运 3 季度业绩预测 (单位: 百万元)

	2009. 1Q	2009. 2Q	2009. 3Q	2009. 4Q	2010. 1Q	2010. 2Q	2010. 3QE	2010. 4QE
一、营业收入	812	720	779	1047	1074	1080	1050	1216. 42
二、营业总成本	757	748	802	1026	972	1033	1025	1125
营业成本	684	658	716	1013	871	921	910	1010
营业税金及附加	11	11	12	14	15	13	13	19
销售费用	11	8	8	9	4	3	3	4
管理费用	22	27	22	22	20	21	21	22
财务费用	29	44	44	(32)	63	74	78	70
资产减值损失		(0)		(0)				
三、其他经营收益								
投资净收益		(3)	(6)	(5)				
四、营业利润	55	(31)	(28)	16	101	47	25	91
加: 营业外收入	2	19	9	20	0	0		
减: 营业外支出	0	0	0	7	0	0		
五、利润总额	57	(11)	(19)	29	101	47	25	91
减: 所得税	9	18	(2)	26	21	12	6. 25	22. 855
六、净利润	49	(30)	(17)	3	81	35	19	69
减: 少数股东损益	(0)	(0)	0	0	(1)	0	0	0. 5
归属于母公司所有者的净利润	49	(29)	(18)	2	81	34	19	68
每股收益	0. 030	(0. 018)	(0. 011)	0. 001	0. 051	0. 021	0. 012	0. 042

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

表 2 长航油运业绩单季同比和环比趋势

季度同比	2009. 1Q	2009. 2Q	2009. 3Q	2009. 4Q	2010. 1Q	2010. 2Q	2010. 3QE	2010. 4QE
一、营业收入	14. 21%	2. 16%	-8. 68%	9. 24%	32. 17%	49. 94%	34. 72%	16. 20%
二、营业总成本	36. 39%	24. 58%	7. 19%	22. 59%	28. 48%	38. 10%	27. 88%	9. 62%
营业成本	35. 70%	25. 38%	6. 22%	33. 41%	27. 31%	40. 02%	27. 08%	-0. 31%
营业税金及附加	0. 09%	24. 41%	7. 01%	11. 75%	40. 68%	23. 68%	9. 24%	39. 71%
销售费用	27. 85%	3. 70%	-31. 33%	-18. 43%	-63. 94%	-60. 52%	-63. 99%	-56. 76%
管理费用	20. 04%	17. 61%	-0. 42%	-44. 40%	-10. 69%	-22. 90%	-2. 73%	-1. 52%
财务费用	132. 41%	24. 13%	57. 41%	-325. 60%	114. 39%	68. 46%	78. 69%	-318. 82%
四、营业利润	-64. 61%	-128. 91%	-126. 80%	-87. 61%	82. 50%	-252. 47%	-188. 25%	487. 91%
五、利润总额	-83. 08%	-110. 16%	-115. 70%	-81. 33%	76. 25%	-508. 78%	-229. 53%	219. 87%
减：所得税	-76. 59%	-30. 18%	-108. 67%	35. 45%	136. 34%	-35. 19%	-397. 62%	-12. 03%
六、净利润	-83. 88%	-134. 32%	-117. 43%	-98. 06%	65. 42%	-217. 70%	-208. 95%	2537. 12%
减：少数股东损益	-97. 91%	-81. 99%	-141. 03%	-107. 84%	1283. 33%	-223. 68%	-58. 33%	72. 41%
归属于母公司所有者的净利润	-84. 01%	-133. 07%	-117. 70%	-98. 32%	66. 94%	-217. 62%	-204. 92%	2846. 54%
季度环比	2009. 1Q	2009. 2Q	2009. 3Q	2009. 4Q	2010. 1Q	2010. 2Q	2010. 3QE	2010. 4QE
一、营业收入	-15. 23%	-11. 37%	8. 25%	34. 31%	2. 56%	0. 55%	-2. 74%	15. 85%
二、营业总成本	-9. 59%	-1. 18%	7. 16%	28. 04%	-5. 25%	6. 22%	-0. 77%	9. 76%
营业成本	-9. 88%	-3. 85%	8. 82%	41. 48%	-14. 00%	5. 76%	-1. 24%	10. 99%
营业税金及附加	-13. 15%	0. 28%	12. 26%	14. 29%	9. 34%	-11. 84%	-0. 84%	46. 15%
销售费用	-6. 08%	-23. 66%	2. 46%	11. 04%	-58. 49%	-16. 41%	-6. 54%	33. 33%
管理费用	-45. 30%	23. 98%	-20. 77%	3. 47%	-12. 13%	7. 03%	-0. 05%	4. 76%
财务费用	106. 84%	50. 15%	-0. 89%	-173. 29%	-296. 56%	17. 99%	5. 14%	-10. 26%
四、营业利润	-55. 79%	-155. 15%	-7. 39%	-154. 89%	551. 00%	-53. 93%	-46. 40%	265. 68%
五、利润总额	-62. 45%	-119. 82%	69. 45%	-248. 08%	254. 41%	-54. 03%	-46. 31%	265. 68%
减：所得税	-54. 38%	107. 54%	-111. 56%	-1337. 14%	-20. 40%	-43. 09%	-46. 90%	265. 68%
六、净利润	-63. 60%	-160. 64%	-41. 76%	-115. 11%	3000. 38%	-56. 85%	-46. 09%	265. 68%
减：少数股东损益	-98. 38%	533. 33%	-226. 32%	-39. 58%	-386. 21%	-156. 63%	-57. 45%	150. 00%
归属于母公司所有者的净利润	-64. 53%	-159. 79%	-39. 39%	-113. 07%	3425. 97%	-57. 88%	-45. 93%	266. 93%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 3 长航油运财务报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4137	4234	3827	3151	营业收入	3359	4420	5531	6687
现金	1164	1000	1486	1500	营业成本	3072	3712	4535	5283
应收账款	334	200	250	300	营业税金及附加	47	61	76	92
其他应收款	30	43	53	64	营业费用	36	14	14	18
预付账款	2395	2784	1814	1057	管理费用	93	84	111	132
存货	194	157	169	165	财务费用	85	275	279	234
其他流动资产	20	51	55	65	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	9882	12292	13518	14068	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-14	0	0	0
固定资产	7122	9989	11366	13537	营业利润	12	274	516	929
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	51	0	0	0
其他非流动资产	2760	2303	2152	530	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	14019	16527	17345	17219	利润总额	55	274	516	929
流动负债	2423	3757	2209	2308	所得税	51	69	129	232
短期借款	478	1537	0	236	净利润	5	206	387	697
应付账款	289	297	272	264	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1656	1923	1937	1808	归属母公司净利润	4	206	387	697
非流动负债	7226	8194	7674	6854	EBITDA	524	1138	1570	2113
长期借款	5269	6269	5769	4969	EPS (元)	0.00	0.13	0.19	0.34
其他非流动负债	1958	1926	1905	1885					
负债合计	9649	11951	9882	9162					
少数股东权益	23	23	23	23					
股本	1611	1611	2055	2055					
资本公积	1494	1494	3550	3550					
留存收益	1279	1484	1871	2465					
归属母公司股东权益	4347	4553	7440	8034					
负债和股东权益	14019	16527	17345	17219					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-179	852	2303	2614	成长能力				
净利润	5	206	387	697	营业收入	5.2%	31.6%	25.1%	20.9%
折旧摊销	427	588	775	950	营业利润	-97.4%	2163.8%	88.2%	80.1%
财务费用	85	275	279	234	归属于母公司净利润	-99.3%	4751.9%	88.2%	80.1%
投资损失	14	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-671	64	863	733	毛利率(%)	8.5%	16.0%	18.0%	21.0%
其他经营现金流	-38	-281	-0	0	净利率(%)	0.1%	4.7%	7.0%	10.4%
投资活动现金流	-1683	-3000	-2000	-1500	ROE(%)	0.1%	4.5%	5.2%	8.7%
资本支出	1913	3000	2000	1500	ROIC(%)	0.1%	3.0%	4.2%	6.2%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	230	0	0	0	资产负债率(%)	68.8%	72.3%	57.0%	53.2%
筹资活动现金流	1593	1985	183	-1100	净负债比率(%)	73.06%	77.86%	73.55%	70.99%
短期借款	70	1059	-1537	236	流动比率	1.71	1.13	1.73	1.36
长期借款	918	1000	-500	-800	速动比率	1.63	1.09	1.66	1.29
普通股增加	0	0	444	0	营运能力				
资本公积增加	-1	0	2056	0	总资产周转率	0.26	0.29	0.33	0.39
其他筹资现金流	605	-74	-280	-536	应收账款周转率	11	17	25	24
现金净增加额	-269	-164	486	14	应付账款周转率	17.60	12.68	15.94	19.70

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。