

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

3 季度盈亏平衡, 旺季依然值得期待

事件描述

长航油运公布 2010 年第 3 季度业绩:

- 公司 2010 年前 3 季度实现营业收入 31.76 亿, 同比增长 37.37%, 营业成本 27.51 亿, 同比上升 33.62%, 毛利率为 13.39%, 较去年同期提高 2.43 个百分点。实现净利润 1.16 亿, EPS 为 0.07 元, 而去年同期刚刚达到盈亏平衡。
- 公司三季度单季度营业收入环比 2 季度下降 5.3%, 营业成本环比上升 3.96%, 毛利率为 6.3%, 环比下降 8.35 个百分点。3 季度单季度实现 EPS 为 0.0002 元, 基本实现盈亏平衡, 但扣除非经常性收益, 主营为微幅亏损。今年二季度 EPS 为 0.02 元。
- 3 季度主营亏损的原因在于 VLCC 市场租金水平持续运行于公司保本点以下 (公司 VLCC 保本点约 34000 美元/天, 其中自有 VLCC 保本点为 29000 美元/天); MR 市场, 公司 3 季度单季度租金水平环比有微幅上升, 预计在 15000 美元/天以上 (公司 MR 保本点约 13500 美元/天, 其中自有 MR 保本点为 12000 美元/天)。同时, 公司内贸原油运输运价稳定, 也可以实现盈利。但 3 季度 VLCC 的亏损吞噬了 MR 市场和内贸市场的盈利。从海运市场来看: VLCC 市场: 二季度中东-日本 26 万吨级原油运输航线 TD3 指数平均为 WS86.96 点, 三季度 TD3 指数平均为 WS50.38, 环比大幅下降 42.07%。MR 运输市场: 新加坡-日本 3 万吨级成品油运输航线 TC4 指数为例, 二季度指数平均为 WS139.17 点, 三季度指数平均为 WS135.97, 环比下降 2.3%。
- 油轮市场运价具有明显季节性波动特征, 4 季度原油和成品油市场的运价指数都是一年中最高的, 特别在 2007 年的 11-12 月, 原油运输市场运价曾经大幅度上涨。今年, 运价已经持续低迷半年, 与 2007 年情况类似。同时, 今年冬季是一个冷冬, 我们预期, 北半球取暖油需求将明显上升, 因此我们抱有预期, 4 季度油轮运价将出现明显反弹, 或许出现旺季超预期的情况。
- 基于 4 季度旺季运价反弹预期, 我们暂时不调整盈利预测。预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.20 元、0.32 元和 0.38 元, 对应 PE 分别为 29.61 倍、18.04 倍和 15.44 倍, 考虑即将到来的冬季, 运价可能反弹; 加之证券市场目前周期行业轮动的背景, 海运股目前相对估值下移, 我们预期海运股存在跟涨和阶段性表现机会; 维持长航油运“推荐”评级。

事件评论

第一，VLCC 保本点以下，3 季度整体盈亏平衡

公司 2010 年前 3 季度实现营业收入 31.76 亿，同比增长 37.37%，营业成本 27.51 亿，同比上升 33.62%，毛利率为 13.39%，较去年同期提高 2.43 个百分点。实现净利润 1.16 亿，EPS 为 0.07 元，而去年同期刚刚达到盈亏平衡。

从单季度业绩来看，公司三季度营业收入同比和环比分别增长 31.17% 和下降 5.3%，营业成本同比和环比分别上升 33.78% 和 3.96%，毛利率为 6.3%，同比和环比分别下降 1.82 和 8.35 个百分点。单季度实现 EPS 为 0.0002 元，去年同期为 -0.01 元。但扣除非经常收益，主营为微幅亏损。

三季度业绩环比下滑的主要原因在于 VLCC 市场租金水平下降，中东-日本 26 万吨级原油运输航线 TD3 指数环比下滑了 42.07%，这是营业收入环比下降 5.3% 的最主要因素。

表 1：长航油运前 3 季度业绩（单位：百万）

	2010Q1-Q3	2009Q1-Q3	同比
营业收入	3175.68	2311.84	37.37%
营业成本	2750.61	2058.50	33.62%
毛利率（%）	13.39%	10.96%	2.43%
销售费用	10.86	27.11	-59.93%
管理费用	60.73	70.82	-14.25%
财务费用	153.52	117.03	31.18%
投资净收益	0.00	-8.87	-100.00%
营业利润	161.28	-3.44	4788.29%
归属于母公司所有者的净利润	116.04	1.93	5912.61%
EPS	0.072	0.001	5900.00%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2：长航油运单季度业绩（单位：百万）

	2010Q3	同比	环比	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
营业收入	1022.39	31.17%	-5.30%	1079.60	1073.70	1046.85	779.42	720.04	812.38
营业成本	957.92	33.78%	3.96%	921.43	871.25	1013.10	716.07	658.05	684.38
毛利率（%）	6.30%	-1.82%	-8.35%	14.65%	18.86%	3.22%	8.13%	8.61%	15.76%
销售费用	3.81	-54.20%	18.88%	3.21	3.84	9.25	8.33	8.13	10.65
管理费用	20.08	-6.99%	-4.44%	21.01	19.63	22.34	21.59	27.25	21.98
财务费用	16.45	-62.32%	-77.83%	74.19	62.88	-31.99	43.65	44.04	29.33
投资净收益	0.00	-100.00%		0.00	0.00	-5.00	-6.20	-2.67	0.00
营业利润	13.41	147.34%	-71.24%	46.64	101.23	15.55	-28.33	-30.59	55.47
归属于母公司所有者的净利润	0.29	101.62%	-99.16%	34.31	81.45	2.31	-17.68	-29.17	48.79
EPS	0.0002	101.85%	-99.06%	0.021	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 市场 3 季度运价大幅下跌

3 季度主营亏损的原因在于 VLCC 市场租金水平持续运行于公司保本点以下（公司 VLCC 保本点约 34000 美元/天，其中自有 VLCC 保本点为 29000 美元/天）；MR 市场，公司 3 季度单季度租金水平环比有微幅上升，预计在 15000 美元/天以上（公司 MR 保本点约 13500 美元/天，其中自有 MR 保本点为 12000 美元/天）。同时，公司内贸原油运输运价稳定，也可以实现盈利。但 3 季度 VLCC 的亏损吞噬了 MR 市场和内贸市场的盈利。

1) VLCC 市场: 二季度中东-日本 26 万吨级原油运输航线 TD3 指数平均为 WS86.96 点, 三季度 TD3 指数平均为 WS50.38, 环比大幅下降 42.07%。

2) MR 运输市场: 以新加坡-日本 3 万吨级成品油运输航线 TC4 指数为例, 二季度指数平均为 WS139.17 点, 三季度指数平均为 WS135.97, 环比下降 2.3%。

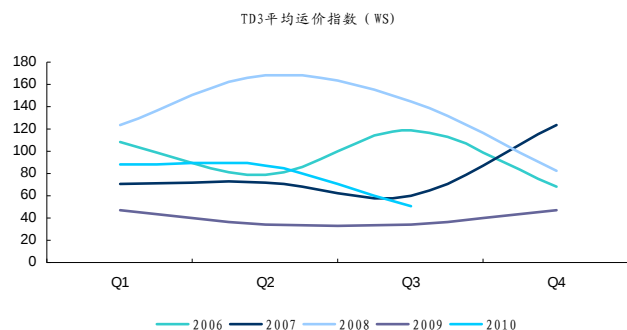
3) 燃料油市场: 三季度燃油价格环比略有下降。以新加坡 CST380 为例, 二季度燃油平均价格约为 456 美元/吨, 三季度燃油平均价格则为 442 美元/吨, 环比下降了 3.2%。

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	108.49	70.98	123.43	47.09	88.2
	Q2	78.82	71.24	168.6	33.85	86.96
	Q3	118.65	59.66	144.56	34.62	50.38
	Q4	68.68	123.57	82.88	47.34	
TC4	Q1	309.1	218.73	207.5	100.52	135.78
	Q2	268.93	210.83	208.19	67.01	139.17
	Q3	306.6	223.3	310.72	81.75	135.97
	Q4	230.69	225.71	255.43	108.59	

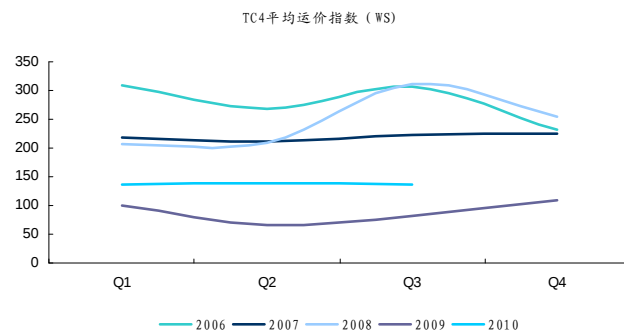
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

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，今年尚有 3 艘 VLCC 交付

今年下半年公司将有 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。

截至 2010 年 8 月，公司船队情况如下：

VLCC：目前拥有 6 艘。2010-2012 年底公司拥有 VLCC 将分别为 9、14、16 艘，即今年 9 月到年底还有 3 艘 VLCC 交付。

MR：目前公司拥有 31 艘，MR 船舶全部交付完毕。

2010-2012 年公司总运力分别为 480.18、640.48、703.68 万吨；同比分别增长 46%、33%和 10%。

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	15	21	21	21
	期租	8	10	10	10	10
VLCC	自有	0	2	3	6	6
	期租	1	3	6	8	10
其他		13	14	15	18	18
特种		24	24	27	28	28
总计		58	68	82	91	93

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	69.6	98.4	98.4	98.4
	期租	37.4	47.2	47.2	47.2	47.2
VLCC	自有	0	59.4	89.1	178.2	178.2
	期租	29.7	89.1	178.2	241.4	304.6
其他		50.23	52.73	55.23	62.73	62.73
特种		10.11	10.55	12.05	12.55	12.55
总计		182.64	328.58	480.18	640.48	703.68

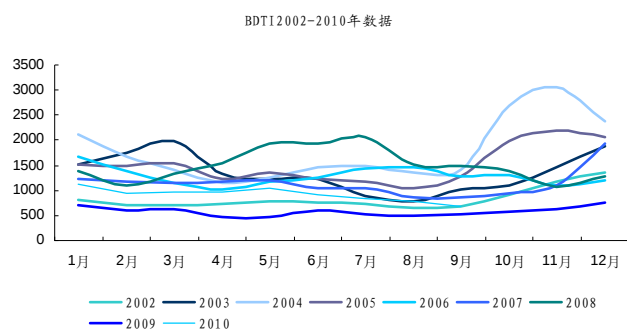
资料来源: 公司资料, 长江证券研究部,

第四, 4 季度油轮市场将现旺季效应, 但中期运价上涨依旧存在压力

油轮市场运价具有明显季节性波动特征, 4 季度原油和成品油市场的运价指数都是一年中最高, 特别在 2007 年的 11-12 月, 原油运输市场运价曾经大幅度上涨。今年, 运价已经持续低迷半年, 与 2007 年情况类似。同时, 今年冬季是一个冷冬, 我们预期, 北半球取暖油需求将明显上升, 因此我们抱有预期, 4 季度油轮运价将出现明显反弹, 或许出现旺季超预期的情况。

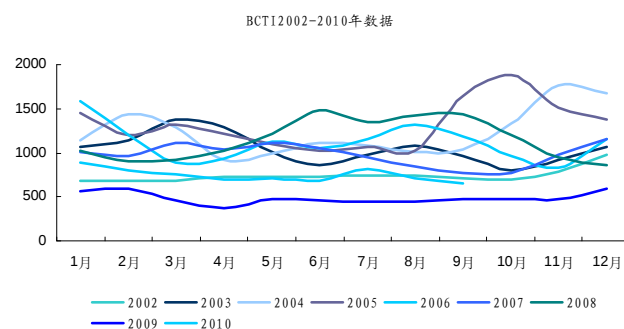
从 2007 年的历史数据来看, 当年 3 季度 TD3 指数均值为 59.66, 但 4 季度原油市场旺季效应非常明显, TD3 指数大幅上涨 107% 至 123.57, 当年 4 季度长航油运实现收入 10.39 亿环比上升 220%, 实现净利润 1.96 亿环比上升 238% (当时公司 VLCC 仅 2 艘)。而当年招商轮船曾出现, 一艘船 4 季度一个航次收入超过全年的情况。

图 4: BDTI 月度均值



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 5: BCTI 月度均值



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

而中期看, 2011 年, 行业运价上涨依旧存在压力。行业“去产能化”将持续。

- 单壳退出假定: 单壳 2010-2013 年的退出比例分别为 30%、50%、10%和 10%。
- 订单交付假定: 假设每年有 30%的在手订单推迟, 其中的 20%为下一年交付, 剩余 10%被取消。

预测结果: 2010-2013 年全球油轮 (10000 载重吨以上) 运力分别为 453.1、481.2、510.2 和 521.7 百万载重吨, 对应的同比增速分别为 4.16%、6.20%、6.02%和 2.26%。

其中, VLCC 运力同比增速分别为: 3.08%、8.69%、8.03%和 3.14%;

Suezmax 运力同比增速分别为：5.89%、8.94%、10.03%和 4.87%；

Aframax 运力同比增速分别为：5.29%、3.97%、3.30%和 0.89%；

Panamax 运力同比增速分别为：1.56%、6.31%、3.46%和 2.08%；

Handsize 运力同比增速分别为：4.60%、2.41%、3.13%和 0.13%，今后运力增长的压力相对最小。

分船型看，在 2010 年 VLCC 净增运力幅度较小，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 Handsize 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。

表 6：全球油轮运力增长预测

	2008A	2009A	2010 YTD	2010E	2011E	2012E	2013E
油轮（百万 Dwt）	406.3	435.0	447.6	453.1	481.2	510.2	521.7
YoY	5.67%	7.06%		4.16%	6.20%	6.02%	2.26%
VLCC	153.3	161.6	165.1	166.6	181.0	195.6	201.7
YoY	3.72%	5.41%		3.08%	8.69%	8.03%	3.14%
Suezmax	55.6	60.3	62.6	63.9	69.6	76.5	80.3
YoY	1.09%	8.45%		5.89%	8.94%	10.03%	4.87%
Aframax	81.1	87.7	91.5	92.3	96.0	99.2	100.1
YoY	6.15%	8.14%		5.29%	3.97%	3.30%	0.89%
Panamax	26.1	27.6	28.0	28.0	29.8	30.8	31.5
YoY	9.21%	5.75%		1.56%	6.31%	3.46%	2.08%
Handysize	90.2	97.8	100.4	102.3	104.8	108.1	108.2
YoY	10.81%	8.43%		4.60%	2.41%	3.13%	0.13%
双壳（百万 Dwt）	337.4	384.5	409.9	426.7	473.6	506.4	521.7
VLCC	120.9	137.3	149.0	155.3	177.8	194.0	201.7
Suezmax	48.1	55.3	59.3	61.5	68.9	76.2	80.3
Aframax	72.3	82.3	86.6	88.9	95.0	98.7	100.1
Panamax	22.6	25.2	26.0	26.6	29.4	30.6	31.5
Handysize	73.5	84.4	89.0	94.3	102.5	106.9	108.2
单壳（百万 Dwt）	68.9	50.5	37.7	26.4	7.5	3.8	0.0
VLCC	32.4	24.3	16.1	11.3	3.2	1.6	0.0
Suezmax	7.5	5.0	3.3	2.3	0.7	0.3	0.0
Aframax	8.8	5.4	4.9	3.4	1.0	0.5	0.0
Panamax	3.5	2.4	2.0	1.4	0.4	0.2	0.0
Handysize	16.7	13.4	11.4	8.0	2.3	1.1	0.0

资料来源：Clarksons，长江证券研究部

第五，海运股存在跟涨机会，维持“推荐”

油轮市场运价具有明显季节性波动特征，4 季度原油和成品油市场的运价指数都是一年中最高的，特别在 2007 年的 11-12 月，原油运输市场运价曾经大幅度上涨。今年，运价已经持续低迷半年，与 2007 年情况类似。同时，今年冬季是一个冷冬，我们预期，北半球取暖油需求将明显上升，因此我们抱有预期，4 季度油轮运价将出现明显反弹，或许出现旺季超预期的情况。

。

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	8	0	0	0	负债合计	9649	12683	15765	16274
收回现金					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	2224	29.61	18.04	15.44
其他	-262	0	0	0	PEG	5.24	0.07	0.04	0.04
筹资活动现金流净额	1593	2708	2435	12	PB	2.17	2.04	1.86	1.69
现金净流量	-269	449	723	306	EV/EBITDA	29.12	16.69	13.04	11.29
					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。