

2010-10-14

海运

长航油运 600087.SH

## 三季度业绩低于预期，四季度业绩或超预期

◇ 事件：长航油运公布 2010 年三季度报

### ◆公司三季度业绩低于预期，是由于 3 季度原油运输市场低迷导致营业收入增速减缓：

公司 2010 年 1-9 月份实现营业收入 31.76 亿元，同比增长 37.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.16 亿元，同比增长 5914.4%，折合 EPS 约 0.07 元。分季度看，1-3 季度单季度 EPS 分别为 0.05 元、0.02 元、0.00 元。

公司 3 季度单季度业绩低于我们此前 0.03 元的预期，主要原因是 3 季度原油运输市场低迷，导致公司 3 季度单季度营业收入同比增长 31.2%，低于上半年 40.5% 的增速水平。

### ◆公司 MR 船队运营状况有望持续改善：

3 季度成品油综合运价指数 BCTI 均值为 733 点，同比增长 60.0%，环比 2 季度上涨 5.0%。预计 4 季度国际成品油运输市场将继续回暖，运价进一步上升；国内成品油运输市场运价相对稳定。公司内外贸兼营，通过对国内外运力的合理配置，MR 船队运营状况有望持续改善。

### ◆原油运输市场表现低迷，VLCC 船队 4 季度盈利有望转好：

3 季度原油综合运价指数 BDTI 均值为 762 点，同比增长 50.89%，环比 2 季度下跌 21.36%；由于运力过剩，3 季度 VLCC 平均日租金为 25000 美元，而 1 季度日租金为 51000 美元。随着北半球气候逐渐转冷，主要经济体对原油消费需求将有一定程度回升，原油运输市场将会有所回暖，我们预计公司 VLCC 船队 4 季度盈利有望转好。

### ◆盈利预测与投资评级：

由于欧美经济复苏缓慢导致原油需求增长放缓，运力过剩局面短期内难以改变；而且公司三季度业绩表现不佳，我们下调公司盈利预测。预计 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.12、0.23 和 0.30 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 47、26 和 20 倍。鉴于 4 季度是油运旺季、运价上涨将增加公司盈利水平，以及公司不断通过扩大运力规模来优化船队结构，我们仍维持公司“增持”评级，目标价为 7.20 元。

### ◆风险分析：

经济复苏减缓，石油消费需求下降以及运价水平低于预期。

### 业绩预测和估值指标

| 指标        | 2008   | 2009   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 3,192  | 3,359  | 4,494   | 5,535  | 6,878  |
| 营业收入增长率   | 55.24% | 5.22%  | 33.81%  | 23.15% | 24.27% |
| 净利润（百万元）  | 596    | 4      | 274     | 505    | 656    |
| 净利润增长率    | 70.3%  | -99.3% | 6360.2% | 84.4%  | 29.9%  |
| EPS（元）    | 0.27   | 0.00   | 0.12    | 0.23   | 0.30   |
| ROE       | 13.23% | 0.10%  | 3.42%   | 6.00%  | 7.35%  |
| P/E       | 22     | 3,052  | 47      | 26     | 20     |
| P/B       | 3      | 3      | 2       | 2      | 1      |
| EV/EBITDA | 24     | 88     | 21      | 15     | 13     |

维持

增持

|      |        |
|------|--------|
| 当前价格 | 5.85 元 |
| 目标价格 | 7.20 元 |
| 目标期限 | 6 个月   |

### 交通运输行业研究小组

丁贤达

(执业证书编号：S0930210040004)

021-22169173

dingxd@ebsecn.com

陈欣

(执业证书编号：S0930210060008)

021-22169049

chenxin78@ebsecn.com

廉怀清

(执业证书编号：S0930210090008)

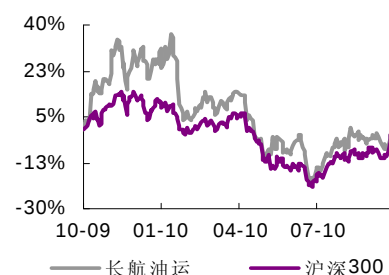
021-22169312

mihq@ebsecn.com

### 市场数据

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 总股本(百万股)        | 1,611     |
| 总市值(百万元)        | 9,422     |
| 流通比例(%)         | 51.16%    |
| 12 个月最高/最低(元)   | 8.15/4.61 |
| 近 3 月日均成交量(百万股) | 19.75     |
| 主要股东            | 南京长江油运公司  |

### 股价表现(12 个月)



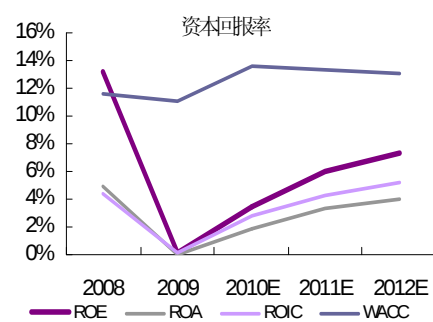
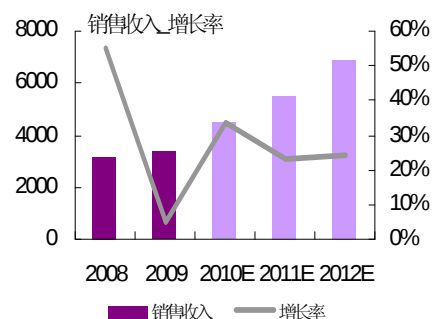
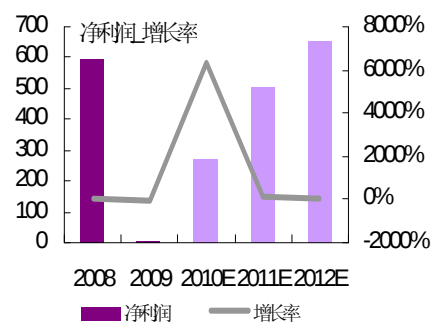
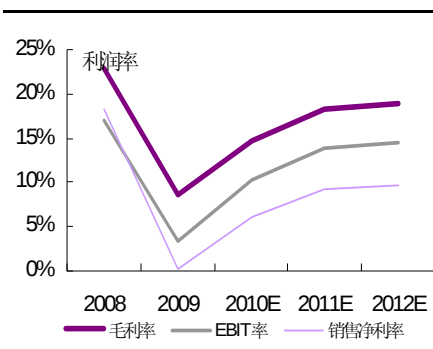
| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -6.34 | -3.47 | -1.61 |
| 绝对收益 | 2.28  | 18.66 | -1.01 |

### 相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2008   | 2009  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 3,192  | 3,359 | 4,494  | 5,535  | 6,878  |
| 营业成本      | 2,463  | 3,072 | 3,830  | 4,527  | 5,574  |
| 折旧和摊销     | 109    | 83    | 370    | 406    | 436    |
| 营业税费      | 42     | 47    | 54     | 66     | 83     |
| 销售费用      | 40     | 36    | 54     | 66     | 83     |
| 管理费用      | 103    | 93    | 90     | 111    | 138    |
| 财务费用      | 90     | 85    | 176    | 181    | 237    |
| 公允价值变动损益  | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 6      | -14   | 8      | 9      | 10     |
| 营业利润      | 458    | 12    | 299    | 592    | 774    |
| 利润总额      | 692    | 55    | 366    | 676    | 879    |
| 少数股东损益    | -10    | 0     | 1      | 2      | 3      |
| 归属母公司净利润  | 596.06 | 4.24  | 273.73 | 504.93 | 655.95 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 11,836 | 14,019 | 14,373 | 15,327 | 16,613 |
| 流动资产        | 3,853  | 4,137  | 4,362  | 5,222  | 6,444  |
| 货币资金        | 1,452  | 1,164  | 899    | 1,107  | 1,376  |
| 交易型金融资产     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款        | 296    | 334    | 404    | 498    | 619    |
| 应收票据        | 43     | 20     | 90     | 111    | 138    |
| 其他应收款       | 37     | 30     | 58     | 66     | 76     |
| 存货          | 79     | 194    | 230    | 272    | 334    |
| 可供出售投资      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 持有到期金融资产    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资        | 46     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产        | 4,106  | 7,122  | 7,842  | 8,372  | 8,757  |
| 无形资产        | 4      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 总负债         | 7,302  | 9,649  | 6,350  | 6,880  | 7,659  |
| 无息负债        | 531    | 1,600  | 1,962  | 1,974  | 2,111  |
| 有息负债        | 6,771  | 8,049  | 4,388  | 4,906  | 5,548  |
| 股东权益        | 4,534  | 4,370  | 8,023  | 8,447  | 8,954  |
| 股本          | 1,611  | 1,611  | 2,211  | 2,211  | 2,211  |
| 公积金         | 1,816  | 1,827  | 4,646  | 4,722  | 4,821  |
| 未分配利润       | 1,114  | 946    | 1,178  | 1,525  | 1,930  |
| 少数股东权益      | 29     | 23     | 24     | 26     | 29     |

| 现金流量表 (百万元) | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | -395   | -179   | 687    | 444    | 506    |
| 净利润         | 596    | 4      | 274    | 505    | 656    |
| 折旧摊销        | 109    | 83     | 370    | 406    | 436    |
| 净营运资金增加     | 1,269  | 484    | 354    | 848    | 1,084  |
| 其他          | -2,369 | -750   | -311   | -1,315 | -1,670 |
| 投资活动产生现金流   | -1,138 | -1,683 | -492   | -491   | -490   |
| 净资本支出       | -4     | 0      | 500    | 500    | 500    |
| 长期投资变化      | 46     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | -1,180 | -1,683 | -992   | -991   | -990   |
| 融资活动现金流     | 1,428  | 1,593  | -460   | 255    | 252    |
| 股本变化        | 716    | 0      | 600    | 0      | 0      |
| 债务净变化       | 1,792  | 1,278  | -3,661 | 518    | 642    |
| 无息负债变化      | -357   | 1,069  | 363    | 12     | 137    |
| 净现金流        | -105   | -269   | -265   | 208    | 269    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008    | 2009    | 2010E    | 2011E   | 2012E   |
|-------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |         |          |         |         |
| 收入增长率                   | 55.24%  | 5.22%   | 33.81%   | 23.15%  | 24.27%  |
| 净利润增长率                  | 70.36%  | -99.29% | 6360.20% | 84.46%  | 29.91%  |
| EBITDA 增长率              | -55.87% | -70.14% | 330.84%  | 39.83%  | 22.85%  |
| EBIT 增长率                | 20.40%  | -79.50% | 320.39%  | 63.80%  | 31.03%  |
| <b>估值指标</b>             |         |         |          |         |         |
| PE                      | 22      | 3,052   | 47       | 26      | 20      |
| PB                      | 3       | 3       | 2        | 2       | 1       |
| EV/EBITDA               | 24      | 88      | 21       | 15      | 13      |
| EV/EBIT                 | 28      | 153     | 37       | 23      | 19      |
| EV/NOPLAT               | 34      | 1,859   | 50       | 31      | 25      |
| EV/Sales                | 5       | 5       | 4        | 3       | 3       |
| EV/IC                   | 1       | 1       | 1        | 1       | 1       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |         |          |         |         |
| 毛利率                     | 22.85%  | 8.55%   | 14.78%   | 18.21%  | 18.96%  |
| EBITDA 率                | 20.38%  | 5.78%   | 18.62%   | 21.14%  | 20.90%  |
| EBIT 率                  | 16.97%  | 3.31%   | 10.38%   | 13.81%  | 14.56%  |
| 税前净利润率                  | 21.68%  | 1.65%   | 8.15%    | 12.21%  | 12.77%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 18.67%  | 0.13%   | 6.09%    | 9.12%   | 9.54%   |
| ROA                     | 4.95%   | 0.03%   | 1.91%    | 3.31%   | 3.97%   |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 13.23%  | 0.10%   | 3.42%    | 6.00%   | 7.35%   |
| 经营性 ROIC                | 4.40%   | 0.08%   | 2.82%    | 4.29%   | 5.18%   |
| <b>偿债能力</b>             |         |         |          |         |         |
| 流动比率                    | 1.98    | 1.71    | 1.66     | 1.77    | 1.82    |
| 速动比率                    | 194.41% | 162.77% | 157.50%  | 167.60% | 172.94% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 0.67    | 0.54    | 1.82     | 1.72    | 1.61    |
| 有形资产/有息债务               | 1.75    | 1.74    | 3.28     | 3.12    | 2.99    |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |         |          |         |         |
| EPS                     | 0.27    | 0.00    | 0.12     | 0.23    | 0.30    |
| 每股红利                    | 0.07    | 0.00    | 0.04     | 0.07    | 0.09    |
| 每股经营现金流                 | -0.18   | -0.08   | 0.31     | 0.20    | 0.23    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | -0.32   | -0.17   | -0.06    | -0.17   | -0.18   |
| 每股净资产                   | 2.04    | 1.97    | 3.62     | 3.81    | 4.04    |
| 每股销售收入                  | 1.44    | 1.52    | 2.03     | 2.50    | 3.11    |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

丁贤达，硕士，2008 年加入光大证券研究所任钢铁行业助理分析师，目前从事交通运输行业研究。

陈欣，硕士，从业 4 年，现主要负责航空机场行业研究。

糜怀清，硕士，从业 3 年，现主要负责公路铁路行业研究。

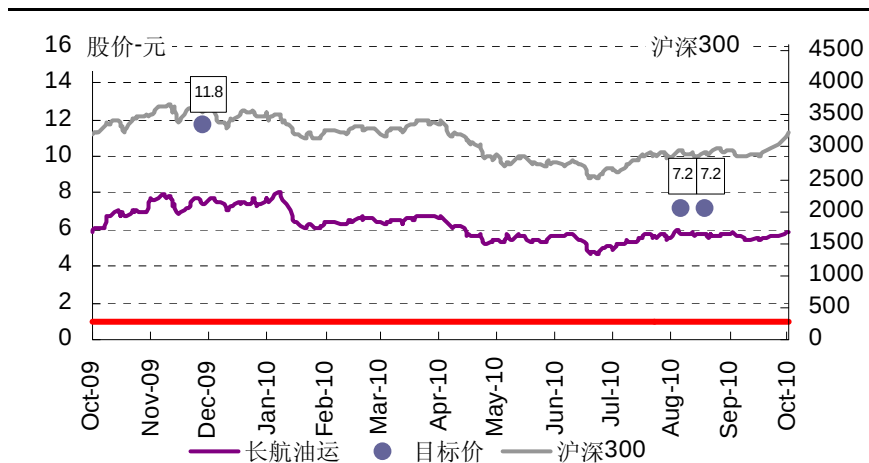
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

长航油运（600087）

分析师：丁贤达



| 日期         | 股价   | 目标    | 评级 |
|------------|------|-------|----|
| 2008-08-15 | 6.84 | 12.96 | 买入 |
| 2008-10-28 | 3.51 | 12.96 | 增持 |
| 2009-03-23 | 5.93 | 6.56  | 增持 |
| 2009-04-17 | 6.33 | 6.56  | 增持 |
| 2009-08-12 | 7.50 | 7.56  | 增持 |
| 2009-12-09 | 7.69 | 11.80 | 增持 |
| 2010-08-18 | 5.95 | 7.20  | 增持 |
| 2010-08-30 | 5.95 | 7.20  | 增持 |

资料来源：光大证券研究所

|    |    |    |
|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 中性 |
| 减持 | 卖出 |    |

## 行业及公司评级体系

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%至 15%；  
 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。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040  
总机：021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组        | 姓名       | 办公电话          | 手机          | 电子邮件              |
|-------------|----------|---------------|-------------|-------------------|
| <b>北京</b>   |          |               |             |                   |
|             | 李大志 (主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebscn.com    |
|             | 郝辉       | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebscn.com  |
|             | 孙威       | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebscn.com  |
|             | 吴江       | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebscn.com |
|             | 黄怡       | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebscn.com |
|             | 吴朝阳      | 010-68561722  | 15811098222 | wuzy@ebscn.com    |
| <b>上海</b>   |          |               |             |                   |
|             | 杨日昕 (主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebscn.com  |
|             | 平珂 (主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebscn.com  |
|             | 周薇薇      | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebscn.com |
|             | 严非       | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebscn.com  |
|             | 王宇       | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebscn.com |
| <b>深圳</b>   |          |               |             |                   |
|             | 王汗青 (主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebscn.com  |
|             | 黎晓宇      | 0755-83024434 | 13823771340 | lix1@ebscn.com    |
|             | 黄鹂华      | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebscn.com |
|             | 张晓峰      | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebscn.com |
| <b>QFII</b> |          |               |             |                   |
|             | 濮维娜      | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebscn.com    |
|             | 陶奕       | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebscn.com   |
|             | 满国强      | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebscn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。