

长航油运 (600087)

推荐 (维持)

全年业绩低于预期, 等待油轮供求关系改善

市场数据

报告日期	2011-3-4
收盘价(元)	6.37
总股本(百万股)	1610.66
流通股本(百万股)	1610.66
总市值(百万元)	10259.91
流通市值(百万元)	10259.91
净资产(百万元)	4321.63
总资产(百万元)	17383.35
每股净资产	2.68

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4293	4795	5291	5820
同比增长(%)	27.8%	11.7%	10.3%	10.0%
净利润(百万元)	9	215	458	565
同比增长(%)	108.5%	2333.7%	113.0%	23.5%
毛利率(%)	11.2%	16.4%	21.4%	22.8%
净利率(%)	0.2%	4.5%	8.7%	9.7%
净资产收益率(%)	0.2%	2.8%	5.6%	6.4%
每股收益(元)	0.00	0.10	0.21	0.26
每股经营现金流(元)	0.08	0.33	0.41	0.81

相关报

投资要点

事件:

公司 2010 年实现营业收入 42.93 亿元, 同比增长 27.83%, 实现营业利润和净利润分别为 2709 万元和 883 万元, 同比上涨 123.76%和 108.50%, 基本每股收益 0.005 元。利润分配预案为每 10 股派现 0.1 元, 送 0.9 股, 转增 7.1 股。

点评:

- **2010 年油轮市场底部反弹:** 受益于需求复苏, 2010 年中东至日本航线 VLCC 和 MR 平均 TCE 分别为 40844 美元/天和 7805 美元/天, 较 2009 年上涨 109%和 1.4%。全年看, VLCC 运价呈现前低后高的特征: 上半年受益单壳船加速拆解和租船储油量大幅增加, 运价淡季不淡达到 59872 美元/天。下半年新船交付加速和储油轮释放, 运价旺季不旺仅为 22521 美元/天
- **公司 VLCC 运价明显低于市场平均水平致业绩基无改善。** 报告期, 公司有 2 艘 VLCC 和 4 艘 MR 下水运营, 运力增长加上需求回暖, 公司实现货运量和周转量分别同比增长 19.2%和 22.1%至 4190 万吨和 2160 亿吨千米。但是, 公司 VLCC 因踩点不利和新船首航运费较低, 导致平均 TCE 仅为 32300 美元/天, 低于市场平均水平 21%, 出现亏损; MR 因沿海 COA 运价较高, 平均 TCE 达 12200 美元/天, 显著高于市场平均值, 基本实现盈亏平衡。公司 3 季度和 4 季度经营水平接近, 但 3 季度因财政贴息到帐实现正收益, 而 4 季度亏损 1.13 亿元。

分析师 纪云涛

021-38565573

jiyt@xyzq.com.cn

SAC:S101010208080147

联系人: 龚里

021-38565596

gongli@xyzq.com.cn

分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S1010210030008

- **2011 年公司运力继续快速增长。**公司 2010 年末船队总规模达 77 艘、428 万载重吨，其中主力为 33 艘 MR 和 8 艘 VLCC。2011 年，公司计划交船 12 艘，新增运力约 200 万载重吨。其中 VLCC6 艘，从而使公司 VLCC 船队扩张至 14 艘。若新船按计划交付，至 2011 年末，公司船队将增长近 50%，VLCC 船队将增长 75%。
- **2011 年原油轮运费难有惊喜，成品油轮运费将有反弹。**2011 年油轮运力增长依然高达 6%左右（2010 年 4.3%），仍然显著高于需求 4%的增长。其中原油轮（主要是 VLCC）运力交付将显著加速，达到 7.7%；而成品油轮因为拆解较多，运力预计负增长 1.5%。我们判断全年 VLCC 的平均 TCE 为 4 万美元/天，与去年持平。MR 运费有望反弹至 1.3 万美元/天，较 2010 年提高 5000 美元/天。超预期因素主要看油价，若油价持续稳步上涨，储油量必然大幅上升并推动运价阶段性反弹。
- **估值和建议：**2011 年油轮市场仍处于黎明前的黑暗，运费难有表现、船东继续处于水深火热之中。**2012 年后，随着运力交付高峰期的过去以及低运价下老旧船拆解加速，油轮市场将出现趋势逆转。**我们维持公司“推荐”评级和盈利预测（摊薄前 2011/2012EPS 分别为 0.13/0.28 元，PE49/23），建议下半年积极关注。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4609	7153	8608	10243
货币资金	1306	3953	4660	6096
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	361	392	483	523
其他应收款	32	249	310	161
存货	281	217	240	253
非流动资产	12775	14184	15413	16521
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	25	34	31	27
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	9414	11465	13039	14318
在建工程	3332	2666	2333	2167
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
资产总计	17383	21337	24021	26764
流动负债	2818	2113	2396	2522
短期借款	1437	842	904	950
应付票据	0	20	4	5
应付账款	267	189	225	260
其他	1114	1061	1263	1307
非流动负债	10182	11376	13324	15381
长期借款	8116	9966	11832	13794
其他	2066	1410	1492	1587
负债合计	13000	13489	15720	17903
股本	1611	2211	2211	2211
资本公积	1494	4103	4103	4103
未分配利润	948	1006	1068	1057
少数股东权益	62	62	62	63
股东权益合计	4383	7848	8301	8861
负债及权益合计	17383	21337	24021	26764

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	9	215	458	565
折旧和摊销	358	616	759	888
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	288	340	334	369
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-6	0	1	1
营运资金的变动	518	312	667	62
经营活动产生现金流量	81	725	910	1782
投资活动产生现金流量	-2891	-2009	-1997	-1996
融资活动产生现金流量	3266	3931	1794	1651
现金净变动	456	2647	707	1436
现金的期初余额	1164	1306	3953	4660
现金的期末余额	1620	3953	4660	6096

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4293	4795	5291	5820
营业成本	3813	4008	4160	4493
营业税金及附加	52	61	70	76
销售费用	17	19	20	23
管理费用	94	105	116	128
财务费用	288	340	334	369
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	27	261	589	731
营业外收入	25	34	31	32
营业外支出	9	8	8	8
利润总额	44	287	611	755
所得税	41	72	153	189
净利润	3	215	459	566
少数股东损益	-6	0	1	1
归属母公司净利润	9	215	458	565
EPS (元)	0.00	0.10	0.21	0.26

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	27.8%	11.7%	10.3%	10.0%
营业利润增长率	123.8	863.5%	125.5%	24.2%
净利润增长率	108.5	2333.7	113.0%	23.5%
盈利能力(%)				
毛利率	11.2%	16.4%	21.4%	22.8%
净利率	0.2%	4.5%	8.7%	9.7%
ROE	0.2%	2.8%	5.6%	6.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	74.8%	63.2%	65.4%	66.9%
流动比率	1.64	3.39	3.59	4.06
速动比率	1.54	3.28	3.49	3.96
营运能力(次)				
资产周转率	27.3%	24.8%	23.3%	22.9%
应收帐款周转率	1234.3	1272.5	1208.3	1156.4
每股资料(元)				
每股收益	0.00	0.10	0.21	0.26
每股经营现金	0.08	0.33	0.41	0.81
每股净资产	1.95	3.52	3.73	3.98
估值比率(倍)				
PE	1594.0	65.5	30.7	24.9
PB	3.3	1.8	1.7	1.6

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。