

# 长航油运 (600087. sh)

## 由江入海 华丽转身

黄永琳 交通运输业 研究员

电话: 020-87555888-660

eMail: hyl2@gf.com.cn

### 业绩回顾

2007年公司实现净利润34989万元,基本每股收益为0.54元,利润分配预案为每10股送2股,转增6股,同时派发现金红利1.5元。由于公司主业范围从长江运输转为海上油品运输,因此2007年经营情况与2006年不具可比性。

### 业绩受单壳油轮退市进度影响

对油运市场整体来说,运力的变化对市场的影响明显大于需求变化的影响。由于目前油运市场上单壳油轮运力占现有运力的 23%,而这些运力的退出与订单运力的交付存在时间差,单壳油轮退出进度越快,越能减缓运力供给,从而促成油运市场的回暖。2008 年仅 FRONTLINE 就预计有 40 艘单壳 VLCC 将改成 VLOC 或 FSO/FPSO。

### 成本优势继续保持

我们认为公司在航运市场的成本优势还将继续保持:首先,在这一轮发展中,公司较好地把握了造船时机,部分订单成本较目前新造船价格低30%左右,成本优势明显;其次,公司下属的新加坡公司享有10年期的免税优惠,只有在利润分回公司时才需要补缴7%的所得税。公司计划将长期期租的船放入新加坡公司经营,预计至少有10艘VLCC和5艘MR,从而将大幅降低公司的实际所得税率。

### 估值

以公司2009年每股盈利1.19元及目前板块平均市盈率23倍计算,我们认为公司的合理估值为27.27元。

### 风险提示

运价波动风险,油价波动风险。

### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1,218.10	2,056.13	2,820.64	6,309.50	8,062.10
EBITDA(百万元)	413.82	757.72	1086.14	1585.59	2022.91
净利润(百万元)	178.71	349.89	633.81	1061.10	1348.25
净利润增长率	-25.46%	95.78%	81.15%	67.42%	27.06%
每股收益(元)	0.350	0.540	0.71	1.19	1.51
市盈率	15.77	44.04	34.31	20.49	16.13
市净率	1.87	5.26	4.93	4.18	3.46
EV/EBITDA	8.30	44.96	31.37	21.49	16.84
每股红利(元)	0.10	0.00	0.15	0.15	0.15
股息率(%)	1.81	0.00	0.62	0.62	0.62

来源:中国长江航运集团南京油运股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格(元)	24.30
目标价格(元)	27.27
前次评级	买入

### 股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	11.78%	13.65%	142.15%
上证综指	-5.19%	-14.35%	50.56%

### 股票数据

总股本(万股)	89,481.15
流通 A 股(万股)	36,855.51
主要股东:	

南京长江油运公司

主要股东持股比例	48.84%
流通 A 股比例	41.19%

### 财务比率

ROE	8.66%
ROA	3.52%
资产负债率	59.04%
每股净资产(元)	4.52

2007 年报数据

## 年报回顾

2007年，公司通过非公开发行，完成了和控股股东之间的资产和业务重组，实现了长航海上油运业务的整体上市，公司主业范围从长江运输转为海上油品运输，因此公司2007年经营情况与2006年不具可比性。

公司全年完成货运周转量795亿吨千米，其中原油、成品油和化工品货运量分别占公司货运总量的51.27%、40.95%和6.22%。实现营业收入20.56亿元，净利润34989万元，基本每股收益为0.54元，利润分配预案为每10股送2股，转增6股，同时派发现金红利1.5元。

## 主要看点

### 运力增长十分显著

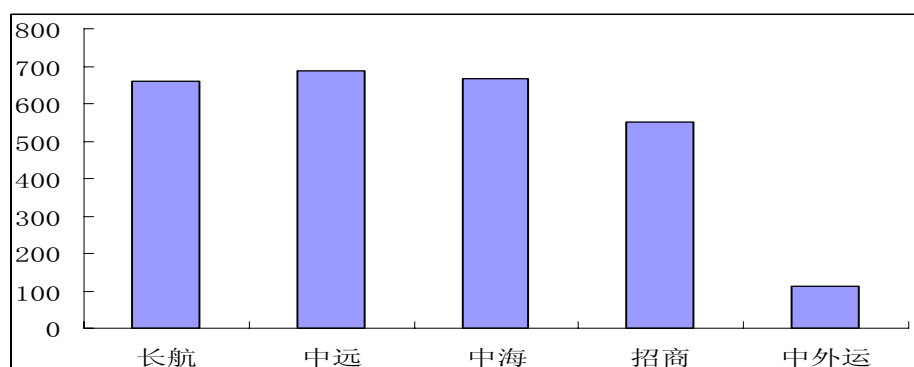
此次定向增发使公司运力出现突飞猛进的增长，至2007年底，公司运力总规模达58艘、184万载重吨，并且后续发展运力的建造计划已全部落实。根据现有的定单，到2010年末，公司将拥有33艘MR型油轮和12艘VLCC，油轮运力规模与中远和中海不相上下。2008年公司将有7艘MR和3艘VLCC交付使用。

表 1 未来三年油轮有效运力平均年增长 57%

	2007 年底	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
油轮运力合计	173.9	295.8	423.5	624.5	747.1
MR 有效运力	64	79	116	145	155
VLCC 有效运力	57	71	205	288	499
MR 运力增长		23.37%	46.48%	24.17%	7.12%
VLCC 运力增长		26.24%	187.05%	40.36%	73.34%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 1 预计 2010 年五大航运集团油轮运力规模(单位:万载重吨)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 成本优势继续保持

我们认为公司在航运市场的成本优势还将继续保持：首先，在这一轮发展中，公司较好地把握了造船时机，部分订单成本较目前新造船价格低30%左右，成本优势明显；其次，公司下属的新加坡公司享有10年期的免税优惠，只有在利润分回公司时才需要补缴7%的所得税，公司计划将长期期租的船放入新加坡公司经营（预计至少将有10艘VLCC和5艘MR），从而大

幅降低公司的实际所得税率。

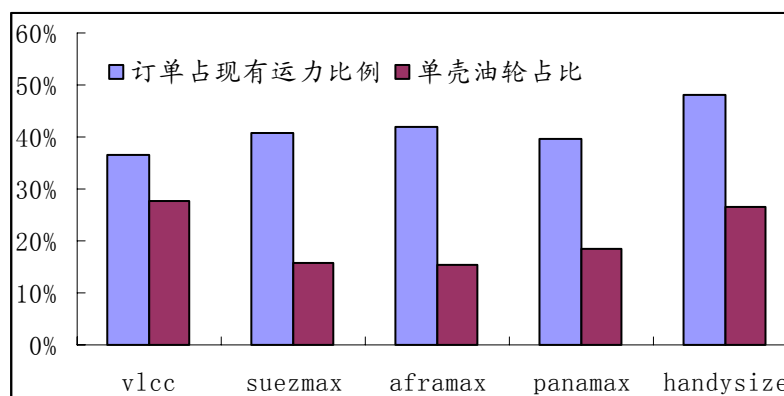
### 表外融资减缓财务压力

此外，随着运力定单的快速投放，公司未来有大量的资金需求。截止2007年底，公司已有4.2亿元的短期借款和44.7亿元的长期付息债务。根据公司现有的船舶订单，不考虑后续新增运力发展计划，公司还需支付船舶建造款46.45亿元。为解决资金不足问题，公司采取长期期租的方式进行表外融资，即公司只需在交船后的10年内以“经营租金”的形式支付60%的成本，剩余的40%在10年以后支付。也就是说船舶在交付使用10年后，才会作为固定资产反映在公司的报表中，而在期租的10年间，账上只有租赁成本，不反映折旧和财务费用。

### 业绩受单壳油轮退市进度影响

对油运市场整体来说，运力的变化对市场的影响明显大于需求变化的影响。根据国际海运组织 IMO 的规定，单壳油轮需在 2010 年前退出市场（部分可放宽到 2015 年或 25 年船龄），由于目前油轮市场上单壳油轮运力有 8830 万载重吨，占现有运力的 23%，如果在未来三年匀速退出的话，平均每年将减少运力 2943 万吨左右。而现有的 1.58 亿载重吨的油轮订单，在 09 年之前交付的只有 4290 万吨，由于订单运力交付和老旧运力淘汰之间存在时间差，单壳油轮的退出有望减缓运力供给压力，从而促成油运市场的回暖。2008 年仅 FRONTLINE 就预计将有 40 艘单壳 VLCC 改成 VLOC 或 FSO/FPSO，如果单壳油轮退市进度加快，则市场回暖的程度还将增强。

图 2 油轮订单/单壳油轮占现有运力比例



数据来源：CLARKSON，2008 年 1 月

### 估值

目前A股航运板块2009年的动态市盈率为23倍，以公司2009年EPS1.19元计算，公司的合理估值为27.27元。

### 风险提示

油价波动风险：燃油成本是公司营业成本中的重要项目，如果燃油价

格出现大幅上涨，则公司的燃油成本将面临上升压力。

运价波动风险：运价是影响公司业绩的最主要因素，如果单壳油轮退市进度低于市场预期，则将影响国际市场的油运价格，从而影响公司的盈利情况。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

长航油运(600087)行情走势



## 相关研究报告

南京水运(600087.sh)	黄永琳	2007-02-14
-----------------	-----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。