

民航：航油综合采购成本差价每吨下调 330 元 中性（维持）

民航 2009 年 1 月 21 日

联系人：张勋 010-66045543

事件描述：

近日，航空公司接到有关方通知，航油综合采购成本差价每吨下调 330 元。

评论：

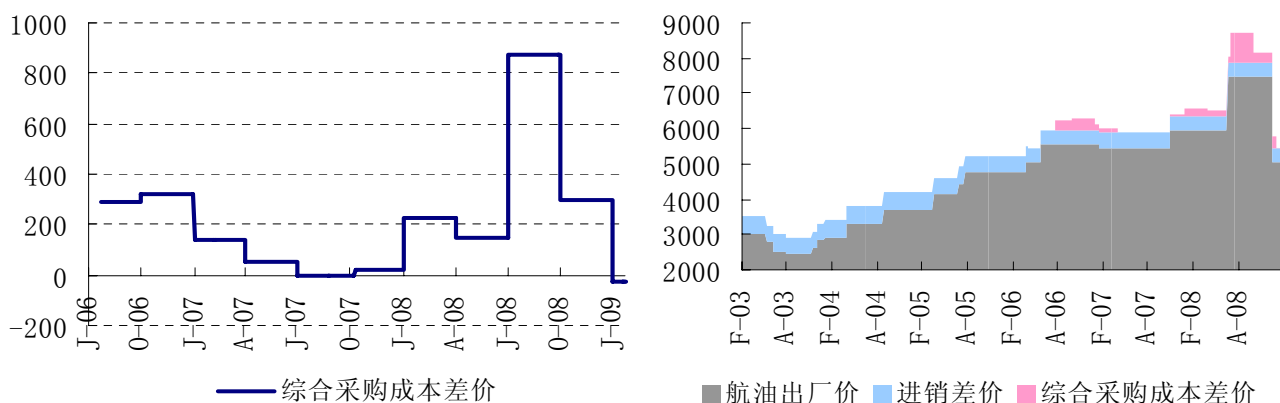
1、航油综合采购成本差价下调幅度低于我们预期。

根据我国当前航空煤油定价机制，国内航空煤油零售价格=国内航空煤油出厂价格+航油综合采购成本差价+进销差价。其中国内航空煤油出厂价格由发改委根据国际油价情况进行调整，航油综合采购成本差价每季度根据上一季度一般贸易进口航油状况和国内航油消耗状况进行调整，进销差价由发改委早期确定，各机场有所差异。在本次调整前，国内航油零售价格为 5770 元/吨，其中，国内航油出场价格为 5050 元/吨，航油综合采购成本差价为 300 元/吨，进销差价（一般机场）为 420 元/吨。

本次航油综合采购成本差价每吨下调 330 元，调整为-30 元/吨，国内航油零售价格则进一步下调为 5440 元/吨，下调 5.7%。

我们认为，这一调整幅度低于之前的预期。2008 年第三季度，一般贸易航空煤油进口量为 23.3 万吨，进口实际采购价格为 10198 元/吨，国内航煤消耗总量为 204.8 万吨，国内航油出场价格为 7450 元/吨，据此计算得出四季度航油综合采购成本差价为 300 元/吨。而对于四季度来说，至少存在两个促使航油综合采购成本大幅度下降的因素：1) 新加坡航煤离岸价格第三季度平均价格为 142.67 美元/桶，第四季度为 74.56 美元/桶，测算认为四季度进口航煤实际采购价格应该大致在 5330 元/吨，而国内航煤出厂价大部分时间维持在 7450 元/吨未变；2) 四季度国内外航油价格严重倒挂超过 2400 元/吨，一般贸易进口航煤量增加意愿强烈。即使根据三季度的燃油消耗和进口情况测算，09 年一季度的航油综合采购成本差价也应在-200 元/吨以上，即航油综合采购成本差价应下调 500 元/吨以上。因此，本次实际下调额度，低于预期。

图表 1：国内航油价格构成及变动 单位：元



资料来源：天相投顾

2、本次航油综合采购成本差价调整对航空公司利润增益相对有限。

单纯从本次油价调整的角度来看，以预计的 2008 年耗油量测算，中国国航、南方航空、东方航空每年将分别减少航油成本约 4.92 亿元、7.82 亿元、5.87 亿元，分别增加 EPS0.03 元、0.07 元、0.06 元。对于航空公司是实质性利好。但是，从行业目前亏损的状态以及 09 年供求、汇率预期来看，本次航油综合采购成本差价的调整难以从本质上改善行业的盈利状况和估值水平。

图表 2：航油综合采购成本差价调整对航空公司年度 EPS 的影响

	2008 预计年耗油量 (万吨)	国内航煤下降 100 元/吨降低成本 (亿元)	国内航煤下降 330 元/吨对 EPS 的影响 (元) —— 不考虑增 发	国内航煤下降 330 元/吨对 EPS 的影 响 (元) —— 考虑 增发
中国国航	298	1.49	0.03	0.03
南方航空	296	2.37	0.09	0.07
东方航空	254	1.78	0.09	0.06

资料来源：天相投顾

需要关注的是，最近两个月国家持续出台的政策，包括经济刺激计划、对民航业建设基金的阶段性免征、油价下调、运力控制等，对行业形成持续利好。因此，我们认为。这些持续的动作或者单个看来并不能抵减需求下滑的负面影响，但其综合效应或许会超出市场预期，在大家极度悲观的状态下带来少许欣慰。

3、短期仍以关注行业整合事宜为主。

短期内，民航业的需求和供给矛盾依然相对突出，2008 年第四季度国内航线的个位数增长难以补偿国际航线两位数的负增长、客座率的下滑、高企的油价和票价水平的低位，预计 2009 年一季度除油价因素，其他负面因素仍将延续，行业依然处于较为困难时期。我们维持对行业的中性投资评级。

从投资角度来看，短期依然以事件驱动的交易性投资机会为主，建议继续关注上海航空市场整合带来的行业性机会，关注东方航空、上海航空等回调后的交易机会；同时，鉴于航空股市场走势“共同进退”的历史表现，可以适当关注这一过程中走势相对温和个股的补涨机会，如中国国航。

风险方面，事件驱动的交易性机会往往导致个股的暴涨暴跌，建议关注股价回调风险。

附录一—综合采购成本差价

国内航空煤油零售价格由三块组成，即国内航空煤油出厂价格、航空煤油综合采购成本差价、销售公司的进销差价；其中国内航空煤油出厂价格与航空煤油综合采购成本差价之和称之为航空煤油综合采购成本。国内航空煤油出厂价格由发改委根据国际油价进行调整；进销差价由发改委核定，各个机场之间存在差距，一般为420元/吨；航空煤油综合采购成本差价主要由民航局按上一季度进口航油状况和国内航油状况按季度调整。

1、国内航空煤油零售价格=现行国国产航空煤油出厂价格+航空煤油综合采购成本差价+进销差价

2、航空煤油综合采购成本=现行国产航空煤油出厂价格+航空煤油综合采购成本差价

3、现行国内航空煤油出厂价格=〔新加坡市场航空煤油离岸价格+贴水（1.5）〕×汇率×桶吨比（7.9）×〔1+关税（1%）〕×〔1+增值税率（17%）〕+港口费（50）

4、航空煤油综合采购成本差价=上季度一般贸易航空煤油进口量×（上季度一般贸易进口航空煤油实际采购价格-上季度国产航空煤油平均出厂价格）/上季度内地航班航空煤油实际销售量

我国的航油综合采购成本差价，主要是针对进口航油和国内航油出厂价格之间的差距，均衡中航油和国内航空运输耗油利益的一种调节手段，是在航油出厂价格和进销差价基础之外的调节手段；该差价是在2006年中期引入国内航油定价机制中的。按照我国目前的航油定价机制，航油综合采购成本差价每季度根据上季度情况调整一次。

航油综合采购成本差价计算：

以2008年第四季度的航空煤油综合采购成本差价计算举例：08年第三季度，我国一般贸易航空煤油进口量为232943吨，第三季度一般贸易进口航空煤油实际采购价格为10198元/吨，第三季度国产航空煤油平均出厂价格7450元/吨，第三季度内地航班航空煤油实际销售量为2048076吨；因此，计算得出我国第四季度的航油综合采购成本差价应为312.5元/吨，以对航油进口商补偿三季度国内航油价格低于国际航油采购价格的差异。所以，在2008年10月份，航油综合采购成本差价在之前870元/吨的基础上大致下调为300元/吨，从而对国内航油零售价格有570元/吨的调整影响。

航油综合采购成本差价=23.29×（10198-7450）/204.8=312.5

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014