



油价小幅上调或显管理层呵护之意

2009.5.20

事件：

2009年5月19日发改委宣布：自5月19日零时起上调航空煤油出厂价460元/吨，即国内航油出厂价从原来的3560元/吨上调至4020元/吨，上调幅度为13%；而国内航油零售价格则从3930元/吨上调至4390元/吨，上调幅度为11.7%。

点评：

油价小幅上调或显管理层呵护之意。2008年上半年油价高企，下半年需求下滑，民航业出现行业性亏损，五大上市民航公司无一幸免。其中，东航和上航还分别因为资不抵债和连续两年亏损而被ST。去年下半年以来，国家通过直接注资、返还民航基金、降低航油成本等一系列措施来缓解民航业的困难局面。

采取直接向民航公司注资的方式，在国际民航史上非常少见。而在三大航中，我们国家先后向东航集团注资三次，累计金额90亿元；向南航集团注资一次，金额为30亿元。

另外，在航空煤油价格的下调幅度和下调频率方面，也为近年来所罕见。例如，去年12月18日和今年1月14日，发改委在1个月内连续两次调低油价。其中，12月那次将航油的出厂价格由每吨7450元调整为5050元，每吨降低2400元，幅度高达32.2%。从总价上看，从去年12月到今年5月，半年内航油出厂价由7450元/吨降到3560元/吨，降幅过半。

近期，国际原油价格从最低30多美元/桶反弹到了60美元/桶，发改委为了保持国内国际油价的近似接轨，自5月19日零时起上调航空煤油出厂价460元/吨。我们认为，此次上调在幅度和时机上均凸显了管理层对我国民航业的呵护之心：首先，在原油价格接近翻倍的情况下，不但在年初逆势下调了航油的出厂价，而且本次上调的幅度也小于市场预期，出厂和零售价的上调幅度仅为13%和11.7%；其次，按照国内成品油定价价值所规定的调整条件，本次调整应在4月底进行。

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级

强于大市（维持）

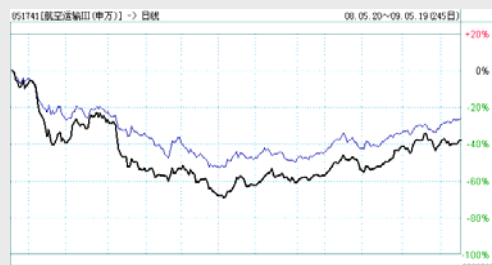
静态市净率：

6.5

动态市净率：

5.9

行业表现



评价周期

1个月

6个月

12个月

绝对表现(%)

-10.43

39.78

-44.25

相对表现(%)

-13.76

9.88

-18.64

资料来源:Wind 资讯

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	07EPS	08EPS	09EPS
中国国航	推荐	0.33	-0.77	0.40
ST 东航	推荐	0.12	-2.86	0.20

资料来源：公司数据

黄庆扬

电话

行业研究员

02132229888*3508

邮箱

huangqingyang@ajzq.com

相关报告

《淡季不淡，我国民航客运数据再回两位数增长》

2009.5.15

油价上调利空民航板块，对国航影响最小。随着油价的疯涨，航油成本占公司总成本的比例越来越大。08 年南方航空和 ST 东航的航油成本分别为 230.86 和 184.88 亿元，同比增长 26.0%和 22.30%，占公司营业成本的比例分别为 42.8%和 43.0%。

此次油价的上调，对国内航线占比最大的南航影响最大，其次是 ST 东航，影响最小的是国航，因为其接近一半的总收入要归于国际航线。我们在三大航空公司 08 年数据的基础上，测算本次油价上调对它们每股收益的影响如下。

表 1：此次油价上调对三大航 EPS 的影响

	中国国航	南方航空	ST 东航
08 年总油耗（万吨）	284.56	301.04	240.98
国内航线占比	50.9%	81.2%	59.3%
平均税率	25%	20%	20%
航油成本增加（万元）	49970.15	89957.60	52587.62
EPS 降低（元）	0.041	0.137	0.108

资料来源：爱建证券研发总部整理

套保损失减少将中和航油价格上调的影响。在 5 家民航类上市公司中，为了对冲原油价格上涨的风险，中国国航、ST 东航和 ST 上航均进行了一定的航油套期保值。其中，国航和 ST 东航的套保数额巨大，在去年油价大幅下跌时分别计提了 74.72 和 64.85 亿元的公允价值损失。随着油价的上涨，这部分套保损失将极大的降低并转化为公司的利润。

根据国航和 ST 东航的公告，若油价较 2008 年 12 月 31 日的收盘价 45 美元/桶上涨或下跌，它们的公允价值损失减少如下。

表 2：国航和 ST 东航套保损失的敏感性分析

油价波动幅度		-30%	-20%	-10%	10%	20%	30%
套保损失减少	中国国航	-6	6	15	32	38	44
（亿元）	ST 东航	2	9	16	27	32	36

资料来源：上市公司公告，爱建证券研发总部整理

目前，国际原油期货的油价接近 60 美元/桶，据此粗略计算，国航和 ST 东航的套保损失将大幅减少 46 亿和 37 亿元。当然，由于套保的合同价格和交割日期不同，上述数字不尽精确。但这足以中和航油价格上调所带来的不利影响。

重点推荐中国国航和 ST 东航。在民航板块中，我们建议投资者重点关注中国国航和 ST 东航。建议关注中国国航的原因如下：①.公司以北京和成都为航空基地，08 年受奥运和汶川地震的影响要大于其他公司，基数较低。今年前几月份，公司的 RPK 增速在各家民航类上市公司中已名列前茅，预计 5 月后会进一步扩大；②.08 年年报计提了巨额套保损失以及投资国泰航空的损失，随着航油期货价格突破 60 美元，套保损失将部分转化为利润；③.即使不考虑公允价值收益，也是几大航中盈利最好的一家。预计 09 年 EPS 0.4 元，目标价 8 元。

建议关注 ST 东航的原因如下：①.公司在 08 年巨亏 139 亿，最坏时候已经过去；②.近期再获政府 20 亿注资，累计已达 90 亿，将大幅降低公司的财务成本，提高公司的现金流量；③.08 年年报计提了巨额套保损失，09 年将部分转化为利润；④.08 年计提了资产减值损失 20 亿元，有利于公司轻装上阵。预计 09 年 EPS 0.2 元，目标价 6.5 元。

近期甲型 N1H1 流感的蔓延对民航板块影响不利，提醒投资者关注其发展情况，注意风险。

附表：近年国内成品油调价一览：

2009 年 5 月 19 日	5 月 19 日零时起上调航空煤油出厂价 460 元/吨，即国内航油出厂价从原来的 3560 元/吨上调至 4020 元/吨；而国内航油零售价格则从 3930 元/吨上调至 4390 元/吨
2009 年 1 月 14 日	1 月 15 日零时起将汽油出厂价格由每吨 5580 元调整为 5440 元，每吨降低 140 元；柴油出厂价格由每吨 4970 元调整为 4810 元，每吨降低 160 元
2008 年 12 月 19 日	汽油出厂价格由每吨 6480 元调整为 5580 元，每吨降低 900 元；柴油出厂价格由每吨 6070 元调整为 4970 元，每吨降低 1100 元；航空煤油出厂价格由每吨 7450 元调整为 5050 元，每吨降低 2400 元。
2008 年 6 月 20 日	上调汽油、柴油价格每吨 1000 元； 上调航空煤油价格每吨 1500 元；
2007 年 10 月 31 日	上调汽油出厂价格每吨提高 500 元；上调柴油出厂价格每吨 500 元；上调航空煤油出厂价每吨 500 元；
2007 年 1 月 14 日	下调汽油出厂价格每吨 220 元；下调航空煤油出厂价每吨 90 元；
2006 年 5 月 24 日	上调汽、柴、航空煤油每吨 500 元；
2006 年 3 月 26 日	上调汽油出厂价格每吨 300 元；上调柴油出厂价格每吨 200 元；上调航空煤油出厂价每吨 300 元；
2005 年 7 月 23 日	上调汽油出厂价格每吨 300 元；上调柴油出厂价格每吨 250 元；上调航空煤油出厂价格每吨 300 元；
2005 年 6 月 25 日	上调汽油出厂价格每吨 200 元；上调柴油出厂价格每吨 150 元；上调航空煤油出厂价格每吨 300 元；
2005 年 5 月 23 日	降低汽油出厂价格每吨 150 元；
2005 年 5 月 10 日	上调柴油出厂价格每吨 150 元；
2005 年 3 月 23 日	上调汽油出厂价格每吨 300 元；

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%~15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。