

对航油价格调整的投机将减弱

研究结论

- **此次航油调整对资本市场最重大的影响。**这次航空煤油价格调整是在 5 月 8 日新成品油定价机制后的第三次调整。市场在有预期又有所怀疑中等到了油价的下调。这一成品油的调整时点符合新定价机制的规定，航空煤油的调整方向与幅度也符合与国际油价接轨的要求。应该说连续三次按新成品油定价机制对航空煤油价格进行调整，使我们相信新机制将会被遵守，这就使得今后对航空股油价调整的投机减弱（航空股历史上经常在国内油价调整时有突然表现），今后投资者对国内油价调整的时点与幅度将在对国际油价的关注中已有所预期。并且时间拉长一点，国内油价将与国际油价接轨（差别在增值税）。航空煤油的市场化程度得以大幅提高。
- **对航空公司的直接影响。**静态地来看，此次国内航空煤油价格下调 280 元/吨。影响中国国航 2009 年净利润 1.31 亿、东方航空 1.13 亿、南方航空净利润 2.40 亿。影响中国国航 EPS0.011 元、东方航空 0.015 元、南方航空 0.03 元。但我们认为在新机制下这样计算的意义已经不大，因为国内油价今后的调整将随国际油价变动，调整将经常发生，对航空煤油整年合理的价格水平估计才是最为重要的。我们目前假设下半年国内航空油价在 5460 元/吨，国际加油价在 4300 元/吨的水平，对应的原油价格为 68\$/桶。
- **对航空业实体经营的看法。**航空业的国际业务依然低迷，旺季表现低于市场原有预期，并且以目前对世界经济复苏的进程的看法，市场对国际业务较快复苏也缺乏信心。同时，目前的油价相对于航空业下游需求来说依然偏高，严重挤压航空业利润。根据我们对相关研究的了解，一方面出于原油存在的产能瓶颈（前几年基础投入不足），一方面出于资金对商品市场的热衷，一旦经济复苏，油价被炒高的可能性非常之大，将十分不利于航空业盈利的复苏。这种航空业下游需求的复苏与成本上涨的不匹配，将在近半年内主导航空业运营的格局。
- **对航空股的看法。**最近三个月航空股表现远远落后于大盘，南方航空与海南航空基本在原地徘徊，中国国航在国际油价暴跌的 7 月 5 日至 7 月 10 日出现过一波易性机会，此后亦止步不前，我们认为基于市场对航空业国际业务复苏的谨慎预期与脆弱的“下游需求复苏与成本上涨”不匹配的基本面，航空股难有内源性的投资机会，而最近的上涨我们认为基于流动性充裕条件下补涨与油价调整、燃油附加费上调的预期的结合。我们依然维持对航空业整体中性的评级。（同时我在正文部分对今年航空股的投资逻辑也进行了梳理）。
- **风险因素：**国家给航空业政策上的支持、国际经济恢复超预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输业分析师

8621-63325888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

王晶

首席分析师

行业评级	看好 中性 看淡（下调）
国家/地区	中国/A 股
行业	航空
报告日期	2009 年 7 月 29 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	17.48	23.35	-2.38
相对表现 (%)	1.53	-12.23	-20.82

资料来源：WIND

最新研究报告

《行业趋势向好不变，行情演绎尚待时日》	2009.05.08
《枢纽机场看点在其周期性》	2009.05.11
《航空业非市场化运营深度解析》	2009.06.05
《全球航空经典并购案研究》	2009.06.12
《航油价格上调，下调评级至中性》	2009.06.30
《最近对航空股的看法》	2009.07.28

投资要点

此次航油调整对资本市场最重大的影响

这次航空煤油价格调整是在 5 月 8 日新成品油定价机制后的第三次调整。市场在有预期又有所怀疑中等到了油价的下调。这一成品油的调整时点符合新定价机制的规定，航空煤油的调整方向与幅度也符合与国际油价接轨的要求。应该说连续三次按新成品油定价机制对航空煤油价格进行调整，使我们相信新机制将会被遵守，这就使得对航空股油价调整的投机减弱（航空股历史上经常在国内油价调整时有突然表现），今后投资者对国内油价调整的时点与幅度将在对国际油价的关注中已有所预期。并且时间拉长一点，国内油价将与国际油价接轨（差别在增值税）。航空煤油的市场化程度得以大幅提高。

对航空公司的直接影响

静态地来看，此次国内航空煤油价格下调 280 元/吨。影响中国国航 2009 年净利润 1.31 亿、东方航空 1.13 亿、南方航空净利润 2.40 亿。影响中国国航 EPS0.011 元、东方航空 0.015 元、南方航空 0.03 元。但我们认为在新机制下这样计算的意义已经不大，因为国内油价今后的调整将随国际油价变动，调整将经常发生，对航空煤油整年合理的价格水平估计才是最为重要的。我们目前假设下半年国内航空油价在 5460 元/吨，国际加油价在 4300 元/吨的水平，对应的原油价格为 68\$/桶。

对航空业实体经营的看法

航空业的国际业务依然低迷，旺季表现低于市场原有预期，并且以目前对世界经济复苏的进程的看法，市场对国际业务较快复苏也缺乏信心。同时，目前的油价相对于航空业下游需求来说依然偏高，严重挤压航空业利润。根据我们对相关研究的了解，一方面出于原油存在的产能瓶颈（前几年基础投入不足），一方面出于资金对商品市场的热衷，一旦经济复苏，油价被炒高的可能性非常之大，将十分不利于航空业盈利的复苏。这种航空业下游需求的复苏与成本上涨的不匹配，将在近半年内主导航空业运营的格局。

对航空股的看法

最近三个月航空股表现远远落后于大盘，南方航空与海南航空基本在原地徘徊，中国国航在国际油价暴跌的 7 月 5 日至 7 月 10 日出现过一波易性机会，此后亦止步不前，我们认为基于市场对航空业国际业务复苏的谨慎预期与脆弱的“下游需求复苏与成本上涨”不匹配的基本面，航空股难有内源性的投资机会，而最近的上涨我们认为基于流动性充裕条件下补涨与油价调整、燃油附加费上调的预期的结合。我们依然维持对航空业整体中性的评级。（请参加我们的报告，2009 年 7 月 28 日《最近对航空股看法》、2009 年 6 月 30 日《航油价格上调，下调评级至中性》）

风险因素

国家给航空业政策上的支持、国际经济恢复超预期。

正文

航空煤油在新定价机制下已三次上调

航空煤油在 5 月 8 日新成品油定价机制执行后，分别调整了三次出厂价。分别为 5 月 19 日上调航空煤油 460 元/吨、6 月 30 日上调航空煤油 1030 元/吨、7 月 29 日下调航空煤油 280 元/吨。最近 6 月 30 日与 7 月 29 日的调整，使我们对航空煤油价格调整今后能够遵从新成品油定价机制的信心大大增强。航油的市场化程度有所提高，今后燃油将按照基本与国际油价接轨的方向发展。

5 月 8 日《石油价格管理办法（试行）》中涉及航空煤油定价机制的核心内容：

第六条 当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格。

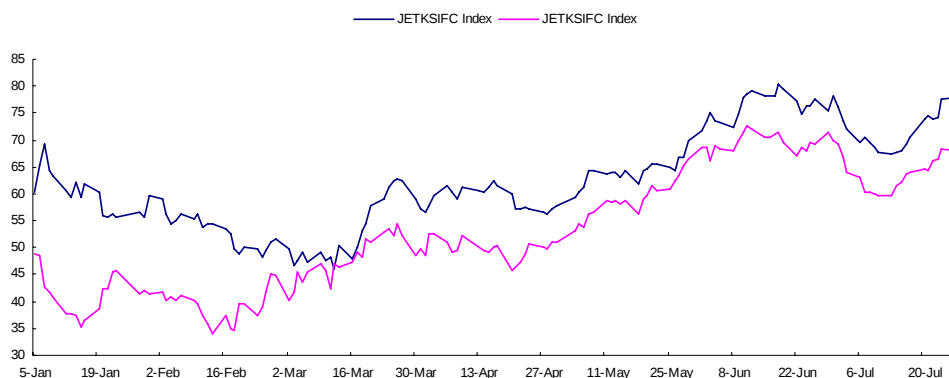
第十五条 国家发展改革委按与国际市场接轨的原则制定成品油生产企业销售的航空煤油标准品出厂价格。非标准品出厂价格由生产企业按标准品出厂价格和规定的品质比率自行确定。

6 月 30 日开始，由于当时市场一些不利数据的公布，如美国超预期的失业率，致使市场对世界经济复苏预期变得相对谨慎，加上国际社会对原油投机炒作的关注，原油价格出现了连续快速的下跌。致使目前的油价水平触及了国内新成品油定价机制对油价调整的条件。

图 1：航空煤油价格调整

	航空煤油出厂价调整				综合采购成本
	调整前	调整后			
2009 年 7 月 29 日	5050	4770			
2009 年 6 月 30 日	4020	5050			
2009 年 5 月 19 日	3560	4020			
				2009 年 4 月 1 日	-30
2009 年 3 月 25 日	3990	3560		2009 年 3 月 25 日	
2009 年 1 月 15 日	5050	3990		2009 年 1 月 1 日	-330
2008 年 12 月 19 日	7450	5050		2008 年 10 月 1 日	-570
2008 年 6 月 20 日	5950	7450		2008 年 7 月 1 日	720
2007 年 11 月 5 日	5450	5950		2008 年 4 月 1 日	-80
2007 年 1 月 14 日	5540	5450		2008 年 1 月 21 日	210
				2007 年 10 月 17 日	20
				2007 年 7 月 1 日	-50
				2007 年 4 月 1 日	-90
				2007 年 1 月 1 日	-180

资料来源：东方证券研究所整理

图 2：2009 年 WTI 与 JETKSIFC 价格变动


资料来源：bloomberg

目前来看，考虑增值税因素，国内航空煤油价格与国际航空煤油价格基本已经接近。

表 3：国内加油价与国际加油价比较

	国内	国际	五大机场	平均
2009 年 1 月	4839	3567	3853	4352
2009 年 2 月	4385	3574	3886	4106
2009 年 3 月	4291	3177	3521	3873
2009 年 4 月	3956	3345	3485	3706
2009 年 5 月	4147	3522	3814	3931
2009 年 6 月	4454	3988	4060	4258

资料来源：公司数据、东方证券研究所

表 4：世界部分国家国内航班 6 月油价比较

机场名称	出厂价格	出厂价格	国内航班销售价格 (含税)	税率
	(不含税)	(含税)		
纽约	3,463	3,809	4,057	10%
洛杉矶	3,311	3,642	3,890	10%
旧金山	3,437	3,781	4,028	10%
巴黎	3,514	4,203	4,522	19.60%
伦敦	3,805	4,471	4,666	17.50%
法兰克福	3,575	3,575	3,762	0

悉尼	3,465	3,812	4,301	10%
东京	3,266	4,572	5,093	消费税 5%,
				燃油税 35%
中国内地	3,431	4,054	4,431	关税 1%,
机场				增值税 17%

资料来源：东方证券研究所

表 5：世界部分国家国际航班 6 月油价比较

机场名称	油价构成				油价差价		
		加价	收费		差价	节差价	差价
	3,679	403		4,082			
纽约	3,463	142	83				
	3,311	142	83	3,536	368	178	546
旧金山	3,437	142	83				
	3,514	213	54	3,781	165	136	301
伦敦	3,805	126	40				
	3,575	167	20	3,762	104	216	320
悉尼	3,465	445	0				
	3,266	0	372	3,638	413	31	444
香港	3,488	178	0				
	3,377	135	19	3,531	302	249	551
国际平均	3,490	258					

资料来源：东方证券研究所

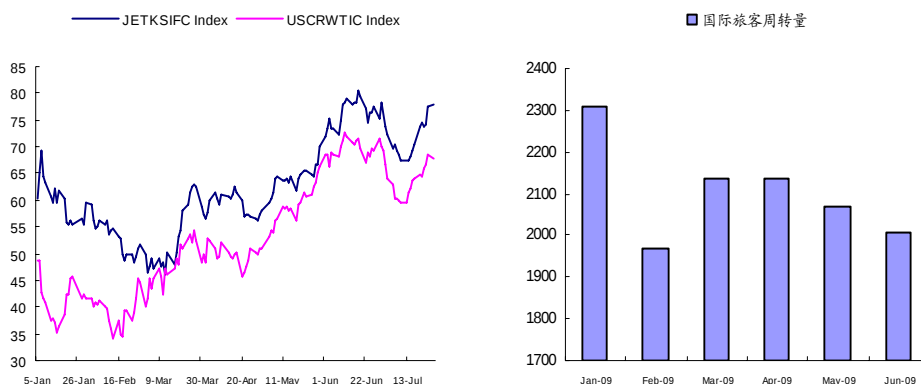
对航空业实体经营的看法

航空业的国际业务依然低迷，旺季表现低于市场原有预期，并且以目前对世界经济复苏的进程的看法，市场对国际业务较快复苏也缺乏信心。同时，目前的油价相对于航空业下游需求来说依然偏高，严重挤压航空业利润。根据我们对相关研究的了解，一方面出于原油存在的产能瓶颈（前几年基础投入不足），一方面出于资金对商品市场的热衷，一旦经济复苏，油价被炒高的可能性非常之大，将十分不利于航空业盈利的复苏。这种航空业下游需求的复苏与成本上涨的不匹配，将在近半年内主导航空业运营的格局。

图 6:历年航空业盈亏平衡油价

Year	% of Operating Costs	Average Price per Barrel of Crude	Break-even Price per Barrel	Total fuel cost
2003	14%	US\$28.80	US\$23.20	US\$44 billion
2004	17%	US\$38.30	US\$34.50	US\$65 billion
2005	22%	US\$54.50	US\$51.80	US\$91 billion
2006	24%	US\$65.10	US\$65.00	US\$107 billion
2007	28%	US\$73.00	US\$81.10	US\$136 billion
2008 F	32%	US\$99.00	US\$93.60	US\$168 billion
2009 F	25%	US\$50.00	US\$46.80	US\$116 billion

资料来源：东方证券研究所整理

图 7:油价上升与国航国际业务周转量对比：下游需求与成本上涨不匹配


资料来源：东方证券研究所整理

对航空股的看法

我们应该先来梳理一下今年航空股上涨的逻辑。今年航空股第一波行情性上涨出现在3月份，由于去年开始国内业务恢复较好，于是市场开始认同航空旅客周转量国内的高增长，并且预期下半年世界经济复苏预期使国际业务反转，3月份的行情对后市乐观预期较为充分，因此对股价透支也较为严重。

最近三个月航空股表现远远落后于大盘，南方航空与海南航空基本在原地徘徊，中国国航在国际油价暴跌的7月5日至7月10日出现过一波易性机会，此后亦止步不前。

我们在 6 月 29 日的报告《航油价格上调，下调行业评级》中曾指出，所谓的一般季节性重复规律的旺季并不能引发行情，因为 3 月份对此以进行提前反映，旺季会有一定量价齐升并不超出预期。同时燃油套保也不足以引发行情，详细我们当时的报告。

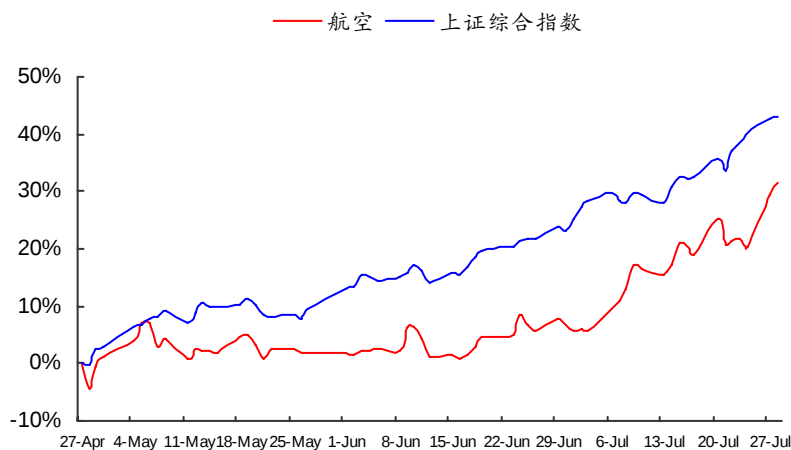
因此当时我们认为行情的引发将来自于旺季中能超预期旺的因素出现，和国际业务的复苏，事实上市场对世界经济复苏相当缓慢，因此市场并不会在这种谨慎预期下而大胆投资航空股，于是航空股将会出现震荡，但引发不了行情。这就是我们对航空股当时投资评级中性的根源。这个震荡过程何时结束，那就是我们指出的紧跟数据，当看到旺季不一般的旺和国际业务真实复苏。

而市场在流动性充裕的环境下，不断上涨，但航空股一直在原地不动，当经历三个月静止后，行业本身没有内源性的投资机会，我们所说的两个条件也没有出现，但外源性的流动性冲击已经使航空股有补涨的要求，加上对油价调整的预期与燃油附加费重征的预期，航空股最近两天出现了一定上涨。

这就是今年航空股投资的内在逻辑。

对于后市，我们认为基于市场对航空业国际业务复苏的谨慎预期与脆弱的“下游需求复苏与成本上涨”不匹配的基本面，航空股难有内源性的投资机会，而最近的上涨我们认为基于流动性充裕条件下补涨与油价调整、燃油附加费上调的预期的结合。我们依然维持对航空业整体中性的评级。（请参加我们的报告，2009 年 7 月 28 日《最近对航空股看法》、2009 年 6 月 30 日《航油价格上调，下调评级至中性》）

图 8：最近三月航空股表现远远落后大盘



资料来源：WIND

国际航空股表现

图 9：国际航空股最近表现

Security	TICKER	前一天收盘价	五天	一月	三月	六月	一年
欧洲航空公司							
AF	法荷航	8.679	-2.92%	-3.11%	5.43%	11.50%	-45.76%
LHA	汉莎航空	9.47	0.11%	8.11%	7.61%	-5.58%	-36.44%
BAY	英国航空	132.3	-2.72%	2.32%	-7.55%	-5.09%	-43.58%
SAS	北欧航空	3.39	-3.42%	-0.59%	-10.55%	-53.25%	-49.37%
RYA	瑞安航空	3.08	-6.67%	-6.78%	-1.28%	-0.81%	23.20%
EZJ	简易喷气	275.75	-3.84%	-1.43%	-8.77%	-17.81%	-10.69%
美国航空公司							
AMR	美国航空	4.62	7.19%	8.71%	-2.74%	-30.94%	-42.25%
DAL	达美航空	6.2	2.31%	8.77%	1.97%	-29.06%	-10.14%
CAL	大陆航空	10.12	7.43%	15.26%	-4.26%	-37.65%	-15.10%
UAUA	联合航空	3.72	0.00%	6.90%	-26.34%	-68.26%	-46.93%
ALK	阿拉斯加秀空	22.47	8.29%	25.18%	36.02%	-15.56%	32.18%
LCC		2.8	34.62%	19.15%	-27.08%	-61.64%	-32.85%
JBLU	蓝色喷气	5.1	11.60%	18.33%	3.24%	-22.26%	4.08%
亚洲航空公司							
SIA	新加坡航空	13.62	-0.44%	7.75%	34.32%	20.53%	-10.86%
9202	全日空	265	0.00%	-22.74%	-23.85%	-21.36%	-34.24%
9205	日本航空	166	0.61%	-12.17%	-11.70%	-17.00%	-24.89%
THAI	泰国航空	13.2	3.12%	-9.59%	14.78%	85.92%	-19.02%
20560	韩亚航空	3885	3.74%	5.00%	0.39%	-2.88%	-25.14%
293	国泰航空	12.1	5.03%	19.09%	45.08%	42.35%	-20.81%

资料来源：bloomberg

图 10：国际航空股估值比较

Security	TICKER	P/E	P/B	P/S	本年预测 P/E	P/EBITDA	下年预测 P/E	市值/收入	本年 EPS 预测
欧洲航空公司									
AF	法荷航	#VALUE!	0.45	0.11	#VALUE!	1.08	#VALUE!	0.08	-1.64
LHA	汉莎航空	14.99	0.68	0.17	#VALUE!	1.47	32.68	0.21	-0.39
BAY	英国航空	#VALUE!	0.91	0.17	#VALUE!	1.26	#VALUE!	0.18	-0.32
SAS	北欧航空	#VALUE!	0.70	0.09	#VALUE!	6.33	40.12	0.12	-0.58
RYA	瑞安航空	102.38	1.79	1.51	13.40	#VALUE!	11.10	1.45	0.24
EZJ	简易喷气	28.48	1.14	0.45	32.44	7.76	10.26	0.56	0.09
美国航空公司									
AMR	美国航空	#VALUE!	#VALUE!	0.08	#VALUE!	2.58	#VALUE!	0.13	-4.47
DAL	达美航空	#VALUE!	5.05	0.21	#VALUE!	#VALUE!	6.56	0.35	-1.28
CAL	大陆航空	#VALUE!	5.51	0.08	#VALUE!	3.22	9.05	0.15	-2.68
UAUA	联合航空	#VALUE!	#VALUE!	0.05	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	0.08	-9.80
ALK	阿拉斯加航空	13.63	1.18	0.19	10.45	3.20	7.96	0.29	2.16
LCC		#VALUE!	#VALUE!	0.04	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	0.07	-4.48
JBLU	蓝色喷气	#VALUE!	1.06	0.32	23.67	2.90	11.57	0.57	0.22
亚洲航空公司									
SIA	新加坡航空	15.13	1.15	0.74	30.09	3.93	15.64	0.74	#NAME?
9202	全日空	#VALUE!	1.59	0.45	#VALUE!	3.43	132.50	0.54	#NAME?
9205	日本航空	#VALUE!	29.96	0.27	#VALUE!	3.26	90.56	0.28	#NAME?
THAI	泰国航空	#VALUE!	0.44	0.06	8.04	0.79	5.99	0.07	#NAME?
20560	韩亚航空	#VALUE!	0.88	0.15	#VALUE!	1.27	41.53	0.14	#NAME?
293	国泰航空	#VALUE!	1.28	0.39	53.25	2.60	22.41	0.40	#NAME?

资料来源：bloomberg

分析师承诺

章琪：航空运输业分析师

王晶：首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 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%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：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；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn