

油价突破 80 美元 压缩航空利润空间

谨慎推荐 维持评级

分析师: 毛昂 邮箱: maoang@chinastock.com.cn 电话: 010-66568732

1. 事件

2009 年年 10 月 21 日纽约商品交易所 2010 年 1 月原油期货大幅度上涨 2.86%，收盘达到 81.96 美元/桶，这是从 2008 年 12 月原油价格探底 32 美元/桶以来，纽约商品交易所原油期货首次收盘突破 80 美元/桶大关，对于正在逐步恢复增长的中国和全球航空业，将产生比较大影响。

2. 我们的分析与判断

最近，国际石油市场价格不断上升，纽约原油在连续 19 周在 65--76 美元/桶大关附近徘徊后，10 月中旬开始向上突破 76 美元/桶压力位置，在 10 月 19 日和 20 日连续两天盘中冲击 80 美元/桶后，终于在 10 月 21 日（北京时间 22 日凌晨）收盘突破 80 美元/桶大关，从国际原油价格 80 美元/桶以上，就进入高石油价格时代，对于我们运输行业关系重大，特别是对于航空业的关系特别重大，我们重点分析国际原油上涨对于航空行业 and 公司的影响进行分析。

(1) 国内航空燃油可能将再次上调 500 元/吨。

从 2009 年下半年开始的每月底成品油价格改革的新方法已经进入正常程序，中国成品油市场已经与国际市场密切关联。按照目前中国航空市场每年消耗航空燃油 1050 万吨比例计算，上调航空燃油每吨 500 元，国际原油 80 美元/桶计算，中国航空业将增加航空成本 52 亿，其中南方航空、中国国航和东方航空每年将分别增加成本 17 亿、14 亿和 12 亿，扣除 25% 的所得税以后，相当于折合每年分别减少每股净利润 0.18 元、0.09 元和 0.14 元。国际原油的小幅度调整，就将对于航空公司净利润产生这样的影响，2009 年四季度和 2010 年，如果国际石油价格继续震荡上升，对应的国内航空燃油上升幅度将相应增加，对于航空公司经营产生比较大的影响。

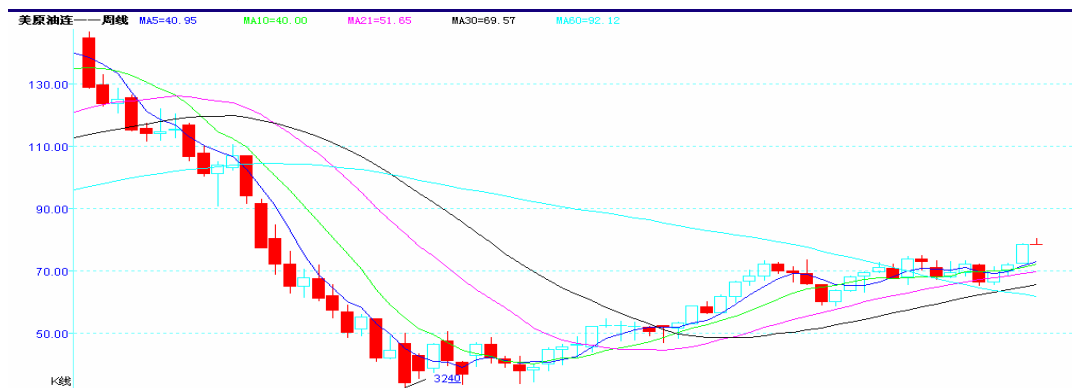
(2) 高油价时代再次来临，航空业经营再次面临考验。

2009 年上半年，由于国际石油价格大幅度下降，国内航空价格同比下降了 45% 以上，由于航空燃油占航空成本的比例比较高，2008 年最高曾经达到 45%，航空燃油大幅度下降就大幅度降低了航空成本。2009 年上半年中国的航空公司的毛利率大幅度上升，从 2008 年的平均 8% 的水平上升到 2009 年上半年的 16% 左右，毛利率平均上升 8 个百分点，几乎上升了一倍。2009 年上半年，航空燃油大幅度下降对于中国航空公司贡献比较大。

从 2009 年下半年开始，国家发改委连续调整国内航空燃油出厂价上涨每吨 1030 元，7 月底又下调 280 元，10 月初再次上涨 300 元，上半年国内航空燃油出厂平均价格在 4100 元/吨左右，10 月底国内航空燃油出厂价格可能将达到 6000 元/吨左右。由于国际经济形势初步好转，乐观的情绪支持国际市场石油价格再次开始进入缓慢的上升趋势，四季度到 2010 年石油价格将维持比较强势的上升趋势难以改变，我们将全年国际石油平均价格从 65 美元/桶上调到 70 美元/桶，对应国内航空燃油在出厂价格从 5200 元/吨上调到 5500 元/吨，这样 2009 年下半年国内燃油价格就高于上半年每吨 1400 元，上升幅度达到 40% 以上，这样计算，仅仅由于国内外航空燃油的上升，下半年航空行业平均毛利率将比较上半年下降 6 个百分点，行业平均毛利率再次从 18% 下降 12% 的低水平，行业经营再次进入微利时代。

(3) 国际石油趋势：再次进入上升周期

图 1：纽约原油连续周线：结束徘徊、向上突破



资料来源：中国银河期货公司

从 2009 年初开始，国际石油再次进入一个比较大型的上升周期，石油价格从 32 美元上升到 2009 年 6 月到 10 月连续 4 个月在 65--76 美元/桶大关附近徘徊后，10 月中旬开始向上突破 76 美元/桶压力位置，在 10 月 21 日（北京时间 22 日凌晨）收盘突破 80 美元/桶大关，由于国际经济出现恢复迹象，推动石油需求出现上升趋势，2009 年底到 2010 年国际石油维持上升趋势的可能性比较大，再次冲击 100 美元甚至更高价格的可能性已经开始增大。

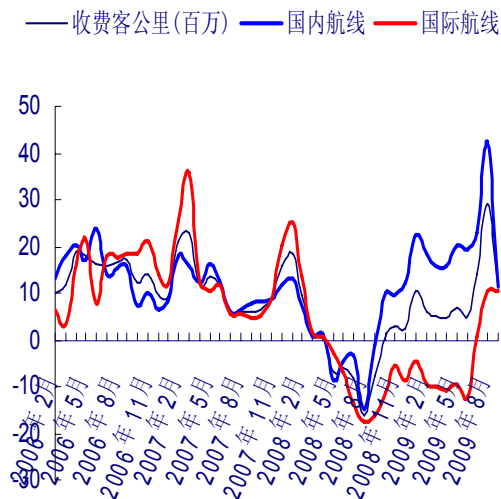
展望 2010 年，石油等大宗商品在需求缓慢恢复和资源储量减少的支持下，将维持缓慢强势上升的趋势，我们预计：未来一年，国际石油价格将在每桶 60 美元—120 美元之间徘徊，2009 年平均价格在从上半年每桶 50 美元上升到下半年 70 美元左右（半年环比上升 40%），2009 年全年平均为 60 美元/桶，2010 年将上升到 85 美元/桶，同比上升幅度将达到 40%，国内航空燃油从上半年的 4200 元/吨水平上升到下半年的 5500 元/吨，由于国际油价超过 80 美元/桶后，国内成品油价格将采用折扣上升方法，我们按照 50% 的折扣率估计，2010 年国内航空燃油价格 6300 元/吨，已经接近行业 2008 年全面亏损的时代最高国内燃油价格的 7200 元/吨，所以 2010 年航空行业将再次进入“微利”时代。

3. 投资建议

我们认为，虽然中国航空业需求增速快速恢复上升，但是国内外原油价格的大幅度上涨，导致燃油价格上升也使得航空行业运营成本不断上升，虽然上半年经营出现一定的转机，但是下半年再次被不断上升的燃油成本所抵消，中国航空行业处于长期看好和中期困难的情况下前进。中国政府分别向几个大型航空公司注入巨量资金，对于进一步缓解航空公司融资压力支持比较大，对 2009 年和 2010 年经营具有一定支持，国家支持旅游消费政策、航空市场的逐步恢复对于公司经营都是巨大的支持。

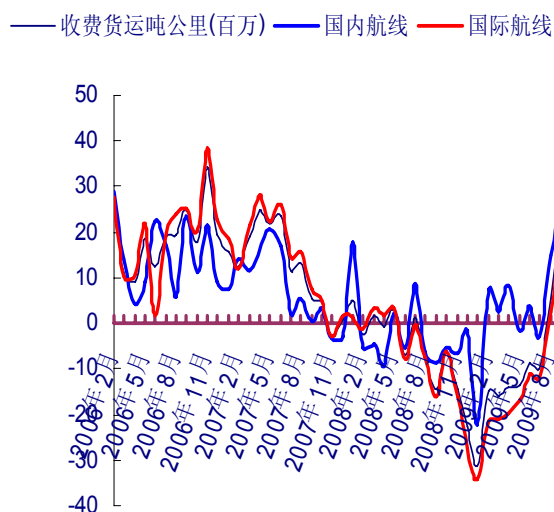
未来随着航空市场企稳和回升，中国航空业中长期潜力还是巨大的。我们预计 2009 年和 2010 年中国航空行业收入分别上升 5% 和 10%，净利润将总体将逐步扭亏为盈，由于燃油价格不断上涨，行业主要业务净利润还是处于微利状态，上半年中国国航和东方航空利润的 90% 来源于非经常损益，三大航空公司的主要业务利润仅仅是微利，所以我们认为航空行业经营刚刚进入稳步发展的轨道，未来的道路还是任重道远。我们维持行业评级为“谨慎推荐”。

图 2: 收费客公里增速: 国内转为稳健、国际大幅恢复



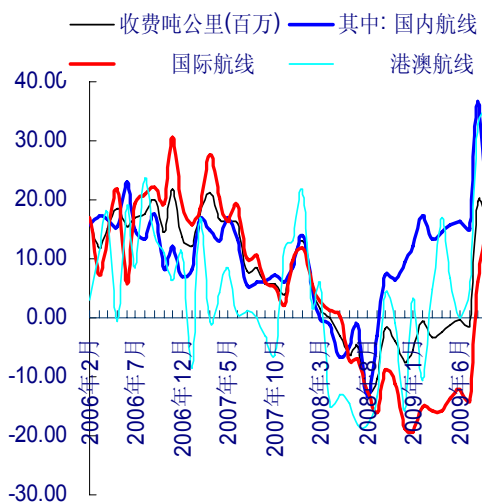
资料来源: 公司网站 中国银河证券研究所

图 3: 收费货运吨公里增速: 全面快速恢复



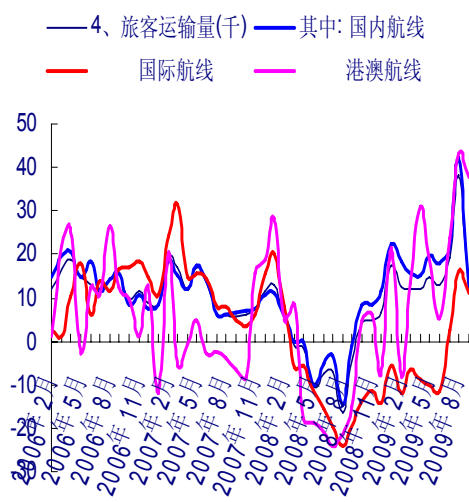
资料来源: 公司网站 中国银河证券研究所

图 4: 收费吨公里增速: 国内上升回挡、国际快速恢复



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 5: 旅客运输量增速: 国内转稳健、国际转增长



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

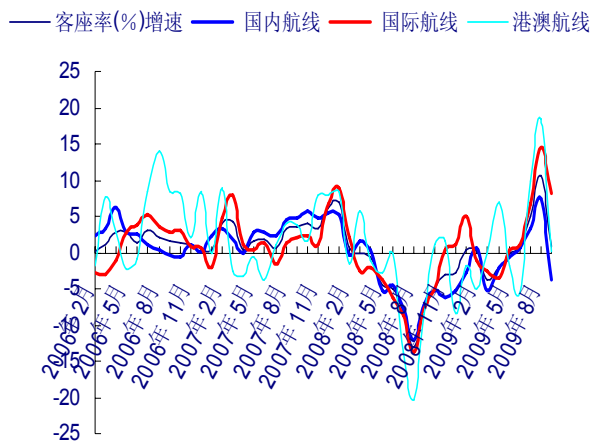
表 1: 需要关注的重点公司

股票名称	代码	评级	股价(元)	目标价(元)	PE (X)			09-10EPS CAGR	ROE2009
					2008	2009	2010		
南方航空	600029	谨慎推荐	5.42	6	-	60.2	27.1	13.87%	4.43%
东方航空	600115	谨慎推荐	5.71	6.24	-	35.7	23.8	18.71%	19.75%
中国国航	601111	谨慎推荐	8.1	8.32	-	28.9	25.3	15.34%	2.75%
上海航空	600591	中性	6.24	6	-	104.0	31.2	16.93%	5.22%
海南航空	600221	中性	4.89	5.4	-	44.5	27.2	15.24%	5.02%

资料来源: 中国银河证券研究所

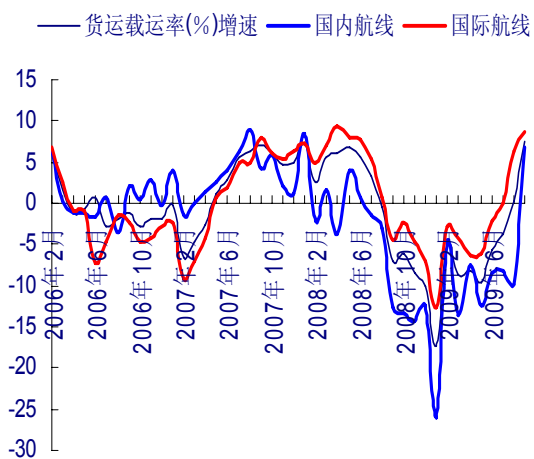
股票价格截止日---2009 年 10 月 22 日

图 6: 客座率增速: 国内有反复 国际恢复快



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 7: 货运载运率增速: 强劲恢复、国际领先



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业公司覆盖范围：

600009 上海机场、600004 白云机场、000089 深圳机场、600897 厦门空港
601111 中国国航、600029 南方航空、600015 东方航空、600591 上海航空
600221 海南航空、000099 中信海直、600270 外运发展、600125 铁龙物流
601006 大秦铁路、601333 广深铁路、600087 长航油运、601919 中国远洋
600026 中海发展、601872 招商轮船、601866 中海集运、600896 中海海盛
600428 中远航运、600798 宁波海运、600692 亚通股份、600561 长运股份
600611 大众交通、600662 强生控股、600834 申通地铁、600326 西藏天路
600878 中储股份

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908