



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 4 月 14 日

航空

研究部

陶薇

分析师, SAC 执业证书编号: S0080205070024
taovivian@cicc.com.cn

发改委上调航油价格

行业近况:

发改委 4 月 13 日公布了关于上调航空煤油出厂价格的通知, 从 4 月 14 日起, 将国内航油出厂价由 5190 元每吨上调 500 元到 5690 元每吨, 升幅为 9.6%。

评论:

油价上调幅度略超出预期。过去一个计价期 Brent、Dubai、和 Cinto 均价从 74.9 美元/桶上涨 4.7 美元/桶至 79.6 美元/桶, 上涨 6.3%, 满足油价上调条件。而该次航油调整的幅度为 9.6%, 要高于我们的预期, 也高出汽柴油每吨 320 元的调整幅度。自去年 11 月上调油价后, 油价涨幅较大, 国内油价一直未有调整, 估计上调幅度较大是为了弥补调整的滞后。

上调燃油附加费可以覆盖油价上调影响。本次上调后, 加上中航油每季度进销差价的调整 (二季度为 10 元/吨), 国内航油综合采购成本将相应上调至 5700 元/吨。根据新的国内航线燃油附加费单位收取率计算, 国内航线燃油附加费的收取上限将可以提高到 800 公里以上 70 元, 800 公里以下 40 元。如果航空公司按照上限征收燃油附加费, 根据我们的测算 (表 1), 航油采购价上调的影响基本可以被燃油附加费上调覆盖。即使航空公司选择不按照上限收取燃油附加费, 如假设航空公司按 60/30 来征收燃油附加费, 燃油附加费的上调也能覆盖 50%~70% 的油价调整。整体来看, 在新的联动机制下, 航空公司可以更为便捷的向终端消费者传递部分油价上升的影响。

估值与建议:

预计油价上调短期内将会对航空板块的表现带来一定压力。不过, 我们仍然认为全年来看油价出现大幅上涨的可能性不高, 在目前油价水平下, 燃油附加费的联动机制可以帮助航空公司较好的抵销相当一部分的成本上涨。我们维持今年看好航空业看法, 投资者可以在股价出现调整时进行介入。

风险提示:

油价大幅上涨; 市场系统性风险。

图表 1：综合考虑燃油附加费和航油价格调整的盈利敏感性分析

综合考虑燃油附加费和航油价格调整的影响 (人民币百万元)	按照70/40元征收		按照60/30元征收	
	2010E	2011E	2010E	2011E
南航				
净利润变化 - 燃油附加费上调	998	1,561	628	983
净利润变化 - 国内航油价格上调500元/吨	-930	-1,460	-930	-1,460
燃油附加费上调覆盖比例	107%	107%	68%	67%
净利润变化 - 合计影响	68	101	-301	-477
原每股收益 (人民币)	0.35	0.23	0.35	0.23
变化后每股收益 (人民币)	0.36	0.24	0.31	0.17
%	2.4%	5.6%	-10.8%	-26.3%
国航				
净利润变化 - 燃油附加费上调	510	767	321	483
净利润变化 - 国内航油价格上调500元/吨	-637	-947	-637	-947
燃油附加费上调覆盖比例	80%	81%	50%	51%
净利润变化 - 合计影响	-127	-181	-316	-465
原每股收益 (人民币)	0.37	0.41	0.37	0.41
变化后每股收益 (人民币)	0.36	0.40	0.35	0.37
%	-2.8%	-3.6%	-7.0%	-9.2%
东航				
净利润变化 - 燃油附加费上调	801	1,261	504	794
净利润变化 - 国内航油价格上调500元/吨	-754	-1,128	-754	-1,128
燃油附加费上调覆盖比例	106%	112%	67%	70%
净利润变化 - 合计影响	46	133	-250	-334
原每股收益 (人民币)	0.10	0.16	0.10	0.16
变化后每股收益 (人民币)	0.11	0.17	0.08	0.13
%	4.0%	7.4%	-21.4%	-18.7%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 国际可比公司估值

	代码	货币	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率				
			2010-4-13	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	16.40	n.m.	18.0	12.9	11.1	n.m.	8.7	7.3	6.4	1.5	1.4	1.4	1.2	
新加坡航空	SIA SP	SGD	15.36	17.1	75.7	15.4	11.4	6.2	8.3	5.3	4.4	1.4	1.4	1.3	1.2	
全日空	9202 JP	JPY	291.00	n.m.	n.m.	102.8	29.0	12.1	19.4	8.6	6.9	1.6	1.7	1.6	1.6	
大韩航空	003490 KS	KRW	69000.00	n.m.	n.m.	20.3	20.3	16.9	0.0	0.0	0.0	1.5	1.8	1.6	1.6	
韩亚航空	020560 KS	KRW	5670.00	n.m.	n.m.	114.6	25.9	n.m.	0.0	0.0	0.0	1.4	1.2	1.2	1.2	
中华航空	2610 TT	TWD	12.35	n.m.	181.6	61.8	23.8	22.3	13.2	11.7	10.2	1.4	1.5	1.7	1.6	
长荣航空	2618 TT	TWD	15.10	n.m.	n.m.	31.5	15.3	280.9	12.2	10.3	9.0	1.3	2.4	1.8	2.4	
快达航空	QAN AU	AUD	2.93	52.3	22.7	11.5	10.0	8.3	5.1	3.8	3.5	1.2	1.1	1.1	1.0	
泰国航空	THAI TB	THB	24.20	5.6	5.9	5.1	4.6	6.0	5.1	4.8	4.6	0.8	0.7	0.6	0.6	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.25	9.4	n.m.	19.7	10.5	n.m.	26.5	6.9	4.8	6.3	2.6	1.9	1.6	
平均值				21.1	60.8	39.6	16.2	50.4	9.8	5.9	5.0	1.8	1.6	1.4	1.4	
中值				13.2	22.7	20.0	13.3	12.1	8.5	6.1	4.7	1.4	1.5	1.5	1.4	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	242.00	n.m.	n.m.	n.m.	18.1	6.0	9.3	4.2	3.2	1.7	2.0	2.0	1.8	
汉莎航空	LHA GR	EUR	12.80	n.m.	376.3	15.0	9.0	5.0	4.2	3.3	2.9	1.0	1.0	0.9	0.8	
法国航空	AF FP	EUR	12.47	n.m.	n.m.	n.m.	14.3	7.3	24.9	7.1	4.7	0.6	0.8	0.8	0.7	
平均值				n.m.	376.3	15.0	13.5	5.5	6.7	3.7	3.0	1.3	1.5	1.5	1.3	
中值				n.m.	376.3	15.0	13.5	5.5	6.7	3.7	3.0	1.3	1.5	1.5	1.3	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	7.83	n.m	18.2	18.3	15.4	42.1	14.7	15.2	13.5	4.2	3.4	2.9	2.4	
南方航空	1055 HK	HKD	3.85	n.m	82.4	9.6	14.2	n.m.	17.1	10.1	10.8	3.2	2.6	2.0	1.7	
东方航空	670 HK	HKD	3.95	n.m	103.9	33.9	20.5	n.m.	15.1	12.9	12.0	n.m.	27.3	3.4	2.8	
平均值				n.m.	68.2	20.6	16.7	42.1	15.6	12.7	12.1	3.7	11.1	2.8	2.3	
中值				n.m.	82.4	18.3	15.4	42.1	15.1	12.9	12.0	3.7	3.4	2.9	2.4	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	13.83	n.m	36.2	37.3	33.7	41.4	21.6	18.9	15.6	8.6	7.1	6.1	5.3	
南方航空	600029 CH	CNY	8.84	n.m	197.6	25.3	39.1	n.m.	21.6	14.6	15.3	8.3	6.8	5.2	4.6	
ST东航	600115 CH	CNY	8.96	n.m	240.9	86.3	56.5	n.m.	22.0	16.6	12.1	n.m.	31.1	7.8	6.9	
海南航空	600221 CH	CNY	8.68	n.m.	53.3	34.2	30.1	57.3	22.0	17.8	13.2	5.0	4.6	4.0	3.6	
平均值				n.m	132.0	45.8	39.9	49.4	21.5	17.0	14.1	10.5	11.3	5.8	5.1	
中值				n.m.	125.4	35.7	36.4	49.4	21.6	17.2	14.3	8.4	7.0	5.7	4.9	

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。