



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 12 月 22 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 12 月 21 日公布了关于上调航空煤油出厂价格的通知, 从 12 月 22 日零时起, 将国内航油出厂价由 5690 元每吨上调 300 元到 5990 元每吨, 升幅为 5.3%。

评论:

调整幅度基本符合预期。国际油价从 11 月下旬出现了快速上升的趋势。过去一个计价期 Brent、Dubai、和 Cinto 均价从 81.3 美元/桶上升 6.6 美元/桶至 87.9 美元/桶, 增幅 7.7%。该次成品油含税出厂价上调 300-310 元/吨, 航油上调 300 元, 幅度为 5.3%, 基本符合我们的预期。

燃油附加费有小幅上调的空间。经过此次油价的调整, 再加上中航油四季度征收的进销差价 20 元/吨, 国内航油综合采购成本将相应上调至 6010 元/吨。根据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 80 元, 相比目前的燃油附加费水平有 10 元的上调空间。而 800 公里以下仍将维持 40 元。如果航空公司相应上调燃油附加费, 可以覆盖该次油价上调成本的 30%~50%。

估值与建议:

航空行业 11 月份的需求受季节性因素影响环比有所回落, 此外, 同比增速也由于世博会的结束而有一定幅度的回落。加上市场对于高铁分流的担心, 航空板块在 11 月份出现较大幅度的回调。我们认为, 行业的增速虽然将有所减缓, 但目前行业供小于求的局面不会打破, 行业的客座率和票价水平仍有望保持较好的水平。此外, 2012 年之前高铁对于航空的分流影响不会太大, 板块的盈利水平仍有望继续提升。我们维持对板块看好的判断。

风险提示:

油价大幅上涨; 市场系统性风险。

图表 1：航油价格调整的盈利敏感性分析

航空煤油价格上调300元/吨影响 (人民币百万元)	2010E	2011E
南航		
燃油成本变化	32	1,191
净利润变化	-22	-798
原每股收益 (人民币)	0.60	0.48
变化后每股收益 (人民币)	0.60	0.40
%	-0.4%	-16.8%
国航		
燃油成本变化	25	893
净利润变化	-20	-697
原每股收益 (人民币)	0.91	0.96
变化后每股收益 (人民币)	0.91	0.90
%	-0.2%	-5.7%
东航		
燃油成本变化	26	934
净利润变化	-19	-673
原每股收益 (人民币)	0.48	0.50
变化后每股收益 (人民币)	0.48	0.44
%	-0.4%	-11.9%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：燃油附加费调整的盈利敏感性分析

按照80/40元征收燃油费附加费的影响 (人民币百万元)	2010E	2011E
南航		
燃油成本变化	15	564
净利润变化	10	378
原每股收益 (人民币)	0.60	0.48
变化后每股收益 (人民币)	0.60	0.52
%	0.2%	7.9%
国航		
燃油成本变化	8	299
净利润变化	7	233
原每股收益 (人民币)	0.91	0.96
变化后每股收益 (人民币)	0.92	0.97
%	0.1%	1.9%
东航		
燃油成本变化	12	444
净利润变化	9	320
原每股收益 (人民币)	0.48	0.50
变化后每股收益 (人民币)	0.48	0.53
%	0.2%	5.6%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 国际可比公司估值

公司名称	代码	货币	股价		市盈率				EV/EBITDA				市净率			
			2010-12-21	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	21.95	n.m.	18.4	7.4	8.3	20.8	17.2	6.0	6.1	2.4	1.8	1.6	1.5	
新加坡航空	SIA SP	SGD	15.32	17.0	84.2	13.0	10.7	3.8	5.8	4.3	3.7	1.3	1.3	1.3	1.2	
全日空	9202 JP	JPY	305.00	n.m.	n.m.	76.9	20.4	12.4	25.1	7.5	6.2	1.8	1.6	1.6	1.5	
大韩航空	003490 KS	KRW	72200.00	n.m.	n.m.	8.6	7.9	23.3	0.0	0.0	0.0	1.7	1.6	1.3	1.2	
中华航空	2610 TT	TWD	24.95	n.m.	n.m.	7.3	6.9	2173.2	27.5	7.9	9.0	2.6	2.8	2.0	1.8	
长荣航空	2618 TT	TWD	36.70	n.m.	n.m.	8.1	9.4	404.8	25.3	7.8	9.0	3.2	3.4	2.4	2.2	
快达航空	QAN AU	AUD	2.59	5.3	52.9	10.2	8.0	2.7	5.1	3.5	3.1	0.9	1.0	0.9	0.9	
泰国航空	THAI TB	THB	49.25	n.m.	11.4	8.6	8.9	23.7	7.3	6.0	5.1	1.8	1.3	1.3	1.2	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	1.92	16.0	8.1	n.m.	15.6	19.7	n.m.	17.4	6.3	0.9	2.0	1.8	1.6	
平均值				12.8	35.0	17.5	10.7	298.3	14.2	6.7	5.4	1.9	1.9	1.6	1.4	
中值				16.0	18.4	8.6	8.9	20.8	12.3	6.0	6.1	1.8	1.6	1.6	1.5	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	267.50	n.m.	n.m.	23.1	9.0	5.0	13.5	6.6	5.3	1.9	1.5	1.5	1.3	
汉莎航空	LHA GR	EUR	16.70	14.2	n.m.	15.7	11.1	3.4	5.6	3.6	3.2	1.2	1.0	1.2	1.1	
法国航空	AF FP	EUR	13.75	n.m.	n.m.	93.5	9.9	7.5	31.4	5.4	4.3	0.7	0.6	0.7	0.6	
平均值				14.2	n.m.	44.1	10.0	5.3	16.8	5.2	4.3	1.3	1.1	1.1	1.0	
中值				14.2	n.m.	33.6	10.0	5.2	15.2	5.3	4.3	1.2	1.0	1.1	1.0	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	8.46	n.m.	18.8	8.0	7.4	n.m.	15.6	9.3	8.1	4.6	3.8	2.2	1.7	
南方航空	1055 HK	HKD	4.41	n.m.	94.4	6.4	7.7	n.m.	17.8	8.4	8.2	3.6	3.0	1.4	1.1	
东方航空	670 HK	HKD	3.68	n.m.	183.9	6.7	6.1	n.m.	14.9	6.3	5.5	n.m.	25.2	2.3	1.6	
平均值				n.m.	99.0	7.0	7.1	n.m.	16.1	8.0	7.3	4.1	10.7	2.0	1.5	
中值				n.m.	94.4	6.7	7.4	n.m.	15.6	8.4	8.1	4.1	3.8	2.2	1.6	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	13.18	n.m.	32.1	14.4	13.8	40.8	19.4	11.0	9.4	8.2	6.7	4.0	3.2	
南方航空	600029 CH	CNY	9.40	n.m.	210.1	15.6	19.4	n.m.	23.7	9.5	9.3	8.8	7.3	3.4	2.9	
东方航空	600115 CH	CNY	7.09	n.m.	125.9	14.7	14.1	n.m.	20.1	8.9	7.4	n.m.	21.9	4.6	3.5	
海南航空	600221 CH	CNY	9.46	n.m.	105.1	19.8	17.4	60.0	27.2	12.8	11.0	5.4	5.1	3.9	3.3	
平均值				n.m.	118.3	16.1	16.2	50.4	22.2	10.5	9.3	10.6	9.6	4.0	3.2	
中值				n.m.	115.5	15.2	15.7	50.4	20.6	10.2	9.3	8.5	7.0	4.0	3.2	

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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