

航空运输行业 2010 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

黄金香

分析师 SAC 执业编号：S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

燃油上涨符合预期，预计燃油附加费将上调

事件

12 月 21 日，国家发改委发出通知，上调航空煤油出厂价格，民用航空使用的 3 号航空煤油由原来的 5690 元上调至 5990 元，上调 300 元，调整后的价格从 12 月 22 日起执行。

评论

- **航空煤油上调基本符合预期。**由于近期国际油价的有所上升，因此此次航油价格上调符合预期，航空煤油上涨将增加航空公司的成本，根据我们的测算，国航、南航和东航 2011 分别增加成本约 6 亿、10 亿和 8.6 亿元，税后相当于 EPS 0.03、0.08 和 0.06 元。
- **预计燃油附加费将随之调整，调整后增厚航空公司业绩：**根据发改委的文件，燃油附加费的调整将有望跟随油价进行调整，我们认为此次随之调整的可能性比较大，根据最新的 0.002818 的系数测算，此次燃油价格调整后，800 公里以下的燃油附加费为 41.7 元，四舍五入为 40 元，而 800 公里以上的为 78.2 元，四舍五入为 80 元，比现在执行的 40、70 元标准，800 公里以下燃油附加费不变，800 公里以上分别增加 10 元，根据我们的静态测算，将分别增加国航、南航和东航的 2011 年收入 3.4 亿、4.6 亿和 4.1 亿元。税后折合 EPS 0.02、0.03 和 0.03 元，此次调整由于四舍五入的关系，燃油附加费的调整幅度不大，对于此次航油价格成本的覆盖率大概在 50% 左右。
- **我们认为未来油价不具备爆发式上涨的动能。**随之全球经济的复苏，油价具有进一步上涨的可能性，但在全球经济复苏缓慢以及中国进行经济结构转型的情况下，油价出现类似 2008 年暴涨的概率不高，而且我们预计未来燃油附加费与油价的联动机制将有望继续执行，由于我们预计明年供需将进一步明显改善，在供需改善的情况下，燃油附加费的征收预计不会对裸票价格水平构成明显影响，因此通过燃油附加费对油价的传导能力将能够得到加强，因此预计油价上涨不会成为航空航空公司盈利的核心影响因素（核心因素还是行业的供需关系）。

投资建议

- **我们维持行业“增持”评级：**最佳的投资时点应当是出现在航空需求增速回到潜在增长水平（14% 以上），同时通胀水平得到控制，如是，由于未来运力供给增速相对较缓慢，供需继续改善将有望实现，而股价也将有望出现反转，我们认为投资机会已经到来。由于我国一线机场空域紧张，相关航线供需改善将最为明显，而其他运力将更多地投放在二三线机场，因此我们对航线看好的次序依次是一线机场的国内航线，其次是国际航线，最后是二三线机场的国内航线。空域紧张以及集中度的提升将使航空公司的业绩具有更大安全边际及向上弹性。对于个股的选择，根据我们对航线看好的次序，我们建议首选航线与空域紧张的一线机场重叠度最高。并且运力增速相对较缓的中国国航，空域紧张将使国航的业绩经济良好的情况下进可攻，经济增速出现下滑的情况下退可守，其次是南方航空、东方航空。

图表1：此次油价上涨对2011年航油成本影响的静态测算

	11年预计航空煤油消耗量	11年预计国内航空煤油消耗量	带来的静态成本增加（税后）	股本	折合EPS静态增加
国航	398	199	59,661	129	-0.03
南航	423	339	101,617	100	-0.08
东航	411	287	86,220	112	-0.06

来源：国金证券研究所

图表2：燃油附加费上调对收入和EPS影响的静态测算

	11年预计国内旅客量	其中：800公里以内	其中：800公里以外	对收入的静态影响	对净利润的静态影响	折合EPS静态增加	合计静态EPS影响额
国航	4,374	875	3,499	33,838	25,379	0.02	-0.02
南航	8,011	3,205	4,807	46,482	34,861	0.03	-0.04
东航	6,077	1,823	4,254	41,132	30,849	0.03	-0.03

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室