

航空运输Ⅲ

署名人: 李 凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 谢 红

S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

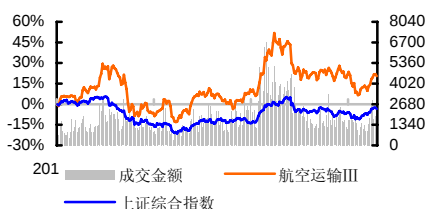
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	6
总市值(亿元)	3869
占 A 股比例(%)	1.22%
平均市盈率(倍)	88.10

行业表现

(%)	1M	3M	6M
航空运输Ⅲ	6.60	-3.09	14.09
上证综合指数	7.04	1.20	8.76



相关报告

《航空运输Ⅲ-1 月开门红, 实现单月同期盈利最好水平》2011-2-15

《航空运输Ⅲ-春节低增速并不代表需求将明显回落》2011-2-10

《航空运输Ⅲ-多因素造成短期数据下滑, 12 月可逢低布局——11 月行业数据点评及

航空运输Ⅲ行业

看好

国内航油上调 350 元/吨, 预计燃油附加费将同步上调

事件: 发改委提高航空煤油出厂价格至 6340 元/吨, 自 2011 年 2 月 20 日零时起执行。各航空公司可按现行联动机制规定, 确定民航国内航线旅客运输燃油附加收取标准。

投资要点:

- **航空煤油出厂价格提升 350 元/吨至 6340 元/吨:** ①油价上调符合市场预期, 这是继 12 月 22 日发改委上调国内航油出厂价 300 元/吨至 5990 元/吨后, 再次提高国内航油出厂价格。②不考虑燃油附加费上调, 航油出厂价自 2 月 20 日起上调 350 元/吨, 对国航、南航、东航、海航 2011 年 EPS 影响分别为 0.038 元、0.082 元、0.056 元、0.054 元。
- **预计燃油附加费 800 公里以下、以上航线将分别上涨 10 元/人、20 元/人至 50 元/人、90 元/人, 静态测算完全可覆盖本次油价上涨的成本增支:** ①在去年 12 月国内油价上调时, 燃油附加费并未同步上调, 本次发改委上调油价明确指: 航空煤油出厂价格调整后, 各航空公司可按现行联动机制规定, 确定民航国内航线旅客运输燃油附加收取标准。②目前燃油附加费标准为 40/70 元/人, 按照国内燃油附加费与国内航油综合采购成本联动机制计算, 本次调整后燃油附加费标准应为 50/90 元/人。③燃油附加费若联动上调将增加国航、南航、东航、海航 2011 年 EPS 0.052 元、0.092 元、0.064 元、0.062 元, 可覆盖全部航油成本增支, 主要原因是本次燃油附加费上调同时将弥补上次油价上调, 同时客座率同比提升明显。
- **行业竞争格局稳定、客座率上行时, 在燃油附加费同步上调时航空公司对航油成本提升的消化能力提高:** 2010 年行业整合后, 行业竞争格局趋于稳定。同时, 去年行业客座率已达 80.4%, 预计今年仍将提升 1-2%。在行业竞争稳定、供需缺口持续的情况下, 燃油附加费的征收, 基本不会影响实际票价的提升。
- **预计 4 月 1 日起燃油附加费率最高值或将微幅下调:** 根据《国家发展改革委、民航局关于建立国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》(发改委价格〔2009〕2879 号)规定, 燃油附加单位收取率按照上年国内航线航空煤油实际消耗量、旅客运输总周转量制定, 同时航空公司自行消化油价上涨成本增支比例不少于 20%。目前执行标准为国内航空煤油综合采购成本每吨每超出基准油价 100 元, 燃油附加单位收取率最高不超过每客公里 0.002818 元, 执行时间自 2010 年 4 月 1 日起, 至 2011 年 3 月 31 日。考虑 2010 年运行效率同比提升明显, 我们预计 2011 年 4 月起, 燃油附加费率或将微幅下调。
- **行业评级及投资策略:** 由于预计燃油附加费将随油价同步上调, 我们维持今年航空公司的盈利预测。预计一季度行业主业盈利增长将达 50%以上, 维持行业“看好”评级。
- **风险提示:** 突发事件、国际油价大幅上涨、人民币升值速度低于预期、未来高铁冲击大于预期

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601111	中国国航	0.39	0.98	0.98	0.76	31.7	12.6	12.6	16.3	0.39
600115	东方航空	0.05	0.50	0.53	0.34	138.8	13.9	13.1	20.4	0.05
600029	南方航空	0.04	0.70	0.56	0.34	230.0	13.1	16.4	27.1	0.04
600221	海南航空	0.08	0.57	0.54	0.40	104.6	14.7	15.5	20.9	0.08

表 1: 国内航油价格上调 350 元/吨, 对航空公司 2011 年盈利影响估计

	(2.20-12 月)			以全年口径计算		
	国内加油量 /万吨	对净利润的影 响/百万	对 EPS 的影响 /元	国内加油量 /万吨	对净利润的影 响/百万	对 EPS 的影 响/元
国航	232	-458	-0.038	269	-530	-0.043
南航	307	-815	-0.082	355	-945	-0.096
东航	237	-630	-0.056	275	-731	-0.065
海航	77	-224	-0.054	89	-260	-0.063

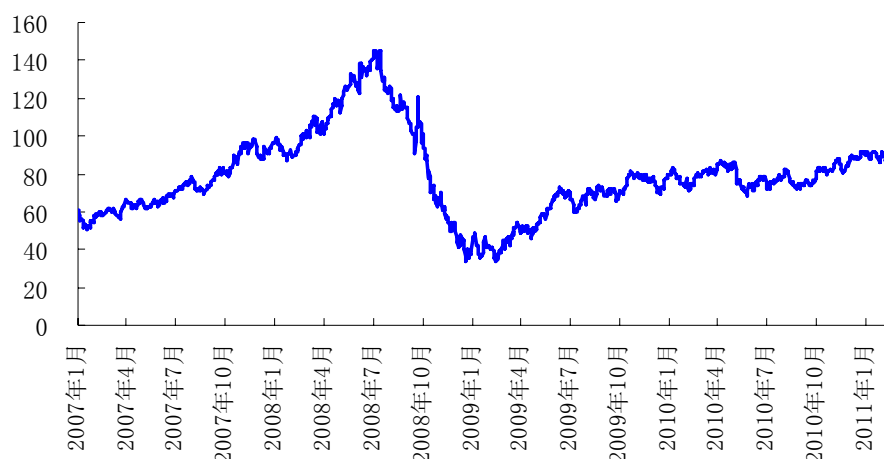
资料来源: 公司数据、中投证券

表 2: 假设 800 公里以下、以上燃油附加费分别增加 10、20 元/人, 对 2011 年盈利影响估计

	(2.20-12 月)			以全年口径计算		
	对收入影响 /百万	对净利润的影 响/百万	对 EPS 的影响 /元	对收入影响 /百万	对净利润的影 响/百万	对 EPS 的影 响/元
国航	999	635	0.052	1158	736	0.060
南航	1193	907	0.092	1382	1051	0.106
东航	946	719	0.064	1096	833	0.074
海航	322	257	0.062	373	298	0.072

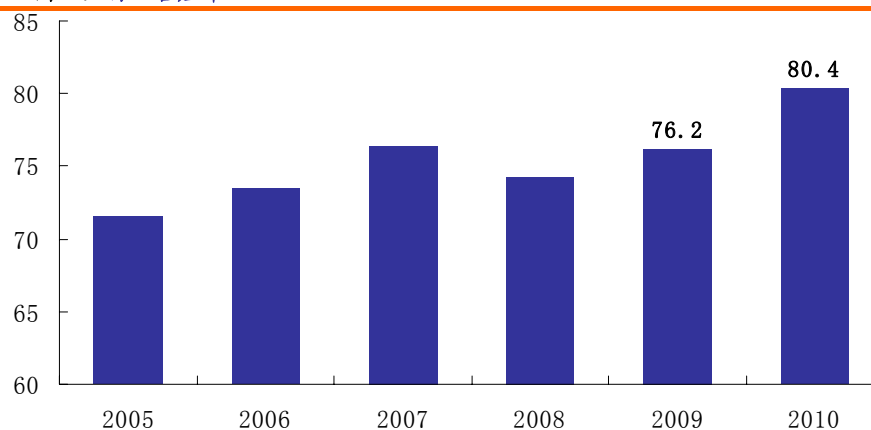
资料来源: 公司数据、中投证券

图 1: WTI 原油价格



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

图 2: 行业客座率



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

附件 1：国家发展改革委关于提高航空煤油出厂价格的通知

发改电[2011]67 号

中国民用航空局，中国石油天然气集团公司、中国石油化工集团公司、中国海洋石油总公司：

根据近期国际市场油价变化情况，决定适当提高航空煤油出厂价格（提高后的价格水平见附表），自 2011 年 2 月 20 日零时起执行。航空煤油出厂价格调整后，各航空公司可按现行联动机制规定，确定民航国内航线旅客运输燃油附加收取标准。特此通知。

国家发展改革委
二〇一一年二月十八日

附件 2：国家发展改革委有关负责人就成品油价格调整问题答记者问

2011/02/19

国家发展改革委讯

近日，国家发展改革委发出通知，决定自 2 月 20 日零时起将汽、柴油销售价格每吨提高 350 元，全国平均 90 号汽油和 0 号柴油每升分别提高 0.26 元和 0.3 元。就此，记者采访了国家发展改革委有关负责同志。

问：在当前国内价格总水平上涨压力较大的情况下，国家为什么还要调整成品油价格？

答：在当前物价形势比较严峻的情况下之所以调整成品油价格，主要基于以下考虑：

首先，充分发挥价格杠杆作用，合理引导消费。根据深化资源性产品价格改革的总体要求，国家建立并不断完善国内成品油价格与国际市场原油价格有控制地间接接轨机制，目的就是要使成品油价格反映市场供求和资源稀缺程度，充分发挥市场配置资源的作用。近年来，随着我国经济平稳较快发展，石油消费持续快速增长。以汽车行业为例，2010 年我国汽车产销量均超过 1800 万辆，同比增长 32%，如果以每车年耗油 1.5 吨计算，增加成品油需求就要达到 2700 万吨，折原油需求为 4500 万吨左右。而近年来国内原油产量一直稳定在 1.9-2 亿吨，新增需求全部依靠进口资源满足。2010 年我国进口原油 2.39 亿吨，同比增长 17%，石油对外依存度上升三个百分点，超过 55%，已成为仅次于美国的第二大石油进口国和消费国，石油安全形势不容乐观。同时，石油消费过快增长超出我国经济和资源环境的承载能力。因此，迫切需要发挥价格杠杆的调节和引导作用，抑制石油消费过快增长，促进资源节约。

其次，及时调整成品油价格，有利于保障市场供应。由于国内石油资源一半以上需要进口，国际市场油价变化对国内的影响越来越大。只有及时理顺成品油价格，才能充分利用国际国内两个市场、两种资源，满足国内日益增长的石油需求。近年来的实践证明，如果成品油价格不及时理顺，会抑制企业生产和进口积极性，导致国内成品油市场供应紧张，进而出现限供断供、排队加油等现象，增加社会运行成本，影响正常的经济秩序，反过来会增加用油者负担，推升价格总水平。

为尽可能减轻调价影响，国家加大了对成品油价格的调控力度。一是推迟了调价时间。去年 12 月 22 日国家调整国内成品油价格之后，国际市场油价继续攀升，今年 1 月 21 日国内成品油价格即达到调价边界条件，但考虑到临近春运，国家适当推迟了调价时间。二是控制了调价幅度。按现行成品油价格机制，即使仅考虑去年 12 月 22 日调价后原油价格上涨因素，国内成品油价格上调幅度应更大一些；但综合考虑国内经济形势及社会各方面承受能力，国家适当压缩了提价幅度，由石油企业消化了部分原油价格上涨影响。

问：成品油价格提高后，政府将采取哪些措施缓解对困难群体和公益性行业的影响？

答：这次成品油调价后，国家将按照 2006 年石油价格综合改革时建立的对种粮农民等部分困难

群体和公益性行业补贴机制，继续对种粮农民、渔业（含远洋渔业）、林业、城市公交、农村道路客运（含岛际和农村水路客运）给予补贴，对出租车行业给予临时补贴。

同时，各地将综合考虑成品油、液化气等价格调整和其他居民生活必需品价格上涨等因素，继续做好城乡低保对象等困难群体基本生活保障工作。

问：成品油价格调整后，政府将采取哪些措施控制连锁反应，保持市场物价基本稳定？

答：为减缓调价影响，我们已经做了相应部署，在继续落实好国务院所确定的各项措施的同时，严格控制调价的连锁反应，并做好相关群体和行业的补贴工作。一是这次成品油调价后，铁路客运、城市公交、农村道路客运（含岛际和农村水路客运）价格不上调。二是对已经实行市场调节价的公路货运和水运价格，各地将加强监管和监测，防止不合理涨价。三是要求各地继续加大减免政府规费工作力度，严格贯彻落实鲜活农产品运输“绿色通道”等有关政策，减轻经营者负担；同时加强市场物价监测和价格监管工作，严厉查处违规涨价和跟风涨价。切实做好成品油、液化气以及粮食、食用油、猪肉、蔬菜等副食品供应和价格稳定工作，努力保持价格总水平基本稳定。

问：成品油价格调整后，政府将采取哪些措施来保障市场供应，维护市场价格秩序？

答：目前地方炼油企业加工能力占全国炼油能力的 10%-15%，这些企业没有上游原油生产，不能以上游原油生产利润弥补下游炼油亏损，这次成品油价格调整后，多数地方炼油企业可维持正常生产经营，有利于保障国内成品油市场供应。同时，国家明确要求中石油、中石化两公司充分发挥石油企业内部上下游利益调节机制作用，采取多种措施，平衡内部各板块利益关系，缓解炼油企业困难，调动炼油企业生产积极性，并做好成品油生产和调运的衔接，优化产品结构，确保成品油特别是柴油供应。国家还要求所有成品油生产经营企业严格执行国家价格政策，不得超价销售。同时，各级价格主管部门将加大市场监督管理力度，严厉查处不执行国家规定价格政策，以及囤积居奇、造谣惑众、合谋涨价、搭车涨价等违法行为，维护正常的市场秩序。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434