

航空运输行业 2011 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：S1130511030022

(8621)61038325

huangjx@gjzq.com.cn

国内燃油价格超预期上调

事件

近日国家发改委上调航空煤油价格，民用航空使用的 3 号航空煤油由原来的 6840 元上调至 7640 元/吨，上调 800 元，国内各航空公司也随后上调燃油附加费，800 公里以下的旅客由原来的 60 元上调至 80 元，1500 公里的旅客由 110 元上调至 140 元。

评论

- **航空煤油上调超出市场预期。**前期国际油价出现了明显回落，布伦特原油期货价格由上次调价时的 123 美元/桶下降到近日的 113 元每桶，新加坡航油价格也由此出现下降，因此此次调整航空煤油价格超出了市场预期，其主要原因是由于国内油价调整滞后于国际油价调整，导致国内航油价格低于国际航油价格。我们认为此次航油价格的调整可能意味着未来航油价格的进一步市场化，其波动将进一步与国际航油价格波动同步。航空煤油上涨将增加航空公司的成本，根据我们的测算，以国航、南航和东航 2011 年剩余月份计算，分别增加成本约 8.2 亿、14 亿和 12 亿元，税后相当于 EPS 0.05、0.10 和 0.08 元。
- **燃油附加费上调静态将可以覆盖燃油成本上升的 80%以上：**多家航空公司根据政策对燃油附加费进行调整，800 公里以下的燃油附加费由原来的 60 元上调至 80 元，而 800 公里以上的由原来的 110 元上调至 140 元，分别上调了 20 元和 30 元，根据我们的静态测算（即假设燃油附加费的征收不会影响裸票价格），将在剩余月份分别增加国航、南航和东航的 2011 年收入 6.7 亿、9 亿和 7 亿元，税后折合 EPS 0.04、0.09 和 0.06 元，燃油附加费可以静态覆盖航空公司成本约 80% 左右。仍以剩余月份计算，综合此次燃油价格和燃油附加费的调整，将使航空公司减少利润（税前）约 1.5、2.3 和 2.3 亿元，航油价格上涨对盈利的影响并不大。
- **燃油价格不是影响航空股的最关键因素：**我们认为油价对航空的影响取决于两个方面：一是行业的供需关系，由于有燃油附加费的存在，在行业供需关系良好的情况下，燃油附加费不会影响裸票价格，因此油价的上涨大概 70%-80% 能够通过燃油附加费的方式进行传导，但如果供需关系逆转，那么燃油附加费会对航空公司的裸票价格形成负面影响；二是油价上涨幅度，在航油价格大幅上涨的情况下，其累积效应也可以对航空盈利产生重大影响。在目前行业供需情况尚好的情况下，航空公司可以通过燃油附加费对大部分的油价上涨成本进行传导，因此除非油价上涨幅度过快、或者油价上涨对经济进而对航空需求产生影响，油价不是影响航空股的最关键因素（关键因素还是行业的供需关系，当然油价仍然会对航空股产生较大影响）。

投资建议

需求不振、油价上涨和高铁分流预期是前期压抑航空股上涨的多重因素。近期需求增速有所回升，行业的供需关系也还处于良好的水平，整体客座率和票价水平同比仍有所提升，尤其是国内航线提升明显。而且按照我们之前一贯的观点，行业集中度的提升将使行业的周期性出现明显下降，因此，尽管油价上涨而且高铁后续还有影响，在经济不出现深幅下跌的情况下，我们对航空公司的盈利能力并不悲观，航空公司仍将有望将盈利水平保持高位。

但是，我们也注意到目前已经开通的高铁对沿线航空票价均产生了持续的明显抑制，基本上将使航空票价向高铁票价看齐，考虑到我国目前航空旅客构成已经是休闲旅客占比高于商务旅客，因此高铁四横四纵和部分延长线的陆续开通可能使沿高铁航线（占国内航线整体旅客量的 25%-30%）的航空盈利将可能出现明显下降，这将影响航空公司未来一两年的盈利成长性。由于京沪高铁将于 6 月开始通车，预计初期直达和只停几个大站的高铁开行对数和频率将有望小于 30 分钟一列，而 5 个小时的运营时间和 600 元左右的票价水平对休闲旅客（甚至部分商务旅客）具有吸引力，可能导致客座率出现较大下滑，而沿线中短途航班的影响将可能更加明显。虽然近期股价的大幅下跌在一定程度上也反映了这种预期，但考虑到经济紧缩仍在继续而且京沪高铁开通在即，我们对航空股仍持相对谨慎的态度。

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年剩余月份预计国内航油消耗量	带来的静态成本增加（税前）	股本	折合EPS静态增加
国航	352	103	82,140	129	-0.05
南航	375	175	139,903	100	-0.10
东航	358	146	117,028	112	-0.08

来源：国金证券研究所

图表2：燃油附加费上调对2011年收入和EPS影响的静态测算

	11年剩余月份预计国内旅客量	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	2,484	497	1,987	67,252	50,439	0.04	-0.01
南航	4,549	1,592	2,957	116,576	87,432	0.09	-0.02
东航	3,590	1,077	2,513	93,740	70,305	0.06	-0.02

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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室