

国内航油出厂价上调 800 元/吨，燃油附加费同步上调

运输 同步大市-A
上次评级 同步大市-A

报告关键点:

- 自 2011 年 5 月 25 起，国内航空煤油出厂价上调 800 元/吨
- 航空公司国内燃油附加费同步上调至 800 公里以下航段 80 元/人、800 公里以上航段 140 元/人

报告摘要:

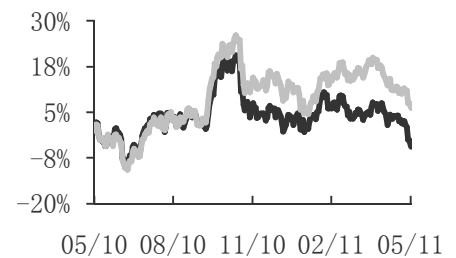
- 国内航空煤油出厂价格上调 800 元/吨，本次油价上调超市场预期：①本次国内航油出厂价上调后将与目前新加坡航油价格（约 125 美元/桶）接轨。国内航油出厂价格将由 6840 元/吨上升至 7640 元/吨，综合采购成本将由每吨 6850 元/吨上升至 7650 元/吨。②本次国内航油出厂价上调超出市场预期：一方面在当前控制通胀任务依然艰巨的背景下，航油价格上调幅度高达 11.7%；另一方面近期国际原油格自 4 月下旬 113.83 美元/桶的高点回落至 100 美元/桶以下，5 月 24 日三地原油加权均价变化率（基准期 4 月 6 日）回落至 1.59%，并未达到《石油价格管理办法（试行）》中“当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格”的规定。③不考虑燃油附加费调整，本次国内油价上调后将使国航、南航、东航、海航 2011 年 EPS 下降 0.076 元、0.13 元、0.089 元、0.092 元。
- 燃油附加费 800 公里以下、以上航段将分别上涨 20 元/人、30 元/人至 80 元/人、140 元/人，静态测算可覆盖本次油价上涨约 75% 的成本增支：①目前燃油附加费标准为 800 公里以下航段 60 元/人、800 公里以上航段 110 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 800 公里以下 80 元/人、800 公里以上航段 140 元/人。②燃油附加费联动上调，将增加国航、南航、东航、海航 2011 年 EPS 0.056 元、0.10 元、0.069 元、0.067 元，不考虑其它因素约可覆盖 75% 航油成本增支。综合考虑油价和燃油附加费上调，国航、南航、东航、海航 2011 年 EPS 将下降约 0.02 元、0.03 元、0.02 元、0.025 元。
- 预计暑运行业客座率同比略有提升，但较高的燃油附加费将限制裸票票价水平上行空间：①由于去年世博会期间高基数，以及京沪高铁分流影响（预计影响行业 RPK 增速 1%-1.2%），预计 6-10 月行业旅客周转量增速或降至 9-10%。②去年 8 月 24 日空难以前日利用率较高，考虑投入运力高基数，我们预计暑运 ASK 同比增速约为 8%。③燃油附加费已达历史次高水平（历史最高位为 2008 下半年 800 公里以下航段 80 元/人、800 公里以上航段 150 元/人），燃油附加费占总票价约达 13%，较高的燃油附加费将限制裸票票价上升。
- 目前航空板块动态 PE 为 11 倍，位于历史低位；PB 为 3 倍，位于历史中低位。但由于人民币升值速度近期放缓、京沪高铁开通在即、大盘弱势振荡，短期航空股缺少催化剂。建议关注京沪高铁开通后对航空冲击影响，若京沪高铁分流影响小于预期，暑运旺季有望出现估值修复的交易性机会。
- 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

报告日期

2011-05-27

首选股票	目标价	评级
601111 中国国航	13.0	增持-A
600029 南方航空	10.0	增持-A
600221 海南航空	10.0	增持-A
600115 东方航空	7.0	增持-A

12 个月行业表现



—— 运输 —— 沪深300

吴莉
010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师
wuli@essence.com.cn
S1450511020019

报告联系人

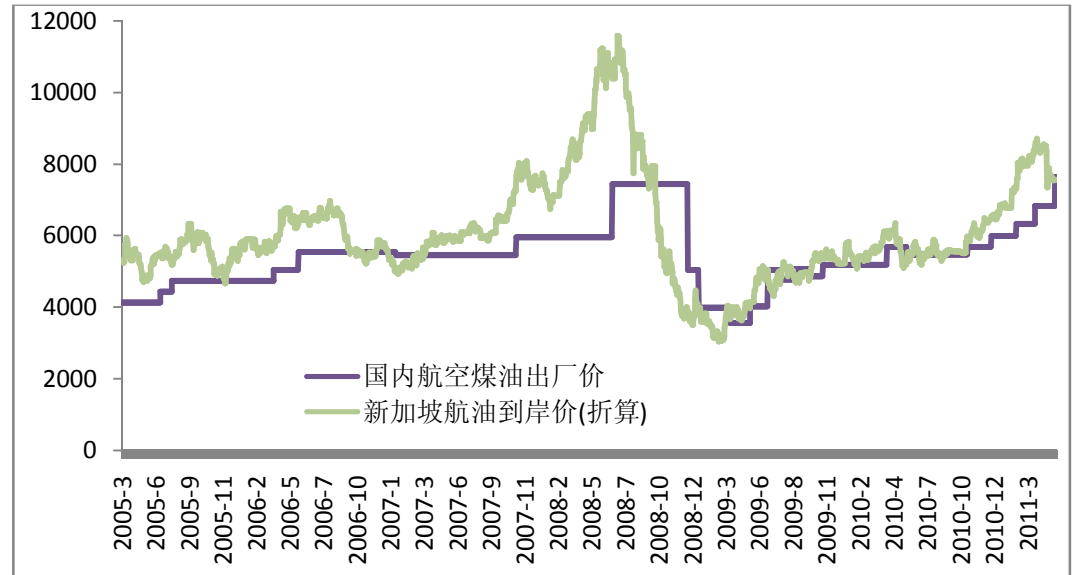
谢红

xiehong@essence.com.cn

前期研究成果

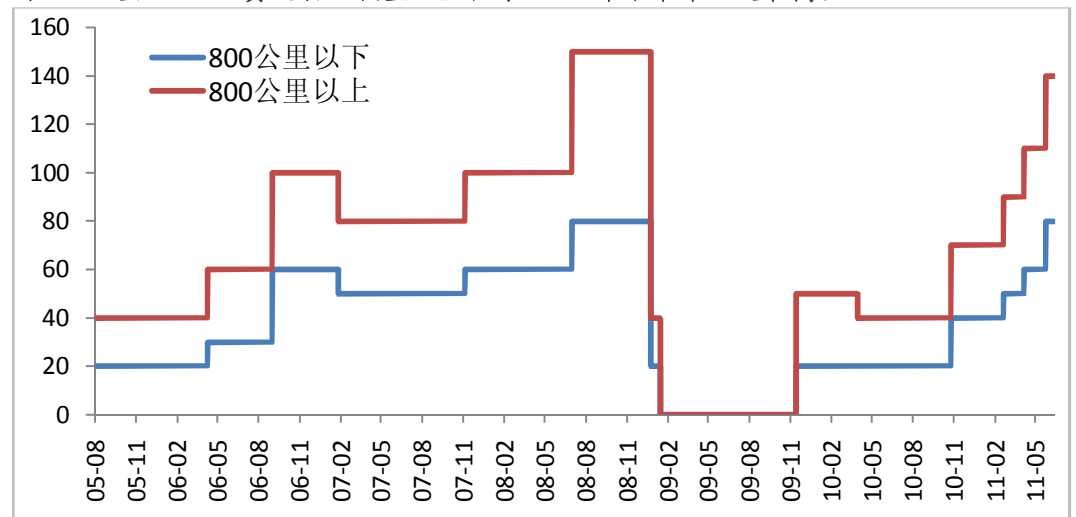
1. 油价与燃油附加费联动上调

图 1 调整后国内航油出厂价与新加坡航油接轨价



数据来源: WIND、安信证券研究中心

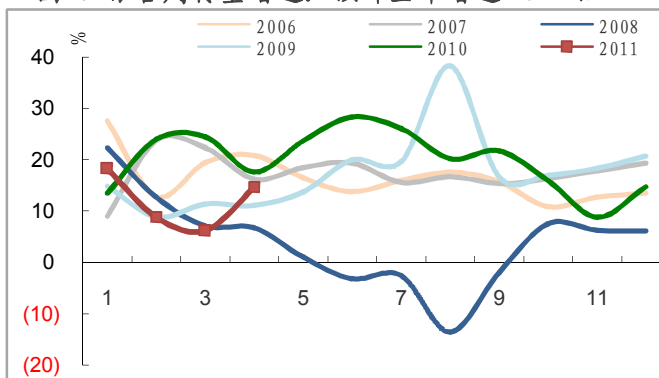
图 2 历史燃油附加费变动: 调整后仅低于 2008 年下半年历史最高位



数据来源: 民航局、安信证券研究中心

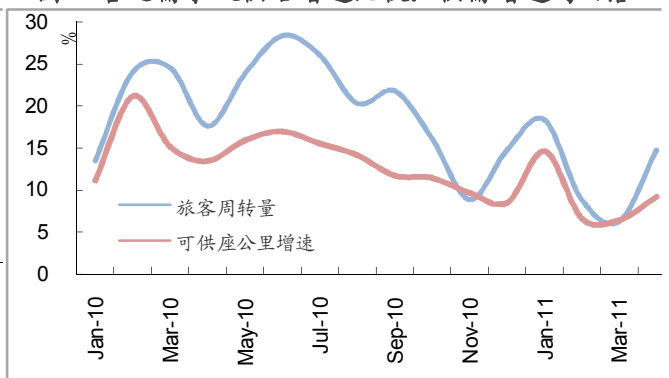
2. 行业供需均回落, 供需缺口仍在

图 3 旅客周转量增速: 预计全年增速 10-12%



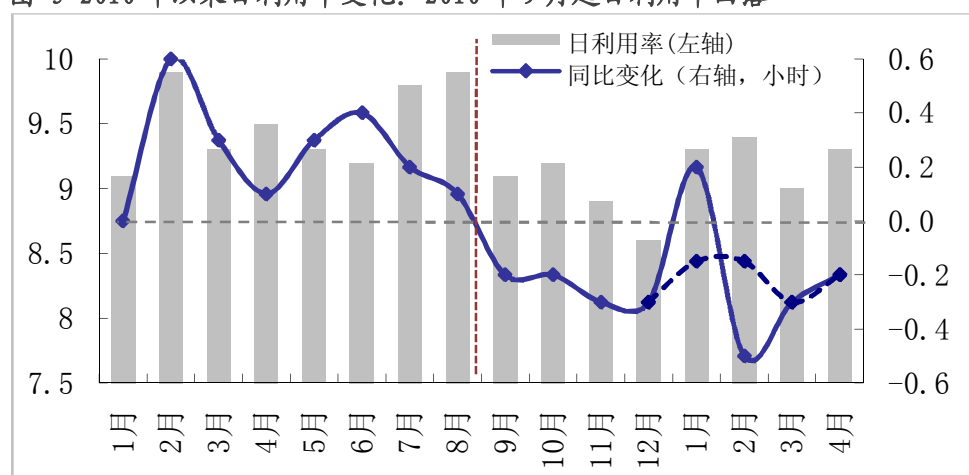
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 4 客运需求及供给增速比较: 供需增速均回落



数据来源: WIND、安信证券研究中心

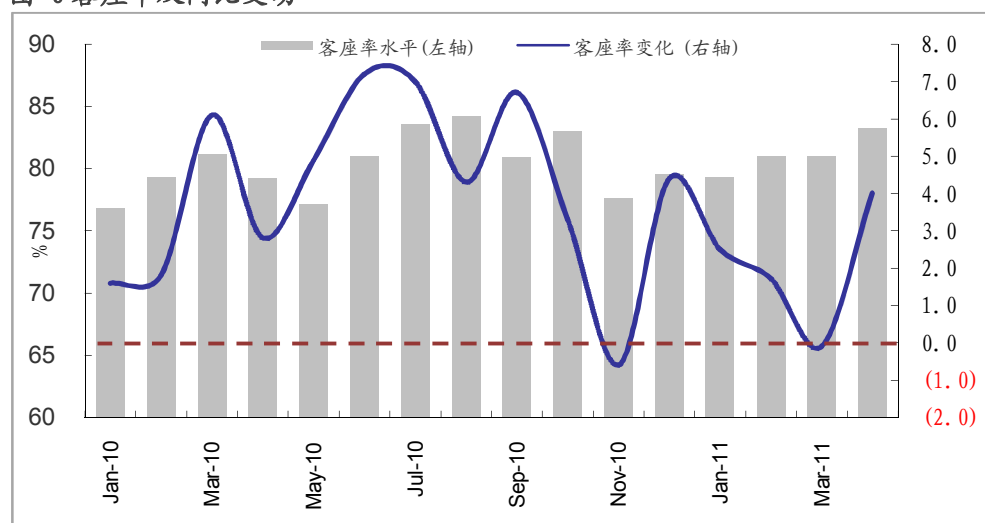
图 5 2010 年以来日利用率变化：2010 年 9 月起日利用率回落



数据来源：WIND、安信证券研究中心

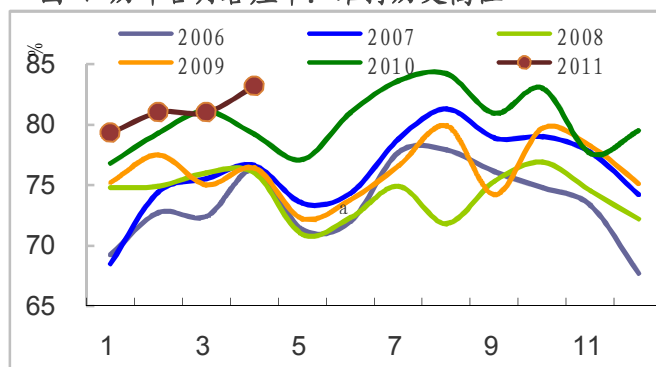
3. 客座率与票价指数

图 6 客座率及同比变动



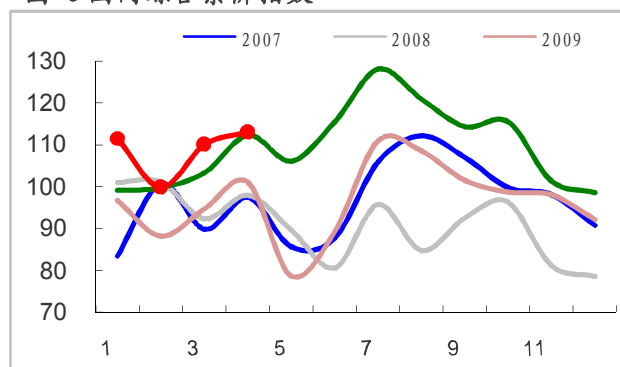
数据来源：WIND、安信证券研究中心

图 7 历年各月客座率：维持历史高位



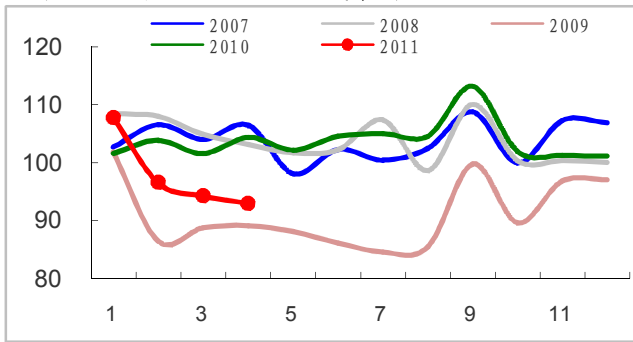
数据来源：CEIC、安信证券研究中心

图 8 国内综合票价指数



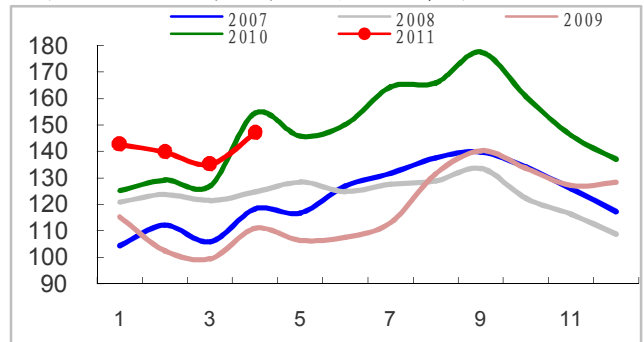
数据来源：CEIC、安信证券研究中心

图 9 亚洲及港澳地区航线票价指数



数据来源: CEIC、安信证券研究中心

图 10 国际航线(不含亚洲地区)票价指数



数据来源: CEIC、安信证券研究中心

4. 盈利预测

表 1 航空公司业绩预测与估值

	股价 (2010-5-25)	EPS			PE			PB		评级
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	
中国国航	9.51	1.05	0.96	0.88	9	10	11	2.9	2.3	增持-A
南方航空	7.49	0.70	0.56	0.42	11	13	18	2.7	2.3	增持-A
海南航空	7.40	0.74	0.78	0.65	10	9	11	2.4	1.9	增持-A
东方航空	5.29	0.48	0.46	0.36	11	12	15	3.8	2.9	增持-A
平均					10.2	11.1	13.7	3.0	2.3	

资料来源: WIND、安信证券研究中心

分析师简介

吴莉，中国人民大学会计硕士，4 年证券行业从业经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口及铁路行业研究；2008 年进入国泰君安证券从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业第四名（团队）；2010 年 8 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034