

航空运输业 (010609)

行业评级

买入

前次评级

买入

国内航油出厂价上调 1%，预期之中，影响中性

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010014

国内航油出厂价上调 1%，预期之中

自 8 月 1 日零时起，国产航空煤油出厂价上调为 7725 元/吨，比此前 7640 元/吨上调 85 元/吨，折合 1%。在我们 7 月份发布的行业跟踪月报中，我们已对新机制的影响和 8 月油价进行研判。根据 7 月份新加坡航油均价 127 美元/桶，国内航空煤油出厂价格上限为 7700 元/吨左右，基本符合预期。

燃油附加费联动，影响中性

根据航空公司综合采购成本价调整为 7785 元/吨，国内将上调 800 公里以上航线燃油附加费由 140 至 150 元/人，而 800 公里以下保持不变为 80 元/人。经测算，国际油价每变化 10%，将影响上市公司下半年 EPS1-2 分钱。三大航 10 年燃油费对油价上涨的实际覆盖率为国航 123%、东航 122%、南航 77%。从今年国内形势看，运力吃紧，需求相对较旺，裸票持续上涨，高燃油费并未对需求和裸票产生明显侵蚀。尽管国内燃油附加费达历史最高，但对行业盈利影响十分有限，我们认为下半年油价大幅上涨的可能性也较小。

新机制下，国航最为受益

以往在油价高位上涨的情况下，国家可能通过压低加工企业利润率来制定相对较低的国内价格，而新机制下国内价格将保持于较高于国际 10%-20% 的幅度，对国际航线比重大的航空公司较为有益，国航最为受益。

投资建议

基于中报行情和 3 季度传统旺季，维持行业推荐评级。建议重点关注弹性较大的南方航空和受益国际航线复苏的中国国航，以及海南航空和东方航空。

风险提示 油价大幅上涨、高铁网络贯通。

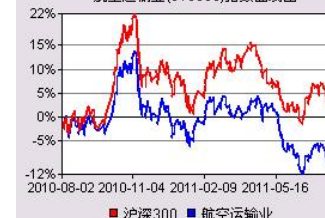
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
上海机场	13.70	0.68	0.77	0.90	20.15	17.79	15.22	1.52	15.40	买入
白云机场	7.90	0.51	0.64	0.78	15.49	12.34	10.13	0.61	12.80	买入
深圳机场	5.63	0.42	0.44	0.55	13.40	12.80	10.24	0.85	8.80	买入
厦门空港	14.51	0.94	1.13	1.31	15.44	12.84	11.08	0.76	22.60	买入
中国国航	10.02	0.95	0.97	0.82	10.55	10.33	12.22	1.19	11.60	买入
南方航空	8.33	0.59	0.63	0.52	14.12	13.22	16.02	1.13	10.08	买入
东方航空	5.20	0.48	0.51	0.35	10.83	10.20	14.86	1.52	6.63	买入
海南航空	7.35	0.74	0.95	1.04	9.93	7.74	7.07	0.31	12.35	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业走势

航空运输业(010609)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-1.90%	-11.49%	-8.70%
沪深 300	-2.36%	-6.73%	3.80%

事件：国内航油出厂价上调85元/吨

自8月1日零时起，国产航空煤油的出厂价上调为7725元每吨，航空公司从中航油采购航油的综合采购成本价调整为7785元每吨。

包括国航、东上航、南航在内的国内航空公司纷纷宣布，将自8月2日零时起上调800公里以上航线燃油附加费，由调整前的每位旅客140元调整为150元，而800公里以下（含800公里）航线的燃油费标准未作调整，仍为80元每人。

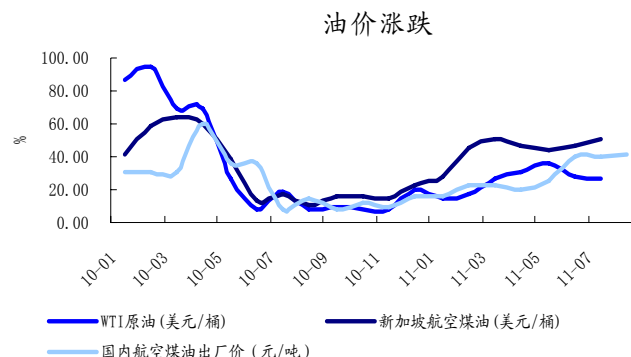
点评

新机制下国内航油出厂价上调1%，预期之中

发改委7月宣布推进航空煤油价格市场化改革，进一步完善航空煤油出厂价格形成机制。从8月1日起，航空煤油出厂价格按照不超过新加坡市场进口到岸完税价的原则，由供需双方协商确定，每月调整一次，调价时间为每月1日。

在我们7月份发布的行业跟踪月报中，我们已对新机制的影响和8月油价进行研判，符合预期。根据7月份新加坡航油均价127美元/桶，国内航空煤油出厂价格上限为7700元/吨左右。自8月1日零时起，国产航空煤油的出厂价上调为7725元每吨，比此前7640元/吨上调85元/吨，折合1%。

图1：国内、外油价月度同比变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

燃油附加费联动，影响中性

自8月1日零时起，国产航空煤油的出厂价上调85元/吨，随之航空公司从中航油采购航油的综合采购成本价由此前7700元/吨上调为7785元每吨。根据联动机制，国内航空公司将上调800公里以上国内航线的燃油附加费，由此前的每位旅客140元调整为150元，而800公里以下（含800公里）保持不变，仍为80元/人。

调价后，国内燃油附加费达到2008年7月份的历史最高水平。从国内的供需形势看，运力吃紧，需求相对较旺，客座率高位上行支撑裸票持续上涨，高燃油附加费并未对行业需求和裸票价格造成明显的侵蚀。

我们对今年行业盈利预测的假设条件是基于新加坡航油120美元/桶的中枢价，目前新加坡航油价格在130美元/桶附近波动。经过测算，假设国内燃油附加费覆盖国内用油上涨的80%部分、国际燃油附加费完全覆盖国际航班用油成本的增长，预计国际油价每

变化10%，将影响航空公司下半年的EPS分别为国航0.01、南航0.019、东航0.014、海航0.013元。而国内航线自2009年11月份开始实行联动机制，2010年国内三大航空公司燃油附加费收入对油价上涨的实际覆盖率为国航123%、东航122%、南航77%。因此，此次油价上调对行业盈利影响十分有限，并且我们预计下半年国际油价大幅上涨的可能性较小。

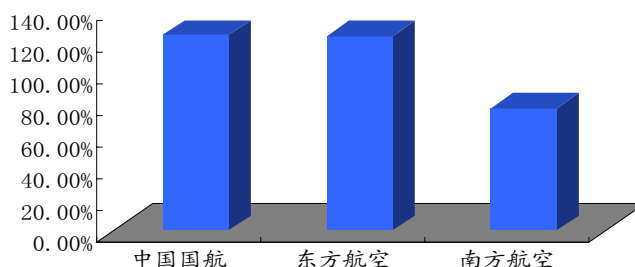
表1: 油价上涨对航空公司盈利预测的敏感性分析

	2011 年用油量预计 (万吨)			实际用油成本 (剔除燃油附加费, 亿元)		新航油价增长 10%	
	全年	下半年	国内比例	新航油 =120 美元/桶	新航油 =132 美元/桶	实际用油成本 增加 (亿元)	折合 EPS (元)
国航	392	208	60%	95	97	1.78	0.010
南航	420	223	80%	105	107	2.54	0.019
东航	406	215	70%	100	102	2.15	0.014
海航	107	57	90%	27	28	0.73	0.013

数据来源: 上市公司、广发证券发展研究中心

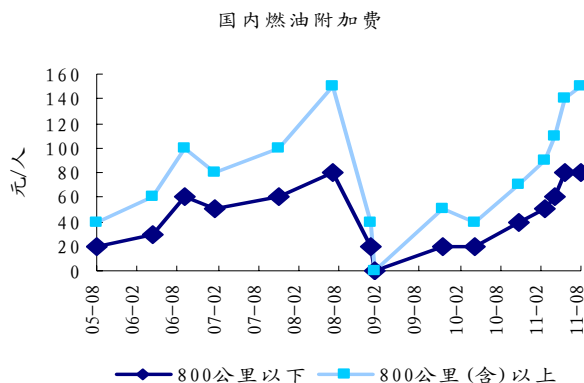
图2: 国内三大航空公司2010年燃油附加费收入对油价上涨的实际覆盖率

燃油附加费对油价上涨的覆盖率 (2010)



数据来源: 上市公司、广发证券发展研究中心

图3: 国内燃油附加费的历史变化



数据来源: 民航局、广发证券发展研究中心

新机制下, 国航最为受益

此前油价定价机制为, 当国际市场原油价格低于每桶80美元时, 按正常加工利润率计算成品油价格, 而当国际市场原油价格高于每桶80美元时, 开始扣减加工利润率, 直至按加工零利润计算成品油价格。根据航油市场化机制, 国内航油价格对国际油价的变

动由滞后变得联动，随国际油价的波动性更大。以往在油价高位上涨的情况下，国家可能通过限价制定相对较低的国内价格，而新机制下国内价格将保持于较高于国际10%-20%的幅度。航油价格市场化改革，对国际航线比重大的航空公司较为有益，国航最为受益。

投资建议

维持行业推荐。建议重点关注中报改善显著、具有上调盈利预期、旺季弹性较大的南方航空，国际航线改善、具有估值优势、破发的中国国航，以及海南航空和东方航空。

风险提示

油价大幅上涨、高铁网络贯通。

广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

广发证券航空机场行业数据库_行业跟踪分析报告	董丁	2011-07-28
航空运输业：高铁频发事故，利好航空_行业跟踪分析报告	董丁	2011-07-25

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。