

证券研究报告

航空运输 III



分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S0190511020002

联系人: 朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

国内燃油附加费上调提升航空公司业绩

2011 年 8 月 2 日

投资要点

事件:

发改委 1 日宣布,核定 8 月份航空煤油进口到岸完税价格为每吨 7768 元,并上调航空煤油出厂价为 7725 元。这是我国上个月宣布推进航空煤油价格市场化改革后,首次按月调整航空煤油价格。随即国内各大航空公司宣布,将自 8 月 2 日零时起(出票日期)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:

● 本次航油价格和燃油附加费调整对航空公司产生实质性利好

过去 22 个交易日的新加坡航油均价为 128.92 美元/桶,人民币兑美元平均汇率为 6.4569,根据我们计算国内航油理论出厂价为 7927 元/吨,高于本次调整后的 7725 元/吨。实际价格低于理论价格,有利于航空公司航油成本的节约。

燃油附加费随即上调后,根据我们的计算,四大航燃油附加上调带来的收益对航油成本增加的覆盖率在 170% 左右,按全年计算可提升国航、南航、东航、海航 EPS 为 0.013、0.017、0.016、0.009 元,按其实际影响期为 5 个月计算(8~12 月),则提升各公司 EPS 为 0.005、0.007、0.007、0.004 元,对各公司产生实质性利好。

● 航油价格形成机制迈向国际接轨

7 月 1 日中国航空煤油进口关税完全取消后,依照 7 月 12 日发改委《关于推进航油价格市场化改革有关问题的通知》,8 月 1 日起航空煤油出厂价格实行按月调整。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,具体出厂价格由进口到岸完税价和贴水两部分构成。这次改革航空煤油出厂价格形成机制向市场化方向迈进了一大步,是国内成品油价格市场化改革的一次有益尝试。未来,柴油、燃料油等成品油可能陆续进行市场化改革,与国际油价完全接轨。

● 新的价格形成机制体现三方博弈

国内航油出厂价格由供需双方协商确定,供需双方主要涉及民航局、总后勤部、中石油、中石化、中海油、中航油和相关航空公司。新的航油价格形成机制体现了石油公司(中石油、中石化、中海油)、航油公司(中航油)、航空公司的三方博弈。本次调价,理论出厂价高于实际调整价,表明石油公司做出了一定的让步,航空公司在谈判协商中具有一定的优势地位。

● 未来航油价格和燃油附加费将实现三个联动

此前燃油附加费已经实现了与航油价格的联动机制，即航油价上调，燃油附加费也随即上调。本次航油价格的市场化改革将彻底实现三个联动：国内航油与国际油价的联动、国内燃油附加与国内航油价格的联动、国际燃油附加与国际油价的联动。

● 航空公司的航油成本管理更加重要，燃油套保可能重启

航油定价机制的市场化改革乃至完全与国际接轨，对航空公司航油成本管理提出了更高的要求，有利于航空公司根据国际油价变动进行主动成本控制，提升成本透明化和科学化管理。航油定价的市场化改革有可能促使国内航空公司在套保合约到期后研究和进一步推进燃油套保的实施，以稳定燃油购买价格、控制成本。

● 投资建议：三季度基本面趋势向好是估值修复的核心动力，高铁事故成为股价催化剂

鉴于估值处于历史低位，油价处于相对高位，三季度基本面持续向好，环比改善非常确定，高铁冲击逐渐减弱，人民币升值加速，6月国际航线需求同比增速跌幅明显收窄、环比大幅增长，我们维持行业推荐评级。我们继续推荐弹性最大的南方航空，国际航线有望环比改善的中国国航，关注长期收益海南旅游岛建设和定增进程中的海南航空，关注京沪航线占比最大的东方航空（高铁冲击逐渐减弱）。

表 1、本次油价和燃油附加调整对航空公司 EPS 影响（按全年计算）

公司	航油上涨减少 EPS(元)	燃油附加增加 EPS(元)	覆盖率	提升 EPS
国航（含深航）	0.015	0.028	186.6%	0.013
南航	0.023	0.040	171.2%	0.017
东上航	0.019	0.035	181.9%	0.016
海航	0.017	0.026	152.0%	0.009

注：以预测的 2011 年全年耗油量和旅客人数模拟测算

数据来源：兴业证券研究所

表 2、国内航油出厂价生命历程（元/吨）

时间	出厂价调整	出厂价	综合采购 成本差价调整	综合采购成本	进销差价(均值)	零售价
20100101			20	5210	400	5610
20100401			-10	5200	400	5600
20100414	500	5690		5700	400	6100
20100601	-220	5470		5600	400	6000
20101001			10	5490	400	5890
20101027	220	5690		5710	400	6110
20101221	300	5990		6010	400	6410
20110101			10	6020	400	6420
20110220	350	6340		6370	400	6770
20110401			-20	6350	400	6750
20110407	500	6840		6850	400	7250
20110525	800	7640		7650	400	8050
20110704	50	7690		7700	400	8100
20110801	35	7725	50	7785	400	8185

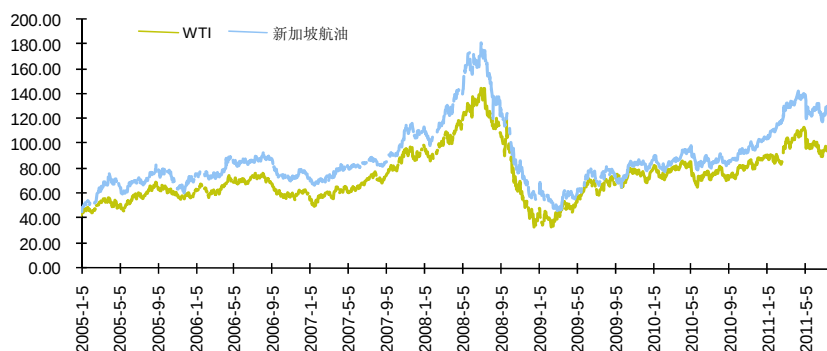
数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

表 3、国内航油理论出厂价和实际出厂价对比（根据当日新加坡航油和汇率计算）

日期	当期新加坡航油 离岸价 (美元/桶)	当期国内航油 理论出厂价 (元/吨)	当期国内航油 实际出厂价 (元/吨)
20100401	90.30	6300	5190
20101028	93.35	6372	5690
20110222	123.85	8236	6340
20110408	139.05	9153	6840
20110526	123.75	8121	7640
20110701	124.35	7664	7640
20110801	133.85	8192	7768

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

图 1、7 月 WTI 原油价格宽幅震荡，在 97 美元/桶左右波动



数据来源：Wind、兴业证券研究所

表 4、航空机场各公司中报业绩前瞻

公司	评级	10H1	10H2	10A	11H1E	11H2E	11E	11H1同比	11年同比	11年WIND 一致预期	相对于 一致预期
南方航空	强烈推荐	0.21	0.38	0.59	0.25	0.45	0.70	19%	18%	0.60	16%
中国国航	推荐	0.36	0.58	0.95	0.32	0.79	1.11	-12%	17%	0.84	33%
东方航空	推荐	0.17	0.3	0.48	0.21	0.29	0.50	24%	5%	0.47	6%
海南航空	推荐	0.13	0.6	0.73	0.16	0.59	0.75	19%	2%	0.75	0%
航空平均								0%	12%		
上海机场	强烈推荐	0.29	0.39	0.68	0.38	0.43	0.79	33%	16%	0.81	-2%
深圳机场	中性	0.22	0.21	0.42	0.2	0.22	0.42	-8%	-1%	0.43	-3%
厦门空港	推荐	0.45	0.49	0.94	0.51	0.61	1.12	14%	19%	1.12	0%
白云机场	推荐	0.24	0.27	0.51	0.3	0.32	0.62	26%	22%	0.62	1%
机场平均								18%	13%		

注：2010 年按股本全面摊薄计算

数据来源：兴业证券研究所

表 5、重点公司盈利预测与评级（2011.8.1）

股票简称	股价 (2011.8.1)	EPS			PE			PB	评级	目标价
		10A	11E	12E	10A	11E	12E	11E		
南方航空	8.29	0.59	0.70	0.68	13.95	12.16	12.51	2.20	强烈推荐	11.22
中国国航	9.85	0.95	1.11	1.19	10.53	9.07	8.46	2.20	推荐	14.28
东方航空	5.43	0.48	0.50	0.49	11.02	11.12	11.35	2.67	推荐	7.35
海南航空	6.84	0.73	0.75	0.82	9.99	9.72	8.89	1.82	推荐	12.30
上海机场	13.20	0.68	0.79	0.93	18.95	17.15	14.57	1.58	强烈推荐	16.74
厦门空港	14.73	0.94	1.12	1.25	15.73	13.19	11.82	2.12	推荐	18.75
白云机场	7.83	0.51	0.62	0.73	15.61	12.73	10.81	1.23	推荐	10.95
深圳机场	5.37	0.42	0.42	0.47	13.23	12.98	11.60	1.44	推荐	7.05

注：2010 年按股本全面摊薄计算

数据来源：兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。