

成品油调价窗口打开催化航空股交易性机会

投资要点:

- 📖 **市场如若回暖航空股将取得显著超额收益:** (1) 受海外债务困扰和国内政策紧缩影响, 当前市场预期比较悲观。随着海外市场逐步稳定、国内政策进一步明朗, 市场有望筑底回升; (2) 在整体性修复过程中高弹性的航空板块本身业绩不错估值较低, 更有人民币升值和成品油价格下调窗口打开之双重利好, 将获得显著超额收益。
- 📖 **通过汇率和油价对上市公司业绩的敏感性分析:** 业绩弹性较大的当属南航和东航; 稳健的投资者可考虑国航和海航。

报告摘要:

- **航空公司的盈利主要取决于价格成本, 重点关注客座率、航油价格、人民币汇率三个指标。**相关公式如下: 利润 = 客运量 * (运价 (客座率) - 成本 (航油价格 (汇率))) + 汇兑损益 (汇率)。
- **航空股多适于进攻,** 06 年以来航空股获得超额收益的主要阶段大都在市场处于进攻或者盘整的状态。**在超额收益阶段, 有如下特征:** (1) 航油价格没有大的变动。(2) 人民币存在升值预期或者加速升值。(3) 客座率大幅上升。
- **在市场整体回暖的情境下, 我们看好航空股的理由还包括:** (1) 高铁安全管理加强有利于航空公司客运量增速的回升, 并有助于将高客座率维持在历史高位; (2) 原油价格近期再下一个台阶, 国内成品油价格下调窗口即将打开; (3) 人民币汇率 8 月又下一台阶, 航空公司受益于汇兑净损益的增加和更低成本的航油进口。
- **利比亚事件平息有助于油价回落。**近期全球对经济的悲观预期有所升温, 使得原油价格回落到 80 多美元的平台; 利比亚战乱事件近期有望平息, 布伦特油存在向下回归的动力, 即便不进一步打压油价, 也将有助于油价稳定在目前的平台上。
- **国内成品油零售价调整窗口即将打开。**根据石化研究员 8 月 7 日的预测, 如果国际原油价格 (WTI) 维持在 80 美元的水平, 那么调价窗口将在 8 月 22 日左右打开; 反之, 如果原油价格重返每桶 90 美元, 则中国成品油价格不会下调。
- **汇率和油价对航空公司利润的敏感性分析显示:** 每调降 1% 的航油价格, 东航、南航、国航和海航分别增厚 11 年净利润的 2.2%、1.9%、0.8% 和 0.8%; 人民币兑美元每升值 1%, 南航、东航、国航和海航分别增厚 11 年净利润的 7.8%、6.5%、5.6% 和 2%。

策略分析师

朱俊春 (S1180511040001)

电话: 021-5178 2232

Email: zhujunchun@hysec.com

首席策略分析师

邴彬 (S1180511050001)

电话: 010-8808 5952

Email: libin3@hysec.com

联系人

秦培景

电话: 021-5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

柴沁虎

电话: 010-8808 5958

Email: chaiqinhu@hysec.com

牛永涛

电话: 010-8808 5969

Email: niuyongtao@hysec.com

相关研究

《2 季度策略: 通胀阴霾难散, 投资由攻转守》.....2011/4/6

《货币紧缩持续, 配置策略增强防守》.....2011/4/17

《上市公司一季报分析: 业绩低于预期, 优选稳健型行业》.....2011/05/03

《流动性难乐观, 情绪大反弹尚待时》.....2011/05/15

《为高价库存买单》.....2011/05/16

《2011 年下半年策略: 软着陆预期下的估值修复》.....2011/6/27

《股价具有安全边际, 选择稳定增长行业》.....2011/8/1

目录

主要观点	5
（一）航空股的市场特征和投资逻辑.....	6
（二）市场回暖之下航空股将获得显著超额收益.....	8
（1）利比亚战乱平息有助于油价回落	8
（2）国内成品油价格下调窗口即将打开	9
（3）汇率和油价对航空公司利润的敏感性分析	10

插图

图 1: 航空股获得显著超额收益的时间段较多集中于股指上涨或整理期	6
图 2: 2006 年以来航空股获得超额收益的主要阶段和主要影响	7
图 3: 原油价格再下一台阶	8
图 4: 人民币汇率又下一台阶	8
图 5: 全球石油供需平衡及 2011 年预测 (百万桶/日)	8
图 6: 国际油价与产能以及预测 (百万桶/日, 美元/桶)	8
图 7: 石油存货变动与油价价差 (百万桶, %)	9
图 8: 中东地缘政治分化了油价 (美元/桶)	9
图 9: 成品油价格下调窗口预测	9

表格

表 1: 航空股获得超额收益的主要阶段及其特征.....	6
表 2: 油价对航空公司收益的敏感性分析结果.....	10
表 3: 人民币升值对航空公司收益的敏感性分析结果.....	10
表 4: 航空公司的估值水平和营业收入增长预测.....	10

主要观点

受海外债务困扰和国内政策紧缩影响，当前市场预期比较悲观。随着海外市场逐步稳定、国内政策进一步明朗，市场有望筑底回升；在整体性修复过程中高弹性的航空板块本身业绩不错估值较低，更有人民币升值和成品油价格下调窗口打开之双重利好，将获得显著超额收益。

通过汇率和油价对上市公司业绩的敏感性分析，业绩弹性较大的当属南航和东航；稳健的投资者可考虑国航和海航。

航空公司的盈利主要取决于价格成本，重点关注客座率、航油价格、人民币汇率三个指标。相关公式如下：利润 = 客运量 * (运价 (客座率) - 成本 (航油价格 (汇率))) + 汇兑损益 (汇率)。

06 年以来航空股获得超额收益的主要阶段大都在市场处于进攻或者盘整的状态。在超额收益阶段，有如下特征：（1）航油价格没有大的变动；（2）人民币存在升值预期或者处于加速升值期；（3）客座率大幅上升或者大幅改善，行业景气度高

在市场整体回暖的情境下，我们看好航空股的理由还包括：（1）高铁安全管理加强有利于航空公司客运量增速的回升，并有助于将高客座率维持在历史高位；（2）原油价格近期再下一个台阶，国内成品油价格下调窗口即将打开；（3）人民币汇率 8 月又下一个台阶，航空公司受益于汇兑净损益的增加和更低成本的航油进口。

利比亚事件平息有助于油价回落。近期全球对经济的悲观预期有所升温，使得原油价格回落到 80 多美元的平台；利比亚战乱事件近期有望平息，布伦特油存在向下回归的动力，即便不进一步打压油价，也将有助于油价稳定在目前的平台上。

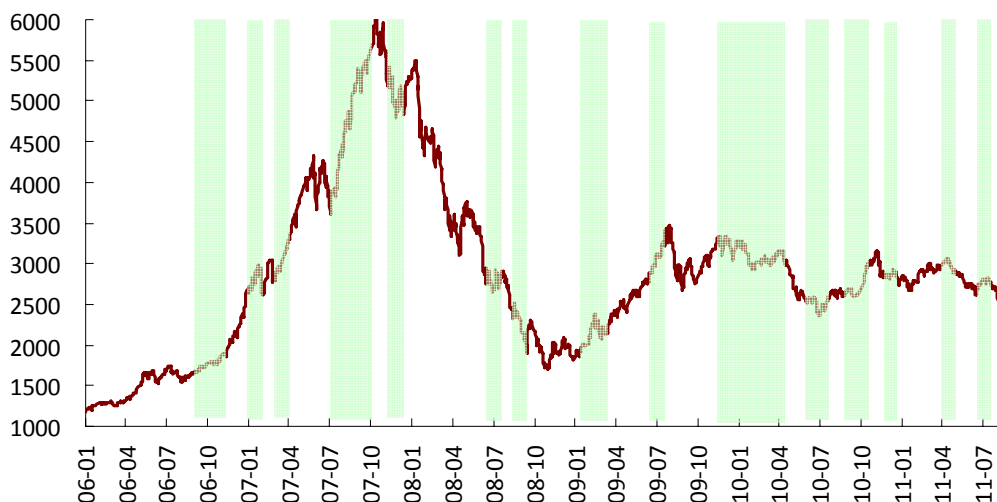
国内成品油零售价调整窗口即将打开。根据石化研究员 8 月 7 日的预测，如果国际原油价格 (WTI) 维持在 80 美元的水平，那么调价窗口将在 8 月 22 日左右打开；反之，如果原油价格重返每桶 90 美元，则中国成品油价格不会下调。

汇率和油价对航空公司利润的敏感性分析显示：每调降 1% 的航油价格，东航、南航、国航和海航分别增厚 11 年净利润的 2.2%、1.9%、0.8% 和 0.8%；人民币兑美元每升值 1%，南航、东航、国航和海航分别增厚 11 年净利润的 7.8%、6.5%、5.6% 和 2%。

（一）航空股的市场特征和投资逻辑

航空股多适于进攻，防御性差。2006 年以来，航空股获得超额收益的主要阶段（大于等于两个月），大都在市场处于进攻或者盘整的状态。

图 1：航空股获得显著超额收益的时间段较多集中于股指上涨或整理期



资料来源：Wind，宏源证券研究所。显著超额收益的定义：航空股的阶段收益位列一级行业前五名。

航空公司的盈利主要取决于价格成本，而非客运量。客运量稳定增长的特征比较明显，但是价格成本变化大，其中运价主要取决于客座率的变化，成本方面主要考虑航油价格的变化，而航油购入的成本跟人民币汇率有一定关系。

$$\text{利润} = \text{客运量} * (\text{运价}(\text{客座率}) - \text{成本}(\text{航油价格}(\text{汇率}))) + \text{汇兑损益}(\text{汇率})$$

因此航空股基本面的主要监控指标包括：航油价格、人民币汇率、客座率。

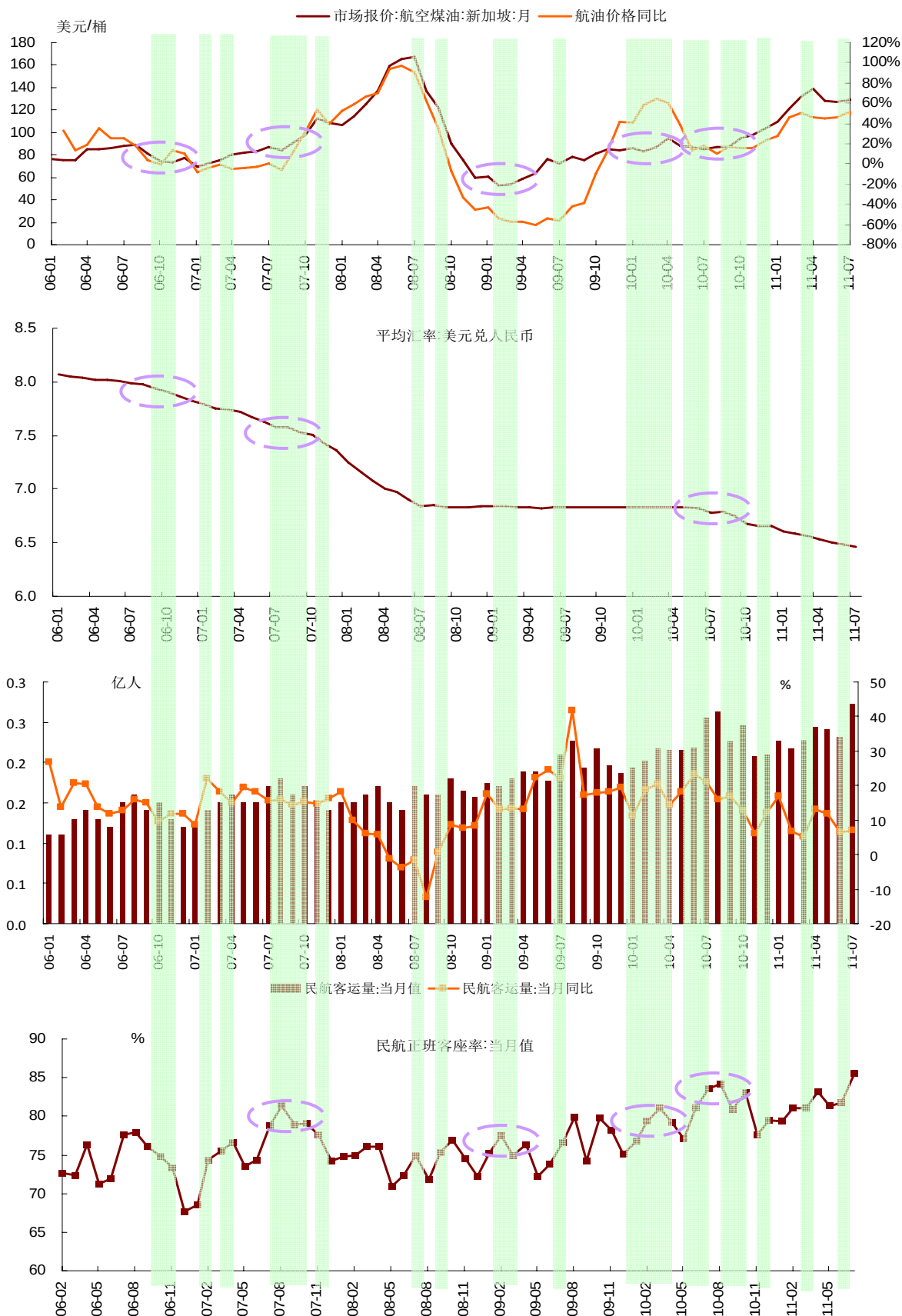
航空股获得超额收益的主要阶段，显露出如下特征：（1）航油价格都没有大的变动。（2）人民币存在升值预期或者加速升值时，航空股可能有超额收益。（3）客座率影响票价，客座率大幅上升，毛利率也将随之上升，往往对应着航空股的超额收益。

表 1：航空股获得超额收益的主要阶段及其特征

主要阶段	航油价格	汇率	客运量增长	客座率	收入	毛利率
2006-09~2006-10	小幅下跌	加速升值	12-13%	小幅下跌	高速增长	大幅上升
2007-07~2007-09	小幅上涨	升值	15%左右	大幅上升	增长良好	大幅上升
2009-02~2009-03	小幅下跌	不变	13%-14%	大幅改善	收入负增长	大幅改善
2010-01~2010-04	小幅上涨	不变	15%-20%	大幅上升	高速增长	大幅上升
2010-06~2010-07	走平	升值预期	20%左右	大幅上升	高速增长	高位上行
2010-09~2010-10	小幅上涨	加速升值	15%左右	高位运行	高速增长	大幅上升

资料来源：Wind，宏源证券研究所。

图 2：2006 年以来航空股获得超额收益的主要阶段和主要影响



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

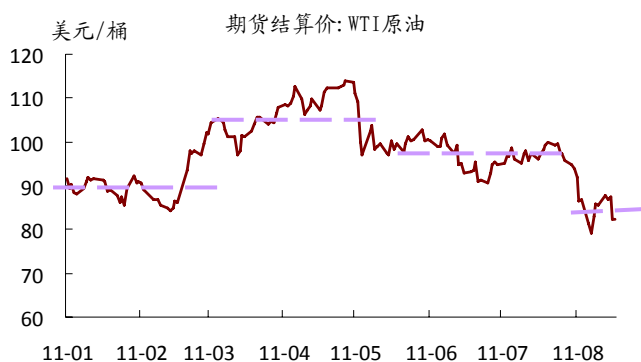
(二) 市场回暖之下航空股将获得显著超额收益

受海外债务困扰和国内政策紧缩影响，当前市场预期比较悲观；随着海外市场逐步稳定、国内政策进一步明朗，市场有望筑底回升；在整体性修复过程中高弹性的航空板块本身业绩不错估值较低，更有人民币升值和成品油价格下调窗口打开之双重利好，将获得显著超额收益。

根据月度数据（滞后一个月）反映的形势如下：客座率处于历史性的高位，客运量增速回落到个位数的增长，航油价格5月有所回落后6、7两月持平；人民币汇率处于持续的升值过程中。

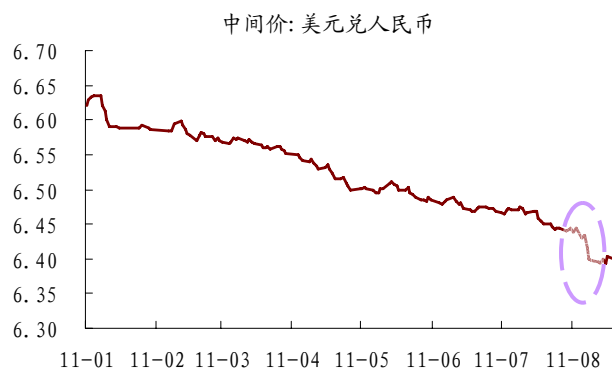
根据8月的情况我们认为：高铁管理加强将有利于客运量增速的回升，有助于维持高客座率；原油价格近期再下一个台阶，国内成品油价格下调窗口即将打开；人民币汇率8月又下一台阶，带来汇兑收益和更低成本的航油使用。

图 3：原油价格再下一台阶



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 4：人民币汇率又下一台阶

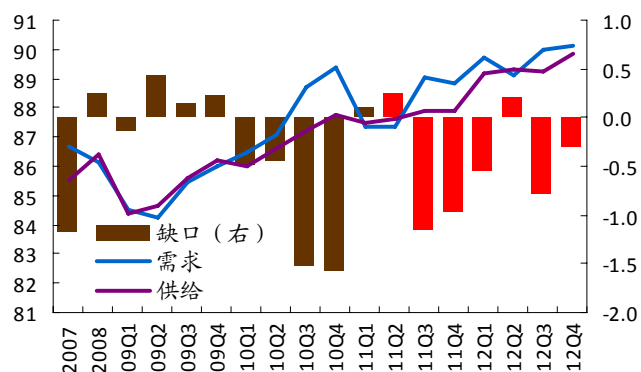


资料来源：Wind，宏源证券研究所

(1) 利比亚战乱平息有助于油价回落

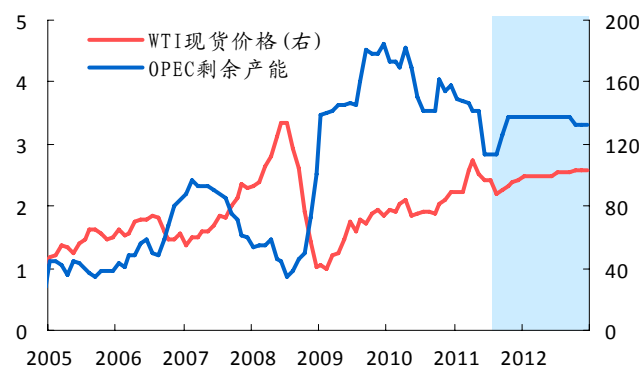
对原油价格的判断归类于：（1）基本面因素，包括供需分析、库存和产能等观测指标；（2）投机因素，活跃的金资本涌入期货市场加剧了油价的波动；（3）货币因素，全球货币增发导致“钱不值钱”，油价相应上行；（4）偶然事件的冲击，比如中东地缘政治冲突。

图 5：全球石油供需平衡及 2011 年预测（百万桶/日）



资料来源：EIA，Short Term Energy Outlook，2011/7；2011年 Q2 开始是预测值，缺口为正表示供大于需，反之则反是；

图 6：国际油价与产能以及预测（百万桶/日，美元/桶）



资料来源：EIA，Short Term Energy Outlook，2010 年 8 月 9

宏源证券研究所

日, 2011 年 8 月之后的都是预测值; 宏源证券研究所

近期全球对经济的悲观预期有所升温, 使得原油价格回落到 80 多美元的平台; 利比亚战乱事件近期有望平息, 布伦特油存在向下回归的动力, 即便不进一步打压油价, 也将有助于油价稳定在目前的平台上。

图 7: 石油存货变动与油价价差 (百万桶, %)

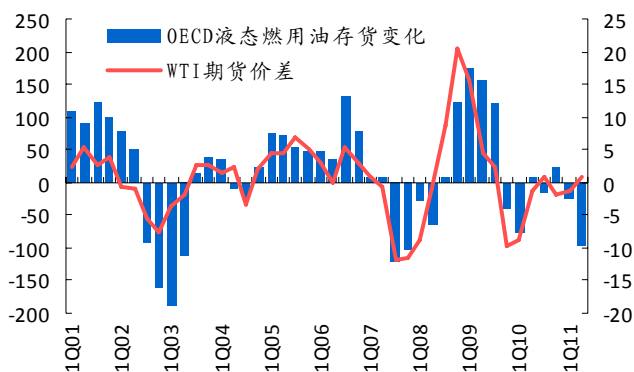
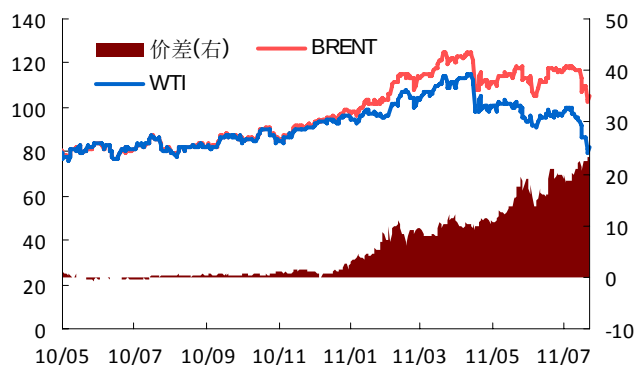


图 8: 中东地缘政治分化了油价 (美元/桶)



资料来源: EIA, OECD 统计; “WTI 价差”为 WTI 一年期期货价格与一月期货价格之差; 宏源证券研究所

资料来源: CEIC; 宏源证券研究所

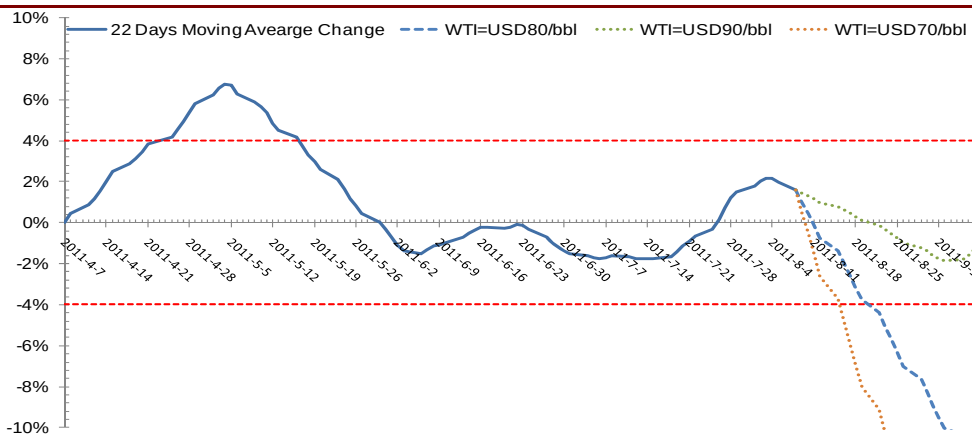
(2) 国内成品油价格下调窗口即将打开

按照我们对于发改委公布的《石油价格管理办法》的理解, 调整成品油零售价需要同时达到两个条件: 1. 距离上一次调价超过 22 个工作日; 2. 布伦特、迪拜和辛塔原油平均价格的 22 个工作日移动平均指标与上次调价时的该指标相比, 波动幅度超过 $\pm 4\%$ 。

以下是我们石油化工研究员在 8 月 7 日作的测算:

如果国际原油价格 (WTI) 维持在 80 美元的水平, 那么调价窗口将在 8 月 22 日左右打开; 如果国际原油价格进一步下跌并且维持在 70 美元的水平, 调价窗口 8 月 14 日后就将开放; 反之, 如果原油价格重返每桶 90 美元, 则中国成品油价格不会下调。

图 9: 成品油价格下调窗口预测



资料来源: Wind, 宏源证券研究所。

(3) 汇率和油价对航空公司利润的敏感性分析

人民币持续升值和成品油价格下调窗口打开，均利好航空板块，其中业绩弹性较大的属南航和东航；稳健的投资者可考虑国航和海航。

油价对航空公司收益的敏感性分析结果显示，航油价格每调降 1%，东航、南航、国航和海航分别增厚 11 年利润 2.2%、1.9%、0.8%和 0.8%。

人民币对航空公司收益的敏感性分析结果显示，汇兑收益对当年利润的影响更为显著，每升值 1%，南航、东航、国航和海航分别增厚 11 年利润 7.8%、6.5%、5.6%和 2%。

表 2: 油价对航空公司收益的敏感性分析结果

公司	调降比例	2011年用油量	2011下半年用油量(万吨)	国内采购比例	国内采购数量(万吨)	调降百元增厚EPS	11EPS预测	增厚利润百分比
东航	1%	410	220	70%	154	0.011	0.490	2.2%
国航	1%	400	210	60%	126	0.007	0.875	0.8%
南航	1%	420	225	80%	180	0.015	0.760	1.9%
海航	1%	105	55	90%	50	0.009	1.102	0.8%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所。

表 3: 人民币升值对航空公司收益的敏感性分析结果

公司	升值比例	融资及租赁费用(亿元)	汇兑收益(亿元)	股本(亿)	折合EPS	11EPS预测	增厚利润百分比
东航	1%	357	3.57	113	0.032	0.490	6.5%
国航	1%	630	6.30	129	0.049	0.875	5.6%
南航	1%	575	5.75	98.2	0.059	0.760	7.8%
海航	1%	357	0.83	41	0.022	1.102	2.0%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所。

航空公司 11 年的估值都在 10 倍上下,而未来 3 年营业收入的复合增长预计在两位数。

表 4: 航空公司的估值水平和营业收入增长预测

证券简称	2011年市盈率	2011年主营业务收入增长率	未来3年营业总收入复合年增长率
东方航空	11.3	18.1	11.0
中国国航	9.5	17.2	12.5
南方航空	11.7	20.0	13.6
海南航空	8.0	22.6	14.1

资料来源: Wind, 宏源证券研究所。

分析师简介:

郇彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

朱俊春: 宏源证券研究所策略研究员, 复旦大学经济学硕士, 3 年证券业从业经验, 2011 年加盟宏源证券研究所。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 曾供职于国泰君安研究所, 2010 年加盟宏源证券研究所。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

牛永涛: 宏源证券研究所交通运输行业研究员, 北京交通大学工学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。