

加息对民航、机场和高速公路公司影响甚微

邓红梅 (8621)-50818887-220 denghm@ebscn.com

2006年8月19日

事件：

中国人民银行决定，自2006年8月19日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.27个百分点，由现行的2.25%提高到2.52%；一年期贷款基准利率上调0.27个百分点，由现行的5.85%提高到6.12%；其他各档次存贷款基准利率也相应调整，长期利率上调幅度大于短期利率上调幅度。

同时，进一步推进商业性个人住房贷款利率市场化。商业性个人住房贷款利率的下限由贷款基准利率的0.9倍扩大为0.85倍，其他商业性贷款利率下限保持0.9倍不变。商业银行可按照国家有关政策，根据贷款风险状况，在下限范围内自主确定商业性个人住房贷款利率水平。

评论：

总体判断：此次加息对主要航空公司、机场及高速公路公司的影响微乎其微。

加息对航空公司的成本影响甚微。从表面上看，目前国内主要航空公司资产负债率普遍偏高（最低的国航2005年末资产负债率达到67.3%（发行A股后可降到60%左右），负债率最高的海航资产负债率则达到88.7%），加息对航空公司的影响似乎应该很大。但事实上，根据我们的测算，由于此次加息是存贷款利率同时上调，对航空公司的影响远不象表面上看起来那么大。其主要原因是航空公司收入和负债的币种结构不平衡：一方面航空公司的负债以外币负债为主，人民币负债比例较小；而另一方面，航空公司现金流量充沛，且除国航、东航外币收入比例较高外，其他航空公司的收入主要为人民币，因此主要航空公司均有相当规模的人民币存款。

具体到各公司看，国航由于较大规模采用了国内贷款，截止到2005年12月31日，其各种形式的人民币借款达到86.48亿，但其人民币存款仅27.44亿，但国航恰好刚刚完成A股发行，募资45亿，这使得目前其人民币净贷款约14亿左右，如果按加息27个基点计，对其财务成本的增加仅为378万左右。同样，南航目前有21.42亿人民币净存款，加息可减少其财务成本578万。如果考虑到国航和南航总股本分别高达110亿和43.74亿，以及所得税率，此次加息对航空公司税后净利和EPS的影响可谓微乎其微。

表1：主要航空公司人民币存贷款规模及对全年净利的的影响

	国航	南航	上航
人民币存款（人民币百万）	7257（=2744+4513）	3608	554.3
人民币贷款（人民币百万）	8648	1466	273

人民币净存款（人民币百万）	-1391	2142	281
加息增加财务成本（人民币万）	378	-578	-76
加息减少净利（人民币万）	284	-491	-65
加息 27bp 减少 EPS（元）	0.0002	-0.001	-0.0006

注：加息的影响按一整年计算

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

加息对其他交通运输企业的影响。由于此次存、贷款利率同时上调，受加息影响的主要是存贷款规模差异较大的公司。按照加息对财务成本影响的方面，可分为两类：

一类是净存款规模较大的公司，此次加息将增加其财务收入。如外运发展（600270）截止 2006 年 3 月 31 日有货币资金近 25 亿，加息 27 个基点可增加财务收入 675 万。

另一类是净贷款规模较大的公司，加息将提高相关公司的财务成本。这类公司有两种情形：一种是刚刚结束巨额资本开支，目前负债规模较大的公司。如宁沪高速（600377）刚刚完成宁沪高速扩建并转为固定资产，2006 年中期净人民币负债高达 88 亿，加息 27 个基点将使其财务成本增加近 2400 万。另一种是目前贷款规模并不大，但未来将有巨额资本开支的公司，加息会增加其未来的财务成本。如上海机场（600009）目前正在进行浦东机场扩建工程建设，预计 2007 年底 2008 年初转为固定资产。根据我们的测算，2007 年、2008 年公司最高需负债 70 亿以上，由于利息停止资本化，如果利率保持现有水平，加息也会增加其 2008 年及以后的财务成本近 2000 万。但是，即便如此，如果考虑到各公司的税率和股本规模，加息 27 个基点对各公司 EPS 的影响均不足 1 分钱。

表 2：加息对部分存贷款差异较大公司的影响

	外运发展	宁沪高速	上海机场
人民币净贷款（人民币百万）	- 2477	8807	7000
加息 27bp 增加财务成本（人民币万）	- 675	2378	1890
加息 27bp 减少净利（人民币万）	-506	1593	1607
加息 27bp 减少 EPS（元）	-0.006	0.003	0.008

注：加息的影响按一整年计算

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

综上，我们认为，此次加息对主要航空公司、机场和高速公路上市公司影响甚微。我们仍然认为行业基本面的变化才是影响行业投资价值的关键。

附表：金融机构人民币存贷款基准利率调整表单位：%

项 目	调整前利率	调整后利率
一、城乡居民和单位存款		
(一) 活期存款	0.72	0.72
(二) 整存整取定期存款		
三 个 月	1.71	1.80
半 年	2.07	2.25
一 年	2.25	2.52
二 年	2.70	3.06
三 年	3.24	3.69
五 年	3.60	4.14
二、各项贷款		
六 个 月	5.40	5.58
一 年	5.85	6.12
一至三年	6.03	6.30
三至五年	6.12	6.48
五年以上	6.39	6.84

资料来源：中国人民银行网站