

行业点评

航空运输业

取消燃油附加费点评

2009 年 1 月 15 日

取消燃油附加费凸显政府刺激消费的政策导向

✎ 交通运输行业首席分析师：唐建华

✎ 航空运输行业分析师：黄金香 CFA

事件：

2009 年 1 月 14 日，国家发改委、中国民航局发布通知，自 2009 年 1 月 15 日起停收国内航线旅客运输燃油附加费。

评论：

■ 政府刺激消费的政策导向明显

民航局自 2008 年 12 月 25 日起预期地将燃油附加费从八百公里(含)以上航线由每位旅客 150 元降低到 40 元，八百公里以下航线由 80 元降低到 20 元时，我们就指出政府的政策导向是刺激航空消费，以带动其他相关产业的发展。此次在国内航空煤油价格尚未调整的情况下，率先取消国内航线燃油附加费进一步印证了我们之前的判断。

目前国内航空煤油出厂价格为 5050 元每吨，经我们初步测算，在考虑运费、关税和增值税后大约相当于原油价格 60 美元每桶的水平，而目前国际原油价格已经下降到 37 美元左右，因此国内航空煤油价格还有较大下调空间，我们预计不久将进一步下调，进一步刺激消费。

■ 取消燃油附加费将在一定程度上加大航空公司的盈利压力

上次降低航空煤油出厂价格同时降低燃油附加费，我们测算燃油附加费下降将抵消 75%左右的航空煤油降价所带来的成本节约，而本次取消燃油附加费后，抵消幅度将由 75%上升到约 100%，即上次航空煤油出厂价格下降给航空的静态影响为中性。我们也测算了一下本次取消国内航线燃油附加费给航空公司对收入和 EPS 影响（以 08 年三季报公布的股本为基础）的静态测算，对国航、南航、东航和上航的 EPS 的影响为-0.09、-0.27、-0.25 和-0.31 元。

表 1：国内航线燃油附加费取消的静态分析

	09 年预计国内旅客量	其中：800 公里以内（约占 20%）	其中：800 公里以上（约占 80%）	燃油附加税抵扣收入	折合 EPS 静态增加
国航	2,955	591	2,364	-106,380	-0.09
南航	4,981	996	3,985	-179,315	-0.27
东航	3,365	673	2,692	-121,143	-0.25
上航	929	186	743	-33,442	-0.31

资料来源：国信证券经济研究所

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

整体上，除非出现价格协调，否则单个航空公司没有涨价能力，因此如果之后航空煤油价格不调整，此次燃油附加费取消将加大航空公司的盈利压力。

■ 供需关系才是决定航空公司趋势性投资机会的核心变量，而不是油价及燃油附加费

航空有效需求增速和飞机座位供给增速的差异导致客座率的变化趋势是决定航空公司是否出现趋势性投资机会的判别变量，从目前情况看，国内航线约 8% 左右增速仍将低于国内航线飞机座位供给 10% 左右的增速，因此仍是供大于求的状况，而油价下降和燃油附加费下降只是提升或降低了航空公司提供折扣价格的能力，航空业的盈利很难迎来爆发性增长。但整体上，随着民航总局十大政策的出台以及航空煤油价格的下降，航空公司有望从 08 年的巨亏中走出，在 09 年实现微利的局面。

因此，尽管目前国内航线在同比增速上有所恢复，08 年 11 月和 12 月同比增速在 8%-10% 之间，但客座率仍继续同比下降，我们认为客座率下降将带动票价水平更大幅度的下降，因此我们不认为目前需求的回升是航空业投资的拐点，但对于机场而言是有意义的，需求回升代表着机场景气的回升，机场的盈利将能够实现正增长。

■ 维持航空公司“中性”、机场“谨慎推荐”评级。

基于以上的理由，我们维持航空公司“中性”的投资评级，并且维持明年内航内线增速 8%、国际航线下降 5% 的判断，整体上机场的国内客流增速将比 08 年有所回升，我们维持机场的“谨慎推荐”投资评级。

国信证券投资评级：		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。