

不能简单理解为全面利空——暂停征收国内航线客运燃油附加费点评 中性（维持）

交通运输行业 2009 年 01 月 15 日

联系人：张勋 010-66045543

事件描述：

根据近期国内航空煤油价格变动情况，国家发展改革委、中国民用航空局 1 月 14 日发出通知，决定暂停收取国内航线旅客运输燃油附加，自 2009 年 1 月 15 日起执行，以出票时间为准。今后是否恢复收取国内航线旅客运输燃油附加，视国内航空煤油价格变动情况另行研究确定。

评论：

1、国内航线航油附加费暂停征收超出市场预期

自 2008 年 12 月 20 日大幅度下调国内航线燃油附加费后，国内航线客运燃油附加费征收标准为 800 公里以上航段 40 元/人次，800 公里以下航段 20 元/人次。从历史情况来看，国内航线航油附加费开始征收时对应的国内航油零售价格水平为 5180 元/吨，而目前航油零售价格为 5770 元/吨，在此油价基础上暂停征收该项费用超出市场预期。

表 1：国内航油附加费历史调整及其与国内航油价格的对比情况 单位：元

	800公里以下	800公里以上	按照成人普通票价的50%计价的（儿童、革命伤残军人、因公残废的人民警察）		婴儿（按照成人普通票价的10%计价）	调整后对应的国内航油价格水平（元/吨）
			800公里以下	800公里以上		
2005年8月1日	20	40	20	40	政策无明确规定	5180
2006年4月10日	30	60	30	60	政策无明确规定	5960
2006年4月20日	30	60	20	30	免	5960
2006年9月1日	60	100	30	50	免	6250
2007年1月21日	50	80	20	40	免	6100
2007年11月5日	60	100	30	50	免	6390
2008年7月1日	80	150	40	70	免	8740
2008年12月25日	20	40	10	20	免	5770

资料来源：天相投顾

2、暂停征收国内航线客运附加费，不能简单解读为全面利空

单纯从暂停征收国内航线客运燃油税的角度来看，以 2008 年预计的国内旅客运输量测算，我们预计，将减少中国国航、南方航空、东方航空年度收入 10.7 亿元、18.7 亿元和 11 亿元，考虑定向增发事项，分别降低年度 EPS0.065 元、0.17 元、0.11 元，相比之下，国内业务权重最大的南方航空受到的负面冲击相对较大。

但是，我们不能简单的通过上述测算，将该次暂停征收航油附加费解读为全面利空。我们认为还可以通过以下三个方面来判断该事件的真实影响：

一、客运燃油附加费的暂停征收，并不会完全表现为航空出行综合成本的等同降低，航空公司完全可以在不提高旅客出行成本的前提下，通过减少票价折扣来弥补该部分的收益，即我们接下来将看到各个网站上公布的飞机票价折扣幅度减少。需要指出的是，暂停征收航油附加费使得航空公司收入的稳定性进一步弱化。

二、客运燃油附加费暂停征收，或将小幅度降低航空出行综合成本，部分刺激航空出行。

三、2005 年 8 月份开始征收航油附加费对应的国内航油价格为 5180 元/吨来看，随着本次暂停征收国内航线航油附加费，可能预示着国内航油价格的进一步下调，目前国内航油零售价格为 5770 元/吨，零售价格下调空间超过 500 元/吨，即对中国国航、南方航空、东方航空 EPS 正面影响分别为 0.05 元、0.11 元、0.09 元。

综合来看，若考虑到前述因素，本次暂停征收国内航线客运附加费对航空公司产生负面影响将十分有限。同时，该举措是在当前的油价水平下做出的临时性决定，并不意味着未来取消该项收费，更多的体现了政策的灵活性。我们认为，一旦国际油价回升，国内航线客运燃油附加费依然会恢复征收。

表 2：暂停征收国内航线燃油附加费对航空公司 EPS 的影响

	08年预计国内旅客 运输量（万人）	增加的航油附加费 收入（亿元）	对净利润的影响金 额（亿元）	对EPS影响（元） ——不考虑增发	对EPS影响（元）—— 考虑增发
中国国航	2842	10.69	8.02	0.07	0.065
南方航空	5334	18.67	14.00	0.21	0.175
东方航空	3059	11.01	8.26	0.17	0.107

资料来源：天相投顾

表 3：若航油价格再度调整对三大航空公司利润影响测算

	2008预计年耗油量 （万吨）	国内航煤下降100 元/吨降低成本 （亿元）	国内航煤下降500 元/吨对EPS的影响 （元）——不考虑增 发	国内航煤下降500 元/吨对EPS的影 响（元）——考虑 增发
中国国航	298	1.49	0.05	0.05
南方航空	296	2.37	0.14	0.11
东方航空	254	1.78	0.14	0.09

资料来源：天相投顾

3、维持行业“中性”投资评级。

由于 2009 年行业面临供大于求局面，且需求依然可能低迷，航空公司亏损的可能性较大，我们依然维持行业的“中性”投资评级。投资方面，依然建议重点关注行业整合带来的交易性投资机会，如东方航空、上海航空等。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014