

湘财证券研究所

交通运输研究小组

刘江渝

Tel: 021-68634518-8278

ljy2775@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-2775

lz2941@xcsc.com

□ 事件

各航空公司的航油使用效率不一样，而新的航油附加费收取最高标准按照公式进行统一计算，因此对各公司产生的影响不同。

□ 点评

我们以前分析过目前的航油附加费的收取覆盖了行业内航油上涨带来的成本上升，新的航油附加费收取标准如下：

800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准：

$$=0.00002818 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本} - 4140) \times 800$$

800 公里以上航线燃油附加最高标准：

$$=0.00002818 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本} - 4140) \times 1500$$

从上面两个公式中可以看到当国内航空煤油综合采购成本高于 4140 时，就可以收取航油附加费，而收取费用为国内航空煤油综合采购成本高于 4140 的部分乘以系数 0.00002818。

对于 0.00002818 这个系数，我们认为该系数也可以保障各公司的业绩水平，首先我们观察各公司的航油消耗如下：

2008 年	南航	国航	东航
RTK(百万吨公里)	9,178.62	9,391.90	7,215.67
航油消耗(万吨)	301.04	284.56	240.98
RTK 油耗(公斤/吨公里)	0.32798	0.30298	0.33396

数据来源：上市公司

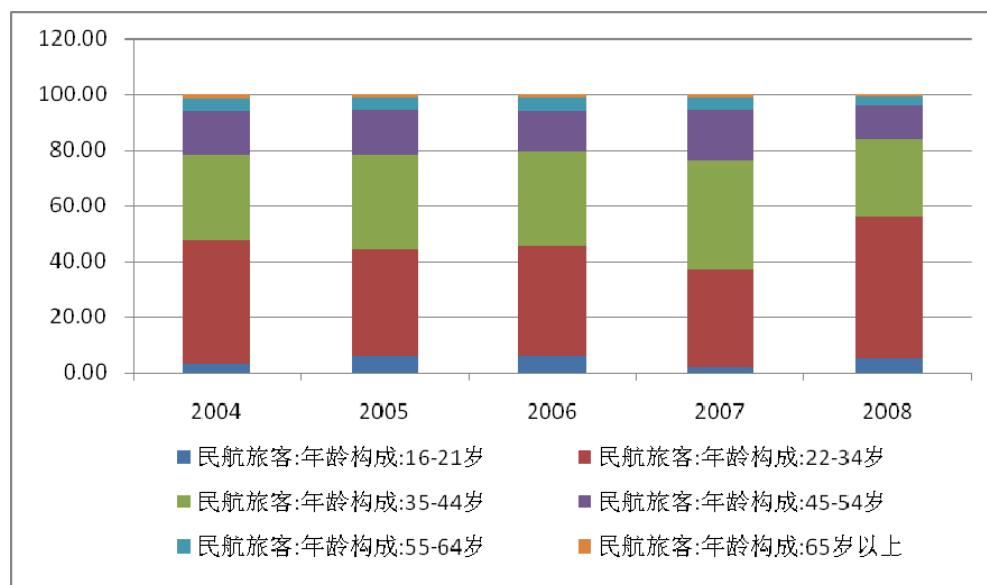
从上表计算出 2008 年行业平均油耗为 0.3206 公斤/吨公里，改变单位折算为 0.0000003206 吨/公斤公里，也即载重 1 公斤飞行 1 公里的航油消耗为 0.0000003206 吨。由于航油附加费为按人收取，因此我们按照 0.002818 这个系数，从附加费收取公司反推回去，得到的是按照每位乘客重量为 88 公斤左右收取的，因此这一标准对覆盖航油成本上升提供了保障。根据各航空公司的航油消耗效率，我们可以计算出各公司可覆盖的乘客重量为：

南航为 $0.00002818/0.32798*1000000=86$ 公斤，

国航为 $0.00002818/0.30298*1000000=93$ 公斤，

东航为 $0.00002818/0.33396*1000000=84$ 公斤。

根据统计数据，我国成年人的平均体重大概在 35 岁以后达到最大值，为 63.65 公斤，而民航旅客的年龄分布可以参见下图：



数据来源：WIND

我们从图中可以看到 35 岁以下的乘客比例近几年大约在 40% 左右，35 岁以上为 60% 左右，而 35 岁以下乘客的平均体重还略小一些，因此整体上来看，假设乘客男女比例与我国社会比例一致，乘客平均体重略小于 63.65 公斤。我们按照最大值 63.65 公斤计算，并考虑到每位乘客免费携带的行李重量平均为 20

公斤，每位乘客平均重量为 83.65 公斤，因此参照以上 3 家航空公司航油附加费的收取标准，我们看到每位乘客飞行 1 公里，航油价格上升带来的成本上升可有航油附加费完全覆盖，而且航油效率高的航空公司还有可以调整的部分。以上为根据 2008 年的数据做出的计算，实际上由于航空技术的进步以及节能措施的实施，各公司的航油使用效率还在不断提升，每年大致在 2% 左右，所以如果公司按最高标准收取，还可以增加一些业绩（假设票价不变），按照 2009 年的国内旅客运输量进行静态计算，各公司 EPS 的增厚情况为：

	南方航空:旅客 运输量:国内	中国国航:旅客运输 量:国内	东方航空:旅客运 输量:国内
2009	61,128.93	33,374.60	37,973.33
EPS 增厚	0.01108	0.01505	0.00189

数据来源：湘财证券研究所 WIND

以上计算假设其他条件不变，从结果可以看到，如果仅考虑航油效率和载客人数，航油附加费按最高标准收费，则收益程度依次为国航、南航、东航。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。