

行业评论：

燃油附加费可覆盖航空公司 60%~70%由油价波动引起的成本变化

评级业务部

牛圣涛

电话：010-88090112

邮件：niushengtao@chinaratings.com.cn

孙静媛

电话：010-88090118

邮件：sunjingyuan@chinaratings.com.cn

第 32 期（总第 60 期） 2012 年 06 月

中债资信评估有限责任公司是国内首家采用投资人付费业务模式的新型信用评级公司。中债资信将采用“为投资人服务、由投资人付费”的营运模式，并按照独立、客观、公正的原则为投资人提供债券再评级、双评级等服务。

公司网站：www.chinaratings.com.cn

电话：010-88090001

地址：北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心 2 号楼 6 层

观点简述：

航油成本是航空公司成本的重要组成部分，航油价格的波动会使得航空公司运营成本发生变化，进而对其运营稳定性产生直接影响。近年来国内外航油价格的稳步上涨使得中国航空公司的航油成本不断增长，其在营业成本中的占比也由 33% 上升至 41% 以上，大大压缩了航空公司的利润空间，使其面临较大的成本压力，且未来航油成本压力将持续存在。这使得航空公司纷纷采取上调票价、提高航油利用效率、签订航油套期保值合约、收取燃油附加费等方式降低油价上涨对其盈利状况的影响。从实际效果来看，目前收取燃油附加费成为各航空公司转移部分航油成本、降低油价波动影响最为有效的措施。

近年来国家发改委和民航总局不断推进燃油附加费征收体制的市场化改革。经过近 12 年的发展，中国已初步建立起燃油附加费与航油价格同步涨跌，对冲油价上行风险的机制，实现了油价与燃油附加费的三个联动。燃油附加费的征收权也由业务主管部门下放至各航空公司，航空公司自主控制成本的能力显著增加。目前燃油附加费作为独立于票价之外的费用，不受机票折扣的影响，已成为航空公司稳定的收入来源，其发挥平抑油价波动作用的及时性和有效性大幅提升。

根据测算，目前 60%~70% 由油价波动引起的成本变化可通过燃油附加费的征收转移给消费者，三大航空公司的航油成本压力得到有效缓解，并符合民航总局关于航空公司自行消化不低于 20% 的航油上涨所引起的成本变化的要求。因客货结构和航线布局的差异，三大航空燃油附加费变动额对航油成本变动额的覆盖比率存在一定差异，南航覆盖比率最高，国航次之，东航第三。从覆盖趋势来看，受单位收取率下降等因素影响，三大航空公司燃油附加费变动额对航油成本变动额的覆盖比率逐年下降。短期来看，受国内外经济增速放缓的影响，中国航空运输需求增速将减慢，业务量增速存在下滑可能，而航油消耗量变化相对刚性，预计未来短期内三大航空公司的覆盖率仍存在继续下降的趋势。长期来看，随着燃油附加费征收体制的完善，燃油附加费的收取将日趋市场化，其对航油波动的覆盖情况将更多地取决于油价变化、单位收取率、航空市场需求、航油利用率等多重因素的共同作用。



航油成本是航空公司成本的重要组成部分，近年来随着国内外航油价格持续上涨，其在营业成本中的占比不断提高，中国航空业面临较大的航油成本压力，且未来成本压力将持续存在

航空煤油（以下简称“航油”）成本是航空公司成本的重要组成部分，航油价格的波动会使得航空公司运营成本发生变化，进而对其运营稳定性产生直接影响。

近年来航油价格的稳步上涨使得中国航空业的航油成本不断增长，从表 1 可知，随着三大国有航空公司——中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航股份”）、中国南方航空股份有限公司（以下简称“南航股份”）和中国东方航空股份有限公司（以下简称“东航股份”）业务量的增长，其航油消耗量快速增加，加之单位航油成本也由 2009 年的 5,000 元/吨以下升至 2011 年的 7,500 元/吨以上，三家公司航油成本规模快速增加，三年年均复合增长率均达 40%~50% 左右，在营业成本中的占比由 2009 年的 33% 左右升至 2011 年 41% 以上，航油成本压力不断加大。

表 1：2009~2011 年国内三大航空公司航油消耗及平均航油成本情况

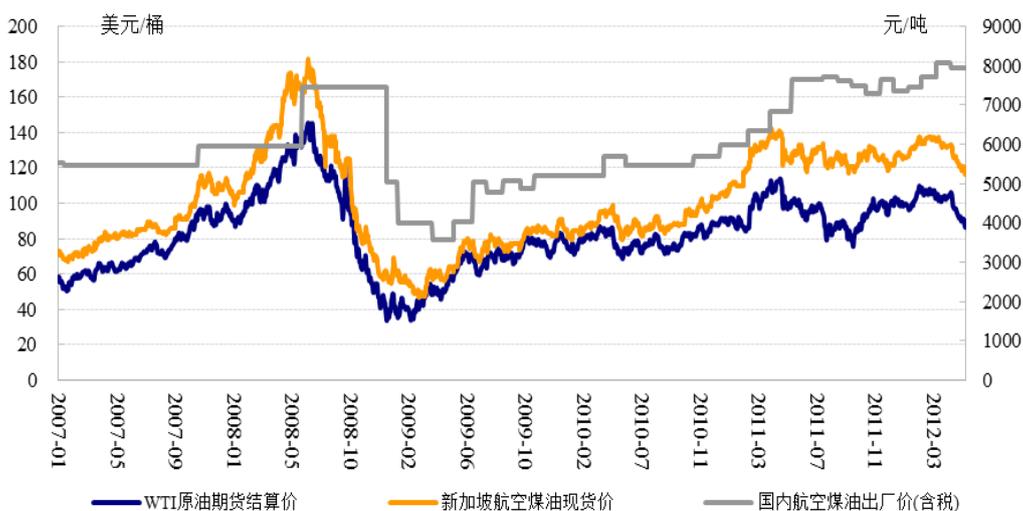
公司	指标	2009 年	2010 年	2011 年
国航股份	航油消耗量（万吨）	299.66	398.09	439.10
	航油成本（亿元）	140.85	234.61	337.87
	单位航油成本（元/吨）	4,700.33	5,893.39	7,694.60
	在营业成本中的占比（%）	33.58	38.46	44.06
南航股份	航油消耗量（万吨）	331.38	393.31	423.89
	航油成本（亿元）	163.93	234.92	326.75
	单位航油成本（元/吨）	4,947.00	5,972.90	7,708.37
	在营业成本中的占比（%）	33.32	37.55	43.10
东航股份	航油消耗量（万吨）	263.00	385.00	389.63
	航油成本（亿元）	122.55	216.06	292.29
	单位航油成本（元/吨）	4,659.70	5,611.95	7,501.73
	在营业成本中的占比（%）	32.90	35.58	41.49

资料来源：上述三大航空企业 2009~2011 年度报告，中债资信整理

从国际航油价格走势来看，航油是原油重要的炼化产品，其价格波动与原油价格波动高度一致。2009 年金融危机以来随着国际经济的逐步复苏，原油价格缓慢走出低谷，且在欧债危机形势不明、五大央行联手注入美元、美国原油需求萎缩等多种因素的共同影响下，原油价格呈上下窄幅波动走势，基本稳定在 80 美元/桶左右；2012 年以来，国际原油价格缓慢上行至 110 美元/桶，但受全球宏观经济形势低于市场预期的影响，自 5 月起原油价格略有下调。因此，总体来看，原油价格受全球宏观经济形势、美元走势、投机资金炒作、地缘政治等多重因素的影响短期内呈现波动性特点，未来在全球经济增幅缓慢、欧债危机走向仍不明朗等

因素的影响下，原油需求动力不足，加之中东、北非等主要原油产地政治局势趋于平稳使得原油供给平稳增长的共同作用，预计短期内全球原油价格将趋于稳定，小幅下降的可能性大于波动上行的可能性，国际航油价格也将保持相同走势。长期来看，石油作为不可再生资源，供给量相对有限，而全球经济的持续发展将带动原油需求的不断增加，原油价格长期看涨，这也使得国际航油价格也有望保持上涨趋势。

图 1：2007 年以来国际原油价格及国内外航油价格波动情况



资料来源：纽约商品交易所（NYMEX），英国国际石油交易所（IPE），中债资信整理

从国内航油价格来看，中国航油价格长期以来由国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）和中国民用航空局（以下简称“民航总局”）在综合考虑供油公司的供油成本、航空公司的承受能力等因素的基础上进行调整，但调整周期长，对国际油价波动的反应不够灵敏。从图 1 可知，国内航油价格调整的频率较低，呈阶梯型变化，且面临“升易降难”的局面；同时，国内航油价格远高于国际航油价格，2007 年至今，国内外航油平均价差达 750 元/吨¹左右，这也使得中国航空公司面临较高的航油成本压力。为实现国内外航油价格的真正接轨、稳步推进航油价格市场化改革，2011 年 7 月国家发改委出台《国家发展改革委关于推进航空煤油价格市场化改革有关问题的通知》，决定于 2011 年 8 月 1 日起，国内航油出厂价按照不超过新加坡市场航油进口到岸完税价的原则，由供需双方协商确定，具体出厂价格由新加坡市场航油进口到岸完税价和贴水两部分构成，每月调整一次，调价时间为每月 1 日。此次改革标志着国内市场化航油价格形成机制初步形成，国内航油价格的调价期间大大缩短，与国际航油价格的联动性显著增强。

根据上述对于国内外原油及航油价格走势的分析，未来短期内国内外航油价格将趋于稳定，且有望小幅下降，预计航油成本的占比可能小幅下降；但长期来看，在国际原油价格长

¹ 国内航空公司的航油采购成本由国内航油出厂价和进销差价构成，其中 2011 年 8 月 1 日之前，国内航油出厂价由发改委确定，平均较国外高 550 元/吨，进销差价由民航总局确定，为了补贴亏损机场，机场所供给航油进销差价一般比国外高出 200 元/吨。



期看涨的带动下，国内外航油价格也将保持上涨趋势，中国航空业的油料成本压力将长期存在。

近年来国家发改委和民航总局不断推进燃油附加费征收的市场化改革，目前已建立起燃油附加费与航油价格联动机制，使得航空公司自主控制航油成本的能力显著增强

近年来国内和国际航油价格高位震荡，使得航油成本在航空公司业务成本中的比重上升至 43% 以上，给航空公司带来了巨大的成本压力，压缩了航空公司的利润空间。面对高企的航油价格，国内各航空公司纷纷采取上调票价、优化机队及飞行方案、创新运用航油消耗自动控制系统等措施，提高航油利用效率，并签订航油套期保值合约，以锁定航空成本。但从实际效果来看，航空公司上调票价的空间较小，航油套期保值合约目前被国家严格控制，加之，提高航油利用效率的措施受航油成本刚性特点突出、可控性差等特点的影响，效果不大，因而，航空公司通过上述途径降低航油成本影响的效果较为有限，更多地是依赖向旅客征收燃油附加费，来转移部分成本，减少航油价格的冲击。

燃油附加费是经国务院同意，经国家发改委和民航总局批准，各航空公司根据航程不同，向航空旅客征收的、反映航油价格变化的附加费用，以实现航油成本的转嫁，降低航空公司航油成本压力。自 2000 年开始征收起，截至目前，燃油附加费征收已历经近 12 年，大致可以分为三个发展阶段：

第一阶段（2000~2004 年）：此阶段为燃油附加费与机票价格挂钩阶段，燃油附加费征收标准为机票价格的 10%~15%。虽然 2004 年 3 月国家发改委取消了燃油附加费的征收，但国家发改委和民航总局出台了《民航国内航空运输价格改革方案》，明确了机票价格最大可上浮基准价的 25%，下浮幅度最大不得超过基准价的 45%。在此阶段，燃油附加费征收额与全价机票关系密切，但容易被机票价格折扣吞蚀。

第二阶段（2005.7~2009.11 之前）：此阶段为民航总局直接规定燃油附加费征收额阶段，燃油附加费征收标准以 800 公里航程为界，对 800 公里（含）以下和 800 公里以上航线征收的额度不尽相同。燃油附件费征收额均为业务主管部门规定，是独立于票价外的费用，征收额度不受票价折扣的影响，且固定征收和分类征收原则使得国内航空公司化解高航油成本压力的能力较上一阶段有所增强，但 4 年间燃油附加费仅调整 9 次，严重滞后于油价的调整，降低了燃油附加费规避油价波动作用的发挥。

第三阶段（2009.11 至今）：此阶段为燃油附加费征收与油价联动，逐步市场化的阶段。国家发改委和民航总局分别于 2009 年 11 月和 2011 年 11 月先后出台了《关于建立民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》和《关于完善民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》，将国内航线燃油附加费由原统一规定收取标准的方式改为由航空公司在规定范围内自主确定具体收费标准的征收模式，



具体征收额度主要依据国内航油基础价格、国内航油综合采购成本、燃油附加单位收取率及飞行里程计算而得，且明确了燃油附加费单位收取率²（以下简称“单位收取率”）逐年调整的机制（每年4月进行调整），并规定当国内航油综合采购成本累计变化幅度超过250元/吨时，燃油附加最高标准可按联动机制规定进行调整。这标志着燃油附加费征收与航油价格联动机制的确立，征收将更为公开化、透明化、市场化，同时考虑到国内航油价格市场化改革已完成，中国航空业已建立起航空燃油价格与燃油附加费同步涨跌，对冲油价上行风险的机制，并实现了油价和燃油附加费的三个联动（即国内航油价格与国际油价联动、国内燃油附加费与国内航油价格联动、国际燃油附加费与国际航油价格联动）。因此，在此阶段，燃油附加费征收权从业务主管部门下放至各航空公司，航空公司自主控制成本的能力显著加强，且燃油附加费平抑航油成本波动的能力也显著增强。

表 2：2000 年以来燃油附加费征收政策及征收情况

发布时间	相关政策	政策内容
2000~2003 年	开征燃油附加费	征收标准为机票价格的10%~25%
2004 年 3 月	民航国内航空运输价格改革方案	取消燃油附加费，机票基准价上调25%，应对燃油附加费取消对航空公司营业收入的影响
2005 年 7 月	复征燃油附加费	=<800公里-20元；>800公里-40元
2006 年 4 月	提高燃油附加费	=<800公里-30元；>800公里-60元
2006 年 9 月	提高燃油附加费	=<800公里-60元；>800公里-100元
2007 年 1 月	降低燃油附加费	=<800公里-50元；>800公里-80元
2007 年 11 月	提高燃油附加费	=<800公里-60元；>800公里-100元
2008 年 7 月	提高燃油附加费	=<800公里-80元；>800公里-150元
2008 年 12 月	降低燃油附加费	=<800公里-20元；>800公里-40元
2009 年 1 月	取消燃油附加费	
2009 年 11 月	《关于建立民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》	明确燃油附加费的计算方法，燃油附加单位收取率确定为0.00002908元，=<800公里-20元；>800公里-50元
2010 年 4 月	实施新燃油附加费单位收取率	燃油附加单位收取率调整为0.00002818元；>800公里-40元
2010 年 10 月	上调燃油附加费	=<800公里-40元；>800公里-70元
2011 年 2 月	上调燃油附加费	=<800公里-50元；>800公里-90元
2011 年 4 月	实施新燃油附加费单位收取率	燃油附加单位收取率调整为0.00002691元；<800公里-80元；>800公里-150元
2011 年 5 月	上调燃油附加费	=<800公里-80元，>800公里-140元
2011 年 7 月	航油价格市场化改革	8月1日起，航油出厂价格每月1日调整1次，航油出厂价格按照不超过新加坡市场进口到岸完税价的原则，由供需双方协商确定，实现了国内航油与国际油价的联动
2011 年 8 月	上调燃油附加费	=<800公里-80元；>800公里-150元
2011 年 9 月	下调燃油附加费	=<800公里-80元；>800公里-140元
2011 年 10 月	部分下调燃油附加费	=<800公里-70元；>800公里-140元

² 燃油附加费单位收取率由国家发改委和民航总局按照上年国内航线航空煤油实际消耗量、旅客运输总周转量以及航空公司实际所消化的、由航油价格波动所带来的成本变动的比例来确定。



发布时间	相关政策	政策内容
2011年11月	部分下调燃油附加费	=<800公里-70元；>800公里-130元
2011年11月	《关于完善民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》	完善了国内燃油附加费与国内航油价格的联动机制
2011年12月	上调燃油附加费	=<800公里-70元；>800公里-140元
2012年1月	下调燃油附加费	=<800公里-70元；>800公里-130元
2012年3月	上调燃油附加费	=<800公里-70元；>800公里-140元
2012年4月	下调燃油附加费单位收取率	燃油附加单位收取率调整为0.00002541元；=<800公里-80元；>800公里-150元
2012年6月	下调燃油附加费	=<800公里-70元；>800公里-130元

资料来源：中债资信根据公开资料整理

总体来看，随着中国航空燃油附加费征收体制改革的推进，燃油附加费与航油价格联动机制已初步建立，航空公司自主控制成本的能力显著加强。未来，随着中国与全球各经济体往来的日趋频繁，以航油为代表的国内重要战略物资及大宗商品价格与国际价格的同步性将增强，其价格变动将逐步实现与国际价格的完全接轨。因此，预计未来随着国内航油价格市场化改革的进一步推进，燃油附加费征收体制的市场化将进一步深入和完善，燃油附加费对航油波动的平抑作用有望更好地发挥。

根据测算，燃油附加费的征收可覆盖 60%~70%由油价波动引起的成本变化，但受单位收取率下降等因素影响，三大航空公司的覆盖比率逐年下降，且未来短期内存在继续下滑的趋势；此外，三大航空公司因客货结构和航线布局的差异，覆盖比率不尽相同，南航股份最高，国航股份次之，东航股份第三

如前文所述，燃油附加费已成为国内航空公司规避航油波动风险最主要、最有效的措施，特别是在国内航线燃油附加费征收体制市场化改革后，其成为国内航空公司自主调整成本的重要手段。下面以三大国有航空公司为例来测算近年来燃油附加费变动对航油成本变动的覆盖程度。

首先，根据《关于建立民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》和近年来民航总局调整的单位收取率情况，结合国内航空公司目前均按最高标准征收燃油附加费的实际情况，按照如下公式计算燃油附加费征收额：

800公里（含）以下航线燃油附加费=单位收取率×（国内航空煤油综合采购成本—4,140）×800；

800公里以上航线燃油附加费=单位收取率×（国内航空煤油综合采购成本—4,140）×1,500；

可计算相应年份国内航油价格每变动1,000元/吨时，每人应收取的燃油附加费的变化情况（如表3所示）。受单位收取率逐年下调的影响，相同航油价格的变化所引起的燃油附加费收取额的变化逐年下降。



表 3：2009~2011 年航油价格变化所引起的人均燃油附加费变动情况

主要指标	2009 年	2010 年	2011 年
单位收取率（单位：每吨公里元）	0.00002908	0.00002818	0.00002691
航油价格每变动 1,000 元/吨，每人的燃油附加费收取额变化（单位：元/人）：			
800 公里以上	43.62	42.27	40.37
800 公里以下	23.26	22.54	21.53

资料来源：中债资信根据公开资料计算整理得出

其次，估算条件的设定。

（1）根据市场估计，国航股份、南航股份和东航股份 800 公里以上国内旅客运输量约占各公司国内旅客运输量的 70%、65%和 65%；

（2）目前，国际和地区航线燃油附加费的征收体制和额度确定均与国内航线存在较大差异，一般只需航线上对飞的两国航空公司通过协商确定燃油附加费征收标准，向各自的民航管理部门备案后，即可确定燃油附加费的征收额度，且国际航线燃油附加费作为综合票价的一部分，其征收标准的确定除了考虑国际航油价格的变动外，还需考虑本航线共飞航空公司数目、竞争激烈程度、市场供需状况及宏观经济形势等因素的影响，很难区分油价波动对其征收标准的影响程度，也很难对其具体征收额度进行测算。考虑到国际及地区业务是航空公司重要的业务构成，会对公司航油成本和燃油附加费产生重大影响，因此，在本次测算中，我们近似地以国内燃油附加费征收系数及公式，结合国际及地区航线的航程，通过公式“国际航线燃油附加=单位收取率×（航油价格—基准油价）×航线里程”来计算国际及地区航线的燃油附加费征收额。

表 4：2009~2011 年三大航空公司旅客运输量情况（万人次）

企业名称	2009 年	2010 年	2011 年
国航股份	4,127.87	6,000.62	6,969.17
其中：国内航线	3,336.92	5,018.57	5,939.15
地区航线	234.94	287.55	317.83
国际航线	556.01	694.50	712.19
南航股份	6,627.93	7,645.56	8,067.70
其中：国内航线	6,113.00	6,972.65	7,292.63
地区航线	127.46	157.28	176.65
国际航线	387.47	515.63	598.42
东航股份	4,404.30	6,493.04	6,872.50
其中：国内航线	3,798.47	5,545.63	5,876.14
地区航线	188.52	287.34	271.69
国际航线	417.31	660.07	724.67

资料来源：上述三大航空公司 2009~2011 年度报告，中债资信整理

(3) 受公开资料的限制, 目前无法获得三大航空公司不同国际航线的具体里程数额、航线和航班数量等信息, 因此, 本次测算通过公式“平均航距=国际航线旅客周转量/国际航线旅客运输量”来计算三大航空公司国际航线的平均航距。

表 5: 2009~2011 年三大航空公司国际航线的平均航距情况 (单位: 公里)

企业名称	2009 年	2010 年	2011 年
国航股份	4,953.87	4,781.43	5,016.08
南航股份	2,830.67	3,011.07	3,440.39
东航股份	3,353.38	3,449.48	3,608.68

资料来源: 上述三大航空公司 2009~2011 年度报告, 中债资信整理

再次, 覆盖比率的计算。本次测算以“航油价格变化 1,000 元/吨”为标准来衡量, 油价变化时三大航空公司燃油附加费征收额的变化对营业成本变化额的覆盖程度。具体方法如下:

(1) 为便于比较三大航空公司对航油价格变动的敏感程度, 我们将三大航空公司年报披露的有关营业成本变动额对航油价格的敏感性统一调整为航油价格每变动 1,000 元/吨, 三大航空公司营业成本变化额, 如表 6-1 所示;

(2) 按照以下公式计算当航油价格变动 1,000 元/吨时, 燃油附加费征收额的变动值 (如表 6-2 所示):

燃油附加费征收额变动额=国内航线燃油附加费变动额+国际及地区航线燃油附加费变动额;

其中: 国内航线燃油附加费变动额=当年国内航线 800 公里以下国内旅客运输量×该航段人均燃油附加费变动额+800 公里以上国内旅客运输量×该航段人均燃油附加费变动额;

国际及地区航线燃油附加费变动额=国际及地区航线旅客运输量×国际及地区航线人均燃油附加费变动额。

(3) 根据公式“燃油附加费变化对航油成本变化的覆盖程度=燃油附加费征收额变化额/营业成本变化额×100%”来计算覆盖比率, 具体计算结果如表 6-3 所示。

表 6: 中国三大航空公司燃油附加费变动对航油成本变动覆盖程度测算表

主要指标	2009 年	2010 年	2011 年
表 6-1: 航油价格每变动 1,000 元/吨时, 三大航空公司营业成本变化额 (单位: 亿元):			
国航股份	31.63	41.47	46.00
南航股份	33.13	39.33	42.40
东航股份	26.31	—	41.25
表 6-2: 航油价格每变动 1,000 元/吨时, 三大航空公司燃油附加费征收额变化额 (单位: 亿元):			
国航股份	21.55	28.82	31.51
南航股份	26.06	29.70	30.88



主要指标	2009年	2010年	2011年
东航股份	18.75	27.24	27.98
表 6-3: 航油价格每变动 1,000 元/吨时, 燃油附加费变动对航油成本变动的覆盖程度 (单位: %)			
国航股份	68.14	69.49	68.51
南航股份	78.64	75.52	72.84
东航股份	71.28	—	67.82

资料来源: 中债资信根据上述三大航空公司 2009~2011 年度报告及公开资料计算整理得出

根据最终计算结果, 燃油附加费的征收使得 60%~70% 的航油价格波动转移至消费者, 有效缓解了航空公司的航油成本压力, 并符合民航总局关于航空公司自行消化航油价格上涨带来的成本增加额的比例不少于 20% 的规定。从覆盖趋势来看, 三大航空公司燃油附加费增长对航油成本增长的覆盖程度呈缓慢下降趋势, 这一方面与单位收取率的下调有关, 另一方面还与部分年份受航空需求变化和国际及地区业务的开展影响, 客运量增速慢于耗油量增速有关。从三大航空公司的对比来看, 南航股份的覆盖比率最高, 三年均值达 75.67%, 这与南航股份旅客运输量处行业首位、货运量相对较小、单位油耗收取的燃油附加费较多密切相关; 国航股份覆盖比率次之, 三年均值达 68.71%, 略低于南航股份, 但高于东航股份 67.82%³ 的覆盖水平, 这主要与国航股份的国际航线大多集中于欧美等远程航线, 与东航股份以日本、韩国、东南亚等中程航线为主的航线网络相比, 其航程明显较长, 人均油耗量相对较低密切相关。

2012 年 4 月 1 日, 民航总局将单位收取率下调至 0.00002541 每吨公里元, 加之受国内外经济增速放缓的影响, 短期内中国航空业需求增速将减慢, 业务量增速存在下滑可能, 而航油消耗量变化相对刚性, 因此预计未来短期内三大航空公司燃油附加费对航油成本波动的实际覆盖率将呈下降趋势。长期来看, 随着燃油附加费征收体制的完善, 燃油附加费的收取将日趋市场化, 其对航油波动的覆盖情况将更多地取决于油价变化、单位收取率、航空市场需求、航油利用率等多重因素的共同作用。

免责声明: 本报告系根据公开信息做出的独立判断。对于该等公开信息, 本公司不保障其真实性和准确性。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见不构成任何机构或个人作出证券买卖出价或询价的依据。本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承担任何法律责任。本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有, 未经书面许可, 任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。

³ 受公开资料所限, 无法获得 2010 年东航股份合并上海航空公司后的相关数据, 故而采用 2011 年数据进行分析比较。