

Compani es

航空业:业绩反转,行业整合风生水起

●中国航空业在2007年上半年不仅出现了收入的同比大幅增长,在净利润上也呈现出大幅增长的态势,几大航空公司纷纷扭亏为盈。下半年及2008年业绩将进一步好转,可以说中国航空业业绩的反转已经出现。

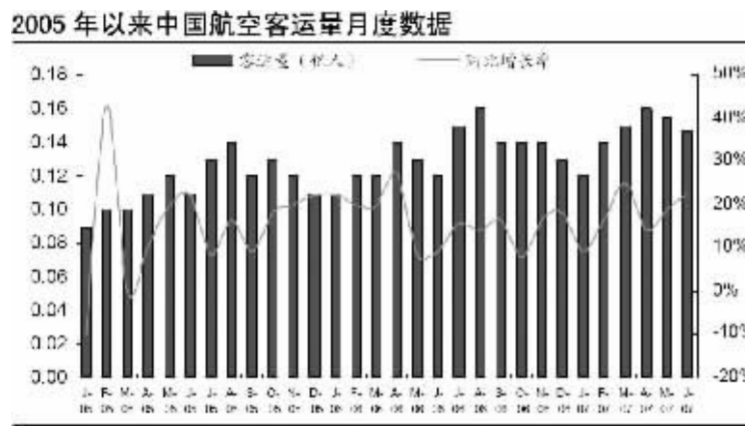
●国家民航总局为新华航空控股有限公司颁发运行合格证;东航引进战略投资者的方案浮出水面;中国国航的控股股东中国航空集团在香港通过H股购买东航股份的举动,也将目前几大主要航空公司自身的重组行为扩展至几大航空公司之间的整合层面。一时间,关于中国航空业行业整合的传闻风生水起,中国航空业的整合也是理性的选择和未来两年中国航空业发展的主旋律之一。

◎光大证券 李军

在旺盛需求的推动下,加之人民币持续升值,油价企稳等外部因素的影响,中国航空业在2007年上半年不仅出现了收入的同比大幅增长,在净利润上也呈现出大幅增长的态势,几大航空公司纷纷扭亏为盈。截至2007年8月31日,五家航空上市公司均公布2007年中期报告,五家公司上半年净利润均同比增长,除上海航空净利润还为负以外,南方航空、东方航空、中国国航、海南航空净利润均为正,南方航空、东方航空、中国国航、海南航空2007年中期净利润分别为3.08亿、0.58亿、13.00亿、1.90亿,去年同期则分别为-8.35亿、-14.62亿、0.45亿、0.21亿,五大航空公司2007年上半年净利润同比增长41.15%。2007年下半年以及2008年,人民币稳步升值的趋势预期明确,同时加之奥运会的推动,中国航空业下半年及2008年业绩将进一步好转,可以说中国航空业业绩的反转已经出现。

航空业全面复苏迹象明显

进入2007年以来,航空业全面复苏的迹象更加明显,一方面表现在吞吐量的增长上,2007年上半年中国航空业旅客吞吐量同比增长率为17.82%,货物吞吐量同比增长率为16.89%,均超过了2006年同期的增长率(2006年上半年中国航空业旅客吞吐量同比增长率为17.46%,货物吞吐量同比增长率为12.17%)。自2000年以来,中国航空业的正班客座率和正班载运率数据就开始稳步提升,2007年以来的客座率月度数据更是显著高于2006年客座率月度数据,但2007年以来的货载运率数据略低于2006年上半年数据,主要原因在于主要航空公



2005年以来中国航空客运营量月度数据

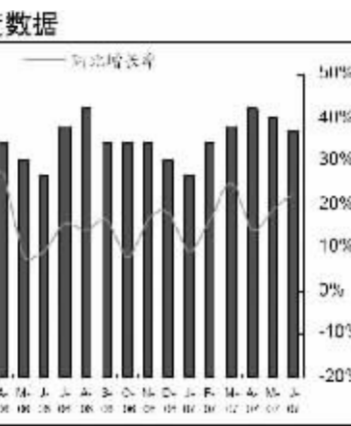
司的货运运力增长加快。自2004年中国开始统计民航票价指数以来,国内航线票价综合指数总体上保持比较稳定的态势,亚洲及港澳航线票价指数、国际航线票价指数则一直保持上升的趋势。

油价平稳减小经营压力

2007年1月17日新加坡航油价格下跌到67.75美元/桶后开始回升,2007年7月20日,上升至89.65美元/桶(2006年的最高价格为91.35美元/桶),随后国际原油以及新加坡航油价格保持了比较稳定的态势,目前国内航空公司年耗油量在1000万吨以上,燃油成本占国内航空公司主营业务成本比例近40%,新加坡航油价格以及国内航油销售价格的稳定给国内航空公司减小了经营压力。

人民币升值带来超过40亿汇兑损益

自人民币汇率制度实施汇改以



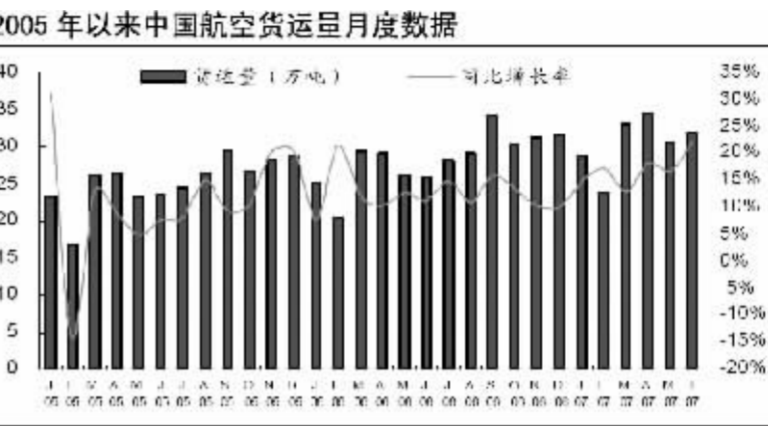
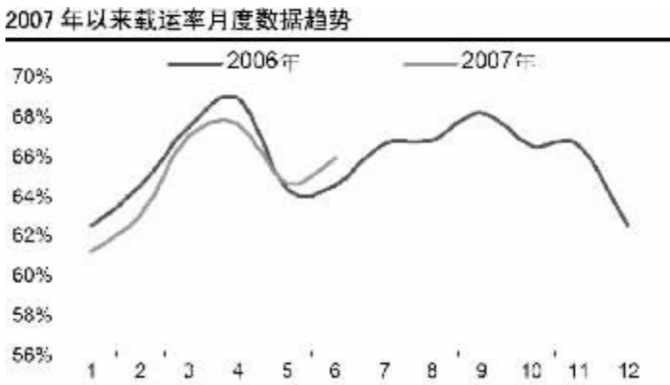
2005年以来中国航空货运量月度数据

来,人民币对美元汇率基本上呈现单边上涨的趋势,截至2007年8月31日,人民币对美元累计升值9.72%,2007年以来累计升值3.67%,目前中国几家主要航空公司美元负债超过1100亿人民币,2007年以来的人民币对美元升值带给中国主要航空公司的汇兑损益超过40亿人民币。

行业整合风生水起

2007年6月22日,国家民航总局为新华航空控股有限公司颁发运行合格证,新华航空控股有限公司是海航集团为打造国内第四大航空集团中国新华航空集团有限公司的运作平台,海航集团将旗下主要航空资产实现统一运营,力争成为与国航、南航、东航一样的全国性航空公司。

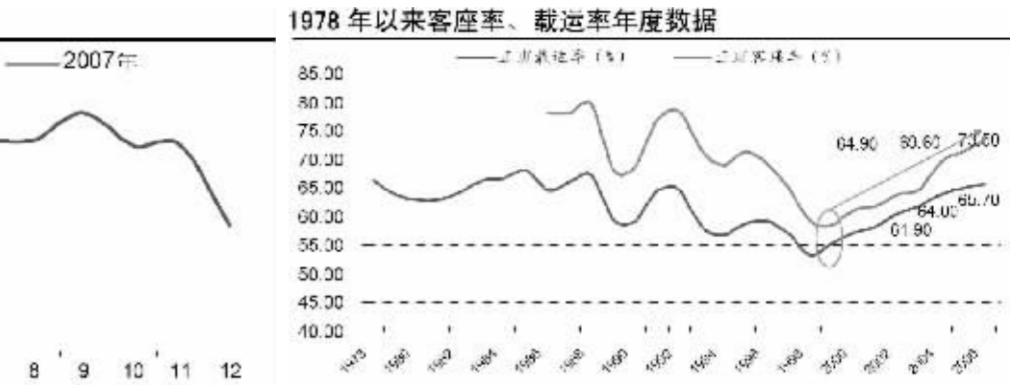
9月3日,东航引进战略投资者的方案浮出水面,东航将以每股港币3.80元的价格分别向东航集团、新加坡航空公司、淡马锡定向增发11,000,418,000股、1,235,



2005年以来中国航空客运营量月度数据

005,263股和649,426,736股,定向增发完成后,新加坡航空公司、淡马锡分别持有公司增资后的注册资本约15.7%、8.3%的股权。对于东方航空而言,战略投资者新加坡航空公司、淡马锡的引进,首先能够改善东方航空的财务状况,资产负债率由95%下降到80.2%,总资产由601.3亿上升至712.2亿,为东航下一步的运力扩张以分享中国航空业未来几年的快速增长的需求打下基础。其次,新加坡航空丰富的国际化惯例经验和全球领先的品牌将,使得东航在未来品牌航空公司的建设中获得一定的经验。

与新航资产的重组相对应的是,中国国航的控股股东中国航空集团在香港通过H股购买东航股份的举动,也将目前几大主要航空公司自身的重组行为扩展至几大航空公司之间的整合层面。2007年8月29日,中国国航总裁兼执行董事蔡剑江更在香港接受表示,不排除与内地其他航空公司合并,合并对象包括东方航空。一时间,关



2005年以来中国航空客运营量月度数据

于中国航空业行业整合的传闻风生水起。根据中国航空业发展逻辑,中国航空业首先受到需求、汇率、油价等基础因素的影响,这些因素将主导中国航空业近两年的业绩表现。与此同时,随着民营航空公司的不断成长、外资航空公司不断加入到市场竞争,中国航空业上下游市场化的先后次序将影响中国航空业中期的竞争力,民营航空公司、外资航空公司进入市场速度的加快,会降低中国航空业中期的竞争力,而目前中国主要航空公司的整合则会降低市场竞争者数量,提高现有航空公司的竞争力。同时,中国航空市场需求旺盛,仅凭现有的航空公司自身的财务能力,难以保证运力的扩张以满足需求的增长,同时随着航权市场化程度的加快,外资航空公司进入中国航空市场的速度也在明显加快,而中国航空公司的实力相对于外资航空公司而言还相对很弱,因此,中国航空业的整合也是理性的选择和未来两年中国航空业发展的主旋律之一。

郭晨凯 制图

行业调控有利于提升三大集团盈利能力

◎世纪证券 胡昆明

2007年8月,民航总局下发了《民航总局关于调控航班总量、航空运输市场准入和运力增长的通知》(2007)101号文件,在航班总量、航空运输市场准入、运力增长等方面进行宏观调控。根据这一文件精神,2010年之前暂停受理设立新航空公司的申请,对设立新航空公司增加更加严格的审批条件。此外,在控制行业运力增长方面,明确了7项严格监管的条件:严格控制新成立航空公司运力增长,严格控制人机比,严格控制飞行员超时飞行,严格控制借人飞行,严格对老龄航空器的安全监管,严格机务维修人员的工时管理,严格对飞机置换的监管。

民航总局进行宏观调控、严格控制运力增长的背景是,近年来我国航空运输事业发展迅速,保持16%以上的年均增长。今年以来,航空运输总周转量累计同比增长19.6%,达到近年来的最高水平。然而,专业技术人员、空域资源和机场保障能力不足等问题日益突出。民航总局的调控措施成为现有三大航空集团经营的利好因素,三大集团以先入优势取得优先发展权,并以既有的航线资源和其他飞行资源取得了相对垄断优势,为三大集团的未来发展奠定了良好的政策环境。

在这样的政策背景下,可以预测未来5年的运力供给增长将在可控范围之内,与运力的需求增长将保持良好的协调关系,航空公司的客座率和收益率将得到持续的提升,行业的盈利能力也可持续提高。而拥有资源优势的三大航空集团的盈利提升将更快,因此,看好三大航空集团未来的发展。

三大航空集团毛利率变化情况

	南航	国航	东航
2007年上半年毛利率(%)	9.69	15.73	8.96
同比提升百分点	1.16	2.28	3.04

三大航空集团销售费用率变化情况

	南航	国航	东航
2007年上半年销售费用率(%)	6.4	5.8	6
2006年上半年销售费用率(%)	7	6.5	5.4

航空行业景气度日高日新

◎天相投资

上市公司披露的数据显示,2007年上半年航空上市公司盈利20.21亿元,成功扭亏为盈,同时毛利率比去年同期增长了1.41个百分点。

多种因素促航空业扭亏为盈

第一,2007年上半年,受益于外贸增长、商务出行增加、消费升级等因素,我国民航业消费需求十分旺盛,总周转量同比增长19.6%,增速远超过民航总局的预期目标,尤其是国际航线方面,甚至达到了27%以上的高增长。

第二,2007年上半年,国际原油价格冲高回落,使得航空煤油价格同期出现了一定程度的下降。上半年,国内三次下调航空煤油价格,一定程度上降低了航空公司用油成本增加压力,使得报告期内中国国航营业收入增长高出营业成本增长10亿元,南方航空和东方航空营业收入比营业成本多增加8亿元左右。

第三,受各种因素影响,上半年人民币升值加速,累计升值3.47%,航空公司因巨额美元负债带来的汇兑收益大幅度增加。具体各上市公司,中国国航汇兑收益8.64亿元,同期增加了6.6亿元,使得财务费用下降5.9亿元;东方航空汇兑收益同期增加5.08亿元,同比增长233%;南方航空实现汇兑收益12.66亿元,同期增加将近9.87亿元。汇兑收益成为南航和东航于报告期成功扭亏主要因素。

根据对三大航空集团的分析,人民币升值1%,中国国航、南方航空、东方航空每股收益影响金额分

别为0.016元、0.095元和0.037元,因此,在人民币升值趋势确定的形势下,中国主要航空公司将持续受益巨额的美元债务。

第四,票价水平的整体上升。数据显示,上半年,不同航线票价水平呈现分化走势,国内航线综合票价指数出现下降,主要是国内中程航线票价指数下降,随着动车组列车和汽车客车服务水平上升,航空公司国内中程旅客市场的竞争将更加激烈,票价回升不容乐观;而国内远程和国际航线的票价水平出现了不同程度的上升,使得票价整体水平比去年同期有所上升。在客座率提升的同时,将进一步利好国际航班较多和远程航班较多的航空公司,因此,拥有最多国际航班的中国国航将是远程票价上

升的最大受益者。

业绩增长前景令人期待

在航空燃油价格居高不下的背景下,我国航空运输业在过去的一年中呈现出景气度不断上升的态势,每天都在披露着阶段性新高的数据。我国航空运输业在快速发展了十几年之后,在商务出行、外贸持续高增长和消费升级的推动下,有可能实现在长期经济的积累后产生爆发式的需求增长,从而在未来的几年内不断推动行业景气程度创出新高。在上述因素影响下,再加上奥运会、世博会、亚运会等因素,我国航空运输在未来3年总周转量和客座率的提升很有可能超出市场目前的预期,其业绩成长前景令人期待。

航空上市公司上半年财务指标(单位:亿元)

	2006H	2007H	增长
营业收入	692.09	809.96	17.03%
营业成本	607.33	699.37	15.16%
归属于母公司所有者的净利润	-18.00	20.21	-
毛利率(%)	12.25%	13.66%	1.41%
净资产收益率(%)	-3.41%	3.34%	6.75%

资料来源:天相数据分析系统

三大航空公司对汇率和航油价格波动的敏感性分析

	人民币升值1%对EPS的影响(元)	人民币升值5%对EPS的影响(元)	航油航空煤油价格上涨100元/吨对EPS的影响(元)
中国国航	0.016	0.08	-0.023
南方航空	0.096	0.47	-0.058
东方航空	0.037	0.19	-0.037

资料来源:天相投顾

■相关公司

中国国航 引领中国航空业的王者

受益于国内航空需求的迅猛增长,国航2007年上半年客座率、货运率等都得到很大提升,提升幅度列国内三大航之首。国航综合客座率提升两个百分点,达75.8%,国内客座率更是高达77.8%;货运率也维持在53%高位。第三季度是航空业的传统旺季,预计中国国航全年的客座率将保持在77%至78%的高位,2008年客座率将达到80%。目前国航与国泰航空正筹建合资货运公司,国航占51%股权。另外,国航拟在深圳建立航空货运基地。国航在人事上也作了相应调整,聘任原国航总经理李虎晓为副总裁,预计公司正在加大在航空货运的运作力度,并联合其他国际航空公司,以应对国内航空开放后的激烈竞争。

国内航线方面,公司致力于建设三大航空枢纽——北京:国际+国内的复合枢纽;成都:西南区域航空枢纽;上海:在原国内干线的基础上,重点发展国际始发航线。国际航线方面,将降低北美航线运力投入以期提高客座率,改善亏损的局面;欧洲航线将加大投入与营销的力度,是公司未来发展的方向,在持平的基础上实现盈利;日韩等高盈利航线将进一步提升品牌与服务品质,扩大市场份额。

预计公司全年EPS有望达到0.38元,2008年EPS为0.58元、2009年EPS为0.70元。(兴业证券 夏福陆)

东方航空 新航参股,迎来盈利春天

新加坡航空参股东方航空,停牌历时3个半月,终于尘埃落定。此次入股主要给东航带来两方面的变化:(1)净资产大幅提升,财务费用减少。(2)提升管理能力和经营效益,尤其是将大幅度提升国际长航线的盈利能力。

东航2007年中报显示,2007年上半年净利润为5800万元,每股收益0.012元。其中,上半年经营性亏损减少7至8亿个;主要原因是:(1)飞机利用率提高。2005年至2006年是收购西北航和云南航之后整合的磨合期,飞行员的流失比较严重,形成恶性循环,亏损比较厉害。2007年上半年日飞机利用率9.8个小时,比2006年提高0.4小时,经营管理在向有利方向发展。(2)客座率上升比较快。敏感性分析显示:客座率每上升1%,将增加收入4亿元;东航2006年上半年客座率71.97%,同比提高了2.37个百分点。(3)座公里同比基本持平,没有出现下降。上半年毛利率11.7%,比2006年同期的5.9%有大幅度提高。

预计东方航空2007、2008年的每股收益为0.15元、0.40元。新航入股后将实质性提高东航的国际竞争力和盈利能力,借助奥运会和世博会以及上海机场的枢纽建设规划,实现经营上的飞跃。(国信证券 李树荣)

南方航空 运力扩张合理

2007年上半年扭亏为盈。公司2007年上半年完成主营业务收入252.10亿元,同比增长19%,实现营业利润3.73亿元;同时加之上年由于人民币升值所产生的12.66亿元的净汇兑损益,公司上半年共实现净利润3.72亿元,去年同期为-8.04亿元。

2007年上半年,南航管理费用、营业费用占主营业务收入比重分别为3.24%、6.37%,自2003年以来,公司的管理费用、营业费用持续改善,管理费用占主营业务收入比重、营业费用占主营业务收入比重持续下降,表明公司的管理能力日益提升。

2007年8月20日,公司与波音公司签订了购买55架B737-700/800飞机的合同,以公司2006年12月31日的可用吨公里计算,南方航空(包括南方航空的控股子公司)在前12个月内购买的飞机使公司的运力增长约32.8%,但是此次的飞机交付时间在2011年5月至2013年10月,考虑到中国未来几年市场需求增长平均超过15%以上的预期,南方航空的运力扩张尚在合理范围。

预计南方航空2007、2008年的每股盈利分别为0.30元/股、0.58元/股。目前人民币持续升值,中国航空业面临行业重组,行业的重组或者公司股东层面的重组将能够提升行业、公司的中长期竞争力。(光大证券 李军)

上海航空 易成为行业并购对象

经营业务与收入稳定增长。2007年上半年,上海航空客运周转量同比增长16.08%,而货邮周转量同比增幅高达96.02%,客座率水平较上年同期上升1.17个百分点,达到70.17%。总体而言,公司客运业务基本处于稳定增长态势。

从公司航空运输业毛利率来看,由上年同期的13.37%下降至10.78%,而管理费用增幅达46.27%。此外,虽然汇兑收益由上年同期的2404万上升至8904万,但由于短期借款大幅增加,公司利息支出由上年同期的1.18亿元增至1.75亿元,同比增长了47.72%,因此公司财务费用仅较上年同期下降7.2%。

2007年预计每股收益为0.06元。目前公司资产负债率已超过80%,公司亦有意向通过证券市场再融资,引入财务或战略投资者。此外,由于公司地处上海这一兵家必争之地,再加上规模不大,管理水平及资产质量都较好,亦容易成为并购对象。(海通证券 马婴)