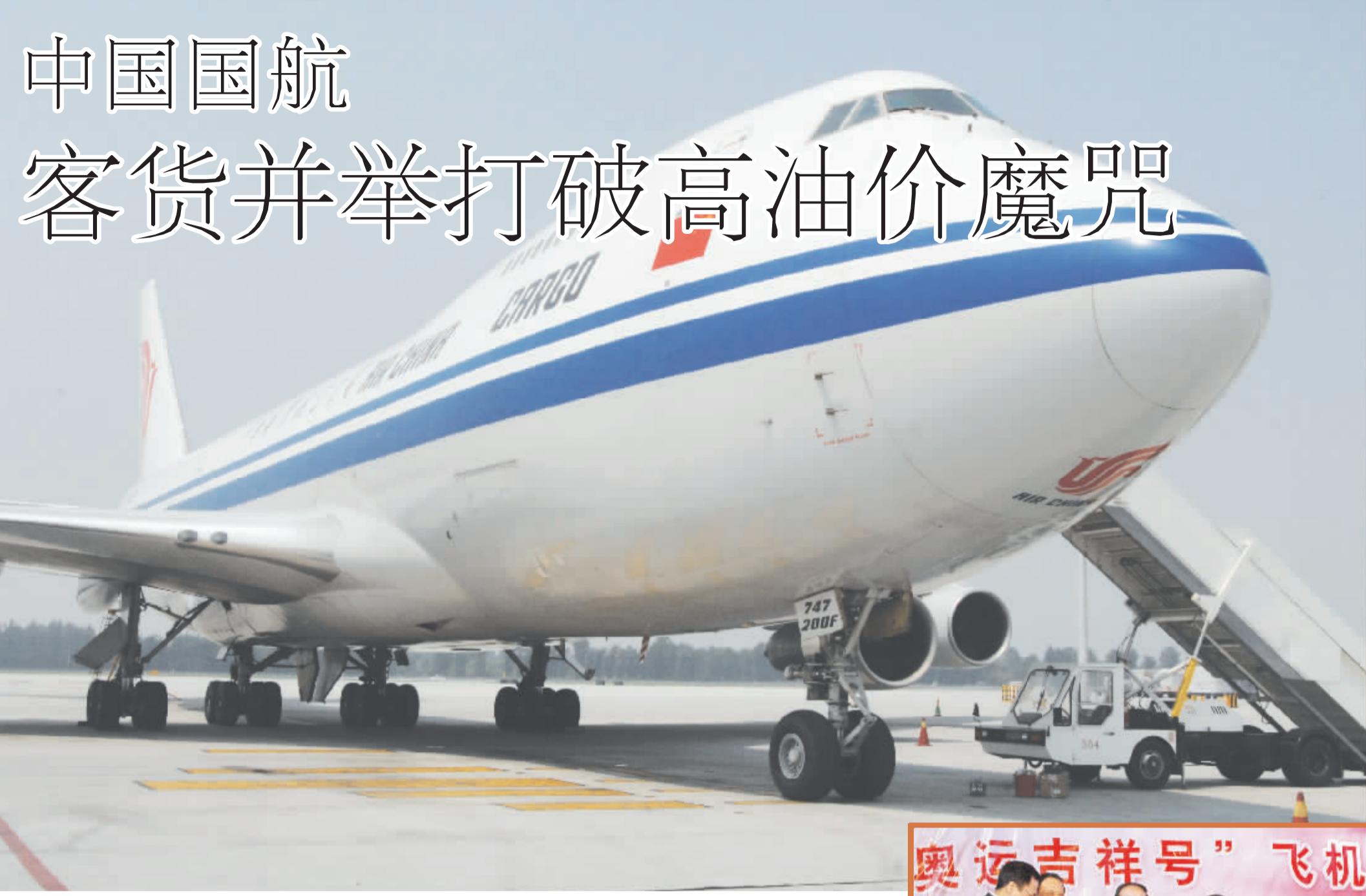




中国国航 客货并举打破高油价魔咒



□本报记者 朱宇

如果把中国的航空公司比做一群飞翔的大雁，那么中国国航(601111)无疑是其中的头雁。

长期以来，中国航空业始终处于上下游的夹击之中艰难飞行，上游是油价高企带来的成本压力，下游是机票价格的激烈竞争，而唯有中国国航能够多年保持航空运输主业的盈利。

另一方面，作为唯一载国旗飞行的航空公司，中国国航还承担了共和国航空业“长子”的使命。雪灾救援、圣火传递、汶川赈灾、周末包机，这些2008年上半年关键词的背后，都闪现着中国国航忙碌的“凤凰”徽标。

面对记者的采访，中国国航总裁蔡剑江笑着说：“中国国航是既要为国出力，又要为投资者负责。”

在资本市场上，中国国航总是能带给投资者惊喜。

2006年，国内航空公司合计实现净利润23.8亿元，行业开始复苏，其中仅中国国航一家依靠出售港龙航空股权获得巨额投资收益，当年就实现盈利29.77亿元，为航空公司整体业绩扭亏盈立下头功。

2007年，在没有了类似上一年的巨额股权投资收益后，市场曾一度对中国国航的业绩增长充满了担忧，但是依赖航空主业的增长，以及投资收益和汇兑损益的锦上添花，中国国航又取得了净利润38.81亿元佳绩。

进入2008年，国际油价持续大幅攀升，一度接近140美元/桶，国内航油价格也在6月20日零时作出调整，航空煤油出厂价格由每吨5950元调整为7450元，上调幅度为25.21%。航空公司的经营形势空前严峻，国际航协发出了全球航空业巨亏的预测，在如此重压之下，中国国航能够打破高油价的魔咒，继续带给投资者惊喜吗？

客运：调配运力强化北京枢纽

分析2007年中国国航的利润结构，主营业务、投资收益和汇兑损益三部分中，主营业务贡献的利润出现显著增长。民族证券分析师王晓艳介绍，公司来自主营业务的利润比重已经逐步加大，2007年占比达到40%以上，远远高于2006年的14%。

在全行业复苏的情况下，多数航空公司选择了加大运力投入。但中国国航并没有盲目投资，而是保持了一贯的谨慎态度。

2007年国航全年净增飞机13架（引进29架退出16架），而同期南航和东航分别净增飞机23架和20架。

从年报公布的数据来看，中国国航业务量增长速度显著高于运力投放增加的速度，这就意味着国航用相对偏低的运力增长换来了高于行业平均水平的客座率。

2007年中国国航的客座率由2006年的75.9%增长至78.5%，增长了2.6个百分点，高于东航73.58%和南航74.5%的客座率水平；国航每收入客公里收益为0.64元，也较2006年提高了5.1%。

据德邦证券分析师郑庆平介绍，2007年国航国内航线的客座率已经达到

80.19%的国际高水平，越往上提高难度越大。因此，国航未来收入的增长还是需要运力的持续投放。

国航董秘黄斌介绍，2008年国航计划投资118.8亿元，引进24架飞机，包括8架A320、7架A330和9架B737，这仍然低于国航去年投入29架飞机的运力增长规模。

但郑庆平认为，考虑到B787飞机交付的延迟以及奥运会对航空运力需求的拉动，公司今年淘汰旧飞机的步伐会较去年明显放慢。

此前，有分析师曾置疑国航的运力投放低于实际航空需求的增速，虽然能够一定程度的提高客座率，但是不能充分享受国内航空业景气带来的增长机会。

国航董秘黄斌对此解释称，国航在引进飞机方面保守是考虑到自身的维修、后勤等保障能力，以及管理能力是否匹配。

从统计数据来看，国航在运力投放方面的谨慎是有道理的。据中国民航局统计，今年1—4月份，中国民航业正班客座率除1月份同比增长外，其他月份，都出现同比负增长。

5月12日，汶川地震的发生，更是对国航在西南地区的经营产生很大冲击。在国航的规划中，以成都为区域枢纽，投入了39架飞机。

国航总裁蔡剑江透露，考虑到西南航空市场的恢复情况，国航果断决定从西南市场抽调7架客机支援北京枢纽的建设。



蔡剑江在接受本报记者采访时表示，“去年西南市场的生产规模占国航总规模的13.2%，利润贡献不到7%，因此地震对公司的整体业绩影响不大。而与此同时，随着T3航站楼的建立，奥运新航路的开通，首都机场刚刚新增了200个航班时刻，其中国航分到了120个，因此从西南地区调增的7架飞机将会很好的缓解国航在北京的运力压力。”蔡剑江表示，国航计划到2010年机队规模将达到306架。

货运：盈利成为新亮点

今年一季度，国航积弱的货运业务已经开始出现好转。

这主要得益于公司对货运业务的发展战略做了相关调整，目前全国三分之一的货运市场集中在长江三角洲地区，据此国航将80%的全货机运力转移到上海市场，北京的货运业务则主要以客机腹舱带货为主。

国航还相应调整了货运业务构成，增加了航空快件和包括的业务量。国航总裁蔡剑江表示，今年以来，进口贸易量上涨超过了50%，也给公司的国际货运带来了很多回程货物，一定程度上提高了货运的收益。

另据介绍，国航加大了内部运力的调整，整合了境外的货运销售力量，在已有的25个海外销售网点的基础上成立欧洲和美国地区总部，加强货运销售的协调和控制，力争今年将欧美航线货运业务的载运率提高5个百分点。

对于酝酿很久的国航和香港国泰航空成立合资货运公司一事，国航总裁蔡剑江表示，国航目前正在加紧对国货航股权的整理，目前国航在国货航持有的股权已达76%，收购首都机场所持剩余24%股权一事已经报到国资委审批，相信不久以后就会有结果。

在谈到合资方式时，蔡剑江表示，未来合资货运公司中，国航和国泰将主要以运力（飞机）来投入，计划在上海设立公司，让京港沪三地形成联动。

欧美业务紧抓奥运商机

国航总裁蔡剑江告诉记者，“虽然2008年是个多事之秋，但公司对今年的经营目标心里有底，公司年初定下的目标、生产计划和考核都不会变。”

这很大程度上得益于国航增长强劲的欧美业务。2007年国航欧美客运业务破天荒地打了一场翻身仗，欧美业务实现盈利。

与此同时，国航欧美业务两舱的利用率也分别高达55%和60%。

今年国航的欧美业务预计将在奥运会的带动下出现更为可观的上涨，并且由于运动员将替代游客，两舱的利用率将更高。

按照奥组委的估计，今年7—9月份，北京奥运会的召开将吸引境外乘客140万人次。国航总裁蔡剑江透露，从预订情况来看，7、8月份，国航欧美飞上海和广州航线的两舱都是满的。

汇兑收益：投资收益有升有降

在2007年，人民币升值带来的汇兑损益和投资收益依然在利润总额中占据较大的比重。

年报显示，中国国航2007年的汇兑损益为19.75亿元，而2006年的汇兑收益则为9.6亿元。今年以来，人民币升值的速度有所加快，上半年累计升幅已超过6%。

国航总裁蔡剑江表示，这已经超出了公司之前的预期，国航年初在制定业绩指标的时候，将人民币升幅估计在5%左右。

此外2007年国航的投资收益为12.36亿元，主要得益于国泰航空和澳门航空的股权投资。随着7月4日两岸周末包机的开通，市场对国航今年的投资收益有所担心。

但国航方面表示，两岸周末包机容量有限，班次不多，通航点也少，满足不了两岸旅游的需求，短期内对公司业绩影响也不会太大。如果将来彻底放开，游客也会在台湾和大陆之间形成多景点的循环，国航依然会从中受益。

蔡剑江认为，影响投资收益的主要因素是国泰航空，受高油价的影响，其经营业绩可能不如去年。

奥运吉祥号飞机命名仪式



采访札记

高油价逼出精管理

□本报记者 朱宇

从6月20日起，国内航空煤油出厂价格上涨1500元，由此前的每吨5950元提高至每吨7450元，提价幅度为23%。涨价消息一经公布，各财经媒体的记者们就开始打听航空公司何时向民航局递交增加燃油附加费的申请，这已成为航空公司的惯例。

不过按照传说中的版本计算，燃油附加费的提高只能覆盖60%~70%的涨价所带来的成本压力，剩下的需要航空公司自己去消化。此前航空公司被人民币升值所掩盖的高油价困境一下子暴露无遗。

如今，高油价已经卡住了全球航空业的喉咙，国际航协预计全球航空业2008年将亏损23亿美元，而在两个月前，这一数字还是盈利45亿美元。在过去4个月里全球已有24家航空公司宣布破产。

与此同时，我们却发现在国际油价持续上涨的2007年，中国国航的燃油成本占主营成本的比重却从上年的40.84%下降为40.76%。国航是如何完成这不可能完成的任务的？总裁蔡剑江一语道破天机，是高油价逼出来的。

因为高油价，国航会将国际航线用油量的50%拿去国际期货市场上做燃油的套期保值；因为高油价，国航会在中美航线上选择新的航路，缩短40分钟航程；因为高油价，国航会要求飞行员在飞机着陆后将机载电源切换为地面电力系统……

国航已经用实际行动证明，通过提高管理水平，中国的航空公司是可以控制好成本的。

国内航空公司的管理欠账太多，很难相信，在一个相对封闭而旺盛的客运市场中，享受由政府补贴的低价航油的中国航空业在2007年之前会出现长时间的亏损。与“空姐换装费高达万元”的兄弟公司相比，国航已算是其中的佼佼者，连续多年保持航空主业的盈利，但即使如此，仍有很多需要改进的地方。

中国航空公司的管理水平还处于相对粗放的阶段，从乐观的角度分析，也可以说具备很大的提升余地。

对于天空开放，国内航空公司总是噤若寒蝉，畏惧海外竞争对手庞大的机队规模，但一位曾在海外经营过航空公司的业内人士曾说，中国航空公司与国外航空公司相比，最大的差距不在机队规模，而在管理水平。规模是可以向银行借钱买来的，而管理经验却是金钱买不到的。

在美国，航空业既是“天使”也是“魔鬼”。在美国航空业开放之初，个人就可以通过银行贷款购买飞机，再用营运所获现金，归还银行贷款，可以说门槛非常低。正是因为门槛低，美国的航空公司从蜂拥而生到蜂拥而亡，价格战空前激烈，而能够存活至今的都是依靠独到的管理，并经过几十年的不断积累和完善。

以燃油套期保值为例，国航抵消了2.36亿元的油料费用，这占到国航主营业务收入的0.47%。而美国的西南航空公司利用衍生工具获得的套保收益从2004年开始便占据了其税前收入的大部分，在2005年甚至超过了其税前总收入。

不难看出，国内航空公司与欧美公司在管理水平上差距明显。这就导致在开放程度相对较大的国内航空货运市场中，85%的份额被欧美公司所占据。

客运市场的开放也是大势所趋。对于以规模取胜的航空公司来说，高油价逼出来的管理水平提高，不仅关乎到国内航空公司的生存问题，更关乎到中国航空业未来的国际竞争力。

黑云压城城未摧
前程似锦续添花

■民族证券 王晓艳

中国国航是国内航空公司的龙头企业，拥有国内最完善的航线网络和最大的国际航线网络，是唯一载国旗运输的航空公司，是2008年北京奥运会航空运输类合作伙伴。

短期波折不改长期向好

2008年上半年，国内民航可谓历经波折，恐怖事件、突发地震等事件的发生导致行业增速下滑，而国航则是在相关事件中受到影响比较明显的航空公司。一方面，成都是国航在北京以外最重要的基地，汶川地震对公司正常航班的运营造成了较大的影响，公司因地震原因在5月份取消航班985班，成都地区客座率同比下降11%至66.3%。另一方面，国内安全形势日益严峻在一定程度上抑制了乘客乘机意愿，而受北京奥运会前夕收紧入境签证发放、限制举办国际性会议和展览等相关政策影响，公司在北京基地的业务也受到一定冲击。

不过，航空业的长期发展依然拥有强大动力。公司通过进一步巩固和开拓以北京为核心的三大枢纽，对服务差异化和销售策略进行不断改善，国内和国际业务都有望获得快速的增长，而以“两舱”业务为重点的客运业务结构调整将进一步提升国航的盈利能力。北京奥运会可能会在短期内对公司的客流结构产生轻微影响，但是公司能够借助奥运会提高国际知名度和美誉度，进一步提高国际市场竞争力。2007年国航欧洲航线和美国航线分别有40%和90%以上的盈利增长来自于新“两舱”，北京奥运会将进一步拉动公司高端业务的增长。

新增燃油成本有望部分化解

2008年以来，国际原油价格持续上涨，目前已经接近140美元/桶，并仍有上涨趋势，国际航空煤油的价格也持续走高，突破170美元/桶，同比上涨1倍以上。国内油价在国际油价上涨的压力下终于在2008年6月19日进行上调，航空燃油价格上涨1500元/吨，国内航油出厂价格达到7450元/吨，销售价格基本与国际水平相当。我们认为短期内该价格可望保持稳定，则2008年国内航油平均销售价格同比上涨22%，公司的燃油成本将增加14亿元。

不过，公司能够通过进行燃油套期保值和收取燃油附加费来缓解油价上涨带来的成本压力。根据公司规定，国航境外用航油的50%左右可以进行套期保值操作。2008年初，公司设定航油套期保值中间价80美元，1季度公司相关套期保值操作收益已达1.5亿元，而公司在前两个季度的燃油对冲比重不到40%。公司计划在6月份以后加大燃油对冲的比重，预计全年将平均达到加油量的45%，套期保值操作能够在一定程度上缓解油价上升带来的成本压力。此外，航空公司也在申请上调燃油附加费，我们认为有可能上调30%-50%，倘若能够成功，那么初步测算，公司新增燃油成本有望消化60%-90%。

货运、投资业务锦上添花

近两年公司客运业务保持快速增长，而货运则在2008年发生质的变化，国货航已实现扭亏为盈。通过大力调整货运机队结构，淘汰机龄较长的波音747飞机，合理调配航线，国航货运载运率水平不断提高，已经超过60%，处于历史较高水平，国航货运业务整体效益正稳步提高。此外，公司还计划对国货航股权结构进行调整，加快对其整合步伐，公司的这一动作将令货运业务进一步加强，从而得到更好的发展。

公司投资了国泰航空、深圳航空、山东航空等公司，根据2008年迄今为止的航空市场运营形势，我们预计相关投资收益仍将得以保持，这将为进一步稳定公司的业绩。而人民币升值将给公司带来高额汇兑收益，倘若2008年人民币对美元升值幅度达到10%，那么根据国航2007年年报美元负债推算，公司有望实现31亿元的汇兑收益。

从7月4日起我国将开通大陆与台湾的周末包机，7月18日起允许大陆游客赴台旅游，未来有望开通两岸直航。根据协议，国航每周可开4个往返班次，一年周末包机可增长客运量近29万人，对客运量有一定的支持，民航局还表示未来将根据两岸市场需求及班次和开放航点数量的增加，稳步增加大陆方面的承运人数量。上述业务将继续为公司的良好业绩锦上添花。